

## شناسایی و بررسی مؤلفه‌های تأمین کننده سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مقایسه آن در ایران و ایالات متحده آمریکا

محمد کاشانی پور\*

علی لطفی\*\*

حسین عبده تبریزی\*\*\*

سام سوادکوهی فر\*\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۱/۲۰ - تاریخ تأیید: ۹۸/۰۶/۱۲

### چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله نهادهایی هستند که امکان مشارکت مردم در اقتصاد را فراهم نموده و در تحقق بندهای ۹ و ۱۹ سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی و همچنین بند پنجم سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه ابلاغی مقام معظم رهبری (مد ظله) کارکرد دارند.

این پژوهش به دنبال شناسایی مؤلفه‌هایی است که متضمن تأمین سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. پس از شناسایی این مؤلفه‌ها، به مقایسه پیاده‌سازی آن در بازارهای سرمایه ایران و ایالات متحده پرداخته شده است. داده‌های پژوهش کیفی بوده و روش پژوهش، تحلیل مضمون و ترسیم شبکه مضامین و رویکرد آن، قیاسی است. در کشورهای اسلامی به ویژه ایران، طراحی این صندوق‌ها ضمن رعایت فقه اسلامی، باید جلب‌کننده اقبال عمومی نیز باشد. نتایج حاصل نشان می‌دهد مؤلفه‌های موثر بر سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در قالب سه مضمون سازمان‌دهنده «نظارت مستمر»، «استانداردهای شایستگی مدیران و

\* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران «نویسنده مسئول»

Email: kashanipour@ut.ac.ir

\*\* دانشجوی دکتری گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران

Email: a.lotfi500@gmail.com

Email: habdoh.tabrizi@gmail.com

\*\*\* دکتری تخصصی بانکداری، دانشگاه منجستر

\*\*\*\* استادیار گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران

Email: info.savadkohi@gmail.com



متولیان صندوق» و «جلوگیری از تضاد منافع» قابل شناسایی است. همچنین مهمترین کاستی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران در سه بخش «کنترل‌های داخلی و کنترل ریسک»، «افشای اطلاعات» و «تضاد منافع و معامله با اشخاص وابسته» می‌باشد.

**واژگان کلیدی:** صندوق سرمایه‌گذاری، تحلیل مضمون، تضاد منافع، نهاد ناظر، حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران، شفافیت اطلاعاتی.

طبقه‌بندی موضوعی: K22, G18, G23

## ۱. مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یکی از انواع شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که با ساختار سرمایه متغیر برای اولین بار در شهر بوستون آمریکا در سال ۱۹۲۴ ایجاد شد (4: Gremillion & Khand, 2005). همچنین نخستین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در سال ۱۹۸۶ در ایالات متحده با نام صندوق امانه (Amana Income Fund) تاسیس شد. این صندوق به وسیله اعضای صندوق امین اسلامی آمریکای شمالی شروع به فعالیت کرد (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵: ۳۳).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری با هدف ایجاد مدیریت تخصصی برای خرید و فروش اوراق بهادار و کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و در توسعه بازار سرمایه ایجاد شدند (پورزمانی و همکاران، ۱۳۸۹: ۸۸). از سوی دیگر در اغلب کشورهای توسعه یافته، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان هسته مرکزی بازار سرمایه محسوب می‌شوند و ماهانه مبالغ هنگفتی از سرمایه‌های سرگردان را به بخش‌های مولد و فعال جامعه هدایت می‌کنند. کسانی که در این صندوق‌ها وارد شده‌اند، با دریافت حق مالی به صورت واحد سرمایه‌گذاری که در تعهد صندوق سرمایه‌گذاری است، در واقع به صورت غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کرده‌اند (عبده تبریزی و همکاران، ۱۳۹۲: ۲۵۰).

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران بر اساس قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی تاسیس شدند. درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها بر اساس قانون ابزارهای مالی مصوب ۱۳۸۰ مجلس شورای اسلامی معاف از مالیات گردید و این صندوق‌ها شخصیت حقوقی مستقل یافته و قابلیت ثبت در اداره ثبت شرکت‌ها را پیدا نمودند (نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۶۸).

طبق ماده ۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل دارای یک رکن اداره‌کننده و یک رکن ناظر باشد. در مجموع ارکان صندوق شامل مجمع، مدیر، متولی، ضامن، حسابرس و کارگزاران صندوق است (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۰: ۸۲). باید توجه داشت بسط و توسعه این صندوق‌ها همسو با سیاست‌های کلی نظام می‌باشد؛ کما اینکه در بند پنجم سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه ابلاغی مقام معظم رهبری (مد ظله) گسترش و تعمیق نظام جامع تأمین مالی و ابزارهای آن (بازار پول، بازار سرمایه و بیمه‌ها) با مشارکت اشخاص حقیقی و حقوقی داخلی و افزایش سهم موثر بازار سرمایه مورد نظر قرار گرفته است. همچنین در بندهای نهم و نوزدهم سیاست‌های اقتصاد مقاومتی ابلاغی معظم‌له، به اصلاح و تقویت همه‌جانبه نظام مالی کشور و همچنین شفاف‌سازی اقتصاد و سالم‌سازی آن اشاره شده است. در ایالات متحده بر اساس قوانین اوراق بهادار فدرال، طرح سرمایه‌گذاری مشترک (Collective Investment Scheme)، یک صندوق با سرمایه متغیر (Open-end fund) (صندوق سرمایه‌گذاری مشترک)، صندوق با سرمایه ثابت (Closed-end Fund) یا یک صندوق سرمایه‌گذاری با سبد ثابت (Unit Investment Trust) می‌باشد که تحت «قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰» (Investment Company Act of 1940) به ثبت رسیده است. اداره‌کنندگان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یا صندوق‌های با سرمایه متغیر، مشاورین سرمایه‌گذاری هستند که تحت قانون مشاوران سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> به ثبت رسیده اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مسئولیت بخش عمده «دارایی تحت مدیریت» را عهده‌دار می‌باشند. با توجه به اهمیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در پژوهش پیش رو بر این گونه صندوق‌ها تمرکز شده است.

## ۲. بیان مسئله و اهمیت آن

دستیابی به رشد بلند مدت اقتصادی، نیازمند تخصیص و تجهیز بهینه منابع در سطح ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان‌پذیر نیست. کارکرد مناسب بازار سرمایه می‌تواند کارایی، سرمایه‌گذاری و

---

1. Investment Advisers Act of 1940

رشد را افزایش داده (Chiang: 2005: 96) و همچنین قادر است از طریق کاهش نگهداری دارایی‌های نقدی و افزایش نرخ رشد سرمایه‌های فیزیکی حداقل در بلندمدت، رشد اقتصادی را افزایش دهد (Bencivenga & Smith: 1991: 152).

نقش مثبت بازار سرمایه در بهبود کارایی و رشد اقتصادی مشروط به شرایطی است که مهمترین آن، سلامت و کارکرد سالم این بازار است؛ در غیر این صورت بازار سرمایه محلی برای جولان حرکات سفته‌بازی شده که نه تنها موجب رشد اقتصادی نمی‌شود بلکه موجب بی‌ثباتی و نوسانات زیان‌آور خواهد بود. امروزه بیش از هر زمان دیگری بازارهای سرمایه گسترش یافته و کسب قدرت اقتصادی ساختار یافته در فراسوی مرزهای جغرافیایی، بازارهای سرمایه را جولانگاه خود قرار می‌دهد. ناگزیر بازار سرمایه بیش از پیش مستعد بروز تبانی، تقلب و فساد است که متولیان مختلف اقتصادی در این بازار مرتکب می‌شوند. فساد و تقلب به اشکال گوناگون در بازار سرمایه رخ می‌دهد. دامنه این فساد در صورت عدم کنترل و نبود نظارت می‌تواند بسیار گسترده باشد. ورشکستگی شرکت‌های انرون و ورلداکام در آستانه ورود به قرن ۲۱ میلادی که موجب وارد آمدن شوک شدید به بازارهای سرمایه آمریکا شد، از نتایج فساد و تقلب و در نتیجه عدم سلامت بازار سرمایه می‌باشد.

سالم‌سازی بازار و به طور کلی فضای اقتصادی کشور پیامدهای مثبت بسیاری داشته و یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های سیاستگذاران کلان اقتصادی کشور است؛ به نحوی که در بند ۱۹ سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی ابلاغی توسط مقام معظم رهبری، شفاف‌سازی اقتصاد و سالم‌سازی آن و جلوگیری از اقدامات، فعالیت‌ها و زمینه‌های فسادزا در حوزه‌های پولی، تجاری، ارزی و ... تاکید شده است. همچنین مسئله شفافیت و سلامت اقتصادی در بند پنجم سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه ابلاغی معظم‌له نیز مورد تاکید واقع شده است.

سلامت بازار سرمایه منجر به افزایش شفافیت، کارایی و منصفانه در بازار و کاهش ریسک سیستمی و همچنین حمایت از سرمایه‌گذاران می‌گردد. به منظور تأمین سلامت بازار سرمایه، لازم است که سلامت تک‌تک اجزاء بازار سرمایه تأمین گردد.

اهمیت سالم‌سازی بازار سرمایه از آنجا نشأت می‌گیرد که این بازار، اصلی‌ترین محل تأمین مالی برای شرکت‌ها به شمار می‌رود. چنانچه کارکرد سالم این بازار خدشه‌دار شود، فرآیند

تأمین مالی شرکت‌ها که موتور محرک اقتصاد می‌باشد، دچار مشکل شده و در نتیجه تولید و کارایی شرکت‌ها پایین می‌آید که این مسئله به طور مستقیم منجر به کاهش رشد اقتصادی و افزایش نرخ بیکاری می‌گردد. قوانین و مقررات بازار سرمایه باید به گونه‌ای باشد که حمایت کامل از سرمایه‌گذاران انجام دهد. اساسی‌ترین وظیفه مقام ناظر بازار سرمایه که در ایران سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد، حمایت از سرمایه‌گذاران است؛ زیرا در صورت حمایت سرمایه‌گذاران، منابع بیشتری به بازار سرمایه تزریق خواهد شد. همچنین سرمایه‌گذاران جدید تشویق می‌شوند به جای سرمایه‌گذاری در بازارهای سوداگری در بازار سرمایه سرمایه‌گذاری نموده که همه این موارد منجر به افزایش اقبال به بازار سرمایه و در نتیجه تخصیص بیشتر منابع به بخش مولد اقتصادی و در نهایت رشد اقتصادی و کاهش بیکاری می‌گردد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مهمترین ابزار جمع‌آوری سرمایه‌های خرد آحاد جامعه هستند و دلیل اصلی انتخاب این بخش در تحقیق پیش‌رو، درگیر بودن آحاد جامعه در صندوق‌های سرمایه‌گذاری است؛ به عبارت دیگر نقطه تماس سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و ناآگاه با بازار سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. این صندوق‌ها به طور مستقیم با سرمایه‌گذاران در ارتباط هستند و در واقع پل ارتباطی میان سرمایه‌گذاران خرد و بازار سرمایه می‌باشند. از آنجا که غالب مردم دانش و تخصص حضور در بازار سرمایه را دارا نیستند، از طریق این صندوق‌ها و به طور غیرمستقیم در بازار سرمایه حضور پیدا می‌کنند. چنانچه این صندوق‌ها کارکرد سالمی نداشته و فساد و تقلب در آن بروز کند، اعتماد مردم و سرمایه‌گذاران به بورس کاهش یافته و در نتیجه منابع مالی از بازار سرمایه - که بازاری مولد و مثبت در اقتصاد است - خارج شده و به بازارهای سفته‌بازانه و سوداگرانه - که نقشی مخرب در اقتصاد دارند - وارد می‌شود. این موضوع اهمیت و نقش بسزای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و حتی اقتصاد کلان را نمایان می‌کند.

