

## صندوق های قابل معامله در بورس

صندوق قابل معامله در بورس (ETF)، نوعی صندوق سرمایه‌گذاری است که واحدهای سرمایه‌گذاری آن همچون سهام در بورس قابل معامله می‌باشد. یک ETF صاحب دارایی‌هایی همچون سهام، کالا، یا اوراق قرضه است که طی ساعات معاملاتی روز آنها را معامله می‌کند. اغلب ETF های خارجی، یک شاخص همچون S&P ۵۰۰ را رهگیری می‌کنند. ETF ها به دلیل هزینه‌های پایین، کارایی مالیاتی و ویژگی‌های سهام گونه دارای جذابیت بالایی هستند.

در واقع تنها موسسات سرمایه‌گذاری بزرگ می‌توانند سهام یک ETF را در قالب بلوک‌های بزرگ شامل دهها هزار سهام با مدیر صندوق معامله کنند. موسسات سرمایه‌گذاری بزرگ ممکن است برای بلند مدت در سهام ETF سرمایه‌گذاری کنند، اما معمولاً در بازار باز به عنوان بازارگردان عمل می‌کنند، تا با استفاده از توانایی خود برای معامله سبدهای سهام که در دست دارند برای ETF نقدینگی فراهم کنند و اطمینان حاصل کنند که قیمت بازار سهام در طول روز نزدیک به ارزش خالص دارایی‌های پشتیبان سهام باشد. دیگر سرمایه‌گذاران، همچون اشخاص حقیقی می‌توانند با استفاده از کارگزاران خرد سهام ETF را در بازار ثانویه معامله کنند.

یک ETF در برگیرنده ترکیبی از ویژگی‌های یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک یا تراست سرمایه‌گذاری است که سهام آن می‌تواند در پایان روز معاملاتی به میزان ارزش خالص دارایی (NAV) خرید و فروش شود؛ و همچنین دارای ویژگی صندوق‌های با سرمایه بسته<sup>۱</sup> است که سهام آنها در طول روز معاملاتی به قیمت بالاتر یا پایین‌تر از ارزش خالص دارایی معامله می‌شود.

ETF ها از سال ۱۹۹۳ در ایالات متحده و از سال ۱۹۹۹ در اروپا وجود داشته‌اند. آنها به طور سنتی صندوق‌های شاخصی بوده‌اند، اما در سال ۲۰۰۸ کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده مجوز ایجاد ETF با مدیریت فعال<sup>۲</sup> را صادر کرد.

---

<sup>۱</sup> Closed – end funds

<sup>۲</sup> Actively – managed

## ساختار صندوق‌های قابل معامله در بورس

ETF ها مجموعه‌ای از اوراق بهادار و دارایی‌ها را به سرمایه‌گذاران عمومی ارائه می‌کنند و بنابراین از بسیاری جهات شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سنتی هستند، با این تفاوت که سهام ETF در طول ساعات معاملاتی روز همچون سهام بورس از طریق کارگزار خرید و فروش می‌شود. ETF ها بر خلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سنتی سهام جزئی خود را به ارزش خالص دارایی خرید و فروش نمی‌کنند. در عوض، موسسات بزرگ مالی سهام ETF را مستقیماً از ETF می‌خرند یا به آن می‌فروشند؛ اما این خرید و فروش تنها در بلوک‌های بزرگ شامل ۲۵,۰۰۰ تا ۲۰۰,۰۰۰ سهام انجام می‌شود.

توانایی خرید یا فروش بلوک‌های سهام، یک مکانیزم آربیتراژ را برای ETF فراهم می‌کند که موجب به حداقل رسیدن احتمال انحراف بین قیمت بازار و ارزش خالص دارایی سهام ETF می‌شود. ETF های موجود دارای پرتفوی شفاف هستند، بنابراین موسسات سرمایه‌گذار دقیقاً می‌دانند که برای خرید یک بلوک سهام چه پرتفوی دارایی را جمع‌آوری کنند، و بورس نیز NAV سهام را در طول روز معاملاتی به طور معمول هر ۱۵ ثانیه یکبار بروز رسانی و منتشر می‌کند.

