

سرمایه‌گذاری غیرمستقیم^۱ در بورس

حسین عبده تبریزی (۲۰ شهریور ۱۳۸۲)

مقدمه

در بورس اوراق بهادار تهران هم‌چون هر بازار سرمایه دیگری، دو گروه افراد به سرمایه‌گذاری مشغول‌اند. افرادی که حرفه‌ای تلقی می‌شوند و عمدتاً شامل اشخاص حقوقی‌اند، و افرادی که غیرحرفه‌ای تلقی می‌شوند و دانش چندانی در مورد بازار سرمایه و کیفیت سهام ندارند. درحالی‌که گروه اول به‌طور دائمی در حال تحلیل شرکت‌ها می‌باشند، اطلاعات جمع‌آوری می‌کنند و با استخدام کارشناسان متعدد به تحلیل این اطلاعات می‌پردازند، و می‌کوشند ارزش‌های ذاتی را محاسبه کنند، گروه دوم بدون دانش لازم در این بازار معامله می‌کنند.

بسیار مشاهده می‌کنیم که افراد غیرحرفه‌ای تازه‌وارد به این بازار برای مثال به خرید تایرا (تراکتورسازی ایران)، سپاه (سیمان سپاهان)، دحکیم (داروسازی حکیم)، قهشهر (صنعتی بهشهر)، تکمیز (کمپرسورسازی تبریز)، بالبر (کابل البرز)، چافست (افست)، ... می‌پردازند. این گروه درحالی‌که خریدوفروش این دارایی‌ها اقدام می‌کنند که کم‌ترین اطلاعاتی از کالاهای مالی‌ای که می‌خرند در اختیار ندارند. می‌دانیم که هرگاه خریدار دارایی فاقد اطلاعات باشد، و به خرید کالاهایی دست بزند که از کیفیت و قیمت آن‌ها باخبر نیست، میدان سوء استفاده در آن بازار جدی می‌شود. در بازاری که به‌طور فزاینده سرمایه‌گذاران جدیدی در آن وارد می‌شوند، سرمایه‌گذارانی که اخیراً فرا گرفته‌اند به‌جای سرمایه‌گذاری در کالاهای واقعی، به سمت کالاهای مالی حرکت کنند، حصول اطمینان از کیفیت دارایی‌هایی که خریداری می‌کنند، باعث حفظ آن‌ها و نهادی کردن حضور آن‌ها در بازار سرمایه می‌شود.

سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

دنیا برای مقابله با این وضعیت، یعنی جداکردن افرادی که فاقد دانش حرفه‌ای‌اند، از کسانی که حرفه‌ای بازار سرمایه‌اند، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس را توصیه می‌کند. در این روش، به‌منظور اطمینان از اعمال

^۱. indirect investment

نیروهای عرضه و تقاضا و عادلانه بودن توزیع اطلاعات، سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، از طریق واسطه در بازار سرمایه حضور می‌یابند، و خود به‌طور مستقیم به خرید تک‌سهام نمی‌پردازند. این واسطه‌ها متنوع‌اند و معروف‌ترین آن‌ها صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک^۲، اداره‌کنندگان طرح‌های بازنشستگی^۳ متعدد، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، و مشابه آن‌ها می‌باشند. این نهادهای مالی که کارشناسان و متخصصان بسیاری را در اختیار دارند، واسطه قرار می‌گیرند، و سرمایه‌گذاری مستقیم عامه^۴ شهروندان را به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس بدل می‌کنند. این نهادهای مالی با تشکیل سبد^۴ سهام و سایر اوراق بهادار می‌کوشند که ریسک را برای سرمایه‌گذاران کاهش دهند، و البته درقبال ارائه این خدمات دستمزدی هم می‌گیرند. بدین ترتیب، عامه شهروندان با استفاده از خدمات این نهادهای مالی در موقعیتی مساوی با عامه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بورس قرار می‌گیرند.

