

بررسی جایگاه شرکت های سرمایه گذاری در بازار سرمایه (با تأکید بر صندوق های سرمایه گذاری)

دکتر غلامحسین مهدوی^۱
محمد رضا بهمنش^۲

غیرفعال (یونیت تراسته های سرمایه گذاری)، شرکت های سرمایه گذاری با سرمایه متغیر (صندوق های مشترک) و شرکت های سرمایه گذاری با سرمایه ثابت. این مقاله ابتدا به معرفی سرمایه گذاری و انواع آن پرداخته و سپس به بحث درباره شرکت های سرمایه گذاری می پردازد. در ادامه، صندوق های سرمایه گذاری، انواع آن و



چکیده
شرکت های سرمایه گذاری یکی از واسطه های مالی هستند که از آنها در کلیه بورس های پیشرفته دنیا، در جهت ایجاد تعادل و نظم در بازار اوراق بهادار، با هدف افزایش کارایی و رونق سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه استفاده می شود و نقش با اهمیتی در تجهیز منابع مالی و هدایت آن به سوی

ظرفیتهای تولیدی دارند. فلسفه اصلی تأسیس این شرکت ها جمع آوری پس اندازهای کوچک و سرمایه گذاری آنها در مجموعه متنوعی از اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و سایر انواع اوراق بهادار) است. این شرکت ها را می توان به طور کلی به سه دسته تقسیم کرد: شرکت های سرمایه گذاری

جایگاه آن در بازار سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد.

بورس اوراق بهادار، شرکت های سرمایه گذاری، سهام و صندوق های سرمایه گذاری.

سرمایه گذاری

تولید تابعی است از عوامل گوناگون که یکی از آن ها سرمایه است. هر چند عوامل دیگری مانند نیروی انسانی، منابع طبیعی، فن آوری و مدیریت نیز دارای نقش های خاص خود هستند ولی همیشه اهمیت تجهیز سرمایه و سرمایه گذاری به گونه ای بوده است که عوامل دیگر را تحت تأثیر خود قرار می داده است (پیام ایران خودرو، ۱۳۷۷: ۵۴). سرمایه گذاری یعنی صرف وجوه در حال حاضر، به امید دریافت عایدات بیشتر در آینده که باعث رشد و توسعه اقتصادی، ایجاد اشتغال و درآمد، افزایش مستمر تولید و صادرات و در نتیجه دستیابی به رفاه مادی و مقابله ریشه ای با پدیده نفرت انگیز فقر عمومی می شود (جهانخانی، ۱۳۷۴: ۱۷). توقف یا کاهش سرمایه گذاری تولیدی، زیربنایی و اجتماعی در یک دوره بلندمدت دشواریهای فزاینده اقتصادی و هزینه های اجتماعی بسیاری را باعث می شود. بدون سرمایه گذاری کافی در کل اقتصاد به ویژه در بخشهای صنعتی، درآمد واقعی برای نیروی کار و تأمین کالای کافی برای پاسخگویی به تقاضای موجود ممکن نیست. بروز تورم و فشارهای تورمی حاصل از این فرایند، ضمن آسیب رساندن به جریان سرمایه گذاری و رشد صنعتی موجب گسترش فاصله های درآمدی در میان گروههای مختلف جامعه می شود. عدم توازن در بودجه خانوارها، گسترش دامنه فعالیت های دلالی و واسطه گری، افزایش فساد اداری و اختلال در تعادلهای اجتماعی که هر یک به تنهایی می توانند بنیان های یک جامعه سالم را فرو ریزند از دیگر پیامدهای این فرایند است. سرمایه گذاری ها به طور عمده به دو گروه به شرح زیر تقسیم می شود:

- ۱- سرمایه گذاری های فیزیکی^۴: این سرمایه گذاری ها عبارت است از اجرای طرحهای صنعتی که منجر به ایجاد دارایی فیزیکی ملموس شود.
- ۲- سرمایه گذاری های مالی^۵: این نوع سرمایه گذاری ها عبارت از صرف پول برای خرید دارایی های مالی است (انواری رستمی، ۱۳۷۸: ۶۱۳).

