



Shahid Bahonar
University of Kerman



Iranian E-Commerce Scientific
Association

Comparative Study of Hedge Funds in Other Countries and The Feasibility of Setting Them Up In Iran

Majid Amooali^{ID*}

Mohammad Hashem Botshekan^{ID**}

Ali Ghadami Arabi^{ID***}

Arash Ghaffari^{ID****}

Abstract

Objective: The growth of the hedge fund industry over the past years is truly amazing. Many industry observers believe that since the dawn of the new millennium, assets in these often called secretive investment vehicles has grown fourfold. If you factor in the number of funds of funds, the growth factor is probably closer to fivefold.

Hedge funds pool money from investors and invest in securities or other types of investments with the goal of getting positive returns. Hedge funds are actively managed investment pools whose managers use a wide range of strategies, often including buying with borrowed money and trading esoteric assets, in an effort to beat average investment returns for their clients. They are considered risky alternative investment choices. Hedge funds are not regulated as heavily as mutual funds and generally have more leeway than mutual funds to pursue investments and strategies that may increase the risk of investment losses. Mutual funds are regulated investment products offered to the public and available for daily trading. Hedge funds are private investments that are only available to accredited investors. Hedge funds are known for using higher risk investing strategies with the goal of achieving higher returns for their investors.

Hedge funds are limited to wealthier investors who can afford the higher fees and risks of hedge fund investing, and institutional investors, including pension funds.

Hedge funds represent a distinctive investment style. Their investment objectives, and their strategies, are very different from more traditional funds. They emphasize absolute return rather than relative return, and they use a very wide range of investment techniques -including leverage, short selling, diversified asset allocation and other hedging strategies- in the attempt to achieve their objectives.

The main purpose of this research is studying hedge funds, which has attracted the attention of investors and academia in recent decades. This study aims to conduct a comparative study of these funds and gain a comprehensive knowledge about them, to determine the components, functions, benefits and disadvantages of investing in them.

Journal of Development and Capital, Vol. 8, No. 1, pp. 127-142.

* **Corresponding Author**, M.A. of Financial Management, Imam Sadiq University. Tehran. Iran. **Email:** majid.amooali@isu.ac.ir

** Associate Professor of Finance and Banking, Allameh Tabatabai' University, Tehran, Iran. **Email:** botshakan@atu.ac.ir

*** M.A. of Financial Management, Imam Sadiq University. Tehran. Iran. **Email:** alighadami7496@gmail.com

**** M.A. of Finance and Banking, Allameh Tabatabai University, Tehran, Iran. **Email:** ghafariarash@yahoo.com

Submitted: 22 May 2022 **Revised:** 28 June 2022 **Accepted:** 29 June 2022 **Published:** 22 August 2023

Publisher: Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

DOI: 10.22103/jdc.2022.19536.1248

©The Authors.



Abstract

Method: The purpose of this study is to investigate the feasibility of setting up safe deposit boxes in Iran. To do this feasibility study, two independent methods are used. In the first method, by conducting a comparative study and examining the various dimensions of these funds, focusing on three legal dimensions, investors and tools, theoretical feasibility was performed. In the second step, to increase validity The research was conducted using a survey research and a survey of industry experts and senior capital market activists using a questionnaire.

The main approach in gaining knowledge of these funds has been done with a view to the three main dimensions of investors' needs, required tools and legal requirements. The use of a questionnaire (survey of experts) was examined.

The main hypothesis in this research was: there is a possibility of setting up hedge funds in Iran. To test this hypothesis, two theoretical methods (based on library research) and a survey were used. Investors, tools and legal environment were examined. Therefore, in order to be able to set up this type of funds in Iran, it must be possible to set them up in Iran from all three dimensions. And if any of the three dimensions are not available, we can concluded that it was not possible to set them up in Iran.

Results: Studies on these three dimensions (investors' needs, required tools and legal requirements) show that in terms of tools and legal environment, it is not possible to launch them in Iran, but in terms of need, investors need the functions that this fund offers. Therefore, theoretical feasibility states that It is not possible to set up these funds at the moment.

However, in the survey method, experts believe that in terms of need and legal environment, it is possible to set up safe boxes, but in terms of available tools, it is not possible to set them up. Therefore, experts also believe that it is not possible to set up these boxes at present.

Theoretically, in terms of tools and legal environment, it is not possible to set up a hedge fund in Iran, but in terms of need, investors need the functions that this fund provides. According to experts, in terms of need and legal environment, it is possible to set up safe boxes, but in terms of available tools, it is not possible to set them up. Based on the feasibility output performed by experts, in terms of need and legal environment, it is possible to set up safe boxes, but in terms of available tools, it is not possible to set them up.

Conclusion: Theoretical feasibility and the results of a survey of experts indicate that at present it is not possible to set up a hedge fund in the Iranian capital market. It seems that . It's impossible to operate due to the impossibility of short sell, low volume of transactions in existing derivatives, lack of willingness of financial institutions to establish these funds and the complexity of monitoring these funds by the Securities and Exchange Organization, the fund is currently operating in the Iranian capital market.

Keywords: *Hedge Fund, Fund, Short Sale, Leverage.*

JEL Classification: I32, G21, C23.

Paper Type: *Research Paper.*

Citation: Amooali, M., Botshekan, M.H., Ghadami Arabi, A., & Ghaffari, A. (2023). Comparative study of hedge funds in other countries and the feasibility of setting them up in Iran. *Journal of Development and Capital*, 8(1), 127-142 [In Persian].



انجمن علمی اقتصاد کسب و کار ایران

مجله توسعه و سرمایه

شماره ۱۳: ۲۰۰۸-۲۴۲۸ شماره کتبی: ۲۶۴۵-۳۶۰۶

Homepage: <https://jdc.uk.ac.ir>



دانشگاه شهید باهنر کرمان

مطالعه تطبیقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مصون شده (Hedge Fund) در سایر کشورها و بررسی امکان‌پذیری راه‌اندازی آنها در ایران

مجید عموعلی *^{ID}

محمد هاشم بت‌شکن **^{ID}

علی قدمی عربی ***^{ID}

آرش غفاری ****^{ID}

چکیده

هدف: این تحقیق بر آن است تا با انجام یک مطالعه تطبیقی پیرامون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مصون شده اطلاعات جامعی در مورد اجزا، کارکرد، مزایا و معایب آنها ارائه نماید.

روش: امکان‌سنجی راه‌اندازی این صندوق‌ها در ایران با دو روش امکان‌سنجی تئوریک و امکان‌سنجی با استفاده از پرسشنامه (نظرسنجی از خبرگان) با نگرش به سه بعد اصلی نیاز سرمایه‌گذاران، ابزارهای موردنیاز و الزامات قانونی انجام شده است.

یافته‌ها: با توجه به خروجی امکان‌سنجی تئوریک انجام شده در این پژوهش، از بعد ابزارها و محیط قانونی امکان‌سنجی راه‌اندازی صندوق مصون شده در ایران وجود ندارد ولی سرمایه‌گذاران به کارکردهای این صندوق‌ها نیاز دارند. بر اساس خروجی امکان‌سنجی از نظر خبرگان، از حیث نیاز و محیط قانونی امکان‌سنجی راه‌اندازی این صندوق‌ها وجود دارد ولی از حیث ابزارهای موجود امکان‌پذیر نیست.

نتیجه‌گیری: نتایج حاصل از امکان‌سنجی تئوریک و نظرسنجی از خبرگان بیان می‌کند که در حال حاضر امکان‌سنجی راه‌اندازی صندوق مصون شده در بازار سرمایه ایران وجود ندارد. به نظر می‌رسد با توجه به عدم امکان فروش استقراضی، حجم کم معاملات در ابزارهای مشتقه موجود، فقدان تمایل نهادهای مالی برای تأسیس این صندوق‌ها و پیچیده بودن نظارت بر این صندوق‌ها توسط سازمان بورس و اوراق بهادار در حال حاضر راه‌اندازی این صندوق در بازار سرمایه ایران امکان‌پذیر نیست.

واژه‌های کلیدی: صندوق مصون شده، صندوق، فروش استقراضی، اهرم.

نوع مقاله: پژوهشی.

طبقه‌بندی JEL: G21, G23.

استناد: عموعلی، مجید؛ بت‌شکن، محمد هاشم؛ قدمی عربی، علی و غفاری، آرش (۱۴۰۱). مطالعه تطبیقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مصون شده (Hedge Fund) در سایر کشورها و بررسی امکان‌پذیری راه‌اندازی آنها در ایران. *مجله توسعه و سرمایه*، ۸(۱)، ۱۴۲-۱۲۷.

