

## صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول

### در بازار بین‌بانکی ریالی ایران

سیدسعید شمسی‌نژاد\*

حسین بریهی\*\*

#### چکیده

مدیریت نقدینگی از وظایف مهم بانک‌هاست که برای اجرای درست آن نیاز به ابزارهای لازم است. در سال‌های اخیر بازار بین‌بانکی توانسته است نقش مفیدی در تأمین منابع مالی و مدیریت نقدینگی بانک‌ها ایفا نماید. بانک مرکزی در جایگاه تنظیم‌کننده این بازار، تمام امور مربوط به آن را برعهده دارد و جهت اعمال سیاست پولی در این بازار با خلق ابزارهای جدید می‌تواند بر کارایی این بازار و کمک به اعضای آن نقش مفیدی داشته باشد.

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول از مهم‌ترین ابزارهای بازار بین‌بانکی است که در کشورهای غربی و اسلامی استفاده می‌شود. این مقاله به روش توصیفی و تحلیل محتوا با استفاده از منابع کتابخانه‌ای در اثبات این فرضیه تلاش می‌کند که بانک مرکزی می‌تواند از ابزار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول در کنار دیگر ابزارهای فعال در این بازار برای کارآمدتر نمودن نقش بازار بین‌بانکی در سیاست‌های بازار پول استفاده کند. نتایج این مقاله نشان می‌دهد که بانک مرکزی می‌تواند با اتخاذ سیاست‌های مناسب در تشکیل این صندوق، راه را برای تشکیل و به‌کارگیری آن مهیا نماید.

واژگان کلیدی: بازار بین‌بانکی، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، بانک مرکزی، ابزارهای بازار پول، بانکداری اسلامی.

طبقه‌بندی JEL: E52, D53.

## مقدمه

سیاست‌های پولی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران از طریق ابزارهای مستقیم و غیرمستقیم اجرا می‌شود. ابزارهای مستقیم سیاست پولی شامل کنترل نرخ‌های سود بانکی و تعیین سقف اعتباری است؛ ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی نیز شامل مدیریت نسبت سپرده قانونی، انتشار اوراق مشارکت بانک مرکزی و کنترل و مدیریت سپرده ویژه بانک‌ها نزد بانک مرکزی می‌باشد. افزون بر موارد یادشده یکی از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی، بهره‌گیری از ظرفیت بازار بین‌بانکی است که می‌تواند به تأمین مالی بانک‌ها کمک شایانی نماید. این روزها بانک‌ها در سراسر دنیا به این دلیل که بتوانند ریسک نقدینگی خود را کاهش دهند از معامله در بازار بین‌بانکی سود می‌برند.

از سوی دیگر یکی از عوامل اصلی افزایش پایه پولی در کشور، بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی است. بانک‌های مرکزی برای جلوگیری از آثار سوء افزایش بدهی بانک‌ها به عنوان مقام ناظر بانک‌ها اقدام به تأسیس بازار بین‌بانکی می‌کنند (بانک مرکزی، ۱۳۸۳).<sup>۱</sup> در این بازار بانک‌ها به نیازهای مالی خود پاسخ می‌دهند. «تسهیلات بین‌بانکی» که عنوانی برای این چارچوب استقراض بانک‌ها از یکدیگر است، دارای نرخ سودی است که دو طرف با یکدیگر بر سر آن توافق می‌کنند. با توجه به نرخ بسیار بالای سود استقراض از بانک مرکزی (نرخ جریمه بانک مرکزی برای اضافه برداشت بانک‌ها ۳۴ درصد است و نرخ خط اعتبار بانک مرکزی برای بانک‌ها ۱۸ درصد است. نرخ بازار بین‌بانکی بین ۱۸ تا ۱۹/۵ درصد است) طبیعی است که نرخ سود تسهیلات بین‌بانکی کمتر از این مقدار باشد. بازار بین‌بانکی می‌تواند با تأمین کمبود نقدینگی توسط بانک‌های دارای مازاد، از افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و افزایش پایه پولی جلوگیری کند و در نتیجه مانع افزایش تورم شود.

رشد بازار بین‌بانکی از طریق افزایش ابزارهای مالی متنوع می‌تواند به افزایش کارایی سیستم پولی کمک کند و نیازهای بانک‌ها را بدون داشتن آثار مخرب تأمین نماید. هم‌اکنون تنوع این ابزارها در کشورهای مختلف بسیار زیاد است و این نهادها می‌توانند براساس نوع نیاز خود از این ابزارها استفاده کنند؛ اما در ایران به دلیل پیشینه کم بازار بین‌بانکی و وجود محدودیت‌های قانونی، حقوقی و شرعی، ابزارهای متنوع و متناسب با نیازهای اعضای بازار بین‌بانکی ایجاد نشده است و تنها از ابزار سپرده‌گذاری متقابل در این بازار استفاده می‌شود.

۱. دستورالعمل اجرایی عملیات بازار بین‌بانکی ریالی بانک مرکزی مصوب دی ماه ۱۳۸۳.

یکی از ابزارهایی که در دیگر کشورهای دنیا همچون آمریکا و ژاپن در بازار بین‌بانکی استفاده می‌شود و می‌تواند نقش مناسبی در بازار بین‌بانکی ایران داشته باشد، ابزار صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول است. ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بازار سرمایه ایران کمتر از یک دهه است که اجرایی شده است؛ اما به‌کارگیری این صندوق‌ها در بازار پول از سال ۱۳۹۳ انجام شده است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در انواع مختلف ابزارهای مالی است و مالکان آن (بانک‌ها) به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند. این صندوق‌ها وجوه بانک‌ها و مؤسسه‌های دارای مجوز را جمع و در اوراق بهادار متنوع سرمایه‌گذاری می‌کنند. هم‌اکنون بانک‌ها با طراحی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول، با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق می‌توانند افزون‌بر سرمایه‌گذاری در این صندوق و کسب بازدهی مناسب، کمبودهای نقدینگی خود را در فاصله‌های کوتاه‌مدت تأمین کنند. صندوق سرمایه‌گذاری بین‌بانکی برای فعالیت بانک‌هاست و اشخاص حقیقی نمی‌توانند در آن فعالیت کنند. در این بازار که با گرفتن مجوزهای لازم از بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار شکل گرفته است؛ اوراق مختلفی بین بانک‌ها عرضه می‌شود که بانک‌ها متناسب با نیاز خود می‌توانند این اوراق را معامله کنند.

این مقاله در تلاش است تا با بررسی آخرین وضعیت بازار بین‌بانکی در ایران و نشان دادن نقاط ضعف و قوت این بازار، به امکان‌سنجی طراحی یکی از ابزارهای قابل معامله در این بازار بپردازد که در دیگر کشورها از آن استفاده می‌شود.

### پیشینه موضوع

یکی از بازارهای مهم برای تأمین نقدینگی کوتاه‌مدت بانک‌ها و نهادهای مالی و پولی، بازار بین‌بانکی است. وقتی این بازار کارایی لازم را دارد که ابزارهای مناسب با توجه به نیازها و شرایط نهادهای مالی آن کشور در آن بازار مورد معامله قرار بگیرد. هرچند بازار بین‌بانکی ایران از سال ۱۳۸۷ آغاز به کار کرده است (بانک مرکزی، ۱۳۹۰)، اما به دلیل توسعه نیافتن در حوزه ابزار، نتوانسته کارایی مناسبی داشته باشد. در این قسمت به برخی از مطالعات مهم درباره بازار بین‌بانکی، ابزارهای مالی کوتاه‌مدت و صندوق‌های مشترک بازار پول پرداخته می‌شود.

حاجیان (۱۳۸۵) در کتاب بازار بین‌بانکی ریالی نخست به شناسایی بازار بین‌بانکی و ادبیات رایج موضوع و تجربه کشورهای مالزی، اندونزی، ژاپن و چین پرداخته و در پایان به شرایط لازم برای ایجاد بازار بین‌بانکی ریالی در ایران اشاره کرده است. در این کتاب برای نخستین بار در ایران درباره ویژگی‌های این بازار و پیش‌نویس مقررات ناظر بر این بازار بحث شده است.

موسویان و الهی (۱۳۸۹) در مقاله «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی» به بررسی برخی ابزارهای بازار پول بین‌بانکی متعارف و اسلامی و قابلیت استفاده آنها در بازار بین‌بانکی ریالی پرداخته‌اند. پیشنهادهای آنها برای ابزار بین‌بانکی در ایران بیشتر معطوف به موارد جایگزین این بازار است.

موسویان و کاوند (۱۳۸۹) در مقاله «مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی» با بیان ابزارهای مدیریت نقدینگی در بانک‌ها و نهادهای مالی اسلامی، از تشکیل بازار بین‌بانکی اسلامی به‌عنوان راهکار مناسبی برای مدیریت نقدینگی در بانک‌های اسلامی یاد می‌کنند.

مشایخ، شاهرخی و بشیری‌منش (۱۳۹۲) در مقاله «عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری از تئوری تا عمل» به بررسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جنبه تئوریک و عملکرد واقعی آنها در سطح ایران و جهان پرداخته‌اند. در این مقاله به معرفی و طبقه‌بندی معیارهای مختلفی پرداخته شده است که پژوهشگران برای ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند.

شمسی‌نژاد (۱۳۹۵) در رساله دکتری خود با عنوان «طراحی بازار بین‌بانکی مبتنی بر فقه امامیه در نظام پولی و مالی ایران» به بررسی جامع بازار بین‌بانکی از منظر فقهی، حقوقی، مالی و اجرایی می‌پردازد و ضمن بررسی فعالیت دیگر کشور در این زمینه اقدام به طراحی بازار بین‌بانکی برای نظام بانکی ایران می‌کند.

اسلامی بیدگلی، بغزیان و آزادواری (۱۳۹۳) در مقاله «بررسی بازار سرمایه ایران و تعیین عوامل تأثیرگذار بر بازدهی سالانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک» به بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداخته‌اند. در این تحقیق ۱۹ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بزرگ بازار سرمایه ایران طی دوره ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفته‌اند و اثر عواملی مانند تعداد صنعت موجود در سبد سرمایه‌گذاری، نرخ رشد ارزش دارایی‌های صندوق، تعداد صدور واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، درصد تملک صندوق توسط اشخاص حقوقی و غیره بر بازدهی صندوق‌ها سنجیده شده است.