هم زمان با رشد صنایع و نیاز روز افزون آنها به منابع مالی و نیز با توجه به عدم جوابگویی نظام بانکی در ارائه خدمات مالی، به دلیل ویژگی خاص بازار پولی (تأمین مالی کوتاه مدت)، نقش حیاتی بازار سرمایه آشکار شد. بازار سرمایه با هدف تأمین منابع بلندمدت برای سرمایه گذاری در بخشهای مختلف اقتصادی، نقش عمده ای را در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای پیشرفته ایفا کرد و در این میان بورس اوراق بهادار به عنوان اصلی ترین بخش بازار سرمایه مطرح شد. اما با رشد جمعیت و افزایش نیاز جوامع بشری به کالاها و خدمات و در عین حال گسترش روحیه مصرف گرایی از یک طرف و محدود بودن ابزارهای سنتی در تأمین منابع مالی مورد نیاز جهت توسعه و افزایش ظرفیتهای تولیدی از طرف دیگر زمینه ای را فراهم کرد تا از ساز و کارهای جدیدی برای جذب منابع مالی و هدایت آن به سوی تولید استفاده شود.

یکی از ساز و کارهای جدید که نقش زیادی در تجهیز منابع مالی و هدایت آن به سوی ظرفیت های تولیدی دارد واسطه های مالی است که کار اصلی آن دریافت وجوه از مردم، تبدیل این وجوه به سرمایه گذاری و بازگرداندن بخشی از بازده سرمایه گذاری به سرمایه گذاران است. شرکت های سرمایه گذاری یکی از مهمترین واسطه های مالی است که در طول چند دهه اخیر، ابتدا در اکثر کشورهای صنعتی و سپس در کشورهای در حال رشد، از آن به منظور تجهیز منابع مالی در سطح گسترده ای استفاده شده است (بهزاد، ۱۳۷۶: ۵۷ و ایزدی یزدان آبادی، ۱۳۸۱: ۴۲). بنابراین، با توجه به اهمیت نقش این شرکت ها در توسعه سرمایه گذاری و به تبع رشد اقتصادی کشورها، لزوم شناخت و توجه هر چه بیشتر به شرکت های سرمایه گذاری ضروری به نظر می رسد. در این راستا، این مقاله ابتدا به معرفی سرمایه گذاری شامل انواع آن پرداخته و سپس به بحث درباره شرکت های سرمایه گذاری می پردازد. در ادامه موضوع صندوق های سرمایه گذاری، انواع آن و جایگاه آن در بازار سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد.

بورس است و در موقع تعطیلی بازار بورس، جای خالی آنها را با ارائه خدمات معاملاتی به سرمایه گذاران پر می کنند. در بازارهای دست چهارم معاملات به طور مستقیم بین مؤسسه های بزرگ یا افراد سرمایه دار (بدون دخالت کارگزاران و معامله گران) انجام می شود. بازار دست چهارم را می توان یک شبکه ارتباطات بین سرمایه گذاران علاقمند به معاملات بلوک های بزرگ سهام نامید (بورس، ۱۳۷۸: ۴۰).

بازار مالی از لحاظ سررسید به بازار پول^۱ و بازار سرمایه تقسیم می شود. بازار پول بهزاری است که در آن سرعت نقدینگی اوراق بهادار بالا بوده و اوراق بهاداری که در این بازار معامله می شود سررسید کوتاه مدت، خطر پایین و بازده کمی دارد. بازار سرمایه بهزاری است که در آن سرعت نقدینگی پایین بوده و اوراق بهاداری که در این بازارها معامله می شود سررسید بلندمدت، خطر بالا و بازده بیشتری نسبت به بازار پول دارد (عنایت، ۱۳۸۰: ۱۴۵). به علت اهمیت بازار سرمایه نسبت به سایر انواع بازارهای مالی و ارتباط بیشتر آن با موضوع این مقاله در ادامه به تشریح این بازارها پرداخته می شود.