### ۳. پیشینه پژوهش

عمده پژوهش‌های صورت گرفته در ایران در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به بحث در خصوص ریسک و بازدهی صندوق‌ها پرداخته اند؛ از جمله این مقالات می‌توان به «سلیمانی و عابد، ۱۳۹۲»، «پورزمانی و همکاران، ۱۳۹۱» و «قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۹۴» اشاره کرد.

همچنین پژوهش‌هایی در خصوص ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و همچنین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی صورت گرفته است؛ از جمله «نظریور و ابراهیمی، ۱۳۸۸» طی پژوهشی چگونگی طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه را مورد بحث قرار دادند. مطابق نتایج گزارش شده در این پژوهش، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار اسلامی از دو جنبه کمی و کیفی بر توسعه اقتصادی اثر خواهند داشت. از حیث کمی به متغیرهایی مانند افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش تولید، بالارفتن سطح اشتغال و کاهش تورم و از حیث کیفی در تطابق با عدل و قسط، ارزش یافتن نیروی انسانی، توزیع عادلانه‌تر درآمد و افزایش سطح عمومی رفاه اثر می‌گذارند. این پژوهش اذعان می‌دارد با توجه به ویژگی‌های صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، این صندوق‌ها ابزاری مفید برای تحقق هدف‌های چشم‌انداز و سیاست‌های ابلاغی اصل ۴۴ قانون اساسی هستند. و همچنین شکل‌گیری این صندوق‌ها خود عامل گسترش اوراق بهادار اسلامی تلقی شده که در مراحل بعد و در طول زمان، زمینه تشکیل بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را در ایران فراهم خواهد ساخت. در پایان باید اشاره داشت در میان پژوهش‌های داخلی انجام گرفته در حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پژوهشی به طور مستقیم به بررسی مؤلفه‌های سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری نپرداخته است.

خلیلی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی مسئولیت مدیران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و مقایسه آن با قوانین و مقررات ایالات متحده و انگلیس می‌پردازد. وی در پایان چنین نتیجه‌گیری می‌کند: «مسئولیت مدیران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشورهای ایالات متحده آمریکا و انگلستان بر اساس مفهوم «وظیفه امانت‌داری» توجیه می‌شود (Leslie, 2005: 112). عنصر اصلی این وظیفه از یک سو، افشای موارد تعارض منافع توسط مدیران وابسته برای مدیران غیروابسته و از سوی دیگر تکلیف به بررسی این موارد توسط مدیران غیروابسته است».

در ایران بر خلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در انگلستان و ایالات متحده آمریکا که به وسیله هیئت مدیره‌ای متشکل از مدیران مستقل و غیرمستقل اداره می‌شوند، صندوق توسط یک مدیر اداره می‌شود. در اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدیر در قبال دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری مکلف گردیده با رعایت مفاد اساسنامه و مقررات، همواره

صرفه و صلاح آنان را رعایت نماید. رعایت صرفه و صلاح سرمایه‌گذاران عبارت بسیار عامی است و ممکن است با مفهوم وظایف امانت‌داری در حقوق آمریکا و انگلستان تا اندازه‌ای نزدیک به نظر برسد. لیکن چنانچه بیان شد، مدیر در حقوق دو کشور یادشده در قبال صندوق و نه در قبال سرمایه‌گذاران دارای وظایف امانت‌داری است.

رحمانی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکردشان پرداختند. آن‌ها نتیجه‌گیری کردند صندوق‌های سرمایه‌گذاری که موسسین آن شرکت‌های کارگزاری بوده‌اند، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به دیگر صندوق‌ها داشته‌اند که این نتیجه‌گیری با یافته‌های (Gozbas & Citak, 2010) سازگار است. ایشان وجود رابطه منفی بین موسس کارگزاری و عملکرد صندوق را ناشی از تضاد منافع کارگزار در انتخاب بین کارمزد معاملات و کارمزد صندوق دانستند.

در خارج از ایران نیز عمده ادبیات موجود در خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر موضوع انتخاب سهام توسط مدیران متمرکز شده و اینکه آیا فرآیند انتخاب سهام توانسته است مازاد بازده (تعدیل‌شده بر مبنای هزینه‌های صندوق و کارمزد معاملاتی) ایجاد نماید؟ (Malkiel, 1995: 530). در این‌گونه پژوهش‌ها صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به عنوان یک جعبه سیاه نگریسته می‌شود که تا با استفاده از استراتژی‌هایی وجوه سرمایه‌گذاران را به بازدهی تبدیل نماید. اما در خصوص فرآیندهای داخل جعبه بحثی به میان نمی‌آید. باید توجه داشت در فرآیندهای داخل جعبه (صندوق سرمایه‌گذاری مشترک) ممکن است ایرادهای اساسی وجود داشته باشد. ریشه عمده این مشکلات ناشی از عدم رعایت قوانین و مقررات مرتبط و یا حتی وجود ایراد و نقص در قوانین و مقررات می‌باشد. به عنوان مثال یکی از مشکلات شایع در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، تضاد منافع میان سرمایه‌گذاران با شرکت‌ها و افرادی است که این صندوق‌ها را تشکیل داده‌اند یا به این صندوق‌ها خدمات ارائه می‌کنند. بر این اساس شرکتی که مدیریت یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را به عهده دارد، کارمزد مدیریت دریافت می‌کند که این کارمزد تابع ارزش خالص دارایی‌های تحت مدیریت صندوق است؛ چراکه قانون مشاوران سرمایه‌گذاری و مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده امکان دریافت کارمزد مبتنی بر عملکرد را محدود کرده‌است (Golec, 2003:21 ; Das & Sundaram, 1998: 5)

(Elton et al, 1993)، (Malkiel, 1995) و (Carhart, 1997) در مطالعات متعددی نشان دادند بازده محقق‌شده سرمایه‌گذاران با نسبت‌های هزینه رابطه معکوس دارد. همچنین (Livingstone & O'Neal, 1996) و (Chalmers et al, 1999) در چندین پژوهش نتیجه‌گیری کردند که بازده صندوق‌ها رابطه معکوس با تخمین هزینه‌های معاملاتی داشته است. (Morey, 2002) نیز نشان داد بازده سرمایه‌گذاران با میزان هزینه‌های فروش رابطه معکوس دارد.

با توجه به اینکه مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در معرض اطلاعات گوناگون هستند، محدودیت‌هایی بر ایشان وضع می‌شود. محدودیت‌ها در خصوص معاملات شخصی کارمندان شرکت‌های سرمایه‌گذاری از الزامات مقرر 1-17 قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ نشأت می‌گیرد که این شرکت‌ها را ملزم به تدوین و اجرای کدهای اخلاقی به منظور شناسایی و جلوگیری از معاملات شخصی نادرست می‌نماید.

معاملات پیش‌دستانه نیز از معضلات صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر اساس پژوهش‌های انجام‌گرفته توسط (Fishman & Longstaff, 1992)، (Pagano & Roell, 1993) و (Roell, 1990) معاملات پیش‌دستانه همچون معاملات دارندگان اطلاعات نهانی، سود انتظاری فعالان بازار را کاهش می‌دهد. (Danthine & Moresi, 1998:53)

همان‌گونه که از گذشته‌ها تشخیص داده شده بود، شرکت‌های مشاوره و مدیران سبد، ممکن است انگیزه داشته باشند تا سود معاملات خود یا مشتریان سودآورترشان را بیشینه کنند. پژوهش‌های گوناگونی این مسئله را تایید نموده است. به عنوان نمونه (Gaspar et al, 2006) دریافت که شرکت‌هایی که چندین صندوق را مدیریت می‌کنند، می‌توانند به شکل هدفمند منافع را درون خانواده صندوق‌های تحت مدیریت جابجا کنند و به عنوان مثال در صندوق‌های با کارمزد بالاتر بازده بالاتری شناسایی کنند. (Chadhuri et al, 2013) نیز همین نتیجه را در خصوص مدیران دارایی که به مشتریان حقوقی با حساب‌های متفاوت خدمات ارائه می‌دهند تکرار می‌کند.

در خصوص مدیریت همزمان صندوق سرمایه‌گذاری و صندوق حفظ ارزش، مطالعات متعدد دیگری نیز انجام شده است. عمده این مطالعات به این مسئله اشاره دارد که به دلیل کارمزد بالاتر مدیریت صندوق‌های حفظ ارزش، مدیرانی که همزمان مدیریت دو صندوق را بر عهده دارند، به بهای کاهش بازده صندوق سرمایه‌گذاری تحت مدیریت، بازده صندوق حفظ ارزش

را افزایش داده و بنابراین شکلی از تضاد منافع رخ می‌دهد. چنین نتیجه‌گیری‌ای توسط لیم و همکاران (Lim et al, 2016) و سی‌سی و همکاران (Cici el at, 2010) گزارش شده است. در طرف مقابل، نوهل و همکاران (Nohel et al, 2010) و چن و چن (Chen & Chen, 2009) در مطالعاتشان به نتیجه‌ای متفاوت رسیدند. براساس آن صندوق‌های سرمایه‌گذاری که توسط مدیرانی که هم زمان مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری و هم مدیریت صندوق حفظ ارزش را به عهده دارند مدیریت می‌شوند، بازده بیشتری نسبت به صندوق‌های با مدیریت واحد داشته‌اند. آن‌ها در تفسیر نتیجه به دست آمده استدلال کردند، مدیریت دوگانه موجب جذب مدیران سرمایه‌گذاری قوی‌تر شده و در نتیجه بازده صندوق سرمایه‌گذاری افزایش یافته است.

(Wermers, 2001) در تحقیقی، اثر افشای سبد سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازه‌های کوتاه‌مدت‌تر را بررسی نمود. وی نتیجه‌گیری کرد افشای پرتفوی صندوق در بازه‌های کوتاه‌تر، سبب افزایش معاملات پیش‌دستانه می‌گردد که موجب افزایش هزینه‌های معاملاتی صندوق می‌گردد. او همچنین نتیجه‌گیری نمود سواری مجانی بر استراتژی‌های معاملاتی صندوق افزایش می‌یابد که سبب می‌شود توانایی صندوق در بهره‌گیری کامل از تحقیقاتش خدشه‌دار شود. از دیگر نتایج گزارش شده این بود که هزینه تامین نقدینگی برای سهامداران صندوق افزایش می‌یابد. به عنوان نکته پایانی، وی نتیجه‌گیری نمود استراتژی‌های مدیریت مالیاتی در صندوق با هزینه بیشتری دنبال خواهد شد.

