

عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

کد موضوعی: ۲۲۰

شماره مسلسل: ۱۲۸۲۸

بهمن‌ماه ۱۳۹۱

به نام خدا

فهرست مطالب

۱	..... خلاصه مدیریتی
۲	..... چکیده
۳	..... مقدمه
۴	..... طبقه‌بندی کلی صندوق‌ها
۵	..... جایگاه و اهمیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
۶	..... ویژگی‌های اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۸	..... محدودیت‌های احتمالی سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها
۹	..... تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران
۱۱	..... صندوق‌های سرمایه‌گذاری در چارچوب قانون
۱۳	..... دستورالعمل پیشگیری از معاملات غیرمعمول
۱۴	..... نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۱۵	..... آسیب‌شناسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری
۱۸	..... عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک
۲۴	..... جمع‌بندی و ارائه پیشنهادها
۲۶	..... پیوست
۳۴	..... منابع و مأخذ



عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

خلاصه مدیریتی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با توجه به قانون بازار اوراق بهادار مصوب مجلس شورای اسلامی در آذرماه ۱۳۸۴ و به‌عنوان جایگزین مناسبی برای سبدهای مشاع ایجاد گردیده‌اند. اولین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در کشور ایران در تاریخ ۱۳۸۶/۴/۲۳ شروع به کار کرد. در سال ۱۳۹۰، تعداد صندوق‌های فعال در بازار سرمایه به ۷۹ صندوق رسید و از نظر تعداد سرمایه‌گذار بیش از ۴۸ هزار نفر در سال ۱۳۹۰ به تعداد سرمایه‌گذاران صندوق‌ها افزوده شد. شمار این صندوق‌ها تا تاریخ ۱۳۹۱/۱۰/۱۷ به ۸۹ صندوق با جمع کل دارایی ۲۰۴۱۵۳۷۳ میلیون ریال بالغ شده است.

علیرغم رشد امیدوارکننده این صندوق‌ها نقاط ضعف کارکردی این صندوق‌ها از جمله؛ امکان فروش تهاطری سهام، گرایش به سمت استراتژی‌های کوتاه‌مدت، طولانی شدن پروسه به تعادل رسیدن بازار، کارمزدسازی صوری و ... و از طرف دیگر کمبودهای قانونی و نظارتی این نهادهای مالی که احتمال وقوع آفاتی از جمله سفته‌بازی، ایجاد صف‌های مجازی خرید و ... را به دنبال دارد، می‌تواند تلنگری جهت بازبینی، بررسی و در صورت نیاز اصلاح ضوابط مربوطه باشد. مبتنی بر عملکرد و معایب صندوق‌ها که در اثنای تحقیق ذکر گردید، پیشنهادهای زیر قابل ملاحظه می‌باشد:

۱. تدوین طرح نظارت و تشویق بر معاملات صندوق‌ها با هدف سوق دادن نقدینگی بازار به سمت بخش حقیقی اقتصاد و جلوگیری از سوءاستفاده‌هایی از جمله سفته‌بازی، ایجاد صف خرید کاذب برای نهادهای مالی و ... ،

۲. تدوین طرح جامع هدایت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سمت اخذ و دنباله‌روی از استراتژی‌های بلندمدت، جهت ایجاد ثبات در بازار، کاهش ریسک و افزایش سرمایه‌گذاری،

۳. تدوین آیین‌نامه جامع نحوه و میزان نگهداری دارایی‌های نقد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک،

۴. الف) تجدید نظر دامنه تغییرات روزانه قیمت سهام و حجم مبنا بالاخص در بورس و کاهش دوره توقف نمادها به حداقل ممکن،

ب) انتقال نمادهای متوقف به تابلوها یا بازارهایی با شرایط سهل‌تر و فراهم آوردن امکان

بازگشایی نماد معاملاتی آنها، زیرا نماد بسیاری از سهام‌ها برای سالیان متمادی متوقف بوده و سهام‌داران این شرکت‌ها، به دلیل عدم امکان فروش دارایی خود با مشکلات متعددی روبرو شده‌اند.

۵. باز طراحی شاخص‌های تحلیلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری: این شاخص‌ها باید به گونه‌ای باشند که در کنار بازدهی شاخص‌های دیگری از جمله ریسک صندوق نیز قابل رؤیت باشد و بازدهی آنها متناسب با آن معیارها مقایسه شود.

۶. بازنگری در کارمزد و نیز انتخاب مدیر صندوق و ضامن نقدشوندگی؛ شایان ذکر است با وجود اینکه ضامن نقدشوندگی هزینه بالایی برای مدیر صندوق دارد در زمان رکود، مدیر صندوق چاره‌ای جز فروش سهام نقدشونده خود ندارد و سهام غیرنقدشونده و دارای صف فروش در سبد باقی می‌ماند (با بررسی عملکرد سال‌های گذشته، در صورت تأیید این نظر که صندوق‌ها به ضامن نقدشوندگی احتیاجی نداشته‌اند، یعنی در طی این مدت صندوق‌ها توانسته‌اند از محل وجوه نقد خود، جوابگوی تقاضای ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری باشند، می‌توان ضامن را حذف کرد).

۷. تبیین و ترسیم روابط حقوقی؛ علیرغم اینکه در قانون جدید بازار اوراق بهادار از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عنوان نهادهای مالی یاد شده، اما روابط حقوقی بین ارکان مختلف آن به خوبی ترسیم نشده و مجموعه‌ای از ارکان صندوق با مسئولیت‌های سازمان‌یافته در قالب شخصیت حقوقی معینی تعریف نشده است. علاوه بر اینکه شکل‌گیری صندوق، در قالب یکی از شرکت‌های تجاری نیز امکان انعطاف‌پذیری در ارکان صندوق و سرمایه آن را از بین برده و کارآیی لازم را از او می‌گیرد.

چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با توجه به قانون بازار اوراق بهادار مصوب مجلس شورای اسلامی در آذرماه ۱۳۸۴ و به‌عنوان جایگزین مناسبی برای سبدهای مشاع ایجاد شده‌اند. اولین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در کشور ایران در تاریخ ۱۳۸۶/۴/۲۳ شروع به کار کرد. در سال ۱۳۹۰، تعداد صندوق‌های فعال در بازار سرمایه به ۷۹ صندوق رسید و از نظر تعداد سرمایه‌گذار بیش از ۴۸ هزار نفر در سال ۱۳۹۰ به تعداد سرمایه‌گذاران صندوق‌ها افزوده شد. شمار این صندوق‌ها تا تاریخ ۱۳۹۱/۱۰/۱۷ به ۸۹ عدد با جمع کل دارایی ۲۰۴۱۵۳۷۳ میلیون ریال رسیده است. علیرغم رشد امیدوارکننده این صندوق‌ها نقاط ضعف کارکردی این صندوق‌ها از جمله امکان فروش تهاتری سهام، گرایش به سمت استراتژی‌های کوتاه‌مدت، طولانی شدن پروسه به تعادل رسیدن بازار کارمزدسازی صوری و ... و از طرف دیگر کمبودهای قانونی و نظارتی این نهادهای



مالی که احتمال وقوع آفاتی از جمله سفته‌بازی، ایجاد صف‌های مجازی خرید و ... را به دنبال دارد، می‌تواند تلنگری جهت بازبینی، بررسی و در صورت نیاز اصلاح ضوابط مربوطه باشد. در این گزارش برآنیم تا در خلال معرفی صندوق‌ها به آسیب‌شناسی این صندوق‌ها در ایران - با توجه به داده‌های اخیر مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران - و ارائه پیشنهادهایی بپردازیم.

مقدمه

تعریف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک:^۱ به‌عنوان یکی از انواع واسطه‌های مالی و ازجمله نهادهایی هستند که با فروش پیوسته واحد سرمایه‌گذاری خود به عموم مردم، وجوهی را تحصیل و آنها را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار شامل سهام، اوراق قرضه، ابزارهای کوتاه‌مدت بازار پول و دارایی‌های دیگر، با توجه به هدف صندوق، به‌طور حرفه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند.^۲ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در واقع همان سبد مشاعی است که به دلیل تعدد سرمایه‌گذاران شکل سازمان‌یافته‌تری به خود گرفته، از مقررات خاصی تبعیت می‌کند، اما در هر حال، رابطه حقوقی بین سرمایه‌گذاران براساس عقد مشارکت و رابطه بین سرمایه‌گذاران با اداره‌کنندگان دارایی (مدیر) براساس وکالت در دارایی است. برای تشکیل و اداره یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک چندین رکن در اساسنامه پیش‌بینی شده است تا این ارکان شرایط اجرایی و نظارتی لازم جهت عملکرد مناسب صندوق‌های سرمایه‌گذاری را فراهم نمایند: مجمع، مدیر، متولی، ضامن، حسابرس و کارگزاران صندوق.

طی دو دهه گذشته صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از محبوبیت زیادی در بین سرمایه‌گذاران برخوردار شده‌اند. آمارها حاکی از سرمایه‌گذاری بیش از ۸۰ میلیون نفر در آمریکا در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بوده و برای بسیاری از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در بورس به معنای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. در همین راستا در سرتاسر جهان صندوق‌های سرمایه‌گذاری به شکل‌ها و روش‌های مختلف و به‌عنوان ابزاری مفید و کارآمد برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شکل گرفته‌اند. ایران نیز از این قاعده دور نبوده است و درحال حاضر صندوق‌های متعددی در بازار سرمایه ایران درحال فعالیت هستند.

1. Mutual Funds

۲. نهادهای مالی، راهنمای قانونگذاری اوراق بهادار، گروه نویسندگان، صص ۱۴۱-۱۴۰.

طبقه‌بندی کلی صندوق‌ها

صندوق‌ها که در واقع شرکت‌های سرمایه‌گذاری مدیریتی هستند در درجه اول برحسب ساختار سرمایه به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند، صندوق با سرمایه ثابت (بسته) و صندوق با سرمایه متغیر (سرمایه باز).

دسته اول صندوق با سرمایه ثابت است که در ابتدای امر اقدام به عرضه تعداد معینی سهم نموده و ممکن است به مرور زمان آن را افزایش دهند.

دسته دوم صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر هستند که در ادامه به بررسی آنها براساس افق سرمایه‌گذاری می‌پردازیم. یکی از طبقه‌بندی‌های متداول صندوق‌ها به شرح زیر است:

صندوق‌های کوتاه‌مدت^۱

صندوق‌هایی که در اوراق بهادار کوتاه‌مدت با سررسید کمتر از یک سال فعالیت می‌کنند. رایج‌ترین صندوق‌ها از این گروه، صندوق‌های بازار پول هستند.

صندوق‌های بازار پول

صندوق‌هایی که بر روی اوراق بهادار کوتاه‌مدت با سررسید حداکثر یک سال سرمایه‌گذاری می‌کنند و بیشتر به دنبال منافع ثابت یا کسب سود کوتاه‌مدت هستند.

صندوق‌های بلندمدت^۲

صندوق‌هایی هستند که بر روی اوراق بهادار بلندمدت، شامل سهام و اوراق قرضه با سررسیدهای بیش از یک سال، سرمایه‌گذاری می‌کنند.

صندوق‌های اوراق بهادار با درآمد ثابت یا صندوق‌های اوراق قرضه^۳

این صندوق‌ها در وهله اول، بر روی قرضه‌ای دولتی یا شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کنند و هدف اصلی آنها ایجاد درآمد است (سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها بر خلاف سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق قرضه، دارای سررسید یا ضمانت باز پرداخت سرمایه نیست).

1. Short- term Fund
2. Long- term Fund
3. Fixed income Funds/ Bond Funds



صندوق‌های سهام^۱

صندوق‌های سهام در درجه اول بر روی سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و سهام انتخابی بستگی به هدف سرمایه‌گذاری صندوق دارد که سود بالا یا رشد است.

صندوق‌های ترکیبی - مختلط^۲

این گروه بر روی مجموعه‌ای از سهام، اوراق قرضه و اوراق بازار پول سرمایه‌گذاری می‌کنند و لذا از انعطاف‌پذیری بالایی برخوردارند.^۳

جایگاه و اهمیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

جایگاه کنونی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سبد دارایی‌های مالی جهان، تبیین‌کننده جایگاه و اهمیت این صندوق‌هاست. طی سالیان گذشته، تعداد این صندوق‌ها در دنیا روندی صعودی داشته است و این تعداد از ۵۱۶۷۱ صندوق در سال ۲۰۰۰ به بیش از ۶۶۳۵۰ صندوق در پایان سال ۲۰۰۷ رسیده است. در پایان سال ۲۰۰۶ حجم کل خالص دارایی‌های صندوق‌های مشترک در جهان بالغ بر ۲۱/۶۷ هزار میلیارد دلار بوده که رشدی معادل ۲۲/۵ درصد نسبت به سال قبل را نشان می‌دهد. این رقم تا پایان سال ۲۰۰۷ مبلغ ۲۶/۲ هزار میلیارد دلار فراتر رفته و نسبت به سال گذشته خود از رشدی معادل ۲۰/۴ درصد برخوردار بوده است.