مجله توسعه و سرمایه، دوره هشتم، ش ۱، صص. ۱۲۷-۱۴۲.

* کارشناسی ارشد گروه مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام)، تهران، ایران. majid.amooali@isu.ac.ir **رایانامه:**

** نویسنده مسئول، دانشیار گروه مالی و بانکداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. botshakan@atu.ac.ir **رایانامه:**

*** کارشناسی ارشد گروه مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام)، تهران، ایران. alighadami7496@gmail.com **رایانامه:**

**** کارشناسی ارشد گروه مالی و بانکداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. ghafariarash@yahoo.com **رایانامه:**

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۳/۱ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۱/۴/۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۴/۸ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۲/۵/۳۱

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

©The Authors.

DOI: 10.22103/jdc.2022.19536.1248



مقدمه

با توجه به افزایش استفاده از ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازارهای توسعه‌یافته جهان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از بسترهای موجود مورد اقبال سرمایه‌گذاران بوده است. در سال‌های اخیر صندوق‌های مصون شده توجه سرمایه‌گذاران و محافل علمی را به خود جلب کردند. براساس آمارهای منتشر شده تعداد صندوق‌های مصون شده به سرعت در حال افزایش است. هرچند تعداد و اندازه صندوق‌های مصون شده نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پایین‌تر است، اما رشد چشمگیر آنها در سال‌های اخیر بیانگر افزایش رغبت سرمایه‌گذاران نهادی به ویژه سرمایه‌گذاران ثروتمند نسبت به این صندوق‌ها است.

یکی از مشکلات اصلی سرمایه‌گذاران در بازارهای اوراق بهادار وجود شرایط نزولی و افت شاخص‌های اصلی بازارها در زمان‌های مختلف است. وقوع بحران‌های مالی در دنیا، اختلال در نظام‌های اقتصادی، کاهش شاخص‌های کلان اقتصادی کشورها، جنگ، حملات تروریستی و... از عواملی هستند که می‌توانند منجر به کاهش شدید شاخص‌های اصلی بازار شوند. در این شرایط سرمایه‌گذاران نیازمند به سرمایه‌گذاری در اوراق بهاداری هستند که از سرمایه‌های آنها در شرایط نزولی بازار محافظت نماید (بروور، ۲۰۰۱). صندوق‌های مصون شده از جمله طرح‌های سرمایه‌گذاری هستند که با به‌کارگیری ابزارها و استراتژی‌های مختلف قصد دارند تا با ایجاد مصونیت در شرایط نزولی بازار، امکان دستیابی به یک بازده مثبت و جذاب را نیز فراهم آورند (جی‌گر، ۲۰۰۵). در این میان، بازار سرمایه ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست و همواره شاهد دوران رونق و رکود در طی فعالیت خود بوده که متأسفانه در دوران رکود زیان‌های سنگینی را به سرمایه‌گذاران تحمیل کرده است. بازار سرمایه در ایران نیز در حال گذار به سمت یک بازار پیشرفته و توسعه‌یافته است. راه‌اندازی نهادهای مالی جدید و به‌کارگیری ابزارهای موجود نیازمند مطالعات تطبیقی دقیق و کاملی در این زمینه است. با توجه به اینکه هنوز پژوهشی در زمینه امکان‌سنجی راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده در بازار سرمایه ایران انجام نشده است لذا از منظر موضوعی که بدان پرداخته شده نوآوری دارد. هم‌چنین بررسی این موضوع از نظر قلمرو مکانی (مورد مطالعه بازار سرمایه ایران) و بازده زمانی (مورد مطالعه زمان حال) دارای نوآوری و استفاده از روش‌های امکان‌سنجی آماری در راه‌اندازی ابزارهای مالی بر اساس پرسشنامه خبرگانی نوآوری روشی محسوب می‌شود. سوال اصلی پژوهش امکان‌سنجی راه‌اندازی این صندوق از منظر ابعاد نیاز سرمایه‌گذاران، ابزارهای مورد نیاز و محیط قانونی است.

در این پژوهش ابتدا با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای به معرفی، بیان تاریخچه و بررسی جایگاه صندوق‌های مصون شده در دنیا از منظر نیاز سرمایه‌گذاران، ابزارهای مورد نیاز و محیط قانونی پرداخته خواهد شد. سپس ضمن نظرخواهی از خبرگان این حوزه، ضرورت راه‌اندازی، ابزارها و محیط قانونی لازم برای ایجاد این صندوق‌ها امکان‌سنجی شده و در صورت تأیید خبرگان در آزمون‌های آماری راه‌اندازی آن پیشنهاد خواهد شد.

مبانی نظری و بسط فرضیه‌های پژوهش

علی‌رغم توجه همیشگی و منظم رسانه‌ها، هنوز تعریف قانونی دقیقی برای صندوق مصون شده ارائه نشده و متأسفانه چندین تعریف متناقض بر اساس ساختارهای قانونی، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، بازدهی، ریسک‌پذیری یا مصون‌سازی و... برای آن وجود دارد که عبارتند از:

¹ Brouwer

² Jaeger

- یک منبع سرمایه گذاری ریسکی که عموماً فقط برای سرمایه گذاران ثروتمند طراحی شده و در جستجوی افزایش بازدهی با پذیرش ریسک‌های بالاتر است (money central investor).
- یک صندوق مصون شده یک پرتفوی سرمایه گذاری خصوصی است که معمولاً به عنوان شراکت محدود ساختاردهی می‌شود، مخصوص سرمایه گذاران معتبر است، کارمزد تشویقی مطالبه می‌کند، به وسیله یک شریک عمومی با هر ابزار مالی قابل تصویری که در دسترسش قرار دارد مدیریت می‌شود (sierra capital planning .inc).
- یک پرتفوی که به صورت تهاجمی مدیریت می‌شود و موقعیت‌هایی را در فرصت‌های سفته‌بازی اتخاذ می‌کند (investopedia.com).
- انبوهی از استراتژی‌های سرمایه گذاری مهارتی، با محدوده گسترده‌ای از اهداف ریسک و بازدهی. یکی از عناصر معمول آن استفاده از مهارت‌های مدیریت سرمایه گذاری و ریسک به منظور جستجوی بازدهی‌های مثبت بدون توجه به مسیر بازار است (goldman sachs&co).
- یک ابزار سرمایه گذاری مشترک خصوصی به صورت بی‌قاعده تنظیم شده و می‌تواند برای منافع سرمایه گذارانش هم در بازارهای نقد و اوراق مشتقه بر پایه اهرم سرمایه گذاری کند (Thomas schneewies,university of Massachusetts).
- یک صندوق سرمایه گذاری است که در دسترس طیف محدودی از سرمایه گذاران است و می‌تواند در طیف وسیعی از ابزارها و استراتژی‌ها نسبت به صندوق‌های سرمایه گذاری دیگر سرمایه گذاری کند. همچنین این صندوق به مدیر سرمایه گذاری کارمزد مبتنی بر عملکرد پرداخت می‌کند. اگرچه صندوق‌های مصون شده در جستجوی خنثی کردن زیان بالقوه از طریق روش‌های گوناگون (عمدتاً فروش استقراضی) در بازاری که آن‌ها در آن سرمایه گذاری می‌کنند، هستند اما صندوق‌های زیادی وجود دارند که واقعاً سرمایه گذاری خود را مصون نمی‌سازند و با استفاده از فروش استقراضی و روش‌های دیگر مصون‌سازی اقدام به افزایش ریسک به امید کسب بازدهی بیشتر می‌نمایند (دانشنامه ویکی‌پدیا).
- باتوجه به تعاریف موجود می‌توان گفت صندوق سرمایه گذاری مصون شده نوعی صندوق سرمایه گذاری است که با استفاده از استراتژی‌ها و ابزارهای گوناگون مصون‌سازی، سعی در ایجاد یک بازده مثبت جذاب در بازارهای نزولی و یک بازده قابل توجه در بازارهای صعودی دارد. این صندوق‌ها به مدیران خود کارمزد مبتنی بر عملکرد می‌دهند، شفافیت و نقدشوندگی محدودی دارند و موفقیت آن‌ها تا حد زیادی به مهارت مدیر بستگی دارد.

پیشینه پژوهش

سلطانی‌نژاد (۱۳۸۵) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد با عنوان «بررسی تطبیقی فروش استقراضی سهام با عقود اسلامی»، به این نتیجه رسید که فروش استقراضی سهام با ساز و کار رایج آن در بازارهای سرمایه دنیا، از دیدگاه فقه امامیه مورد قبول شرع نیست.