در ایالات متحده ساختار اغلب ETF ها همچون صندوق‌های با سرمایه باز<sup>۳</sup> (ساختاری شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های بازار پول) است؛ اگرچه تعداد اندکی از آنها شامل برخی از بزرگترین آنها، ساختاری شبیه تراست‌های سرمایه‌گذاری<sup>۴</sup> دارند. ETF هایی که ساختاری شبیه صندوق‌های با سرمایه باز دارند برای تشکیل یک پرتفوی سرمایه‌گذاری انعطاف بیشتری دارند و برای شرکت در برنامه‌های قرض دادن اوراق بهادار یا استفاده از قراردادهای آتی و اختیار معامله منعی ندارند.

باتوجه به مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ETF ها می‌توانند صندوق شاخصی یا صندوق‌های با مدیریت فعال باشند. به طور تاریخی همه ETF ها صندوق‌های شاخصی بوده‌اند، با این وجود در سال ۲۰۰۸ مجوز ایجاد ETF های با مدیریت فعال و کاملاً شفاف صادر شد.

---

<sup>۳</sup> Open-end funds

<sup>۴</sup> Unit investment trusts

## مزایای ETF

ETF ها عموماً تامین‌کننده قابلیت متنوع سازی آسان، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری و کارایی مالیاتی صندوق‌های شاخصی هستند و در عین حال دارای همه ویژگی‌های سهام عادی همچون سفارش محدودیت‌ها، فروش استقراضی و اختیار معامله می‌باشند. ترکیب ویژگی‌ها و مزایای ETF ها آنها را به یکی از مفیدترین و جذاب ترین ابداعات مهندسی مالی تا به امروز تبدیل کرده است. در زیر برخی مزایای ETF شرح داده شده است:

۱- **هزینه‌های پایین:** عموماً ETF ها نسبت به دیگر محصولات سرمایه‌گذاری هزینه‌های پایین تری دارند، زیرا اغلب به صورت غیرفعال (passive) مدیریت می‌شوند و هزینه خرید و فروش اوراق بهادار برای تامین نیاز خرید و بازخرید سهامدار را ندارند. آنها عموماً دارای هزینه‌های کمتر بازاریابی، توزیع و حسابداری می‌باشند.

۲- **انعطاف در خرید و فروش:** برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که NAV آنها در پایان روز معاملاتی محاسبه می‌شود و تنها در پایان روز معاملاتی قابل معامله هستند، واحدهای سرمایه‌گذاری ETF ها در هر زمان در طی روز معاملاتی قابل خرید و فروش هستند و قیمت آنها در طول روز با توجه به عرضه و تقاضا نوسان دارد. واحدهای سرمایه‌گذاری ETF ها را همچون دیگر اوراق بهادار که در بورس معامله می‌شوند، می‌توان به صورت خرید اعتباری و فروش استقراضی مورد معامله قرار داد که بدین وسیله قابلیت استفاده از استراتژی‌های پوشش ریسک را پیدا می‌کنند. همچنین می‌توان این واحدهای سرمایه‌گذاری را با استفاده از سفارشات توقف و محدودیت معامله مورد معامله قرار داد که از این طریق سرمایه‌گذاران می‌توانند نقاط قیمتی که در آن نقاط مایل به معامله هستند را مشخص کنند.

۳- **متنوع سازی و در معرض بازار بودن:** ETF ها فراهم‌کننده راهی اقتصادی برای متوازن سازی تخصیص پرتفوی هستند. یک ETF شاخصی به طور ذاتی تامین کننده تنوع سازی در یک شاخص می‌باشد. ETF ها امکان دسترسی به انواع متنوعی از بازارها شامل شاخص‌های بین‌المللی و شاخص‌های کشورهای خاص، شاخص‌های خاص بخش صنعت، شاخص‌های اوراق قرضه و کالاها را دارا می‌باشند. در حقیقت با دارا بودن ETF می‌توان به طور همزمان به مزایای متنوع سازی صندوق شاخصی و انعطاف پذیری سهام دست یافت.

۴- شفافیت: ETF ها، چه صندوق‌های شاخصی باشند یا صندوق‌های با مدیریت فعال، دارای پرتفوی شفاف هستند و در فواصل زمانی مکرر در طی روز معاملاتی قیمت گذاری می‌شوند.