در حال حاضر، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، نزدیک به ۴۷ درصد از دارایی مالی خانوارهای آمریکایی را تشکیل می‌دهند. از لحاظ تعداد اشخاص حقیقی مشارکت‌کننده در صندوق‌های مشترک، بررسی مقایسه‌ای حاکی از این است که در سال ۱۹۸۰ از هر ۱۶ هزار خانوار آمریکایی، یک خانوار مالک واحد سرمایه‌گذاری بوده، در حالی که در سال ۲۰۰۶ از هر ۳ خانوار، یک مورد و در مجموع نزدیک به ۹۶ میلیون نفر در ۵۵ میلیون خانوار آمریکایی مالک واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های مشترک بوده‌اند و به عبارتی شاید بتوان گفت از هر سه خانوار آمریکایی یک نفر دارنده واحد سرمایه‌گذاری صندوق‌های مشترک است. بیشترین رشد تعداد خانوارها مربوط به دهه ۱۹۹۰ بوده که بالاترین رقم نیز با ۵۶/۳ میلیون خانوار مربوط به سال ۲۰۰۱ بوده است.^۴

1. Stock Funds / Equity Funds
2. Hybrid Funds / Mixed Funds

۳. همان، صص ۱۸۳-۱۸۰.

۴. برگرفته از گروه نویسندگان، نهادهای مالی راهنمای قانون بازار اوراق بهادار، صص ۱۵۵-۱۵۰.

همچنین مطالعه ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران بیانگر این است که مالکان صندوق‌های مشترک در آمریکا عمدتاً از طبقه متوسط جامعه، اغلب متاهل، میانسال، تحصیل‌کرده و شاغل هستند. متوسط درآمد این افراد نزدیک به ۶۸۷۰۰ دلار در سال بوده که گروه سنی ۴۲ تا ۶۰ سال ۴۹ درصد مالکیت صندوق‌ها را دارا هستند.^۱ نکته قابل توجه این است که مهمترین هدفی را که مشتریان صندوق‌ها برای سرمایه‌گذاری خود اعلام کرده‌اند، پس‌انداز برای دوران بازنشستگی بوده است. لذا مقوله بازنشستگی و ورود صندوق‌های مشترک به فعالیت در این حوزه را شاید بتوان مهمترین عامل توسعه و گسترش این گروه از نهادهای مالی در سطح جهان دانست.

در سال ۲۰۱۱ کل دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌های مشترک ۲۳/۸ هزار میلیارد دلار است و از حدود ۱۳ تریلیون دلار خالص دارایی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری در آمریکا، ۱۱/۶ هزار میلیارد دلار آن (معادل ۸۹ درصد) به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اختصاص دارد.^۲

ویژگی‌های اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

صندوق‌های سرمایه‌گذاری به دلیل دارا بودن ویژگی‌هایی، متمایز از سایر نهادهای مالی مشابه شده است. این تفاوت‌ها موجب جذب مشتریان خاص خود در بین سرمایه‌گذاران بازارهای مالی شده است. در ادامه به برخی از این ویژگی‌ها اشاره می‌کنیم:

۱. نقدشوندگی بالا:^۳ با توجه به الزام قانونی و امیدنامه صندوق‌ها، صندوق‌ها باید در انتهای هر روز کاری آمادگی صدور یا باز خرید واحدهای صادر شده را داشته باشند. اهمیت این ویژگی در ایران، هنگامی بیشتر نمایان می‌شود که در زمان بسته بودن نماد معاملاتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، سرمایه‌گذاران تا زمان باز شدن نماد معاملاتی و وجود تقاضای خرید، امکان خروج از بازار را نخواهند داشت. این امکان مانع از به وجود آمدن مشکلاتی همچون نبود عرضه یا تقاضا و تشکیل صف‌های خرید و فروش که یکی از مشکلات عمده در اغلب بورس‌های غیرکارآ و بازارهای نوظهور است می‌شود.

۲. مدیریت حرفه‌ای:^۴ این ویژگی با توجه به عدم آشنایی کافی سرمایه‌گذاران ایرانی با سرمایه‌گذاری در بورس و سهام و نیز برای نهادینه شدن سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و

۱. لازم به یادآوری است که قاعده بزرگ هرم سنی جامعه ایران در دهه‌های آتی نزدیک به بازه سنی مذکور است.

۲. برگرفته از مصاحبه با باقرتبار، مدیر نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار گروه بورس، محبوبه مغانی، دنیای اقتصاد، ۲۸ آذرماه ۱۳۹۱.

3. High Liquidity

4. Professional Management



گسترش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، از اهمیت بالایی برخوردار است. در ضمن سهیم بودن مدیران در رشد ارزش دارایی‌ها انگیزه مادی قوی‌ای را برای آنان به دنبال دارد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مؤسساتی با هویت پوسته‌ای هستند، بدین معنی که اگر چه صندوق‌های مشترک، دارای مجمع عمومی و هیئت رئیسه هستند، اما ساختار مدیریتی این نهاد به گونه‌ای است که برای انجام وظایف و فعالیت‌های خود، از عوامل بیرونی مانند شرکت تأمین سرمایه، بانک‌ها و مانند اینها با نام‌های مختلفی مانند شرکت مدیریت یا مدیر، متعهد پذیره‌نویس یا توزیع‌کننده اوراق بهادار، امین و غیره، استفاده می‌کند. نتیجه این نوع ساختار تخصصی‌تر شدن کارها، کاهش هزینه‌ها، افزایش بازدهی و کاهش ریسک گردد.

۳. **عدم تضمین اصل و فرع سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها:** از آنجایی که ارزش اوراق بهادار (به ویژه سهام و اوراق مشتقه) موجود در سبد صندوق، همواره افزایش یا کاهش می‌یابد، صندوق همچون سایر شرکت‌ها، ممکن است سود یا زیان به همراه داشته باشد.

۴. **امکان سرمایه‌گذاری مجدد عایدات در صندوق توسط مالکان:** با توجه به باز بودن سرمایه و امکان سرمایه‌گذاری در هر زمان، این امکان برای سرمایه‌گذاران وجود دارد که به محض دریافت سود از صندوق، تمام یا بخشی از آن را مجدداً در همان صندوق، سرمایه‌گذاری کنند.

۵. **عدم خرید و فروش واحدهای صندوق در بازار ثانویه**

۶. **تنوع بخشی اوراق بهادار:**^۱ سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها و اوراق بهادار گوناگون، تأثیر کاهش ارزش هر یک از دارایی‌ها و اوراق بهادار و در کل سرمایه‌گذاری و در واقع ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. در ایران هم به دلیل خرد بودن سرمایه‌ها، نبود امکان تشکیل سبد متنوع برای دارندگان آنها و ریسک گریز بودن درصد بالایی از سرمایه‌گذاران بازار سهام، این ویژگی می‌تواند جذابیت زیادی در بازار برای صندوق‌ها ایجاد نماید.

۷. **وجود صرفه به مقیاس و پایین بودن هزینه معاملات:** به دلیل انجام عملیات مختلف مانند تحقیقات بازار و انجام معاملات در حجم زیاد و ایجاد صرفه‌جویی در مقیاس، هزینه‌های مربوط در مقیاسه با سرمایه‌گذاری مستقیم توسط افراد کاهش می‌یابد.

۸. **قیمتگذاری:** قیمتگذاری روزانه واحدهای سرمایه‌گذاری، واحدهای سرمایه‌گذاری روزانه بر مبنای خالص ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری (NAV)^۲ قیمتگذاری می‌شود و به طور معمول قیمت آنها بر اساس عرضه و تقاضای بازار تعیین نمی‌شود. واحدهای سرمایه‌گذاری به قیمت NAV

1. Diversification

۲. خالص ارزش هر واحد سرمایه‌گذاری (Net Asset Value) که از تقسیم اختلاف ارزش روز دارایی‌های صندوق و بدهی‌های صندوق بر تعداد واحدهای نزد سرمایه‌گذاران به دست می‌آید.

(به اضافه هرگونه هزینه فروش) عرضه و براساس NAV (منهای هزینه‌های مربوط) بازخرید می‌شود. بنابراین، میزان عرضه و تقاضای واحد سرمایه‌گذاری تأثیری بر قیمت آن نخواهد داشت و این نگرانی از بین می‌رود که ممکن است قیمت واحد سرمایه‌گذاری از NAV کمتر باشد.

مبنای قیمتگذاری، تاریخی یا آتی

از نگاه دیگر ممکن است قیمتگذاری بر مبنای قیمتگذاری تاریخی یا آتی انجام گیرد. قیمتگذاری تاریخی براساس ارزش معامله قبلی (بدون فاصله زمانی) صورت می‌گیرد و مبنای قیمتگذاری آتی، ارزش آینده است. در حالت اخیر همه مبادلات تا زمان محاسبه ارزش آینده متوقف و پس از آن معامله در قیمت محاسبه شده انجام می‌شود. مدیر می‌تواند تصمیم بگیرد که روش قیمتگذاری سهام صندوق براساس روش تاریخی یا روش آتی باشد، اما در هر حال تداوم استفاده از یک روش ضروری است.

در صندوق‌های مختلف بسته به نوع خدمات، کارمزدها، هزینه‌ها، مالیات‌ها و... تعیین این قیمت متفاوت است و برای مدیران شرکت‌ها در هنگام خرید و فروش اختیاراتی وجود دارد.^۱

محدودیت‌های احتمالی سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کنار برخورداری از مزایا محدودیت‌هایی را نیز دارا هستند. (ارزشگذاری این محدودیت‌ها ناظر به مفید بودن یا نبودن بحث مفصلی را می‌طلبد که از حوصله این گزارش خارج است). از جمله این محدودیت‌ها موارد زیر است:

۱. ریسک مدیریت به واسطه

- عدم اطمینان نسبت به تصمیمات و عملکرد مطلوب مدیریت صندوق،
- نبود اطمینان نسبت طول دوره کاری مدیر در صندوق،

۲. کاهش بازده تملک واحدهای صندوق به دلیل وجود هزینه‌های مربوط به اداره صندوق،

۳. کاهش بالقوه بازده: گاهی ممکن است به خاطر تنوع بخشی بیش از حدی که در سبد دارایی‌های صندوق با هدف کاهش ریسک صورت می‌پذیرد سرمایه رقیق گشته و بازده بالقوه صندوق کاهش یابد،

۴. برخورداری از هزینه‌های معین: اگرچه هزینه‌های صندوق در مقایسه با هزینه‌های خرید و

۱. مرتضی دلخوش عضو انجمن حسابداران خبره و مدرس دانشگاه سیاست روز ۱۰ آبان‌ماه ۱۳۸۹



فروش تک سهم ارزان‌تر است، اما در عین حال هزینه‌هایی از قبیل هزینه‌های عملیات و در مواردی حق‌العامل خرید یا باز خرید یا ابطال واحد سرمایه‌گذاری وجود دارد،
۵. بالابودن هزینه‌های مالیات: قوانین مالیات یک کشور یا نحوه مدیریت صندوق ممکن است که صندوق را مشمول پرداخت مالیات زیادی کند.

تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

این صندوق‌ها با توجه به تعریف صورت گرفته در قانون بازار اوراق بهادار مصوب مجلس شورای اسلامی در آذرماه ۱۳۸۴ و به‌عنوان جایگزین مناسبی برای سبدهای مشاع ایجاد شده‌اند. با ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبدهای مشاع - که پیش از این توسط تعدادی از کارگزارانی که مجوز سبدگردانی از سازمان بورس و اوراق بهادار (سبا) دریافت کرده‌اند تشکیل شده بودند - به‌کار خود خاتمه دادند.

