

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

در پیرامون طرح انتشار اوراق سرمایه گذاری مشاع بانک ملی ایران

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

در پیرامون طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع بانک ملی ایران

اشاره

ایجاد صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک^(۱) به عنوان مهمترین سرمایه‌گذاران نهادی در مجموعه فعالان بازار سرمایه می‌تواند نقش بالقوه مهمی در توسعه بازار سرمایه و ارتقای نقش و جایگاه آن در اقتصاد ملی ایفا نماید. درجه نقدشوندگی بالای این صندوقها به دلیل برخورداری از یک بنیان باز یا سرمایه متغیر و در نتیجه، آمادگی دایمی آنها برای فروش یا بازخرید سهام خود براساس ارزش خالص دارایی، امکان مراجعه مستقیم سرمایه‌گذاران و بی‌نیازی از رجوع به واسطه‌های مالی برای خرید یا فروش سهام این صندوقها، و نیز قابلیت ارایه سبد متنوعی از داراییهای مالی و توزیع مناسب ریسک توسط صندوقهای مزبور، از جمله مزایای ایجاد و فعالیت صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به شمار می‌آید. با وجود این، شبیه‌سازی ناقص، طراحی نادرست، و پیاده‌سازی ناکارآمد چنین نهادی در بازار سرمایه ایران می‌تواند با استقبال از خطر یک تجربه ناموفق هم معنا شمرده شود که ممکن است توسعه بازار سرمایه را در ایران تا سالها به تعویق بیندازد. طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع بانک ملی ایران در همین راستا قابل ارزیابی است و در این بررسی گذرا کوشیده شده است تا زوایای پرسش برانگیز و نقاط ابهام آن شناسایی شود.

1. Mutual Funds or Investment Trusts

در پیرامون
طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع بانک ملی ایران

فهرست مطالب

۱- مقدمه	۱
۲- صندوق سرمایه‌گذاری مشترک چیست؟	۲
۱-۲ شروط موفقیت	۳
۲-۲ ساختار اجرایی	۳
۳-۲ مقام ناظر	۷
۴-۲ سازوکار قیمت‌گذاری	۷
۳- طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع	۸
۱-۳ ساختار اجرایی	۹
۲-۳ سازوکار نظارت	۱۰
۳-۳ راه‌اندازی و قیمت‌گذاری	۱۰
۴- یک ارزیابی گذرا	۱۱
۱-۴ موانع قانونی طرح	۱۱
۲-۴ نامتعارف بودن طرح	۱۳
۳-۴ مسأله نظارت	۱۳
۴-۴ مشکل قیمت‌گذاری	۱۴
۵- سخن آخر	۱۴
۶- فهرست منابع	۱۵

۱- مقدمه

طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع به عنوان ابزاری برای گسترش بازار سرمایه و هدایت پس‌اندازهای مردم سرتاسر کشور به سمت تولید، از سال ۱۳۷۰ مطرح بوده است. مطالعات کارشناسی و راه‌اندازی این طرح به مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی که یک شرکت سهامی عام وابسته به بانک ملی ایران محول شده است.^(۱)

اگر چه مقدمات اجرایی استفاده از اوراق سرمایه‌گذاری مشاع که نمونه‌ای ناقص از صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک^(۲) محسوب می‌شود، از سال ۱۳۷۴ فراهم شده؛ اجرای نهایی طرح به دلایل مختلف تاکنون با تاخیر مواجه بوده است. پیگیریهای جدی‌تر بانک ملی ایران در سالهای اخیر و توجه وزارت امور اقتصادی و دارایی در برطرف کردن ابهامات و موانع موجود نشان از عزم ایشان در اجرای هر چه سریعتر طرح دارد.

همانگونه که اجرای موفقیت‌آمیز این طرح برای اولین بار در ایران، زمینه توسعه سرمایه‌گذاری و فعالیتهای مالی را فراهم می‌نماید، عدم موفقیت در رسیدن به اهداف مورد نظر، اثرات سوء خود را تا سالها بر پیکره بازار سرمایه حفظ خواهد کرد.

بررسی دقیق و کارشناسانه این طرح و موارد مشابه، به منظور پایه‌گذاری اصولی ابزارهای اصلی بازار سرمایه، با توجه به معیارهایی نظیر حفظ حقوق سرمایه‌گذاران، حفظ منافع نهادهای مرتبط با اجرای طرح و توسعه کمی و کیفی این ابزارها، حایز اهمیت است. در این گزارش سعی بر آن است تا با شناسایی نحوه فعالیت صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در دیگر کشورها، امکان مقایسه طرح پیشنهادی با نمونه‌های متداول این صندوقها به وجود آید.

۱- سهامداران این شرکت را بانک ملی ایران و شرکت سرمایه‌گذاری بانک ملی تشکیل می‌دهند.

۲- صندوق سرمایه‌گذاری مشترک چیست؟

صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک از جمله فعالان اصلی بازار سرمایه به شمار می‌آیند و در طی سالهای اخیر به جایگاه ویژه‌ای در این بازار دست یافته‌اند. رشد روزافزون این صندوقها در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نمایانگر اقبال عمومی به آنها در عرصه اقتصاد ملی است. منطق کار ساده و جذاب، مهمترین عامل در توجه سیاستگذاران و سرمایه‌گذاران به این شرکتهاست.

در یک تعریف کلی می‌توان گفت "صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یکی از انواع شرکتهای سرمایه‌گذاری از جمله واسطه‌های مالی هستند که با فروش سهام خود به عامه مردم، وجوه به دست آمده را در ترکیب متنوعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند و به وکالت از سهامداران به اداره آن می‌پردازند." ویژگی اصلی این صندوقها، نوسان دایمی میزان سرمایه آنهاست، به همین دلیل به شرکتهای سرمایه‌گذاری با بنیان باز^(۱) (سرمایه متغیر) نیز معروفند. این ویژگی از آمادگی آنها در فروش و بازخرید پیوسته سهامشان ناشی می‌شود. به عبارت دیگر صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در هر زمان و به هر میزان مورد تقاضا، به فروش سهام اقدام می‌کنند یا سهام خود را در صورت لزوم براساس ارزش ویژه یا **ارزش خالص دارایی**^(۲) بازخرید می‌کنند.