آکرمن و همکاران (۱۹۹۹) در مقاله‌ای با عنوان «عملکرد صندوق‌های مصون شده: ریسک، بازده و مشوق‌ها» بر این باورند صندوق‌های مصون شده از چند ویژگی جذاب از جمله: استراتژی‌های سرمایه‌گذاری انعطاف‌پذیر، انگیزه‌های مدیریتی قوی، سرمایه‌گذاری مدیریتی قابل توجه، سرمایه‌گذاران پیچیده و نظارت محدود دولت برخوردار هستند که ممکن است بر عملکرد آنها تأثیر بگذارد.

فیلیپس (۲۰۰۳) در کتابی با نام «صندوق‌های مصون شده: استراتژی‌ها و تکنیک‌ها» به معرفی صندوق‌های مصون شده و طرح مباحثی چون قانون و مقررات صندوق‌های مصون شده، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک این صندوق‌ها پرداخته است.

برونر و ناگل (۲۰۰۴) در مقاله‌ای با عنوان «صندوق‌های تامینی و حباب فناوری» نشان می‌دهند که صندوق‌های مصون شده نتوانستند نقش موثری در کسب بازدهی پس از ترکیدن حباب سهم‌های فناوری ایفا نمایند.

رابرت (۲۰۰۵) و استرچمن (۲۰۰۷) و مک کری (۲۰۰۲) در کتاب‌هایی مجزا، به تعریف صندوق‌های مصون شده، معرفی خصوصیات و ویژگی‌های سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها و استراتژی سرمایه‌گذاری آنها پرداخته‌اند.

روش پژوهش

این تحقیق از نظر اهداف پژوهش از نوع توصیفی و از نوع رویکردهای پژوهش از نوع تطبیقی است. داده‌ها و اطلاعات موردنیاز در تحقیق به روش کتابخانه‌ای گردآوری شده است. استفاده از روش کتابخانه‌ای شامل بررسی اسناد و مدارک مرتبط و بررسی کلیه متون مربوط در این زمینه و مراجعه به سایت‌های اینترنتی است. این تحقیق را می‌توان به‌طور کلی به دو بخش اصلی تقسیم نمود: در بخش اول تحقیق به بررسی پیرامون شناخت صندوق‌های مصون شده و همچنین کارکردها، فلسفه وجودی، ابزارهای مورد استفاده، سرمایه‌گذاران و محیط قانونی پرداخته شده است. در این بخش تا حد امکان سعی شده است تا با انجام مطالعه تطبیقی پیرامون کشورهای مختلف یک اطلاعات جامع پیرامون ابعاد مورد بررسی به دست آید. در بخش دوم که خود به دو قسمت تقسیم می‌شود به امکان‌سنجی راه‌اندازی این صندوق‌ها به ۲ روش امکان‌سنجی تئوریک و نظر سنجی از خبرگان با نگرش به سه بعد اصلی نیاز سرمایه‌گذاران، ابزارهای موردنیاز و الزامات قانونی در ایران پرداخته شده است. پس از تعیین جامعه آماری و مطالعه منابع، کتاب‌ها و مقالات مربوط به ادبیات موضوعی و بررسی امکان‌سنجی تئوریک با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده، جهت انجام امکان‌سنجی به شیوه نظر سنجی، پرسشنامه‌ای تنظیم و در بین جامعه آماری (از طریق سیستم اتوماسیون اداری سازمان بورس) توزیع شد. به این ترتیب نمونه آماری شامل کلیه افراد جامعه آماری بوده است.^۱ به منظور انجام نظر سنجی برای این تحقیق، جامعه آماری تحقیق از یک سو شامل کارشناسان و کارگزاران شاغل در شرکت‌های کارگزاری به دلیل ارتباط بیشتر با محیط عملیاتی بازار و سرمایه‌گذاران و از سوی دیگر معاونت‌های سازمان بورس و شرکت بورس به دلیل آشنایی با محیط و ضوابط قانونی، در نظر گرفته شده‌اند. سپس اطلاعات حاصل از خروجی پرسشنامه مدلسازی شده است.

الزام به ذکر است با توجه به هدف محقق از تحقیق پیمایشی که افزایش روایی امکان‌سنجی تئوریک بوده است، تعداد افراد نمونه از فعالان بازار به شرح فوق انتخاب شده است. البته با توجه به حجم نمونه و اینکه تعداد

۲۰۰ پرسشنامه جمع‌آوری شده است، با فرض خطای نمونه‌گیری ۱۰ درصد کل نمونه نرمال بوده است و از نظر آماری صحیح است.

بررسی روند تاریخی پیدایش صندوق مصون شده

جدول ۱ بررسی روند تاریخی پیدایش صندوق مصون شده

دوره	رویداد
دوران اولیه: دهه ۱۹۳۰	انتشار کتابی با عنوان پیش‌بینی علمی نوشته کارل کارستن ^۱ و تشریح مهم‌ترین اصول کلیدی راه‌اندازی یک صندوق مصون شده و تشکیل و یک صندوق کوچک با استفاده از ابزارهایی مانند حجم معامله، نرخ‌های بهره، سطح قیمت عمده‌فروشی، شاخص‌های برخی صنایع و غیره. (رابرت ^۲ ، ۲۰۰۵)
سال‌های شکل‌گیری: (۱۹۶۸-۱۹۴۹)	راه‌اندازی اولین صندوق مصون شده توسط آلفرد وینسلو جونز ^۳ با به‌کارگیری هم‌زمان اهرم و فروش استقراضی در معاملات (رابرت، ۲۰۰۵).
عصر تاریک (دوره بدون پیشرفت) (۱۹۷۴-۱۹۶۹)	زیان و انحلال تعداد زیادی از صندوق‌های پوشش ریسک تأسیس شده به دلیل استفاده افراطی از اهرم در بازار نزولی (رابرت، ۲۰۰۵).
عصر شکوفایی (۱۹۹۷-۱۹۷۵)	نگارش مقاله‌ای تحت عنوان سرمایه‌گذار نهادی توسط جی. راهر ^۴ و اعلام بازدهی صندوق‌های مصون شده که موجب افزایش رغبت مردم و رشد کمی و کیفی صندوق‌های مصون شده بود. (روهر ^۵ ، ۱۹۸۶)
بحران‌های آسیا و روسیه (۱۹۹۸-۱۹۹۷)	صندوق‌های مصون شده به دلیل اخذ موقعیت‌های فروش استقراضی و تغییر سریع در استراتژی‌ها به دست‌کاری و تأثیر منفی در بازار مورد سرزنش قرار گرفتند. (لابیتانت ^۶ ، ۲۰۰۷)
دوران رشد حبابی بازار سهام (حباب دات. کام ۲۰۰۰)	عملکرد قابل قبول در حباب و اثبات عدم همبستگی عملکرد آن‌ها با بازار سهام موجب افزایش رغبت سرمایه‌گذاران خصوصاً افراد ثروتمند به این صندوق‌ها شد. (برانر میر ^۷ ، ۲۰۰۴)

خصوصیات کلیدی صندوق‌های مصون شده

شرکت پرکویین^۸، هر ساله آمار مربوط به صندوق‌های پوشش ریسک را منتشر می‌کند. مطابق با آمار و اطلاعات منتشر شده توسط این شرکت در سال ۲۰۲۰ میلادی و همانطور که در شکل زیر نیز نشان داده شده است، ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های پوشش ریسک در آمریکا بیشتر از سایر کشورها است و ارزش آن حدود ۲،۷۱۸ میلیارد دلار است.