اولین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در کشور ایران در تاریخ ۱۳۸۶/۴/۲۳ شروع به‌کار کرد. در کنار صندوق‌های با درآمد ثابت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام از ابتدای سال ۱۳۸۷ فعالیت خود را آغاز کرده‌اند تا انتهای ۳ ماهه اول سال ۱۳۸۹، ۳۷ صندوق سرمایه‌گذاری فعال در ایران وجود داشت که از این تعداد ۴ صندوق با درآمد ثابت و ۳۳ صندوق سهام فعالیت می‌کرد ارزش صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران اعم از صندوق‌های با درآمد ثابت و صندوق‌های سهام، تا انتهای ۳ ماهه اول سال ۱۳۸۹، به بیش از ۴۱۰۰ میلیارد ریال رسیده است.^۱

در سال ۱۳۸۹،^۲ تعداد ۵۳ صندوق سرمایه‌گذاری مجوز فعالیت دریافت کردند که با اضافه شدن ۲۶ صندوق به مجموع آنها تعداد صندوق‌های فعال در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۰، به ۷۹ صندوق رسید. همچنین از نظر ارزش، ۶ هزار میلیارد ریال ظرف یک سال گذشته (۱۳۹۰) به ارزش ۱۸ هزار میلیارد ریالی صندوق‌ها افزوده شده و ارزش کل آن به ۲۴ هزار میلیارد ریال رسیده است. بیشتر افزایش درخصوص صندوق‌های با درآمد ثابت بوده است که این به آن معناست که سلیقه سرمایه‌گذاران، فرار از پذیرش ریسک و متمایل به سمت دریافت سود ثابت است. از طرف دیگر، ۲۲ درصد از صندوق‌ها در صندوق سهام و ۷۸ درصد از آنها در صندوق با درآمد ثابت هستند. به‌طور مشخص در پایان سال ۱۳۹۰ تعداد ۱۷ صندوق با درآمد ثابت، ۵۹ صندوق در قالب

۱. علی سعیدی، ایمان مقدسیان، ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۹، بهار ۱۳۸۹، صص ۲۴-۵.

۲. گفتگوی آقای قاسم محسنی، معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس، روزنامه دنیای اقتصاد، روز چهارشنبه ۱۰ خردادماه ۱۳۹۱.

سهام و ۳ صندوق به‌طور مختلط وجود داشته است.

از نظر تعداد سرمایه‌گذار بیش از ۴۸ هزار نفر در سال ۱۳۹۰ به تعداد سرمایه‌گذاران صندوق‌ها افزوده شده که از این میزان می‌توان گفت در صندوق سهام در اندازه بزرگ ۲۹ هزار نفر و در صندوق با درآمد ثابت ۲۰ هزار نفر سرمایه‌گذار اضافه شدند، اما در صندوق سهام در اندازه کوچک تعداد سرمایه‌گذاران از ۵ هزار و ۸۰۰ نفر به ۳ هزار و ۲۰۰ نفر کاهش یافت. در سال ۱۳۹۰ به تعداد صندوق‌های سهام در اندازه بزرگ افزوده شده، اما تعداد صندوق‌های سهام در ابعاد کوچک تغییری نکرده است و در این صندوق‌ها ابطال بیشتر از صدور بوده است. به‌طور میانگین می‌توان گفت که در صندوق‌های سهام بیش از ۶ میلیارد تومان ابطال صورت گرفته است که این امر نشان خروج سرمایه‌گذاران از صندوق‌های سهام بوده است.

از حیث اوج و فرود ارزش صندوق‌ها، در مهرماه سال ۱۳۹۰ ارزش صندوق‌ها در اوج قرار داشت که این ارزش به تدریج کاهش یافت و مجدداً در فروردین‌ماه سال ۱۳۹۱ این ارزش به اوج خود رسید.

در خردادماه ۱۳۹۱ ارزش صندوق‌ها ۲ هزار میلیارد تومان بوده است که بخش عمده این ارزش مربوط به صندوق‌های با درآمد ثابت است. می‌توان ادعا کرد که ۲۰ درصد معاملات بازار در آذرماه ۱۳۹۰ در اختیار صندوق‌ها بوده است این درحالی است که ارزش سهام موجود در صندوق‌ها کمتر از ۱ درصد بازار است.

پس از اوج‌گیری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در فروردین‌ماه ۱۳۹۰ و جذب منابع فراوان توسط آنها، آمارها حکایت از خروج بیش از نیمی از منابع از صندوق‌ها تا پایان سال ۹۰ دارد و این روند در بهار ۱۳۹۱ نیز ادامه دارد.^۱

تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مندرج در گزارش سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران سازمان بورس^۲ در تاریخ ۱۳۹۱/۱۰/۱۷، ۸۹ عدد با جمع کل دارایی ۲۰۴۱۵۳۷۳ میلیون ریال می‌باشد، اما آن تعداد صندوقی که شرح وضعیت آنها در این سایت آمده است، به‌شرح زیر است:

۱. برگرفته از مصاحبه گروه بورس روزنامه دنیای اقتصاد در تاریخ ۱۳۹۱/۳/۱ با آقای مهرداد فرح‌آبادی مدیر اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس.

2. <http://www.fipiran.com/MFCenter.aspx?lan=fa>



جدول ۱. طول عمر، ارزش واحد و دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران در تاریخ ۱۳۹۱/۱۰/۱۷

خالص ارزش دارایی کل (میلیون ریال)	ارزش خالص واحد (ریال)	عمر صندوق (روز)	۱۳۹۱/۱۰/۱۲
۵۵۰۲۳/۴	۲۴۳۱۲۶۹	۹۴۰/۳	میانگین ۶۴ صندوق
۳۵۲۱۴۹۹	۱۵۵۶۰۱۲۱۶	۶۰۱۸۰	کل ۶۴ صندوق

Source: <http://www.fipiran.com/MFComparing.aspx?lan=fa>

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در چارچوب قانون

طبق بند «۲۰» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، صندوق سرمایه‌گذاری، «نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان صندوق شریک هستند». این تعریف قانونی، اساس تفکیک بین «مالک دارایی» و «اداره‌کننده دارایی» را مورد پذیرش قرار داده و مسئولیت مالکان را در مقابل اقدامات مدیر صندوق (اداره‌کننده دارایی‌ها) به نسبت آورده‌ای که در صندوق سرمایه‌گذاری کرده‌اند تبیین کرده است. به این ترتیب، سرمایه‌گذار در خصوص زیان صندوق مسئولیت نسبی دارد. طبیعی است که سود و زیان صندوق، ناشی از عملکرد مدیران صندوق است نه مالکان آن و مسئولیت مالکان در مقابل عملکرد مدیران به حکم قانون است.

در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار، تنها امکان موجود که در بدو امر برای تأسیس و فعالیت صندوق‌ها به‌کار گرفته شد، آن بود که از راهکارهای مدنی برای تشکیل ساختار صندوق استفاده شود و با اتکا به تجویز قانونی مندرج در بند «۲» قانون یاد شده ماده (۱) و با استفاده از اصل آزادی اشخاص در تنظیم قراردادهای فیما بین، روابط بین اشخاص مختلفی را که به‌عنوان یکی از ارکان صندوق فعالیت می‌کنند تنظیم و حدود مسئولیت و اختیارات آنها در ارتباط با یکدیگر و در مقابل سرمایه‌گذاران تبیین شود.

به همین منظور با عنایت به صراحت قانون در شناسایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان نهاد مالی به‌شرح بند «۲۰» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار و نظر به حکم قانونگذار در بند «۷» ماده (۷) همان قانون، مبنی بر اختیار هیئت مدیره سازمان دایر بر تصویب اساسنامه نهادهای مالی موضوع قانون یاد شده، تلاش شده است تا در اساسنامه مصوب به‌عنوان قراردادی جمعی بین همه همکاران صندوق منعقد و امضا شود، ارکان صندوق در ابعاد مختلف اداره‌کننده، نظارت‌کننده و تصمیم‌گیر، معرفی شده و حدود مسئولیت و اختیارات هر یک از آنها در مقابل یکدیگر و به‌ویژه در مقابل سرمایه‌گذاران تشریح شود.

در قانون توسعه ابزارهای و نهادهای مالی جدید که در آذرماه ۱۳۸۸ مصوب شد، به‌لحاظ

ساختار حقوقی، ضمن ارائه تعریف صندوق و گواهی سرمایه‌گذاری، به موارد مهمی مانند الزام سازمان ثبت اسناد و جزئیات آن پرداخته شده است. براساس ماده (۳) قانون، در ازای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های موضوع ماده (۲)، گواهی سرمایه‌گذاری با نام صادر می‌شود. مسئولیت سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها محدود به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری آنهاست. همچنین در ماده (۴) آمده است: تأسیس، ثبت، فعالیت، انحلال و تصفیه صندوق‌های موضوع ماده (۲) طبق ضوابط زیر خواهد بود:

- الف) مدت فعالیت این صندوق‌ها باید متناسب با نوع فعالیت صندوق در اساسنامه قید شود.
- ب) حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری ۵ میلیارد ریال است، شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌تواند حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن تغییرات نرخ تورم افزایش دهد.^۱
- ج) متغیر یا ثابت بودن سرمایه و همچنین قابلیت و نحوه نقل و انتقال گواهی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها از طریق صدور و ابطال یا خرید و فروش باید در اساسنامه صندوق قید شود.
- د) صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره‌کننده و یک رکن ناظر به‌عنوان بازرس، حسابرس داشته باشد.
- ه) وظایف اختیارات و مسئولیت‌های ارکان مذکور و سایر ارکان از قبیل ضامن بر عهده اشخاص حقوقی واجد شرایطی است که باید در صندوق قبول سمت نمایند. حدود مسئولیت و اختیارات هر یک از ارکان در اساسنامه تعیین می‌شود. رکن اداره‌کننده را می‌توان از بین اشخاص حقیقی واجد شرایط تعیین کرد.
- و) نحوه تصفیه صندوق در پایان مدت فعالیت و یا انحلال آن به‌موجب شرایط مندرج در اساسنامه بوده و مدیر صندوق نیز می‌باشد مگر اینکه شرایط لازم برای اداره صندوق را از دست دهد.

لازم به‌ذکر است که اداره صندوق سرمایه‌گذاری طبق اساسنامه آن است.

نکته قابل توجه این است که در حال حاضر مجوز فعالیت صندوق به متقاضیانی داده می‌شود که دارای مجوز سبدگردانی هستند. بر این اساس تنها شرکت‌های سبدگردانی یا شرکت‌های کارگزاری و تأمین سرمایه‌هایی که دارای مجوز سبدگردانی هستند، دارای شرایط احراز مدیریت

۱. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، متن نهایی تصویب مجلس ۱۳۸۸/۰۹/۲۵ ماده (۴) بند «ب»، قابل مشاهده در لینک زیر:
<http://www.tse.ir/cms/Portals/1/ghavanin/layeche-toseeh-abzarha%5Bmosavab-majles-88-9-25%5D271.pdf>



صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند.^۱

ضمناً به لحاظ مالیاتی قانون یاد شده مشوق‌های قابل توجهی برای سرمایه‌گذاران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در نظر گرفته است.

در تبصره‌های «۱» و «۲» ذیل ماده (۷) معافیت‌هایی به شرح زیر پیش‌بینی شده است:

تبصره «۱» - تمامی درآمدهای صندوق سرمایه‌گذاری در چهارچوب این قانون و تمامی درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار موضوع بند «۲۴» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴ و درآمدهای حاصل از نقل و انتقال این اوراق یا درآمدهای حاصل از صدور و ابطال آنها از پرداخت مالیات بر درآمدهای و مالیات بر ارزش‌افزوده موضوع قانون مالیات بر ارزش‌افزوده مصوب ۱۳۸۷/۳/۲ معاف هستند و از بابت نقل و انتقال آنها و صدور و ابطال اوراق بهادار یاد شده مالیاتی مطالبه نخواهد شد.

تبصره «۲» - سود و کارمزد پرداختی یا تخصیصی اوراق بهادار موضوع تبصره «۱» این ماده به استثنای سود سهام و سهم‌الشرکه شرکت‌ها و سود گواهی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، مشروط به ثبت اوراق بهادار یاد شده نزد سازمان جزء هزینه‌های قابل قبول برای تشخیص درآمد مشمول مالیات ناشر این اوراق بهادار محسوب می‌شود.

قانون، ناظر به خالص ارزش، قیمت ابطال، قیمت صدور واحد سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام، تشریفات صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری ساکت نبوده و در نمونه اساسنامه‌ای که برای صندوق‌های بزرگ و کوچک تصویب^۲ کرده است، در قالب موادی نکاتی را بیان داشته است.^۳

دستورالعمل پیشگیری از معاملات غیرمعمول

نکته قابل توجه اینکه بخشی از دستورالعمل پیشگیری از معاملات غیرمعمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری، هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار^۴ در تاریخ ۱۳۹۱/۰۷/۱۵ به تصویب رسیده، به شرح زیر است:

ماده (۱) برای محاسبه سقف کارمزد کارگزار صندوق با توجه به اینکه کارگزار صندوق یا

۱. برگرفته از مصاحبه گروه بورس روزنامه دنیای اقتصاد در تاریخ ۱۳۹۱/۳/۱ با آقای مهرداد فرح‌آبادی مدیر اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس.

http://www.donya-e-eqtesad.com/Default_view.asp?@=301930

۲. این اساسنامه مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۷ بوده است و در لینک زیر قابل مشاهده است:
<http://www.rdis.ir/NPDetail.asp?NPID=13>

۳. مصوبات مواد مربوطه در پیوست ذکر می‌شود.