موسویان و میثمی (۱۳۹۶) در جلد ۲ کتاب بانکداری اسلامی به بررسی بانک مرکزی اسلامی و سیاست‌های پولی بانک مرکزی می‌پردازد. در این کتاب می‌نویسند بازار بین‌بانکی تأثیر بسزایی در اقتصاد کشور دارد و با توجه به تجربه دیگر کشورهای اسلامی ایران هم می‌تواند با استفاده از ابزارهای اسلامی از بازار بین‌بانکی استفاده کند. در این کتاب صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یک ابزار مناسب برای این امر معرفی می‌شود.

مشایخ، قدرتی و محمدی (۱۳۹۰) در مقاله‌ای با عنوان «مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخصی» صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را معرفی و عوامل موفقیت

آنها را بیان می‌کنند. در این مقاله مزایا، معایب و انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مطرح می‌شود و در پایان به بیان رابطه بین این صندوق‌ها و توسعه اقتصادی پرداخته می‌شود.

عزیزی و شریف‌فر (۱۳۹۲) در مقاله «عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک: رویکرد پژوهش آمیخته» به بررسی عوامل کمی و کیفی مؤثر بر انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌پردازند. از جمله این عوامل می‌توان به دانش و شناخت سرمایه‌گذار از صندوق، تبلیغات و اطلاع‌رسانی، عوامل محیطی، درجه ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار، بازده و عملکرد صندوق اشاره کرد.

شمسی‌نژاد و موسویان (۱۳۹۷) در مقاله‌ای با عنوان «آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی در ایران» به نقد و آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی می‌پردازند و در پایان یکی از چالش‌های بازار بین‌بانکی را نبود کمیته‌ای جهت طراحی و تعیین نرخ بازار بین‌بانکی معرفی می‌کنند.

خوانساری (۱۳۹۳) در مقاله «آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی» به تبیین اهمیت بازار بین‌بانکی و معاملات رایج در آن، چالش‌های توسعه بازار بین‌بانکی ریالی ایران با تأکید بر ابعاد فقهی و شرعی پرداخته و پیشنهادهای عملیاتی خود را برای بهبود این بازار و رفع چالش‌ها ارائه کرده است.

پژوهش‌های یادشده هرچند توانسته‌اند به‌طور مجزا به نقش بازار بین‌بانکی و ماهیت و کارکرد ابزار صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بپردازند، اما نقش این ابزار در بازار بین‌بانکی و مدل مناسب برای کاربرد آن در این بازار به‌طور مستقل پژوهش نشده است. این مقاله در تلاش است تا به بررسی این موضوع بپردازد.

### روش‌شناسی پژوهش

براساس مطالب پیشین بازار بین‌بانکی هم‌اکنون در آغاز فعالیت گسترده خود است؛ اما در این مدت کوتاه نیز توانسته است نقش بسیار مهم خود در ساختار پولی و مالی کشور را نشان دهد. به‌دلیل برخی کاستی‌ها در حوزه نهادسازی و نیز نبود ارکان مناسب در این بازار، پیشنهاد کارشناسان مربوطه در این حوزه، ایجاد و طراحی ساختار جدید برای بازار بین‌بانکی است، البته این ساختار جدید از ساختار فعلی این بازار جدا نیست و تلاش شده است تا به اصلاح و تکمیل روندهای فعلی بپردازد.

این پژوهش از حیث هدف در طبقه تحقیقات کاربردی قرار می‌گیرد که پژوهشگر به‌دنبال بررسی مفهوم ساختار بازار بین‌بانکی و طراحی آن براساس معیارهای موجود در ساختارهای مالی و فقهی در ایران است. به‌دیگر سخن، این بازار که مشتمل بر عناصر، ابزارها و روابط قانونی و

حقوقی است باید از دید مالی و فقهی مورد تأیید خبرگان قرار گیرد. از نظر روش به صورت کلی می‌توان این پژوهش را در گروه پژوهش‌های پیمایشی-توصیفی قرار داد که پژوهشگر افزون‌بر تصویرسازی آنچه هست به تشریح و تبیین دلایل چگونگی بودن و چرایی وضعیت مسئله و پاسخ به پرسش‌ها می‌پردازد.

برای بررسی پرسش‌های مربوط به موضوعات فقهی ابزارهای پیشنهادی در بازار بین‌بانکی، پرسشنامه‌ای میان مسئولان و مدیران ارشد بانک مرکزی در حوزه اعتباری و بازار بین‌بانکی، مدیران و کارشناسان مربوطه در حوزه بازار بین‌بانکی، اداره اعتبارات و خزانه‌داری بانک‌های عضو این بازار و نیز پژوهشگران این حوزه در پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی توزیع و تلاش شد تا با نمونه‌گیری قضاوتی و هدفمند، نتایج پرسشنامه‌ها از تأیید کافی برخوردار باشد.

گفتنی است که برای سنجش روایی صوری و محتوایی از نظر ۱۵ متخصص شامل استادان، متخصصان بازار بین‌بانکی در بانک مرکزی و نیز مسئولان این بازار در بانک‌های مختلف و کارشناسان مربوطه به منظور دستیابی به عوامل و مؤلفه‌های اصلی آسیب‌زا و نواقص موجود در این بازار استفاده شده است و پس از سنجش روایی این مؤلفه‌ها (روایی صوری<sup>۱</sup> و روایی محتوایی<sup>۲</sup>) مؤلفه‌های اصلی به دست آمد.

### بازار بین‌بانکی و اهداف آن

بازار بین‌بانکی یکی از اجزای بازار پول است که در آن بانک‌ها و دیگر مؤسسه‌های اعتباری نسبت به معاملات با یکدیگر جهت تأمین مالی کوتاه‌مدت مبادرت می‌ورزند. هدف از تشکیل بازار مدیریت نقدینگی بانک‌ها و تسهیل تأمین مالی منابع مورد نیاز بانک‌ها در کوتاه‌مدت، برقراری انضباط پولی و اجرای مؤثرتر سیاست‌های پولی کشور است. این بازار دست‌کم دو نقش حیاتی در نظام‌های مالی نوین ایفا می‌کند. نخستین نقش آن مداخله فعالانه و مؤثر بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی از طریق راهبری نرخ‌های سود است؛ دوم، بازارهای بین‌بانکی کارآمد، نقدینگی را به شکل مطلوبی از مؤسسه‌های مالی دارای مازاد و جوه به مؤسسه‌های دارای کسری و جوه انتقال می‌دهند. بنابراین، سیاست‌گذاران انگیزه بالایی برای ایجاد یک بازار بین‌بانکی کارآمد و قوی دارند تا بانک مرکزی بتواند به نرخ سود مطلوب نظر خود دست یابد و مؤسسه‌های مالی نیز بتوانند به شکل کارایی به مبادله نقدینگی در میان خود بپردازند. در مجموع، توسعه و تعمیق بازار بین‌بانکی ریالی نتایج مطلوبی را در پی خواهد داشت که موارد مهم آن عبارت‌اند از:

1. Face Validation

2. Content Validation

- بهبود مدیریت نقدینگی بانک‌ها؛
- کاهش اضافه برداشت بانک‌ها از بانک مرکزی؛
- کاهش ریسک ورشکستگی و بحران مالی در بانک‌ها؛
- کاهش نرخ سود تسهیلات و هزینه تجهیز منابع بانکی؛
- تقویت توان مالی بانک‌ها در جهت تأمین مالی واحدهای تولیدی و سرمایه‌گذاری؛
- مدیریت نرخ سود کریدور و کمک به کنترل تورم.

### تاریخچه بازار بین‌بانکی در جهان و ایران

آغاز به کار بازار بین‌بانکی به بیش از ۱۰۰ سال پیش بازمی‌گردد. بازار بین‌بانکی ژاپن به‌عنوان نخستین بازار بین‌بانکی از اوایل قرن بیستم راه‌اندازی شد. در ابتدا نحوه مبادله در این بازار، طبق توافق طرفین و بدون استفاده از وثایق و ضمانت‌های رایج بود؛ ولی بحران مالی سال ۱۹۲۷ آمریکا، شرکت‌کنندگان در بازار بین‌بانکی را به سمت به‌کارگیری روش‌هایی جهت اطمینان از بازگشت وجوه، هدایت کرد (حاجیان، ۱۳۸۵، ص ۲).

در آمریکا تا اوایل دهه ۱۹۲۰ میلادی، اغلب بانک‌ها از طریق دریچه تنزیل<sup>۱</sup> (که بانک مرکزی برای تأمین وجوه استقراضی قرار داده بود) ذخایر مورد نیاز را تأمین می‌کردند و بانک‌های دارای مازاد ذخایر هیچ راه خروجی برای وام‌دهی ذخایر مازاد خود نداشتند. پس از انجام پاره‌ای از مذاکرات غیررسمی، بانک‌های بزرگ که پیش‌تر از طریق دریچه مذکور استقراض می‌کردند، شروع به خرید موجودی‌های بانک‌های دارای مازاد ذخایر کردند؛ به این ترتیب، بازار وجوه بین‌بانکی در آمریکا شکل گرفت. امروزه بازار بین‌بانکی آمریکا به‌عنوان یکی از بزرگ‌ترین بازارهای بین‌بانکی است که در آن بانک‌ها ذخایر مازاد خود را معمولاً به روش یک‌شبه<sup>۲</sup> دادوستد می‌کنند.