در کشور ما، با توسعه بازار سرمایه و با حضور هرچه بیشتر مردم در این بازار، ضرورت دارد که در اسرع وقت نسبت به ایجاد نهادهای سرمایه‌گذاری مناسب برای تجهیز پس‌اندازهای مردم، و دادن امکان حضور غیرمستقیم در بازار سرمایه به آنان، اقدام شود. اکنون همگان می‌پذیرند که خرید تک‌سهام توسط سهامداران غیرحرفه‌ای امری بسیار خطرناک است که باید از آن اجتناب شود. این سهامداران باید با به‌خدمت‌گرفتن نهادهای مالی متخصص، که برای آن‌ها سبد اوراق بهادار مناسبی را شکل می‌دهند، به‌طور غیرمستقیم در بازار سرمایه ایران سرمایه‌گذاری کنند. خوشبختانه، در حال حاضر شرکت‌های بیمه عمر، بازنشستگی، و شرکت‌های تأمین اجتماعی نیز در بازار سرمایه ایران فعال شده‌اند، و به‌نظر می‌رسد که عامه شهروندان از این مجاری به‌طور غیرمستقیم در بورس تهران سرمایه‌گذاری می‌کنند. به‌علاوه، بسیاری از شهروندان ایرانی نیز فرا گرفته‌اند که سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری را خریداری نمایند که سبد مناسبی از اوراق بهادار بازار سرمایه ایران است. البته، تعداد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، به‌معنای واقعی کلمه، در ایران بسیار محدود است، و عمده شرکت‌هایی که به‌عنوان شرکت سرمایه‌گذاری در بورس تهران طبقه‌بندی شده‌اند، شرکت‌های هلدینگ‌اند، و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌معنی اخص کلمه نمی‌باشند.

البته، سرمایه‌گذاری مستقیم مردم در بازارهای کارای سرمایه از قبیل بازار نیویورک یا لندن ریسکی به‌مراتب کم‌تر از سرمایه‌گذاری مستقیم مردم در بازارهای غیرکارا دارد. در بازار کارا، تحلیل بسیاری روی سهام صورت گرفته است، و قیمت هر سهم، کلیه اطلاعات گذشته و حال را منعکس می‌کند، و به‌دلیل پایین

^۲. mutual funds

^۳. retirement plans

^۴. portfolio

بودن حجم اطلاعات محرمانه، فرصت سرمایه‌گذاری مساوی به همهٔ بازیگران داده می‌شود. یعنی، در بازار کار، فرد غیرحرفه‌ای نیز از طریق علامت‌گیری^۵ از افراد حرفه‌ای می‌تواند مستقیماً در بازار سرمایه‌گذاری کند. در واقع، چون بازار کارآمد است، هر فرد عادی نیز می‌تواند به فرض این که قیمت‌ها حاوی همهٔ اطلاعات است، و اطلاعات به شکل متقارنی توزیع شده، با اطمینان بیشتری به خرید تک‌سهام بپردازد. با این همه، در آن کشورها نیز مشاهده می‌کنیم که بخش عمدهٔ سرمایه‌گذاری به شکل سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. اما، سرمایه‌گذاری مستقیم عامهٔ مردم غیرحرفه‌ای در بازار سرمایهٔ کشورهای در حال توسعه و از جمله ایران امری بسیار خطرناک است؛ چراکه ضمناً این بازارها کارآمد هم نیست، و قیمت منعکس‌کنندهٔ کلیهٔ اطلاعات مربوط به شرکت‌ها نمی‌باشد.

سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مشترک سازوکاری در اختیار سرمایه‌گذاران است که با آن بتوانند سبد متنوعی از اوراق بهادار را در اختیار داشته باشند، بدون این که مجبور باشند سرمایه‌گذاری خود در اوراق بهادار مختلف و تک‌تک اوراق بهادار را مدیریت کنند. چنین مزیتی باعث شده که به‌ویژه در دههٔ پایانی قرن گذشته، شاهد سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام در کشورهای در حال توسعه باشیم، و این صندوق‌ها به عامل مهمی در توسعهٔ سهامداری در این کشورها بدل شوند. البته، آمارها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، بیشتر توسط افرادی صورت می‌گیرد که سن آنان بین ۳۴ تا ۶۵ سال است، و آماده‌اند ریسک متوسطی را بپذیرند؛ معلومات آنان در سطح فارغ‌التحصیلی از دانشگاه است، و جزو افراد با درآمد متوسط تلقی می‌شوند.