سهام صندوقهای مزبور با مراجعه مستقیم سرمایه‌گذار - و نه در بورسهای اوراق بهادار - دادوستد می‌شود و برخلاف شرکتهای سرمایه‌گذاری با بنیان بسته^(۳) (سرمایه ثابت)، دچار صرف یا کسر سهام نمی‌گردد. قابلیت بازخرید سهام توسط صندوق یا به عبارت دیگر نقدینگی بالای سهام صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک و همچنین تنوع فعالیت براساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد مالی، کاهش خطر سرمایه‌گذاری از طریق مالکیت در یک سبد مالی متنوع، استفاده از خدمات مؤسسه امین در نگهداری سهام و دریافت و پرداخت وجوه و کاهش هزینه‌های کارگزاری و عملیاتی در مقایسه با معاملات کوچک سرمایه‌گذاران، از جمله مزایایی است که باعث جلب مردم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوقها می‌شود.

فلسفه وجودی صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک آماده کردن هر هدف متصور برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است. از آنجا که فرآیند سرمایه‌گذاری از افراد حقیقی و حقوقی شروع می‌شود، خانواده این صندوقها باید بتوانند اهداف کوتاه‌مدت و درازمدت سرمایه‌گذاران را به خوبی محقق سازند. این سرمایه‌گذاران بسته به شرایط و خصوصیات خود به دنبال اهدافی نظیر حفظ اصل سرمایه با خطر کم یا درآمد بالا با خطر بیشتر، درآمد دایمی و درازمدت، تنوع در سرمایه‌گذاری و استفاده از معافیت‌های مالیاتی هستند. به همین دلیل در کشورهای

1- Open - End Investment Companies

2- Net Asset Value

3- Colse - End Investment Companies

پیشرفته صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک بر حسب اهداف به انواع مختلفی دسته‌بندی می‌شوند که اشاره به آن از حوصله این گزارش خارج است.

۲-۱ شروط موفقیت

رشد چشمگیر صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در سالهای اخیر جدا از عملکرد مطلوب مدیران در اداره سبد سهام، مرهون شرایط خاص اقتصادی حاکم بر کشورها نیز بوده است. بدیهی است که تغییر در وضعیت یک متغیر یا واحد اقتصادی علاوه بر عوامل درون‌زا به عوامل برون‌زا نیز وابسته است. اگر چه در یک عبارت کلی می‌توان موفقیت شرکتهای سرمایه‌گذاری را به وجود زیرساختهای مناسب اقتصادی، حقوقی و فرهنگی مربوط دانست، در یک معرفی جزئی‌تر عواملی نظیر وجود قابلیت‌ها و توانمندیها در اقتصاد ملی، مهارت‌ها، نرخ سود بانکی پایین، سوددهی مطلوب شرکتهای، نرخ بازدهی قابل قبول سهام، پیشرفت فناوری اطلاع‌رسانی، نوآوری در ابزارهای مالی، افزایش سطح درآمد و پس‌انداز جامعه، ارتقای سطح دانش سرمایه‌گذاری و متنوع نمودن حوزه فعالیت شرکتهای سرمایه‌گذاری به رونق و پیشرفت این شرکتهای کمک می‌نمایند.

به‌رغم وجود موارد ذکر شده، برای اینکه یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بتواند به خوبی به فعالیت خود ادامه دهد، باید شرایط و امکانات زیر را در محدوده بازار سرمایه مهیا ببیند:

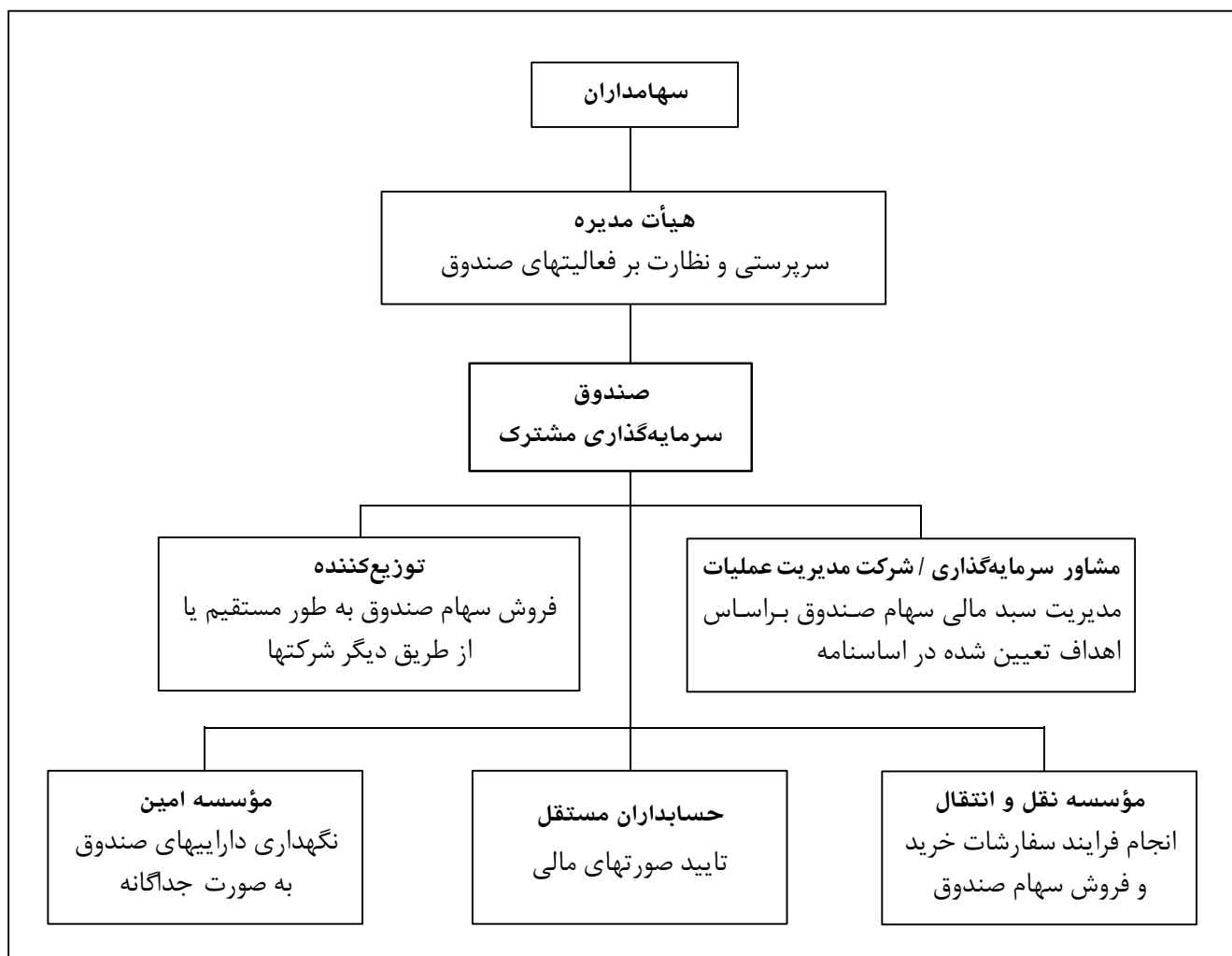
- ۱- وجود تقاضای کافی برای سهام شرکت و به تبع آن وجود سرمایه کافی
- ۲- عرضه کافی داراییهای باکیفیت
- ۳- وجود چارچوب قانونی و نظارتی مناسب
- ۴- وجود ظرفیت لازم برای اجرای مؤثر قوانین
- ۵- وجود زیرساختهای عملیاتی کارآمد نظیر بورسهای اوراق بهادار، کارگزاران، مؤسسات امین، شبکه‌های توزیع‌کننده و نظایر آن
- ۶- وجود معیارهای مناسب حسابداری و حسابرسی
- ۷- بهره بردن از یک سازوکار کارآمد افشای اطلاعات
- ۸- استفاده از معافیتها و مزیت‌های مالیاتی

۲-۲ ساختار اجرایی

صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به موجب قانون و به صورت شرکتی مستقل تأسیس می‌شوند که مالکیت

آن متعلق به سهامداران است. پس از راه‌اندازی صندوق توسط مؤسسان، وظایف عمده آن به وسیله نهادهای دیگری از قبیل شرکت مدیریت عملیات، مشاور سرمایه‌گذاری، توزیع‌کننده و مؤسسه امین انجام می‌شود. نهادهای نظارتی نیز وظیفه نظارت بر فعالیتهای صندوق را به عهده دارند. جایگاه و وظایف سهامداران، مؤسسان و نهادهای مرتبط با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، در نمودار ۱-۲ نشان داده شده است.

نمودار ۱-۲ سافتار یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک



سهامداران صندوق

سهامداران صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک، مانند سهامداران دیگر شرکتها دارای حقوق ویژه‌ای هستند. انتخاب مدیران و تغییرات اساسی در قراردادهای مشاوره سرمایه‌گذاری و هرگونه تغییر در اهداف و سیاستهای صندوق باید به تایید سهامداران برسد. دسترسی به صورتهای مالی و قراردادها و

نیز امکان بازخرید سهام صندوق در هر لحظه از زمان از جمله حقوق آنهاست.

مدیران صندوق

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به وسیله یک هیأت مدیره اداره می‌شود. در کنار تأسیس و راه‌اندازی صندوق مسئولیت سرپرستی و نظارت بر فعالیتهای آن به عهده هیأت مدیره است. تصمیم‌گیریهای حساس، تدوین آیین‌نامه‌ها و نظارت بر عملکرد نهادهای مرتبط با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک از وظایف اصلی آنها محسوب می‌شود.

در مقایسه با دیگر شرکتها، مدیران صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک علاوه بر وظایف مشابه مانند تجویز انتشار سهام، تقسیم سود، انتخاب مدیران، برگزاری مجامع، تصویب صورتهای مالی و... ملزم به رعایت موارد زیر نیز می‌باشند:

- نظارت بر قراردادهای مشاور سرمایه‌گذاری، مؤسسه امین و مؤسسه نقل و انتقال سهام
- نظارت بر قرارداد پذیرهنویسی یا توزیع سهام
- رفع موارد اختلاف بین صندوق و مؤسسات خدمات رسانی
- نظارت بر تعیین زمان محاسبه ارزش خالص دارایی و آیین‌نامه‌های ارزش‌گذاری اوراق بهادار
- نظارت بر سپرده‌گذاری اوراق بهادار
- نظارت بر آیین‌نامه‌های معاملاتی نظیر معاملات عمده مدیران، کارکنان و کارگزاران وابسته به صندوق، پذیرهنویسی‌ها، و موافقت‌نامه‌های بازخرید
- نظارت بر قوانین مربوط به اصول اخلاقی
- کنترل سرمایه‌گذاری در ابزارهای مشتق
- نظارت بر قراردادهای بیمه
- کنترل نقدینگی صندوق
- نظارت بر اهداف و سیاستهای سرمایه‌گذاری

مشاور سرمایه‌گذاری^(۱)

مشاور سرمایه‌گذاری یک شرکت تخصصی متشکل از گروهی از مدیران حرفه‌ای در امر سرمایه‌گذاری و مدیریت سبد مالی است. وظیفه انتخاب سبد مالی براساس اهداف تعیین شده در اساسنامه صندوق و سفارش خرید و فروش اوراق بهادار به عهده مشاور سرمایه‌گذاری است. قرارداد بین

صندوق و مشاور سرمایه‌گذاری میزان خدمات و تعهدات را مشخص می‌سازد. به طور کلی شرکت مشاور در برابر انجام سفارشهای صندوق مسؤول است.