هم‌اکنون در بازار بین‌بانکی کشورهای غربی ابزارهای پولی کوتاه‌مدت که از ویژگی‌های مناسب برای مدیریت و کنترل وضعیت نقدینگی نهادها و مؤسسه‌های مالی و پولی این کشورها برخوردارند، موجب تسهیل مبادلات پولی در بازار بین‌بانکی این کشورها نیز شده‌اند. این ابزارها گرچه متنوع هستند، ولی ویژگی‌های نزدیک به هم دارند:

۱. به‌طورکلی کوتاه‌مدت هستند؛ چون وجوه وام داده‌شده باید سریع بازپرداخت شوند؛
۲. ریسک پرداخت نشدن آنها بسیار پایین است؛ زیرا ابزارهای این بازار به‌وسیله وام‌گیرندگان مطمئن صادر می‌شود؛

1. Discount Window

2. Interbank loans

۳. دادوستد در مقادیر فراوان صورت می‌گیرد؛ زیرا این ابزارها به وسیله بازارهای عمده‌فروشی استفاده می‌شوند.

بازار بین‌بانکی در کشورهای اسلامی نیز با در نظر گرفتن اصول شریعت در کشورهایی مانند مالزی، عربستان، اندونزی و بنگلادش شکل گرفته است. در این کشورها ابزارهای مالی بیشتر با حذف نرخ بهره و جایگزین کردن آن با نرخ سود طراحی می‌شوند. این مطابقت‌ها با آیین اسلام گاه به طراحی ابزار جدید و متفاوت از بازارهای متعارف منجر می‌شود. نخستین بازار پولی بین‌بانکی اسلامی توسط بانک مرکزی مالزی در سال ۱۹۹۴ معرفی شد. از جمله مهم‌ترین ابزارهای بازار پول در کشورهای اسلامی مضاربه، حواله بانکی و دیعه، اوراق سرمایه‌گذاری دولتی، مرابحه کالا، اسناد خزانه اسلامی و... است (خوانساری، ۱۳۹۳).

گرچه در ۲۷ دی ماه سال ۱۳۸۳ کمیسیون اعتباری بانک مرکزی دستورالعمل اجرایی عملیات بازار بین‌بانکی ریالی را مصوب کرد، اما بازار بین‌بانکی ایران از سال ۱۳۸۷ آغاز به کار کرده و تاکنون رشد بسیار زیادی داشته است. طبق دستورالعمل بانک مرکزی، سه ابزار برای عملیات بازار بین‌بانکی معرفی شده است (بانک مرکزی، ۱۳۸۳).

نخستین ابزار تودیع وجوه به صورت سپرده سرمایه‌گذاری (سپرده‌گذاری متقابل) است. در واقع بانک‌ها می‌توانند نزد یکدیگر سپرده‌های خود را به منظور تأمین نقدینگی کوتاه‌مدت تودیع کنند. مدت این سپرده‌گذاری با دست‌کم زمان یک شبه، یک هفته، دو هفته و حداکثر یک‌ساله است. طبق این دستورالعمل نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌ها طبق توافق دو بانک تعیین می‌شود. در این بازار، بانک نمی‌تواند کمتر از یک میلیارد تومان نزد بانک دیگری سپرده‌گذاری کند و برای مبالغ بالاتر از این میزان، باید ضرابی از ۵۰۰ میلیون تومان اعمال شود. این سپرده مشمول پرداخت سپرده قانونی نخواهد شد. دیگر معاملات مجاز عبارت‌اند از: خرید و فروش دین، اوراق مشارکت و گواهی سپرده (عام، خاص و ویژه) و دیگر معاملات با موافقت بانک مرکزی. از آنجاکه انجام هر یک از معاملات مجاز منوط به ابلاغ نحوه تسویه آن معامله به اعضا توسط بانک مرکزی است، از این رو معاملات مربوط به خرید و فروش اوراق مشارکت تا راه‌اندازی کامل سامانه تسویه اوراق بهادار الکترونیکی (تابا) به تعویق افتاده است. درباره خرید و فروش دین ذکر این نکته ضروری است که تا سال ۱۳۹۳ به دلیل مشکلات حقوقی، فقهی و قانونی در حوزه بیع دین، در عمل حجم بسیار اندکی از معاملات بازار بین‌بانکی از طریق این ابزار انجام شده است؛ ولی با تدوین دستورالعمل اجرایی سه عقد استصناع، مرابحه و خرید دین در عمل راه برای به‌کارگیری این عقد در بازار بین‌بانکی هموارتر شده است.



تعداد اعضای بازار در زمان آغاز به‌کار بازار بین‌بانکی ۱۰ عضو بوده است؛ ولی هم‌اکنون تعداد اعضای این بازار به ۳۰ عضو افزایش یافته است. هم‌اکنون تنها ابزار استفاده شده در بازار بین‌بانکی ایران، تودیع وجوه به‌صورت سپرده است. جدول ۱ و ۲ آمار مشخصات عملیات بازار بین‌بانکی را از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ نشان می‌دهد:

جدول ۱: حجم عملیات بازار بین‌بانکی ایران

عنوان	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵
حجم معاملات (سپرده‌گذاری-سپرده‌گیری) میلیارد ریال	۴۵۵۰	۱۲۰۲۰	۳۳۵۲۹۹	۱۰۴۰۰۳۱	۱۰۲۳۰۱۰	۶۱۲۰۱۱۰۴	۱۱۰۳۸۹۵۳۴	۷۸۱۶۶۵۱۱	۳۰۵۵۷۰۱۵۳
تعداد معاملات (فقره)	۱۷	۲۱۰	۱۲۵۸	۳۵۴۴	۲۱۱۰	۵۸۸۶	۱۷۳۷۱	۲۳۰۳۱	۳۱۰۴۰۳
میانگین هر معامله (میلیارد ریال)	۲۶۸	۵۷۱	۳۴۶	۳۹۵	۵۷۵	۵۲۸	۶۵۶	۹۵۴	۹۸۶
متوسط نرخ معاملات (درصد)	-	۱۶	۱۴	۱۸	۲۱	۲۳/۲	۲۷	۲۴/۵	۱۸/۶
حجم نقدینگی کل کشور (میلیارد ریال)*	۱۰۱۱۳۶۶	۲۳۵۵۸۸۹	۲۹۴۸۱۷۴	۳۰۵۳۲۵۵۱	۴۰۶۰۶۹۳۵	۵۰۹۳۷۸۵۳	۷۸۱۳۱۸۳۰	۹۰۲۳۰۰۰۰	۱۲۵۳۰۰۰۰۰
نسبت حجم معاملات بازار بین‌بانکی به نقدینگی کل کشور	%۰	%۵	%۱۵	%۴۰	%۲۶	%۵۲	%۱۴۵	%۲۳۷	%۲۴۷
رشد نقدینگی	-	%۲۴	%۲۵	%۲۰	%۳۰	%۲۹	%۳۱	%۱۸	%۲۳

منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

افزایش بیش از حد حجم معاملات در سال‌های اخیر بیان‌کننده اهمیت بیش از حد این بازار در تعیین سیاست‌های پولی کشور است. با دخالت و ورود بانک مرکزی در این بازار و عرضه منابع مالی به بانک‌های متقاضی وجوه، اولاً موجب شد تا نرخ تبادلات در این بازار که در ابتدای سال ۱۳۹۴ بیش از ۲۹ درصد بود به ۱۸ درصد در پایان همان سال کاهش یابد. البته میانگین نرخ بازار بین‌بانکی در سال ۱۳۹۴ برای تبادلات شبانه در حدود ۲۴/۵ درصد بوده است؛ ثانیاً با کنترل این نرخ، بانک مرکزی توانست از رقابت میان بانک‌ها در افزایش نرخ تبادلات مالی در بازار پولی کشور ممانعت کند و راه را برای کاهش سود سپرده‌گذاری در بانک‌ها هموار نماید.

### آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ایران

آمارها نشان‌دهنده رشد سریع حجم معاملات بازار بین‌بانکی از زمان تأسیس تاکنون است؛ با وجود این هرچند حجم معاملات افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته است، ولی برخی مشکلات و آسیب‌ها باعث شده بازار بین‌بانکی کشور، کارایی و پویایی مناسبی مانند کشورهای غربی و اسلامی نداشته باشد. مهم‌ترین مشکلات و آسیب‌های پیش روی این بازار عبارت‌اند از:

- توجه نکردن به تدوین مقررات مناسب بازار بین‌بانکی؛
  - مشخص نبودن سازوکار تعیین نرخ سود؛
  - اختلاف دیدگاه‌های فقهی؛
  - ضعف نقش بانک مرکزی و بانک‌های دولتی در بازار بین‌بانکی؛
  - نبود بازار ثانویه فعال اوراق بهادار؛
  - احتمال صوری بودن معاملات؛
  - انتشار نیافتن رتبه‌بندی اعتباری بانک‌ها و کنترل نامناسب ریسک نقدینگی آنها؛
  - فرهنگ‌سازی ناکافی در استفاده از ابزارهای مالی منطبق با شریعت.
- به‌دلیل حاکمیت فضای دولتی بر اقتصاد کشور و همچنین در نظام بانکی و پولی، دولت در شرایط اضطرار مجبور می‌شود تا از بانک‌های عامل برای پرداخت‌های خود به‌صورت عملیات تسهیلات تکلیفی، خرید و بازخرید انواع اوراق بهادار، مشارکت و تأمین مالی طرح‌های مختلف و... استفاده کند. این عملیات که باعث برهم خوردن نظم نقدینگی بانک‌ها می‌شود، باعث برهم خوردن وضعیت تبادلات مالی در بازار بین‌بانکی و در نتیجه آن افزایش یا کاهش تقاضا در این بازار شود و سیستم را دچار اختلال کند.
- از سوی دیگر بنگاهداری بانک‌ها و روابط نامناسب میان بانک‌ها با یکدیگر و نیز نهادهای وابسته به آنها به ناکارآمدی فضای پولی منجر شده و بازار بین‌بانکی را از تعادل خارج می‌کند. نکته دیگر افزایش مطالبات غیرجاری بانک‌ها و فشار بر بازار بین‌بانکی برای تأمین منابع مالی جهت خرید تعهدات دیگر نهادهای دولتی و سفارش شده به آسیب به کارکردهای این بازار منجر می‌شود. به‌دلیل نوپا بودن بازار بین‌بانکی ایران، مشکلات و آسیب‌های یادشده تا حدودی طبیعی است و باید با تدبیر لازم از سوی مسئولان برطرف شود. کلید رونق بازار بین‌بانکی ایران، بازنگری در ساختار بازار بین‌بانکی موجود، طراحی و به‌کارگیری ابزارهای مالی جدید، ایجاد بازار ثانویه فعال، تدوین کمیته مقررات فقهی و بانکی مطابق با شرایط فعلی بازار پولی کشور و فعال‌تر شدن بانک مرکزی به‌عنوان مقام ناظر است.
- یکی از ابزارهای رایج قابل معامله در بازار بین‌بانکی دنیا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار

پول است که بخش مهمی از نیازهای فعالان این بازار را برطرف می‌کند. در ادامه صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول بررسی می‌شوند.

### صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک نهادهای مالی هستند که فعالیت اصلی آنها سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار است و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک هستند. این صندوق‌ها وجوه اشخاص حقیقی و حقوقی را جمع‌آوری می‌کنند و در سبدهای سرمایه‌گذاری (شامل سهام، اوراق مشارکت، ابزارهای با درآمد ثابت، ابزارهای کوتاه‌مدت بازار پول و سایر دارایی‌ها) در اوراق بهادار متنوع سرمایه‌گذاری می‌نمایند. به این ترتیب این صندوق‌ها با گردآوردن سرمایه‌گذاران کوچک از مزایای سرمایه‌گذاری در مقیاس بزرگ بهره می‌گیرند. اهداف کلی این صندوق‌ها عبارت‌اند از: تنوع بخشی اوراق بهادار و کاهش ریسک، نقدشوندگی بالا، صرفه‌جویی در مقیاس و پایین بودن هزینه معاملات و انعطاف‌پذیری و تنوع. با توجه به حضور مدیران و تحلیلگران حرفه‌ای در این صندوق‌ها این شکل از سرمایه‌گذاری برای معامله‌گران ریسک‌گریز یا بی‌تجربه جذابیتی ویژه دارند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سطح جهان، به‌عنوان یکی از اصلی‌ترین ابزارهای سرمایه‌گذاری برای عمده سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای مطرح هستند. بنابر آمار شرکت Strategic Insight (که به‌صورت تخصصی در زمینه صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعالیت می‌کند)، تا پایان سال ۲۰۱۴ میلادی، مجموع خالص دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در سطح جهان بالغ بر ۳۱ تریلیون دلار بوده است. براساس ناحیه جغرافیایی در پایان سال ۲۰۱۴، حدود ۵۷ درصد از کل دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک جهان متعلق به صندوق‌های آمریکایی، ۳۱ درصد متعلق به اروپا، ۱۱/۵ درصد متعلق به آسیا و اقیانوسیه و کمتر از ۰/۵ درصد متعلق به آفریقا است. برحسب نوع صندوق، به‌طور تقریبی تعداد ۴۲ درصد صندوق‌ها از نوع سهمی، ۲۲ درصد از نوع اوراق قرضه، ۲۰ درصد ترکیبی، ۶ درصد صندوق‌های مشترک بازار پول و ۱۰ درصد باقی مانده جزء صندوق‌های متفرقه‌اند (صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، ۱۳۹۱). در جدول ۲ ارزش دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در جهان ارائه شده است.

جدول ۲: حجم خالص ارزش دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در جهان (به تفکیک قاره‌ها) - ارقام به میلیون دلار

قاره	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	۲۰۱۲	۲۰۱۳	۲۰۱۴	۲۰۱۵	۲۰۱۶	۲۰۱۷
آمریکا	۱۰۵۸۱،۳۳۰	۱۲،۵۷۸،۳۴۵	۱۳،۵۸۹،۱۸۱	۱۳،۵۳۴،۴۵۹	۱۴،۴۸۵،۳۹۱	۱۸،۸۴۲،۳۲۱	۲۰،۰۰۷،۸۰۸	۱۹،۵۵۷،۴۴۵	۲۱،۰۹۳،۰۰۹	۲۳،۸۸۰،۳۳۶
اروپا	۶،۳۳۱،۱۱۶	۷،۵۴۵،۵۳۱	۷،۹۰۳،۳۸۹	۷،۲۳۰،۲۹۸	۱۱،۹۱۹،۱۰۱	۱۳،۴۰۱،۷۳۵	۱۳،۸۰۴،۵۱۷	۱۳،۷۳۰،۱۶۶	۱۴،۱۹۱،۳۶۱	۱۷،۷۳۲،۳۶۵
آسیا و اقیانوسیه	۲،۰۳۷،۵۳۶	۲،۷۱۵،۲۳۳	۲،۰۶۲،۳۳۳	۲،۹۲۱،۲۷۶	۲،۵۹۱،۶۱۷	۲،۳۴۴،۹۳۴	۴،۰۷۲،۱۹۲	۵،۰۰۸،۳۴۶	۵،۱۹۸،۳۰۷	۶،۳۹۲،۵۴۴
آفریقا	۶۹،۳۱۷	۱۰۶،۲۶۱	۱۲۱،۶۱۵	۱۳۴،۹۷۶	۱۳۵،۱۵۰	۱۳۴،۸۶۸	۱۴۶،۳۹۴	۱۳۳،۶۶۸	۱۳۵،۸۲۳	۱۸۱،۷۶۳
جمع	۱۸،۹۱۹،۳۹۹	۲۲،۹۴۵،۲۷۰	۲۳،۶۱۱،۵۰۸	۲۳،۸۰۱،۲۰۹	۳۲،۳۵۲،۲۵۹	۴۶،۳۵۱،۹۷۸	۴۸،۰۳۱،۵۹۱	۴۸،۱۹۰،۰۸۶	۴۰،۵۵۶،۴۹۹	۴۹،۳۹۴،۸۵۷

منبع: Investment Company Fact Book, 2018

براساس گزارش این نهاد بین‌المللی، بیشترین ارزش صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشورهای آمریکا، لوکزامبورگ، استرالیا، ایرلند، فرانسه و انگلستان قرار دارد. همچنین، تعداد کل صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در جهان در سال ۲۰۰۷ در حدود ۶۶۳۶۲ صندوق بوده که تعداد آنها در پایان سال ۲۰۱۴ به ۷۹۶۶۹ صندوق رسیده است. اروپا با ۳۵۱۶۳ صندوق بزرگ‌ترین قاره و آفریقا با ۱۱۷۱ صندوق کوچک‌ترین قاره در این حوزه می‌باشد و افراد شاغل در این صندوق‌ها تا پایان سال ۲۰۱۴، بالغ بر ۱۶۰ هزار نفر بوده است (Investment Company Fact Book, 2015).

در ایران نیز زیرساخت‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌خوبی تبیین و ایجاد شده‌اند. ساختار حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشور ناظر به قانون بازار اوراق بهادار ایران و نیز قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، تعریف شده است. ماده (۲) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید صراحت دارد که سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف است صرفاً با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، صندوق‌های موضوع قانون بازار اوراق بهادار ایران و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مندرج در قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن، و دیگر صندوق‌هایی را ثبت نماید که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند. این صندوق‌ها از تاریخ ثبت

دارای شخصیت حقوقی می‌باشند. به دیگر سخن، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یک نهاد مالی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و به‌عنوان شخصیت حقوقی نزد اداره ثبت شرکت‌ها به ثبت می‌رسند. همچنین، طبق قانون بازار اوراق بهادار ایران (ماده ۱ بند ۲۰)، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک «نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریکند».<sup>۱</sup>

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به‌عنوان یک نهاد حقوقی دارای ارکان مشخص و با شرح وظایف معین می‌باشد. بالاترین رکن صندوق‌ها، هیئت مدیره آنهاست که مسئولیت سرپرستی و نظارت کلی بر فعالیت‌های آن از وظایف اصلی آنها می‌باشد. مشاور/مدیر سرمایه‌گذاری، مدیر اجرایی، امین، مؤسسه نقل و انتقال و توزیع‌کننده فروش واحدهای صندوق، حسابرس و مشاوران حقوقی و نهاد ناظر از دیگر ارکان این صندوق‌ها می‌باشند.

### وضعیت انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران

نخستین صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در ایران در سال ۱۳۸۶ راه اندازی شد و هم‌اکنون ۲۱۳ صندوق در بازار سرمایه ایران وجود دارد. از این ۲۱۳ صندوق فعال تا پایان خرداد ماه ۱۳۹۷، ۷۲ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در اوراق بهادار با درآمد ثابت، ۱۶ صندوق مختلط، ۱۲۵ صندوق سرمایه‌گذاری سهام (اندازه کوچک و بزرگ).<sup>۲</sup>

با توجه به ماهیت و نوع صندوق‌ها، ترکیب متنوعی از دارایی‌ها و ابزارهای مالی در آنها وجود دارد. بیشترین دارایی صندوق‌ها، اوراق بهادار با درآمد ثابت، گواهی سپرده و سپرده بانکی و پس از آن اوراق بهادار با درآمد ثابت (انواع صکوک و اوراق مشارکت) است. در صندوق‌های مختلط نیز بیشترین دارایی‌ها، دارایی‌های با درآمد ثابت، گواهی سپرده و سپرده‌های بانکی است. سرانجام صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام هستند که بنا به محدودیت‌های قانونی بیشتر دارایی‌های آنها سهام و حق تقدم سهام است.

براساس آمار آبان ۱۳۹۴، کل دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی ایران شامل ۵/۷ درصد سهام، ۱۶/۵ درصد اوراق مشارکت، ۱۶/۳ درصد وجه نقد و ۶۱/۵ درصد سپرده‌های بانکی می‌باشد. به دیگر سخن، از کل دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری به مبلغ ۳۱۹،۵۶۹ میلیارد ریال معادل ۵۳۵،۱۹۶ میلیارد ریال سپرده‌های بانکی است.<sup>۳</sup>

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار [www.seo.ir](http://www.seo.ir).