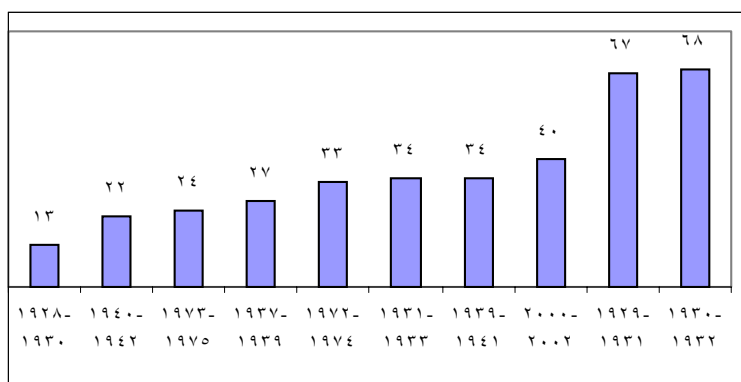
دلیل دیگری نیز برای سرمایه‌گذاری مستقیم در بازارهای سهام وجود دارد. ارزش سهام در بازار سرمایه در همهٔ کشورها با نوسانات شدید همراه است. مثلاً، در نمودار زیر مشاهده می‌کنید که در ۱۰ دورهٔ سه‌ساله در آمریکا، چه‌گونه ارزش سهام کاهش یافته است. بالاترین کاهش به سه‌سال ۱۹۳۰ تا ۱۹۳۲ مربوط است. طی این دوره، ۶۸ درصد از ارزش بازار^۶ سهام کاسته شد. در این اواخر، به تجربهٔ سه سالهٔ ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۲ توجه کنید. طی این سه‌سال ۴۰٪ از ارزش کل بازار سهام کاسته شد. با پیش‌بینی چنین تحولاتی است که مردم به خرید سبد سهام تشویق می‌شوند. البته، در ایران، به دلایل متعدد، انتظار چنین نوسانات شدیدی کمتر می‌رود، اما وجود امکان این نوسانات است که دلیل دیگری برای تشویق سرمایه‌گذاری غیرمستقیم مردم در بورس می‌باشد.

^۵. signalling

^۶. market capitalization

۱۰ دوره سه‌ساله بین سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۲۶ که طی آن‌ها ارزش بازار سهام شدیداً کاهش یافته است

(درصد)



Sources: Ibbotson Associates and Standard and Poor's Corporation

تجربه دنیا

همان‌طور که در جدول زیر ملاحظه می‌شود، امروزه در کلیه کشورهای دنیا، عمده سرمایه‌گذاری در بورس توسط عامه شهروندان از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک صورت می‌گیرد. جدول ۱ نشان می‌دهد کشورهایی هم‌چون برزیل، تایوان، کره جنوبی، و حتی مکزیک، امروزه بخش عمده سرمایه‌گذاری مردم عادی در بازار سرمایه را از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سامان می‌دهند.

جدول ۱- دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در دنیا

open-end mutual funds

(میلیارد دلار)

۲۰۰۲	۲۰۰۱	۲۰۰۰	۱۹۹۹	۱۹۹۸	۱۹۹۷	
۱	۴	۷	۷	۷	۵	آرژانتین
۹۷	۱۴۸	۱۴۹	۱۱۸	۱۱۹	۱۰۹	برزیل
۸۴۵	۷۱۳	۷۲۲	۶۵۶	۶۲۶	۴۹۶	فرانسه
۱۵۰	۱۱۹	۱۱۰	۱۶۷	۱۶۵	۵۳	کره جنوبی
۲۰	۱۷	۱۷	۲۰	۲۳	۱۵	پرتغال
۶۲	۵۰	۳۲	۳۱	۲۰	۱۲	تایوان
۲۸۹	۳۱۶	۳۶۱	۳۷۵	۲۷۷	۲۳۶	بریتانیا
۳۱	۳۲	۱۹	۱۹	دردسترس نیست	دردسترس نیست	مکزیک
۶,۳۹۲	۶,۹۷۴	۶,۹۶۴	۶,۸۴۶	۵,۵۲۵	۴,۴۶۸	امریکا

Source: European Federation of Investment Funds & Companies

آمار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا نشان‌دهنده آن است که در طی شصت‌وسه‌سال گذشته، تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا از ۶۸ صندوق به نزدیک ۸۳۰۰ صندوق رسیده است، و درحالی‌که شصت سال قبل در این صندوق‌ها ۳۰۰ هزار نفر سرمایه‌گذاری می‌کردند، امروزه این رقم به ۲۵۰ میلیون نفر رسیده است. از آن‌جا که به‌طور متوسط هر فرد امریکایی در ۲ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه‌گذاری دارد، می‌توانیم نتیجه بگیریم که تقریباً یک‌سوم جمعیت آمریکا، به‌طور غیرمستقیم و از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار سرمایه سرمایه‌گذاری می‌کنند.