4. <http://www.rdis.ir/ApprovedGuidLinesDetail.asp?AppBLID=231>

شخص وابسته به آن سمت مدیر صندوق را نیز به عهده داشته باشد یا شخص مستقل دیگری این سمت را پذیرفته باشد، به تفکیک زیر عمل می‌شود:

۱. در صورتی که مدیر و کارگزار صندوق مستقل از یکدیگر باشند:

سقف کارمزد هر کارگزار صندوق با توجه به ارزش معاملات ماهیانه صندوق نزد وی، به شرح

جدول زیر است:

جدول ۲. سقف کارمزد کارگزاران براساس مصوبه ۱۳۹۱/۷/۱۵ هیئت مدیره سازمان بورس

ردیف	کارمزد کارگزار از معاملات (جمع خرید و فروش) صندوق در ماه براساس سقف معمول کارمزد	سقف کارمزد
۱	بیش از ۲۰ تا ۸۰ میلیون ریال	۱۰ درصد کمتر از سقف معمول کارمزد کارگزاری
۲	بیش از ۸۰ تا ۲۰۰ میلیون ریال نسبت به مازاد ۸۰ میلیون ریال	۱۵ درصد کمتر از سقف معمول کارمزد کارگزاری
۳	بیش از ۲۰۰ تا ۴۰۰ میلیون ریال نسبت به مازاد ۲۰۰ میلیون ریال	۲۰ درصد کمتر از سقف معمول کارمزد کارگزاری
۴	بیش از ۴۰۰ تا ۸۰۰ میلیون ریال نسبت به مازاد ۴۰۰ میلیون ریال	۳۰ درصد کمتر از سقف معمول کارمزد کارگزاری
۵	بیش از ۸۰۰ میلیون ریال نسبت به مازاد ۸۰۰ میلیون ریال	۴۰ درصد کمتر از سقف معمول کارمزد کارگزاری

Source: <http://www.rdis.ir/ApprovedGuidLinesDetail.asp?AppBLID=231>

نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری

یکی از وظایف اصلی سازمان بورس براساس قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴، اعمال نظارت بر حسن اجرای دقیق قانون بازار و دیگر ضوابط و مقررات مربوطه است. این قانون توجه ویژه‌ای به بحث‌های نظارتی داشته، تا جایی که صراحتاً سازمان را به اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از تخلفات در بازار اوراق بهادار و نیز اعلام تخلفات در بازار اوراق بهادار به مراجع ذیصلاح و پیگیری آنها، ملزم کرده است. اداره بازرسی نهادهای مالی در راستای دستیابی به اهداف مذکور و به منظور ارتقای رویکردهای نظارتی بر نهادهای مالی تحت نظارت از ابتدای بهمن ماه ۱۳۹۰ شکل گرفت. از نظر جایگاه سازمانی این اداره زیرمجموعه معاونت نظارت بر نهادهای مالی سازمان است.

حوزه اصلی فعالیت اداره بازرسی، نظارت بر نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه کشور که در قوانین و مقررات به عنوان نهاد مالی احصا شده‌اند شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های



تأمین سرمایه، مشاور سرمایه‌گذاری، سبذگردان، پردازش اطلاعات مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مادر (هلدینگ)، مدیریت دارایی مرکزی و مؤسسات رتبه‌بندی و همچنین کانون‌های مرتبط با آن نهادهای مالی است.

در حال حاضر دو نوع رویه نظارتی بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، اول نظارت‌هایی که توسط ارکان نظارتی صندوق اعمال می‌شود (مانند متولی و حسابرس در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مدیر ناظر در صندوق‌های زمین و ساختمان) و دوم نظارت‌هایی که توسط سازمان اعمال می‌شود.

نظارت‌های سازمان نیز خود شامل بررسی چک لیست‌ها و گزارش‌های یافته‌های عینی متولیان، گزارش‌های حسابرسی حسابرسان صندوق‌ها و بازدیدهای حضوری بازرسان سازمان به منظور بررسی اسناد و مدارک آنهاست.

نرم‌افزارهای نظارتی مورد تأیید سازمان^۱ نیز باید بخشی از مسئولیت ارائه خدمات به صندوق‌ها را عهده‌دار باشند، به طوری که باید از ورود دستی اطلاعات به این سامانه‌ها جلوگیری شده و اطلاعات به صورت خودکار و اتوماتیک وارد نرم‌افزار شده و صدور اسناد حسابداری و محاسبات NAV به صورت خودکار و بدون دخالت کاربر در محاسبات انجام شود.

انتظار می‌رود وجود رویه‌های کنترلی فوق، احتمال وقوع تخلفات را در صندوق‌های سرمایه‌گذاری به نحو محسوسی کاهش دهد. در عین حال ضروری است که در صورت برخورد با هرگونه تخلف، اداره بازرسی قاطعانه با ارکان متخلف برخورد کرده و به منظور جلوگیری از تضييع حقوق سرمایه‌گذاران، تدابیر نظارتی لازم را اعمال کند. این تدابیر بسته به نوع تخلف از صدور نامه تذکر اداری برای اشخاص حقیقی و حقوقی مربوطه تا ارجاع پرونده آنها به کمیته پیگیری تخلفات سازمان و صدور رأی در کمیته مزبور علیه ارکان حقوقی و اشخاص حقیقی متخلف می‌تواند متفاوت باشد.

آسیب‌شناسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

۱. امکان فروش تهاتری سهام: مدیران صندوق‌ها، عموماً ضامن نقدشوندگی صندوق‌ها نیز هستند، با توجه به عدم قابلیت نقدشوندگی مناسب اوراق بهادار در بازار سرمایه، به هنگام کاهش قیمت‌ها، ضامن نقدشوندگی صندوق، به دلیل نگرانی از عدم امکان فروش اوراق بهادار (تشکیل صف فروش، بسته شدن نماد معاملات به دلایل متعدد و ...) از یک طرف و عدم تمایل به درگیر کردن منابع نقدی

۱. در حال حاضر ۲ شرکت نرم‌افزاری مجوز ارائه خدمات به صندوق‌های سرمایه‌گذاری را دارند.

خود جهت رفع نیاز به نقدینگی سرمایه‌گذاران صندوق‌ها از طرف دیگر، اقدام به فروش‌های انتحاری می‌کنند.

۲. **گرایش به سمت استراتژی کوتاه‌مدت:** یکی از ایرادات وارده به صندوق‌ها این است که به جهت گسترش کمی این صندوق‌ها استراتژی سفته‌بازی^۱ کوتاه‌مدت در بازار بر استراتژی خرید و نگهداری میان‌مدت و بلندمدت^۲ غلبه کرده و قدرت صندوق‌ها بر کلیت بازار فائق خواهد گشت^۳.

۳. **طولانی شدن پروسه به تعادل رسیدن بازار:** فشار فروش و یا فشار خرید علاوه بر اینکه سایر صندوق‌ها را به میدان می‌کشاند باعث تغییر در رفتار سایر بازیگران بازار از جمله شرکت‌ها و افرادی که افق بلندمدت‌تر نیز دارند می‌شود، به گونه‌ای که هر لحظه بر شتاب این حرکت افزوده می‌شود تا اینکه قیمت اکثر سهام موجود در بازار از ارزش ذاتی خود چه در جهت مثبت و چه در جهت منفی دور می‌شود. در واقع زمان رسیدن به نقطه تعادل بازار با عکس‌العمل‌های نادرست به تعویق می‌افتد و افت‌وخیز بازار در ابعاد بسیار متفاوتی اتفاق می‌افتد و این جریان در نهایت شائبه وجود حباب و یا شائبه بیش از اندازه ارزان‌فروشی سهام را به بازار القا می‌کند.

۴. **کارمزدسازی صوری:** در صندوق‌های کوچک هزینه‌های ارکان و معاملات صندوق بالغ بر ۱۰ درصد ارزش دارایی‌های صندوق است که سهم ضامن نقدشوندگی از آن ۲/۵ درصد است. نسبی بودن هزینه‌های مذکور امکان سوءاستفاده جهت کارمزدسازی‌های صوری را فراهم می‌کند. علیرغم اینکه در مهرماه ۱۳۹۱ دستورالعملی مبنی بر کارمزد کارگزاران صندوق‌ها تصویب شده است، اما میزان تحقق این مصوبه باید مورد مذاقه قرار گیرد.

۵. **تسریع و تشدید تغییرات قیمت سهام:** اثر فعالیت معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر بازار، منجر به تسریع و تشدید تغییرات قیمت سهام شده است، لیکن شدت این تأثیرات در دوره‌های کاهش قیمت‌ها، بسیار بیشتر از دوره‌های افزایش قیمت‌ها بوده است.^۴

در تکمیل نظر فوق می‌توان گفت:^۵ صندوق‌های سرمایه‌گذاری با نقش‌های منفی که بازی کرده‌اند سمت و سوی کلی بازار سهام کشور را تحت تأثیر رفتارهای خاص خود قرار داده و در غیاب عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری که فقط به فکر کسب درآمد و تقسیم سود هستند، موجب

1. Speculation
2. Buy and Hold

۳. شاهد عینی مسئله مذکور، تغییر رویه بازار سرمایه در طول یک سال اخیر است.

۴. زیرا خدشه‌دار شدن عملکرد مدیریت صندوق به دلیل فروش اوراق بهادار در قیمت‌های پایین، در مقایسه با عدم امکان تأمین وجه نقد جهت واحدهای ابطال شده، قابل تحمل‌تر است (زینت مرادی‌نیا، عضو هیئت‌مدیره شرکت کارگزاری تأمین سرمایه نوین).

۵. برگرفته از مصاحبه محسن عباسی از کارشناسان بازار سرمایه و استاد دانشگاه طباطبایی در گفتگوی تفصیلی با خبرنگار اقتصادی فارس.



توسعه رفتار نوسان‌گیری در بازار سهام شده‌اند.^۱

۶. وابستگی تقاضای صندوق از شرایط بازار: در شرایطی که بازار سرمایه با کمبود نقدینگی و کاهش بازدهی نسبت به بازارهای رقیب روبرو شود، جذابیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام و بازدهی مطلوب آنها نیز از بین رفته و با روند منفی مواجه می‌شود.

۷. رقابت نابرابر و فریبنده صندوق‌های کوچک: برخی صندوق‌ها با منابع بسیار ناچیز که عمدتاً به مؤسسان اختصاص دارد فعالیت می‌کنند و عملاً تنها نامی را به‌عنوان صندوق یدک می‌کشند. آنها فقط سهام عرضه‌های اولیه را می‌خرند و بازدهی غیرواقعی این عرضه‌های اولیه با توجه به سرمایه کوچک آنها موجب رقابت نابرابر با صندوق‌های دیگر می‌شود.^۲

۸. اثرگذاری منفی انگیزه‌های سفته‌بازی بر جریان کلان اقتصاد کشور: در تمام بازارهای مالی دنیا وجود فعالانی با انگیزه سفته‌بازی^۳ لازم و حیاتی است، زیرا در واقع این گروه از فعالان بازار هستند که بازار را به تعادل می‌رسانند و فرصت کسب سود بدون ریسک^۴ را به سرعت از میان می‌برند. بنابراین فلسفه وجودی این نهادها به خودی خود ضروری است، اما نکته‌ای که نباید از ذهن دور بماند این است که این بازیگران به شدت از ریسک‌گریزانند.

سفته‌بازان معمولاً شایعات و تا اندازه‌ای تحلیل متغیرهای کوتاه‌مدت اقتصادی و تحلیل‌های تکنیکالی را چاشنی خرید و فروش می‌کنند و فاقد افق بلندمدت و حتی میان‌مدت هستند. نوسانات شدید بازار، گسترش نااطمینانی، افزایش ریسک، عدم سرمایه‌گذاری باثبات در اقتصاد، اختلال در نظام انتظارات مردم، تورم و... همه از پیامدهای رواج سفته‌بازی افراطی در اقتصاد می‌باشد.

۹. نقصان معیارهای مراکز رسمی سنجش عملکرد صندوق‌ها: در سایت (Fipiran) تنها رقم بازدهی ملاک مقایسه و برتری صندوق‌ها توسط سرمایه‌گذاران است و عوامل دیگر نظیر ریسک یا پایدار بودن کسب بازدهی در طول زمان، بین صندوق‌ها مقایسه نمی‌شود.^۵

۱. در این راستا محسنی در خصوص تأثیر صندوق‌ها در بازار منفی که موجب رکود بیشتر و فشار فروش در بازار می‌شوند، توضیح داد و گفت: فرقی نمی‌کند، زیرا سرمایه‌گذار چه از طریق صندوق وارد شود و چه خود وارد شود، در زمانی که مایل است اقدام به فروش می‌کند و اگر در صندوق باشد تصمیم به ابطال واحدهای صندوق می‌کند.

۲. برگرفته از مصاحبه گروه بورس روزنامه دنیای اقتصاد در تاریخ ۱۳۹۱/۳/۱ با آقای مهرداد فرح‌آبادی مدیر اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس.

