

## صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۱</sup>

### ورود به بحث: نجار فیروزجائی

دومین جلسه از ۱۰ جلسه‌ای که به موضوع تأمین مالی اختصاص داده شده است در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد بر این اساس ابتدا اظهارات جناب آقای صفاری مدیرعامل شرکت ارزش‌آفرینان سرمایه و عضو هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبائی ارائه می‌گردد و سپس آقای محسنی معاون نظارت بر نهادهای مالی سازمان بورس اوراق بهادار مطالب خود را مطرح خواهند کرد و در ادامه اظهارات آقای امیری مدیرعامل شرکت کارگزاری بورس ایران و آقای قراگوزلو مدیر سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بورس‌یران ارائه خواهد شد و در پایان پرسش‌های حضار و پاسخ‌های ارائه‌شده مطرح می‌گردد.

### صفاری:

در بحث سرمایه‌گذاری و جایگاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اینکه این صندوق‌ها چگونه در دنیا در تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاری نقش‌آفرینی می‌کنند اولین مسئله پس‌انداز می‌باشد، خانوارها بخشی از درآمد خود را مصرف و بخشی از آن را پس‌انداز می‌کنند. پس‌انداز خود به دو بخش تقسیم می‌شود، پس‌اندازهای کوتاه‌مدت که به بازار پول می‌رود و پس‌اندازهای بلندمدت که در بازار سرمایه مطرح می‌شود. فرصت‌های سرمایه‌گذاری از دید اقتصاد کلان به سه قسمت تقسیم می‌شود. اولین بخش، سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات و دارایی‌های ثابت است و آنچه بیشتر در ذهن ما می‌باشد، راه‌اندازی واحدهای تولیدی و خدماتی است. نوع دوم، سرمایه‌گذاری در مسکن است که برخی فکر می‌کنند مسکن کالای مصرفی است در حالی که در تمام دنیا مسکن کالای سرمایه است، اما اجاره بها جزء هزینه‌های مصرفی است و در این حالت مسکن کالای مصرفی می‌شود. اما در دنیا سرمایه‌گذاری در مسکن جزء بحث‌های اقتصاد کلان است. در آخر بخش سرمایه‌گذاری در موجودی انبار یا ذخیره‌سازی کالای ساخته‌شده و یا مواد اولیه است که این بخش بیشترین نوسان‌ها

---

1. Mutual Funds

را در اقتصادهای دنیا دارد چرا که بیشترین رونق و رکودها در این بخش صورت می‌گیرد. تقسیم‌بندی فوق به منظور بررسی جایگاه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مطرح گردید.

از دید یک فرد یا بنگاه اقتصادی از زمانی که پس‌انداز به وجود می‌آید، نخستین عاملی که مطرح می‌شود این است که این پس‌انداز را در کجا سرمایه‌گذاری کنند که بیشترین سود و کمترین ریسک را داشته باشد. مطمئناً از این قبیل پرسش‌ها در ذهن تک تک افراد و حتی مدیران عامل شرکت‌ها و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیاد مطرح می‌شود و همه به دنبال این هستند که در این اقتصاد پرتلاطم که بخش‌های مختلف در حال نوسان هستند چه باید کرد. در مورد نحوه مدیریت و جوه توسط افراد یا بنگاه‌های اقتصادی چند گزینه پیش رو است.

کم ریسک‌ترین سرمایه‌گذاری پول نقد هست، پول نقد به صورت سپرده‌های بلندمدت، میان‌مدت و کوتاه‌مدت می‌باشد که براساس دسترسی به این سپرده‌ها نرخ‌های متفاوت دارند. هم‌اکنون نرخ‌های مصوب از ۶ تا ۱۵ درصد می‌باشد، اما خصوصیت پول نقد این است که کمترین ریسک را دارد و بر اساس معادلات فیشر در اقتصاد که در آن نرخ بهره واقعی برابر است با نرخ بهره اسمی منهای تورم معمولاً این گونه تعریف می‌شود که کسانی که پول واقعی نگاه می‌دارند از نظر ارزش واقعی ضرر می‌کنند. طبق آمار در ده سال اخیر در کشور ما کسانی که پول نقد نگاه داشتند ضرر کردند، چرا که بر اساس رابطه فیشر تورم باعث کاهش ارزش واقعی پول می‌شود.

نوع دوم سرمایه‌گذاری‌ها اوراق مشارکت و اوراق قرضه است براساس بسته جدید پولی قرار است که اوراق قرضه در بورس مطرح شود. جای امیدواری است که دیگر نیازی نیست اوراق و تضمین شده باشد و هر لحظه در بانک‌ها قابل مبادله است همان‌طور که می‌دانیم تورم بر اساس معادله فیشر سبب کاهش ارزش واقعی پول می‌شود بیشتر کشورها در قیمت‌گذاری نرخ سود اوراق بحث تورم را لحاظ می‌کنند و تلاش می‌کنند قیمت اوراق کم‌ریسک مانند اوراق دولتی را معادل نرخ تورم تعیین نمایند بنگاه‌های اقتصادی براساس صرف ریسکی که دارند نرخ‌های متفاوت دارند. گرچه نرخ‌های اوراق مشارکت موجود یکسان است و لذا نیاز به تنوع‌سازی در بازار سرمایه در این خصوص وجود دارد لازم به ذکر است اوراقی که سود صفر دارند از ابتدا قیمتشان پایین است. معامله این اوراق در فرابورس تعبیه شده است و فضای جدیدی برای معاملات اوراق مشارکت ایجاد می‌کنند. در تمام دنیا فرابورس می‌تواند در تأمین مالی در اقتصاد فعال شود.

نوع سوم سرمایه‌گذاری، سهام است و سهام مفهوم کلی دارد چرا که ممکن است چند نفر جمع شوند و یک واحد اقتصادی و یا یک واحد خدماتی راه‌اندازی کنند که به آن بازار اولیه

می‌گویند اما اینکه این بازار چگونه باشد و یا آیا بتواند سهم مهمی از بازار را در اختیار داشته باشد و آیا بتواند موفق باشد یا خیر مشخص نیست.

خوشبختانه با امکاناتی که فراهم شده بازار اولیه در فرابورس فعال شده و شاهد بودیم که چندین بانک برای اولین بار پذیره‌نویسی خود را در فرابورس انجام دادند، اما خصوصیت بازار اولیه این است که ریسک بالایی دارد و مشخص نیست که مدیران و یا سهامداران بتوانند در بازار اولیه موفق باشند یا خیر؟ بازار ثانویه پس از بازار اولیه به وجود آمد و تابلوهای مختلف در آن تعریف شده است که ریسک یک واحد تولیدی و شرایط سودآوری و یا اینکه مثلاً سه سال سودآور باشند و تحت نظارت حسابرسان مورد تأیید بورس باشند از عوامل ورود به بورس اصلی و یا تابلو اصلی می‌باشد و سازمان بورس نیز نظارت دارد چرا که تمام سهام عام در کشور چه بازار اولیه و چه بازار ثانویه تحت نظارت سازمان بورس قرار گرفتند و این خصوصیت را ایجاد کرده که هر کسی که سهام خود را به غیر می‌فروشد یک نظارت عالی از سوی بازار سرمایه بر آن وجود داشته باشد.

ویژگی بازار ثانویه این است که ریسک آن باید کمتر از بازار اولیه باشد گرچه تابلوها هم در بازار اصلی و هم در فرابورس آنقدر متفاوت شده‌اند که با توجه به نظارت‌های موجود ورود بازارهای اولیه و ثانویه سهام امکان‌پذیر شده است، اما قابل توجه است که در سهام وقتی فردی برگه سهمی می‌خرد در مالکیت و مدیریت آن مشاعاً شریک می‌شود به عبارتی به صورت مشاع هم در دارایی‌های آن شرکت و هم در سود سالانه شریک می‌شود. فصل مجامع نیز عموماً خرداد و تیر ماه است. این سود تقسیم شده شامل سود تقسیم شرکت‌ها است که عملاً دریافت می‌کنند. بازدهی سهام به دو قسمت تقسیم می‌شود یکی <sup>۱</sup>DPS یا سود تقسیم شده است که در مجامع تقسیم می‌کنند و دیگری افزایش ارزش سرمایه<sup>۲</sup> است. حال پرسش این است که افزایش سرمایه از کجا نشأت می‌گیرد؟ می‌دانیم نرخ بهره بازار پول و اوراق مشارکت اثر مستقیمی بر سهام دارند، اما اینها به عنوان فرصت‌هایی مقابل هم هستند و اگر بخش دیگر بازدهی بیشتر داشته باشند طبیعی است که سهام بازدهی کمتری خواهد داد. نکته‌ای که مهم است این است که طیف سهام خوشبختانه در کشور ما بسیار زیاد شده است و صنایع مختلفی وارد بورس شده‌اند و این امر انتخاب سرمایه‌گذاران را زیاد کرده است، اما در مقابل ریسک بالاتری هم دارند. بازار سرمایه نسبت به تمام شوک‌های سیاسی و اقتصادی نوسان دارد گرچه ممکن است بازار پول و بازار اوراق مشارکت این نوسان‌ها را

1. DPS: Dividend Per Share

2. Capital Gain

نداشته باشند. به همین علت در اقتصاد هر جا ریسک بیشتری باشد، بازدهی بیشتری نیز عاید می‌شود و بازار سرمایه نیز از ریسک بالاتر و بازدهی بالاتری برخوردار است.

چهارمین شاخص، دارایی واقعی است که شامل زمین و ساختمان و مسکن (به عنوان کالای سرمایه‌ای) و طلا، فلزات اساسی و ارزهای خارجی و کالاهایی که مازاد تقاضا در جامعه دارند، می‌باشد. در زمین تنها رشد قیمت سهام وجود دارد چرا که عایدی دیگری برای فرد پس‌اندازکننده ندارد اما زمانی که یک واحد مسکن را اجاره می‌دهند یک سود سالانه مانند سود تقسیمی شرکت‌ها دارد و یک رشد قیمت سهام دارد که ناشی از افزایش قیمت مسکن است. به عبارتی، در این حالت نیز تورم داخل خودش وجود دارد و رشد پیدا می‌کند. نرخ بهره اوراق و نرخ بهره بازار پول نیز به دلیل ایجاد فرصت‌های رقابتی کاملاً اثر دارند. امروزه مشاهده می‌کنید که طلا در دنیا نوسان‌های بسیار زیادی داشته است و طلا محملی برای سرمایه‌گذاری است و انواع مختلف صندوق‌های بزرگ طلا وجود دارند. در حال حاضر صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری وجود دارد که تنها در طلا فعال هستند و حرفه‌ای‌ها براساس نوسان‌های بازار طلا خرید و فروش می‌کنند، این امر در خصوص فلزات اساسی داریم و همچنین مقوله نفت نیز وجود دارد. بازارهایی نیز که به عنوان بازارهای کاغذی مطرح هستند که در آنها انتظارات خرید و فروش می‌شود. اگر فرضاً شما احساس کنید که نفت گران می‌شود می‌توانید خریدار باشید و اگر احساس کنید نفت ارزان می‌شود می‌توانید فروشنده باشید. جالب است بدانید در حال حاضر ۱۰ برابر حجم تولیدات واقعی ابزار طراحی شده است هستند که در بازار بورس مورد معامله قرار می‌گیرد.

با توجه به شکوفایی بازار بورس، خوشبختانه امکان معامله طلا در بازار کالا توسط سازمان در حال باز شدن است و مطمئناً درباره فولاد و بورس نفت و انتظارات این اتفاق خواهد افتاد و این چنین اوراق کاغذی هم که به آنها اوراق مشتقه<sup>۱</sup> گویند نیز وارد بازار می‌شوند. یکی از نکاتی که بازارهای بورس دنیا بر آن تکیه دارند و در ایران نیز مطرح است ارزهای خارجی هستند مثلاً فارکس که به دلیل خروج ارزها بسته شد.

خوشبختانه پس از ۳۳ سال پوشش دادن<sup>۲</sup> و بیمه کردن در برابر نوسان‌های نرخ ارز آزاد شد و بانک‌ها و بیمه‌ها می‌توانند در این قسمت فعال شوند. معمولاً انگیزه تقاضای ارز زمانی که تورم‌های بالا<sup>۳</sup> وجود دارند مطرح می‌شود و بخشی از پس‌اندازها به سمت ارزهای خارجی سرازیر می‌شوند و

---

1. Derivative  
2. Hedge  
3. Hot Money

تقاضای کاذبی در این خصوص ایجاد می‌شود. یکی دیگر از موارد در خصوص دارایی‌های واقعی کالاهایی می‌باشند که مازاد تقاضا در مورد آنها وجود دارد. زمانی در صنعت اتومبیل‌سازی نزدیک به ۲۵۰ هزار خودرو تولید می‌شد و تقاضا برابر ۸۰۰ هزار بود و هر فردی چندین خودرو ثبت نام می‌کرد و از این مازاد تقاضا ۳۰ تا ۴۰ درصد سود ایجاد می‌شد. چنانچه عرضه با تقاضا برابر شد و به ۸۰۰ هزار رسید رشد قیمت‌ها در این صنعت متوقف شد. اکنون نیز ۱۴۵۰ هزار سواری تولید می‌شود و بحث لیزینگ‌ها مطرح شده است و دیگر با رشد قیمت‌ها مواجه نیستیم و از سوی دیگر، کسی کالای مصرفی را به عنوان سرمایه‌گذاری انتخاب نمی‌کند.