جدول ۲- آمار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در آمریکا

سال	جمع ارزش دارایی‌ها (میلیارد ریال)	تعداد صندوق‌ها	تعداد سهامداران (هزار نفر)
۱۹۴۰	۰/۵	۶۸	۲۹۶
۱۹۵۰	۲/۵	۹۸	۹۳۹
۱۹۶۰	۱۷	۱۶۱	۴,۸۹۸
۱۹۷۰	۴۸	۳۶۱	۱۰,۶۹۰
۱۹۸۰	۱۳۵	۵۶۴	۱۲,۰۸۸
۱۹۹۰	۱,۰۶۵	۳,۰۷۹	۶۱,۹۴۸
۲۰۰۰	۶,۹۶۵	۸,۱۵۵	۲۴۴,۷۴۹
۲۰۰۲	۶,۳۹۱	۸,۲۵۶	۲۵۰,۹۸۱

منبع: Fact Book ۲۰۰۳، منتشره در آمریکا، ص ۶۳.

جدول ارزش دارایی‌های مالی خانوارهای امریکایی نیز بسیار حائز اهمیت است. جدول ۳ نشان می‌دهد که اولاً برای سال ۲۰۰۱، ۴۲ درصد از کل ثروت خانوارها در آمریکا، به دارایی‌های مالی ارتباط دارد. این با وضعیت مثلاً کشور ما کاملاً متفاوت است که در آن عمده دارایی خانوارها محدود به دارایی‌های واقعی از قبیل املاک، خودرو، طلا و مشابه آن است. این فاصله نشانگر آن است که برای سال‌های طولانی جهت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی در ایران باید تبلیغ و فرهنگ‌سازی شود؛ مردم باید فرا بگیرند که دارایی‌های واقعی ابزار مناسبی برای پس‌انداز نمی‌باشد، و بهتر است از طریق خرید دارایی‌های مالی، پس‌اندازهای خود را به سرمایه‌گذاری بدل کنند. غیر از این، آن‌چه که ما از این جدول فرا می‌گیریم، اهمیت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار سرمایه است.

جدول ۳- ارزش دارایی‌های مالی همه خانوارهای امریکایی با توجه به نوع دارایی

نوع دارایی مالی	۱۹۹۲	۱۹۹۵	۱۹۹۸	۲۰۰۱
حساب‌های معاملاتی از نوع حساب جاری	۱۷/۵	۱۳/۹	۱۱/۴	۱۱/۵
گواهی سپرده	۸/۰	۵/۶	۴/۳	۳/۱
اوراق قرضه	۹/۵	۷/۶	۴/۷	۵/۳
سهام	۱۶/۵	۱۵/۶	۲۲/۷	۲۱/۶
صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	۷/۶	۱۲/۷	۱۲/۴	۱۲/۲
حساب‌های بازنشستگی	۲۵/۷	۲۸/۱	۲۷/۶	۲۸/۴
بیمه عمر	۵/۹	۷/۲	۶/۴	۵/۳
دیگر دارایی‌های مالی	۹/۲	۹/۲	۱۰/۳	۱۲/۵
درصد دارایی مالی از کل دارایی خانوار	۳۱/۶	۳۶/۷	۴۰/۷	۴۲/۰

منبع: بوتن فدرال رزرو، جلد‌های ۸۴ تا ۸۷، "تغییرات اخیر در امور مالی خانوارهای امریکایی."