اغلب شرکتهای مشاور با دریافت کارمزد سالانه که به صورت درصدی از متوسط خالص داراییهای صندوق است، اقدام به ارایه خدمات می‌نمایند. یک مشاور سرمایه‌گذاری با محدودیتهای قانونی زیادی به ویژه ممنوعیت معامله با صندوق، روبروست.

توزیع‌کننده^(۱)

صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به طور پیوسته سهام جدید منتشر می‌کنند و پس از قیمت‌گذاری در اختیار عموم قرار می‌دهند. سهام منتشره از طریق پذیرهنویس‌های اصلی^(۲) توزیع می‌گردد. این پذیرهنویس‌ها از نظر قانونی مانند کارگزاران و معامله‌گران نظارت می‌شوند.

مؤسسه امین^(۳)

یکی از نهادهای مرتبط با صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مؤسسه امین است. همه صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک ملزم به محافظت و نگهداری اوراق بهادار خود از طریق یک مؤسسه امین - که معمولاً یک بانک یا شرکت بیمه معتبر است - می‌باشند. جدا از مسؤولیت حفظ اوراق بهادار، شرکت در راه‌اندازی صندوق و انتشار اوراق بهادار از دیگر وظایف مؤسسه امین است.

مؤسسه نقل و انتقال^(۴)

مؤسسه نقل و انتقال از طرف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به ثبت سوابق و عملیات اقدام می‌نماید. ثبت حسابهای سهامداران، محاسبه و توزیع سود و تهیه و ارسال صورتهای مالی سهامداران و اطلاعات مالیاتی آنها از جمله فعالیتهای این مؤسسه محسوب می‌شود. برخی از مؤسسات نقل و انتقال در برابر پرسشهای سهامداران نیز پاسخگو هستند.

شرکت مدیریت عملیات^(۵)

اداره عملیات صندوق به وسیله یکی از نهادهای مرتبط با صندوق مانند شرکت مشاور سرمایه‌گذاری یا یک نهاد غیروابسته انجام می‌گیرد. مدیریت عملیات نظارت بر عملکرد نهادهای دیگر که به صندوق خدمات ارایه می‌دهند و رسیدگی به امور اداری و مالی مانند خدمات حسابداری، و پرداخت

1- Distributor

2- Principal undewriter

3- Trustee

4- Transfer Agent

5- Management Company or Administrator

هزینه‌های اداری و پرسنلی را به عهده دارد. شرکت مدیریت عملیات مسئولیت تضمین قانونی بودن عملکرد صندوق و تهیه گزارشهای مربوط به نهادهای نظارتی و مالیاتی را برعهده دارد. نکته قابل توجه آن است که در برخی از صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک ممکن است اجرای وظایف دو یا چند نهاد ذکر شده به وسیله یک شرکت انجام شود؛ اما به منظور حفظ منافع سهامداران باید هیأت مدیره، شرکت مشاور سرمایه‌گذاری و مدیریت عملیات از مؤسسه امین مستقل باشند.

۲-۳ مقام ناظر

به منظور حفظ حقوق سهامداران و نیز بهبود عملکرد بازار سرمایه، نظارت بر صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک ضروری است. این نظارت به طور معمول از طرف دولتها، با وضع قوانین و مقررات و همچنین کنترل شرکتهای اعمال می‌شود. در کشورهای مختلف، این وظایف نظارتی اغلب به کمیسیون بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر بر بازار سرمایه سپرده شده است. برای مثال در آمریکا، کمیسیون بورس و اوراق بهادار^(۱) از طریق انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار^(۲) و در انگلستان، هیأت سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار^(۳) از طریق سازمان نظارتی مدیریت سرمایه‌گذاری^(۴) بر عملکرد قانونی صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک نظارت دارند.

تغییر در خط مشی سرمایه‌گذاری، معیارهای حسابداری، افشای اطلاعات، اعمال کارمزدها، محدودیتهای معاملاتی، حدود اختیارات مدیر و شخص امین، ارزیابی داراییهای صندوق، قیمت‌گذاری و دادوستد، گزارشهای مالی و نظایر آن باید مطابق با قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار باشد. در خود صندوق این نظارت از طریق شرکت مدیریت عملیات و هیأت مدیره صورت می‌گیرد؛ ضمن اینکه دفترها و گزارشهای مالی باید به تایید حسابرسان رسمی رسانده شود.

۲-۴ سازوکار قیمت‌گذاری

قیمت‌گذاری سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک از مهمترین موارد مورد بحث در این صندوقهاست. ارزش سهام صندوق بر خلاف روشهای متداول تعیین قیمت (سازوکار بازار و تاثیر تقاضا بر قیمت) براساس ارزش

1- Security and Exchange Commission (SEC)

2- National Association of Securities Dealers (NASD)

3- Securities and Investment Board (SIB)

4- Investment Management Regulatory Organization (IMRO)

بازاری سرمایه‌گذاریهای انجام شده صورت می‌گیرد. در اغلب صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به خصوص صندوقهایی که با سرمایه‌گذاران خارجی در ارتباطند، این قیمت‌گذاری به صورت روزانه انجام می‌شود. ارزش **خالص داراییهای صندوق**^(۱) که از نسبت ارزش داراییهای صندوق منهای بدهیها به تعداد سهام صندوق به دست می‌آید، مهمترین معیار تعیین ارزش سهام صندوق است. در ارتباط بین شرکت مدیریتی با مؤسسه امین و سرمایه‌گذاران چهار نوع قیمت قابل شناسایی است. قیمت **اولیه**^(۲) قیمتی است که در آن مؤسسه امین سهام را به شرکت مدیریتی می‌فروشد، قیمت **تحويل**^(۳) که براساس آن شرکت مدیریتی سهام را به مؤسسه امین می‌فروشد، قیمت **پیشنهاد فروش**^(۴) که قیمت فروش سهام به سرمایه‌گذاران است و قیمت **پیشنهاد خرید**^(۵) نیز قیمتی است که در آن سهام از سرمایه‌گذاران بازخرید می‌شود. 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.