در اقتصاد هر کجا که مازاد تقاضا وجود داشته باشد انگیزه سوداگری و سفته‌بازی که در بحث پس‌انداز خود را تبلور می‌دهد به وجود می‌آید. زمانی در مورد تلفن همراه نیز همچنین اتفاقی افتاد اما با عرضه آن به یک کالای مصرفی تبدیل شد. اینها همه انتخاب‌هایی است که افراد و بنگاه‌ها با آن مواجه هستند، اما طبیعی است که نرخ بازدهی و نرخ ریسک اینها با یکدیگر متفاوت است. انسان‌ها براساس محیط و سطح درآمد و نوع تربیت و سن و سال ریسک‌های متفاوت دارند و بر مبنای این ریسک‌های متفاوت انتخاب‌های متفاوت دارند.

با مقایسه نرخ رشد دارایی‌ها و شاخص‌های اقتصادی در ایران بطور متوسط بین سال‌های (۱۳۷۹-۱۳۸۸) می‌توان دریافت که میانگین نرخ رشد نقدینگی برابر با ۲۷/۹۸ درصد و انحراف معیار آن (به عنوان معیار سنجش ریسک) ۶/۵۹ درصد بوده است یعنی ما همواره رشد نقدینگی داشتیم.

میانگین نرخ تورم ۱۴/۷۶ درصد و انحراف معیار آن ۳۲/۴ درصد بوده است. میانگین نرخ سود سپرده یکساله به عنوان اولین انتخاب همان‌گونه که بیان شد، ۱۴/۲ درصد بوده است که کمتر از نرخ تورم است یعنی کسانی که پول نقد را در قالب سپرده نگاه می‌داشتند از لحاظ نرخ بهره واقعی براساس معادلات فیشر ۰/۵۶ درصد ضرر می‌کردند اما نکته‌ای که وجود دارد این است که ریسک آن پایین و نزدیک به ۱/۳۳ درصد است یعنی در این حالت نیز نرخ بازدهی و ریسک هر دو پایین است. نرخ رشد قیمت زمین در سال ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷ نزدیک به ۱۰۱ درصد بوده است اما در سال ۱۳۸۸ به دلیل کنترل‌هایی که در مورد وام‌های خرید مسکن توسط دولت انجام شد و ابزارهای پولی که استفاده شد رشد قیمت مسکن کنترل شد و حتی منفی هم شده است (۴/۷۳-). اما به طور میانگین قیمت زمین به میزان ۲۳/۴۷ درصد رشد داشته است که در مقایسه با نرخ تورم ۱۴/۷۶ درصدی این بخش بازدهی خوبی داشته است و ریسک هم نزدیک به ۱۷ درصد بوده است. در

مورد شاخص بازده نقدی قیمت بورس نوسان بسیاری داشته‌ایم به طور مثال بورس در سال ۱۳۸۲، نرخ ۱۳۸/۶۴ درصد را نیز تجربه کرده است، اگر سال ۱۳۸۹ را نیز در نظر بگیریم میانگین این شاخص نزدیک به ۴۰ درصد است که مشاهده می‌کنید سهام و سرمایه‌گذاری بازدهی بالایی دارد البته ریسک بالای ۴۲ درصدی را نیز به دنبال دارد. همان‌طور که ذکر شد هرچه ریسک بالاتر باشد بازدهی هم بالاتر خواهد بود. شاخص بازده نقدی قیمت بورس یک شاخص کلی است اگر شاخص صنایع مختلف را در بورس تک تک در نظر بگیرید هر یک بازدهی و ریسک متفاوتی دارند. در چنین شرایطی نیاز به مدیریت ریسک احساس می‌شود. در گذشته که صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری وجود نداشت ممکن بود افراد در اثر خرید سهام پریسک زیان‌های مالی شدیدی ببینند و از بازار سرمایه خاطرات خوبی نداشته باشند، اما خوشبختانه با تغییراتی که به وجود آمده است و با ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بحث صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شکل‌گیری واحدهای مدیریت وضعیت بهتر شده است.

حال اگر طلا را در نظر بگیریم (انس طلا) میانگین نرخ رشد طلا (به ریال) ۱۳/۷۹ درصد و انحراف معیار آن ۱۰ درصد بوده است. گرچه نوسان‌های طلا در سال‌های اخیر به دلیل رکود جهانی بیشتر شده است و انگیزه سوداگری نیز افزایش یافته است. بر اساس میانگین نرخ رشد طلا به دلار کسانی که در ۱۰ سال اخیر در این زمینه سرمایه‌گذاری کردند، ۱۶/۸۲ درصد سود با انحراف معیار ۱۱/۷۵ درصد داشته‌اند. در یک نگاه کلی بازار سرمایه بازاری پر ریسک و پر سود است و این خصوصیتی است که در ۱۰ سال پیش ادامه داشته و در آینده نیز به این صورت خواهد بود چرا که کشور ما در حال گذار از دولتی‌سازی به خصوصی‌سازی است و معمولاً اقتصادهایی که در حال گذار هستند بهترین بازدهی را در بازار سرمایه و بورس داشتند که با مشاهده روندها این امر اثبات می‌شود. البته شوک‌های سیاسی و اقتصادی بلندمدت و کوتاه‌مدت نیز کاملاً در بازار بورس اثر دارد.

انواع سرمایه‌گذاری شامل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و Index Funds یا (ETFs)<sup>۱</sup> و صندوق‌هایی با سرمایه بسته یا ثابت<sup>۲</sup> می‌باشد. تا سه سال پیش ما صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری نداشتیم. در مورد صندوق‌ها نیز صندوق با سرمایه بسته و صندوق با سرمایه باز<sup>۳</sup> داریم. صندوق‌هایی با سرمایه بسته آنهایی هستند که انتهایشان بسته است و مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری‌اند و

---

1. Exchange Traded Funds  
2. Closed-End Funds  
3. Opened-End Funds

سرمایه‌شان از ابتدا معلوم است به گونه‌ای که فرد سهامدار می‌شود و قیمت سهام بالا می‌رود. این سهام قابل فروش در بازار می‌باشند به همین خاطر سرمایه آنها محدود است. با این قانون‌های جدید صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری مطرح شدند که صندوق‌های با سرمایه باز هستند که (NAV)<sup>۱</sup> آنها یا ارزش خالص دارایی‌هایشان روزانه محاسبه می‌شود و هر کسی با توجه به ارزش روز اجازه ورود و خروج به آن را دارد، به همین دلیل آنها و سرمایه‌هایشان بسته نیست و اجازه مبادله دارند. صندوق‌های شاخصی<sup>۲</sup> صندوق‌هایی هستند که روی شاخص هستند مانند صندوق‌های طلا که بطور مشخص روی یک کالا تمرکز می‌کنند مانند کاری که بانک صادرات انجام داده اما به صورت صندوق است. در مجموع صندوق‌ها انتخاب بسیار وسیعی دارند و وظیفه مدیریت وجوه از سوی فرد را بر عهده دارند.

صندوق‌های تخصصی نیز داریم مانند صندوق مسکن که اوراق رهنی در آن در حال ایجاد شدن است و یا صندوق‌هایی که مثلاً برای تاسیس بیمارستان ایجاد می‌شوند و یا صندوق‌هایی که در بورس هستند و امروزه بیشترین صندوق‌ها در این قسمت است. صندوق‌ها با درآمد ثابت تنها در اوراق مشارکت یا اوراق قرضه متفاوت سرمایه‌گذاری می‌کنند. به عبارتی، صندوق‌هایی هستند که از آن چهار نوع دارایی یکی را انتخاب می‌کنند و براساس آن عمل می‌کنند، برخی صندوق‌ها نیز بازتر عمل می‌کنند و میان انواع مختلف وجوه تنوع ایجاد می‌کنند. همچنین، صندوق‌هایی داریم که سود را تضمین می‌کنند یعنی در بازار ضامنی دارند که این سود را تضمین می‌کند اما طبیعتاً وقتی بازار مثلاً ۸۵ درصد بازدهی داشته است اینها بر اساس قوانین خود مابه‌التفاوت سود و بازدهی را به عنوان ضامن سودآوری تعریف می‌کنند. دو نوع ضامن داریم یک ضامن این است که حتماً سودآور باشد که حالت بیمه کردن صندوق است و دیگری ضامن نقدشوندگی است که هر لحظه هر کسی قصد فروش داشته باشد این ضامن سریعاً اقدام به نقد کردن آن می‌کند. لذا صندوق‌هایی داریم که یک نرخ مشخصی را نیز تضمین می‌کنند مثلاً صندوق مهر ۱۷ درصد و مطمئناً وقتی به بازدهی این صندوق‌ها توجه کنید با صندوق‌هایی که کل ریسک را سرمایه‌گذار می‌پذیرد متفاوتند زیرا دعوای سرمایه بر سرریسک و بازدهی است یعنی اگر کسی ریسک کمتری را می‌پذیرد به طور قطع بازدهی آن هم کمتر است.

خوشبختانه مهم‌ترین ویژگی صندوق‌های مشترک تفاوت موجود در تعریف ریسک و بازدهی برای اشخاص متفاوت است و این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای که می‌خواهند پس‌انداز

1. Net Asset Value  
2. Index Funds

کنند و به بازارهای مالی وارد شوند کمک می‌کند و از سویی در ایران و جهان در حال رشد کردن هستند.

به طور خلاصه طبق آمار موجود در آمریکا تعداد صندوق‌های قابل معامله یعنی صندوق‌هایی که با سرمایه بسته ۱۷۷۱ و تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری ۱۴۱۸ می‌باشد. در آسیا تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیشتر است زیرا هر جایی که میزان ریسک بیشتر است استقبال از این صندوق‌ها بیشتر است به عنوان مثال در آسیا و اقیانوسیه تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ۷۵۷ و تعداد صندوق‌های قابل معامله، ۴۳۹ است. جالب این است که ۷۶ درصد از این صندوق‌ها در هندوستان است که پس‌اندازهای کوچک مردم در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌شود و از تنوع بالایی نیز برخوردارند و براساس ریسک و بازدهی مورد نظر هر فرد وارد این بازار می‌شود. در اروپا و آفریقا و خاورمیانه تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ۱۶۸۳۹ صندوق می‌باشد.

حال پرسش این است که چرا ما این صندوق‌ها را تعریف می‌کنیم. در واقع، می‌خواهیم تأثیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر بازار بورس را بررسی کنیم. اولین نکته نقد شوندگی است. زمانی که سهمی در بازار بخرید که صف خرید یا فروش آن بسته باشد و سهامدار به پول خود احتیاج داشته باشد چه باید کرد؟ در صندوق‌ها چون ضامن نقدشوندگی وجود دارد سریعاً پول سرمایه‌گذار را پس می‌دهد و از سویی، کاهش ریسک نقدشوندگی را نیز برای سرمایه‌گذار در پی دارد. نکته بعدی، مدیریت حرفه‌ای سبد سهام است. مدیران طبق اساسنامه تحت نظارت لحظه‌ای سازمان بورس هستند و براساس آزمون و خیلی دقیق انتخاب می‌شوند چراکه اینها امانت‌دار مردمند. افراد خیالشان آسوده است که پولی را که به صندوق می‌سپارند تحت نظر مدیر حرفه‌ای است که با توجه به نوسان‌های بازار به مدیریت سبد سهام می‌پردازد که خود به خود مدیریت ریسک را هم به دنبال دارد که سومین نکته است. گرچه هنوز در آمار موجود در بازار، ریسک سبدها تعریف نشده است اما اگر علاوه بر آمار بازدهی، آمار ریسک را هم تعریف کنند برای سرمایه‌گذار مهم خواهد بود، زیرا ممکن است در کنار بازدهی بالا، ریسک هم بالا باشد. مدیریت ریسک در شرایط مختلف اقتصادی توسط حرفه‌ای‌ها اعلام می‌شود و صندوق‌ها این قابلیت را دارند که ریسک را علاوه بر بازدهی اعلام کنند.

نکته بعدی، شفافیت و انتشار مستمر اطلاعات است. کسی که سرمایه‌گذاری کرده و می‌داند که این پولش چه ترکیبی دارد و در کدام صنعت است و خود سازمان می‌داند که در چه شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کرده است و این خصوصیت شفاف‌سازی ریسک و اضطراب بازار را تا حدی

از پس‌اندازکننده دور می‌کند و باعث می‌شود که سهامدار نگرانی و دلهره در مورد سبدهای سهام خود نداشته باشد چرا که می‌داند یک مدیر حرفه‌ای در حال نظارت بر آن است. از دیگر نکات، اختصاص ویژه سهام به صندوق‌هاست که خوشبختانه با همکاری سازمان بورس اختصاص‌های سهام ویژه و تخفیف‌های ویژه برای صندوق‌ها وجود دارند. هم‌انباشتگی پول خود قدرت بالاتر می‌آورد گرچه صندوق‌ها حق مدیر گذاشتن در هیچ شرکتی را ندارند زیرا سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت یا به عبارتی، سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه باز هستند، اما سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته یا سرمایه‌گذاری‌های ثابت معمولاً می‌توانند در مدیریت شرکت کنند و خصوصیت نقدشوندگی بالایی دارند. جزئیات بیشتر توسط آقای محسنی بیان خواهد شد.