¹ karl karsten

² Robert

³ Alfred winslow jones

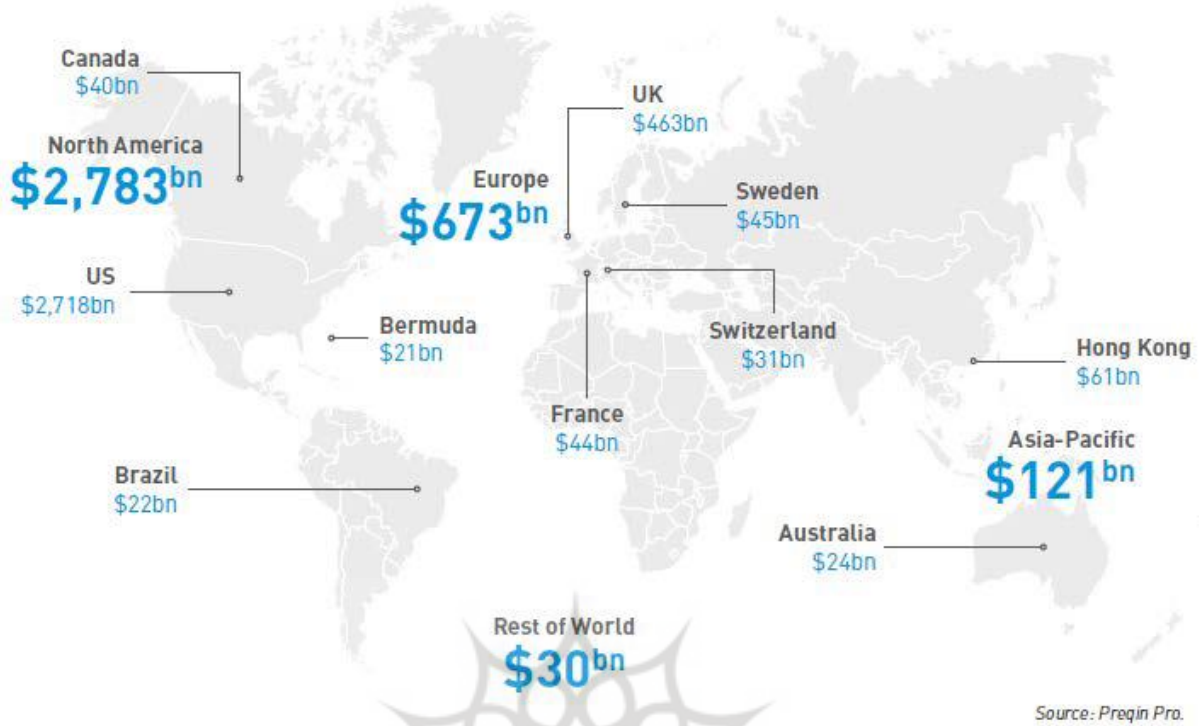
⁴ J.Rohrer

⁵ Rohrer

⁶ Lhabitant

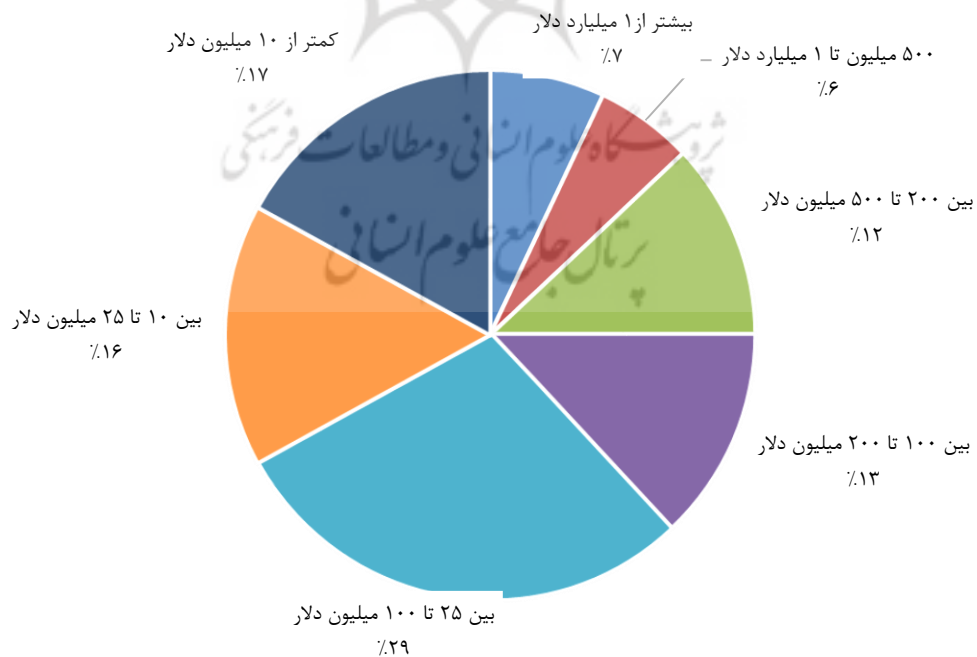
⁷ Brunnermeier

⁸ Preqin



شکل ۱. ارزش دارایی‌های تحت مدیریت صندوق‌های پوشش ریسک در کشورهای مختلف (پروکویین، ۲۰۲۰)

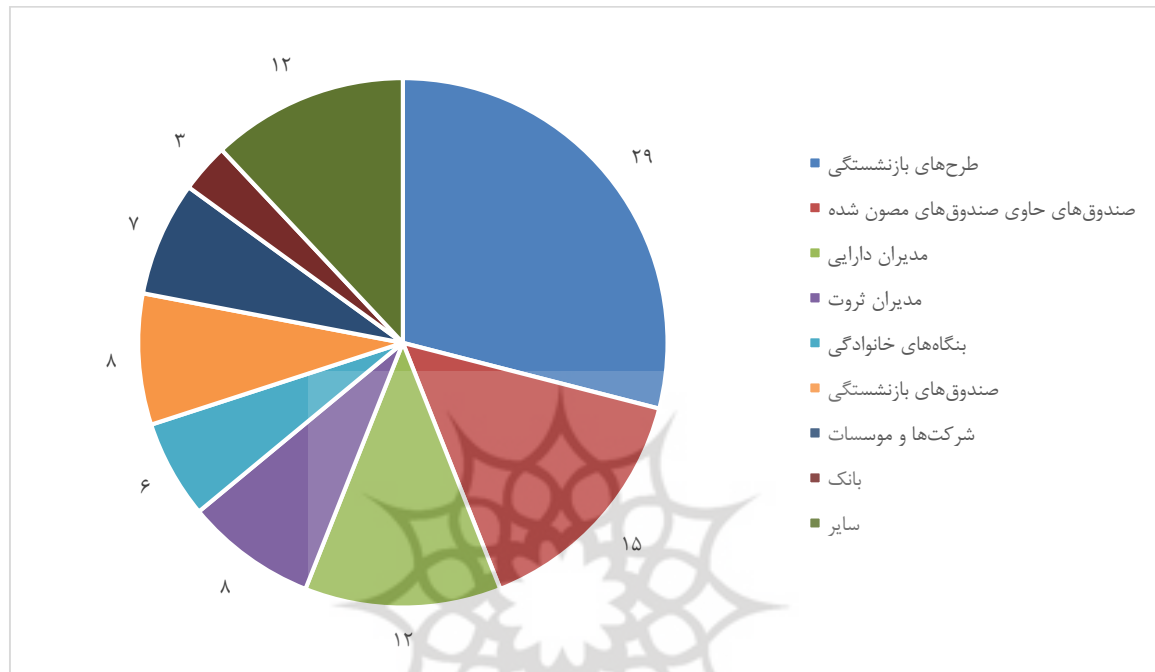
شکل ۱ اندازه صندوق‌های مصون شده را در دنیا بر حسب دارایی‌های تحت مدیریت نشان می‌دهد. با توجه به اینکه هنوز دارایی تحت مدیریت ۴۵٪ صندوق‌های مصون شده ۱۰ الی ۱۰۰ میلیون دلار است، به نظر می‌رسد هنوز پتانسیل زیادی برای رشد کمی و کیفی این صندوق‌ها وجود دارد.



نمودار ۱. توزیع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مصون شده بر حسب اندازه دارایی‌های صندوق (پروکویین، ۲۰۲۰)

سرمایه گذاران

به دلیل ویژگی‌های خاص این نوع صندوق‌ها اشخاص ثروتمند^۱ و صندوق‌های حاوی صندوق‌های مصون شده جزء اصلی‌ترین سرمایه‌گذاران در این نوع صندوق‌ها هستند، نمودار زیر توزیع منابع سرمایه‌ای را در صنعت صندوق مصون شده در پایان سال ۲۰۲۰ نشان می‌دهد.



نمودار ۲. منابع سرمایه‌ای برآورد شده برای صندوق‌های مصون شده در پایان سال ۲۰۲۰ (پرکویین، ۲۰۲۰)

بازیگران صندوق‌های مصون شده

بازیگران صندوق‌های مصون شده به ۳ دسته زیر تقسیم می‌شود:

سرمایه گذاران (شرکای محدود): شامل افراد بسیار ثروتمند، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های موقوفه و خیریه، کارگزار- معامله گر، شرکت‌های بزرگ و صندوق‌های حاوی صندوق‌های مصون شده^۲ دارندگان اطلاعات نهانی (شرکای عمومی): شامل مدیران، تحلیلگران، مدیران ریسک، معامله گران، حسابداران، وکلا و کارکنان ستادی.

افراد حرفه‌ای (غیر شرکا): شامل کارگزاران اصلی، اسپانسرها، مشاوران مالی، حسابداران و حسابرسان، متخصصین بازاریابی، قانون‌گذاران و مؤسسات رتبه‌بندی (استراچمن^۳، ۲۰۰۷).