۲. [www.fipiran.com](http://www.fipiran.com)

۳. [www.fipiran.com](http://www.fipiran.com) (مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران)

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

صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول یک صندوق سرمایه‌گذاری (Open End) است که در اوراق بدهی کوتاه‌مدت مانند اوراق خزانه، اوراق تجاری، توافق‌نامه بازخرید و دیگر اوراق کوتاه‌مدت نهادهای دولتی سرمایه‌گذاری می‌کند. این صندوق‌ها به‌طور معمول، هم‌تراز با سپرده‌گذاری بانکی در نظر گرفته می‌شوند که بازدهی بالاتری دارند. این صندوق‌ها یکی از تأمین‌کنندگان اصلی نقدینگی برای واسطه‌های مالی از جمله بانک‌ها در بازار بین‌بانکی می‌باشند.

در سال ۱۹۷۱ نخستین صندوق مشترک بازار پول در آمریکا افتتاح شد. این صندوق که رزرو فاند (The Reserve Fund) نام‌گذاری شده بود برای سرمایه‌گذارانی طراحی شده بود که بیشتر علاقه‌مند به نگهداری پول نقد یا دارایی‌های سریعاً نقدشونده و با بازدهی کم بودند. در طی چند سال پس از تأسیس نخستین صندوق بازار پول به یکباره چندین صندوق مشابه دیگر نیز افتتاح شدند. در واقع، انگیزه اصلی این طرح زمانی پدید آمد که قانون Q توسط فدرال رزرو به تصویب رسید. براساس این قانون حساب‌های بانکی دیگر حق پرداخت سود به سپرده‌های بانکی جاری را نداشتند. این صندوق‌ها شرایطی را فراهم کردند که حساب‌های جاری بتوانند ضمن حفظ حالت نقدینگی خود، سود هرچند کمی نیز دریافت کنند. این صندوق‌ها در اصل برای کسب بازدهی بیشتر از سپرده‌گذاری بانکی پدید آمدند و مسلماً در ازای این بازدهی اضافی مقداری ریسک را نیز متحمل می‌شوند. این ریسک نیز از اینجا ناشی می‌شوند که این صندوق‌ها تضمین شده نیستند.

نکته دیگر درباره این صندوق‌ها آن است که توجه به کیفیت دارایی‌های خریداری شده از سوی صندوق لازم الاجراست؛ یعنی این صندوق‌ها، براساس نوع خود، باید حتماً در دسته‌ای خاص از اوراق با درآمد ثابت و با درجه نقدشوندگی بالا و دوره سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری کنند. هدف از این کار آن است که تا جای ممکن ارزش خالص دارایی‌های صندوق مشترک بازار پول (NAV)، دست‌کم به اندازه قیمت اسمی واحدهای صندوق باشد.

### مزایا و ریسک‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول

سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها در ابزارهای پولی و مالی با ویژگی‌های مشخص، باعث ایجاد مزایا و ریسک‌های ذیل می‌شود. عمده‌ترین مزیت‌های این صندوق‌ها عبارت‌اند از:

۱. ابزاری مناسب و قابل استفاده برای سرمایه‌گذاران جزء هستند؛

1. Money Market Mutual Funds

۲. امکان جذب سرمایه‌های خرد و کلان به هر میزان و در هر زمان را فراهم می‌کنند و قابلیت نقدشوندگی سریع دارند؛
۳. از بازار عرضه و تقاضا در تعیین قیمت هر سهم صندوق پیروی نمی‌کنند و تأثیرپذیری مستقیمی از نوسانات بازار بر روی قیمت هر واحد صندوق ندارند؛
۴. محاسبه قیمت واحدهای صندوق برای خریداران و فروشندگان آن ساده است و قیمت هر واحد بسیار شفاف است؛
۵. صندوق‌های تخصصی بسیار متنوعی هستند و امکان حضور فعال و مستمر در بورس از طریق جذب نقدینگی و مقرری‌های ماهانه عموم مردم به دلیل ماهیت سرمایه باز وجود دارد؛
۶. وسیله‌ای مطمئن برای کسب سود برای ذخایر و اندوخته‌های بانک‌ها و بیمه‌ها به شمار می‌روند؛
۷. براساس تئوری‌های مالی با افزایش تنوع در سرمایه‌گذاری می‌توان خطر سرمایه‌گذاری را کاهش داد و کاهش قیمت یک سهم را با افزایش در سایر اوراق بهادار جبران کرد. معمولاً سبد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ حاوی ده‌ها سهم و یا اوراق مشارکت متنوع است تا خطر سرمایه‌گذاری به حداقل برسد؛
۸. بازخرید سریع واحدهای صندوق با قیمت‌های مشخص در پایان هر روز امکان‌پذیر است (مشایخ، قدرتی و محمدی)؛
۹. مزیت‌های مالیاتی: برخی از صندوق‌های مشترک بازار پول در اوراقی سرمایه‌گذاری می‌کنند که معافیت‌های مالیاتی دارند و همین موجب می‌شود که دارندگان واحدهای این صندوق‌ها نیز از مزیت مالیاتی برخوردار شوند؛
۱۰. به دلیل کوتاه بودن سررسید اوراق سرمایه‌گذاری شده در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول عموماً این صندوق‌ها از ریسک نوسانات نرخ بهره محفوظ می‌مانند (شمسی‌نژاد، ۱۳۹۵).

### ریسک‌های صندوق‌های مشترک بازار پول عبارت‌اند از:

۱. ریسک اعتباری: برخلاف حساب‌های سپرده‌گذاری بانکی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول به‌طور عموم تضمین شده نیستند. اگرچه این صندوق‌ها در اوراقی با کیفیت بسیار بالا سرمایه‌گذاری می‌نمایند و به دنبال حفاظت از سرمایه‌گذاران می‌باشند، ولی ریسک از بین رفتن سرمایه افراد در این صندوق‌ها وجود دارد؛
۲. ریسک تورم: به دلیل امنیت و سررسید کوتاه‌مدت دارایی‌های این صندوق‌ها، بازدهی آنها

پایین تر از دارایی های ریسکی است؛ زیرا دارایی هایی مانند سهام با پذیرش ریسک بیشتر در مواقع تورم بازدهی بیشتری نیز صاحب می شود (شمسی نژاد، ۱۳۹۵).

### انواع صندوق های سرمایه گذاری مشترک بازار پول و حجم عملیات آنها

مؤسسه سازمان سرمایه گذاری<sup>۱</sup>، که متولی صندوق های سرمایه گذاری در آمریکا می باشد، صندوق های سرمایه گذاری مشترک بازار پول را به دو دسته کلی صندوق بازار پول نهادی و صندوق بازار پول خرد تقسیم کرده است. در هر یک از این دو دسته، صندوق های بازار پول به صورت بدون مالیات،<sup>۲</sup> دولتی<sup>۳</sup> و اولیه<sup>۴</sup> وجود دارند. در ادامه به تشریح این صندوق ها و حجم عملیات آنها اشاره می شود:

#### الف) صندوق های سرمایه گذاری مشترک بازار پول نهادی<sup>۵</sup>

این صندوق ها محدودیت سرمایه گذاری کمی دارند، هزینه پائینی به سپرده گذار تحمیل می کنند و در اوراق سرمایه گذاری می نمایند که توسط شرکت ها و دولت تبلیغ می شوند یا به صورت امانتی می باشند. این صندوق ها اغلب به گونه ای برقرار می شوند که امکان انتقال پول از حساب شرکت ها (نهادها) نزد بانک به صندوق فراهم باشد.

#### ب) صندوق های سرمایه گذاری مشترک بازار پول خرد<sup>۶</sup>

صندوق های سرمایه گذاری مشترک بازار پول خرده فروشی در اصل برای سرمایه گذاران فردی است. این صندوق ها تقریباً ۳۳ درصد از کل دارایی های صندوق ها را به خود اختصاص داده اند. از آنجایی که این صندوق ها هزینه خدمات دهی بالاتری نسبت به صندوق های نهادی دارند، بازدهی آنها از این صندوق ها نیز کمتر است.

صندوق های سرمایه گذاری مشترک بازار پول نهادی و خرد به صندوق های بدون مالیات، صندوق های دولتی و صندوق های اولیه تقسیم می شوند:

۱. صندوق های بازار پول اولیه: صندوقی که عموماً در گواهی سپرده، اوراق تجاری شرکت ها و اوراق بهادار دولت آمریکا و در اوراق بدهی با نرخ سود متغیر سرمایه گذاری می نماید؛
۲. صندوق های بازار پول دولتی: در این صندوق ها ۹۹/۵ درصد از دارایی ها در وجوه نقد،

1. Investment Company Institute (ICI)

3. Government Money Market Funds

5. Institutional Money Market Funds

2. Tax- Exempt Money Market Funds

4. Prime Money Market Funds

6. Retail Money Market Funds



اوراق بهادار دولتی و خرید توافق‌نامه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌شوند که به‌طورکامل وثیقه هستند. یک صندوق اوراق خزانه یک نوع از صندوق‌های دولتی است که در اوراق خزانه یا دیگر اوراق دولتی سرمایه‌گذاری می‌کند؛

۳. صندوق‌های معاف از مالیات: این صندوق‌ها اصولاً در ابزارهای مالی و پولی سرمایه‌گذاری می‌نمایند که تحت نظارت ایالت‌ها و شهرداری‌ها که از مالیات بر درآمد معاف هستند.