#### محسنی:

صندوق‌های سرمایه‌گذاری نزدیک به سه سال است که در کشور ما به وجود آمده و خوشبختانه تجربه موفق‌تری داشته است و امیدواریم که مسیر آینده هم با موفقیت توأم باشد و در این زمینه پیشرفت کند. پیش از سال ۱۳۸۴ که قانون بازار اوراق بهادار تصویب شود سازوکاری برای تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورتی که در کشورهای دیگر وجود داشت، نداشتیم. یکسری سبدهای سهام را ابتکاری تشکیل داده بودند که پایه‌های مقرراتی و قانونی آن ضعیف بود اما در سال ۱۳۸۴ صندوق سرمایه‌گذاری به عنوان نهاد مالی در بازار اوراق بهادار مطرح شدند. البته تنها یک تعریف از آنها ارائه شده بود و بقیه احکامی که پیش‌بینی شده بود راجع به اختیارات سازمان بورس و اوراق بهادار در مورد نهادهای مالی بود که مشمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز می‌شد. لذا نیاز بود که این صندوق‌های سرمایه‌گذاری جزئیاتش مشخص بشود که نزدیک به دو سال در سازمان بورس اوراق بهادار مطالعه شد و کشورهای دیگری نیز بررسی شدند، ساختارهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشورهای دیگر متفاوت است و هر کشوری ساختار خود را دارد. با مطالعه کشورهای دیگر آنچه تصور می‌شد که برای ساختار سرمایه ایران و فرهنگ کشورمان مفید و مناسب است و در واقع با توجه به ساختار قانونی کشور قابل اجراست طراحی شد و در اواخر سال ۱۳۸۶ عمده‌تأییدات مقررات آن آماده شد و فعالیت صندوق‌ها با اعطاء مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار آغاز شد که هم اکنون تعداد قابل‌قبولی صندوق سرمایه‌گذاری داریم که از آن زمان رشد و گسترش پیدا کرده است. در آغاز کار اینکه افراد را متقاعد سازند تا که صندوق‌ها را تشکیل دهند دشوار بود. یکسری امتیازاتی را برای شرکت‌ها در نظر گرفتیم که مدیریت این صندوق‌ها را بر

عاهده گیرند و آنها را تشویق کردیم که صندوق‌ها را شروع کنند و در ابتدا با چند صندوق شروع کردیم و وقتی مزایای اینها در بازار سرمایه دیده شد، خود به خود به تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری اضافه شد.

در کشورهای پیشرفته این صندوق‌ها بسیار توسعه یافته‌اند. در سال ۲۰۰۷ نزدیک به ۶۶ هزار صندوق سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف داریم که عمدتاً اینها تحت نظارت هستند که اصطلاحاً Regulated Fund نامیده می‌شوند. البته یکسری صندوق‌ها Non-Regulated هم داریم اما عمدتاً این صندوق‌ها Regulated هستند. بر اساس آمار موجود، این صندوق‌ها در جهان به بلوغی رسیده‌اند و مقررات آن نیز بسیار مفصل‌تر شده است. طی سال‌های (۲۰۰۷-۱۹۹۶) دارایی‌هایی که این صندوق‌ها مدیریت می‌کنند افزایش یافته است و به رقم قابل توجهی رسیده است. در کشورهای پیشرفته عمدتاً افراد در بازارهای سرمایه به طور مستقیم مشارکت ندارند و افراد غیر حرفه‌ای عمدتاً از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه شرکت می‌کنند و پس‌اندازهایشان را به صندوق‌های سرمایه‌گذاری با مدیریت حرفه‌ای می‌سپارند. بازارهای کشورهای خارجی پیچیده‌تر است و بازارهای ما نیز روز به روز در حال پیچیده‌تر شدن هستند، لذا نیاز به صندوق‌های سرمایه‌گذاری روز به روز در حال افزایش است. عمدتاً صندوق‌های سرمایه‌گذاری مربوط به اوراق قرضه و سهام هستند البته بخشی هم در بازار پول فعال هستند یعنی اوراق بهادار کوتاه‌مدت کمتر از یک سال است. صندوق‌های ترکیبی نیز به صورت ترکیبی از اوراق قرضه و سهام و ترکیبی از اینها در بازار پول داریم و سایر صندوق‌ها سهم کمتری را در سطح جهان دارند. در کشورهای توسعه‌یافته‌تر مانند آمریکا و اروپا حجم این صندوق‌ها بیشتر است. مقررات مفصل در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری هم ابتدا از آمریکا شروع شده است. تعریف صندوق سرمایه‌گذاری در قانون اوراق‌بهادار به این صورت آمده است: "صندوق سرمایه‌گذاری نهاد مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان صندوق شریک‌اند. همچنین بر اساس بند ۲۱ ماده ۱ صندوق‌های سرمایه‌گذاری از مصادیق نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار احصاء شده‌اند."

اختیارات قانونی سازمان در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری در قانون بازار اوراق بهادار شامل موارد زیر است:

- صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- تصویب اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری

- ثبت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان یک نهاد مالی و نظارت بر آنها
  - تصویب موضوع فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اساسنامه آنها
  - تعیین نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری
  - تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری
- در آذر ماه سال ۱۳۸۸ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید تصویب شد، یکسری کمبودها در قانون در مورد صندوق‌ها وجود داشت که از طریق وزارت اقتصاد به دولت پیشنهاد شد و به مجلس رفت و تصویب شد که عبارتند از:
- گواهی سرمایه‌گذاری؛ اوراق بهادار متحد الشکلی است که توسط صندوق سرمایه‌گذاری منتشر و در ازاء سرمایه‌گذاری اشخاص در صندوق با درج مشخصات صندوق و سرمایه‌گذار و مبلغ سرمایه‌گذاری به آنها ارائه می‌شود.
  - صندوق سرمایه‌گذاری، نهادی مالی است که منابع مالی حاصل از انتشار گواهی سرمایه‌گذاری را در موضوع فعالیت مصوب خود سرمایه‌گذاری می‌کند.
  - سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف است با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، صندوق‌های سرمایه‌گذاری را ثبت نماید. این صندوق‌ها از تاریخ ثبت دارای شخصیت حقوقی می‌باشند. در حال حاضر این صندوق‌ها به عنوان یک شخصیت حقوقی مستقل در کنار ۷ شخصیت حقوقی که در قانون تجارت پیش‌بینی شده اعم از شرکت‌ها و مؤسسات غیرتجاری در حال فعالیت است. اکنون ما ۶ نوع شرکت و ۱ نوع مؤسسات غیر تجاری داریم که در مجموع ۷ نوع شخصیت حقوقی در قانون تجارت را تشکیل می‌دهند که این صندوق‌ها نوع هشتم از شخصیت‌های حقوقی در کشور ما هستند.
  - حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری ۵ میلیارد ریال می‌باشد. شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌تواند حداقل سرمایه لازم برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری را با در نظر گرفتن تغییرات تورم افزایش دهد.
  - متغیر یا ثابت بودن سرمایه و همچنین قابلیت و نحوه نقل و انتقال گواهی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها از طریق صدور و ابطال و یا خرید و فروش باید در اساسنامه صندوق قید شود. یکی از خصوصیت دیگر صندوق‌ها که با سایر اشخاص حقوقی موضوع قانون تجارت متفاوت است، این است که سرمایه صندوق می‌تواند متغیر باشد و با ورود شریک افزایش و با خروج شریک کاهش می‌یابد که این امر به عملکرد مدیریت صندوق بستگی دارد یعنی هرچه مدیریت عملکرد بهتری

داشته باشد موضوع فعالیت صندوق جذاب تر خواهد بود. از سویی، به تشریفات مذکور در قانون تجارت برای ثبت تغییرات سرمایه و تشکیل مجامع عمومی نیاز نداریم و این از خصوصیات صندوق‌ها می‌باشد که این تفاوت را نشان می‌دهد.

- صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود می‌بایست حداقل یک رکن اداره‌کننده و یک رکن ناظر به عنوان بازرس/حسابرس داشته باشد.

- تمام درآمدهای صندوق سرمایه‌گذاری در چارچوب این قانون و تمام درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و درآمدهای حاصل از نقل و انتقال این اوراق یا درآمدهای حاصل از صدور و ابطال آنها از پرداخت مالیات بر درآمد و مالیات بر ارزش افزوده معاف می‌باشد و از بابت نقل و انتقال آنها و صدور و ابطال اوراق بهادار یادشده مالیاتی مطالبه نخواهد شد. دلیل این امر این بود که اگر افراد قصد داشتند مستقیماً سرمایه‌گذاری کنند باید مالیاتی را پرداخت می‌کردند یا بعضاً معاف می‌شدند اما استدلال سازمان امور مالیاتی این بود که اگر افراد از طریق صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنند زیرا صندوق به عنوان یک شخصیت حقوقی است. افرادی که در صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند اگر درآمدی به دست آورند مشمول مالیات می‌شود. به عنوان مثال، اگر شخصی بخواهد مستقیماً ساختمان بسازد می‌بایست مالیات بساز و بفروشی می‌داد حال اگر ما صندوقی تأسیس می‌کردیم که پروژه ساختمانی را اجرا کند علاوه بر مالیات بساز و بفروشی به درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری نیز مالیات تعلق می‌گرفت یعنی نوعی مالیات مضاعف. در این قانون این مالیات مضاعف برداشته شد و هم خود صندوق‌ها و اشخاصی که در صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند چه اینکه درآمدهای ناشی از نقل و انتقال باشد و چه ناشی از صدور و ابطال باشد سود اینها همگی از مالیات معاف هستند. عمده مقرراتی که صندوق‌ها باید رعایت بکنند در اساسنامه و امیدنامه صندوق‌ها پیش‌بینی شده و منتشر می‌شود.

ارکان این صندوق‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان به سه قسمت تقسیم کرد البته برخی هم بر این عقیده‌اند که به چهار قسمت می‌توان تقسیم کرد. یکسری ارکان تصمیم‌گیرنده هستند مانند مجامع عمومی و هیأت مدیره، یکسری ارکان اجرایی هستند که این تصمیمات و موضوع فعالیت و آنچه که در امیدنامه شرکت پیش‌بینی شده است را باید اجرا کنند و یکسری ارکان نظارتی هستند که به عملکرد ارکان اجرایی نظارت می‌کنند. بنابراین، علاوه بر نظارت سازمان بورس یکسری کنترل‌های داخلی نیز در این صندوق‌ها داریم تا اینها خودکنترل باشند. برخی ارکان اجرایی را به دو قسمت تقسیم می‌کنند که بر مبنای آن ما یکسری ارکان اجرایی و یکسری ارکان

ضمانت‌کننده داریم چرا که در صندوق انواع ضامن را داریم. ساز و کار صندوق این است که سرمایه‌گذاران پول خود را در حساب صندوق متمرکز کنند و ارکان اجرایی تحت نظارت و براساس آنچه که از قبل پیش‌بینی شده است این سرمایه‌ها را تخصیص دهند.

تفاوت این صندوق‌ها با شرکت‌های موجود این است که اولاً این صندوق‌ها هیچ مکانی تحت اجاره یا مالکیت خود ندارند، برخلاف شرکت‌ها باید یک دفتر و یک مکان معین داشته باشند. صندوق‌ها مانند Paper Company هستند که یک مشارکت ثبت شده است که همه چیز آن Outsource شده است یعنی اگر صندوق محلی را نیاز دارد این محل را مدیر صندوق تعیین می‌کند تمام ارکان صندوق غیر از ارکان تصمیم‌گیرنده که ممکن است اشخاص باشند بقیه اشخاص حقوقی‌اند که هر یک وظیفه‌ای را بر عهده دارند مثلاً یک رکن متولی داریم که نظارت را بر عهده دارد یا حسابرس داریم که حسابرسی را بر عهده دارد و اینها خود نیرو استخدام می‌کنند یعنی در بحث‌های اداره کار صندوق درگیر نیستند و همه بر عهده ارکان است یعنی صندوق‌ها نه نیرو استخدام می‌کنند و نه لیست حقوق و دستمزد می‌دهند و اینها تنها به ارکان کارمزد می‌دهند و آن ارکان از این کارمزد برای اجرای مسئولیت‌هایی که بر عهده گرفته‌اند استفاده می‌کنند و بخشی از آن هم به عنوان سود ارکان باقی می‌ماند. نکته دوم این است که در این صندوق‌ها تشریفات کاهش یا افزایش سرمایه‌شان بسیار ساده است و نیازی به تشریفات پیش‌بینی‌شده در قانون تجارت ندارد، ضمن اینکه این ارکان را می‌توانیم بنا به فراخور حال تغییر دهیم یعنی در قانون تجارت پیش‌بینی شده است که حتماً باید هیأت مدیره، مدیرعامل، حسابرس و بازرس داشته باشیم اما در مورد صندوق‌ها خود فرد می‌تواند طراحی‌هایی کند اما این طراحی‌ها باید به تصویب سازمان برسد و اگر نهاد جدیدی هم معرفی شده می‌بایست در شورای بورس نیز تصویب شود. به عنوان مثال، در طراحی صندوق زمین و ساختمان ارکانش با صندوق‌های دیگر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار متفاوت است.