مقایسه صندوق‌های مصون شده با صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

همان‌طور گفته شد تعاریف مربوط به صندوق مصون شده به‌خوبی نمی‌تواند جنبه‌های مختلف و ویژگی‌های منحصر به فرد این صندوق‌ها را نمایند سازد اما مقایسه این صندوق‌ها با صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌خوبی این تفاوت‌ها را آشکار و درک کامل‌تری از مفهوم این صندوق‌ها ارائه می‌کند. جدول زیر این تفاوت‌ها را نشان می‌دهد:

^۱ اشخاص ثروتمند معمولاً به افرادی اطلاق می‌شود که ثروت خالص آنها بیش از یک میلیون دلار باشد.

^۲ Fund Of Fund

^۳ Strachman

جدول ۲. تفاوت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و مصون شده (جیمز^۱، ۲۰۰۵)

ویژگی	صندوق سرمایه‌گذاری مشترک	صندوق مصون شده
نقدشوندگی	نقدشوندگی و بازخرید روزانه	نقدشوندگی ماهانه و سالانه
اهداف عملکرد	کسب بازده نسبی جذاب	کسب بازده مطلق جذاب
قانون	تابع قوانین سرمایه‌گذاری SEC	بسیار قانون‌گریز
سرمایه‌گذاران	نامحدود	به شدت محدود
حداقل سرمایه‌گذاری اولیه	معمولاً خیلی کوچک و در حدود ۱۰۰۰ دلار	معمولاً خیلی بزرگ و بیشتر از ۱ میلیون دلار
در دسترس بودن	برای همه سرمایه‌گذاران	فقط در دسترس سرمایه‌گذاران ثروتمند و واجد شرایط
فروش استقراضی	حداکثر ۳۰ درصد سود ناشی از فروش استقراضی است	آزادی نامحدود برای فروش استقراضی
کارمزد تشویقی عملکرد	معمولاً کارمزد تشویقی عملکرد وجود ندارد	کارمزد تشویقی عملکرد (در حدود ۲۰ درصد) معمول است
کارمزد مدیریت سرمایه‌گذاری	معمولاً یک تا دو درصد	معمولاً یک تا دو درصد
اهرم	تقریباً استفاده نمی‌شود	به طور وسیع استفاده می‌شود
منبع اصلی ریسک و بازدهی	استراتژی، بزار و مهارت	استراتژی و مهارت
ساختار	معمولاً به صورت شرکت بزرگ	معمولاً به صورت شرکت کوچک
بازاریابی و تبلیغ	با الزامات افشاء نامحدود است	محدود به سرمایه‌گذاران معتبر
عرضه	امید نامه	بیانیه فروش خصوصی
مشارکت مدیر در صندوق	مشارکت محدود یا عدم مشارکت	بخش عمده‌ای از ثروت خود را سرمایه‌گذاری می‌کند
مشقه‌ها	به طور محدود معامله می‌کنند	آزاد در معامله

ابزارها و استراتژی‌ها به کار گرفته شده

فروش استقراضی، ابزارهای مشتقه شامل: اختیار معاملات و قراردادهای آتی و همچنین استفاده از اهرم از اصلی‌ترین ابزارهای مورد استفاده صندوق‌های مصون شده هستند. (فرش^۲، ۲۰۰۸) در این بین فروش استقراضی به دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد خود که مهم‌ترین آن استفاده از شرایط نزولی بازار برای کسب بازدهی هست، دارای اهمیت بسزایی است (لومیس^۳، ۱۹۹۶). با استفاده از این ابزار سرمایه‌گذاران این امکان را می‌یابند تا با فروش یک دارایی که پیش‌بینی می‌کنند در آینده قیمت آن کاهش می‌یابد، از یک سو اقدام به سودآوری نمایند و از سوی دیگر نوعی اهرم برای سرمایه‌گذاری‌های دیگر به وجود آورند. به همین ترتیب استراتژی‌های مورد استفاده آن‌ها نیز عمدتاً مبنی بر خرید و فروش سهام (خرید غیرنقدی و فروش استقراضی)، رویداد محور و سرمایه‌گذاری مبتنی بر پیش‌بینی وقایع و رویدادهای آتی در دنیا است (ایچنگرین^۴ و همکاران، ۱۹۹۸). چهار طبقه یا شیوه گسترده از صندوق‌های مصون شده وجود دارد که می‌تواند به چندین استراتژی صندوق مصون شده تقسیم شود. استراتژی‌های مدیران صندوق مصون شده اغلب در زمان‌هایی از استراتژی‌هایی که در زیر می‌آید اندکی منحرف خواهد شد اما همچنان شبیه یکی از گروه‌های زیر است. استراتژی‌های ترکیبی در گروه‌های مابعد نیز معمول است.

استراتژی‌های اصلی که توسط مدیران صندوق‌های مصون شده بکار گرفته می‌شود به شرح زیر است:

¹ Owen

² Frush

³ Loomis

⁴ Eichengreen

جدول ۲. استراتژی‌های صندوق‌های مصون شده (فیلیپس، ۲۰۰۳)

استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در اوراق بهادار داخلی و فرصت‌های بازار جهانی سرمایه‌گذاری می‌کنند.	Macrocentric	تاکتیکی با هدایتی
مدیران صندوق مصون شده در مشتقه‌های کالاها سرمایه‌گذاری می‌کنند تا با سوارشدن بر روند بازار سودهای جذاب کسب کنند.	Managed futures	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در بازارهای خاص به وسیله اتخاذ موضع خرید، فروش و یا هر دو سرمایه‌گذاری می‌کند.	Sector specific	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده به وسیله خرید سهام و یا فروش استقراضی از فرصت‌های بازار استفاده می‌کند.	Long/short equity	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در بازارهای کمتر توسعه یافته اما نوظهور سرمایه‌گذاری می‌کند.	Emerging market	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده، خریده‌ها و فروش‌ها را زمان‌بندی می‌کند و یا در گروه‌های مختلف دارایی را که پیش‌بینی می‌شود در کوتاه‌مدت به خوبی عمل می‌کند سرمایه‌گذاری می‌کند.	Market timing	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده اوراق بهادار قرض گرفته شده را بفروش می‌رساند باهدف خرید آن‌ها در آینده با قیمتی پایین‌تر و در نتیجه ایجاد سود.	Selling short	ارزش نسبی یا آربیتراژ
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده از مزیت نابربری قیمت درک شده به وسیله اوراق قرضه قابل تبدیل و سایر اوراق بهادار مالکیتی استفاده می‌کند.	Convertible arbitrage	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده یک اوراق بهادار با درآمد ثابت خریداری می‌کند و فوراً اوراق بهادار با درآمد ثابت دیگری را به شیوه استقراضی می‌فروشد تا بدین وسیله ریسک بازار را حداقل کند و از تغییر شکاف قیمت بهره‌گیرد.	Fixed income arbitrage	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده یک اوراق بهادار مالکیتی را خریداری می‌کند و به شیوه استقراضی شاخص سهام مربوطه را می‌فروشد تا ریسک بازار را خنثی کند.	Equity market neutral	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در سهام یا بدهی شرکت‌های آشفته و روبه‌ورشکستگی به منظور احیاء و ساختاردهی مجدد آن‌ها و فروش آن‌ها در قیمت‌های خیلی بالاتر.	Distressed securities	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری می‌کند که نسبت بهارهای تخمینی خود به کسر به فروش رفته‌اند که در نتیجه مورد توجه واقع نشده‌اند یا نسبتاً در جامعه سرمایه‌گذاری ناشناخته‌اند.	Reasonable value	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در موقعیت‌های مرتبط با ادغام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند که در آن‌ها فرصت‌های منحصر به فردی برای سودآوری وجود دارد.	Merger arbitrage	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده در اوراق بهاداری سرمایه‌گذاری می‌کند که موقعیت‌های رویداد - محور کوتاه‌مدت به وجود می‌آورند که فرصت‌های سودآور موقتی ارائه می‌دهند.	Opportunistic events	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده دو یا تعداد بیشتری از استراتژی‌ها را در یک زمان بکار می‌گیرد.	Multistrategy	ترکیبی (هیبریدی)
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده به جای سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بهادار در دو یا تعداد بیشتری از صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند.	Fund of funds	
استراتژی‌ای که به موجب آن مدیر صندوق مصون شده بر طبق ارزش‌ها و اصول شخصی معین سرمایه‌گذاری می‌کند.	Values-based	