از سوی دیگر قیمت‌گذاری ممکن است بر مبنای قیمت‌گذاری **تاریخی**^(۶) یا **آتی**^(۷) 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 می‌شود 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.

۳- طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع

طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع برای اولین بار در سال ۱۳۷۰ از طرف بانک ملی ایران مطرح و با تشکیل مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی، انجام مقدمات اجرای طرح مزبور به عهده این مدیریت گذاشته شد. در یک نگاه اجمالی، به منظور شناسایی هر چه بهتر طرح اوراق سرمایه‌گذاری مشاع که در واقع با راه‌اندازی یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، **واحدها**^(۸) یا سهام خود را در اختیار عموم قرار می‌دهد، توجه به ساختار و نحوه عملیات و نظارت بر صندوق ضروری است:

1- Net Asset Value

2- Creation Price

3- Cancellation Price

4- The offer price

5- The bid price

6- Historic

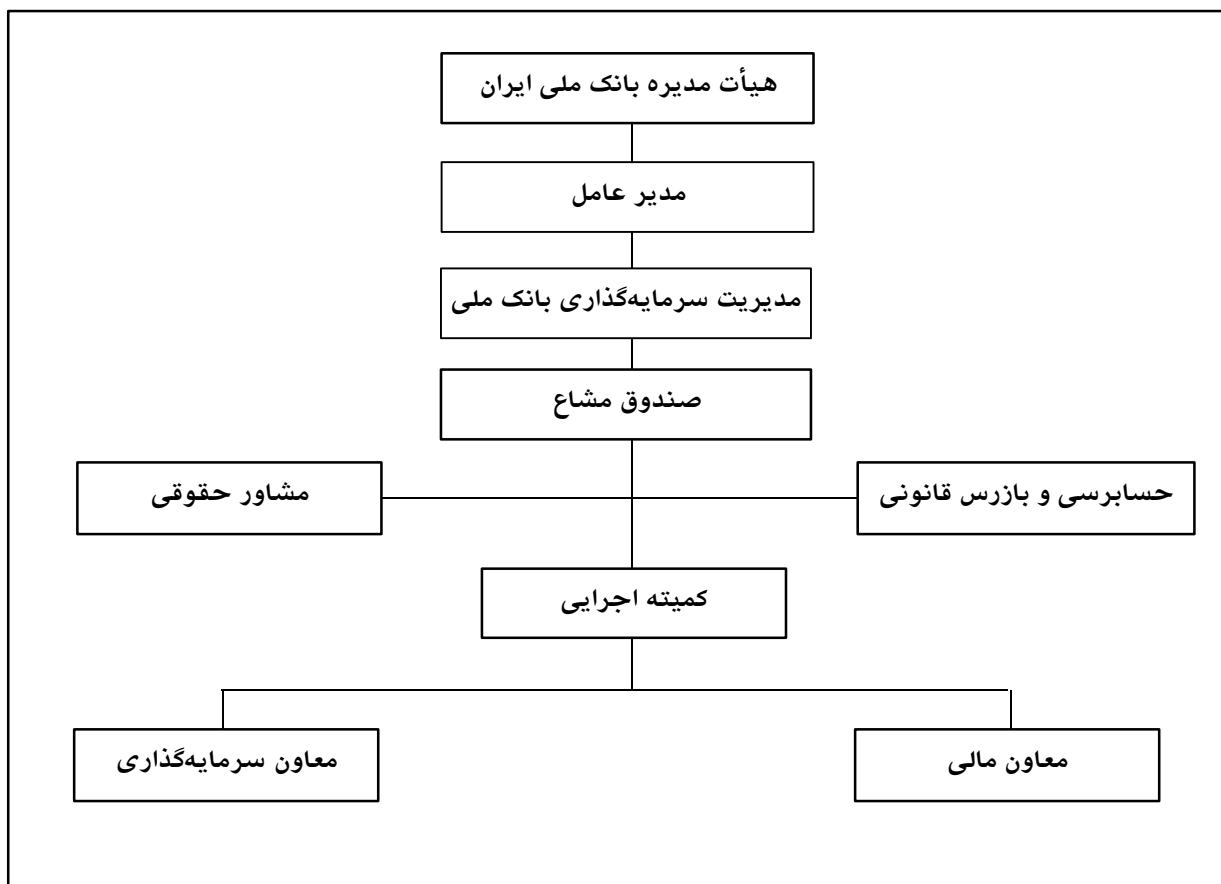
7- Forward

8- Units

۳-۱ ساختار اجرایی

صندوق سرمایه‌گذاری مشاع یکی از زیرمجموعه‌های شرکت مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی محسوب می‌شود. دو صندوق، با نامهای **صندوق عام و صندوق مشاع**، مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی را تشکیل می‌دهند. صندوق عام، فعالیتهای شرکت سرمایه‌گذاری بانک ملی را در برمی‌گیرد که وظیفه سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس و خارج از بورس را به عهده دارد. صندوق مشاع که با هدف استفاده از اوراق مشاع در سال ۱۳۷۰ تشکیل شده است، با تأمین مالی بانک ملی یک سبد مالی از سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و اوراق مشارکت را تشکیل داده است. در صورت انجام مراحل مقدماتی برای راه‌اندازی طرح اوراق مشاع، سبد مالی صندوق مشاع به قیمت روز داراییها ارزشگذاری و تبدیل به واحد می‌شود و به عنوان سهام صندوق مشاع به عموم عرضه خواهد شد. در یک نگاه کلی، ساختار صندوق مشاع را می‌توان در چارچوب ارایه شده در نمودار ۳-۱ خلاصه کرد.