در خصوص مزایای صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توان به مدیریت حرفه‌ای و صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس اشاره کرد. به عنوان مثال، ما مجوز تأسیس صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابت<sup>۱</sup> را صادر کردیم. اتفاقی که رخ داد این بود که مدیر صندوق ۵۰ میلیارد تومان پول جمع کرد که می‌توانست با بانک‌ها مذاکره کند تا نرخ سپرده بهتری را از بانک‌ها دریافت کند اما اگر فردی تنها یک میلیون تومان به بانک می‌داد تنها با نرخ‌های معمولی با او کار می‌کردند اما با

---

1. Fixed Income

جمع‌شدن سرمایه همه افراد امکان‌چانه‌زنی برای مدیر فراهم می‌شود و همچنین یک سری صرفه‌های ناشی از مقیاس به وجود می‌آید و هزینه‌های مدیریت و هزینه‌های اداره صندوق بین افراد سرشکن می‌شود و هزینه‌ها از یک سو کاهش و از سوی دیگر که بیان خواهیم نمود افزایش می‌یابند. امکان نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری بیشتر است مثلاً اینکه فرد به تنهایی در ساختمان سرمایه‌گذاری می‌کند با اینکه صندوق در این زمینه سرمایه‌گذاری کند کاملاً متفاوت است و نقدشوندگی آن در حالت اول دشوارتر است. ارائه خدمات به سرمایه‌گذاران از دیگر مزایای صندوق‌هاست مثلاً اگر فردی مستقیماً سهمی خریده باشد باید در زمان تقسیم سود خود آن را دریافت کند اما در مورد صندوق‌ها مدیر صندوق این خدمات را از سوی سرمایه‌گذاران انجام می‌دهد. گاهی این صندوق‌ها باعث می‌شوند که نظم بیشتری در اقتصاد ایجاد شود و اگر شرکت‌ها به موقع سود ندهند صندوق‌ها مدعی می‌شوند. اگر اوراق مشارکتی داشته باشیم که نرخ سود آن علی‌الحساب است در آخر دوره می‌بایست سود واقعی آن محاسبه شود و میان افراد تقسیم شود اما عملاً مشاهده می‌کنید که سودهای علی‌الحساب همان سودهای قطعی می‌شوند اما صندوق‌ها نسبت به شرکت‌ها مدعی می‌شوند که این سود می‌بایست دقیقاً محاسبه شود در حالی که اگر شما مستقیماً با یک میلیون تومان سرمایه‌گذاری کرده باشید پیگیری این مسئله چندان صرف نمی‌کند. صندوق با جمع‌آوری وجوه می‌تواند تنوع بخشی ایجاد کند و ریسک‌ها را کاهش دهد و ما با تنوع فعالیت‌ها و استراتژی‌ها می‌توانیم انواع و اقسام صندوق‌ها را تأسیس کنیم که سلاقی مختلف را پاسخگو باشد.

### معایب صندوق‌ها

- ریسک مرتبط به واسطه نبود اطمینان نسبت به تصمیمات و عملکرد مطلوب مدیریت صندوق یا نبود اطمینان نسبت به باقی ماندن مدیر در صندوق
- هزینه‌های اداره صندوق سرمایه‌گذاری شامل انواع کارمزد ارکان صندوق. در صندوق‌های کوچک در اوراق بهادار حدود ۵ درصد هزینه علاوه بر هزینه‌های معاملاتی اضافه می‌شود و از سویی صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس هم ایجاد می‌شود.
- هزینه‌های ورود و خروج سرمایه‌گذاران و محدودیت‌های احتمالی آن. برای ابطال، کارمزد ابطال اخذ می‌گردد برای ورود هم محدودیت‌هایی وجود دارد.
- حقوق متفاوت سرمایه‌گذار از تصمیم‌گیرندگان صندوق

- کارمزدسازی و سایر انحرافات. ممکن است یکسری انحرافات در مدیریت صندوق‌ها ایجاد شود مثلاً برای اشخاص دیگر کارمزدسازی شود و از پولی که شما سرمایه‌گذاری کردید برای دیگران استفاده شود. نظارت‌های سازمان برای جلوگیری از این انحرافات است.

انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جهان شامل صندوق‌های بازار پول، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام و صندوق‌های ترکیبی (مختلط) است.

#### در ایران صندوق‌های سرمایه‌گذاری موجود را می‌توانیم در چند دسته تقسیم‌بندی کنیم:

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار که شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیکوکاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط و صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی است. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار با درآمد ثابت ما اوراق مشارکت و صکوک را داریم که اخیراً طراحی شده است و می‌دانید که در سال گذشته طبق قانون بودجه دولت می‌بایست یکسری صکوک ارزی منتشر می‌کرد که موفق نشد و امسال هم مجدداً این امر در قانون بودجه پیش‌بینی شده است و امیدواریم که این بار صندوق‌ها بتوانند به دولت کمک کنند. از سویی، صندوق‌ها در جذب سرمایه‌گذاری خارجی نیز کمک‌دهنده هستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط صندوق‌هایی هستند که در سهام و اوراق بهادار با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری می‌کنند. اخیراً صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیکوکاری را به درخواست نیکوکاران طراحی کردیم تا اشخاص بتوانند در صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنند به گونه‌ای که اگر بخواهند می‌توانند اصل پول خود را در صندوق نگذارند و تنها سود حاصله را در امر نیکوکاری صرف کنند. تلاش شده است که موضوع سرمایه‌گذاری و شفافیت و گزارش‌دهی در این صندوق‌ها رعایت شود تا افراد جذب شوند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی هم مزایای خاص خود را دارند که مدیرانشان در کشورهای دیگر غیرفعال است و ما در ایران بنا به دلایلی که وارد جزئیات آن نمی‌شوم اینها را نیمه‌فعال می‌دانیم.

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان به این دلیل طراحی شده‌اند که برخی از آنها مجوز موافقت اصولی گرفته‌اند اما به دلیل رکود در بخش ساختمان متأسفانه این صندوق‌ها خیلی رونق نگرفته‌اند و امیدواریم با رونق در این بخش بتوانیم از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌های خرد را جذب کنیم و در پروژه‌های زمین و ساختمان که بخش اعظم اقتصاد کشور ما

را تشکیل می‌دهد بکار ببریم و از سویی، یونیت‌های این صندوق‌ها می‌تواند در بورس و فرابورس معامله شود.

• در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ارزی که مصوباتش در ابتدای امسال تصویب شد و در حال راه‌اندازی است که البته در شرایط تحریم این صندوق‌ها خیلی خوب می‌توانند به کشور کمک کنند و برای افرادی که می‌خواهند در ارز سرمایه‌گذاری کنند این نوع صندوق‌ها بهترین گزینه می‌باشند. کارکرد آنها به این صورت است که به عنوان مثال این صندوق‌ها پول‌ها را جمع می‌کنند و از سوی دیگر LC مدت‌دار که واردکننده ایرانی به نفع یک خارجی افتتاح کرده است، وقتی صادرکننده اسناد را به بانک خود می‌دهد یک و یا تعهد پرداخت بانکی<sup>۱</sup> را دریافت می‌کند که مدت‌دار است و این صندوق سند پرداخت تعهد بانکی را تنزیل می‌کند. طبق محاسبات نرخ تنزیل سند پرداخت تعهدات بانکی حدود ۸ درصد است. این امر می‌تواند باعث رونق LCهای ایرانی در خارج از کشور شود ضمن اینکه این سندها تعهد ارزی است یعنی دارایی‌های صندوق ارزی است و اگر قیمت ارز بالا رود بازدهی صندوق هم بالا خواهد رفت یعنی نوسان‌های نرخ ارز در بازدهی سرمایه‌گذار تأثیر دارد. مزیت این صندوق‌ها این است که اگر شما ارز بخرید دیگر ۸ درصد را شامل نمی‌شود و از سویی ریسک مفقود شدن و تقلبی بودن ارز علاوه بر هزینه‌های معاملات ارزی وجود دارد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا نیز وجود دارد که در دست طراحی است.

طبق آمار موجود در سال ۱۳۸۹ تعداد کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار با درآمد ثابت ۷ صندوق است که ارزش خالص دارایی‌های آنها ۶۲۱۱ میلیارد ریال است و ۸۱۰۰ نفر سرمایه‌گذار دارد. تعداد کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام ۵۳ صندوق است که ارزش خالص دارایی‌های آن ۶۷۴۳ میلیارد ریال است و ۲۷۹۶۹ نفر در آن سرمایه‌گذاری کردند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی داریم که ارزش خالص دارایی‌های آن ۶۷ میلیارد ریال است و ۱۹۱ نفر سرمایه‌گذار دارد. در کل، ۶۱ صندوق با ارزش خالص دارایی‌هایی برابر ۱۳۰۲۰ میلیارد ریال و ۳۶۲۶۰ سرمایه‌گذار داریم. اینها چیزی حدود یک درصد کل بورس تهران را تشکیل می‌دهد که پیش‌بینی می‌کنیم تا پایان امسال به ۲ درصد برسد و رشد خود را ادامه دهد. در مورد بازدهی طبق آمار موجود متوسط بازدهی ساده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار با درآمد ثابت ۱۷/۴۱ درصد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام ۶۳/۹ درصد بوده است و در مورد

---

1. Engagement Letter

صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی از آنجایی که به یک سال نرسیده چیزی نمی‌توان گفت. در مجموع، بازدهی متوسط ساده بورس تهران ۸۵/۸۱ درصد است بررسی‌ها نشان می‌دهند که بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به ریسک تعدیل شده و مناسب تشخیص داده شده است یعنی ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری کمتر از متوسط بازار بوده است. به هر حال در طراحی این صندوق‌ها مسائل شرعی رعایت شده است. همچنین در مورد ضامن نقدشوندگی هم مسائل شرعی توسط فقها بررسی شده و طراحی صندوق‌ها صورت گرفته است.

### امیری:

آمار صندوق‌ها نشان می‌دهد که از ۱۳۰۰ میلیارد تومان پولی که در صندوق‌ها است حدود ۱۰۰۰ میلیارد تومان آن در صندوق‌هایی است که به گونه‌ای سود را تضمین کرده‌اند. ۶۲۰ میلیارد تومان در صندوق‌های بازرگانی با درآمد ثابت است و ۴۷۰ میلیارد تومان در صندوق‌های بزرگ است که در سهام سرمایه‌گذاری کردند و بخش عمده پول خود را به دلیل جلوگیری از مشکلاتی که در نقدشدن واحدها به وجود می‌آید در اوراق می‌گذارند که بازدهی را تا حدی کاهش می‌دهد. در چند سال گذشته ریسک بازار بسیار زیاد بوده و مردم ترجیح داده‌اند که پول خود را در جایی بگذارند که سود متعارفی ببرند. لذا از ۱۳۰۰ میلیارد تومان تقریباً ۲۰۰ میلیارد تومان را در صندوق‌های کوچک گذاشتند که در آنها تضمین سودآوری وجود ندارد و تنها تضمین نقدشوندگی می‌کنند. درست است که ریسک صندوق‌ها در آمارها نشان داده نمی‌شود و تنها رقم بازدهی را نشان می‌دهند، اما از روی صناعی که کارگزاری‌ها در صندوق‌هایشان سرمایه‌گذاری می‌کنند بطور دقیق برای افراد مشخص می‌شود که صندوق الان چه ریسکی را پذیرفته است. مشکلاتی که وجود دارد این است که گاهی یک صنعت بسیار مورد استقبال بازار واقع می‌شود اما ممکن است که این مدت بسیار کوتاه باشد و گاهی موج‌های بسیاری در سهام به وجود می‌آید که شما به عنوان یک کارشناس نمی‌پذیرید که این سهم با این قیمت می‌بایست معامله شود و ریسک بالایی برای آن می‌بینید. حال بعضی از افراد هستند که سرمایه‌های بالا دارند و در بازار موج ایجاد می‌کنند و هیچ سازمانی هم نمی‌تواند جلوی این افراد را بگیرد چون حق قانونی‌شان است که یک سهم را بخرند و ریسک آن را بپذیرند که این سهم یا بالا می‌رود و یا پایین می‌آید. قطعاً سازمان بورس نظارت می‌کند که تخلفی در معاملات بوجود نیاید اما به عنوان مثال زمانی که سهمی مانند صدرا که بلوک مدیریتی‌اش ۵۱ درصد معامله می‌شود در عرض شش ماه به قیمت ۴۰۰ تومان می‌رسد و وقتی