(Casavcchia & Tiwari, 2014) در پژوهشی اثر سفارش‌های متقابل ثبت‌نشده (CrossTrading) (به عنوان یکی از اجزاء تضاد منافع میان مدیر و سرمایه‌گذاران صندوق) را بررسی نمودند. ایشان در نتایج پژوهش چنین گزارش نمودند: با استفاده از یک دیتابیس یکتا، ما شواهد جدیدی از جریمه سنگین مشتریان صندوق به دلیل تضاد منافع مرتبط با سفارش‌های متقابل ثبت‌نشده‌ی مشاوران صندوق سرمایه‌گذاری یافتیم. بر این اساس صندوق‌هایی که به‌وسیله مشاوران سرمایه‌گذاری‌ای مدیریت می‌شوند که در یک‌چهارم بالای جدول تعداد سفارش‌های متقابل ثبت‌نشده حضور دارند، به طور معنی‌داری بازده عملکردشان از صندوق‌هایی که توسط مشاوران سرمایه‌گذاری حاضر در یک‌چهارم پایینی تعداد سفارش‌های متقابل ثبت‌نشده مدیریت می‌شوند، کمتر است. لازم به توضیح است که سفارش‌های متقابل ثبت‌نشده به سفارش‌هایی گفته می‌شود که بدون ارسال به هسته مرکزی معاملات و توسط خود کارگزار

یا مشاور سرمایه‌گذاری و میان مشتریان داخلی‌شان انجام می‌پذیرد.

(Verbeek & Wang, 2010) در تحقیقی به مقایسه بازده میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری با افشای اطلاعات در بازه‌های کوتاه‌تر نسبت به صندوق‌های با افشای اطلاعات در بازه‌های بلندتر نمودند. ایشان نتیجه‌گیری کردند صندوق‌های با افشای اطلاعات بالاتر، از بازده بالاتری نسبت به صندوق‌های با افشای پایین‌تر برخوردار بوده‌اند.

##### ۵. روش‌شناسی پژوهش

هدف اصلی این پژوهش، بررسی و شناسایی مؤلفه‌های تأمین‌کننده سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مقایسه آن در ایران و ایالات متحده می‌باشد. به این منظور از مطالعات و استانداردهای وضع شده توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار<sup>۱</sup> (IOSCO) استفاده شده است.

در سال ۱۹۹۷، سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، پیش‌نویسی را که دربردارنده اصول اساسی مقررات اوراق بهادار بود و می‌بایست توسط مقامات ملی اوراق بهادار پذیرفته شود، برای اظهار نظر دولت‌ها ارسال کرد (باقری و قنبری، ۱۳۸۹) و در سال ۱۹۹۸ این سازمان یک سند جامع از اهداف و اصول تنظیم بازارهای سرمایه (سند اهداف و اصول مقررات‌گذاری اوراق بهادار<sup>۲</sup>) (IOSCO) را تصویب نمود؛ که به عنوان معیار تنظیم بین‌المللی برای تمامی بازارهای سرمایه شناخته شده است. در سال ۲۰۰۳ سازمان یک متدولوژی جامع تحت عنوان «روش‌شناسی ارزیابی اعمال اهداف و اصول مقررات‌گذاری اوراق بهادار»<sup>۳</sup> را تدوین نمود که امکان ارزیابی عینی سطح اجرای اصول سازمان در حوزه صلاحیت اعضای خود را فراهم آورد. در سند اهداف و اصول آیسکو، ۳۸ اصل به عنوان اصول تنظیم بازارهای سرمایه مقرر شده است که هشت اصل آن در سال ۲۰۱۰ به آن اضافه گردید.

آخرین نسخه این سند مربوط به ماه مه ۲۰۱۷ بوده که در این پژوهش از آن استفاده شده است. همچنین صندوق بین‌المللی پول در پژوهشی تحت عنوان «ارزیابی دقیق اجرای اهداف

---

1. International Organization of Securities Commissions  
2. Objectives and Principles of Securities Regulation  
3. Methodology for Assessing Implementation of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation

و اصول مقررات‌گذاری اوراق بهادار در ایالات متحده<sup>۱</sup> میزان اجرای سند مزبور در ایالات متحده را مورد بررسی قرار داده است که در این پژوهش به آن استناد شده است.

این پژوهش با استفاده از روش تحلیل مضمون و با تلفیقی از شیوه (Braun & Clarke, 2006) و (Attride-Stirling, 2001) انجام گرفته است. تحلیل مضمون روشی برای شناخت، تحلیل و گزارش الگوهای موجود در داده‌های کیفی است. این روش فرآیندی برای تحلیل داده‌های متنی است و داده‌های پراکنده و متنوع را به داده‌هایی غنی و تفصیلی تبدیل می‌کند (Braun & Clarke, 2006:82). شبکه مضامین از ابزارهای قدرتمند این روش می‌باشد. شبکه مضامین بر اساس یک رویه مشخص، مضمون‌های ذیل را نظام‌مند می‌کند:

- الف) مضمون‌های اصلی یا پایه (Basic Themes) (کدها و نکات کلیدی موجود در متن)؛
- ب) مضمون‌های سازمان‌دهنده (Organizing Themes) (مقولات به‌دست‌آمده از ترکیب و تلخیص مضمون‌های پایه)؛
- ج) مضمون‌های فراگیر (Global Themes) (مضامین عالی دربرگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان یک کل).

سپس این مضمون‌ها به صورت نقشه‌های شبکه وب رسم می‌شوند که در آن مضامین برجسته هریک از این سه سطح همراه با روابط میان آنها نشان داده می‌شود. (Attride-Stirling, 2001:391).

بر اساس تقسیم‌بندی (Boyatzis, 1998) پژوهش به دنبال شناخت مضامین مشهود می‌باشد. داده‌های استفاده‌شده در پژوهش داده‌های متنی بوده و کدگذاری پژوهش به کمک نرم‌افزار MAXQDA 10 انجام شده است.

#### ۴-۱. فرآیند گام‌به‌گام تحلیل مضمون

روش‌های مختلفی برای تحلیل مضمون وجود دارد که هریک از آنها، فرایندهای خاصی را دنبال می‌کند. در این قسمت، با ترکیب روش پیشنهادی براون و کلارک (۲۰۰۶) و

---

1. Detailed Assessment of Implementation of The IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation on the United States

آتراید استیرلینگ (۲۰۰۱) فرآیند گام به گام و جامعی جهت تحلیل مضمون، عرضه می‌شود. این فرایند در سه مرحله، شش گام و بیست اقدام معرفی می‌شود. همان‌گونه که در جدول ذیل آمده، فرایند کامل تحلیل مضمون را می‌توان به سه مرحله کلان تقسیم نمود:

الف- تجزیه و توصیف متن

ب- تشریح و تفسیر متن

ج- ادغام و یکپارچه‌سازی مجدد متن

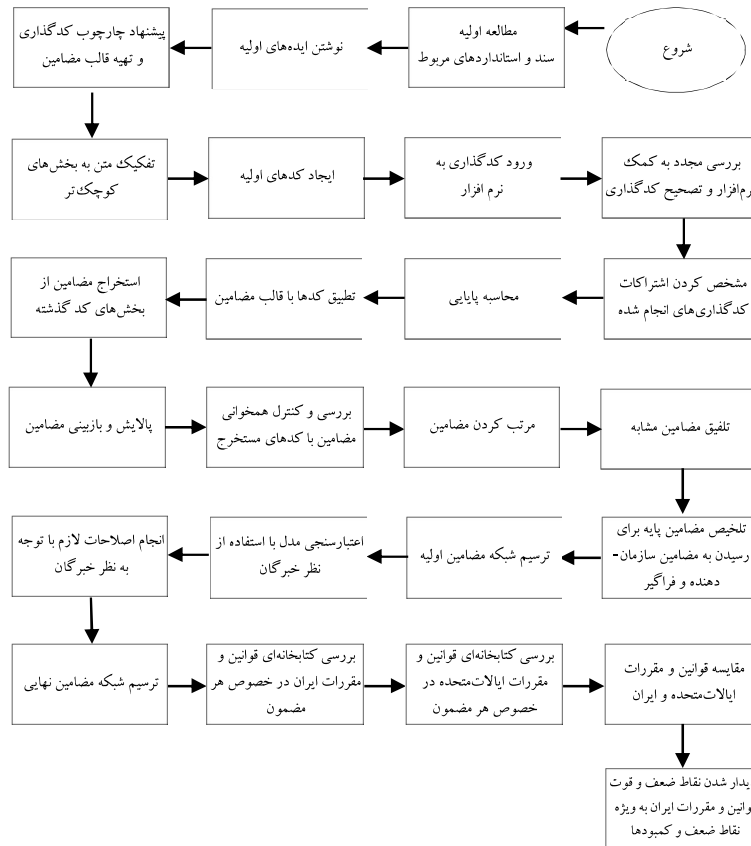
در حالی که همه این مراحل با تفسیر و تحلیل همراه است، اما در هر مرحله از تحلیل، سطح بالاتری از انتزاع به دست می‌آید (آتراید-استیرلینگ، ۲۰۰۱).

جدول شماره ۱- فرایند گام به گام تحلیل مضمون و شبکه مضامین

مرحله	گام	اقدام
۱- تجزیه و توصیف متن	۱- آشنا شدن با متن	مکتوب کردن داده‌ها مطالعه اولیه و مطالعه مجدد داده‌ها نوشتن ایده‌های اولیه
	۲- ایجاد کدهای اولیه و کدگذاری	پیشنهاد چارچوب کدگذاری و تهیه قالب مضامین تفکیک متن به بخش‌های کوچکتر کدگذاری ویژگی‌های جالب داده‌ها
	۳- جست‌وجو و شناخت مضامین	تطبیق دادن کدها با قالب مضامین استخراج مضامین از بخش‌های کدگذاشته متن پالایش و بازبینی مضامین
۲- تشریح و تفسیر متن	۴- ترسیم شبکه مضامین	بررسی و کنترل همخوانی مضامین با کدهای مستخرج مرتب کردن مضامین انتخاب مضامین پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر ترسیم نقشه (های) مضامین اصلاح و تایید شبکه (های) مضامین
	۵- تحلیل شبکه مضامین	تعریف و نام‌گذاری مضامین توصیف و توضیح شبکه مضامین
۳- ترکیب و ادغام متن	۶- تدوین گزارش	تلخیص شبکه مضامین و بیان مختصر و صریح آن استخراج نمونه‌های جالب داده‌ها مرتبط کردن نتایج تحلیل با سوالات تحقیق و مبانی نظری نوشتن گزارش علمی و تخصصی از تحلیل‌ها

منبع: (عابدی جعفری و همکاران، ۱۳۹۰: ۲۲)

تحقیق نیز به شکل زیر قابل ترسیم است:



## ۲-۴) سوال پژوهش

– مؤلفه‌های تأمین‌کننده سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری کدامند؟

– وضعیت پیاده‌سازی این مؤلفه‌ها در بازارهای سرمایه ایران و ایالات متحده چگونه است؟

## ۶. تجزیه و تحلیل داده‌ها

و در فرآیند کدگذاری توصیفی، ۱۴۱ مورد کدگذاری انجام

گرفت که در قالب سی کد اولیه قابل آمارگیری بود. در جدول شماره یک این کدها و میزان فراوانی هرکد مشخص شده است. در مرحله بعد از تلفیق کدهای با مضمون مشابه، دوازده مضمون پایه

ایجاد گردید. به دلیل حجم بالای داده‌ها از ارائه همه داده‌ها خودداری شده و صرفاً نحوه استخراج یکی از مضامین پایه در قالب جدول شماره دو ارائه می‌شود. و در نهایت با دسته‌بندی مضامین پایه و انجام تعدیلات مربوطه، سه مضمون سازمان‌دهنده شناسایی گردید (جدول شماره ۳). نتیجه نهایی این فرآیند به صورت شبکه مضامین در نمودار شماره (۱) آمده است.