بازار سرمایه

یکی از مهمترین اجزای بازارهای مالی، بازار سرمایه است. بازار مزبور از لحاظ تخصیص بهینه منابع، بهترین کارکرد را در بین سایر بازارها داشته و در آن اوراق بهادار با سررسید بلندمدت معامله می شود. طولانی بودن زمان سررسید سبب شده تا خطر سرمایه گذاری در این بازارها به مراتب بیشتر از بازارهای پول باشد و در نتیجه انتظار بازده بیشتری را از این بازارها می توان داشت (پیام سرمایه گذاری، ۱۳۸۱: ۶). بازار سرمایه از طریق ابزارها و نهادهای مالی خود قادر است منابع پس انداز را گردآوری و از طریق یک سساز و کار مالی کارآمد، آن را در دسترس متقاضیان سرمایه قرار دهد. بنابراین، بازار سرمایه را می توان به عنوان بازار تأمین کننده یکی از مهمترین عوامل تولید یعنی سرمایه تلقی کرد (شاهنگ، ۱۳۷۲: ۲۱). این بسازارها ضمن آنکه توسعه

سرمایه گذاری های مالی بر خلاف سرمایه گذاری های فیزیکی با مشارکت مردمی انجام شده و می تواند نقش با اهمیتی در رشد اقتصادی یک جامعه داشته باشد. رشد اقتصادی ناشی از سرمایه گذاری مالی نیز خود متضمن داشتن بازارهای مالی متنوع و با ثبات است که در ادامه به تفصیل به بحث درباره این بازارها و انواع آنها پرداخته می شود.

بازار مالی

بازار مالی مکانی منسجم و سازمان یافته است که در آن دارایی های مالی (اوراق بهادار) مبادله می شود. این بازار به فرایند تشکیل سرمایه از طریق جمع آوری پس اندازهای کوچک و بزرگ افراد کمک کرده و وجوه مازاد افراد علاقمند به سرمایه گذاری را به افراد نیازمند وجوه انتقال می دهد (بهزاد، ۱۳۷۶: ۱۳). این بازارها از لحاظ حقوق مالی، نحوه انتشار، نوع ساختار و سررسید به انواع مختلفی طبقه بندی شده اند که در زیر هر یک از آنها تشریح می شود.

بازار مالی از لحاظ حقوق مالی شامل بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت (اوراق قرضه) است و بازار اوراق بهادار با نامعین (سهام) است (بورس، ۱۳۷۸: ۴۰).

بازار مالی از لحاظ نحوه انتشار شامل بازار اولیه^۲ و بازار ثانویه^۳ است. بازار اولیه بهزاری است که منتشرکننده اوراق بهادار، اوراق خود را مستقیماً به سرمایه گذار می فروشد و بازار ثانویه بهزاری است که اوراق بهادار بعد از انتشار اولیه در آن بین کارگزاران، دلالان، معامله گران و ... مورد مبادله قرار می گیرد (جهانخانی، ۱۳۷۴: ۱۷).

بازار مالی از لحاظ نوع ساختار شامل بازارهای خارج از بورس^۴ و بازارهای واسطه است. بازارهای خارج از بورس دربرگیرنده مجموعه ای از معامله گران است. آنها در این بازارها به خرید و فروش اوراق بهاداری می پردازند که در بازارهای ثانویه امکان معامله آنها وجود ندارد. بازارهای واسطه نیز خود به دو دسته بازار دست سوم و بازار دست چهارم تقسیم می شود. بازار دست سوم مشابه بازارهای خارج از

مهمتری که نسبت به سایر عوامل بازار سرمایه دارند در بخش جداگانه زیر تشریح می شوند.