بررسی محیط قانونی سایر کشورها

در گذشته نیاز به قانون‌گذاری و نظارت بر واسطه‌های مالی در رابطه با عموم مردم به‌ندرت مورد چالش واقع می‌شد. قانون‌گذار ۳ هدف عمده را دنبال می‌نمود: (۱) محافظت از سرمایه‌گذاران و سپرده‌گذاران خرد از سوءاستفاده و غفلت به واسطه گواهی دادن، ثبت، حداقل الزامات افشاء و افزایش شفافیت (۲) کاهش ریسک‌های سیستماتیک و تضمین صحت و درستی سیستم مالی از طریق وضع الزامات حاشیه‌ای و کفایت سرمایه و (۳) اطمینان از اینکه برای مشتریان خدمات با کیفیت در قیمت‌های رقابتی فراهم می‌شود. (فانگ و هسیه،^۱ ۲۰۰۰)

موقعیت قانون‌گذاری صندوق‌های مصون شده همیشه مبهم و دوپهلوی بوده است. از یک سو، صندوق‌های مصون شده در بازارهای قانونمند عمل می‌کنند، زیرساخت مراکز مالی قانونمند را استفاده می‌کنند و با مؤسسات مالی قانونمند (کارگزارها و بانک‌ها) معامله می‌کنند، بنابراین آن‌ها به طور غیرمستقیم قانون‌گذاری می‌شوند. از سوی دیگر، صندوق‌های مصون شده در چنین مسیری، گرایش به ساختار خودشان دارند به دلیل خودداری از قانون‌گذاری مستقیم و فرار از الزامات ثبت یا مجوز که به طور عام برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری قابل اجراست. آن‌ها می‌خواهند با حداکثر انعطاف‌پذیری عمل کنند. (فانگ و هسیه،^۲ ۲۰۰۱) به دلیل اهمیت موضوع قانون‌گذاری صندوق‌های مصون شده به بررسی بسترها و الزامات قانونی فعالیت آن‌ها در کشورهای منتخب خواهیم پرداخت:

جدول ۳. بسترها و الزامات قانونی صندوق‌های مصون شده در سایر کشورها

کشور	قانون
آمریکا	صندوق‌های مصون شده توسط SEC و تا حد کمی نیز توسط CTFC رسیدگی می‌شوند (اون، ^۳ ۲۰۰۰). صندوق‌های مصون شده داخلی در چارچوب Regulation D و صندوق‌های مصون شده خارجی در چارچوب قانون Regulation S فعالیت می‌کنند. (آندرسن، ^۴ ۲۰۰۲) در صورتی که هر ناشری کم‌تر از ۵۰۰ سهام‌دار داشته باشد و دارایی‌های آن در پایان چند سال اخیر مالی بیش از ۱۰ میلیون دلار نباشد ملزم به ثبت تحت قانون بازار اوراق بهادار (۱۹۳۴) نیست. در صورتی که هر ناشری را که اوراق بهادار منتشر شده و در دست مردم آن به وسیله کمتر از ۱۰۰ مالک آمریکایی تملک شود از شمول قانون شرکت سرمایه‌گذاری (۱۹۴۰) خارج می‌گردد. علاوه بر این ناشر نباید اوراق بهادار خود را به عموم عرضه کند (فیلیس، ^۴ ۲۰۰۳) و (ایچنگرین و همکاران، ۱۹۹۸).
اروپا	قانون‌گذاران اروپایی ترجیح می‌دهند قواعد عملیاتی سختی را اتخاذ کنند یا حتی صندوق‌های مصون شده را بدون توجه به هیچ جایگزینی ممنوع کنند. در نتیجه مدیران در بیشتر کشورهای اروپایی به استثناء دو کشور انگلستان و سوئیس که قوانین نسبتاً سازگارتری داشتند فعالیت‌های خود را به خارج از کشورهای خود انتقال دادند (ایچنگرین و همکاران، ۱۹۹۸).
آلمان	صندوق مصون شده داخلی و خارجی باید اقلام مالیاتی و اطلاعات سرمایه‌گذار منتشر نماید. این صندوق‌ها در صورت عدم پیروی از این الزامات بر اساس قوانین مربوط به صندوق‌های غیرشفاف، مشمول مالیات می‌شوند. صندوق‌های خارجی باید عایدی‌های انباشته تقسیم نشده را همراه با نرخ آزادسازی به طور روزانه منتشر کنند. (رنکین، ^۵ ۱۹۹۹)
فرانسه	به دلیل رعایت الزامات قانونی ابتدا مجموعه‌ای از ساختارهای جدید سرمایه‌گذاری با نام (OPCVM Aria) که دارای قوانین سرمایه‌گذاری راحت‌تری بود ارائه شد. صندوق‌های مصون شده ملزم به رعایت این الزامات هستند. (گودوین و هارمر، ^۶ ۲۰۰۷)
ایتالیا	بر اساس این قانون جدید هر گروهی که مایل است صندوق‌های مصون شده داخلی را در ایتالیا ایجاد کند باید (۱) مجوز بانک ایتالیا را داشته باشد؛ (۲) یک واحد مدیریت سرمایه‌گذاری خاص را باهدف کلی ایجاد یا مدیریت یک یا چند صندوق مصون شده دائر کند؛ و (۳) برای

¹ Fung & Hsieh

² Owen

³ Andersen

⁴ Phillips

⁵ Rankin

⁶ Goodwin & Harmer

کشور	قانون
	تأیید هر صندوق مصون شده درخواست کند. عملاً دو نوع صندوق وجود دارد: fondi di riservati برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و fondi di speculative برای سایرین.
سوئیس	چارچوب نظارتی حاکم بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سوئیس به ساختار سازمانی مورد استفاده آن‌ها بستگی دارد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری توسط قسمت خاصی از مجموعه قوانین الزامی سوئیس (Swiss Code of Obligation) کنترل می‌شوند، در حالی که قراردادهای چند سرمایه‌گذار و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری قرار دارند و توسط کمیسیون بانکداری فدرال سوئیس کنترل و حسابرسی می‌شوند.
ایرلند	صندوق‌های مصون شده در قالب صندوق‌های غیر UCITS به صورت یونیت تراست‌ها، شرکت‌های با سرمایه ثابت و متغیر و همچنین در قالب شراکت محدود تأسیس شوند. به دلیل اینکه آن‌ها مشمول محدودیت‌های موجود در قوانین اتحادیه اروپا نمی‌شوند، IFSRA انعطاف‌پذیری بیشتری در قانون خود دارد و ممکن است به آن‌ها اجازه استفاده از طیف گسترده‌ای از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و استقرایی را نسبت به UCITS‌ها بدهد.

روش پژوهش

به منظور انجام امکان‌سنجی تئوریک، از یک پرسشنامه محدود حاوی ۱۵ سؤال (۵ سؤال در مورد هر بعد) استفاده شد که از طریق سیستم اتوماسیون بورس بین اعضای جامعه آماری توزیع گردید. جهت روایی، این پرسشنامه برای ۵ نفر از متخصصان مالی فرستاده شد و با میزان ۰/۸۲۴ مورد تأکید قرار گرفت. پایایی آن نیز با روش آلفای کرونباخ ثابت شده است. این روش برای محاسبه همبستگی درونی آزمون‌های با قابلیت اندازه‌گیری ویژگی‌های مختلف استفاده می‌شود. آلفای کرونباخ هر پرسشنامه به شکل زیر محاسبه شده که برابر با عدد ۰/۹۰۷ محاسبه گردیده است که مورد تأیید است.

$$r_{\alpha} = \frac{j}{j-1} \left(1 - \frac{\sum s_j^2}{s^2} \right)$$

آلفای کرونباخ	تعداد نمونه
۰/۹۰۷	۲۰۰

فرضیات تحقیق عبارت‌اند از:

۱- از دید سرمایه‌گذاران نیاز به راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود دارد.

$$H_0: \mu \leq \%50$$

$$H_1: \mu > \%50$$

۲- از بعد قانونی امکان راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود دارد.

$$H_0: \mu \leq \%50$$

$$H_1: \mu > \%50$$

۳- از بعد ابزارها امکان راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود دارد.

$$H_0: \mu \leq \%50$$

$$H_1: \mu > \%50$$

برای آزمون فرض بالا از آزمون t استفاده می‌شود که آزمون t برای آزمون به صورت زیر است:

$$t = \frac{b_1}{s(b_1)}$$

تحلیل داده‌ها

در جدول ۵ آمار توصیفی مربوط به فرضیه اول که به ترتیب تعداد داده‌ها، میانگین، انحراف معیار و خطای معیار میانگین نشان داده می‌شود.