۳. خرید و فروش کوتاه‌مدت با انگیزه استفاده از مازادهای موجود در بازار.

۴. آربیتراژ.

۵. علاوه بر موارد مذکور اگر بخواهیم نگاهی عمیق‌تر به بحث شاخص‌ها داشته باشیم، شاید بتوان متغیرهای اساسی و حیاتی دیگری را که در بینه بودن اقتصاد کشور مؤثر است را نیز در قالب شاخص‌ها مورد بررسی قرارداد. از جمله مواردی که می‌توان در این زمینه اشاره کرد، متغیرهای حقیقی اقتصاد از جمله تولید، اشتغال، اثرگذاری مثبت صندوق‌ها بر بخش حقیقی اقتصاد و...

عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

اولین گام در بررسی عملکرد احصا و انتخاب شاخص‌های عملکرد است. در این راستا تحقیقات مفصلی صورت گرفته و شاخص‌هایی پیشنهاد داده شده است. در بعضی از جدیدترین مقالات^۱ بررسی عملکرد به شاخص‌هایی از قبیل مودigliانی و مودigliانی^۲ RAP و گراهام-هاروی^۳، آلفای جنسن^۴ و نسبت ترینر^۵ اشاره دارند.

به نظر می‌رسد بازده بازار به‌عنوان اثرگذارترین متغیر بر بازده صندوق باشد در تحقیقاتی که در این حوزه انجام شده^۶، اثر متغیرهایی از جمله ارزش صدور، ارزش ابطال، اندازه صندوق، نسبت فعالیت سرمایه و درصد تملک حقیقی و حقوقی بر بازده صندوق تأیید شده است. نسبت فعالیت سرمایه معیاری است که براساس آن میزان فعالیت مدیر صندوق سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌شود. بالا بودن نسبت فعالیت از طرفی باعث به‌روز بودن اجرای راهبردهای سرمایه‌گذاری است و از طرف دیگر باعث بالا رفتن هزینه‌های معاملاتی می‌گردد. لذا می‌توان به‌عنوان یک متغیر مستقل، اثرگذاری آن بر بازدهی صندوق را بررسی کرد.^۷

درصد تملک سرمایه‌گذاران حقیقی می‌تواند بر بازده صندوق اثرگذار باشد، زیرا سرمایه‌گذار حقیقی به راحتی وارد صندوق می‌شود و به راحتی از آن می‌تواند خارج گردد.^۸ در نتیجه صندوقی که سرمایه‌گذار حقیقی بیشتر دارد، فشار بیشتری برای جذب و نگهداری آنان متحمل می‌شود و لذا بررسی اثرگذاری آن بر بازده صندوق منطقی به نظر می‌رسد.

تعداد صنعت و شرکتی که صندوق در آن سرمایه‌گذاری کرده، به معنای استفاده از راهبرد

1. " Analysis of Different Type Usa Mutual Funds Performance Evaluation In the Period of 2000–2010" Lina Žalgirytė, Andrius Guzavičius Economics And Management Economics And Management: 2012, P. 17 4. <http://www.ecoman.ktu.lt/index.php/Ekv/article/view/2992/2069>.

2. Modigliani & Modigliani RAP

3. Graham – harvey

4. Jensen Alpha

5. Treynor Ratio

۶. برگرفته از سعیدی، محسنی، مشتاق، عوامل مؤثر بر بازده صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، ش ۱۰، تابستان ۱۳۸۹.

۷. مبتنی بر تحقیق سعیدی و همکاران، عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران در نشریه ماه نوین، ش ۲۵، بهمن‌ماه ۱۳۸۹، صص ۶۱-۲۸، نحوه محاسبه شاخص فوق به شکل زیر است:

$$TURN_{it} = \frac{\frac{1}{2}(VI_{it} + VR_{it})}{AFV_{it}}$$

$TURN_{it}$ = نسبت فعالیت سرمایه صندوق i در دوره زمانی t .

VI_{it} = جمع ارزش صدور واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق i در دوره زمانی t .

VR_{it} = جمع ارزش ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق i در دوره زمانی t .

AFV_{it} = متوسط ارزش صندوق i در دوره زمانی t .

۸. عمدتاً به‌علت سرمایه‌گذاری به مقیاس کوچکتر، فرآیند تصمیم‌گیری سریع‌تر و دیدگاه کوتاه‌مدت‌تر در مقایسه با سرمایه‌گذاران نهادی.



ایجاد تنوع در سبد سرمایه‌گذاری است که بر ریسک و بازده صندوق اثرگذار است. همچنین ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط صندوق بر بازده آن اثرگذار بوده، زیرا هر چه میزان وجه نقد نگهداری شده در صندوق بیشتر باشد، هزینه فرصت از دست رفته بیشتری ایجاد شده و بدین واسطه بر بازده صندوق اثر خواهد گذاشت^۱ (البته دیدگاه دیگری نیز وجود دارد و آن این است که وجه نقد بیشتر، سرمایه‌گذاران را برای ابطال، با مشکل کمتری مواجه کرده و مطلوبیت سرمایه‌گذاری در صندوق را افزایش می‌دهد، لذا بین بازده صندوق و مقدار وجه نگهداری شده توسط صندوق رابطه مثبت است).

بازده دوره قبل صندوق به‌عنوان متغیری دیگر که بر بازده دوره جاری اثرگذار به‌نظر می‌رسد، مورد بررسی قرار گرفته است. اگر مدیر صندوق سرمایه‌گذاری از استراتژی توالی استفاده کند و این استراتژی منجر به بازدهی صندوق شود، همبستگی سریالی بین بازدهی‌ها ایجاد می‌شود. به این علت بررسی اثرگذاری بازده دوره قبل بر بازده جاری موجه است. نکته قابل توجه دیگر میزان نوسان موجود در بازدهی صندوق می‌باشد هرچه نوسان کمتری در بازدهی صندوق باشد بیانگر عملکرد بهتر صندوق است.

توجه به میزان ریسک پذیرفته شده برای دستیابی به بازدهی مورد نظر عامل دیگری است که می‌تواند در رتبه‌بندی شرکت‌ها مؤثر باشد. صندوق‌هایی که بازدهی بالایی دارند ممکن است میزان ریسک آنها از آستانه تحمل شخص بالاتر باشد.

از بین شاخص‌های موجود، از جمله موارد مذکور، سه شاخص عمده که در تحلیل و بررسی هر پرتفوی مورد استفاده قرار می‌گیرد^۲ عبارتند از: نقدشوندگی، بازدهی و ریسک که در بررسی عملکرد حرفه‌ای مدیر، پرتفوی‌گردانی صندوق از اهمیت قابل توجهی برخوردار است.

واحدهای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به دلیل ماهیتشان مشکل نقدشوندگی ندارند. در نتیجه بررسی دو عامل دیگر در صندوق‌ها از اهمیت بسیاری برخوردار است.

مهمترین عاملی که سرمایه‌گذار در صندوق‌ها به آن توجه و رغبت نشان می‌دهد بازده سرمایه‌گذاری صندوق است که هر چه این بازده بیشتر باشد تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در آن صندوق دارد.

شاخص «میانگین درصد بازده روزانه» این شاخص از تقسیم «درصد بازدهی از آغاز فعالیت» بر «عمر صندوق» به‌دست می‌آید. این شاخص میانگین بازدهی صندوق‌ها را با توجه به دوران

۱. البته پذیرفتن این نظر ناظر به وجود شرایط عادی اقتصاد کشور می‌باشد، زیرا اگر شرایطی مانند شرایط اقتصاد خودمان در چندماه گذشته وجود داشته باشد نگهداری دارایی‌ها به شکل نقد امکان استفاده از آن برای امور سفته‌بازی وجود دارد.

۲. برگرفته از علینقی رفیعی امام کارشناس بازار پول و سرمایه (منتشر شده در ۲۳ آبان ماه ۱۳۹۰ در لینک زیر است:

فعالیتشان در بازار نمایان می‌کند.

شاخص مذکور بهترین و کاربردی‌ترین شاخص بازدهی صندوق در طول یک دوره بلندمدت است که می‌تواند در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای انتخاب صندوق برتر و خرید واحدهای صندوق یا خروج از صندوق بسیار مؤثر و مفید باشد.

شاخص «نسبت دوره برتر»: دوره برتر بازدهی، درصد تعداد روزهای کاری از آغاز فعالیت هر صندوق است که در آن روزها بازدهی صندوق از بازدهی شاخص کل برتر بوده است.

این شاخص تا حدودی می‌تواند بیانگر عملکرد حرفه‌ای مدیریت صندوق در پرتفوی‌گردانی نسبت به عملکرد بازار باشد. البته به شرطی که صندوق‌ها دارای «درصد دارایی‌های نقدی» و «تعداد واحد سرمایه‌گذاری» یکسانی باشند. هر چه این شاخص بزرگ‌تر باشد در واقع بیانگر عملکرد بهتر صندوق نسبت به بازار است و حاکی از درصد تعداد روزهایی است که صندوق دارای بازده بیشتری نسبت به بازار بوده است.

همان‌طور که ذکر شد این شاخص به تنهایی بیانگر عملکرد حرفه‌ای مدیر پرتفوی‌گردانی صندوق نبوده و باید در کنار شاخص «درصد دارایی‌های نقدی» مورد بررسی قرار گیرد. درصد دارایی‌های نقدی هر چه کمتر باشد بیانگر عملکرد حرفه‌ای‌تر، اما پرریسک‌تر مدیر پرتفوی‌گردانی صندوق می‌باشد.

شاخص «درصد دارایی‌های نقدی»: درصد دارایی‌های نقدی جمع درصد وجه نقد و اوراق مشارکت می‌باشد. این شاخص، معیاری است برای بررسی ریسکی بودن دیدگاه مدیر صندوق در استفاده از منابع. انتخاب دارایی‌های بدون ریسک با بازدهی کمتر و یا دارایی‌های ریسکی اما با بازدهی بالاتر.

سه شاخص فوق تا حدودی می‌توانند بیانگر عملکرد حرفه‌ای صندوق‌ها طی دوره بلندمدت در بازار باشند که مقایسه این شاخص‌ها در کنار یکدیگر و یا ابداع شاخص جدیدی با استفاده از ترکیب شاخص‌های مذکور می‌تواند عملکرد مقایسه‌ای صندوق‌ها را بهتر نمایان سازد.

برای بررسی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران باتوجه به داده‌هایی که در دسترس بوده است، اقدام به بررسی سه گروه منتخب از بین صندوق‌های موجود شده است. گروه اول شامل صندوق‌هایی است که دارای بیشترین ارزش دارایی بوده، گروه دوم صندوق‌هایی که کمترین ارزش دارایی و گروه سوم شامل قدیمی‌ترین صندوق‌ها به لحاظ زمان تشکیل می‌باشد. با این حال فقدان شاخص وزنی مرکب برای مقایسه عملکرد بهتر و شفاف‌تر صندوق‌ها کاملاً مشهود است.

در ادامه، گروه‌ها با استفاده از داده‌های سایت فناوری و اطلاعات سازمان بورس و اوراق بهادار ایران به تفکیک ذکر شده است.



گروه اول، صندوق‌هایی با بیشترین ارزش دارایی

جدول ۳. عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با بیشترین ارزش دارایی در دوره مورد بررسی

نام صندوق‌های سرمایه‌گذاری	تاریخ آخرین اطلاعات دریافت شده	عمر صندوق (روز تقویمی)	نسبت دوره برتر (۵)	از آغاز فعالیت (۴)	سال اخیر	۶ ماه اخیر	سه‌ماهه اخیر	ماه اخیر	درصد بازدهی (۶)	درصد دارایی‌های نقدی	خالص ارزش دارایی‌های صندوق (میلیون ریال)	ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری (NAV) (ریال)
	(۱) (۲)									-۳		
شاخص کل بازار	۱۳۹۱/۹/۲۸		۰	۰	۴۲/۵	۳۴/۲	۳۲/۴	۱۲/۳	۰	۰	۰	۰
شاخص صندوق‌ها	۱۳۹۱/۹/۲۸		۰	۰	۲۰/۶	۱۲	۱۶/۱	۱۱/۲	۰	۰	۰	۰
آتیه ملت	۱۳۹۱/۹/۲۸	۴۹۳	۵۰	۱۵/۴	۲۱/۲	۱۱/۳	۵/۶	۱/۸	۶۸/۶	۳۲۹,۷۱۱	۱,۰۲۱۴,۱۵۱	
بورسیران	۱۳۹۱/۹/۲۸	۱۲۵۰	۵۳/۵	۶۴/۶	۸۶/۸	۴۶/۳	۴۳/۲	۱۵/۸	۰/۱	۳۴۹,۹۰۳	۵,۵۱۰,۹۷۸	
سپهر اول صادرات	۱۳۹۱/۹/۲۸	۵۹۶	۵۰/۳	۲۵	۴۱/۵	۲۸/۹	۲۸/۲	۱۳/۴	۱۴/۳	۵۲۰,۱۹۶	۱,۴۴۰,۴۷۲	
یکم ایرانیان	۱۳۹۱/۹/۲۸	۱۴۱۶	۴۶/۴	۲۴/۴	۲۰	۸/۷	۵/۱	۱/۶	۹۵/۶	۳۵۵,۸۲۵	۲,۳۳۱,۶۲۸	

مأخذ: سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران (www.fipiran.com).