جدول ۳: جمع کل ارزش دارایی‌های تحت پوشش صندوق‌های مشترک بازار پول در آمریکا (میلیون دلار)

سال	تعداد صندوق			جمع کل ارزش دارایی‌های تحت پوشش (میلیون دلار)		
	صندوق‌های بازار پول دولتی	صندوق‌های بازار پول اولیه	صندوق‌های معاف از مالیات	جمع کل	صندوق‌های بازار پول اولیه	صندوق‌های معاف از مالیات
۲۰۰۸	۲۰۰	۲۳۴	۲۴۹	۳,۸۳۲,۲۳۶	۱,۸۴۸,۳۴۹	۴۹۳,۶۸۰
۲۰۰۹	۱۸۰	۲۹۶	۲۲۸	۳,۳۱۵,۸۹۳	۱,۸۰۹,۹۲۳	۳۹۸,۹۳۵
۲۰۱۰	۱۶۵	۲۷۷	۲۱۰	۲,۸۰۳,۵۱۴	۱,۶۱۸,۴۸۸	۳۳۰,۰۰۶
۲۰۱۱	۱۶۶	۲۶۵	۲۰۱	۲,۶۹۰,۹۵۰	۱,۴۲۹,۱۷۸	۲۹۱,۶۹۷
۲۰۱۲	۱۵۸	۲۴۲	۱۸۰	۲,۶۹۳,۱۶۹	۱,۴۷۶,۹۹۳	۲۸۷,۴۲۶
۲۰۱۳	۱۵۲	۲۳۰	۱۷۳	۲,۷۱۷,۸۰۸	۱,۴۸۵,۱۸۷	۲۷۰,۶۱۲
۲۰۱۴	۱۴۸	۲۱۶	۱۶۳	۲,۷۲۴,۶۴۱	۱,۴۵۳,۰۷۱	۲۶۰,۷۸۷
۲۰۱۵	۱۴۶	۱۹۰	۱۴۵	۲,۷۵۴,۷۴۳	۱,۲۷۳,۰۷۷	۲۵۴,۹۳۱
۲۰۱۶	۲۳۰	۸۹	۱۰۲	۲,۷۲۸,۱۳۷	۳۷۵,۹۹۹	۱۳۰,۲۶۶
۲۰۱۷	۲۲۵	۷۴	۸۳	۲,۸۴۷,۳۰۴	۴۵۵,۴۲۸	۱۳۱,۱۲۶

منبع: Investment Company Fact Book, 2018

مطابق جدول ۳ در سال ۲۰۱۷ معادل ۸۰ درصد از کل ارزش صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار پول در صندوق‌های بازار پول دولتی، ۱۶ درصد در صندوق‌های بازار پول اولیه و ۴ درصد هم در صندوق‌های معاف از مالیات قرار دارد.

جدول ۴: خالص ارزش دارایی‌های صندوق‌های مشترک بازار پول به تفکیک صندوق‌های نهادی و خرد (میلیون دلار)

صندوق‌های معاف از مالیات	صندوق‌های بازار پول اولیه	صندوق‌های بازار پول دولتی	جمع	صندوق‌های معاف از مالیات	صندوق‌های بازار پول اولیه	صندوق‌های بازار پول دولتی	جمع		
۳۰۳,۲۱۲	۷۷۶,۸۷۶	۲۸۹,۷۳۱	۱,۳۶۹,۸۱۹	۱۹۰,۴۶۷	۱,۰۷۱,۴۷۴	۱,۲۰۰,۴۷۶	۲,۴۶۲,۴۱۷	۳,۸۳۲,۲۳۶	۲۰۰۸
۲۳۵,۳۸۳	۶۳۰,۰۹۸	۲۱۴,۴۷۸	۱,۰۷۹,۹۵۹	۱۶۳,۵۵۳	۱,۱۷۹,۸۲۵	۸۹۲,۵۵۶	۲,۲۳۵,۹۳۴	۳,۳۱۵,۸۹۳	۲۰۰۹
۲۰۵,۹۷۵	۵۴۲,۲۰۳	۱۸۹,۶۹۴	۹۵۷,۸۷۲	۱۲۴,۰۳۱	۱,۰۵۶,۶۹۳	۶۶۵,۳۲۷	۱,۸۴۶,۰۵۱	۲,۸۰۳,۹۲۳	۲۰۱۰
۱۹۶,۴۵۱	۵۴۹,۷۶۴	۲۰۳,۶۷۷	۹۴۹,۸۹۲	۹۵,۲۴۷	۸۷۹,۸۸۵	۷۶۶,۳۹۸	۱,۷۴۱,۵۳۰	۲,۶۹۱,۴۲۲	۲۰۱۱
۲۰۲,۹۷۵	۵۴۰,۰۸۶	۲۰۵,۵۱۳	۹۴۸,۵۷۴	۸۴,۴۵۱	۹۳۷,۲۶۱	۷۲۳,۲۳۶	۱,۷۴۴,۹۴۸	۲,۶۹۱,۵۲۲	۲۰۱۲
۱۹۶,۲۶۲	۵۳۴,۸۱۸	۲۰۵,۰۵۶	۹۳۶,۱۳۶	۷۴,۳۵۰	۹۵۰,۸۹۳	۷۵۶,۹۵۴	۱,۷۸۲,۱۹۷	۲,۷۱۸,۳۳۳	۲۰۱۳
۱۹۰,۰۰۳	۵۱۵,۵۸۷	۱۹۹,۵۳۳	۹۰۵,۱۲۳	۷۰,۷۸۴	۹۳۸,۱۰۳	۸۱۱,۲۵۰	۱,۸۲۰,۱۳۷	۲,۷۲۵,۲۶۰	۲۰۱۴

منبع: Investment Company Fact Book, 2015

جدول ۴ نشان می‌دهد که در حدود ۳۳ درصد از سرمایه‌گذاری‌های صندوق بازار پول در صندوق‌های بازار پول خرد و ۶۳ درصد در صندوق‌های بازار پول نهادی وجود دارد.

جدول ۵: ترکیب دارایی‌های مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول نهادی و خرد (برحسب درصد)

نوع صندوق	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	۲۰۱۱	۲۰۱۲	۲۰۱۳	۲۰۱۴	۲۰۱۵	۲۰۱۶	۲۰۱۷
ترکیب دارایی‌های مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول نهادی	اسناد خزانه دولت آمریکا	۳۰٫۵	۲۵٫۶	۲۳٫۹	۲۳٫۲	۲۵٫۶	۲۷٫۱	۲۱٫۲	۱۷٫۲	۱۹٫۴
	سایر اوراق خزانه	۶٫۲	۶	۸٫۵	۱۳٫۲	۱۲٫۶	۱۴٫۳	۱۳٫۵	۱۶٫۸	۱۰٫۵
	اوراق کارگزاران دولتی آمریکا	۳۶٫۲	۳۵٫۴	۳۳٫۳	۲۸٫۹	۲۶٫۷	۲۹٫۴	۳۱٫۳	۳۲٫۸	۳۰
	توافق‌نامه‌های بازخرید	۲۶٫۸	۳۰٫۶	۳۳	۳۱٫۶	۳۳	۲۷٫۹	۳۴	۳۲٫۲	۳۹
ترکیب دارایی‌های مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول خرد	سایر (گواهی سپرده، گواهی سپرده اروپایی، اوراق تجاری، اسناد بانکی و شرکتی)	۰٫۳	۲٫۴	۲٫۳	۳٫۱	۲٫۱	۱٫۳	۰٫۷	۰٫۱	۰
	متوسط دوره سررسید (روز)	۴۸	۴۷	۴۷	۴۵	۴۶	۴۸	۴۴	۴۰	۳۳
	اسناد خزانه دولت آمریکا	۱٫۹	۲٫۳	۲٫۷	۳٫۱	۳٫۴	۲٫۲	۲٫۱	۱٫۹	۵٫۱
	سایر اوراق خزانه	۰٫۵	۱٫۳	۱٫۹	۳٫۸	۴٫۲	۴٫۳	۲٫۶	۲٫۸	۰٫۶
ترکیب دارایی‌های مالی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول خرد	اوراق کارگزاران دولتی آمریکا	۱۲٫۷	۸٫۹	۷٫۸	۹٫۲	۶٫۹	۵٫۷	۵٫۱	۰٫۲	۰٫۷
	توافق‌نامه‌های بازخرید	۸٫۴	۸٫۳	۱۲٫۸	۱۳٫۶	۱۶٫۸	۱۵٫۷	۲۰٫۹	۲۳٫۹	۱۶٫۵
	گواهی سپرده	۲۱٫۵	۳۱٫۶	۲۸٫۶	۲۸٫۴	۲۹٫۵	۳۳٫۳	۳۵٫۷	۳۴٫۷	۳۹٫۲
	گواهی سپرده اروپایی	۴٫۷	۵٫۵	۶٫۷	۳٫۱	۳	۲٫۳	۱٫۷	۰٫۹	۰٫۸
سایر (اسناد بانکی و شرکتی)	اوراق تجاری	۳۴٫۱	۲۸٫۱	۲۴٫۳	۲۴٫۶	۲۳٫۱	۲۳٫۹	۲۳	۲۶٫۸	۳۲٫۵
	سایر (اسناد بانکی و شرکتی)	۱۲٫۴	۹٫۳	۷٫۲	۷٫۲	۷	۶٫۹	۵٫۵	۱٫۴	۱٫۶
	متوسط دوره سررسید (روز)	۴۷	۵۰	۴۴	۴۰	۴۵	۴۶	۴۴	۳۱	۳۰

منبع: Investment Company Fact Book, 2018

اعداد جدول ۵ نشان می‌دهد که صندوق بازار پول نهادی بیشتر در توافق‌نامه‌های بازخرید،

اوراق کارگزاران دولتی و اسناد خزانه دولت آمریکا سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ ولی صندوق بازار پول خرد اغلب منابع خود را در گواهی سپرده، اوراق تجاری و توافق‌نامه بازخريد نگهداری می‌کنند.

### نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول

نهاد ناظر بر صندوق‌های مشترک بازار پول کمیسیون معاملات اوراق بهادار (Stock Exchange Commission) است. این نهاد وظیفه قانون‌گذاری و نظارت بر عملکرد این صندوق‌ها را برعهده دارد. به‌عنوان مثال یکی از مهم‌ترین قوانین این نهاد خرید دارایی‌های با ریسک کم مانند گواهی‌های سپرده، اوراق خزانه دولت آمریکا، اوراق قرضه دولتی و ایالتی و دیگر اوراق کم ریسک با کیفیت توسط این صندوق‌هاست. هیچ صندوقی حق ندارد که اقدام به سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی با ریسک بیشتر از این دارایی‌ها کند. این کمیسیون بر حسن اجرای چنین قوانینی نظارت کامل دارد.