جدول شماره ۲- کدگذاری اولیه و میزان فراوانی هر کد

فراوانی کدها	کدهای اولیه	ردیف	فراوانی کدها	کدهای اولیه	ردیف
۵	ساختارها و کنترل‌های داخلی	۲۱	۱۴	حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران	۱
۱۰	تضاد منافع	۲۲	۶	افشای اطلاعات	۲
۱	حسابرسی	۲۳	۳	اعتماد سرمایه‌گذاران	۳
۱	شفافیت و تفکیک مسئولیت‌ها	۲۴	۹	توانایی مدیریت گردانندگان	۴
۲	ریزکاپی در سرمایه‌گذاری‌ها	۲۵	۱	سوء رفتار مدیران	۵
۳	معاملات مناسب و به موقع	۲۶	۶	حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران	۶
۲	معاملات با اشخاص وابسته	۲۷	۲	جلوگیری از خطای مدیران	۷
۲	کمیسیون‌ها و هزینه‌ها	۲۸	۱۱	انطباق با مقررات	۸
۳	بررسی موارد مشکوک	۲۹	۱۲	نظارت	۹
۳	بایگانی و نگهداری مدارک	۳۰	۱	عادلاته بودن معاملات	۱۰
۱	ارائه مدارک به نهاد ناظر	۳۱	۲	ارزشگذاری منصفانه	۱۱
۱	اعمال قانون	۳۲	۵	مدیریت ریسک	۱۲
۲	نیروی انسانی و توان فنی	۳۳	۱	متنوع‌سازی	۱۳
۱	منابع مالی	۳۴	۴	تدوین استانداردها	۱۴
۱	گزارش‌دهی	۳۵	۶	پذیرش	۱۵
۱	بیش معامله‌گری	۳۶	۳	همکاری‌های بین‌المللی	۱۶
۱	تعهد پذیرهنویسی	۳۷	۲	کسب مجوز	۱۷
۱	تخفیف کارمزد	۳۸	۲	الزامات عرضه عمومی	۱۸
۶	صداقت و امانت‌داری	۳۹	۱	تبادل اطلاعات	۱۹
			۳	جبران خسارت	۲۰

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول شماره ۳- استخراج مضامین پایه از کدهای اولیه

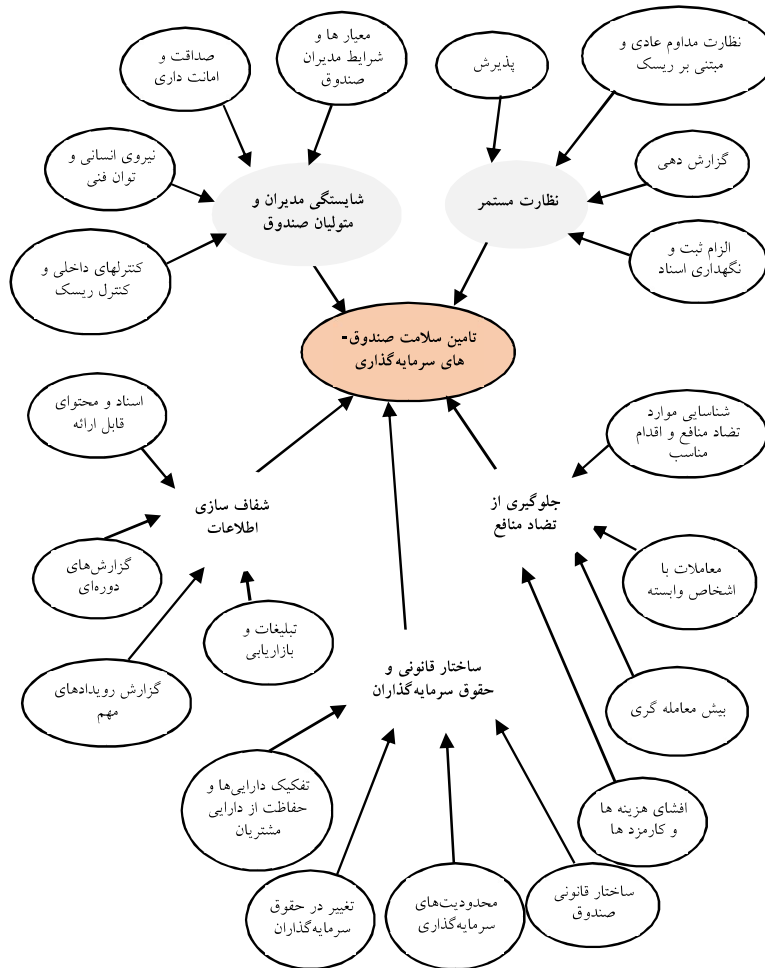
مضمون سازمان‌دهنده	مضامین پایه	کدهای اولیه و نقل قول‌های مرتبط با آن
جولوگیری از تضاد منافع	بیش معامله‌گری	تخفیف کارمزد ... مواردی چون تخفیف کارمزد و کمیسیون‌های غیرنقدی معایر با وظیفه حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران است.
		بیش معامله‌گری معاملات چرخشی، انجام معاملات اضافی به حساب مشتری برای دریافت کارمزد بیشتر
		معاملات مناسب و به‌موقع انجام معامله به شکل مناسب و تخصیص به موقع معاملات
	افشای هزینه‌ها و کارمزدها	کمیسیون‌ها و هزینه‌ها به طور کلی نهاد ناظر در مواردی چون کمیسیون‌ها و هزینه‌ها و ... نظارت دارد.
		افشای اطلاعات طرح‌های سرمایه‌گذاری مشترک مانند سایر ابزارهای سرمایه‌گذاری ملزم به افشای اطلاعات هستند.
	معاملات با اشخاص وابسته	معاملات با اشخاص وابسته نهاد ناظر در معاملات با اشخاص وابسته نظارت دارد.
		تعهد پذیرهنویسی موارد ممنوعیت افراد وابسته به شرکت سرمایه‌گذاری و متعهد پذیرهنویس آن به شرح ذیل است:
	تضاد منافع	تضاد منافع در جایی که تضاد منافع میان سرمایه‌گذار و اداره‌کنندگان طرح سرمایه‌گذاری مشترک وجود دارد، اولویت با منفعت سرمایه‌گذار است.
		حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران اداره‌کنندگان طرح سرمایه‌گذاری مشترک باید در راستای کسب بیشترین منافع برای سرمایه‌گذاران عمل کنند.

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول شماره ۴- کدهای اولیه، مضامین پایه و مضامین سازمان‌دهنده

مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه	کدهای اولیه
نظارت مستمر	الزام ثبت و نگهداری اسناد	بایگانی و نگهداری مدارک
	نظارت مداوم عادی و مبتنی بر ریسک	بررسی موارد مشکوک، ارائه مدارک به نهاد ناظر، اعمال قانون، جبران خسارت، تدوین استانداردها، نظارت، انطباق با مقررات، جلوگیری از خطای مدیران
	گزارش دهی	گزارش دهی، بایگانی و نگهداری مدارک، ارائه مدارک به نهاد ناظر، تبادل اطلاعات
	پذیرش	الزامات عرضه عمومی، کسب مجوز، پذیرش
استانداردهای شایستگی مدیران و متولیان صندوق	معیارها و شرایط مدیران	جلوگیری از خطا و سوء رفتار مدیران، توانایی مدیریت گردانندگان
	نیروی انسانی و توان فنی	نیروی انسانی و توان فنی، منابع مالی
	صداقت و امانت‌داری	ریز کاوی در انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها، صداقت و امانت‌داری، ارزش‌گذاری منصفانه، عادلانه بودن معاملات، حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران، اعتماد سرمایه‌گذاران
	کنترل‌های داخلی و کنترل ریسک	شفافیت و تفکیک مسئولیت‌ها، حسابرسی، ساختارها و کنترل‌های داخلی، مدیریت ریسک، متنوع سازی
جلوگیری از تضاد منافع	بیش معامله‌گری	تخفیف کارمزد، بیش معامله‌گری، معاملات مناسب و به موقع
	افشای هزینه‌ها و کارمزدها	کمیسیون‌ها و هزینه‌ها، افشای اطلاعات
	معاملات با اشخاص وابسته	معاملات با اشخاص وابسته، تعهد پذیره نویسی
	تضاد منافع	تضاد منافع، تخفیف کارمزد، حداکثرسازی منافع سرمایه‌گذاران، بیش معامله‌گری، معاملات با اشخاص وابسته

منبع: یافته‌های پژوهش



نمودار شماره ۱- شبکه مضامین تأمین سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری

### ۶. بررسی و مقایسه مضامین در ایران و ایالات متحده

پیش از ورود به بحث مضامین، می‌بایست توضیح کوتاهی در خصوص ساختار مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایالات متحده و ایران ارائه گردد. در ایالات متحده مدیر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یک مشاور سرمایه‌گذاری است که تحت قانون مشاورین سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ ثبت شده باشد. در ایران مطابق اساسنامه، مدیر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد. در عمل سازمان بورس و اوراق

بهادار، صرفاً به نهادهای داری مجوز سبگردانی، تأییدیه مدیریت صندوق را می‌دهد. بنابراین مدیر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یک شرکت سبگردان یا کارگزار یا تأمین سرمایه می‌تواند باشد؛ که دو گزینه آخر به اعتبار مجوز سبگردانی امکان پذیرش سمت مدیریت صندوق را دارا می‌باشند و لذا در مقام مقایسه، هرچا مشاور سرمایه‌گذاری در قوانین و مقررات ایالات متحده آمده با شرکت سبگردان در ایران مقایسه گردیده است.

نکته‌ای که در این خصوص می‌بایست توجه داشت این‌که در قوانین ایالات متحده، ثبت مشاور سرمایه‌گذاری تحت قانون مشاورین سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ جهت پذیرش سمت مدیریت صندوق الزامی است و لذا کلیه قوانین و مقررات ساری و جاری در خصوص مشاورین سرمایه‌گذاری، خودبخود در خصوص مدیر صندوق سرمایه‌گذاری معتبر است. اما در ایران در مقررات مربوطه، الزام داشتن مجوز سبگردانی برای پذیرش سمت مدیریت صندوق تصریح نشده است؛ زیرا قدمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیش از شرکت‌های سبگردان است و در زمان تاسیس اولین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک هنوز دستورالعمل تاسیس و فعالیت سبگردان ابلاغ نشده بود؛ بنابراین قوانین و مقررات مترتب بر شرکت‌های سبگردان خودبخود به مدیر صندوق تسری نمی‌یابد و این مسئله، باعث می‌شود بسیاری از مقررات مربوط به سبگردان که رعایت آن برای مدیر صندوق هم ضروری است، در حوزه صندوق‌ها مسکوت گذاشته شود. با توجه به اینکه سازمان بورس و اوراق بهادار صرفاً به شرکت‌های دارای مجوز سبگردانی، تأییدیه مدیریت صندوق را ارائه می‌دهد، در این پژوهش، دستورالعمل‌ها و مقررات مربوط به سبگردانی نیز بررسی شده است.

در ادامه پژوهش، مضمون‌های ترسیم‌شده در نمودار شماره یک به طور جداگانه بحث و بررسی می‌شود. این مضمون‌ها عبارتند از: استانداردهای شایستگی مدیران و متولیان صندوق، نظارت مستمر و جلوگیری از تضاد منافع.