صورت‌های مالی شرکت را مشاهده می‌کنید ملاحظه می‌کنید که حدود دو برابر سرمایه‌اش زیان داده و تقریباً حقوق کارکنان و مدیران خود را هم نمی‌تواند پرداخت کند. به عنوان یک مدیر کارگزاری یا مدیر صندوق اگر فردی برای خرید سهم به شما مراجعه کند شما سهمی را می‌خرید که ۱۵ یا ۳۰ درصد شده اما فرد به دنبال سهامی نظیر صداراست. این صندوق‌ها کمکی که به ما کارگزارها کردند این بود که کارگزاران اجازه دادند یک مقدار از سرمایه‌های خود را در سهم‌های ریسکی بگذارند و یک مقدار هم در سهم‌هایی که بنیادی رشد می‌کنند یعنی تقریباً میانگین بازده به وجود آمد. بازدهی به دست آمده در صندوق بورسیران بیشتر بدین جهت بود که ۸۰ درصد سرمایه خود را در سهام بنیادی که می‌دانستیم در زمان خود بازدهی لازم را ایجاد می‌کنند گذاشتیم و ۲۰ درصد را در سهامی که اصطلاحاً سفته‌بازی<sup>۱</sup> می‌گویند گذاشتیم. می‌دانستیم که این سهام ارزش چندانی ندارند اما با جماعت بازار همراه شدیم چرا که وجوهی که پشت این سهم می‌آید باعث بالا رفتن غیرمعارف ارزش سهم می‌شود و ما از سفته‌بازی بازار سود می‌بریم. در مورد مراجعه مستقیم مردم یکی از نکاتی که می‌بایست به آن توجه کرد Timing ورود و خروج به سهام است. به عنوان مثال، اکنون نرخ ارز بالا رفته است، صنایع صادراتی از این افزایش نرخ ارز استفاده می‌کنند مانند شرکت‌های پتروشیمی خارک اما در مقابل شرکت‌های خودرویی و یا شرکت‌های مشابه که وارداتی هستند صدمه می‌بینند. حال در این زمان سهم این شرکت‌ها را می‌خرید اما ممکن است چند ماه دیگر تغییراتی در سیاست‌های دولت ایجاد شود و مجبور شوید از این صنعت‌ها خارج شوید و وارد صنایع دیگری شوید. وقتی این صندوق‌ها وجود نداشتند مشکلی که برای کارگزاران وجود داشت این بود که رقم‌های بزرگ سهم خریده بودیم که در عرض شش ماه در اثر نوسان‌های بازار سود اندک مثلاً ۸ درصد برده بودند. این صندوق‌ها باعث شدند که مدیریت خیلی حرفه‌ای ایجاد شود. تعداد زیادی از صندوق‌های کوچک اصلاً فعالیت نمی‌کنند چنانچه اینها فعالیت کنند حجم صندوق‌های ما بالا خواهد رفت. از ۴۰ صندوق موجود شاید تنها در ۱۵ صندوق آنها ۵ تا ۶ میلیارد تومان پول قرار گرفت. صندوق‌ها با یک میلیارد تومان و کمتر به نوعی صندوق نیستند و در واقع وجوه شخصی‌اند. بین صندوق‌های موجود بر سر کسب بازدهی بیشتر رقابت به وجود آمده است. حال اگر امکان اندازه‌گیری ریسک هم وجود داشته باشد به مردم کمک می‌کند که در کدام صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنند.

### فراگوزلو:

اگر بخواهیم بازارها را تقسیم‌بندی کنیم دو نوع بازار واقعی و مالی داریم. بازار مالی خود شامل دو بخش است: بازار پول که در آنها بانک‌ها فعال هستند و مقام ناظر بر آن بانک مرکزی است و بازار سرمایه که نهادهای مالی مختلفی در آن فعال هستند و مقام ناظر بر آن سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد. در بین نهادهای مالی فعال، صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله نهادهایی هستند که تازه راه‌اندازی شده‌اند. در بین صندوق‌های مختلف با در نظر گرفتن استراتژی‌های مختلف آنها یکسری صندوق‌ها در اوراق بهادار با درآمد ثابت و تضمین شده هستند که نرخ سود تضمین شده دارند و بابت تضمینی که در استراتژی خود دارند مجبورند پورترفولیوی خود را به گونه‌ای بچینند که عمده پولشان در اوراق مشارکت باشد تا بتوانند بازده مورد نظر را تضمین کنند. یکسری صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که صندوق‌های بزرگ هستند که برخی از آنها نیز تضمینی برای سود دارند که آنها نیز نسبتی از سهام و اوراق مشارکت را در پورترفولیو خود در نظر می‌گیرند.

اگر بخواهیم استراتژی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها را در نظر بگیریم در دو سر طیف دو نوع استراتژی وجود دارد یکی استراتژی غیرفعال<sup>۱</sup> که شاخص مشخصی را نظارت می‌کنند. صندوق شاخصی کارآفرین که دو ماه است راه‌اندازی شده، استراتژی غیرفعال دارد و مدنظر دارد که شاخص بورس تهران را نظارت کند. ۴۳ صندوق دیگر وجود دارند که استراتژی فعال در نظر دارند و هدفشان کسب بازدهی بالاتر از شاخص بورس اوراق بهادار است. صندوق بورسیران یکی از این صندوق‌های کوچک است که همین استراتژی را دارد و حدود دو سال و نیم که فعالیت کرده بازدهی خوبی را داشته و معمولاً در بازده‌های بلندمدت که دیدگاه سرمایه‌گذاری برتر دارد (یک ساله) جزء ۴، ۵ صندوق اول بوده است. در سال ۱۳۸۸ به عنوان یکی از سه صندوق برتر بودیم و در این اواخر از لحاظ بازدهی یکساله پیش‌تر از دیگر صندوق‌ها هستیم و اختلاف معناداری با شاخص‌ها داریم. بازدهی یکساله شاخص بورس حدود ۸۵ درصد بوده است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری کوچک که استراتژی فعال سرمایه‌گذاری را داشتند و پورترفولیو آنها دائماً در حال گردش بوده سهم‌هایی که از لحاظ ارزشی زیر قیمت بازار بودند و احتمال رشد بیشتری داشتند را انتخاب می‌کردند. بازدهی صندوق بورسیران در سال گذشته منتهی به اردیبهشت ماه حدود ۱۱۰ درصد بوده است و در میان صندوق‌های موجود گاهی صندوق‌هایی داشتیم که با بازده ۸۵ درصدی به دلیل عملکرد بد مدیرانشان بازدهی‌های منفی و پایین‌تر از شاخص داشتند. در مورد بازده شاخص

---

1. Passive

بورس باید توجه داشت که کمی متورم شده است یعنی اگر کسی بخواهد آن را با دیدگاه غیرفعال نظارت کند دشوار است چرا که وقتی شرکتی سود تقسیم می‌کند، تقسیم سود در شاخص همان لحظه اعمال می‌شود در صورتی که برای صندوق سرمایه‌گذاری که می‌خواهد این را نظارت کند و بازدهی بالاتر از آن به دست آورد معمولاً به صورت میانگین شش ماه بعد این پول را به دست می‌آورد و می‌تواند سرمایه‌گذاری کند. اگر بازده ۸۵ درصدی و یک سود سهام<sup>۱</sup> ۲۰ درصدی را در بازار نظر بگیرند، از همین محل یک پورتفولیوی که کاملاً بتواند شاخص را نظارت کند حدود ۵ درصد عقب هست بجز این مسئله صندوق‌های سرمایه‌گذاری ۵ درصد کارمزد می‌دهند و ۲ درصد هم کارمزد ضامن و مدیر می‌دهند و یک درصد کارمزدهای دیگر می‌دهند و گردش معاملات زیادی دارند. وقتی عملکرد این صندوق‌ها را نگاه می‌کنیم اینگونه نیست که تصور کنیم تنها صندوق‌هایی که بالاتر از شاخص هستند عملکرد خوبی داشتند، گاهی صندوق‌هایی که کمتر از شاخص بودند نیز خوب عمل کردند. یک مقدار از سختی کار در نظارت کردن شاخص، عرضه‌های اولیه است، زیرا به آن نسبت که ممکن است شرکت وارد شاخص شود به ویژه شرکت‌هایی که بزرگند و بازدهی داشته باشند و بتوانند شاخص را جا به جا کنند سهمیه عرضه اولیه در روز اول نمی‌تواند به صندوق کمک کند که همگام با شاخص بالا رود. ریسک‌ها و هزینه‌ها و انحرافات نیز طبق نظر آقای محسنی در مورد این صندوق‌ها وجود دارد اما با توجه به نظارتی که سازمان بورس بر این صندوق‌ها دارد و اینکه مدیریت صندوق‌ها نتوانند آن عملکرد قابل قبول را داشته باشند، سرمایه‌گذار وارد این صندوق‌ها نمی‌شود و صندوق‌ها کوچک می‌شوند. لذا سازمان بورس می‌بایست نظارت مجددی بر صندوق‌هایی که کوچک ماندند داشته باشند و مزایای یکسان با صندوق‌هایی که خوب و اخلاقی عمل کرده‌اند را به اینها ندهند.

۴۳ صندوق کوچک در بازار ما وجود دارد و بازدهی شاخص بازار نیز ۸۵ درصد بوده در بین بازدهی‌ها یکساله بازدهی ۰/۶- درصد و ۱۱۱ درصد هم داشتیم. بازدهی شرکت بورسیران منتهی به خرداد ماه حدود ۱۰۴ درصد است. آماری از ویکی پدیا در مورد ۲۵ صندوق بزرگ آمریکا به دست آورده‌ام نشان می‌دهد که ارزش دارایی‌هایی که اینها مدیریت می‌کنند حدود ۱۳۰۰ میلیارد دلار است که با مجموع یک میلیارد دلاری صندوق‌های ما فاصله معناداری دارد، البته بازارهای آنها بزرگتر است اما در این زمینه جای رشد بالایی وجود دارد. از لحاظ شرع اسلام در مورد مشارکت

---

1. Dividend yield

می‌توان ماهیت بانکداری اسلامی را بیشتر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری دید چرا که سرمایه‌گذار ریسک کار را می‌پذیرد.

### پرسش و پاسخ

**پرسش:** ارزش سهام هر فرد به چه میزان است؟

**پاسخ:** تعداد سهامداران حقیقی و حقوقی در مجموع ۶۲۶۰ نفر هستند. البته در این صندوق‌ها ممکن است یک فرد سهامدار چند صندوق باشد لذا تعداد سهامداران واقعی کمتر از این مقدار است. مجموع کل سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها ۱۳۰۰ میلیارد تومان می‌باشد که ۲۰۰ میلیارد تومان آن در صندوق‌های کوچک است.

**پرسش:** صندوق‌های بازنشستگی یا شرکت‌های بیمه را می‌توان جزء صندوق‌های سرمایه‌گذاری محسوب کنیم؟

**پاسخ:** در قانون بازار اوراق بهادار صندوق‌های بازنشستگی هم تعریف شده‌اند، اما عنوان شده که اینها برای طرح‌های تکمیلی هستند. به این معنا که ما یک قانون بیمه و بازنشستگی داریم که براساس آن افراد می‌بایست برای بازنشستگی و بیمه عضو یک صندوق تأمین اجتماعی باشند و اجباری است. اگر صندوقی تحت روال قانون بازار اوراق بهادار تاسیس شود برای طرح‌های تکمیلی خواهد بود البته این جزء برنامه‌های سال آینده خواهد بود.

**پرسش:** صندوق‌ها از لحاظ پرداخت مالیات بر درآمد و سود سرمایه چه وضعیتی دارند، آیا از پرداخت مالیات معاف هستند؟ گفته شد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسته با سرمایه ثابت فعالیت می‌کنند، آیا این صندوق‌ها اجازه انتشار سهام جدید را دارند یا خیر؟ قیمتشان چگونه مشخص می‌شود؟ براساس مکانیزم عرضه و تقاضاست و یا اینکه براساس ارزش خالص دارایی‌هایشان اینها سهامشان را به فروش می‌رسانند؟

**پاسخ:** در پاسخ به پرسش آخر، ما اکنون صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته به این معنا که در کشورهای دیگر وجود دارد نداریم. می‌توان گفت که این شرکت‌های سرمایه‌گذاری ما نوعی شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته است. صندوق‌های زمین و ساختمان نیز از یک بعد جزء صندوق‌های با سرمایه بسته هستند چرا که ابطال ندارند و مرتب صدور دارند چون پروژه مرتب نیاز به منابع نقدی جدیدی دارد و پروژه تا به پایان نرسد هم صندوق منابع مالی لازم جهت ابطال را

ندارد. لذا طراحی صندوق‌های زمین و ساختمان به این صورت است که مرتب با پیشرفت پروژه ما صدور و افزایش سرمایه داریم تا زمانی که پروژه به پایان برسد و به فروش برسد و میان صاحبان واحد تقسیم شود. در حال حاضر نوعی صندوق قابل معامله در بورس طراحی می‌کنیم که قیمتش براساس عرضه و تقاضا در بورس تعیین می‌شود و سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته هم محسوب نمی‌شود و تشریفات صدور و ابطالش متفاوت است، به این صورت که تنها شخصی به عنوان بازارگردان که یک نهاد مالی است می‌تواند تقاضای صدور و ابطال بدهد و بقیه باید براساس عرضه و تقاضا در بورس آن را مورد معامله قرار دهند. پیش‌بینی ما این است که با تشکیل این ETFها با توجه به اینکه بازارگردان دارند و می‌توانند به قیمت NAV صدور و ابطال را هم انجام دهند دیگر قیمت تابلو با قیمت NAV نباید متفاوت باشد. اما محدودیتی ندارد و احتمال دارد براساس عرضه و تقاضا هم معامله گردد.