مثلاً برای سال ۲۰۰۱ ملاحظه می‌کنیم که ۱۲/۲ درصد از کل سرمایه‌گذاری خانوارها در دارایی‌های مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام شده است. متشابهاً، ۲۸/۴ درصد سرمایه‌گذاری خانوارها از کل دارایی‌های مالی آن‌ها در حساب‌های بازنشستگی است، و ۵/۳ درصد از کل دارایی‌های مالی را بیمه عمر تشکیل می‌دهد. با احتساب بخشی از گروه‌بندی "دیگر دارایی‌های مالی" که خود معادل ۱۲/۵ درصد است، می‌توانیم نتیجه‌گیری کنیم که نزدیک به ۵۰ درصد از دارایی‌های مالی خانوارها به‌شکل غیرمستقیم در بازار سرمایه سرمایه‌گذاری می‌شود. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، حساب‌های بازنشستگی، و شرکت‌های بیمه عمر، از طریق متخصصان و کارشناسان خود به خرید سهام و سایر اوراق بهادار در بورس‌های جهان به نمایندگی از طرف خانوارها می‌پردازند. بنابراین، مشاهده می‌کنیم که پدیده سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس، موضوعی فراگیر است که در همه نقاط جهان از آن وسیعاً استفاده می‌شود.

گزارش بورس نیویورک^۷ برای دهه ۹۰ حاکی از آن است که تعداد بسیار زیادی از مردم امریکا از طریق حساب‌های بازنشستگی خودکارفرمایی و نیز صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام موفق به کسب مالکیت سهام شده‌اند. می‌دانیم که در طول سال‌های ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۸ در امریکا، بازار سرمایه از نرخ بازده بسیار قابل ملاحظه‌ای برخوردار شد. در چنین شرایطی، معمولاً مردم و از جمله مردم غیرحرفه‌ای اغوا می‌شوند که به سمت سرمایه‌گذاری مستقیم در بورس حرکت کنند. یعنی در سال‌هایی که نرخ بازده سرمایه در بورس قابل ملاحظه است، درصد سرمایه‌گذاری مستقیم در بورس افزایش می‌یابد. وقتی بازارهای سرمایه دچار رکود می‌شود، مردم عادی دوباره به فکر سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس می‌افتند، و تلاش می‌کنند از تجربه و نظر متخصصان و کارشناسان در این حوزه بهره‌جویند.

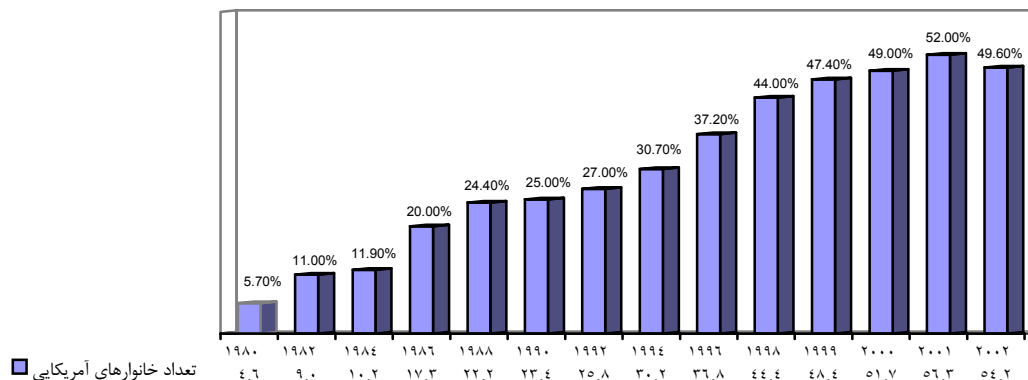
^۷ از سری گزارش ویژه سال ۲۰۰۰. New York Stock Exchange Inc.

در ماه مه سال ۲۰۰۲، ۵۴/۲ میلیون خانوار امریکایی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه‌گذاری کرده‌اند که در مقایسه با رقم ۵۶/۳ میلیون سال ۲۰۰۱، اندکی کاهش نشان می‌دهد. سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در امریکا ۴۹/۶ درصد کل خانوارهای امریکایی در مه سال ۲۰۰۲ را تشکیل می‌دهند؛ رقمی که در یک‌سال قبل از آن برابر ۵۲/۰ درصد بوده است. برحسب تعداد افراد، در سال ۲۰۰۲ برابر ۹۴/۹ میلیون نفر و در سال ۲۰۰۱ برابر ۹۵/۸ میلیون نفر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه داشته‌اند.^۸

نمودار زیر تعداد خانوارها و درصد از کل خانوارهای امریکایی را نشان می‌دهد که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سرمایه‌گذاری کرده‌اند. ملاحظه می‌شود که این رقم از ۵/۷٪ کل خانوارها در سال ۱۹۸۰، به بیش از ۵۰ درصد کل خانوارهای امریکایی در قرن بیست‌ویکم افزایش یافته است. حدود ۱۰۰ میلیون نفر امریکایی در سال‌های ۲۰۰۰ به بعد، در این صندوق‌ها صاحب سرمایه بوده‌اند.