## انواع ETF

### ETF شاخصی

اغلب ETF ها، صندوق‌های شاخصی هستند که در پرتفوی خود اوراق بهادار نگهداری می‌کنند و تلاش می‌کنند عملکرد یک شاخص بازار سهام را منعکس کنند. یک صندوق شاخصی تلاش می‌کند عملکرد یک شاخص را با نگره داشتن اوراق بهادار آن شاخص یا نمونه‌ای از اوراق بهادار آن شاخص در پرتفوی خود رهگیری کند. برخی ETF های شاخصی که با نام ETF اهرمی یا ETF معکوس شناخته می‌شوند، با سرمایه‌گذاری در ابزار مشتقه به دنبال بازدهی معادل چند برابر یا عکس عملکرد روزانه یک شاخص هستند.

برخی ETF های شاخصی، ۱۰۰٪ دارایی‌های خود را در اوراق بهادار زیر مجموعه یک شاخص سرمایه‌گذاری می‌کنند. اما برخی دیگر از نمونه‌گیری استفاده می‌کنند و با این روش ۸۰٪ تا ۹۵٪ دارایی‌های خود را در اوراق بهادار زیرمجموعه شاخص سرمایه‌گذاری می‌کنند و مابقی دارایی‌ها شامل ۵٪ تا ۲۰٪ را در موارد دیگر همچون قراردادهای آتی، اختیار معامله و سوآپ، و اوراق بهاداری که در آن شاخص وجود ندارند سرمایه‌گذاری می‌کنند.

### ETF کالا

ETF های کالا در کالاهایی همچون فلزات قیمتی یا قراردادهای آتی سرمایه‌گذاری می‌کنند. در میان اولین های این صندوق‌ها می‌توان به ETF های طلا اشاره کرد که در تعدادی از کشورها عرضه شده‌اند. اولین ETF طلا در سال ۲۰۰۳ و اولین ETF نقره در سال ۲۰۰۶ تاسیس شد.

ETF های کالا، ابزار سرمایه‌گذاری (اوراق با پشتوانه دارایی و کاملاً موثق) هستند که عملکرد یک شاخص کالا را شامل شاخص های درآمدی و مبتنی بر یک کالای واحد رهگیری می‌کنند.

## ETF اوراق قرضه

این صندوق ها در اوراق قرضه سرمایه گذاری می کنند. آنها در زمانهای رکود اقتصادی رونق پیدا می کنند، زیرا در طی این زمانها سرمایه گذاران پول خود را از بازار سهام خارج می کنند و وارد بازار اوراق قرضه (همچون اوراق خزانه) می شوند. به دلیل این رابطه علت و معلولی، عملکرد ETF های اوراق قرضه می تواند نشانگر وضعیت کلی تر اقتصاد باشد.

## ETF ارز

اولین ETF ارز در سال ۲۰۰۵ ایجاد شد. از آن زمان به بعد چندین صندوق ایجاد شده اند که ارزشهای اصلی جهان را رهگیری می کند.

## ETF با مدیریت فعال

ETF های با مدیریت فعال از ابزارهای مالی بسیار جدید هستند. اولین آنها در سال ۲۰۰۸ آغاز به کار کرد. ETF های با مدیریت فعال کنونی کاملاً شفاف هستند و پرتفوی خود را روزانه در وب سایت خود به نمایش می گذارند. البته نهادهای ناظر قصد دارند در آینده به ETF های با مدیریت فعال که کاملاً شفاف نیستند نیز مجوز فعالیت بدهند.

ماهیت کاملاً شفاف ETF های با مدیریت فعال موجود به این معناست که آنها در معرض ریسک فعالیتهای آربیتراژ گرایانه فعالان بازار قرار دارند که ممکن است در انجام معاملات پیش دستی کنند. ETF های سهام با مدیریت فعال به این مشکل با انجام معاملات تنها به صورت هفتگی یا ماهانه پاسخ داده اند. ETF های اوراق بدهی با مدیریت فعال که کمتر در معرض این ریسک قرار دارند، در فواصل زمانی کوتاه تر معامله می کنند. ETF های با مدیریت فعال نسبت به دیگر ETF ها با استقبال کمتری مواجه شده اند و در جمع آوری دارایی ها کمتر موفق بوده اند.