#### ۶-۱. استانداردهای شایستگی مدیران و متولیان صندوق

##### ۶-۱-۱. معیارها و شرایط مدیران صندوق

در ایالات متحده به منظور فعالیت به عنوان اداره‌کننده صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، شخص باید به عنوان مشاور سرمایه‌گذاری تحت بخش ۲۰۳ از قانون مشاورین

ثبت شود. بدین منظور پرسش‌نامه‌ای توسط متقاضی شامل اطلاعات تحصیلی و سوابق شغلی، برنامه‌های مدنظر، صورت‌های مالی پیشین و سایر اطلاعات تخصصی می‌بایست پر شود. در این ماده به صراحت از عدم ثبت افراد متخلف و دارای سوء پیشینه صحبت شده است.

همچنین بخش ۹ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری، افرادی که نمی‌توانند در شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری سمت داشته باشند را معرفی کرده است که عمدتاً ناشی از تخلفات و قانون شکنی می‌باشد.

در ایران مطابق ماده ۳۸ اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدیر باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده و توسط مجمع صندوق انتخاب گردد. در این ماده شرایط مدنظر سازمان بورس به منظور تأیید مدیر صندوق برشمرده نشده است اما نگاهی به مدیران صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری موجود نشان می‌دهد مدیر صندوق صرفاً از میان شرکت‌های کارگزاری دارای مجوز سبدگردانی، سبدگردان و یا تأمین سرمایه انتخاب شده است.

برای دریافت مجوز هر یک از شرکت‌ها می‌بایست پرسش‌نامه‌ای مشابه بالا پر شود. مطابق ماده ۴ دستورالعمل تاسیس و فعالیت سبدگردان، مجوز این شرکت‌ها به افرادی که دارای پیشینه کیفری و یا تخلفاتی موثر باشند داده نمی‌شود. همچنین داوطلبین سمت مدیرعاملی و عضویت در هیئت مدیره باید طبق دستورالعمل مربوطه صلاحیت لازم را داشته باشند. مطابق همین ماده طرح تجاری، اهداف، برنامه‌ها و صورت‌های مالی پیش‌بینی‌شده، می‌بایست به صورت معقول و متناسب به سازمان اعلام گردد.

عنوان	ایالات متحده	ایران
مدیر صندوق	دارای مجوز مشاور سرمایه‌گذاری	دارای مجوز سبدگردانی (کارگزاری، سبدگردان و تأمین سرمایه)
ارائه سوابق موسسین، برنامه‌ها و اهداف	بله	بله
ارائه مجوز به افراد متخلف و داری سوء پیشینه	خیر	خیر

## ۲-۱-۶. صداقت و امانت‌داری

دادگاه عالی ایالات متحده، در تفسیر قانون مشاورین، یک استاندارد امانت‌داری به منظور هدایت بهتر فعالیت‌های اداره کنندگان صندوق‌ها (مشاورین سرمایه‌گذاری)، در نظر گرفته است. «وظیفه امانت‌داری (fiduciary standard)»، با تکیه بر قوانین ضدتقلب در بخش دوپست‌وشش‌ام قانون مشاورین، قابل اجراست. وظیفه امانت‌داری، مشاوران سرمایه‌گذاری را ملزم به در راستای کسب بیشترین منافع برای مشتریان‌شان شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی که اداره‌کننده آن هستند، می‌نماید. طبق این اصل، اداره‌کنندگان صندوق‌ها در برابر مشتریان خود مسئول وفاداری، صداقت، افشای کامل اطلاعات مورد نیاز و جلوگیری از ایجاد تضاد منافع هستند.

در ایران در تبصره ۲ ماده ۳۸ اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدیر در قبال دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری موظف است با رعایت مفاد این اساسنامه و مقررات، همواره صرفه و صلاح آن‌ها را رعایت کند.

همچنین مطابق ماده ۶۸ اساسنامه، چنانچه به هر دلیلی بین منافع سرمایه‌گذاران با منافع مدیر، مدیر ثبت، حسابرس، متولی و ضامن نقدشوندگی تعارض پیش آید، تأدیة حقوق سرمایه‌گذاران بر تأدیة حقوق افراد یادشده مقدم خواهد بود.

عنوان	ایالات متحده	ایران
منبع استخراج وظیفه امانت‌داری	بخش ۲۰۶ قانون مشاورین	تبصره ۲ ماده ۳۸ و ماده ۶۸ اساسنامه
مسئولیت	کسب بیشترین منافع، وفاداری، صداقت، افشای کامل اطلاعات	رعایت صرفه و صلاح، تقدم تأدیة حقوق سرمایه‌گذاران بر سایرین

## ۳-۱-۶. نیروی انسانی و توان فنی

در ایالات متحده در قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری و قانون مشاورین، شروطی به عنوان بخشی از شرایط پذیرش، که وجود منابع انسانی یا تکنولوژیکی خاصی را الزامی کنند، وجود ندارد.

در ماده ۴۰ اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، از وظایف مدیر اختصاص حداقل چهل مترمربع فضای مناسب اداری با امکانات و تجهیزات لازم می‌باشد. همچنین مطابق ماده ۳۹ اساسنامه، مدیر می‌بایست حداقل سه نفر شخص حقیقی خبره در زمینه مرتبط با سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار را به عنوان «گروه مدیران سرمایه‌گذاری» صندوق معرفی نماید تا از طرف مدیر و به مسئولیت وی وظایف مربوطه را به انجام رسانند.

عنوان	ایالات متحده	ایران
نیروی انسانی	الزامات خاصی وجود ندارد.	معرفی سه نفر شخص حقیقی خبره به عنوان مدیران سرمایه‌گذاری
امکانات و تجهیزات	الزامات خاصی وجود ندارد.	اختصاص حداقل ۴۰ متر مربع فضای اداری با تجهیزات لازم.

#### ۴-۱-۶. سیستم‌های کنترل داخلی و کنترل ریسک

در مقررات ایالات متحده، اگرچه، الزامات صریح و روشنی برای مشاورین سرمایه‌گذاری در رابطه با به کار بستن کنترل‌های داخلی و مدیریت ریسک وجود ندارد اما مجموعه‌ای از الزامات به صورت مستمر در خصوص پیاده‌سازی برنامه‌ای برای انطباق با اصول مربوطه، بر مشاورین سرمایه‌گذاری اعمال می‌شود. بر اساس قانون مشاورین ۲۰۰۶ (۴)-۷ مشاورین سرمایه‌گذاری باید سیاست‌ها و فرایندهای اجرایی مکتوب برای انطباق با قوانین داشته باشند که به صورت منطقی برای جلوگیری از وقوع تخلف در اجرای قانون مشاوران طراحی شده باشد. همچنین می‌بایست به صورت سالانه بر کارآمدی و کفایت این سیاست‌ها و فرایندها نظارت انجام شود و یک مدیر اجرایی ارشد برای انطباق با قوانین و مقررات تعیین گردد. در راستای اجرای این قانون، کمیسیون بورس و اوراق بهادار انتظارات خود را از حداقل‌های سیاست‌های انطباق با قوانین و فرایندهای اجرایی آن، با جزئیات بیان کرده است. این امر شامل فرایند مدیریت سبد سرمایه‌گذاری، شیوه معاملات، معاملات اختصاصی، شفاف سازی برای مشتری، حفاظت از دارایی‌های مشتری، نگهداری اسناد و مدارک، بازاریابی و ارزش‌گذاری می‌شود. مسئولان کمیسیون بورس و اوراق بهادار اعتقاد دارند که در عمل، بسیاری از الزامات کنترل‌های داخلی و مدیریت ریسک، توسط پیاده‌سازی قانون انطباق توسط مشاورین سرمایه‌گذاری در کنار قوانینی نظیر قانون امانت‌داری و ثبت مدارک و اسناد، پوشش داده می‌شود.

در ایران در ماده ۴۸ اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ذیل وظایف و مسئولیت‌های حسابرس دو مورد زیر برشمرده شده است:

الف) بررسی اصول و رویه‌های کنترل داخلی مدیر و متولی در اجرای وظایف مذکور در اساسنامه و اظهارنظر در خصوص کفایت یا ضعف این اصول و رویه‌ها و ارائه راه‌حل‌های پیشنهادی برای رفع نقایص احتمالی؛

ب) بررسی به منظور اطمینان از اینکه اصول و رویه‌های کنترل داخلی طراحی شده برای اجرای وظایف مدیر، مدیر ثبت و متولی، در عمل رعایت می‌شود و تهیه گزارش لازم در این خصوص علی‌رغم اینکه در زمره مسئولیت‌های مدیر و متولی صندوق سخنی از تدوین و اجرای رویه‌های کنترل داخلی به میان نیامده، اما لزوم گزارش‌دهی و اظهارنظر توسط حسابرس، می‌تواند الزامی برای مدیر و متولی ایجاد نماید. هرچند که در خصوص چگونگی تدوین، دامنه، پیاده‌سازی و سایر جزئیات مربوطه هیچ دستورالعمل یا الزام صریحی وجود ندارد.

عنوان	ایالات متحد	ایران
تصریح بعنوان سیستم‌های کنترل داخلی	وجود ندارد.	وجود ندارد.
آنچه در عمل وجود دارد	برنامه انطباق با قوانین و مقررات	گزارش حسابرس حاوی کفایت رویه‌های کنترل داخلی و میزان اجرای آن
اجراکننده	مدیر اجرایی ارشد در شرکت مشاور سرمایه‌گذاری	مدیر و متولی
مرجع تدوین جزئیات و استانداردها	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	وجود ندارد
میزان توجه به جزئیات و سختگیری در تدوین استاندارد مزبور	بسیار بالا	وجود ندارد

## ۲-۶. نظارت مستمر

### ۲-۶-۱. پذیرش

قانون مشاورین، مشاوران سرمایه‌گذاری را ملزم به ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار و افشای اطلاعات در فرم‌های مخصوص می‌نماید. مشاور سرمایه‌گذاری عموماً یک نسخه از این فرم افشای اطلاعات را در اختیار مدیریت صندوق قرار می‌دهد. همچنین این فرم، در دسترس عموم هم قرار می‌گیرد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و اوراق بهاداری که منتشر می‌کنند، هر دو پیش از انتشار باید به ثبت برسند.

صندوق‌ها باید تحت قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ و اوراق بهادار آن‌ها تحت قانون اوراق بهادار به ثبت برسند. مدارک ثبت برای صندوق‌ها شامل سه بخش است:

(۱) امیدنامه، شامل اطلاعات مهم برای تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران در رابطه با سرمایه‌گذاری در صندوق؛

(۲) ضمیمه یادداشتهای توضیحی شامل اطلاعاتی که در عین مهم بودن، نسبت به اطلاعاتی که در امیدنامه آمده، برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از اهمیت کمتری برخوردار است؛

(۳) سایر اطلاعات و مدارک از جمله بیانیه ثبت که شامل قراردادهای کاری مثل قرارداد مشاورین و هر گونه قرارداد دیگر می‌باشد.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار بیانیه‌های ثبت تمام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، از جمله اصلاحات بعدی انجام‌گرفته را برای اطمینان از شفاف‌سازی‌های لازم، بررسی می‌کند. در این بررسی‌ها تمرکز کمیسیون بورس و اوراق بهادار بر انطباق با تمام الزامات شفاف‌سازی و افشای زیر می‌باشد:

\* شفاف‌سازی در رابطه با هزینه‌ها و پاداش‌ها؛

\* افشای اطلاعات مربوط به سیاست‌های سرمایه‌گذاری و ریسک‌های مرتبط با آن،

\* نقش مشاورین سرمایه‌گذاری و سایر ارائه‌دهندگان خدمات.