در خصوص معافیت مالیاتی نیز همانطور که پیش از این ذکر شد، براساس قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالیاتی جدید درآمد صندوق‌ها معاف از مالیات است و خود صندوق‌ها نباید مالیات دهند. البته در مورد خرید و فروش صندوق‌ها می‌بایست مالیاتی را که بقیه می‌دهند را بپردازند یعنی یک تساوی مالیاتی به وجود آمده است. اشخاصی که در صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند یعنی سرمایه‌گذاران هم درآمدشان و هم درآمد ناشی از نقل و انتقالشان یعنی افزایش ارزش سرمایه آنها و هم درآمد ناشی از سود و ابطالشان همگی از مالیات معاف است.

### فراگوزلو:

یک نکته در خصوص روش قیمت‌گذاری در بازار اضافه می‌کنم. طی فرمایشات آقای محسنی با فرض اینکه شرکت‌های سرمایه‌گذاری که در بورس هستند را سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته در نظر بگیریم. در بازار دو قیمت داریم یکی قیمت بازار که براساس عرضه و تقاضا شکل می‌گیرد با توجه به ارزش خالص دارایی‌هایش ارزیابی می‌شود. معمولاً در بازار در شرایط فعلی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه بسته با یک تنزیل<sup>۱</sup> نسبت به NAV شان معامله می‌شوند یعنی این تنزیل از لحاظ عددی براساس ترکیب پورتنفولیو ۲۰ درصد و یا ۳۰ درصد است اما گاهی در بعضی شرکت‌هایی که سفته‌بازی می‌کنند این تنزیل تبدیل به Premium می‌شود و معمولاً ما در عمل برای اینکه سرمایه‌گذاران را که در اختیار داریم امن‌تر و با ریسک کمتر و بازدهی بیشتر نگه

---

1. Discount

داریم بیشتر به دنبال شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستیم که مقدار تنزیل در مقابل NAV آنها بیشتر شود و به ۳۵ یا ۴۰ درصد برسد.

**پرسش:** با توجه به مسائل کلانی که آقای صفاری مطرح کردند، براساس نظر اقتصاددانان مانند مک کینان و چو دارند این است که توسعه مالی باعث رشد اقتصادی می‌شود و از سوی آقای لوکاس معتقدند که توسعه مالی باعث رشد اقتصادی نمی‌شود و این را یک اغراق می‌داند که توسعه مالی می‌تواند باعث رشد اقتصادی شود. حال پرسش من این است که آیا به نظر شما توسعه مالی باعث رشد اقتصادی می‌شود؟ اگر پاسختان مثبت است بحث دیگری که در این زمینه مطرح می‌شود این است که ما در بازارهای مالی باید همان‌طور که در Real Sector هم نوآوری داریم در بازارهای مالی هم می‌بایست نوآوری را داشته باشیم. پرسش دیگر این است که این نوآوری‌ها در بازار سرمایه ما تا چه حد صورت می‌گیرد و آیا ما سازمان و یا اداره‌ای را در سازمان بورس داریم که این نوآوری‌ها را ایجاد کند و تصمیم‌گیری انجام شود؟ پرسش بعدی من از آقای قراگوزلو بود که قیمت ابطال هر واحد سرمایه‌گذاری با اصل رقابت چه قدر می‌تواند نزدیک باشد و یا چه قدر تناقض دارد چون این خود باعث می‌شود که ورود و خروج سرمایه‌گذار را دچار مشکل کند؟

**پاسخ:** با توجه به اینکه پایان‌نامه من در رابطه با جهانی‌شدن و رشد اقتصادی بود تحقیقی که در آنجا صورت گرفت بود تقریباً ثابت کرده بود که رشد بازارهای مالی کاملاً تأثیرگذار است اما ریسک آن را هم بالا می‌برد یعنی اگر همین بحرانی که در بخش مسکن آمریکا افتاد را در نظر بگیریم مشاهده می‌کنید که اوراق رهنی به بازارهای سرمایه آمدند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری که عموماً خریدار این اوراق بودند دچار مشکل شدند. طبیعی است این مسئله اقتصاد را فراگیر می‌کند زیرا از یک سو سرمایه‌گذارها و پس‌اندازکنندگان سرمایه خود را به این صندوق‌ها و شرکت‌ها دادند و همه وارد بازارهای مالی می‌شوند. به یاد می‌آورم زمانی که بحران آمریکا به وجود آمد همه به آن بحران مسکن می‌گفتند اما پشت سر آن ما شاهد ورشکستگی واسطه‌گران مالی، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و کسانی که در اوراق قرضه رهنی بازار درگیر شدند و بانک‌ها بودیم یعنی بحران از مسکن وارد بازارهای مالی شد. اما از سوی دیگر، مشاهده می‌کنید که در آمریکا ۷۵ درصد پس‌اندازها در بازارهای مالی است یعنی بانک محور نیست و سرمایه محور است و زمانی که این بحران به وجود آمد براساس نظریه ثروت پیگو این امر کاملاً بر خرید و مصرف خانوار اثر گذاشت و مصرف خانوارهای آمریکایی به شدت پایین

آمد و صنایع خودرو آمریکایی و صنایع دیگر یکی پس از دیگری به شدت ورشکسته شدند و بحران اقتصادی را به وجود آورد. جایگاه اینها در اقتصاد دنیا همان‌طور که پیش از این در مورد آمریکا بیان شد هم در رشد و هم در اشاعه برگشت بدلیل عدم مدیریتی در یک بخش اقتصادی بسیار اثرپذیر است. ترس موجود این است که همینکه بازار بر می‌گردد همه به ابطال می‌پردازند و این ابطال‌ها آنقدر شدید می‌شوند که آن ضامن‌هایی که فرضاً با ۲ درصد ضمانت کردند با یک مجموعه منفی روبه‌رو می‌شوند مثلاً در همین دو هفته وقتی درصد ابطال صندوق‌های ایران را نگاه کنید بسیار بالاست و این مسئله ریسک ما را بالا می‌برد چرا که بازار سرمایه یک بازار بلندمدت و بیش از یکسال است و اگر شما یک انگیزه کوتاه‌مدت زیر یکسال را وارد این صندوق‌ها کنید ریسک بازارها را بسیار بالا می‌برد. صندوق‌هایی در بازار مانده‌اند و ابطالشان کمتر است که سود را تضمین کردند و همان‌طور که گفته شد بیشتر سرمایه‌ها به جاهایی رفته که این سود را تضمین کردند. لذا مدیریت ریسک بسیار مهم است و ثابت شده که بحران‌ها توسعه مالی یکی از ابزار رشد اقتصادی است اگر مدیریت یعنی واحد نظارت در مورد ریسک کمی اغماض کنند. بازدهی ۱۰۰ درصد مهم نیست بلکه مهم این است که کسی که این پول را در صندوق گذاشته چه ریسکی را تحمل کرده است. اما به نظر من اگر ریسک و بازدهی را در نظر بگیرید طبیعی است که ریسک آن سریعاً اثر می‌گذارد و اما ثابت شده که توسعه مالی ابزاری است و براساس مدل‌های رشد نشان داده شده است که یک اقتصاد زمانی پیشرفت می‌کند که پس‌اندازها به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد رود و از جمله سرمایه‌گذاری‌های مولد بازارهای سرمایه هستند که فیلدهای مختلف دارند و می‌توانند شرکت‌ها را بخرند و آن شرکت‌ها می‌توانند افزایش سرمایه دهند. در سمیناری که خدمت آقای محسنی بودیم در رابطه با تأمین مالی بازارهای سرمایه بود نشان داده شده بود که باید نقش‌آفرینی کند و این مسئله در ایران هنوز نوظاست اما مطمئناً در ۱۰ سال آینده بیشتر پس‌اندازکنندگان کوچک پولشان را می‌توانند در بازارهای مالی بکار اندازند. در مورد نوآوری هم می‌توان گفت که حتماً نوآوری وجود دارد، همین صندوق‌ها خود نوآوری بزرگی بود. ابزار مشتقه‌ای که در بازار کالا طراحی می‌کنند همگی نوآوری‌هایی هستند که حق انتخاب را با ریسک و بازدهی می‌دهند. اگر توضیحات بیشتر را آقای محسنی بدهند خیلی ممنون می‌شویم.

**پاسخ محسنی:** مختصراً علاوه بر اینکه سازمان روی این مسائل کار می‌کند و قانون نیز این اجازه را می‌دهد که هم روی ابزارها و هم روی نهادها این کارها انجام شود. ما شرکت‌های تأمین سرمایه داریم به عنوان نهادهای مالی که قرار است مشاوره دهند به اضافه شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری

که اخیراً مقررات آن تصویب و مجوزهای آن صادر شده است. اینها همگی بخش‌های خصوصی هستند که به اشخاصی که نیاز به منابع مالی دارند مشاوره می‌دهد و برایشان می‌تواند طرح‌های نوآورانه‌ای را به سازمان پیشنهاد دهند و پس از تصویب اجرایی شود. برخی از این صندوق‌ها مانند صندوق نیکوکاری و یا صندوق ارزی نوآوری‌هایی بودند که خارج از سازمان بورس بودند و بعد در سازمان بورس ایجاد آنها تصویب شد و امیدواریم که با رشد این شرکت‌های بخش خصوصی این نوآوری‌ها هم بیشتر شود.

**پاسخ فراگوزلو:** منظورتان از ابطال و اصل رقابت را واضح‌تر بیان کنید.

**پرسش:** افرادی که این واحدهای سرمایه‌گذاری را می‌خرند تا چند ماه نمی‌توانند آن را بفروشند و اگر بخواهند آن را بفروشند با یک ضرری همراه است یعنی به سمت بازار رقابتی و اینکه بازار ویژگی‌های منحصر به فردی داشته باشد حرکت می‌کنیم و این می‌تواند با اصل رقابت تناقض ایجاد کند چرا که سرمایه‌گذار ممکن است امروز اگر سهمی را خرید فردا آن را بفروشد اما یکسری محدودیت‌هایی را گذاشتید که تا سه ماه نتواند آن را بفروشد.

**پاسخ فراگوزلو:** ابتدا توضیحی می‌دهم در رابطه با ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری و اینکه ماهیت آنها چیست. در خارج از ایران فرد سرمایه‌گذار زمانی تصمیم می‌گیرد به عنوان یک کلاس دارایی<sup>۱</sup> مقداری از پولش در بازار سهام باشد دیدگاه او این نیست که امروز بخرد و فردا بفروشد یعنی دید سفته‌بازی<sup>۲</sup> ای نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری ندارد، دید کلی برای یک فرد که می‌خواهد یک پورتفولیو از سهام شرکت‌ها و یا از دارایی‌ها داشته باشد می‌تواند پورتفولیو متنوع<sup>۳</sup> داشته باشد. حال براساس یک سری از ویژگی‌ها که سرمایه‌گذار دارد یک مشاور سرمایه‌گذاری تعیین می‌کند که فرد سرمایه‌گذار مثلاً ۲۰ درصد از سرمایه خود را در زمین و ساختمان و ۳۰ درصد در سهام و ۲۰ درصد در بازار پول و ... در واقع یک پورتفولیو برای وی تشکیل می‌دهد. حال این فرد سرمایه‌گذار چون تخصص ندارد و در مورد سهام شرکت‌ها اطلاعات کافی را ندارد بخشی از سرمایه خود را در صندوق سرمایه‌گذاری می‌گذارد. وقتی مدیر شرکت سرمایه‌گذاری این پول را در دست می‌گیرد و می‌خواهد با آن کار کند می‌بایست یک حاشیه اطمینانی داشته باشد تا بتواند با دید بنیادی سرمایه‌گذاری کند وی نمی‌تواند بطور مثال امروز واحد صدور بزند و سهم بخرد و فردا

---

1. Asset Class  
2. Speculator  
3. Diversify

ابطال کند، لذا یک بازه حداقل سه ماهه در نظر گرفته شد. یکی از نوآوری‌هایی که از سوی مدیران سازمان انجام شده و جا دارد که در اینجا از آن تشکر کنم این است که از ابتدا همه چیز آن خوب چیده شد یعنی از قبل این نکته بود که کسی که می‌خواهد در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کند نباید دید سفته‌بازی داشته باشد. اگر قرار باشد که زیر سه ماه پولش را از بازار خارج کند باید جریمه‌ای پرداخت کند زیرا حق دیگران ضایع می‌شود حال من فکر نمی‌کنم که در این حوزه هیچ اصل رقابتی زیر پرسش رفته باشد زیرا وقتی فرد پولش را در صندوق سرمایه‌گذاری گذاشته است پذیرفته که در بازار سهام باشد حال اینکه چه مقدار آن نقد باشد و یا اوراق مشارکت باشد را فرد تعیین می‌کند. زمانی که پولش را در صندوق سرمایه‌گذاری سهام می‌گذارد نه خود فرد و نه مدیر نمی‌تواند با کوچکترین اتفاق در بازار ۸۰ درصد صندوق سهام خود را به اوراق مشارکت تبدیل کند. یکسری مفاهیم هنوز جا نیافتاده که هر یک از نهادهایی که در بازارها هستند وظیفه‌شان چیست. در مورد بانک‌ها هم سپرده‌های سه ماه نرخشان کمتر از سپرده‌های یکساله است. پس مدیر سرمایه‌گذاری و مدیر صندوق یک حاشیه اطمینانی باید داشته باشد تا پول‌هایی که در اختیارش قرار می‌گیرد را با یک دید سرمایه‌گذاری مدیریت کند که معمولاً این دید سرمایه‌گذاری در سهام که در خصوص ارزیابی شرکت‌ها می‌کنیم و ارزش ذاتی آنها را بدست می‌آوریم یک دید ۵ ساله و ۳ ساله است که جریان وجوه<sup>۱</sup> و سودهای نقدی که طی ۵ سال ممکن است از آن شرکت عایدش شود را در نظر می‌گیرد و ارزش ذاتی برای آن را در نظر می‌گیرد و با ارزش بازار مقایسه می‌کند اگر سیاست استراتژی آن فعال باشد اگر مثلاً ارزنده بود و ارزش ذاتی آن بالاتر از ارزش بازار بود آن سهم را می‌خرد و در پورتفولیو خود می‌گذارد. در عمل اینکه در بازار چه اتفاقی در پورتفولیو بیافتد به زمان و یا به یک حاشیه اطمینان زمانی نیاز دارد تا به سرعت ابطال و صدور نشود.