جدول ۴. آمار توصیفی مربوط به فرضیه اول

فرضیه اول	تعداد داده‌ها	میانگین	انحراف معیار	خطای معیار میانگین
	۲۰۰	۳/۹۷	۰/۷۸۶۰۱	۰/۰۵۵۵۸

جهت آزمون فرضیه اول و با توجه به جدول ۶ دیده می‌شود سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است و فرضیه H0 مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و از دید سرمایه‌گذاران نیاز به راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود دارد.

جدول ۵. آزمون فرضیه اول

فرضیه اول	آماره t	درجه آزادی	معیار تصمیم	میانگین اختلاف	فاصله اطمینان با سطح اطمینان ۹۵٪
					حد پایین / حد بالا
	۱۷/۴۵۳	۱۹۹	۰/۰	۰/۹۷	۰/۸۶۰۴ / ۱/۰۷۹۶

در جدول ۷ آمار توصیفی مربوط به فرضیه دوم که به ترتیب تعداد داده‌ها، میانگین، انحراف معیار و خطای معیار میانگین نشان داده می‌شود.

جدول ۶. آمار توصیفی مربوط به فرضیه دوم

فرضیه دوم	تعداد داده‌ها	میانگین	انحراف معیار	خطای معیار میانگین
	۲۰۰	۳/۷۹۲۵	۰/۷۲۴۴۰	۰/۰۵۱۲۲

جهت آزمون فرضیه دوم و با توجه به جدول ۸ دیده می‌شود سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است و فرضیه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد و از بعد قانونی امکان راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود دارد.

جدول ۷. آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم	آماره t	درجه آزادی	معیار تصمیم	میانگین اختلاف	فاصله اطمینان با سطح اطمینان ۹۵٪
					حد پایین / حد بالا
	-۱۵/۴۷۲	۱۹۹	۰/۰۷	۰/۷۹۲۵	-۰/۶۹۱۵ / ۰/۸۹۳۵

در جدول ۹ آمار توصیفی مربوط به فرضیه سوم که به ترتیب تعداد داده‌ها، میانگین، انحراف معیار و خطای معیار میانگین نشان داده می‌شود.

جدول ۸. آمار توصیفی مربوط به فرضیه سوم

فرضیه سوم	تعداد داده‌ها	میانگین	انحراف معیار	خطای معیار میانگین
	۲۰۰	۳/۷۰۶۰	۰/۴۸۱۴	۰/۱۰۴۷۵

جهت آزمون فرضیه سوم و با توجه به جدول ۱۰ دیده می‌شود سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد و از بعد ابزار امکان راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود ندارد.

جدول ۹. آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم	آماره t	درجه آزادی	معیار تصمیم	میانگین اختلاف	فاصله اطمینان با سطح اطمینان ۹۵٪
					حد پایین / حد بالا
	-۶/۷۴۰	۱۹۹	۰/۰۶۵	۰/۷۰۶	-۰/۴۹۹۴ / ۰/۹۱۲۶

باتوجه به نتایج به دست آمده از مدل در ۳ بعد نیاز سرمایه‌گذاران، ابزارها و محیط قانونی موارد زیر قابل اشاره است:

بعد نیاز سرمایه گذاران

در شرایط بازار نزولی که در آن شاخص های مهم بازار رو به کاهش می گذارد، سبد سرمایه گذاری اکثر سرمایه گذاران که با توجه به شاخص متنوع سازی شده نیز رو به افت می نهد. در این شرایط، سرمایه گذاران حقیقی با توجه به شرایط خاص خود آسیب پذیرترین گروه در بین سرمایه گذاران هستند. به همین دلیل نیاز به ایجاد مصونیت در این بازارها برای این افراد و گروه های آسیب پذیر دیگر کاملاً احساس می شود. بدین ترتیب بررسی شرایط بازار در زمان های گوناگون می تواند به خوبی بیانگر نیاز یا عدم نیاز به این نوع صندوق ها باشد. همان طور که می دانیم بهترین معیار برای بررسی شرایط کلی بازار، شاخص بورس اوراق بهادار یا بازارهای دیگر است. بورس اوراق بهادار تهران علی رغم دارا بودن محدودیت هایی همچون حجم مبنا و محدوده نوسان، در تاریخ خود فراز و نشیب های زیادی را تجربه نموده است. بازار سرمایه ایران نیز همانند بازارهای دیگر، هم دارای دوران رونق و هم دارای دوران رکود بوده است که البته در دوران رکود بیشترین آسیب متوجه سرمایه گذاران حقیقی بوده است. به همین دلیل لازم است سرمایه گذاران حقیقی و صندوق های بازنشستگی و شرکت های بیمه در دارایی هایی سرمایه گذاری کنند که آن ها را در دوران رکود مصون نماید؛ بنابراین به سادگی می توان به وجود نیاز برای راه اندازی صندوق های مصون شده پی برد. به همین دلیل به لحاظ تئوریک نشان داده شد که نیاز به راه اندازی چنین صندوق هایی وجود دارد، پس فرضیه اول مبنی بر امکان راه اندازی صندوق های مصون شده بر حسب نیاز سرمایه گذاران تأیید می شود.

بعد ابزارها

همان طور که گفته شد، فروش استقراضی و مشتقه ها از جمله ابزارهای اساسی مورد استفاده توسط صندوق های مصون شده هستند. نتایج تحقیق **سلطانی نژاد (۱۳۸۵)** در دانشگاه امام صادق (علیه السلام) نشان می دهد امکان به کارگیری ابزار فروش استقراضی با توجه به اصول فقهی امکان پذیر نیست. از سوی دیگر نتایج تحقیق **حسن نژاد (۱۳۸۵)** نشان می دهد امکان راه اندازی اختیار معامله در بازار ایران با توجه به بعد نیازسنجی و امکانات فنی ساختاری وجود دارد، ولی از نظر فقهی تحقیقی در این مورد انجام نگرفته است ولی بر طبق آخرین گزارش ها از سوی کمیته فقهی بورس اوراق بهادار، آن را از نظر فقهی دارای مشکلاتی دانسته اند که اخیراً نیز در صدد رفع آن ها هستند. بدین ترتیب می توان نتیجه گرفت که در صورت راه اندازی مشتقه ها یکی از ابزارهای مورد استفاده صندوق های مصون شده در اختیارشان قرار می گیرد که توسط آن ها می توانند استراتژی های مصون سازی را پیاده کنند.

اما در حال حاضر و در حین انجام تحقیق، هیچ کدام از ابزارهای اساسی و مورد نیاز صندوق های مصون شده در دسترس نیست؛ بنابراین از این بعد می توان نتیجه گرفت امکان راه اندازی صندوق های مصون شده با توجه به ابزارهای موجود وجود ندارد و بنابراین فرضیه مورد نظر مبنی بر امکان راه اندازی صندوق های مصون شده از بعد ابزارها رد می شود.

بعد محیط قانونی

ساختار غالب برای اکثر صندوق های مصون شده شراکت محدود است، به عبارت دیگر برای راه اندازی صندوق های مصون شده باید به دنبال ساختاری باشیم که سهام داران آن از دو گروه مجزا تشکیل شده باشد. گروه اول یا همان شرکای محدود فقط نسبت به سرمایه ای که آورده اند مسئول هستند و تعهد و مسئولیت آن ها به اندازه سرمایه گذاری شان است و گروه دوم یا مدیران صندوق که نسبت به تعهدات شرکت مسئولیت نامحدود دارند. در قانون تجارت جمهوری اسلامی

ایران در بین اقسام مختلف شرکت‌ها، شرکتی که چنین ویژگی‌هایی را داشته باشد باید از نوع شرکت‌های مختلط سهامی باشد. (نشریه ویژه سازمان بورس اوراق بهادار، ۱۳۸۷)

ماده ۱۶۲ قانون تجارت شرکت‌های مختلط سهامی را این‌گونه تعریف می‌کند: شرکت مختلط سهامی شرکتی است که در تحت اسم مخصوصی بین یک عده شرکای سهامی و یک یا چند شریک ضامن تشکیل می‌شود. شرکای سهامی کسانی هستند که سرمایه آن‌ها به صورت سهام یا قطعات سهام متساوی القیمت درآمده و مسئولیت آن‌ها تا میزان همان سرمایه است که در شرکت دارند. شریک ضامن کسی است که سرمایه او به صورت سهام درنیامده و مسئول کلیه قروض است که ممکن است علاوه بر دارایی شرکت پیدا شود. در صورت تعدد شریک ضامن مسئولیت آن‌ها در مقابل طلبکاران و روابط آن‌ها با یکدیگر تابع مقررات شرکت تضامنی خواهد بود. (جهانگیر، ۱۳۸۳)

ماده ۱۶۴ قانون تجارت مدیریت شرکت مختلط سهامی مخصوص به عهده شریک یا شرکا ضامن خواهد بود. (جهانگیر، ۱۳۸۳)

بنابراین همان‌طور که ملاحظه می‌شود ساختار شرکت‌های مختلط سهامی شباهت زیادی به ساختار شراکت محدود دارد که مناسب صندوق‌های مصون شده است.