نمودار ۳-۱ ساختار اجرایی طرح صندوق سرمایه‌گذاری مشاع بانک ملی ایران



بر این اساس، صندوق مشاع به مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی وابسته خواهد بود و بانک ملی ایران در نهایت علاوه بر تأمین سرمایه اولیه و تعیین مدیران، نظارت بر آن را نیز برعهده خواهد داشت. گذشته از این، بانک ملی ایران در کنار وظایف مؤسسه امین در نگهداری و تعهد داراییهای صندوق، عملیات انتشار، توزیع، بازخرید و نقل و انتقال اوراق را نیز انجام می‌دهد. در این میان، مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی به عنوان مشاور سرمایه‌گذاری ایفای نقش خواهد کرد و گردش عملیات جاری صندوق مانند تعیین و اعلام قیمت واحدها، محاسبه سود، اداره داراییها و کنترل و نظارت داخلی به عهده مدیران داخلی صندوق مشاع است.

۲-۳ سازوکار نظارت

با اخذ مجوز استفاده از اوراق مشاع که اخیراً از سوی مدیریت نظارت بر بانکهای تجاری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران صادر شده است، عملیات صندوق مشاع به عنوان یکی از نهادهای وابسته به بانک ملی به طور غیرمستقیم تحت نظارت این مدیریت قرار می‌گیرد. ضمن اینکه این نظارت از طرف مدیران بانک ملی نیز اعمال می‌شود. از دیدگاه درون سازمانی، نظارت بر عملیات صندوق به عهده بازرسان صندوق است که در نمودار سازمانی صندوق در نظر گرفته شده است.

۳-۳ راه‌اندازی و قیمت‌گذاری

در ابتدای کار صندوق، براساس ارزش موجود سبد مالی صندوق مشاع، واحدهای ۱۰۰۰ ریالی منتشر و حداکثر به مدت ۵ روز با همین قیمت به عموم عرضه خواهد شد. با شروع روز ششم قیمت‌گذاری واحدها براساس ارزش خالص داراییهای صندوق انجام می‌گیرد. در صورتی که تعدادی از واحدهای منتشر شده به فروش نرسد، نزد بانک و صندوق نگهداری خواهد شد و منافع یا زیان آن به دارندگان تعلق خواهد گرفت.

عملیات توزیع و بازخرید واحدها از طریق یکی از شعب منتخب بانک ملی در تهران انجام می‌شود و به مرور زمان سرتاسر کشور را دربرمی‌گیرد. مدیران صندوق مشاع، به طور روزانه پس از خاتمه معاملات بورس اوراق بهادار، کل داراییهای صندوق را ارزشیابی می‌کنند و با در نظر گرفتن سودهای انباشته، هزینه‌های عملکرد و تعداد واحدهای در گردش، قیمت هر واحد را مشخص می‌نمایند. پس از اعلام قیمت به شعب بانک ملی، فروش واحدها براساس آن صورت می‌گیرد و سهامداران می‌توانند هر زمان که نیاز به وجه نقد داشته باشند، اوراق را به بانک ارایه و به قیمت روز وجه آن را دریافت نمایند.

به منظور اطلاع کامل خریداران و سهامداران، صندوق اطلاعات مربوط به ترکیب سبد مالی خود را از طریق

آگهی‌های مخصوص ارایه می‌نماید. این مسأله باعث توجه نسبی سرمایه‌گذاران به منافع و خطرهای سرمایه‌گذاری در اوراق مشاع می‌شود.

از نظر عملیاتی، اگر چه روشهایی برای اجرای عملیات انتشار، توزیع، فروش و بازخرید واحدها، سپرده‌گذاری، حسابداری صندوق و تقسیم سود در نظر گرفته شده است، تاکنون هیچ روش یا سازوکار اجرایی قطعی در این باره ارایه نشده و به منظور بهبود و تسهیل عملیات، این روشها همچنان در حال بازبینی است.

۴- یک ارزیابی گذرا

طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع گونه‌ای از یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک است که در نوع خود نخستین ایده اجرایی درباره چنین نهادی در بازار سرمایه ایران به شمار می‌آید. در شرایط کنونی اقتصاد ایران، وجود صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک که از ابزارهای مهم تعمیق و گسترش بازار سرمایه و عاملی در جهت رشد و توسعه اقتصادی به حساب می‌آیند با اهداف کلی توسعه بازار سرمایه در ایران سازگاری دارند. اما باید توجه داشت که عدم موفقیت آن می‌تواند فعالیتهای توسعه‌ای بازار سرمایه را به طور قابل توجهی با خطر مواجه سازد. بنابراین بررسی دقیق و کارشناسی و اطمینان از اینکه اجرای چنین طرحی براساس مقررات و معیارهای شناخته شده صورت گیرد، الزامی است. با این منظور در ادامه با استناد به قوانین موجود و همچنین ساختارهای متداول صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک، موانع قانونی و نواقص ساختاری و نظارتی طرح اوراق سرمایه‌گذاری مشاع مورد بررسی قرار می‌گیرد. امید است با برطرف شدن این موانع و نواقص، زمینه‌های عملی اقبال عمومی و ترویج فعالیت این نوع از شرکتهای سرمایه‌گذاری در عرصه بازار سرمایه ایران فراهم آید.