در ایران مطابق ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از تاریخ ثبت دارای شخصیت حقوقی بوده و سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف به ثبت این صندوق‌ها می‌باشد.

در ایران دو مدرک عمده که توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری افشا می‌گردد شامل اساسنامه و امیدنامه است. اساسنامه عمدتاً به توضیح چارچوب‌های اداره صندوق، تعریف و وظایف ارکان، پذیرهنویسی، تشریفات معاملات و مسائلی از این دست می‌پردازد. اما در امیدنامه عمدتاً اهداف

و استراتژی‌های صندوق، نصاب‌های سرمایه‌گذاری، ریسک‌های موجود و هزینه‌های صندوق مورد توجه قرار می‌گیرد.

مطابق بند ۱ امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، این صندوق‌ها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت رسیده و تحت نظارت آن می‌باشد. اساسنامه و امیدنامه این صندوق به تصویب مجمع صندوق رسیده و نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت شده است. همچنین بر اساس تبصره ماده ۵ اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدیر صندوق باید پس از ثبت صندوق نزد مرجع ثبت شرکت‌ها، با ارایه مدارک مربوطه، صندوق را نزد سازمان نیز به عنوان نهاد مالی به ثبت رسانده و مجوز فعالیت آن را از سازمان دریافت نماید.

افشای کلیه هزینه‌های سرمایه‌گذاری در صندوق از جمله کارمزد ارکان در بند ۹ امیدنامه صورت پذیرفته است.

عنوان	ایالات متحده	ایران
ثبت مدیر صندوق نزد نهاد ناظر و ارائه اطلاعات به آن	بله	بله
افشای اطلاعات مدیر صندوق برای عموم	بله	خیر
ثبت صندوق سرمایه‌گذاری مشترک نزد نهاد ناظر	بله	بله
مدارک لازم برای ثبت	امیدنامه، ضمیمه یادداشت‌های توضیحی، بیانیه ثبت	امیدنامه و اساسنامه
افشای هزینه‌های صندوق و کارمزدها	در بیانیه ثبت انجام می‌شود.	در امیدنامه انجام می‌شود.

## ۲-۶. نظارت مداوم عادی و مبتنی بر ارزیابی ریسک

دفتر بررسی و نظارت انطباق با مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار، سیستم نظارتی را به کار می‌گیرد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و مشاوران سرمایه‌گذاری آن‌ها را نیز تحت پوشش قرار می‌دهد. این برنامه بخشی از برنامه نظارتی مشاورین سرمایه‌گذاری است. این سیستم‌های نظارتی در درجه اول برای تشخیص اینکه آیا صندوق‌ها و اداره‌کنندگان آن‌ها همچنان استانداردهای شایستگی را رعایت می‌کنند یا نه، همچنین آیا فعالیت‌ها و فرایندهای اجرایی آن‌ها مطابق با قوانین و مقررات اوراق بهادار فدرال هست یا نه و همینطور

برای در جریان قرار گرفتن کمیسیون بورس و اوراق بهادار و عوامل آن از تغییرات پیشرفت‌های صنعت، به کار گرفته می‌شوند.

کارشناسان برآورد ریسک بخش مدیریت سرمایه‌گذاری کمیسیون بورس و اوراق بهادار، نظارت مستمری را بر منتخبی از بزرگترین مدیران دارایی که بر اساس فاکتورهای خاصی از ریسک انتخاب شده‌اند اعمال می‌کند. کارشناسان برآورد ریسک بخش مدیریت سرمایه‌گذاری، مدیران ارشد این شرکتها و اعضای هیئت مدیره صندوقها را متعهد به شفاف‌سازی‌های مستمر در مورد ریسک‌های بازار و همچنین ریسک‌های عملیاتی می‌نمایند. علاوه بر بررسی‌های انجام شده در فرایندهای ارزیابی ریسک توسط دفتر بررسی و نظارت انطباق با مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار، این نهاد همچنین بررسی‌هایی بر روی عوامل شکایات، نقطه نظرات، گزارش‌های رسانه‌ها و یا سایر اطلاعاتی که وقوع تخلف را محتمل می‌دانند و با تکیه بر معاملات و رویدادهایی که می‌توانند محرک وقوع موارد نگران‌کننده باشند، انجام می‌دهد.

در ایران، مطابق ماده ۳۰ دستورالعمل تاسیس سیدگردان، سازمان می‌تواند به صورت ادواری یا در مواقع لزوم، مدارک و هرگونه مستندات سیدگردان و هرگونه اماکن متعلق به سیدگردان یا تحت اختیار یا کنترل وی را با اهداف زیر مورد بازرسی قرار دهد یا ارائه اطلاعات، مدارک و گزارش‌هایی را از سیدگردان درخواست نماید. اهم اهداف سازمان در بازرسی‌های پیش‌گفته عبارتند از: اطمینان از تهیه و نگهداری اسناد، مدارک، گزارش‌ها و دفاتر مالی مطابق قوانین و مقررات، اطمینان از انطباق عملکرد سیدگردان با قرارداد سیدگردان و مقررات مربوطه، اطمینان از حفظ شرایط تعیین‌شده برای تاسیس و فعالیت سیدگردان، بررسی شکایات و اعتراضات رسیده از سوی مشتری یا افراد دیگر، بررسی تخلفات احتمالی سیدگردان و تهیه گزارش‌ها، اسناد و مدارک برای سایر نهادهای ذیصلاح.

عنوان	ایالات متحده	ایران
مرجع نظارت و بازرسی عادی	دفتر بررسی و نظارت انطباق با مقررات کمیسیون بورس و اوراق	اداره بازرسی نهادهای مالی سازمان بورس و اوراق بهادار
مرجع نظارت مبتنی بر ریسک	دپارتمان برآورد ریسک بخش مدیریت سرمایه‌گذاری کمیسیون بورس و اوراق بهادار	وجود ندارد

### ۳-۲-۶. گزارش دهی:

تبصره «ع» ماده ۳۰ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را ملزم به ارائه گزارش‌های سالانه و میان‌دوره‌ای (حداقل شش‌ماهه) به سهامداران می‌نماید. طبق قوانین کمیسیون بورس و اوراق بهادار، این گزارش‌ها باید ظرف شصت روز پس از اتمام دوره ارائه شود. این گزارش‌ها باید شامل جزئیات اطلاعات مربوط به شرایط مالی صندوق (ترازنامه و صورت سود و زیان)، تغییرات در خالص دارایی‌ها، میزان و ارزش هر یک از اوراق بهادار تحت تملک و میزان پاداش پرداختی به هریک از مدیران، مشاوران و یا وابستگان ایشان باشد.

همچنین اطلاعات مربوط به مدیریت و سازمان باید در فرم مخصوص مشاورین سرمایه‌گذاری شرح داده شود. مشاورین سرمایه‌گذاری باید اطلاعات را از طریق فرآیند اصلاح بی‌درنگ موارد نادرست، به روز نگه دارند. هر صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ملزم به به‌روز نگه داشتن امیدنامه خود که شامل اطلاعات مربوط به مدیریت و سازمان است، می‌باشد.

در ایران مطابق ماده ۵۸ اساسنامه، مدیر موظف است اطلاعات متنوعی را در تارنمای صندوق منتشر کند که اهم آن عبارتند از: متن کامل اساسنامه و امیدنامه صندوق و به‌روزرسانی آن بلافاصله پس از ثبت هرگونه تغییرات آن نزد سازمان، گزارش عملکرد و صورت‌های مالی صندوق در دوره‌های سه ماهه، شش ماهه، نه ماهه و سالانه، حداکثر ظرف مدت بیست روز کاری پس از پایان هر دوره.

مطابق تبصره ۴ این ماده، گزارش‌های شش‌ماهه و سالانه باید توسط موسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، حسابرسی گردد.

همچنین مطابق مصوبه مورخ ۱۳۹۶/۸/۳ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری موظفند به صورت ماهیانه نسبت به افشای جزئیات پرتفوی سرمایه‌گذاری خود اقدام نمایند.

عنوان	ایالات متحده	ایران
الزام گزارش‌های دوره‌ای	شش ماهه	سه ماهه
زمان لازم جهت ارائه گزارش	حداکثر ۶۰ روز	حداکثر ۲۰ روز
الزام افشای مبالغ پرداختی به هریک از مدیران، مشاوران و وابستگان ایشان در گزارش‌های دوره‌ای	وجود دارد	وجود ندارد
الزام به روز رسانی امیدنامه در هنگام تغییرات (به ویژه مدیریتی)	وجود دارد	وجود دارد

#### ۶-۲-۴. نگهداری اسناد و مدارک

بخش ۳۱ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری، قانون مشاورین و سایر قوانین مرتبط با کمیسیون بورس و اوراق بهادار، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و مشاورین سرمایه‌گذاری را موظف به حفظ و نگهداری جزئیات و سوابق می‌کند. تمام سوابق و مستندات می‌توانند در هر زمانی مورد بررسی کمیسیون بورس و اوراق بهادار قرار گیرند.

مطابق ماده ۴۰ اساسنامه، جمع‌آوری و نگهداری کلیه مدارک مثبت مربوط به وقایع مالی صندوق، ثبت وقایع مالی صندوق طبق اصول، رویه‌ها و استانداردهای حسابداری و دستورالعمل‌های ابلاغی توسط سازمان از وظایف مدیر می‌باشد. مطابق تبصره ۳ ماده مزبور مدیر صندوق باید مدارک مثبت وقایع مالی هر سال مالی صندوق را به مدت حداقل ده سال پس از پایان آن سال مالی به صورت کاغذی یا داده پیام الکترونیکی موضوع قانون تجارت الکترونیک نگهداری نماید و پس از پایان این مدت مسئولیتی در قبال نگهداری و ارایه این مدارک نخواهد داشت.

عنوان	ایالات متحده	ایران
استناد قانونی نگهداری اسناد و مدارک	بخش ۳۱ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری	ماده ۴۰ اساسنامه
مدت زمان لازم نگهداری اسناد و مدارک	نامحدود	۱۰ سال

#### ۳-۶. جلوگیری از تضاد منافع

##### ۳-۶-۱. شناسایی موارد تضاد منافع و اقدام مناسب

در قوانین و مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار، به تفصیل، قواعد مرتبط با تضاد منافع وجود دارد. برخی از این تضادها ممنوع شده اند (به عنوان مثال برخی معاملات میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و وابستگان آنها یا مشاورین سرمایه‌گذاری)، برخی منوط به کسب تأییدیه از جانب سهامداران هستند (مانند اصلاحیه‌هایی بر طرح توزیع به منظور افزایش میزان هزینه صرف شده در بخش بازاریابی یا توزیع)، برخی مستلزم بررسی مستقل یا کسب تأیید از جانب اعضای هیئت مدیره صندوق، علی‌الخصوص مدیران مستقل، می‌باشند. قوانین کمیسیون بورس و اوراق بهادار، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مشاوران سرمایه

گذاری آن‌ها و همچنین متعهد پذیرهنویس را ملزم به اتخاذ کدهای اخلاقی حاکم بر خرید و فروش شخصی اوراق بهادار کارمندان خود می‌کند.