اما در خصوص قانون بازار اوراق بهادار، بند ۲۰ از ماده ۱ صندوق‌های سرمایه‌گذاری این‌گونه معرفی می‌کند: صندوق سرمایه‌گذاری، نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن نسبت به سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند. اما در اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری متوجه می‌شویم که منظور از صندوق سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری مشترک است و بدین ترتیب جایگاه و تعریف دقیقی برای صندوق‌های مصون شده ذکر نشده است. در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نیز ذکر این نکته ضروری است که این صندوق‌ها ساختار قانونی دقیقی ندارند، بدین معنی که مجوز آن‌ها صرفاً از سوی سازمان بورس اوراق بهادار صادر می‌شود و در غالب هیچ‌کدام از شرکت‌های تعریف شده در قانون تجارت نمی‌گنجد و همچنین نزد سازمان ثبت شرکت‌ها به ثبت نمی‌رسند، بنابراین نمی‌توان آن‌ها را یک شخصیت حقوقی مجزا در نظر گرفت که این موضوع می‌تواند ضعف عمده‌ای برای آن‌ها به حساب بیاید. البته اخیراً لایحه‌ای برای گسترش فعالیت‌های بورس اوراق بهادار تهران به مجلس برده شده است که در آن ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز مورد توجه قرار گرفته است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

در این پژوهش امکان‌سنجی راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار گرفته است. بدین منظور از دو روش تئوریک (مبتنی بر تحقیقات کتابخانه‌ای) و نظرسنجی از خبرگان (پرسشنامه) استفاده شد و امکان راه‌اندازی این صندوق‌ها از سه بعد نیاز سرمایه‌گذاران، ابزارها و محیط قانونی مورد بررسی قرار گرفت. برای امکان‌پذیر بودن راه‌اندازی این نوع صندوق‌ها در ایران باید از هر سه بعد، امکان راه‌اندازی آن‌ها در ایران وجود داشته باشد و در صورت مهیا نبودن هر کدام از سه بعد می‌توان نتیجه گرفت که امکان راه‌اندازی آن‌ها در ایران وجود ندارد.

در این تحقیق، مطالعات انجام شده پیرامون این سه بعد نشان می‌دهد که به لحاظ تئوریک، از بعد ابزارها و محیط قانونی امکان راه‌اندازی این صندوق‌ها در بازار سرمایه ایران وجود ندارد ولی از حیث نیاز، سرمایه‌گذاران به کارکردهایی

که این صندوق ارائه می‌دهد نیاز دارند؛ بنابراین امکان‌سنجی تئوریک بیان می‌کند در حال حاضر (به دلیل عدم پذیرش دو بعد) امکان راه‌اندازی این صندوق‌ها وجود ندارد.

هم‌چنین در روش نظر‌سنجی، کارشناسان معتقدند از نظر نیاز و محیط قانونی امکان راه‌اندازی صندوق‌های مصون شده وجود دارد ولی از حیث ابزارهای موجود امکان راه‌اندازی آن‌ها وجود ندارد؛ بنابراین کارشناسان نیز معتقدند که امکان راه‌اندازی این صندوق‌ها در حال حاضر (به دلیل عدم پذیرش یک بعد) وجود ندارد. به نظر می‌رسد با فراهم‌سازی امکان انجام معاملات فروش استقرایی (در حال حاضر به دلیل مشکلات شرعی در بازار سرمایه ایران استفاده نمی‌شود)، افزایش عمق معاملات و تنوع ابزارهای مشتقه موجود، تمایل نهادهای مالی به تأسیس این صندوق به دلیل جذابیت ایجاد شده نظیر کارمزد متغیر و امکان معامله طیف وسیعی از ابزارهای معاملاتی و ایجاد بسترهای نظارتی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار (به دلیل تفاوت در گزارش‌دهی، محدودیت مخاطبین و دارایی‌های جدید قابل معامله این صندوق‌ها) می‌توان به راه‌اندازی صندوق مصون شده در بازار سرمایه ایران امیدوار بود. زیرا موارد مطرح شده می‌تواند عواملی را که موجب شده نتایج امکان‌سنجی عدم تأسیس این صندوق‌ها باشد را رفع نماید. زیرا همانگونه که در متن پژوهش اشاره شد صندوق مصون شده دارای مزیت‌هایی است که می‌توان با انجام اصلاحات و اقدامات لازم از مزایای آن در بازار سرمایه ایران برخوردار شد؛ به دلیل گستردگی ابعاد این موضوع پیشنهاد می‌شود در پژوهشی جداگانه الگوی عملیاتی جهت تأسیس و راه‌اندازی صندوق مصون شده در بازار سرمایه ایران ارائه داده شود.

تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم تحقیقات و فناوری دانشگاه علامه طباطبائی به خاطر حمایت معنوی در اجرای پژوهش حاضر سپاسگزاری می‌شود. همچنین از مدیران و کارشناسان شاغل در بازار سرمایه ایران جهت همکاری در این تحقیق تشکر و قدردانی می‌شود.

منابع

- حسن‌نژاد، محمد (۱۳۸۵). امکان‌سنجی راه‌اندازی اختیار معامله در ایران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه مازندران.
- سلطانی‌نژاد، حامد (۱۳۸۵). بررسی تطبیقی فروش سهام با عقود اسلامی. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه امام صادق. تابستان.
- جهانگیر، منصور (۱۳۸۳). قانون تجارت با آخرین اصلاحیه‌ها و الحاقات. نشر دیدار.
- نشریه ویژه سازمان بورس اوراق بهادار (۱۳۸۷). آخرین قوانین و مقررات بازار سرمایه، شماره ۱ و ۲.

References

- Jaeger, R.A. (2005). All about hedge funds. Mc Graw Hill.
- Strachman, D.A. (2007). The fundamentals of hedge fund management. John Wiley & Sons.
- McCrary, S.A. (2002). How to create and manage a hedge fund. John Wiley & Sons.
- Ackermann C., McEnally R., & Ravenscraft D. (1999). The performance of hedge funds: Risk, return and incentives. *Journal of Finance*, 54(3), 833-874.
- Andersen, A. (2002). Hedge fund investing. Survey on the risk approach adopted by the Swiss marketplace.
- Brunnermeier, M., & Nagel, S. (2004). Arbitrage at its limits: Hedge funds and the technology bubble. *Journal of Finance*, 59(5), 2013-2040.
- De Brouwer G.J. (2001). Hedge funds in emerging markets. Cambridge University Press. Cambridge.
- Eichengreen B., Mathieson D., Chadha B., Jansen A., Kodres L., & Sharma S. (1998). Hedge funds and financial market dynamics. Occasional Paper. No. 166. International Monetary Fund. Washington. DC.

- Frush, S. (2008). Hedge funds demystified: A self-teaching guide. Mc Graw Hill.
- Fung W., & Hsieh, D.A. (2000). Measuring the market impact of hedge funds. *Journal of Empirical Finance*, 7(1), 1-36.
- Fung W., & Hsieh, D.A. (2001). The risk in hedge fund strategies: theory and evidence from trend followers. *Review of Financial Studies*, 14(2), 313-341.
- Lhabitant, F.S. (2007) . Handbook of hedge funds, john wiley&sons, 20-40.
- Loomis C. (1966). The Jones nobody keeps up with. *Fortune*, 82-106.
- Owen, J. (2000). The prudent investor's guide to hedge funds. john wiley&sons.
- preqin global hedge fund report. (2020). 2020 Preqin global private equity & venture capital report.
- James, R. (2005). Hedges on hedge fund: How to successfully analyze and select an investment. john wiley&sons.
- Rankin, B. (1999). The impact of hedge funds on financial markets: Lessons from the experience of Australia". in L. Gower and D. Gruen (eds). *Capital flows and the international financial system*. Sydney: Reserve Bank of Australia. pp. 151-173.
- Rohrer, J. (1986). The red hot world of Julian Robertson. *Institutional Investor*. May. 86-92.
- Phillips, K.S. (2003). Hedge funds: Definitive strategies and techniques. john wiley&sons.
- Goodwin, M.G., & Harmer, J.C. (2007). Highly neurotic never depressed students have negative biases in information processing. *Psychological Medicine*, 37, 1281-1291.