۴-۱ موانع قانونی طرح

به طور کلی، تأسیس صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک در ایران و طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع بانک ملی ایران به طور خاص نیازمند توجه به پاره‌ای موانع و محدودیتهای قانونی است که برخی از مهمترین آنها را چنین می‌توان برشمرد:

- ۱ - چنانکه پیشتر اشاره شد، صندوق سرمایه‌گذاری مشاع در داخل مجموعه مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی فعالیت می‌نماید و به صورت یک شخصیت حقوقی مستقل مطرح نیست. بنابراین به موجب ماده ۲۲۰ قانون تجارت مبنی بر اینکه "هر شرکت ایرانی که فعلاً وجود داشته یا در آتیه تشکیل شود و با اشتغال به امور تجاری خود را به صورت یکی از شرکتهای مذکور در این قانون

درنیاورده و مطابق مقررات مربوط به آن شرکت عمل ننماید، شرکت تضامنی محسوب شده و احکام راجع به شرکتهای تضامنی در مورد آن اجرا می‌گردد^۱، چنانچه بانک ملی ایران و مدیریت سرمایه‌گذاری آن بانک قصد ایجاد شخصیت حقوقی در ارتباط با صندوق و واگذاری مالکیت خود را به آن شخصیت حقوقی داشته باشند، چون صندوق در قالب انواع شرکتهای مندرج در ماده ۲۰ قانون تجارت^(۱) نمی‌گنجد، امکان تشکیل آن به صورت صندوق مشترک وجود ندارد.

۲ - در حالی که در قانون تجارت تعریف سهم، ورقه سهم و انواع آن، مندرجات الزامی ورقه سهم، انتقال سهم و... به طور دقیق مشخص شده است؛ صدور اوراقی که هیچ یک از زوایای قانونی آن روشن نیست موجب تضییع حقوق دارندگان اوراق مزبور خواهد شد.

۳ - نحوه تغییر سرمایه شرکت (افزایش و کاهش سرمایه شرکتهای سهامی عام) به موجب قانون مشخص شده است. بر این اساس، تغییر سرمایه صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک با قوانین موجود سازگار نیست.

۴ - براساس قوانین موجود چنانچه صندوق شخصیت حقوقی مستقل داشته باشد، به موجب ماده ۱۹۸ قانون تجارت "خرید سهام شرکت توسط همان شرکت ممنوع است" و چنانچه شخصیت حقوقی مستقل نداشته و به شکل واحدی در بانک ملی تشکیل شده باشد، تضمین بازخرید اوراق سرمایه‌گذاری توسط بانک ملی با اشکال مواجه است. زیرا به موجب ماده ۲۵ قانون عملیات بانکی بدون ربا "واحدهایی که بانکها در آنها مشارکت یا سرمایه‌گذاری می‌نمایند، تابع قانون تجارت خواهد بود". به هر صورت عملیات بانک ملی در این صندوق باید تابع قانون تجارت باشد.

۵ - حداکثر نسبی تعهداتی که ناشی از ضمانت نامه‌های صادره از طرف بانکهاست و نوع و میزان وثیقه این قبیل تعهدات، به موجب آیین‌نامه‌های مصوب شورای پول و اعتبار تعیین می‌شود. در نتیجه،

۱- شرکتهای تجاری بر هفت قسم است:

- ۱- شرکت سهامی
- ۲- شرکت با مسئولیت محدود
- ۳- شرکت تضامنی
- ۴- شرکت مختلط غیرسهامی
- ۵- شرکت مختلط سهامی
- ۶- شرکت نسبی
- ۷- شرکت تعاونی تولید و مصرف

تضمین بازخرید اوراق سرمایه‌گذاری مشاع توسط بانک ملی باید با توجه به نکته فوق صورت گیرد.

۲-۴ نامتعارف بودن طرح

از مقایسه ساختار متداول صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک و ساختار صندوق سرمایه‌گذاری مشاع که به ترتیب در بخشهای پیش به آن اشاره گردید، می‌توان به موارد عدم انطباق این دو پی برد. شناخت این تفاوتها از این نظر مهم است که با استفاده از تجربه دیگر کشورها، از یک سو می‌توان به ساختاری مطمئن و آزمون شده - از دیدگاه مدیران و سرمایه‌گذاران - دست یافت و از سوی دیگر به نمونه‌های رایج و معیارهای شناخته شده، نزدیک شد.

صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به طور معمول به صورت شرکتی مستقل تأسیس می‌شوند که مالکیت آن متعلق به سهامداران است. وظایف عمده این صندوقها توسط نهادهای دیگری از قبیل مدیریت عملیات که مسؤول عملیات روزانه شرکت است؛ مشاور سرمایه‌گذاری که خرید و فروش سهام، اوراق قرضه و دیگر ابزارهای مالی موجود در بازار را به عهده دارد؛ توزیع‌کننده که اوراق مشاع صندوق را در بین عموم یا کارگزاران و معامله‌گران توزیع می‌کند؛ مؤسسه امین که به عنوان حافظ منافع سرمایه‌گذاران و مالکان اصلی صندوق، مسؤولیت حفظ و نگهداری داراییهای مالی صندوق را عهده‌دار است؛ و مؤسسه نقل و انتقال که اقدام به ثبت سوابق و عملیاتهای مربوطه می‌کند، براساس قراردادهای جداگانه انجام می‌شود. اگر چه ممکن است در برخی از این صندوقها اجرای وظایف دو یا چند نهاد ذکر شده به وسیله یک شرکت انجام شود، به منظور حفظ منافع سهامداران باید هیأت مدیره، شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری و مدیریت عملیات از مؤسسه امین مستقل باشند. در طرح پیشنهادی روابط بین نهادهای مشارکت‌کننده در صندوق مشترک و وظایف تعیین شده برای آنها منطقی نیست. برای مثال بانک ملی ایران علاوه بر عهده‌دار بودن نقش مؤسسه امین در نگهداری داراییهای صندوق، عملیات انتشار سهام، و توزیع و خرید و فروش را نیز انجام می‌دهد. همچنین وابستگی صندوق به مدیریت سرمایه‌گذاری بانک ملی به عنوان مشاور سرمایه‌گذاری و بانک ملی ایران به عنوان مؤسسه امین در تعیین مدیران، تعیین کارمزدها و... محرز است.