نمودار ۱ - تعداد و درصد خانوارهای امریکایی مالک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در پاره‌ای از

سال‌های بین ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۲



بررسی‌ای که فدرال رزرو در سال ۱۹۹۸ به عمل آورد، حاکی از آن بود که تعداد سرمایه‌گذاران مستقیم در بازار سرمایه در سال ۱۹۹۸ نسبت به سال ۱۹۵۰ به نصف تقلیل یافته است؛ در همین دوره، سرمایه‌گذاری از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک توسط خانوارها به ۵ برابر رسیده است. ارقام این بررسی بیان‌گر آن است که در مراحل اولیه سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی - که در ایران نیز در همین مرحله هستیم - هنوز

^۸ . همه ارقام از مجله تحقیقاتی Investment Company Institute، جلد ۱۱، شماره ۵، اکتبر ۲۰۰۲، نقل شده است.

نهادهای لازم برای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم مردم در بازار سرمایه وجود ندارد. در سال‌های اولیه، مردم به‌ناچار خود به خرید تک‌سهام در بازار سهام اقدام می‌کنند. با شکل‌گیری نهادهای مالی مربوطه، و بسط دانش لازم و فرهنگ‌سازی برای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، به‌تدریج عامه شهروندان فرا می‌گیرند که سرمایه‌گذاری مستقیم آن‌ها در بازار سرمایه امری منطقی به‌نظر نمی‌رسد. بی‌شک، از آغاز سال ۱۳۸۱، حجم معاملات بورس تهران به درجه اهمیت رسیده است که شکل‌گیری چنین نهادهایی را ایجاب می‌کند.