## ETF سبز

صندوق های سبز صندوق هایی هستند که شاخص هایی از بازار را رهگیری می کنند که در سهام شرکت های دوست دار محیط زیست و اجتماع سرمایه گذاری می کنند. این صندوق ها ابزار مالی نسبتاً جدیدی هستند و آگاهی داشتن از رفتار قیمتی آنها در ایجاد پوشش ریسک بهینه و استراتژی های مدیریت ریسک مهم است. این صندوق ها نمایانگر مزایای شرکتهایی است که در مدل کسب و کار خود اقدامات مثبتی درخصوص محیط زیست لحاظ کرده اند. این صندوق ها تامین کننده کانالی طبیعی برای سرمایه گذاری پایدار هستند.

## ETF اسلامی

ETF های اسلامی تنها شاخص های اسلامی را رهگیری می کنند. شاخص های اسلامی شاخص هایی هستند که در برگیرنده سهام شرکتهایی هستند که فعالیت آنها مطابق با اصول اسلامی است. در ژانویه سال ۲۰۰۸ مالزی اولین ETF اسلامی منطقه را راه اندازی کرد.

در حال حاضر ETF های اسلامی در کشورهای غربی نیز محبوبیت زیادی یافته اند. اولین ETF اسلامی در ایالات متحده در سال ۲۰۰۹ تاسیس شد. این صندوق شاخص متشکل از ۱۰۰ شرکت در خارج از ایالات متحده را رهگیری می کند. بزرگترین بخش سرمایه گذاری این ETF بخش نفت و گاز است؛ بخش های اصلی دیگر شامل مواد پایه، بهداشت، سلامت و تکنولوژی می باشند. ETF های اسلامی دارای رویکرد سرمایه گذاری توأم با توجه به مسئولیت اجتماعی هستند. با توجه به تقاضای فزاینده سرمایه گذاران برای ابزار سرمایه گذاری اسلامی در سراسر جهان، ETF های اسلامی از چشم انداز روشنی برخوردارند.

## نمونه هایی از ETF های معروف

سرمایه گذاران می توانند در یک ETF فعال در هر بخش مورد علاقه خود در بازار سرمایه گذاری کنند. برای مثال می توان در ETF هایی که در بخش بهداشت و سلامت یا تکنولوژی فعال هستند سرمایه گذاری نمود. در زیر دو نمونه از معروف ترین ETF ها معرفی شده اند:

## - Nasdaq: QQQQ

این ETF نمایانگر شاخص نزدک است که دربرگیرنده صد سهام بزرگ غیرمالي نزدک است و دسترسی وسیع به سهام تکنولوژی را ممکن می سازد. از آنجا که به وسیله این ETF ریسک ناشی از سرمایه گذاری در یک سهام محدود می شود، برای سرمایه گذاری بلندمدت در صنعت تکنولوژی می توان از آن بهره جست. بین سالهای ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ این ETF پرمعامله ترین صندوق شاخصی بوده است.

## - SPDRs

این صندوق امکان مالکیت شاخص S&P ۵۰۰ را به سرمایه گذاران می دهد. مشکل و هزینه خرید همه ۵۰۰ نوع سهام این شاخص را در نظر بگیرید. با استفاده از این صندوق سرمایه گذاران می توانند با هزینه ای مقرون به صرفه به سهم های موجود در شاخص دست یابند. یکی دیگر از ویژگی های جالب این صندوق این است که سهام مربوط به بخش های مختلف را تفکیک کرده و جداگانه می فروشد. بدین ترتیب سرمایه گذاران می توانند در هر بخش بازار که تمایل داشته باشند همچون تکنولوژی سرمایه گذاری کنند. این صندوق با داشتن مبلغ ۸۶ میلیارد دلار دارایی خالص در حال حاضر بزرگترین ETF جهان در بین حدود هزار ETF می باشد.