همان‌طور که در جدول فوق مشهود است، دو صندوق آتیه ملت و یکم ایرانیان به ترتیب با داشتن حدود ۳۳ و ۳۵/۵ میلیارد تومان خالص ارزش دارایی‌ها به ترتیب ۶۸ و ۹۵/۶ درصد خود را به شکل دارایی‌های نقدی نگه داشته و با این حال درصد بازدهی ماه اخیر این دو صندوق به ترتیب ۱۶ درصد و ۱۴ درصد از شاخص صندوق‌هاست. شاخص نسبت دوره برتر این ۴ صندوق نزدیک به هم و در بازه ۴/۶ و ۵۳/۵ درصد می‌باشد.

گروه دوم، صندوق‌هایی با کمترین ارزش دارایی

جدول ۴. عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با کمترین ارزش دارایی در دوره مورد بررسی

نام صندوق‌های سرمایه‌گذاری	تاریخ آخرین اطلاعات دریافت شده	عمر صندوق (روز تقویمی)	نسبت دوره برتر (۵)	از آغاز فعالیت (۴)	سال اخیر	۶ ماه اخیر	سه‌ماه اخیر	ماه اخیر	درصد بازدهی (۶)	درصد دارایی‌های نقدی	خالص ارزش دارایی‌های صندوق (میلیون ریال)	ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری (NAV) (ریال)
	(۱) (۲)									-۳		
شاخص کل بازار	۱۳۹۱/۹/۲۸		۴۳/۳	۱	۱۱	۳/۸	۱۱/۸	۵/۷	۱۲/۳	۱/۲	۲,۶۷۳	۱,۰۱۷,۴۷۹
شاخص صندوق‌ها	۱۳۹۱/۹/۲۸		۴۴/۵	۲۶/۱	۴۳	۲۵/۴	۱۷	۱/۱	۱۱/۲	۹۰/۶	۲,۷۰۹	۲,۷۰۹,۴۰۲
امید سهم	۱۳۹۱/۹/۲۸	۶۴۶	۴۴/۷	۹	۵/۲	۲/۸	۸/۹	۵/۳	۵/۳	۰/۴	۵,۸۳۹	۱,۱۶۶,۸۹۷
پاسارگاد	۱۳۹۱/۹/۲۸	۱۵۷۰	۴۹/۶	۱۵/۷	۱۸/۲	۶/۳	۵/۲	۲/۱	۲/۱	۸۴/۸	۶,۲۶۳	۱,۲۴۹,۵۹۰
تدبیرگر سرمایه	۱۳۹۱/۹/۲۸	۶۵۳										
توسعه فردا	۱۳۹۱/۹/۲۸	۵۵۷										

مأخذ: همان.

همان‌طور که در جدول فوق مشهود است، دو صندوق پاسارگاد و توسعه فردا به ترتیب با داشتن حدود ۲۷۰ و ۶۲۶ میلیارد تومان خالص ارزش دارایی‌ها به ترتیب ۹۰/۶ و ۸۴/۸ دارایی خود را به شکل دارایی‌های نقدی نگه داشته و با این حال درصد بازدهی ماه اخیر این دو صندوق به ترتیب ۹ درصد و ۱۸ درصد از شاخص صندوق‌هاست. شاخص نسبت دوره برتر این ۴ صندوق نزدیک به هم و در بازه ۴۳/۳ و ۴۹/۶ درصد است.



گروه سوم، قدیمی‌ترین صندوق‌ها

جدول ۵. عملکرد قدیمی‌ترین صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره مورد بررسی

ارزش خالص هر واحد سرمایه‌گذاری (NAV) (ریال)	خالص ارزش دارایی‌های صندوق (میلیون ریال)	درصد دارایی‌های نقدی	درصد بازدهی (۶)					عمر صندوق (روز تقویمی)	تاریخ آخرین اطلاعات دریافت شده	نام صندوق‌های سرمایه‌گذاری	
									(۱) (۲)		
			ماه اخیر	سه‌ماه اخیر	۶ ماه اخیر	سال اخیر	از آغاز فعالیت (۴)	نسبت دوره برتر (۵)			
.	.	.	۱۲/۳	۳۲/۴	۳۴/۲	۴۲/۵	.	.		۱۳۹۱/۹/۲۸	شاخص کل بازار
.	.	.	۱۱/۲	۱۶/۱	۱۲	۲۰/۶	.	.		۱۳۹۱/۹/۲۸	شاخص صندوق‌ها
۵,۲۰۹,۰۰۸	۴۰,۹۷۹	۲/۸	۱۴/۳	۳۷/۷	۳۲/۳	۳۹/۷	۴۱/۶	۴۲/۱	۱۷۳۱	۱۳۹۱/۹/۲۸	پویا
۳,۰۱۳,۰۷۱	۲۵,۶۳۸	۲/۸	۹	۳۳/۴	۲۸/۴	۵۹	۲۶/۲	۳۹/۴	۱۷۳۱	۱۳۹۱/۹/۲۸	حافظ
۳,۶۵۰,۵۵۱	۳۷,۸۴۹	۰/۴	۱۶/۷	۴۸/۶	۵۱/۸	۶۳/۳	۳۱/۵	۴۲/۱	۱۷۲۵	۱۳۹۱/۹/۲۸	کارگزاری بانک صادرات ایران
۳,۰۲۷,۹۱۸	۲۲,۵۷۶	۱۸/۱	۱۱/۶	۲۳/۹	۲۶/۳	۲۴/۳	۲۶/۸	۳۹/۱	۱۶۹۹	۱۳۹۱/۹/۲۸	خبرگان

مأخذ: همان.

همان‌طور که در جدول فوق مشهود است، قدیمی‌ترین صندوق‌ها بجز صندوق خبرگان در شکل نگهداری دارایی‌ها دچار تورش نمی‌باشند. از طرف دیگر شاخص نسبت دوره برتر این صندوق‌ها نیز بین ۳۹/۱ درصد و ۴۲/۱ درصد بوده است. تنها شاخص درصد بازدهی شرکت حافظ است که در ماه اخیر کوچک‌تر از شاخص صندوق‌هاست.

جمع‌بندی و ارائه پیشنهادها

اگر بخواهیم بارویکردی تاریخی به پیش‌بینی آینده صندوق‌ها در ایران بپردازیم، مبتنی بر شواهدی که از جامعه آمریکا در اوایل تحقیق ذکر شد، غلبه فضای محافظه‌کارانه و ریسک‌گریز بر اشخاص - که خصوصاً در سنین میان‌سالی اتفاق می‌افتد - عامل رشد گرایش به سمت صندوق‌هاست. مبتنی بر شواهد جامعه آمریکا و متناسب با پراکندگی جمعیتی مردم ایران انتظار می‌رود در دهه‌های آتی استقبال بسیار چشمگیری از این صندوق‌ها رخ دهد.

غالباً صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک اکثر موجودی خود را به شکل سهام و صندوق‌های بزرگ به شکل موجودی نقد نگه داشته‌اند. نگهداری موجودی نقدی این صندوق‌ها - که بعضاً حدود ۸۵ درصد از کل دارایی صندوق را تشکیل می‌دهد - در بانکی صورت می‌پذیرد، که ضامن نقدشوندگی صندوق یا ضامن سود صندوق است.^۲ این امر نیز احتمال وجود آفاتی را از جمله تبانی مدیران صندوق با ضامنین در اثرگذاری در قیمت سهام نهاد مالی ضامن از طریق ایجاد تقاضای کاذب هنگام عرضه سهام آن نهاد و از طرف دیگر تبدیل شدن صندوق به واسطه بانک ضامن جهت جمع‌آوری سپرده‌ها و عدول صندوق از کارویژه خاص خود به همراه دارد.

با توجه به پرتفوی کنونی که از صندوق‌ها ملاحظه می‌شود،^۳ آینده صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک متأثر از بازار سهام و آینده صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ متأثر از امکان سفته‌بازی، عدم شفافیت بازار و امکان استفاده از رانت است.

اقتضای رفتار عقلایی حداکثرسازی سود شخصی است، از این رو اقبال و ادبار متقاضیان واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بازدهی سایر نهادهای مالی و بانک‌هاست.^۴ از طرف دیگر اثرپذیری عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری از فضای سیاسی، اقتصادی، تصمیمات سازمان بورس و به‌ویژه تصمیمات پولی بانک مرکزی، از جمله نرخ‌گذاری‌های سود بانکی بسیار چشمگیر است.^۵ بنابراین در یک چرخه، عملکرد صندوق‌ها و تقاضای واحدهای این صندوق‌ها وابسته به شرایط سایر اجزای مرتبط اقتصاد می‌باشد.

در همین راستا می‌توان به سیاست‌های پولی دولت که بعضاً در تعیین نرخ بهره بانکی اثرگذار

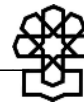
۱. داده‌های استدلال مذکور در پیوست خواهد آمد.

۲. هرچند که چه بسا این عمل مطابق امیدنامه مصوب صندوق باشد اما آفات احتمالی این میزان موجودی نقدی که از جمله آنها سفته‌بازی در این شرایط حساس بازار ارز و طلا در کشور قابل چشم‌پوشی نیست.

۳. همان‌طور که در جداول بالا و جداول پیوست نشان داده شده است، اکثر دارایی‌های صندوق‌های کوچک به شکل سهام و اکثر دارایی‌های صندوق‌های بزرگ به شکل وجوه نقد نگهداری می‌شود.

۴. به عبارت دیگر جانشین‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

۵. یکی از مثال‌های این ادعا رشد نرخ مصوب سود سپرده‌های بانکی است که با تصمیم دولت به ۲۰ درصد افزایش یافت.



بوده است اشاره کرد، زیرا یکی از گزینه‌های جانشین سرمایه‌گذاری برای اشخاص سرمایه‌گذاری در حساب‌های بانکی است. در یک رابطه طولی به علت اثرپذیری بازار ارز و طلا از فضای سیاست خارجی کشور، تقاضای صندوق‌ها نیز به این شرایط وابسته می‌باشد.^۱

مبتنی بر عملکرد و معایب صندوق‌ها که در اثنای تحقیق ذکر شد، پیشنهادهای زیر قابل ملاحظه است:

۱. تدوین طرح نظارت و تشویق بر معاملات صندوق‌ها با هدف سوق دادن نقدینگی بازار به سمت بخش حقیقی اقتصاد و جلوگیری از سوءاستفاده‌هایی از جمله سفته‌بازی، ایجاد صف خرید کاذب برای نهادهای مالی و

۲. تدوین طرح جامع هدایت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سمت اخذ و دنباله‌روی از استراتژی‌های بلندمدت، جهت ایجاد ثبات در بازار، کاهش ریسک و افزایش سرمایه‌گذاری.

۳. تدوین آیین‌نامه جامع نحوه و میزان نگهداری دارایی‌های نقد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک.

۴. الف) تجدید نظر دامنه تغییرات روزانه قیمت سهام و حجم مبنا بالاخص در بورس و کاهش دوره توقف نمادها به حداقل ممکن.^۲

ب) انتقال نمادهای متوقف به تابلوها یا بازارهایی با شرایط سهل‌تر، و فراهم آوردن امکان بازگشایی نماد معاملاتی آنها. زیرا نماد بسیاری از سهام‌ها برای سالیان متمادی متوقف بوده و سهام‌داران این شرکت‌ها، به دلیل عدم امکان فروش دارایی خود با مشکلات متعددی روبرو شده‌اند. بدیهی است شرکت‌ها همواره با موضوعات مبهمی مانند دعاوی حقوقی، قیمتگذاری محصولات، قیمتگذاری مواد اولیه، تعرفه‌ها، نرخ ارز و ... روبرو هستند، لذا توقف نمادها به دلیل ابهامات مذکور، به کاهش شدید قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار منجر می‌شود. به منظور ایجاد قابلیت معاملاتی برای بسیاری از شرکت‌هایی که نماد آنها در حال حاضر متوقف بوده و شرایط حضور در فهرست نرخ‌های شرکت بورس را از دست داده‌اند، تحقق امکان فوق لازم است.

۵. باز طراحی شاخص‌های تحلیلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری: این شاخص‌ها باید به گونه‌ای باشند که در کنار بازدهی شاخص‌های دیگری از جمله ریسک صندوق نیز قابل رؤیت باشد و بازدهی آنها متناسب با آن معیارها مقایسه شود.