همچنین در بخش ۲۰۶ قانون مشاورین، معاملات ممنوع برای مشاورین سرمایه‌گذاری لیست شده است که از آن جمله می‌توان به بند ذیل اشاره کرد:

«ذی‌نفع بودن در معاملات مشتری، به صورت عامدانه طرف معامله با مشتری قرار گرفتن یا انجام کارگزاری برای مشتری دیگری و خرید یا فروش سهام مشتری تحت مشاوره برای آن مشتری ثانویه بدون افشای کتبی این موضوع برای مشتری تحت مشاوره و کسب رضایت وی».

و در نهایت تصریح شده است که کلیه موارد تضاد منافع باید افشا شود.

در مقررات ایران بحث تضاد منافع بسیار کلی و بدون ورود به جزئیات مطرح شده است؛ از جمله می‌توان به ماده ۶۹ اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اشاره کرد که بر اساس آن چنان‌چه به هر دلیلی بین منافع سرمایه‌گذاران با منافع مدیر، مدیر ثبت، حسابرس، متولی و ضامن نقدشوندگی تعارض پیش آید، تأدیة حقوق سرمایه‌گذاران بر تأدیة حقوق افراد یادشده مقدم خواهد بود.

در همین راستا، ماده ۱۴ دستورالعمل تاسیس و فعالیت سبذگردان بیان می‌دارد در شرایط وجود تضاد منافع بین سبذگردان و مشتری وی، اولویت با منافع مشتری خواهد بود.

در ماده ۲۹ این دستورالعمل، سبذگردان موظف است ۱۶ بند مصرح این ماده را در تارنمای خود افشا کند که از آن جمله می‌توان به موارد ذیل اشاره کرد:

- تضاد منافی که ممکن است به دلیل ارائه خدمات مختلف بین منافع سبذگردان با اشخاص وابسته و کارکنان وی با مشتریان به وجود آید و راه‌های کنترل این تضاد منافع را افشا سازد.

- هرگونه رابطه تجاری اساسی که سبذگردان با دیگران دارد و با خدمات سبذگردانی و سایر خدماتی که سبذگردان ارائه می‌دهد در تضاد است (نظیر توافق با یک یا چند کارگزاری برای انجام معاملات اوراق بهادار به نام مشتریان از طریق آن‌ها)

- هرگونه منفعی که به استثنای کارمزد دریافتی از مشتری در نتیجه سبذگردانی نصیب سبذگردان می‌شود. (نظیر دریافت بخشی از کارمزد کارگزاری که واسطه معاملات مشتریان سبذگردان می‌شود.)

همچنین به طور کلی به رعایت صرفه و صلاح مشتریان در تصمیم‌گیری اشاره شده است؛ ازجمله در تبصره ۲ ماده ۳۸ اساسنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مدیر در قبال دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری موظف است همواره صرفه و صلاح آن‌ها را رعایت کند.

عنوان	ایالات متحده	ایران
نحوه برخورد با موارد تضاد منافع	ممنوعیت، کسب تأییدیه از جانب سهامداران، کسب تأییدیه اعضای مستقل هیئت مدیره	اولویت منافع سرمایه‌گذاران در شرایط تضاد منافع
تصریح به الزام اتخاذ کدهای اخلاقی توسط مدیران و پرسنل صندوق	بله	خیر
شناسایی موارد تضاد منافع	بخش ۲۰۶ قانون مشاورین	ماده ۲۹ دستورالعمل تاسیس و فعالیت سبذگردانی
افشای موارد تضاد منافع	بله	بله

#### ۶-۳-۲. معامله با اشخاص وابسته

مطابق ماده ۱۷ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری، برای افراد وابسته به شرکت سرمایه‌گذاری ثبت‌شده یا متعهد پذیرهنویس آن موارد ذیل ممنوع است:

- ۱) آگاهانه به شرکت یا شرکت‌های تحت کنترل آن سهام بفروشد.
- ۲) آگاهانه از شرکت یا شرکت‌های تحت کنترل آن سهام خریداری نماید.
- ۳) از شرکت یا شرکت‌های تحت کنترل آن پول یا دارایی دیگری قرض نماید.
- ۴) برخلاف مقررات به آن شرکت یا شرکت‌های تحت کنترل پول یا دارایی قرض دهد.
- ۵) واسطه‌گری و دریافت هرگونه وجهی از هر منبعی برای فروش هرگونه دارایی شرکت یا شرکت‌های تحت کنترل.
- ۶) ایفای نقش کارگزار و دریافت هرگونه وجهی در فروش اوراق بهادار شرکت یا شرکت‌های تحت کنترل.

در ایران، مطابق ماده ۲۷ دستورالعمل تاسیس و فعالیت سبذگردان در صورتی که سبذگردان، ورقه بهادار خاصی را به نام مشتری خود خرید، فروش یا نگهداری می‌کند در حالی که (الف) شرکت سبذگردان یا اشخاص وابسته به آن یا (ب) کارکنان سبذگردان یا اشخاص وابسته به آن‌ها، در آن ورقه بهادار ذینفع محسوب می‌شوند و سبذگردان از این موضوع مطلع بوده یا مطلع شود، آن‌گاه سبذگردان موظف است بلافاصله کارکنانی که وظیفه سبذگردانی برای مشتریان را به عهده دارند، از این امر مطلع نموده، طی گزارش‌هایی که حداقل هر ماه تهیه می‌شوند، حسابرس و امین خود را از این موضوع مطلع نماید و در گزارش‌های دوره‌ای برای مشتری موضوع را افشا نماید.

همچنین مطابق تبصره ماده ۳۳ این دستورالعمل، بازرس قانونی و حسابرس شرکت ملزم است در خصوص رعایت ماده فوق‌الذکر اظهارنظر نماید. مطابق بند ۳ این تبصره، می‌بایست در خصوص رعایت صرفه و صلاح مشتریان در حد عرف در صورت ذینفع بودن سبذگردان یا کارکنان آن اظهارنظر نماید.

عنوان	ایالات متحده	ایران
خرید/ فروش سهام کارکنان و افراد وابسته با صندوق	به صراحت غیرمجاز	مسکوت
ایفای نقش کارگزار و دریافت هرگونه وجهی در فروش اوراق بهادار	به صراحت غیرمجاز	مسکوت
استخدام مدیر یا کارکنان به عنوان کارگزار	به صراحت غیرمجاز	مسکوت

### ۳-۳-۶. بیش معامله‌گری

بر اساس اصل امانت‌داری، مشاوران سرمایه‌گذاری ملزم به ارائه بهترین عملکرد خود در قبال مشتریان که شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است، می‌باشند. شیوه معاملاتی که در حساب‌های تحت کنترل مشاورین سرمایه‌گذاری انجام می‌شود باید عادلانه و منطقی و در زمان مناسب انجام شده باشد. مقررات ضد تقلب نظیر مقرر 15 7-1 کمیسیون بورس و اوراق بهادار در خصوص معاملات گردشی اعمال می‌شوند. همچنین تشکلهای خود انتظام (مانند انجمن مقررات‌گذاری صنعت مالی<sup>۱</sup> (FINRA)) معاملات گردشی و بیش معامله‌گری

1. Financial Industry Regulatory Authority

که توسط کارگزار معامله گران از جانب مشتریان از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، به منظور کسب کارمزد بیشتر انجام می‌شود را ممنوع اعلام کرده‌اند.

در ایران، دستورالعمل پیشگیری از معاملات غیرمعمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری با هدف جلوگیری از معاملات بیش از حد توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری به قصد کارمزدسازی برای کارگزار صندوق تدوین و ابلاغ شده است. در دستورالعمل مزبور، محاسبه کارمزد معاملات صندوق با بازده صندوق ارتباط پیدا کرده است؛ به این معنا که چنانچه معامله بیش از حد معمول صورت گرفته باشد و بازدهی صندوق کمتر از شاخص برسد، کارمزد معاملات به طور کامل به کارگزار پرداخت نمی‌شود.

عنوان	ایالات متحده	ایران
نظر مقام ناظر در خصوص بیش‌معامله‌گری	ممنوع است	موجب کاهش کارمزد کارگزاری می‌شود
استناد قانونی مقام ناظر	مقررات ضدتقلب	دستورالعمل پیشگیری از معاملات غیرمعمول صندوق‌های سرمایه‌گذاری

#### ۶-۳-۴. افشای هزینه‌ها و کارمزدها

بخش ۱۵ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری اشعار می‌دارد که قرارداد مشاور سرمایه‌گذاری می‌بایست الزاماً مکتوب بوده و به تأیید اکثریت مجمع برسد. لازم است کلیه دستمزدها و پاداش قابل پرداخت به صورت دقیق و جزئی در این قرارداد مشخص باشد.

در ایران مطابق ماده ۹ امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، هزینه‌های سرمایه‌گذاری در صندوق به دو بخش تقسیم می‌شود. بخشی از این هزینه‌ها از محل دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شود و بدین علت، خالص ارزش دارایی‌های صندوق کاهش می‌یابد. بخش دیگر از این هزینه‌ها، مستقیماً از سرمایه‌گذار اخذ می‌شود.

مطابق ماده ۵۶ اساسنامه، عمده هزینه‌هایی که از محل دارایی‌های صندوق قابل پرداخت هستند صرفاً عبارتند از کارمزد ارکان، کارمزد معاملات، مالیات، هزینه‌های صندوق.

همچنین کارمزد ارکان به تفکیک در امیدنامه قید شده و به اطلاع عموم می‌رسد.

عنوان	ایالات متحد	ایران
تأیید مجمع برای انتخاب مدیر	بله	بله
تأیید مجمع برای قرارداد مدیر	بله	تأیید صورت‌های مالی در مجمع سالیانه
افشای جزئیات دستمزدهای مدیران، مشاوران و وابستگان	بله	در خصوص کارمزد ارکان بله

### ۷. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، مؤلفه‌های تأمین‌کننده سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مقایسه آن میان ایران و ایالات متحده بررسی گردید. البته در تفسیر نتایج، باید به محدودیت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران توجه داشت. انتخاب پرتفوی اوراق بهادار این صندوق‌ها در کشورهای اسلامی به ویژه ایران با محدودیت‌هایی روبرو است؛ این صندوق‌ها ضمن رعایت فقه اسلامی باید به گونه‌ای طراحی شوند که از سوددهی مطلوب و اقبال عمومی نیز برخوردار باشند.

سه مضمون اصلی شناسایی شده در این پژوهش که منجر به تأمین سلامت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران می‌گردد، عبارتند از: استانداردهای شایستگی مدیران و متولیان صندوق، نظارت مستمر و جلوگیری از تضاد منافع.

در مضمون استانداردهای شایستگی مدیران و متولیان صندوق، چهار مضمون فرعی معیارها و شرایط مدیر صندوق، صداقت و امانت‌داری، نیروی انسانی و توان فنی و نهایتاً سیستم‌های کنترل داخلی و کنترل ریسک مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله نشان می‌دهد در مضامین فرعی اول و دوم فوق‌الذکر شرایط مشابهی بر قوانین و مقررات دو کشور برقرار است. در بخش نیروی انسانی و توان فنی، در مقررات ایران به جزئیات توجه بیشتری شده است؛ حال آنکه در زمینه کنترل‌های داخلی و کنترل ریسک مقررات ایالات متحده از جزئیات بسیار بیشتر برخوردار بوده و ساختار پیاده‌سازی مستحکم و دقیقی ارائه می‌دهد.