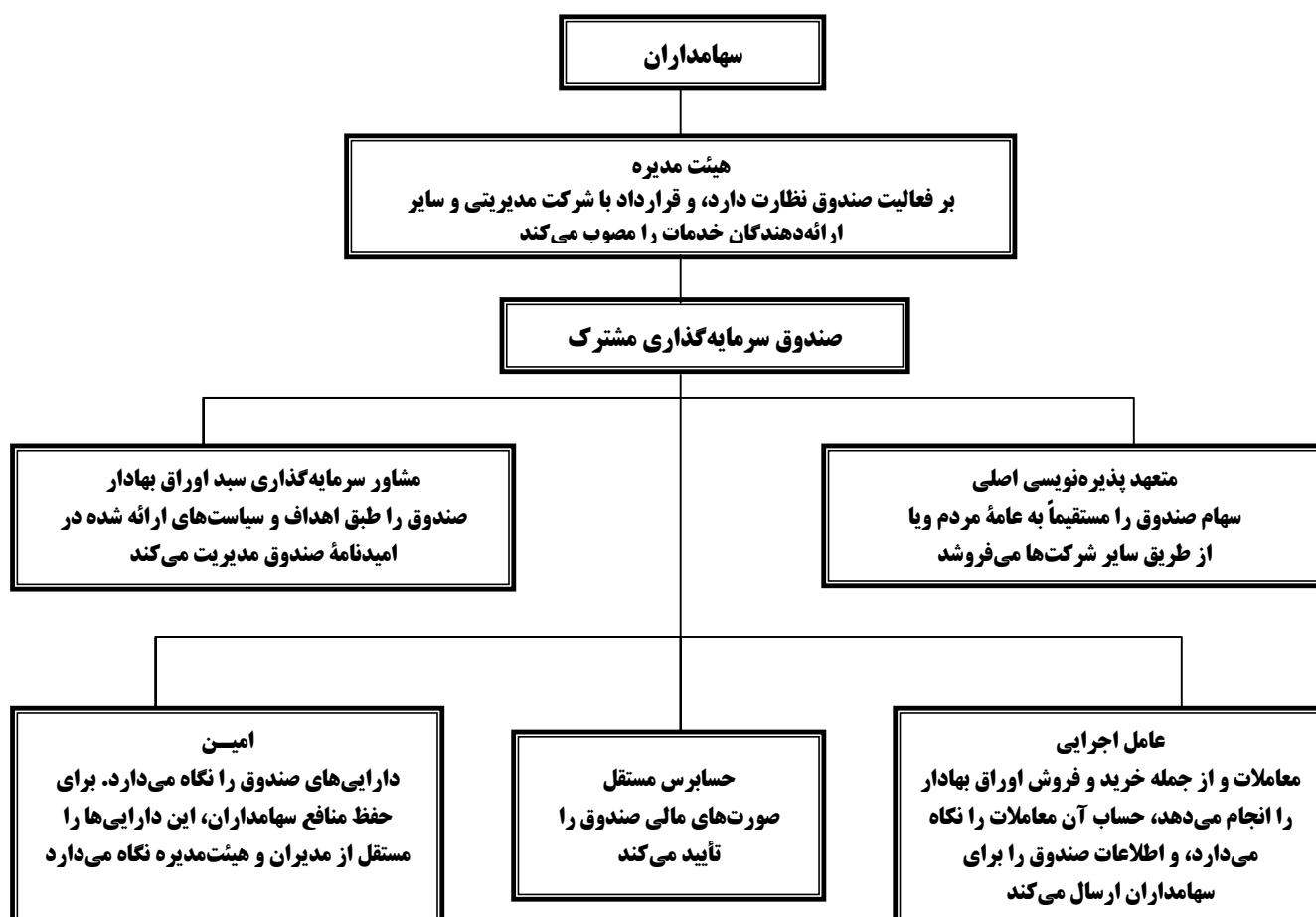
به‌علاوه، بررسی اوضاع مالی خانوارهای امریکایی بیان‌گر آن است که خانوارها به‌طور مستقیم بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۱ (سال‌های رکود نسبی بازار سرمایه)، ۱/۱ درصد کم‌تر در بازار سهام سرمایه‌گذاری کرده‌اند؛ یعنی سرمایه‌گذاری مستقیم آنان از ۲۲/۷ درصد از سال ۱۹۹۸ به ۲۱/۶ درصد در سال ۲۰۰۱ کاهش یافته است، درحالی‌که طی همین دوره سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌میزان ۰/۲ درصد برای همین دوره افزایش یافته است. بنابراین، ارقام ما بیان‌گر آن است که عامه سرمایه‌گذاران در ایالات متحده حتی در شرایطی که بازار وضعیت رکودی دارد، به‌منظور کاهش ریسک، از طریق صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و یا هر ابزار سرمایه‌گذاری غیرمستقیم دیگری همچون صندوق بازنشستگی یا صندوق بازنشستگی خصوصی در بازار سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند. البته، الگوی این سرمایه‌گذاری بسته به ترکیب سنی و ترکیب درآمدی سرمایه‌گذاران فرق می‌کند.

ساختار پیشنهادی برای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در ایران

باتوجه به ضرورت شکل‌گیری سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس اوراق بهادار تهران، و نیز در چارچوب قوانین و مقررات جاری، درحال حاضر پیش‌نویس آیین‌نامه "حساب سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار" تهیه شده است. این ابزار سرمایه‌گذاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک الگوبرداری شده است، و البته این تفاوت عمده را با آن صندوق‌ها دارد که دارای سرمایه مشخص^۹ است؛ به‌علاوه، بازار ثانویه آن در بورس اوراق بهادار تهران تعریف شده است، درحالی‌که بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دنیا دارای طرح بازخريد توسط مدیریت صندوق‌اند. در طراحی "حساب سبد اوراق بهادار" تلاش شده است که نیاز به "قانون و مقررات" جدید نباشد، و بتوان در چارچوب مقررات جاری به تشکیل و عملیاتی کردن این حساب‌ها اقدام کرد.

^۹. closed-end

ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از ارکان زیر شکل گرفته است: سهامداران^{۱۰}، هیئت‌مدیره^{۱۱}، مشاور سرمایه‌گذاری صندوق^{۱۲}، متعهد پذیرهنویسی اصلی^{۱۳}، امین^{۱۴} صندوق، حسابرس مستقل^{۱۵}، و عامل اجرایی^{۱۶}. این ساختار را در نمودار زیر مشاهده می‌کنید:



در ساختار "حساب سبد اوراق بهادار" برای ساده‌کردن این فرایند و نیز اجتناب از ضرورت قانون‌گذاری جدید، ارکان کمتری تعریف می‌شود، و اجزای چندی از ساختار بالا در یک‌دیگر ادغام می‌شوند. البته، استقلال ارکان در ساختار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک برای جلوگیری از تداخل منافع^{۱۷} است، و در بلندمدت، در