۶. بازنگری در تعیین کارمزد، انتخاب مدیر صندوق و ضامن نقد شونده؛ زیرا ضامن نقدشوندگی هزینه بالایی برای مدیر صندوق داشته و این درحالی است که در زمان رکود، مدیر

۱. همین طور که در چندماهه اخیر شاهدیم با ثبات بازارهای ارز و طلا، استقبال قابل توجهی به بازار سرمایه ایران بازگشت.

۲. زینت مرادی‌نیا، عضو هیئت مدیره شرکت کارگزاری تأمین سرمایه نوین.

صندوق چاره‌ای جز فروش سهام نقدشونده خود ندارد و سهام غیرنقدشونده و دارای صف فروش در سبد باقی می‌ماند^۱ (بابررسی عملکرد سال‌های گذشته، در صورت تأیید این نظر که صندوق‌ها به ضامن نقدشوندگی احتیاجی نداشته‌اند، یعنی در طی این مدت صندوق‌ها توانسته‌اند از محل وجوه نقد خود، جوابگوی تقاضای ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری باشند، می‌توان ضامن را حذف کرد).

۷. تبیین و ترسیم روابط حقوقی، علیرغم اینکه در قانون جدید بازار اوراق بهادار از صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عنوان نهادهای مالی یاد شده، اما روابط حقوقی بین ارکان مختلف آن به خوبی ترسیم نشده و مجموعه‌ای از ارکان صندوق با مسئولیت‌های سازمان‌یافته در قالب شخصیت حقوقی معینی تعریف نشده است. علاوه بر اینکه شکل‌گیری صندوق، در قالب یکی از شرکت‌های تجاری نیز امکان انعطاف‌پذیری در ارکان صندوق و سرمایه آن را از بین برده و کارآیی لازم را از او می‌گیرد.

پیوست

در این بخش ابتدا به ارائه بخشی از اساسنامه صندوق‌ها و بعد به ارائه جداول آماری استناد داده شده در متن می‌پردازیم:

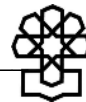
۱. بخشی از اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام (برای اندازه‌های بزرگ و کوچک)، مصوب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوب سال ۱۳۸۷.
در زیر ابتدا به ذکر این مواد در خصوص صندوق‌های بزرگ و در ادامه به ذکر مواد متفاوتی که در مورد صندوق‌های کوچک می‌باشد پرداخته می‌شود (لازم به ذکر است که از بیان مجدد مواد مشترک بین این دو صندوق خودداری شده است).

خالص ارزش، قیمت ابطال و قیمت صدور واحد سرمایه‌گذاری (در اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام (برای اندازه بزرگ))

ماده (۱۳)

خالص ارزش روز هر واحد سرمایه‌گذاری در پایان هر روز برابر است با ارزش روز دارایی‌های صندوق در پایان آن روز، منهای بدهی‌های صندوق در پایان آن روز تقسیم بر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران در پایان همان روز.

۱. اگرچه معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس در خصوص مشکلات صندوق‌های سرمایه‌گذاری به ایسنا گفته است: ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری ابرادی ندارد، زیرا براساس طراحی صندوق‌ها، اگر دارایی صندوق تبدیل به نقد نشود، ضامن صندوق وارد شده و منابع مالی را تأمین می‌کند.



تبصره «۱» - قیمت فروش اوراق بهادار صندوق در پایان هر روز مطابق دستورالعمل نحوه تعیین قیمت خرید و فروش اوراق بهادار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مصوب سبا تعیین می‌شود.

تبصره «۲» - ارزش روز دارایی‌های صندوق در پایان هر روز برابر است با مجموع وجوه نقد صندوق، قیمت فروش اوراق بهادار صندوق، ارزش روز مطالبات صندوق (نظیر سود تحقق‌یافته دریافت نشده سپرده‌های بانکی و سهام) و ارزش سایر دارایی‌های صندوق به قیمت بازار در پایان همان روز. برای محاسبه ارزش روز سود تحقق‌یافته دریافت نشده هر سپرده یا ورقه مشارکت، از نرخ سود همان سپرده یا ورقه مشارکت و برای محاسبه ارزش روز سود سهام تحقق‌یافته دریافت نشده، از نرخ سود علی‌الحساب آخرین اوراق مشارکت دولتی به علاوه ۵ درصد استفاده می‌شود.

تبصره «۳» - برای محاسبه تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران در پایان هر روز، تعداد واحدهای ابطال شده تا پایان آن روز از تعداد واحدهای صادر شده تا پایان آن روز کسر می‌شود.

ماده (۱۴)

در صورتی‌که پرداخت سود به واحدهای سرمایه‌گذار در نظر باشد، مبالغ و زمان‌های پرداخت سود واحدهای سرمایه‌گذاری در امیدنامه پیش‌بینی می‌شود.

تبصره - در صورت نبود وجه نقد کافی برای پرداخت موضوع این ماده، مطابق ماده (۲۰) عمل خواهد شد.

ماده (۱۵)

قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری با خالص ارزش روز واحدهای سرمایه‌گذاری برابر است.

ماده (۱۶)

چنانچه در محاسبه خالص ارزش روز واحد سرمایه‌گذاری در پایان هر روز که مطابق ماده (۱۳) محاسبه می‌شود، به‌جای قیمت فروش اوراق بهادار صندوق، قیمت خرید آنها در پایان آن روز منظور شود، قیمت صدور هر واحد سرمایه‌گذاری در پایان آن روز به دست می‌آید.

تبصره - قیمت خرید اوراق بهادار صندوق مطابق دستورالعمل نحوه تعیین قیمت خرید و فروش اوراق بهادار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود.

تشریفات صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری

ماده (۱۷)

در طول دوره فعالیت صندوق، مدیر ثبت موظف است در هر روز کاری درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را در شعب دریافت کرده و تا ساعت ۱۶ همان روز به مدیر و متولی اطلاع دهد. مدیر موظف است مطابق پیوست ۱ اساسنامه مذکور و با رعایت تبصره این ماده و سقف حداکثر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران مذکور در امیدنامه، نسبت به تأیید صدور واحدهای سرمایه‌گذاری درخواست شده حداکثر ظرف یک روز کاری بعد از ارائه درخواست اقدام کند. مدیر ثبت موظف است حداکثر ظرف یک روز کاری پس از تأیید مدیر، نسبت به صدور واحدهای سرمایه‌گذاری و ارائه مدارک مربوطه به سرمایه‌گذار، مطابق پیوست ۱ اساسنامه، اقدام کند.

تبصره «۱»- در صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، قیمت صدور واحد سرمایه‌گذاری در پایان روز کاری بعد از ارائه درخواست به‌علاوه کارمزد صدور، ملاک عمل خواهد بود.

تبصره «۲»- مدیر ثبت موظف است به درخواست ضامن از پذیرش درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری جدید خودداری نماید.

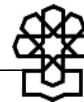
ماده (۱۸)

گواهی‌های سرمایه‌گذاری بانام بوده و نشان‌دهنده تعداد کل واحدهای سرمایه‌گذاری تحت مالکیت سرمایه‌گذار می‌باشد. مالک گواهی سرمایه‌گذاری شخصی است که نام وی تحت عنوان سرمایه‌گذار بر روی گواهی سرمایه‌گذاری درج شده است. مالکان گواهی‌های سرمایه‌گذاری، به نسبت تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری خود از کل واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران، در خالص دارایی‌های صندوق سهم‌اند، ولی حق تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌های صندوق در چارچوب این اساسنامه منحصراً از اختیارات مدیر صندوق است. مسئولیت مالکان گواهی‌های سرمایه‌گذاری در قبال تعهدات صندوق صرفاً محدود به مبلغ سرمایه‌گذاری آنها در صندوق است.

تبصره - غیرقابل انتقال بودن گواهی‌های سرمایه‌گذاری برای واحدهای سرمایه‌گذاری عادی باید در گواهی قید شود.

ماده (۱۹)

در طول دوره فعالیت صندوق، مدیر ثبت موظف است مطابق پیوست ۲ اساسنامه مذکور تا ساعت ۱۶ هر روز کاری، درخواست ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را در شعب دریافت کرده و تا پایان روز کاری بعد از دریافت درخواست ابطال، نسبت به ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری اقدام کرده و به



مدیر و متولی اطلاع دهد. مدیر موظف است حداکثر ظرف ۷ روز کاری پس از تاریخ ارائه درخواست ابطال، از محل وجوه صندوق، مبلغی معادل قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در پایان روز ابطال را پس از کسر کارمزدهای ابطال، به حساب بانکی سرمایه‌گذار واریز کند.

تبصره - در صورتی که صندوق برای ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری، وجوه نقد کافی در اختیار نداشته باشد، مطابق ماده (۲۰) عمل خواهد شد.

ماده (۲۰)

در صورتی که صندوق برای انجام هرگونه پرداخت از محل وجوه نقد خود به سرمایه‌گذاران مطابق مواد اساسنامه وجوه نقد کافی در اختیار نداشته باشد، مدیر باید به موقع نسبت به تبدیل دارایی‌های صندوق به نقد اقدام کند تا وجوه نقد کافی برای انجام این پرداخت‌ها در حساب‌های بانکی صندوق فراهم شود. در صورتی که دو روز کاری قبل از موعد مقرر برای پرداخت، مدیر پیش‌بینی کند که وجوه نقد کافی در موعد مقرر در حساب‌های بانکی صندوق برای انجام این پرداخت‌ها فراهم نخواهد شد، موظف است تا پایان همان روز، کسری وجوه نقد را به ضامن اطلاع دهد. در این صورت، ضامن موظف است حداکثر تا پایان روز بعد، میزان کسری وجوه مذکور را به حساب صندوق واریز کرده و درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را از محل این وجوه به مدیر ثبت ارائه دهد تا واحدهای سرمایه‌گذاری به تعداد متناسب با وجوه پرداخت شده، براساس پیوست ۱ اساسنامه مذکور به نام ضامن صادر گردد.

تبصره - در محاسبه قیمت صدور واحدهای سرمایه‌گذاری برای ضامن صرفاً در اجرای این ماده، هزینه‌های خرید اوراق بهادار منظور نمی‌شود.

ماده (۲۱)

کارمزد صدور و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در امیننامه پیش‌بینی شده است.

وجه افتراق مواد مربوط به صندوق‌های کوچک^۱ (در مقایسه با صندوق‌های بزرگ)

ماده (۱۷)

در طول دوره فعالیت صندوق، مدیر می‌تواند در هر روز کاری درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را در شعب دریافت کند. مدیر موظف است مطابق پیوست ۱ اساسنامه مذکور و با

۱. بخشی از اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سهام (برای اندازه کوچک)، مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷ که در لینک زیر قابل مشاهده است:

رعایت تبصره «۲» این ماده و سقف حداکثر تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران مذکور در امیدنامه، نسبت به صدور واحدهای سرمایه‌گذاری درخواست شده حداکثر تا پایان دو روز کاری بعد از ارائه درخواست اقدام کند.

تبصره «۱»- در صدور واحدهای سرمایه‌گذاری، قیمت صدور واحد سرمایه‌گذاری در پایان روز کاری بعد از ارائه درخواست به علاوه کارمزد صدور، ملاک عمل خواهد بود.

تبصره «۲»- مدیر موظف است به درخواست ضامن از پذیرش درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری جدید خودداری نماید.

ماده (۱۸)

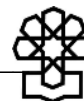
گواهی‌های سرمایه‌گذاری بانام بوده و نشان‌دهنده تعداد کل واحدهای سرمایه‌گذاری تحت مالکیت سرمایه‌گذار می‌باشد. مالک گواهی سرمایه‌گذاری شخصی است که نام وی تحت عنوان سرمایه‌گذار بر روی گواهی سرمایه‌گذاری درج شده است. مالکان گواهی‌های سرمایه‌گذاری، به نسبت تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری خود از کل واحدهای سرمایه‌گذاری نزد سرمایه‌گذاران، در خالص دارایی‌های صندوق سهیم‌اند، ولی حق تصمیم‌گیری در مورد دارایی‌های صندوق در چارچوب این اساسنامه منحصراً از اختیارات مدیر صندوق است. مسئولیت مالکان گواهی‌های سرمایه‌گذاری در قبال تعهدات صندوق صرفاً محدود به مبلغ سرمایه‌گذاری آنها در صندوق است.

تبصره - غیرقابل انتقال بودن گواهی‌های سرمایه‌گذاری برای واحدهای سرمایه‌گذاری عادی باید در گواهی قید شود.