در مضمون نظارت مستمر، چهار مضمون فرعی پذیرش، نظارت مداوم عادی و مبتنی بر ریسک، گزارش‌دهی و نگهداری اسناد و مدارک بررسی گردید.

در دو بخش پذیرش و نگهداری اسناد و مدارک، شباهت‌های زیادی بین قوانین و مقررات دو کشور وجود دارد و تنها تمایز مربوط به افشای اطلاعات مدیر صندوق نزد عموم بوده که برخلاف ایران در ایالات متحده انجام می‌گیرد. در بخش نظارت مداوم عادی و مبتنی بر ریسک، تمایز اصلی به وجود دپارتمانی در نهاد ناظر ایالات متحده مربوط می‌شود که بررسی‌های مبتنی بر ریسک روی صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام می‌دهد. در نهایت در حوزه گزارش‌دهی، تعداد و توالی گزارش‌های درخواستی در مقررات ایران بیش از ایالات متحده است.

مضمون اصلی بعدی شناسایی‌شده، جلوگیری از تضاد منافع است که خود به چهار مضمون فرعی شناسایی تضاد منافع و اقدام مناسب، معامله با اشخاص وابسته، بیش‌معامله‌گری و افشای هزینه‌ها و کارمزدها تقسیم می‌گردد.

در خصوص مضامین فرعی اول و دوم بالا می‌توان گفت سه رویکرد در قوانین و مقررات ایالات متحده وجود داشته و با جزئیات بیشتری به مبحث تضاد منافع و مقابله با آن پرداخته شده و مصادیق و رویکرد در خصوص هر مصداق مشخص شده است؛ ضمن اینکه رویکرد در برابر تضاد منافع، نفی مطلق نیست؛ بلکه برخی موارد با کسب تأییدیه مجمع یا اعضای مستقل هیئت مدیره قابل پذیرش است. اما در مقررات ایران مصادیق و جزئیات کمتری برشمرده شده و رویکرد کلی ارجحیت منافع سرمایه‌گذار به ارکان صندوق می‌باشد. لازم به ذکر است در قوانین و مقررات هر دو کشور افشای موارد تضاد منافع الزامی است.

در بخش معامله با اشخاص وابسته قوانین و مقررات ایالات متحده، این‌گونه معاملات را مشخص نموده و به صراحت منع می‌کند؛ در حالی که برشماری و منع این موارد در قوانین و مقررات ایران جایگاهی نیافته است.

در خصوص بیش‌معامله‌گری در مقررات هر دو کشور به آن اشاره شده و تمهیداتی برای جلوگیری از وقوع آن اندیشیده شده است.

و در نهایت مبحث «افشای هزینه‌ها و کارمزدها» در مقررات هر دو کشور وجود دارد هرچند که در ایالات متحده دامنه و کاربرد وسیع‌تری دارد.

## منابع

### الف) فارسی

۱. باقری، محمود و حمید قنبری (۱۳۸۹)، «مشکلات حقوقی ناشی از بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه و جایگاه قوانین ملی»، *فصلنامه پژوهش حقوق*، سال دوازدهم، شماره ۲۹، صص ۶-۲۵.
۲. پورزمانی، زهرا؛ روحی، علی و امیرمحمد صفری (۱۳۸۹)، «بررسی برخی عوامل مدیریتی و محیطی بر بازده صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران»، *فصلنامه آینده‌پژوهشی مدیریت*، شماره ۸۶، صص ۸۵-۱۰۱.
۳. پور زمانی، زهرا؛ جهانشاد، آریتا و نادیا قنادی (۱۳۹۱)، «مقایسه ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مبتنی بر نسبت‌های شارپ، پتانسیل مطلوب و بازده واقعی»، *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره ۱۲، صص ۱۳۱-۱۴۵.
۴. خلیلی، مرضیه (۱۳۹۴)، «مسئولیت مدیران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۳۲، صص ۱۲۹-۱۵۶.
۵. رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی و معصومه کاشف (۱۳۹۴)، «بررسی تأثیر ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد آن‌ها»، *فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، سال چهارم، شماره ۲، صص ۱۵-۲۸.
۶. سلیمانی امیری، غلامرضا و آمنه عابد (۱۳۹۲)، «ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران»، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، سال دوم، شماره ۸، صص ۲۱-۴۱.
۷. صالح‌آبادی، علی (۱۳۸۵)، *بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)*، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق.
۸. عابدی جعفری، حسن؛ تسلیمی، محمد سعید؛ فقیهی، ابوالحسن و محمد شیخ‌زاده (۱۳۹۰)، «تحلیل مضمون و شبکه مضامین: روشی ساده و کارآمد برای تبیین الگوهای موجود در داده‌های کیفی»، *اندیشه مدیریت راهبردی*، شماره ۱۰، صص ۱۵۱-۱۹۸.
۹. عبده تبریزی، حسین؛ اسدی، بهرنگ و ساسان مظاهری (۱۳۹۲)، «بررسی توانمندی بازاریابی و اوراق‌گزینی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بازار سرمایه ایران»، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۵، شماره ۲، صص ۲۴۷-۲۶۸.
۱۰. قالبیاف اصل، حسن؛ پورداداش مهربانی، نازیلا و لیلا دهقان نیری (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه میان ریسک-گریزی مدیران و عملکرد نهادهای مالی در بازار سرمایه (مطالعه موردی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک)»، *راهبرد مدیریت مالی*، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۱-۲۳.
۱۱. مشایخ، شهناز؛ قدرتی، منا و فائزه محمدی (۱۳۹۰)، «مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخصی»، *پژوهش حسابداری*، شماره ۱، صص ۵۹-۸۴.

۱۲. نظریور، محمدنقی و محبوبه ابراهیمی (۱۳۸۸)، «طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۳، صص ۹۴-۲۶۳.
۱۳. نیکبخت، محمدرضا؛ کارگری، یاسر و مهتاب داورزاده (۱۳۹۳)، «بررسی چگونگی مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران (با رویکردی بر تحلیل‌های تکنیکی، بنیادی و نظریه مدرن پرتفولیو»، فصلنامه علمی- پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۱۶۵-۱۷۸.

#### ب) لاتین

14. Attride-Stirling, Jennifer, (2001), "Thematic Networks: An Analytical Tool for Qualitative Research", *Qualitative Research*, Vol. 1, No. 3, pp. 385-405
15. Bencivenga Valeria & Bruce D. Smith., (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, Vol 58, No.2, PP. 201-235
16. Boyatzis, Richard, (1998), *Transforming Qualitative Information: Thematic Analysis and Code Development*, CA, US, Sage Publications, Inc.
17. Braun, Virginia, and Clarke, Victoria, (2006), "Using Thematic Analysis in Psychology", *Qualitative Research in Psychology*, Vol. 3, No. 2, pp. 77-101
18. Carhart, Mark, (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance", *Journal of Finance*, Vol 52, No. 1, pp. 57-82.
19. Chaudhuri, Ranadeb, Zoran Ivkovic, and Charles Trzcynka, (2013), "Cross Subsidization in Institutional Asset Management Firms", working paper Indiana University.
20. Casavecchia, Lorenzo, and Ashish Tiwari, (2016), "Cross Trading by Investment Advisers", *Journal of Financial Intermediation*, 2016, vol. 25, No. C, PP. 99-130
21. Chalmers, John, Roger Edelen and Gregory Kadlec, (1999), "An Analysis of Mutual Fund Trading Costs", Working paper.
22. Chen, Li-Wen and Fan Chen, (2009), "Does Concurrent Management of Mutual and Hedge Funds Create Conflicts of Interest?", *Journal of Banking and Finance*, Vol 33, No.2, PP. 1423-1433.
23. Cici, Gjergji, Scott Gibson, and Rabih Moussawi, (2010), "Mutual Fund Performance when Parent Firms Simultaneously Manage Hedge Funds", *Journal of Financial Intermediation*, Vol 19, PP.169-187
24. Chiang Hau, (2005), "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", *Journal of American Academy of Business*, Vol 6, No.1, PP. 151-163
25. Danthine, Jean-pierre and Moresi, Serge., (1998), "Front-Running by Mutual Fund Managers: A Mixed Bag", *European Finance Review*. 2: 29-56
26. Das, Sanjiv Ranjan and Rangarajan K.Sundaram, (1998), "On the Regulation of Fee Structures in Mutual Funds." NBER Working Paper No. 6639.
27. Elton, Edwin, Martin Gruber, Sanjiv Das and Matthew Hlavka, (1993), "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios." *Review of Financial Studies*. Vol 6, No.1, pp. 1-22.

28. Fishman, Michael, and Longstaff, Francis, (1992), "Dual trading in futures markets", *J. Finance*, Vol 47, PP. 643-671.
29. Gaspar, Jose-Miguel, Massimo Massa, and Pedro Matos, (2006) "Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization", *Journal of Finance* 61, 73-104.
30. Gözbaşı, Onur & Çitak, Levent., (2010), "An Evaluation of the Attributes Considered by Investment Professionals in Selecting Mutual Funds: The Case of Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, 36
31. Golec, Joseph, (2003), "Regulation and the Rise in Asset-Based Mutual Fund Management Fees", *Journal of Financial Research*. 26:1, pp. 19-30.
32. Gremillion, Lee and Khand, boo, (2005), *Mutual Fund Industry*, P4-6.
33. International Organization of Securities Commissions, "Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO objectives and Principles of Securities Regulation", may 2017, Working Paper
34. Leslie Melanie, (2005), *Trusting trustees: fiduciary duties and the Limits of Default Rules*, Benjamin N Cardozo school of Law, New York.
35. Lim, Jongha, Berk Sensoy, and Michael Weisbach, (2016), *Indirect Incentives of Hedge Fund*
36. Livingston, Miles and Edward S. O'Neal, (1996), "Mutual Fund Brokerage Commissions.", *Journal of Financial Research*. Vol 19, No. 2, pp. 273-92.
37. Malkiel, Burton, (1995), "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991.", *Journal of Finance*. Vol 50, No. 2, pp. 529-72.
38. Monetary and Capital Markets Department of International Monetary Fund, "Detailed Assessment of Implementation of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation", March 2015
39. Morey, Matthew (2002), "Should You Carry the Load? A Comprehensive Analysis of Load
40. Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds and No-Load Mutual Fund Out-of-Sample Performance." Working paper.
40. Nohel, Tom, Jay Wang, and Lu Zheng, (2010), Side-by-Side Management of Hedge Funds and Mutual Funds, *Review of Financial Studies* Vol 23, PP. 2342-2373.
41. Pagano, Marco, and Röell, Ailsa., (1993), *Financial Markets' Liberalization and the Role of Banks*, Cambridge University Press.
42. Röell, Ailsa, (1990) "Dual-capacity trading and the quality of the market", *J. Finance*, Intermediation. Vol 1, 105-124.
43. Wang, Yu, and Verbeek, Marno, (2010), "Better than the Original? The Relative Success of Copycat Funds", Working Paper, Erasmus Unviversity
44. Wermers, Russ, (2001), "The Potential Effects of More Frequent Portfolio Disclosure on Mutual Fund Performance", *Investment Company Institute*, Vol. 7, No. 3, June 2001, pp. 1-11