^{۱۰}. shareholders
^{۱۱}. board of directors
^{۱۲}. investment advisor
^{۱۳}. principal underwriter
^{۱۴}. custodian
^{۱۵}. independent public accountant
^{۱۶}. transfer agent
^{۱۷}. conflict of interests

ایران نیز با قانون‌گذاری مناسب، می‌باید به سمت ساختار مشابه حرکت کنیم. ساختار پیشنهادی برای "حساب سبد اوراق بهادار" به شرح زیر است:



پیش‌نویس آیین‌نامه "حساب سبد اوراق بهادار" از طریق سایت ایران بورس (www.iranbourse.com) در اختیار علاقه‌مندان به موضوع قرار گرفته است. روشن است که با تصویب قانون جدید اوراق بهادار، و تهیه قوانین مکمل آن، امکان طراحی ساختار مناسب برای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس اوراق بهادار تهران فراهم خواهد شد.

سهامداران در شرکت‌ها

با شکل‌گیری "سرمایه‌گذاری غیرمستقیم"، تعداد سهامداران شرکت‌ها کاهش، و ابعاد معقولی می‌یابد که بتوانند نقش فعال در اداره شرکت‌ها برعهده گیرند. در حال حاضر، در ایران شرکت‌هایی داریم که ۳۰۰٫۰۰۰ سهامدار خرد دارند، و از این مجموعه حتی ۵٫۰۰۰ نفر هم در مجامع شرکت‌ها شرکت نمی‌کنند. حتی در صورت امکان حضور همه این سهامداران در مجامع، امکان نظارت و هدایت هیئت‌مدیره برای بخش عظیمی از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای میسر نیست. هرچند که در کشورهای با بازار سرمایه متشکل، استثنائاً در مورد شرکت‌های بسیار معتبر،^{۱۸} تعداد سهامداران بسیار است، اما شرکت‌های بسیار بزرگ دنیا، با تعداد به‌ظاهر کمتری سهامدار اداره می‌شوند. این تعداد کم به هیچ‌وجه به‌معنای واقعاً پایین بودن تعداد سهامداران و نیز پایین بودن کیفیت اداره نیست. برعکس، عمده سهامداران به‌طور غیرمستقیم و از طریق نهادهای

^{۱۸}. blue chips

متخصص در مجامع حضور می‌یابند، و دخالت و نظارت حرفه‌ای‌تر بر سرمایه خود اعمال می‌کنند. انبوه صدها هزارنفری سهامداران از طریق صدها واسطه مالی، به‌طور متشکل در مجامع حضور می‌یابند.

اگر به‌عنوان نمونه به آمار شرکت‌های بسیار بزرگ امریکایی که برای خواننده ایرانی نام آشناست توجه کنیم، مشاهده می‌کنیم که انبوه سهامداران به‌طور غیرمستقیم در شرکت‌هایی چون امریکن اکسپرس، کوکاکولا، و یا جنرال موتورز حضور دارند. در این شرکت‌ها حضور صدها هزارنفری سهامداران را نمی‌بینیم. صدها هزار سهامدار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری برگه سهم خریده‌اند، و این ده‌ها یا صدها صندوق، به‌نماینده‌گی از انبوه مردم، در مجامع شرکت می‌کنند.

باتوجه به ضرورت‌های یادشده در این مقاله جهت تشکل شهروندان غیرحرفه‌ای برای حضور غیرمستقیم در بازار سرمایه، آیین‌نامه "تشکیل سیدسرمایه‌گذاری در اوراق بهادار" تهیه شده است که ازهمه دست‌اندرکاران و علاقه‌مندان بازار سرمایه درخواست می‌شود، درمورد مفاد آن اظهارنظر فرمایند.

۱. *US Consumer Finance Survey in ۲۰۰۲*
۲. *US Consumer Finance Survey in ۱۹۹۸*
۳. *The Investment Company Institutes Perspective*
Perspective جزو انتشارات غیرمنظم (occasional papers) این مؤسسه است.
۴. *Federal Reserve Bulletins, vol. ۸۳-vol. ۸۷.*
۵. انتشارات *Securities Industry Association* امریکا در سال ۲۰۰۲