کمیسیون اوراق بهادار آمریکا برای پیشگیری از مشکلات اقتصادی مانند آنچه که در سال ۲۰۰۸ در اقتصاد جهانی به وقوع پیوست، یکی از بزرگ‌ترین تغییرات قوانین در حوزه بازار سرمایه را در سال ۲۰۱۴ و در رابطه با صندوق‌های مشترک بازار پول به تصویب رساند. تمامی این تغییرات در جهت افزایش انعطاف‌پذیری صندوق‌ها بوده است. از جمله این تغییرات کاهش نرخ بهره، اعتبارات و ریسک نقدشونگی پرتفوی بود. اگرچه این اصلاحات انعطاف‌پذیری صندوق‌ها را افزایش داد، ولی باز هم مسئولان SEC معتقدند که در آینده نیز اعمال تغییرات ضروری است که ممکن است از تغییرات کنونی نیز شدیدتر باشد.

### مالیات در صندوق‌های مشترک بازار پول

صندوق‌های مشترک بازار پول از دیدگاه مالیاتی به دو دسته مشمول مالیات و معاف از مالیات تقسیم می‌شوند. اینکه برای هر سرمایه‌گذاری چه نوع صندوقی مناسب است به وضعیت مالیاتی او بستگی دارد. همان‌طور که پیش‌تر نیز گفته شد صندوق‌های مشترک بازار پول موظف به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های با سررسید کوتاه‌مدت، کم‌ریسک و با کیفیت هستند. اوراق بهادار موجود در صندوق‌های مشمول مالیات شامل اوراق کوتاه‌مدت خزانه دولت آمریکا، گواهی‌های سپرده‌گذاری بانکی، اوراق تجاری با کیفیت بالا متعلق به شرکت‌های بزرگ آمریکا و سرانجام توافق‌نامه‌های با تضمین بازخريد است؛ ولی صندوق‌های معاف از مالیات مکلف به نگهداری اوراق بهادار شهرداری ایالتی و محلی کوتاه‌مدت هستند. صندوق‌های مشترک بازار پول تلاش

می‌کنند تا ارزش خالص دارایی‌های (NAV) خود را روی یک دلار نگه دارند و سود را به نسبت سرمایه هر سرمایه‌گذاری تقسیم کنند. گفتنی است که امکان ایجاد تغییرات قیمتی و در نتیجه سود سرمایه نیز وجود دارد که آن هم مطابق با درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نسبت به دارایی‌های صندوق بین آنها تقسیم می‌شود. از همین رو، اوراق بهاداری که توسط صندوق‌های بازار پول مالیاتی نگهداری می‌شوند، بابت هر میزان سودی که کسب می‌کنند مکلف به پرداخت مالیات هستند؛ ولی صندوق‌های معاف از مالیات، بابت درآمدهای حاصل از دارایی‌های خود از پرداخت مالیات ایالتی معاف هستند. عموماً صندوق‌های بازار پولی که مشمول مالیات هستند نرخ بازدهی بیشتری نسبت به صندوق‌های معاف از مالیات دارند.

### طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول در بازار بین‌بانکی ایران

یکی از نواقص بازار بین‌بانکی فعلی ایران، نبود ابزارهای متنوع برای سرمایه‌گذاری بانک‌هاست. یکی از ابزارهای مناسب برای بازار بین‌بانکی ریالی ایران، تشکیل صندوق مشترک بازار پول است. این صندوق در دیگر کشورها به‌عنوان ابزاری در اختیار فعالان بازار بین‌بانکی است و نیازهای آنها را در شرایط لازم پوشش می‌دهد. با توجه به بسترهای لازم در ایجاد انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در ایران، طی سال‌های اخیر به نظر می‌رسد طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول در بازار بین‌بانکی ایران می‌تواند به کارآمدتر کردن این بازار و نیز پاسخگویی بهتر به نیازمندی‌های فعالان این بازار بینجامد.

مدل این تحقیق، ایجاد یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول در بانک مرکزی و تحت مدیریت بخش بازار بین‌بانکی آن است.

این صندوق تنها با گردآوری منابع مالی بانک‌های عضو بازار بین‌بانکی تشکیل شده است منابع آن در ابزارهای با درآمد ثابت (اسناد خزانه اسلامی، انواع صکوک، گواهی سپرده، اوراق مشارکت و...) سرمایه‌گذاری می‌شود که بازدهی مطمئن و مشخص دارند و سررسید آنها کوتاه‌مدت است. بانک‌ها در هنگام نیاز می‌توانند این منابع مالی را به دیگر بانک‌ها عرضه و کمبود نقدینگی خود را جبران کنند. با این کار بانک‌هایی که مایل به سرمایه‌گذاری هستند می‌توانند با معامله واحدهای سرمایه‌گذاری از مزایای آن بهره‌مند شوند و بانک‌هایی که منابع مالی نیاز دارند با فروش این واحدها نیازهای خود را پاسخ دهند. اهداف تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول در بازار بین‌بانکی ایران شامل موارد ذیل است:

۱. کسب بازدهی مطمئن و بدون ریسک برای مشارکت‌کنندگان؛

۲. ایجاد بستری برای هدایت نقدینگی از بانک‌های دارای مازاد منابع به بانک‌های دارای کسری منابع؛
۳. تعمیق بازار بین‌بانکی و افزایش نقش این بازار در سیاست‌های پولی؛
۴. افزایش قدرت نقدشوندگی دارایی‌های مالی بانک‌ها؛
۵. هدایت نرخ‌های سود با مدیریت نرخ سود صندوق مشترک بازار پول؛
۶. کمک به کاهش استقراض از بانک مرکزی با فعال شدن صندوق مشترک بازار پول.

### ماهیت فقهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول

ماده ۶۱ قانون عملیات بانکی بدون ربا تا حدودی به نحوه عملیات بازار بین‌بانکی پرداخته است. ذیل بخش ششم قانون در ماده ۶۱ آمده است «بانک‌ها می‌توانند تحت اشراف بانک مرکزی و با استفاده از قراردادهای و ابزارهای این قانون، مانند سپرده‌گذاری متقابل، خرید دین متقابل و مجدد، خرید و فروش صکوک و گواهی سپرده و تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از منابع بانک مرکزی و سایر بانک‌ها در چارچوب بازار بین‌بانکی استفاده کنند».

در این رابطه پیشنهاد شده است که صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول با مدیریت بانک مرکزی و همکاری بانک‌های عضو بازار بین‌بانکی طراحی و تأسیس شود. در این رابطه لازم است تا بانک‌های عضو بازار بین‌بانکی پس از تأسیس این صندوق که به صورت سرمایه باز ایجاد می‌شوند، منابع مازاد خود را به سپرده‌گذاری در واحدهای این صندوق اختصاص دهند و در زمان کمبود نقدینگی واحدهای خود را بر مبنای قیمت روز واحدهای صندوق، آن را به فروش برسانند. منابع این صندوق هم می‌تواند در ابزارهای کوتاه‌مدت بازار پول مانند انواع صکوک، اسناد خزانه اسلامی و... سرمایه‌گذاری شود تا در اسرع زمان به نیاز بانک‌ها پاسخ داده شود. بانک مرکزی نیز می‌تواند به عنوان ضامن مسئولیت نقدشوندگی صندوق را برعهده بگیرد. همچنین، مدیریت این صندوق به بخش بازار بین‌بانکی بانک مرکزی سپرده می‌شود.

از دیدگاه فقهی و حقوقی ماهیت قرارداد در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول براساس عقد مشارکت است که در آن طرف قرارداد در صندوق سرمایه‌گذاری می‌کند و به نسبتی که سرمایه‌گذاری کرده است مالک دارایی‌های صندوق به صورت مشاع می‌شود. بانک‌ها هنگامی که مازاد سرمایه دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند و هنگام کمبود منابع اسناد مشارکتی می‌فروشند. سرمایه‌گذاران در سود و زیان اوراق، سهام و... شریک هستند (این اسناد بیشتر کم‌ریسک هستند و به همین دلیل هم باعث زیان نمی‌شوند؛ ولی در شرایطی که این اسناد زیان‌ده باشند، خریداران این

اسناد نیز متحمل زیان می‌شوند) که این امر مورد تأیید شریعت بوده و کمیته فقهی نیز آن را تأیید کرده است. گفتنی است که عقود دیگری نیز در این فرایند دخیل هستند که در ادامه به آنها اشاره می‌شود؛ ولی عقد شرعی مشارکت است که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول محوریت دارد.

متولیان صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌ویژه صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول با انتشار اوراق سرمایه‌گذاری، به‌عنوان قرارداد وکالت وجوه را از بانک‌ها جمع می‌کنند. سپس به وکالت از طرف صاحبان اوراق، وجوه آنان را در انواعی از اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذار هر زمانی که خواست می‌تواند با مراجعه به ضامن (بانک مرکزی) با فروش اوراق خود اصل سرمایه و سود حاصل را پس از کسر مبلغی معین به‌عنوان حق‌الوکاله به‌دست بیاورد. هر واحد گواهی سرمایه‌گذاری بیان‌کننده قیمت سهم مشاع آن واحد نسبت به کل دارایی‌های صندوق است که متناسب با تغییرات قیمت دارایی‌های مالی تغییر می‌کند. از لحاظ فقهی دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری به نسبت مالکیت خود در سود و زیان این صندوق‌ها مشارکت دارند و این موضوع در مفاهیم اسلامی پذیرفته شده است. همچنین، ابزارهای مالی خریداری شده در این صندوق از نوع ابزارهای مالی اسلامی است و تمامی عملیات مالی آنها مورد پذیرش کمیته فقهی بورس یا بانک مرکزی قبل از انتشار قرار گرفته است.