واسطه های مالی

واسطه های مالی یکی از مهمترین بازیگران بازارهای سرمایه اند که کار اصلی آنها دریافت وجوه از مردم، تبدیل این وجوه به سرمایه گذاری و بازگرداندن بخشی از بازده سرمایه گذاری به سرمایه گذاران است. دسترسی واسطه های مالی به مواردی همچون وکلای متبحر، مشاوران حقوقی، سیستم های اطلاعاتی اثربخش، تحلیل گران مالی، متخصصین، قراردادهای استاندارد و موارد مشابه می تواند نقش مهمی در صرفه جویی هزینه ها و بالا رفتن بازدهی سرمایه گذاری های افراد داشته باشد. آنها کارکردهای مهم دیگری از جمله کاهش خطر، تنوع بخشی، کاهش هزینه های معاملاتی و پردازش اطلاعات، ایجاد مکانیسم پرداخت، وساطت در سررسید و تبدیل دارایی های پرخطر به دارایی های کم خطر از طریق تنوع بخشی را در بازارهای سرمایه به عهده دارند. واسطه ها دربرگیرنده مؤسسات متفاوتی اند که مهم ترین آنها عبارت است از: مؤسسات وام و پس انداز، صندوق های بازنشستگی، بانک های سرمایه گذاری، بانک های تجاری، شرکت های بیمه، مؤسسات تأمین مالی، شرکت های سرمایه گذاری و نظایر آن. مؤسسات وام و پس انداز با دریافت وجوه از مردم، این وجوه را به صورت وام در اختیار متقاضیان وام قرار می دهند. صندوق های بازنشستگی با دریافت مبالغی از کارفرمایان و کارکنان، طرح های پس انداز را برای زمان بازنشستگی آنها اجرا می کنند. بانکهای سرمایه گذاری که در بازارهای اولیه فعالیت می کنند از مهمترین وظایف آنها، ارائه خدمات مشاوره ای، بازاریابی، تضمین فروش اوراق بهادار و تعیین قیمت سهام منتشر شده است (بورس، خرداد ۱۳۷۹: ۴۶ و مرداد ۱۳۷۹: ۵۷).

بانکهای تجاری وجوه مازاد در جامعه را از طریق انتشار دارایی های مالی (مانند سهام، اوراق مشارکت و نظایر آن)

سرمایه گذاری ها و تشکیل سرمایه گذاری های جدید را به همراه دارد، عاملی جهت کنترل عوامل نامطلوب اقتصادی نیز بوده که با جذب نقدینگی سرگردان جامعه، موجب کاهش فعالیت های سوداگرانه، واسطه گری غیرتولیدی، احتکار، دلالی و مبادلات ارزی غیرقانونی در جامعه می شود که علاوه بر تأمین نقدینگی مورد نیاز واحدهای تولیدی، نقش اصلاح ساختار اقتصادی کشور را نیز به عهده دارد (تازه های اقتصاد، ۱۳۷۶ الف: ۵۶).

عواملی که باعث رونق این بازارها می شود بسیار متنوع بوده که از مهمترین آن ها می توان به مواردی همچون دلالت، کارگزاران، معامله گران، بازارسازان، و واسطه های مالی اشاره کرد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴: ۲۴). دلالت از محل وجوه خود اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار به نام خود کرده و با خرید اوراق بهادار به نام خود مخاطره این اوراق را می پذیرند. در عوض امکان فروش مجدد اوراق و کسب سود در آینده برای آنها فراهم است. کارگزاران اوراق بهادار شرکت ها را برای سرمایه گذاران خریداری می کنند ولی خطر ناشی از تغییرات قیمت سهام را متحمل نمی شوند. معامله گران برعکس کارگزاران که اوراق بهادار را برای مشتریان خرید و فروش می کنند، اوراق بهادار را برای خودشان معامله می کنند و از اختلاف قیمت های خرید و فروش سود می برند (جهانخانی، ۱۳۷۴: ۱۷). بازارسازان از ابزارهای ضروری بازار سرمایه هستند که بنا به درخواست ناظر بورس اقدام به خرید و فروش اوراق بهاداری می کنند که در آن لحظه مشتری ندارد و از این طریق کمک می کنند تا سفارشها با سرعت بیشتری انجام شود. زمانی که میزان عرضه از تقاضا بیشتر باشد آنها خریدار و زمانی که میزان عرضه از تقاضا کمتر باشد آنها فروشنده اوراق بهادارند. بنابراین، آنها از طریق خرید و فروش به موقع سهام اجازه نمی دهند قیمت سهام در طی یک روز نوسان شدید داشته و بازار از حالت تعادل خارج شود (بهزاد، ۱۳۷۶: ۹۰). واسطه های مالی از جمله عوامل مؤثر دیگری هستند که باعث رونق معاملات در بازارهای سرمایه می شوند و با توجه به نقش به مراتب