**پاسخ صفاری:** ما دو بازار پس‌انداز داریم یکی بازارهای کوتاه‌مدت که عموماً زیر یکسال وارد بازار پول می‌شود و دیگری بازار بلندمدت است که در آن بازار سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد لذا اگر یک پس‌انداز بطور مثال یک ماهه داریم اصلاً نباید وارد این بازار بشویم. لذا مفهوم بلندمدت بازار سرمایه برای بازارهایی بالای یکسال است حال هر چه این زمان بیشتر باشد دوره بازگشت آن بیشتر است لذا این جریمه‌های موجود برای این است که کسی راغب به فروش زیر یک ماه یا سه ماه نباشد.

---

## 1. Cash Flow

**پرسش:** چند نکته در مورد مشکلات صندوق‌ها علاوه بر آنچه شما فرمودید وجود دارد. در دو سه سال اخیر در اقتصاد ایران ما شاهد رشدهای ناچیز در تولید بودیم حال اگر واقعیت را هم در نظر بگیریم شاید منفی هم باشد. با توجه به این رشدهای ناچیز در اقتصاد بازدهی در بورس چه مفهومی دارد؟ ما در دوران گذشته در بورس کارگزاران را داشتیم که به آنها اجازه خرید و فروش سهام داده نمی‌شد به همین دلیل آنها محدود شدند و محدودیت آنها باعث شده که نتوانند مشاوره‌های خوبی را به افرادی که به آنها مراجعه می‌کنند دهند. برخی از شرکت‌ها در صندوق‌ها نیز مشاهده می‌شود که کارگزاران، بنابراین چه نیازی به وجود این صندوق‌هاست؟ مگر صندوق‌ها با رشد ناچیز تولید می‌توانند بازدهی بالاتر از حد معمول داشته باشند؟ مگر اینکه دو نکته را مدنظر قرار دهیم یک دید خوشبینانه این است که یکسری افراد حرفه‌ای در این صندوق‌ها متمرکز شده‌اند که با شناختی که از بازار بورس دارند با معاوضه‌هایی که انجام می‌دهند به سودهای فراوان دست می‌یابند و این باعث فرار مردم عادی و یا سرمایه‌داران بزرگ شود. دید بدبینانه هم به رانت‌های اطلاعاتی که ممکن است در این صندوق‌ها وجود داشته باشد بر می‌گردد. البته من نمی‌خواهم کاملاً بحث صندوق‌ها را رد کنم بلکه می‌خواهم بگویم که معایب صندوق‌ها بیش از آنهایی است که راجع به آن بحث شد. در واقع، اگر ما کارگزاران را تقویت می‌کردیم نیازی به ایجاد این صندوق‌ها به این مفهومی که الان وجود دارد نبود و پیرو فرمایشات آقای صفاری در آمریکا زمانی که بحران صورت گرفت برای صندوق‌ها مشکل ایجاد کرد پس چرا در اقتصاد ایران با این همه رشد اقتصاد ناچیز رشد قارچ‌گونه صندوق‌ها را داریم؟ اگر آن افراد حرفه‌ای نیستند و یا در حالت بدبینانه رانت‌های اطلاعاتی وجود دارد این صندوق‌ها نباید موفق شوند. با توجه به فشارهایی که به افراد می‌آورند که زیر سه ماه نمی‌تواند خارج شود. درست است که فردی که وارد بازار سرمایه و بورس می‌شود می‌خواهد بیشتر از یکسال آنجا بماند اما دلیلی وجود ندارد که همان سهام را داشته باشد، مثلاً می‌خواهد سهام خود را از ساختمان به صنعت تغییر دهد. البته من قبول دارم که محدودیت‌های ورود و خروج باید وجود داشته باشد و گرنه صندوق شکل نمی‌گرفت. اما در مورد کلیت صندوق‌ها می‌توان گفت که اگر سازمان بورس اجازه خرید و فروش سهام را به کارگزاران می‌داد آنها می‌توانستند کار صندوق‌های سرمایه‌گذاری را انجام دهند. ضمن اینکه این یک درصد در قبال هزینه‌هایی که این صندوق‌ها مترتب شدند، حجم زیادی از اقتصاد نیست.

**پاسخ:** شما منظورتان این است که کارگزاران برای خود معامله کنند و یا برای دیگران؟

**پرسش:** براساس قوانین گذشته کارگزاران نمی‌توانستند برای خود خرید و فروش کنند. اگر این کارگزاران را قوی‌تر می‌کردیم که بتوانند فردی را که می‌خواهد سهام بخرد را خوب راهنمایی کنند بازدهی که این صندوق‌ها به دست می‌آوردند بیشتر می‌شد.

**پاسخ:** این مسئله چه ارتباطی به این دارد که خود کارگزار بتواند معامله کند؟ قطعاً اینکه فرد سرمایه‌گذار را در زمینه خرید و فروش راهنمایی کند به اینکه خود معامله کند ربطی ندارد. در حال حاضر هم کارگزاران نمی‌توانند برای خود خرید و فروش کنند.

**پرسش:** آیا کارگزاران، سهامداران صندوق هستند؟ اگر باشند در واقع به طور غیرمستقیم در حال خرید و فروش سهام برای خودشان هستند؟

**پاسخ محسنی:** بله، مدیر صندوق‌ها می‌بایست درصدی از سهم کارگزاری را داشته باشد. در قانون تجارت نیز پیش‌بینی شده که مدیران سهام داشته باشند و مدیران می‌بایست از سهامداران انتخاب شوند و حتی سهام وثیقه داشته باشند. در بسیاری از کشورها هم مدیران به نوعی می‌توانند مشارکت داشته باشند و حتی اگر صاحب سهم هم نیستند پاداشی که به مدیر داده می‌شود متناسب با رشد قیمت سهامش است. اینها همه مسائلی است که در تئوری‌های مدیریت به آن پرداخته می‌شود و مزایا و معایب خودش را دارد. اما در این صندوق‌ها خود مدیر می‌بایست درصدی از سهام صندوق را داشته باشد تا منافعتشان با منافع سایر سرمایه‌گذاران هم‌جهت باشد و اگر تصمیمی بگیرند که باعث ضرر صندوق شود زیرا خودشان هم جزء سهامداران هستند این ضرر متوجه خودشان هم می‌شود لذا در تصمیم‌گیری بیشتر دقت می‌کنند. اما در مورد مسئله‌ای که بیان شد، اینکه کارگزار برای خودش خرید و فروش کند نه تنها مشکل دیگران را حل نمی‌کند بلکه ممکن است مشکل را حادثتر هم کند، چرا که زمانی که برای خودش خرید و فروش می‌کند منافع خاصی پیدا می‌کند و ممکن است مشاوره‌های نادرستی هم به دیگران بدهد. اما در مورد نهادهایی که مشاوره سرمایه‌گذاری می‌دهند لازم به ذکر است در اواخر سال گذشته مقررات مربوط به مشاورین سرمایه‌گذاری را هم نهایی کردیم و از ابتدای امسال در این راستا مجوز می‌دهیم و حتی عده‌ای مجوز گرفته‌اند و در حال تجهیز هستند تا فعالیت کنند. یکی از آنها هم فعالیت خود را شروع کرده و امیدواریم تا پایان امسال حدود ۱۰ یا ۱۵ مشاور سرمایه‌گذاری داشته باشیم. ضمن اینکه خود کارگزاران هم می‌توانند مشاوره سرمایه‌گذاری بگیرند به شرط اینکه Chinese Wall را رعایت بکنند

یعنی قسمت خرید و فروششان را از قسمت مشاوره‌ای جدا کنند تا اینها با یکدیگر برخورد منافع<sup>۱</sup> پیدا نکنند.

**پاسخ صفاری:** شما بحث رشد اقتصادی را بیان کردید. ما اصل ۴۴ را داریم بحث واگذاری شرکت‌های دولتی به خصوصی یک بار در هر اقتصادی به وجود می‌آید. تجربه بازارهای مالی چین، برزیل، روسیه و کره جنوبی همگی نشان داده است که زمانی که اقتصاد در حال گذار از دولتی به خصوصی است مثلاً ما یک مخابرات داریم اما زمانی که مخابرات فروش رفت دیگر مخابراتی نداریم که بازار بورس آن رونق بگیرد گرچه ما کاهش نرخ بهره را هم داشتیم. همچنین در سال‌های اخیر بازار پول یک رقیب جدی برای بازار سرمایه بود چرا که وقتی بازار پول ۲۴ درصد سود می‌داد با صرف ریسکی که در بازار سرمایه بود می‌بایست ۴۰ درصد سود می‌داد و این رقابت نفس‌گیری برای بازار سرمایه بود که رشد هم نمی‌کرد. اما در حال حاضر سیاست‌هایی که تعیین می‌شود در جهت کاهش نرخ بهره است و اینها همگی رقابت‌پذیری بازار سرمایه را نسبت به فرصت‌های دیگر از بین می‌برد البته بازار مسکن هم هست اما وام‌ها و تسهیلات تقاضای مسکن مهار شده است. لذا ملاحظه می‌کنید که هدایت نظام به این سمت است که بازارهای مالی رونق بگیرد پس یکی از دلایل رشد اینها وزن کوچکش است که در حال بزرگ شدن است و شرکت‌های بزرگ و بانک‌ها همگی در حال ورود به این بازار هستند. با اجرای کامل اصل ۴۴ حداقل ۷ تا ۱۰ سال رونق در بازار سرمایه را داریم. نکته بعدی رقابت‌پذیری بازار پول است که با کاهش نرخ‌های بهره در حال حرکت از بانک محوری به بازار سرمایه محوری هستیم. ابزارها، مشاوره‌ها و پورتفولیو‌گردانی اینها همگی اهم‌هایی هستند که به ما کمک می‌کنند و این مسأله همان‌طور که آقای محسنی فرمودند منافاتی با اینکه خود کارگزار صندوق و مشاوره ایجاد کند ندارد. با توجه به تعداد اندک سرمایه‌گذاران در مقابل جمعیت ۷۰ میلیونی می‌توان دریافت که بازار سرمایه ما هنوز دوران طفولیتش را هم نگذرانده است و در حال نوآوری است. اما در ده سال آینده می‌توانیم بازار سرمایه بسیار بزرگی داشته باشیم. البته در حال حاضر هم زحمات‌های زیادی در جهت تنوع‌سازی صنایع مختلف صورت گرفته است و در منطقه جزء ۵ رده اول هستیم. من اعتقادم این است که در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری همان‌طوری که در هند ملاحظه کردید هر چه دانش کمتر است رشد صندوق‌ها بیشتر از سرمایه‌گذاری‌ها با سرمایه بسته می‌باشد لذا حتماً زمینه برای رشد بازار سرمایه

---

1. Conflict of Interest

فراهم است که علت آن رشد اقتصادی نیست و بیشتر به اقتصاد در حال گذر و کاهش نرخ بهره و فرصت‌های سایر بازارها نسبت به بازار سرمایه برمی‌گردد.

**پرسش:** بنا به برخی دیدگاه‌ها نرخ سود در مدل‌های رشد بلندمدت، شیب تابع تولید بلندمدت است. در اقتصادهایی مانند اقتصاد ایران که در مراحل رشد و گذار هستیم، تابع تولید بصورت عمودی است و تمام تولید بصورت سود نصیب حساب سرمایه می‌شود و نیروی کار سهمی ندارد. لذا نمی‌توان با اجبار نرخ سود را پایین آورد و نرخ سود در واقع همچنان بالا خواهد بود.