۳-۴ مسأله نظارت

یکی از موارد قابل بحث درباره طرح انتشار اوراق سرمایه‌گذاری مشاع، نحوه نظارت بر آن است. قرار است نظارت خارجی بر این صندوق از طریق بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و مدیران بانک ملی - مانند دیگر

فعالیت‌های بانکی - اعمال شود. سؤال اساسی آن است که آیا نظارت بر انتشار، توزیع، قیمت‌گذاری، کارمزدها و تقسیم سود اوراق سرمایه‌گذاری مشاع که یکی از ابزارهای بازار سرمایه است، در حیطه وظایف نهادهای پولی کشور است؟

چنانچه در بخشهای پیش اشاره گردید، این صندوقها در کشورهای دیگر از لحاظ اخذ مجوز تأسیس، نحوه فعالیت و مدیریت صندوق تحت نظارت نهادهای متعددی از بازار سرمایه قرار دارند. در واقع، از آنجا که فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری مشاع به طور مستقیم به وسیله نهادهای بازار سرمایه ایران نظارت نمی‌شود، خرید و فروش اوراق بهادار نیز خارج از نظارت نهادهای بازار سرمایه انجام می‌شود و امکان تضییع حقوق سهامداران وجود دارد. اگر چه در شرایط فعلی به دلیل فقدان یک قانون فراگیر بازار سرمایه در ایران این خلاء نظارتی محسوس است، در همین شرایط شورای بورس نقش به مراتب تعیین‌کننده‌تری در مقایسه با مقامات پولی و بانکی می‌تواند برعهده گیرد.

۴-۴ مشکل قیمت‌گذاری

در شرایط متعارف تأسیس و راه‌اندازی صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک براساس قراردادی بین هیأت مدیره صندوق و مؤسسه امین انجام می‌شود و از آن پس هیأت مدیره سرپرستی و نظارت بر عملیات صندوق را به عهده خواهد داشت. مجوزهای مربوط به ایجاد صندوق نیز توسط نهادهای اداره‌کننده بازار سرمایه صادر می‌شود، در حالی که در طرح اوراق مشاع، به دلیل فقدان ساختارها و قوانین لازم به این موارد توجه نشده است. قیمت‌گذاری سهام نیز از جمله مواردی است که در صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک دارای سازوکارهای خاصی است و روشهای مختلفی برای این منظور وجود دارد. محاسبه ارزش خالص داراییها، هزینه‌ها و کارمزدها و نیز مسأله تقسیم سود به طور مستقیم بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارد. چگونگی انجام فرآیند قیمت‌گذاری و جزییات آن باید به طور واضح از سوی مدیران صندوق مشاع مشخص و اعلام گردد. علاوه بر این فقدان ابزارهای محاسباتی و ارتباطی مناسب باعث اختلال در سازوکار تعیین و اعلام قیمت می‌گردد.

۵- سخن آخر

راه‌اندازی صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک به منظور گردآوری سرمایه‌های جامعه - با توجه به جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در این صندوقها برای سرمایه‌گذاران - و هدایت آن به سوی واحدهای متقاضی سرمایه، کمکی به رشد و توسعه اقتصاد ملی است. با وجود این، از آنجا که این طرح برای اولین بار در ایران اجرا می‌شود و ممکن

است زمینه‌ای برای پدید آمدن موارد مشابه گردد. چنانکه پیشنهادهایی نیز از سوی بانکهای دیگر مطرح است. موفقیت یا عدم موفقیت آن آثار نامطلوب و دیرپا در بازار سرمایه ایران برجا می‌گذارد. پایه‌گذاری یک بنیان درست و قابل اعتماد، توجه به حقوق سهامداران و نیز توجه به منافع مؤسسات مربوط، از جمله الزامهایی است که باید با نهایت دقت مورد بررسی و توجه قرار گیرد. استفاده از ابزارهای غیراصولی و مسیرهای ناشناخته باعث ترویج فرهنگ قانون‌گریزی و پایه‌گذاری معیارهای نادرست می‌شود، و در عین حال مهمترین تهدید برای حفظ حقوق سهامداران و سرمایه‌گذاران و به تبع آن توسعه بازار سرمایه کشور محسوب می‌شود. بنابراین توجه به مسایل قانونی و روابط اصولی بین بازارها و نهادهای مختلف برای اجرای این طرح الزامی است و این امر باید در چارچوب قوانین و مقررات مشخص و با نظارت نهادهای صلاحیت‌دار صورت گیرد. در هر حال با تدوین قانون بازار سرمایه و تعریف صحیح ضوابط مربوط به استفاده از صندوقهای سرمایه‌گذاری مشترک، می‌توان بسیاری از موانع و مشکلات مطرح شده را از پیش رو برداشت.

۶- فهرست منابع

- 1 - Gitman, Lawrence, "**Fundamental of Investing**", 7th Edition, New York, Addison - wesley, 1999.
- 2 - Hirt, Geoffrey A. and Stanley B., Block, "**Fundamental of Investment Management**", 6th Edition, Boston, Irwn/Mc Graw - Hill, 1999.
- 3 - Investment Company Institute, "**The structure and Regulation of Mutnal Funds**", www.ici.org/pdf/chap4.pdf.
- 4 - Mayo, Herbert B., "**Investments: an Introduction**", 6th edition, philadelphia, The Dryden press, 2000.
- 5 - Slaughter, Joanna, "**Guide to Investment Trusts and Unit Trusts**", London, pitman Publishing, 1996.