نتایج نظرات کارشناسان مربوطه در شورای فقهی بانک مرکزی و بورس، مدیران بانک مرکزی در حوزه بازار بین‌بانکی، مدیران امور خزانه و بازار بین‌بانکی بانک‌ها، مدیران صندوق‌های با درآمد ثابت به‌عنوان افرادی که این اوراق را معامله می‌کنند، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تأمین سرمایه و... به چند سؤال مطرح درباره مباحث فقهی صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول به‌صورت زیر است:

جدول ۶: نتایج پرسش‌های فقهی ابزار صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول

کاملاً مخالفم	مخالفم	نظری ندارم	موافقم	کاملاً موافقم	نظر جنابعالی از منظر فقهی نسبت به موضوعات زیر چگونه است؟
۰/۰۰٪	۲/۱۰٪	۵/۰۴٪	۷۸/۵۷٪	۱۴/۲۹٪	خریدوفروش واحدهای صندوق از سوی بانک‌ها که این دارایی‌ها توسط مدیر آن در قالب عقد وکالت گردآوری شده است.
۰/۰۰٪	۴/۱۹٪	۱۰/۰۹٪	۵۰/۰۰٪	۳۵/۷۲٪	مالکیت مشاع بانک‌ها بر دارایی‌های صندوق در قالب عقد مشارکت

نتایج جدول ۶ نشان از آن دارد که ۹۲ درصد فقها و کارشناسان مربوطه اعتقاد به انجام معاملات

در این صندوق و در قالب عقد وکالت بین‌بانک‌ها با متولیان صندوق دارند. همچنین ۸۵ درصد آنها معتقدند که مالکیت مشاع بانک‌ها بر دارایی‌های صندوق در قالب عقد مشارکت است.

### بازده سرمایه‌گذاری در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک بازار پول

خریداران صندوق مشترک بازار پول همچون دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، دو نوع بازدهی دارند. بازدهی نخست، ناشی از تقسیم سود نقدی دارایی‌های موجود در صندوق مشترک بازار پول است که در پایان هر سال به دارندگان واحدهای صندوق به میزان مشارکت آنها پرداخت می‌شود (نظرپور و ابراهیمی، ۱۳۸۸).

بازدهی دوم، ناشی از میزان و زمان مشارکت بانک‌ها در صندوق (ابزارهای مالی موجود در آن) است. این بازدهی ناشی از افزایش قیمت دارایی‌های موجود در صندوق به‌دست آمده و در زمان با محاسبه NAV صندوق، قابل محاسبه است. از آنجاکه این صندوق‌ها سرمایه متغیر (سرمایه باز) هستند و نقدشوندگی بالایی دارند، شرایط رکودی و مشکلات بازار اثر چندانی بر نقدشوندگی آنها ندارد. باید بخش بازار بین‌بانکی بانک مرکزی به‌طور روزانه NAV صندوق مشترک بازار پول را محاسبه کند و قیمت‌های صدور و ابطال واحدهای آن را برای مشخص شدن میزان بازدهی خریداران این واحدها از طریق سایت مختص این صندوق به اطلاع اعضای بازار بین‌بانکی برساند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری با توجه به مزایایی مانند مدیریت تخصصی و کاهش ریسک توانسته‌اند جایگاه بسیار ویژه‌ای در بازارهای مالی جهان به‌دست آورند. در ایران نیز این قضیه اتفاق افتاده است و تعدد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بازار سرمایه نشان از اهمیت این صندوق‌ها دارد. هم‌اکنون ۲۱۳ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در بازار ایران وجود دارد و حجم مدیریت پول این صندوق‌ها نیز رو به افزایش است که نشان از رشد روزافزون به‌کارگیری این صندوق‌ها در تأمین نیازهای فعالان اقتصادی و مالی کشور دارد. به اختصار نکات مهم مدنظر در این مقاله و پیشنهادها را در این‌باره عبارت‌اند از:

۱. گسترش روزافزون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در فضای مالی و پولی کشور به‌طوری‌که در سال‌های اخیر بخش بزرگی از منابع بانک‌ها به سمت صندوق‌های با درآمد ثابت منتقل شده است؛

۲. کاهش و مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری با راه‌اندازی انواع صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری برای افراد حقیقی و حقوقی متناسب با نیازهای آنها؛

۳. با ایجاد صندوق مشترک سرمایه‌گذاری بازار پول می‌توان به مدیریت بهتر منابع مازاد بانک‌ها و تأمین کسری دیگر بانک‌ها بدون افزایش دادن نرخ سود بازار بین‌بانکی امیدوار شد؛
۴. نظر به تشکیل این صندوق تحت نظارت بانک مرکزی، این نهاد با کمک بخش بازار بین‌بانکی می‌تواند افزون‌بر تأمین نیازهای نقدینگی بانک‌ها، به استفاده مناسب از فرصت‌های سودآور جامه عمل بپوشاند و سیاست‌های پولی خود را از طریق راهبری نرخ‌های موجود در این صندوق اجرا کند؛
۵. نرخ‌های موجود در صندوق مشترک بازار پول می‌تواند به‌عنوان مرجعی برای دیگر نرخ‌های بازار پول و سرمایه مدنظر قرار گیرد و در تنظیم مقدار تورم و کنترل نوسانات نرخ ارز نیز می‌تواند ایفای نقش نماید؛
۶. در صورت جمع‌آوری مناسب وجوه نقد از طریق بانک‌ها، این صندوق می‌تواند مرجع مناسبی برای سرمایه‌گذاری‌های کلان ملی با انتشار انواع اوراق با درآمد ثابت باشد و می‌تواند بخش بزرگی از اسناد خزانه اسلامی را خریداری کند که دولت در دست انتشار دارد. در این حالت این صندوق می‌تواند بخش بزرگی از بدهی دولت به دیگر نهادها (بانک‌ها و پیمانکاران) را از طریق بیع دین خریداری کند و کمکی در حل معضلات نقدینگی کشور با جهت‌دهی درست داشته باشد.
- با توجه به مزیت‌های یادشده، به‌کارگیری صندوق مشترک بازار پول در بازار بین‌بانکی براساس مدل ارائه شده نیازمند شرایط و الزامات ذیل است:
۱. طراحی ساختار جدید بازار بین‌بانکی در ایران؛
  ۲. تدوین دستورالعمل و قوانین جدید در حوزه بازار بین‌بانکی؛
  ۳. ایجاد و طراحی ابزارهای مالی جدید در حوزه بازار بین‌بانکی ایران؛
  ۴. برگزاری دوره‌های آموزشی و شناخت ابزارهای مالی جدید برای بانک‌های عضو بازار بین‌بانکی؛
  ۵. ایجاد بستر مناسب برای بانک مرکزی در جهت اعمال نقش کارا تر در بازار بین‌بانکی؛
  ۶. تشکیل کمیته‌های تخصصی برای اجرایی کردن این صندوق و دیگر ابزارهای متنوع (کمیته فقهی حقوقی و...).
- پیش‌بینی می‌شود با اجرایی شدن شرایط یادشده و درک بهتر از نیازهای حوزه پولی و مالی کشور، بتوان شاهد به‌کارگیری ابزارهای پولی کوتاه‌مدت در سیستم بازار بین‌بانکی کشور و رونق بیشتر این بازار باشیم.



## منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ آلبرت بغزیان و مهدی آزادواری (پاییز و زمستان ۱۳۹۳)، «بررسی بازار سرمایه ایران و تعیین عوامل تأثیرگذار بر بازدهی سالانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک»، اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق) دوره جدید، س ۲۱، ش ۸، ص ۱۲۸-۱۵۲.
۲. بانک مرکزی (۱۳۸۳)، دستورالعمل اجرایی عملیات بازار بین‌بانکی ریالی، مصوب دی ماه ۱۳۸۳ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۳. بانک مرکزی (۱۳۹۰)، بازار بین‌بانکی ریالی و عملکرد آن در سال ۱۳۸۸، In cbi.ir.
۴. حاجیان، محمدرضا (۱۳۸۵)، بازار بین‌بانکی ریالی، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۵. خوانساری، رسول (مرداد ۱۳۹۳)، آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۶. شمسی‌نژاد، سیدسعید (۱۳۹۵)، طراحی بازار بین‌بانکی مبتنی بر فقه امامیه در نظام پولی و مالی ایران، بنیادی، کاربردی، تهران: دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام).
۷. شمسی‌نژاد، سعید و عباس موسویان (۱۳۹۷)، «آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی در ایران: پژوهش‌های پولی-بانکی»، مجله پولی و بانکی، س ۱۱، ش ۳۵، ص ۱۲۵-۱۵۰.
۸. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (۱۳۹۱)، www.seo.ir.
۹. عزیزی شهریاری و امیر شریف‌فر (پاییز ۱۳۹۲)، «عوامل تعیین‌کننده انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک؛ رویکرد پژوهش آمیخته»، مدیریت دارایی و تأمین مالی، س ۱، ش ۲، ص ۳۵-۵۰.
۱۰. مشایخ، شهناز؛ سیده سمانه شاهرخی و نازنین بشیری منش (پاییز ۱۳۹۲)، «عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری: از تئوری تا عمل»، مطالعات حسابداری و حسابرسی، س ۲، ش ۷.
۱۱. مشایخ، شهناز؛ منا قدرتی و فائزه محمدی (۱۳۹۰)، «مروری بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و شاخصی»، پژوهش حسابداری، دوره ۱، ش ۱، ص ۵۹-۸۴.
۱۲. موسویان، سیدعباس و حسین میثمی (۱۳۹۶)، بانکداری اسلامی ۲، بانکداری مرکزی اسلامی و سیاست‌گذاری پولی و ارزی، ویراست اول، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
۱۳. موسویان، سیدعباس و مهدی الهی (تابستان ۱۳۸۹)، «امکان‌سنجی فقهی تشکیل بازار بین‌بانکی در بانکداری اسلامی»، اقتصاد اسلامی، س ۱۰، ش ۳۸، ص ۸۹-۱۱۸.

۱۴. موسویان، سیدعباس و مجتبی کاوند (۱۳۸۹)، «مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی»، معرفت اقتصادی، س ۲، ش ۳، ص ۳۵-۶۳.
۱۵. نظریور، محمدنقی و محبوبه ابراهیمی (۱۳۸۸)، «طراحی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک اسلامی در بازار سرمایه»، اقتصاد اسلامی، س ۹، ش ۳۳، ص ۶۳-۹۴.
16. Investment Company Fact Book (2015), "A Review of Trends and Activities in the U.S. Investment Company Industry", In [www.icifactbook.org](http://www.icifactbook.org).
17. European Parliamentary Research Service (2015), "Money Market Funds", Amendments adopted by the European Parliament on 29 April 2015 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds, European Parliament and of the Council In the money market funds.
18. Investment Company Fact Book (2018), "A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industr", In [www.icifactbook.org](http://www.icifactbook.org).