خود را نیز از دست می دادند (صفاریان، ۱۳۷۸: ۱۸). از طرفی هر سرمایه گذار عاقلی می دانست که برای کاهش خطر سرمایه گذاری باید در سرمایه گذاری خود تنوع ایجاد کند (همه تخم مرغها را نباید در یک سبد گذاشت) اما سرمایه گذاران یا وجه نقد کافی برای خرید انواع اوراق بهادار نداشتند و یا اگر هم وجه نقد کافی داشتند، اطلاعات کافی درباره تشکیل پرتفوی^{۱۲} مناسب نداشتند. بنابراین، جهت حل مشکلات فوق و رونق سرمایه گذاری و تحرک بازار، نیاز به واسطه هایی همچون شرکت های سرمایه گذاری احساس می شد که نقش واسطه را بین سرمایه گذاران شرکت های سرمایه گذاری و شرکت های سرمایه پذیر بازی کند (بهزاد، ۱۳۷۶: ۶۲).

شرکت های سرمایه گذاری با فروش سهام خود به مردم، وجه حاصله را در مجموعه ای از اوراق بهادار شرکت های دیگر سرمایه گذاری کرده و به سرمایه گذاران کوچک این امکان را می دهند تا با سرمایه ای اندک در پرتفوی بزرگی مشارکت کرده و از مزایای دیگر این شرکت ها، همچون دسترسی به مدیران حرفه ای، وکلای متبحر، مشاوران حقوقی، سیستمهای اطلاعاتی اثر بخش، تحلیلگران مالی، متخصصین مالی، قراردادهای استاندارد و ... این شرکت ها استفاده کنند (انجمن شرکت های سرمایه گذاری، ۲۰۰۰ الف: ۶).

به جهت استفاده شرکت های سرمایه گذاری از مشاورین حرفه ای و متخصصین مالی، پرتفوی انتخابی آنها با در نظر گرفتن ملاحظات مالی و اقتصادی انجام می شود. آنها همچنین قادرند بر یک سرمایه گذاری مدیریت کرده، سودها را دوباره سرمایه گذاری کنند، دارایی ها را تغییر داده، پرتفوی سرمایه گذاری را متنوع ساخته، مجموعه ای از اوراق بهادار با شرایط خاص (مثلاً دارای خطر کم یا بازده بالا) را جمع آوری کرده و از صرفه جویی های اقتصادی ناشی از مقیاس نیز استفاده کنند (اسماعیلی، ۱۳۷۷: ۳۴ و پیام سرمایه گذاری، ۱۳۸۱: ۳). نمودار ۱ جایگاه شرکت های سرمایه گذاری را به روشنی در بازار سرمایه نشان می دهد.