## مقایسه ETF با دیگر ابزار سرمایه گذاری

برای مقایسه سرمایه گذاری در ETF با روش های دیگر سرمایه گذاری به مثال زیر توجه کنید: یک شخص سرمایه گذار می خواهد به بازده شاخص S&P ۵۰۰ دست یابد. این سرمایه گذار می تواند به طور جداگانه سهام ۵۰۰ شرکت تشکیل دهنده شاخص را خریداری کند، اما این کار نیازمند صرف هزینه زیاد برای معامله سهام و صرف انرژی و تلاش زیاد برای مدیریت این سهام ها می باشد. راه دیگر خرید یک قرارداد آتی S&P ۵۰۰ است. در این روش مالکیتی نسبت به سهام ها وجود ندارد اما سرمایه گذار از سود یا زیان سهام همچون کسی است سهام ها را خریداری کرده است برخوردار می شود؛ این دو روش برای سرمایه گذاران حرفه ای مناسب است.

محصولی که بیش از همه مناسب سرمایه گذاران خرد است، صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه باز است. شخص سرمایه گذار سهام یک شرکت با مدیریت حرفه ای را می خرد که در سهام شرکتهای S&P

۵۰۰ سرمایه گذاری کرده است؛ بدین ترتیب سرمایه گذار به طور غیر مستقیم مالکیت سهم های S&P ۵۰۰ را دارد. این محصول برای سرمایه گذار منافع زیادی دارد اما دارای دو ایراد می باشد: سهام این صندوق ها تنها یک بار و در یک زمان از شبانه روز قابل خرید و فروش می باشند و صندوق سهام خود را براساس برآورد خود از ارزش سهام در زمان انجام معامله قیمت گذاری می کند.

برخی سرمایه گذاران فعال تمایل دارند در تمام ساعات روز به معامله بپردازند، محدودیتهایی را برای سفارشات خود تنظیم کنند (همچون توقف زیان)، یا حتی اقدام به فروش استقراضی سهام کنند. برخی دیگر ممکن است بخواهند که سهام خود را به بالاترین قیمت پیشنهادی در بازار بفروشند. به علاوه از آنجا که صندوق باید باتوجه به درخواست خرید و فروش واحدهای سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران اقدام به خرید و فروش سهام کند، این اقدام شامل هزینه های معامله و هزینه های مالیاتی می شود. راه سنتی برای دوری از این مشکلات صندوق های با سرمایه بسته است. این صندوق ها تنها یکبار اقدام به خرید دارایی ها و فروش سهام می کنند. سرمایه گذاری که قصد خرید یا فروش سهام صندوق را دارد باید با دیگر سرمایه گذاران معامله کند. این روش سبب دوری از مشکلات صندوق های با سرمایه باز می شود. البته واضح است که مدیران صندوق های با سرمایه بسته انگیزه ای برای مدیریت خوب صندوق ندارند، زیرا چه سرمایه گذاران صندوق راضی باشند یا ناراضی، مدیران صندوق کارمزدی ثابت دریافت می کنند. بنابراین اغلب صندوق های با سرمایه بسته سهام خود را به کسری از ارزش خالص دارایی معامله می کنند. فروشنده سهام نمی تواند ارزش کامل سرمایه گذاری را بدست آورد، در حالیکه برخی سرمایه گذاران فرصت طلب از فرصت خرید سهام صندوق با قیمت ارزان استفاده می کنند؛ سپس به مدیران صندوق فشار وارد می کنند تا صندوق را منحل کنند و ارزش کامل دارایی را به سرمایه گذاران بپردازند.

ETF دارای ساختاری دوگانه برای بهره مندی از مزایای هر دو نوع صندوق است. اغلب آنها صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه باز هستند، اما تنها بلوک های بزرگ سهام را با طرفین مجاز معامله می کنند. سهامداران عادی صندوق متحمل هزینه خرید و فروش نمی شوند و در هر زمانی در طول روز می توانند معامله کنند، از هر نوع سفارشی برای معامله خود استفاده کنند یا اقدام به فروش استقراضی کنند. همچنین فروشندگان می توانند در بازار جستجو کرده و سهام خود را به بالاترین قیمت پیشنهادی بفروشند (همچون صندوق های با سرمایه بسته).



١. [www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com)
٢. Journal of investment compliance
٣. Malaysia international Islamic financial center.htm
٤. Quantum finance in perspective, January ٢٠١٢
٥. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
٦. [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)