ماده (۱۹)

در طول دوره فعالیت صندوق، مدیر موظف است مطابق پیوست ۲ اساسنامه مذکور تا ساعت ۱۶ هر روز کاری، درخواست ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری را در شعب دریافت کند. مدیر موظف است در پایان روز کاری بعد از دریافت درخواست ابطال، نسبت به ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری درخواست شده اقدام کند و حداکثر ظرف ۶ روز کاری پس از تاریخ ابطال، از محل وجوه صندوق، مبلغی معادل قیمت ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری در پایان روز ابطال را پس از کسر کارمزدهای ابطال به حساب بانکی سرمایه‌گذار واریز کند.

تبصره - در صورتی‌که صندوق برای ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری، وجوه نقد کافی در اختیار نداشته باشد، مطابق ماده (۲۰) عمل خواهد شد ماده (۲۰) در صورتی‌که صندوق برای انجام هرگونه پرداخت از محل وجوه نقد خود به سرمایه‌گذاران مطابق مواد اساسنامه، وجوه نقد کافی در



اختیار نداشته باشد، مدیر باید به موقع نسبت به تبدیل دارایی‌های صندوق به نقد اقدام کند تا وجوه نقد کافی برای انجام این پرداخت‌ها در حساب‌های بانکی صندوق فراهم شود. در صورتی که دو روز کاری قبل از موعد مقرر برای پرداخت، مدیر پیش‌بینی کند که وجوه نقد کافی در موعد مقرر در حساب‌های بانکی صندوق برای انجام این پرداخت‌ها فراهم نخواهد شد، موظف است تا پایان همان روز، کسری وجوه نقد را به ضامن اطلاع دهد. در این صورت ضامن موظف است حداکثر تا پایان روز بعد، میزان کسری وجوه مذکور را به حساب صندوق واریز کرده و درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را از محل این وجوه به مدیر ارائه دهد تا واحدهای سرمایه‌گذاری به تعداد متناسب با وجوه پرداخت شده، براساس پیوست ۱ اساسنامه مذکور به نام ضامن صادر گردد.

تبصره - در محاسبه قیمت صدور واحدهای سرمایه‌گذاری برای ضامن صرفاً در اجرای این ماده، هزینه‌های خرید اوراق بهادار منظور نمی‌شود.

جداول آماری مربوط به بزرگ‌ترین صندوق‌های سرمایه‌گذاری که بخش قابل توجهی از دارایی‌های خود را به شکل نقد و اکثراً نزد بانک ضامن خود نگهداری نموده‌اند.

جدول ۱. نسبت دارایی‌های نقد صندوق‌ها، شکل و نحوه نگهداری آن‌ها در ماه ۱۳۹۱

نام صندوق	شرح	نسبت از کل دارایی	امروز مبلغ (میلیون ریال)	میانگین روزانه نسبت از کل دارایی	آخرین ماه مبلغ (میلیون ریال)	میانگین روزانه نسبت از کل دارایی	دوره مبلغ (میلیون ریال)	میانگین روزانه نسبت از کل دارایی	از ابتدای مبلغ (میلیون ریال)	ضامن سود	درصد از کل دارایی	ضامن نقدشوندگی	درصد از کل دارایی	تاریخ صورت مالی
آرمان کار	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۸۳۹۵	ندارد				
آفرین	اوراق مشارکت	۰	۲۵۰۴۲۷	۰	۲۵۶۶۷۴	۰	۲۵۴۴۰۲	۰	۳۰۲۶۸۱	ندارد		بانک کارآفرین		
	وجه نقد	۱	۷۶۳۹۶۶	۱	۷۳۲۷۸۷	۱	۷۱۳۵۰۴	۱	۵۵۵۸۹۰		۱۰	۷۰۰۰۰۰۰۰۰	۱۰	۱۳۹۱۰۷۱۴
	سایر دارایی‌ها	۰	۱۷۷۰۲	۰	۸۰۵۹	۰	۷۳۲۲	۰	۸۶۶۲					
یکم کارگزاری	سهام	۰	۳۷۲۳۲۶	۰	۴۳۶۳۳۳	۰	۳۷۵۸۱۳	۰	۱۵۱۰۴۰					
بانک کشاورزی	اوراق مشارکت	۰	۶۹۱۶۱۷	۰	۱۰۹۹۷۲۷	۰	۹۹۷۶۴۳	۰	۲۹۹۴۶۵	ندارد		بانک کشاورزی		
	وجه نقد	۱	۹۰۷۱۵۱۷	۱	۸۷۴۶۰۱۳	۱	۸۸۴۱۴۷۴	۱	۴۷۳۴۳۳۹		۸۵	۸۹۲۱۴۹۰۶۵۶۵۹۷	۸۵	۱۳۹۱۰۶۳۱
	سایر دارایی‌ها	۰	۵۵۲۲۲۰	۰	۲۷۲۹۲۴	۰	۲۱۵۸۲۷	۰	۸۲۵۳۸					
آتیه نوین	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۳۶۹۶					
	اوراق مشارکت	۰	۲۸۷۲۵۴	۰	۲۶۱۶۶۱	۰	۲۴۰۴۹۳	۰	۱۷۰۱۹۸	سامان		بانک اقتصاد نوین		
	وجه نقد	۱	۵۸۷۸۳۰	۱	۶۶۸۰۹۹	۱	۶۹۲۵۰۱	۱	۹۱۹۲۸۷		۳۱	۲۷۹۷۷۹۹۶۷۶۹۲	۳۱	۱۳۹۱۰۶۳۱
	سایر دارایی‌ها	۰	۱۴۴۵۷	۰	۱۱۵۵۰	۰	۱۰۷۶۷	۰	۱۱۹۰۶					
امین سامان	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰					
	اوراق مشارکت	۰	۲۲۸۴۱۲	۰	۲۱۷۷۰۹	۰	۲۱۶۱۰۳	۰	۱۱۹۰۴۴	شهر		بانک سامان		
	وجه نقد	۱	۵۵۸۶۲۶	۱	۴۹۷۵۴۷	۱	۴۶۳۷۰۴	۱	۳۷۹۷۶۳	؟	؟	؟	؟	۱۳۹۱۰۶۳۱
	سایر دارایی‌ها	۰	۱۰۳۵۷	۰	۹۷۴۶	۰	۹۲۹۳	۰	۵۷۹۵					

www.fipiran.com

مأخذ: محاسبات محقق براساس داده‌ها و اطلاعات دریافتی از منابع سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران:



جدول ۲. نسبت دارایی‌های نقد صندوق‌ها با شکل و نحوه نگهداری آنها دی‌ماه ۱۳۹۱

نام صندوق	شرح	نسبت از کل دارایی	مبلغ امروز (میلیون ریال)	میانگین نسبت از کل دارایی	آخرین مبلغ ماه (میلیون ریال)	میانگین نسبت از کل دارایی	روزانه مبلغ دوره (میلیون ریال)	میانگین روزانه نسبت از کل دارایی	از ابتدای مبلغ (میلیون ریال)	ضامن سود	درصد از کل دارایی	ضامن نقدشوندگی	درصد از کل دارایی	تاریخ صورت مالی
کارآفرین	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۸۳۹۰					
	اوراق مشارکت	۰	۸۹۸۶۸۴	۰	۸۲۹۹۹۲	۰	۸۱۴۱۲۲	۰	۶۷۴۹۰۰	اقتصاد نوین		بانک کارآفرین		
	وجه نقد	۱	۲۶۲۲۹۶۱	۱	۲۶۰۰۶۶۷	۱	۲۳۰۰۳۱۱	۱	۲۰۰۰۲۳۷		۹		۱۳	۱۳۹۱۰۶۳۱
	سایر دارایی‌ها	۰	۴۱۱۴۴	۰	۲۷۲۶۰	۰	۲۱۹۳۲	۰	۲۱۰۸۱					
ارزش‌آفرینان دی	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۲۲					
	اوراق مشارکت	۰	۱۰۷۴۶۰	۱	۲۰۳۷۳۷	۱	۲۱۰۲۰۹	۰	۱۰۰۸۲۷	گردشگری		بانک دی		
	وجه نقد	۱	۱۸۱۸۳۲	۰	۱۰۶۲۸۳	۰	۱۹۱۰۷۷	۱	۵۱۷۰۹۱				۴۱/۶۲	۱۳۹۱۰۶۳۱
	سایر دارایی‌ها	۰	۲۰۸۶	۰	۶۶۱۳	۰	۴۱۱۸	۰	۱۱۴۰۰					
نوین سامان	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱۹۸۳					
	اوراق مشارکت	۰	۳۰۹۹۰۱	۰	۳۷۴۲۲۰	۰	۳۰۱۳۲۱	۰	۲۳۲۲۲۶	اقتصاد نوین		سامان		
	وجه نقد	۱	۳۷۹۷۴۳	۱	۴۳۶۷۰۸	۱	۴۹۸۹۲۰	۱	۷۸۲۸۳۱		۴۰		۱	۱۳۹۱۰۶۳۱
	سایر دارایی‌ها	۰	۷۲۶۱	۰	۷۲۶۴	۰	۶۳۷۳	۰	۹۸۲۲					
ارمغان ایرانیان	سهام	۰	۰	۰	۰	۰	۲۱۰	۰	۱۲۰۴					
	اوراق مشارکت	۰	۱۱۷۸۰۶	۰	۱۶۰۰۹۰	۰	۱۰۰۳۲۴	۰	۱۱۹۳۴۴	ندارد		بانک اقتصاد نوین		
	وجه نقد	۱	۲۸۳۹۱۷	۱	۲۶۹۰۰۹	۱	۳۱۸۲۹۲	۱	۴۴۲۰۱۸				۷۰	۱۳۹۱۰۷۱۹
	سایر دارایی‌ها	۰	۴۸۸۸	۰	۱۰۱۱۸	۰	۶۰۹۷	۰	۶۶۸۴					

مأخذ: همان.

منابع و مأخذ

۱. گروه نویسندگان، نهادهای مالی راهنمای قانون اوراق بهادار، شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس، ۱۳۸۹.
۲. سعیدی، علی، ایمان، مقدسیان. ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ش ۹، بهار ۱۳۸۹.
۳. مصاحبه آقای باقرتبار، مدیر نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار گروه بورس، با روزنامه دنیای اقتصاد، ۲۸ آذر ۱۳۹۱.
۴. سعیدی، محسنی، مشتاق. عوامل مؤثر بر بازده صندوق سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، ش ۱۰، تابستان ۱۳۸۹.
۵. سعیدی، محسنی، مشتاق. عوامل مؤثر بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه‌ماه نوین، ش ۲۵، بهمن ۱۳۸۹.
۶. فرح‌آبادی، مهرداد. مدیر اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس، مصاحبه گروه بورس روزنامه دنیای اقتصاد ۱۳۹۱/۳/۱.
۷. دلخوش، مرتضی. عضو انجمن حسابدارن خبره و مدرس دانشگاه، سیاست روز، آبان ۱۳۸۹.
http://www.donya-e-eqtasad.com/Default_view.asp?@=301930
۸. مقدسیان، ایمان. کارشناس مدیریت نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس، گفتگو با خبرنگار بورس نیوز، کدخبر: ۳۸۸۶۱، تاریخ انتشار: ۱۸ آبان‌ماه ۱۳۸۹.
<http://siasatrooz.ir/vdgcg3q9n.ak9xw4prra.html>
۹. عباسی، محسن. از کارشناسان بازار سرمایه و استاد دانشگاه طباطبایی، گفتگوی تفصیلی با خبرنگار اقتصادی فارس.
۱۰. رفیعی امام، علینقی. کارشناس بازار پول و سرمایه، منتشر شده در ۲۳ آبان‌ماه ۱۳۹۰.
<http://www.boursenews.ir/fa/pages/?cid=۵۷۱۳۷>
۱۱. محسنی، قاسم. معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس گفتگوی با روزنامه دنیای اقتصاد روز چهارشنبه ۱۰ خردادماه ۱۳۹۱.
۱۲. شریفی، اعظم. روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۴۳۰ به تاریخ ۱۳۹۰/۵/۲۰.
۱۳. سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران: www.fipiran.com
۱۴. کردبچه حمید، علی، مال میر. صندوق‌های مشترک: کارکرد و عملکرد، مؤسسه پژوهشی اقتصاد مالی بهین www.bfec.ir
15. Analysis of different type usa mutual funds performance evaluation in the period of 2000–2010 " lina žalgiryte, andrius guzavičius economics and management economics and management: 2012.
16. <http://www.ecoman.ktu.lt/index.php/Ekv/article/view/2992/2069>.



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۲۸۲۸

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین: اسماعیل رحیمی‌نژاد

همکاران: صمد عزیزنژاد، محمد سلیمانی

ناظر علمی: احمد شعبانی

مناقضی: معاونت اقتصادی

ویراستار تخصصی: —

ویراستار ادبی: —

واژه‌های کلیدی:

۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری

۲. عملکرد

تاریخ انتشار: ۱۳۹۱/۱۱/۳۰