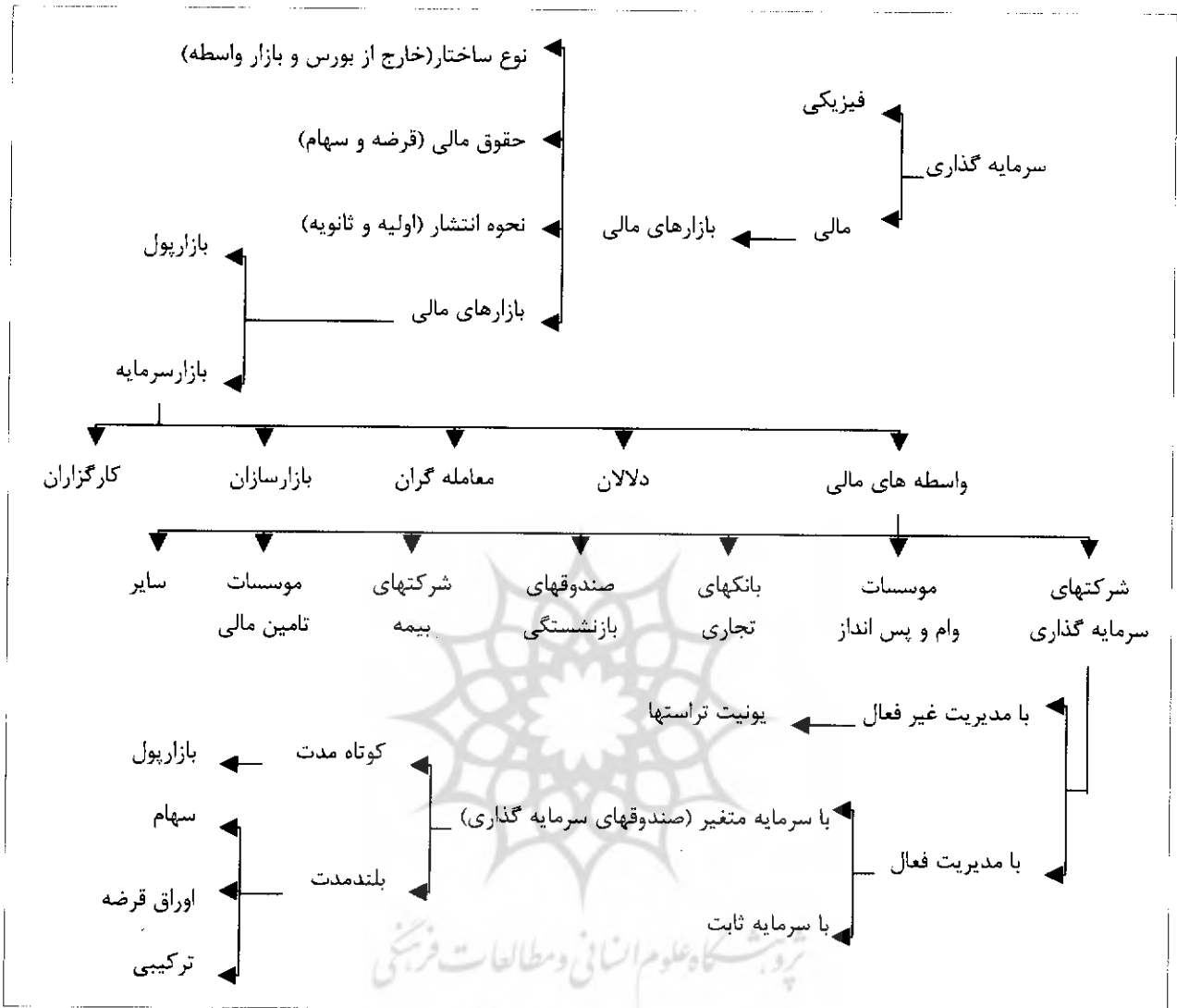
جذب کرده و به افراد نیازمند قرض می دهند (اسماعیلی، ۱۳۷۷: ۷). شرکت های بیمه از بیمه گذاران و جوهری را دریافت کرده و سپس این وجوه را در اختیار بیمه گذارانی قرار می دهند که به آن وجوه نیاز دارند. مؤسسات تأمین مالی اعتبارات کوتاه مدت و میان مدت را برای مشتریان و واحدهای تجاری متقاضی وام، فراهم می کنند و شرکت های سرمایه گذاری وجوهی را از مردم جمع آوری کرده و سپس این وجوه را در سهام شرکت های مختلف سرمایه گذاری می کنند (بورس، خرداد ۱۳۷۹: ۴۶). شرکتهای سرمایه گذاری مزبور از مهمترین واسطه های مالی هستند که موضوع اصلی این مقاله نیز این نوع شرکت هاست. بنابراین، در زیر ابتدا با مفهوم کلی شرکت های سرمایه گذاری آشنا شده و سپس این نوع شرکت ها از لحاظ تاریخچه، سیاستهای سرمایه گذاری، هزینه های سرمایه گذاری، مقررات و نقش آنها در بازارهای سرمایه مورد مطالعه قرار می گیرند.