**پاسخ:** توضیحی در مورد بحث کارگزاری بدهم. ۷۰ درصد صندوق‌های سرمایه‌گذاری را کارگزاران ایجاد کرده‌اند و مصوبه سازمان این است که تنها به شرکت‌های تأمین سرمایه و بانک‌ها و کارگزاری‌ها اجازه تأسیس صندوق و مدیریت صندوق را می‌دهند. اینکه شما فرمودید اگر کارگزاران بزرگ می‌شدند و مشاوره می‌دادند مثلاً در جمع ۵۰ نفره وقتی همه مشاوره می‌گیرند خوشحالند که با آنها صحبت می‌کنیم و سهم می‌خرند، آیا ما باید به دنبال آنها باشیم که این سهم را کی بفروشیم؟ باید به آنها بگوییم که الان شرایط بورس تغییر کرده و سیاست‌های دولت تغییر کرده و این سهم زمان فروشش است؟ اما در صندوق‌ها این کار به راحتی در حال انجام است و مردم ۵ درصد از پولشان را به عنوان هزینه پرداخت می‌کنند و مال خود را با اموال کارگزار و بقیه ارکان صندوق شریک شده‌اند. لذا سازمان بورس بهترین موقعیت را برای یک مدیریت حرفه‌ای ایجاد کرده است و وقتی می‌بینید نوسان‌های بیهوده انجام می‌شود و بر اثر یک شایعه کوچک شاخص ما ۱۰۰ واحد افت پیدا می‌کند. اما زمانی که صندوق‌ها وجود دارند در این شرایط سهام خود را نمی‌فروشند زیرا می‌دانند که در اقتصاد اتفاقی نیفتاده است. کارگزاران مشاوره می‌دهند اما زمانی که بازار در اثر یک شایعه سقوط می‌کند مردم نمی‌توانند تحمل کنند و بلافاصله سهمشان را می‌فروشند. این محدودیت سه ماهه هم که برای جلوگیری از خروج بازار گذاشته شده است به همین دلیل است. وقتی واحد سرمایه‌گذاری به کارگزار برای ابطال فشار می‌آورد، کارگزار مجبور می‌شود که سهم را بفروشد و در یک بازار پایین سهمی را که جذابیت بیشتری دارد را می‌توان فروخت و سهمی که جذابیت ندارد را مردم نمی‌خرند. در بازار ما نوسان محدود است و شما نمی‌توانید هر سهم را با هر نرخی بفروشید. این اتفاق برای دو تا از صندوق‌ها رخ داد که به محض اینکه سرمایه‌گذاران فشار آوردند، ضامن صندوق را مجبور کرد که بهترین سهامش را بفروشد تا بتواند پول سرمایه‌گذارانش را بدهد. لذا هر چه این صندوق‌ها بزرگتر بشوند و توسعه یابند، سازمان

بورس ما منظم‌تر کار خواهد کرد. این دیدگاه بدبینانه شما به این دلیل است که در پشت قضیه قرار گرفته‌اید اگر وارد اجرا شوید و در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کنید، می‌توانید عملکرد صندوق‌ها را با عملکرد خودتان مقایسه کنید. کسانی که اکنون در صندوق بورسیران هستند همان‌هایی هستند که پیش از این در کارگزاری بودند. می‌توانید پرونده شرکت‌های بورسی را بررسی کنید که آیا واقعا رشد سود داشته‌اند و یا حباب بوده است. با این بررسی مشاهده خواهید کرد که همه اینها رشد سود واقعی داشته‌اند، حجم اینها در مقابل تولید ناخالص کشور کم بوده و دیده نمی‌شود. همان‌طور که آقای صفاری گفتند شرکت‌هایی که برای اولین بار وارد بورس می‌شوند سهام آنها با نظارت خاصی با قیمت‌های پایین ارائه می‌شود در ابتدا ۵ درصد شرکت عرضه می‌شود اما همین ۵ درصد به جامعه سرمایه‌گذاری ما خیلی کمک می‌کند. وقتی شخصی سهم با قیمت پایین را می‌خرد و این سهم قیمتش بالا می‌رود شاخص را با خود بالا می‌برد و شما رشد می‌بینید، اما سهام این شرکت با قیمت پایین عرضه شده است و شما به عنوان یک کارشناس اقتصادی وقتی می‌خواهید آن سهم را قیمت‌گذاری کنید قیمتی بالاتر از آن چه در بورس قیمت‌گذاری شده است تعیین می‌کنید و مسلم است که در بورس قیمت‌ها را براساس سودآوری تعیین می‌کنند و ممکن است شرکت ده برابر سودآوری‌اش دارایی داشته باشد، ولی در سازمان مراقبت شده است که تمام سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران جزء مورد حمایت واقع شوند. بنابراین، وقتی با یک قیمت پایین وارد بورس می‌شوند به تدریج که قیمت‌ها رشد می‌کند، شاخص را هم بالا می‌برد. این رشد واقعی است و حباب نیست. از ۴۰۰ شرکت تنها ۴۰ شرکت هستند که فعال هستند و روی شاخص تاثیر می‌گذارند که همگی رشد واقعی داشته‌اند.

**پرسش:** آقای محسنی فرمودند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند در حوزه‌های مختلف فعالیت داشته باشند اما در آماری که ارائه شد تنها در اوراق بهادار و سهام فعالیت دارند. بحث بازار رهن ثانویه مسکن که از چند سال قبل مطرح بوده جزء فعالیت‌های این صندوق‌ها می‌باشد پس چرا در این زمینه پیش نمی‌روند؟ آیا به خاطر ترس از بحران اقتصادی است؟

**پاسخ:** اوراق رهنی چون یک ورقه بهادار است صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند در این اوراق سرمایه‌گذاری کنند یعنی موضوع فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت است. علت اینکه هنوز اوراق رهنی تشکیل نشد این بود که شروع طراحی اینها همزمان با بحران مالی بود که در آمریکا اتفاق افتاد که ناشی از همین اوراق بهادار رهنی بود که در بازارهای مالی تسری پیدا کرده بود. لذا دولتمردان احتیاط کردند و هر چه گفتیم که مشکلی در ایران به وجود

نمی‌آورد چرا که در ایران در شهرستان‌ها حداکثر ۵۰ درصد قیمت مسکن را بانک‌ها وام می‌دهند و در تهران و شهرهای بزرگ به ۲۰ درصد هم نمی‌رسد یعنی هر چه قیمت مسکن کاهش یابد بانک‌ها مشکل وصول پیدا نمی‌کنند یعنی سعی می‌کنیم در پورتفولیویی که تشکیل می‌دهیم به گونه‌ای تنوع ایجاد کنیم که با کاهش قیمت مسکن این اتفاق نیافتد اما متأسفانه هنوز همگرایی برای ورود این اوراق ایجاد نشده است.

**پرسش:** کمیته فقهی بورس در این زمینه بحثی نکرده است؟

**پاسخ:** خیر، این مسأله مشکل فقهی ندارد زیرا فروش دین محسوب می‌شود و فروش دین هم به تنزیل اشکالی ندارد و شما می‌توانید اگر از کسی طلب دارید آن را با قیمت کمتر نقد بفروشید و از لحاظ فقهی مشکلی ندارد.

## فراخوان پذیرش مقاله جهت مجله اقتصادی (ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی)

### ۱. معرفی و اهداف

مجله اقتصادی، ماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی از سال ۱۳۶۴ با هدف انتشار مقالات کارشناسان وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمانهای تابعه، اساتید دانشگاهها و سایر کارشناسان در زمینه موضوعات اقتصادی در دست بررسی محافل سیاستگذاری کشور منتشر می شود. به منظور اثربخشی مقالات در سیاستگذاریهای اقتصادی استفاده از آخرین اطلاعات و آمار با رویکرد کاربردی و ترویجی مورد تأکید است.

### ۲. شرایط پذیرش مقاله ها و نحوه ارسال آن

#### الف) مقالات از لحاظ محتوی شرایط زیر را داشته باشند:

۱. موضوع مقاله مرتبط با رشته اقتصاد باشد و متن آن دقیقاً به موضوع مقاله محدود شود.
۲. مقالات جنبه کاربردی - ترویجی داشته باشد.
۳. در مقالات از آخرین آمارها و اطلاعات که متناسب با عنوان مقاله باشد، استفاده شود.

#### ب) راهنمای تدوین مقالات

۱. ارسال یک نسخه از مقاله تایپ شده همراه با فایل آن در لوح فشرده با برنامه word-xp، به انضمام فایل pdf آن و ارسال یک نسخه از خروجی کامپیوتری مدل های ارائه شده در مقاله و فایل آن.

۲. تهیه چکیده با حداکثر ۲۰۰ کلمه به زبان فارسی و انگلیسی به همراه حداکثر ۵ واژه کلیدی.

۳. صفحه آرای مقاله با حاشیه مناسب و شماره گذاری پیاپی صفحات آن.

۴. عنوان ها و زیر نویس ها کوتاه باشند و منابع در صفحه مستقل و در انتهای مقاله ذکر شوند.

۵. ارائه کامل مأخذ داده های مقاله که شامل مطالعات تجربی است ضرورت دارد، به طوری که خواننده بتواند نتایج مقاله را دوباره تولید کند. داده هایی که به سهولت قابل تهیه نیستند نیز در ضمیمه مقاله ارائه شود. در صورت افزایش حجم مقاله، نویسنده کپی از داده ها را در صورت لزوم به دفتر نشریه ارسال نماید.

۶. فرمول ها و معادلات مقاله به صورت پیاپی در سمت راست آن به فارسی شماره گذاری شوند. در صورتی که استخراج روابط ریاضی خلاصه می شود، روابط کامل آنها جهت تسریع روند داوری در صفحه مجزا ارائه شود.

۷. ذکر معادل انگلیسی واژه های تخصصی مورد استفاده در مقاله در پانوشته همان صفحه ارائه شود. علاوه بر این، ذکر انگلیسی اسامی غیر فارسی در پانوشته نیز ضرورت دارد.

۸. در آخرین پاراگراف مقدمه، نحوه سازماندهی مقاله برای معرفی بخش های آتی مقاله ارائه شود.

۹. ضرورت دارد فایل جداول و نمودارها به گونه ای ارائه شوند تا امکان اصلاحات جزئی و تغییر اندازه آن امکان پذیر باشد. یادآوری می شود جداول راست چین، فارسی و دارای عناوین و مأخذ باشند. مقیاس ها در بالای جدول و در سمت چپ آن قید شود. در صورت تنوع مقیاس ها، پیشنهاد می شود هر کدام از آنها در بالای ستون مربوط ذکر شود. علاوه بر این، عنوان نمودارها در زیر آنها قید شود و واحدها مشخص باشند.

۱۰. متن فارسی مقاله با قلم زر (ZAR) فونت ۱۳ و فاصله سطر یک سانت در برنامه word xp تایپ شود. معادلات و نماد متغیرها و زیرنویس‌های انگلیسی با قلم Times New Roman و با فونت ۱۰ تایپ شوند.  
۱۱. منابع مقاله اعم از کتاب یا مقاله، به ترتیب الفبایی بر حسب نام خانوادگی نویسندگان مطابق مثال‌های زیر تنظیم شود.

نمونه کتاب:  
رضویان، تقی (۱۳۸۳)، تمرکززدایی مالی در کشورهای در حال توسعه و ایران، تهران: انتشارات سروین، چاپ دوم.

نمونه مقاله:  
فرج‌زاده، زکریا و بهاء‌الدین نجفی (۱۳۸۳)، "آثار کاهش یارانه مواد غذایی بر شاخصهای فقر"، فصلنامه بانک و کشاورزی، شماره ۳، صص ۱۹۰-۱۷۷.

نمونه مجموعه مقاله:  
نوری، کیومرث و سعید یزدانی (۱۳۷۹) "جهانی شدن اقتصاد و آثار آن بر بخش کشاورزی ایران (مطالعه موردی برنج و خرما)"، مجموعه مقالات سومین کنفرانس اقتصاد کشاورزی ایران، دانشگاه فردوسی مشهد.

نمونه انگلیسی کتاب:  
Gramlich, Edward (1998), *Is It Time to Reform Social Security?* New York, University of Michigan Press.

نمونه انگلیسی مجموعه مقاله:  
Diamond, Peter A.(2000), "Administrative Costs and Equilibrium Charges with Individual Accounts", in *Administrative Costs and Social Security Privatization*. John Shoven, ed. Chicago: University of Chicago Press, Chapter 4.

نمونه انگلیسی مقاله در مجله:  
Erosa, Andres and Mattin Gervais (2002), "Optimal Taxation in Life-Cycle Economies", *Journal of Economic Theory*, Vol. 105, No. 2, PP.338-369.

یادآوری ۱. چنانچه مقالات در چارچوب پیشنهادی تنظیم نشود، پیش از بررسی و داوری جهت اصلاح عودت داده می‌شود.  
۲. مقاله حداقل توسط سه نفر داوری می‌شود و در نهایت پس از تایید هیئت تحریریه، چاپ خواهد شد.  
۳. پس از چاپ مقالات، ۵ نسخه نشریه برای نویسنده مقاله ارسال می‌شود.  
نشانی ارسال مقاله:  
تهران، پاسداران، خیابان شهید حجت سوری، میدان احتشامیه، شماره ۳۱، معاونت امور اقتصادی،  
کد پستی ۴۴۱-۴۱-۱۹۴۴۸، دفتر مجلات و نشریات  
تلفکس: ۲۲۷۷۱۸۹۷

Email: EJ@Econo.ir