شرکت های سرمایه گذاری^{۱۳}

شرکت های سرمایه گذاری یکی از انواع واسطه های مالی بوده که در کلیه بورسهای پیشرفته دنیا جهت ایجاد تعادل و نظم در بازار اوراق بهادار، با هدف افزایش کارایی و رونق سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه از آن استفاده می شود (ریاضت، ۱۳۷۵: ۶۴). فلسفه اصلی تأسیس این شرکت ها جمع آوری پس اندازهای کوچک و سرمایه گذاری آن در مجموعه متنوعی از اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و سایر انواع اوراق بهادار) است (انجمن شرکت های سرمایه گذاری^{۱۴}، ۲۰۰۳: ۱).

از زمان تشکیل بازار سرمایه، همواره سؤالاتی نظیر: چه سهام یا اوراق بهاداری برای سرمایه گذاری انتخاب شود، چه زمانی اوراق بهادار خریداری و چه زمانی به فروش برسد برای سرمایه گذاران مطرح بوده و چون سرمایه گذاران به اطلاعات کافی و مهارتهای سرمایه گذاری دسترسی نداشتند، بعضاً در سهام شرکت هایی سرمایه گذاری می کردند که بازده مناسبی برای آنها نداشته و حتی گاهی اوقات اصل سرمایه

نمودار ۱- جایگاه شرکتهای سرمایه گذاری در بازار سرمایه



امروزه با بیش از یک میلیارد دلار دارایی با مدیرانی کارآمد هنوز مشغول فعالیت است. طی قرن نوزدهم به دلیل ادامه تحولات اقتصادی ناشی از انقلاب صنعتی، این گونه شرکت ها در بسیاری از کشورهای اروپایی تأسیس شد و توسعه کمی و کیفی یافتند. موج شکل گیری شرکت های سرمایه گذاری تا دهه ۱۹۲۰ میلادی ادامه یافت اما کاهش بازدهی در آن سالها که بخشی منتج از شرایط نامناسب بازار سهام و بخش دیگر ناشی از مدیریت ناکارآمد این شرکت ها بود (که منابع خود را عمدتاً صرف کنترل و نظارت بر شرکت های سرمایه پذیر می کردند و توجه اندکی به مسایل مدیریت پرتفوی اوراق بهادار داشتند) موجب گریز سرمایه گذاران از این شرکتها شد.

تاریخچه شرکت های سرمایه گذاری^{۱۳}
 ایده تجمیع منابع مالی برای سرمایه گذاری از طریق یک واسطه به قبل از قرن نوزدهم میلادی (اواسط سال ۱۸۲۲) برمی گردد. ویلیام پادشاه هلند در سال ۱۸۲۲ میلادی دستور تأسیس نخستین تراست سرمایه گذاری را داد. در سال ۱۸۳۳ میلادی نوع مشابهی در بلژیک بنام سوسایتی جنرال^{۱۴} به وجود آمد. شکل گیری و آغاز فعالیت شرکت های سرمایه گذاری در آمریکا به دوران قبل از جنگ جهانی اول برمی گردد. نخستین شرکت سرمایه گذاری آمریکایی در سال ۱۸۹۳ میلادی بنام تراست سرمایه گذاری ماساچوست^{۱۵} توسط استادان و کارکنان دانشگاه هاروارد تأسیس شد که