



نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار

دوره ۱۶ / شماره ۱ (پیاپی ۵۷) / بهار ۱۴۰۲

صفحه ۱۳۹ تا ۱۵۹

مطالعه تطبیقی و کیفی صندوق تثبیت بازار سرمایه و ارائه مدل جایگزین

میثم حامدی^۱

میثم دعائی^۲

وحید احمدیان*^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۶/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۰۵

چکیده

بعد از نوسانات شدید قیمتی در بازار سرمایه در سال ۱۳۹۹ و افزایش فعالیت صندوق تثبیت در بازار سرمایه کشور، شائبه‌هایی در خصوص نحوه دخالت و تعارض منافع در فعالیت این صندوق مطرح گردید. در این پژوهش تلاش می‌شود تا صندوق تثبیت بازار سرمایه ایران، از حیث ماهیت، کارکرد، افشا و نوع منابع، در بستر رویکردی تطبیقی با صندوق‌های تثبیت بازار در کشورهای چین، آلمان و بنگلادش مطالعه و سپس با مراجعه به آراء و نظرات خبرگان و صاحب‌نظران بازار سرمایه، آسیب‌های صندوق تثبیت بازار سرمایه کشور شناسایی و وضعیت مطلوب ترسیم شود. یافته‌های این پژوهش که با روش کیفی و تلفیقی از مطالعه تطبیقی و مصاحبه عمیق با خبرگان انجام شده است، حکایت از آن دارد که روش بهینه برای سرمایه‌گذاری‌های صندوق تثبیت بازار سرمایه، روش غیرمستقیم و از طریق نهادهای مالی است. بر این مبنای الگوی پیشنهادی پژوهش با هدف ارائه راهکار جایگزین مناسب برای مداخله صندوق در بازار سرمایه به صورت مدل مفهومی ارائه شده است.

کلمات کلیدی: ثبات مالی، صندوق تثبیت بازار، بازار سرمایه، صندوق در صندوق

طبقه‌بندی *JEL*: *G01*, *G10*, *G15*, *G18*, *G28*

^۱ دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران Hamedim@seo.ir

^۲ گروه مدیریت مالی، واحد اسفراین، دانشگاه آزاد اسلامی، اسفراین، ایران me.doaei@iau.ac.ir

^۳ استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران (مسئول مکاتبات) V.ahmadian@tabrizu.ac.ir

مقدمه

بعد از آنکه اولین بورس ها در سال ۱۶۱۱ در هلند و سپس انگلیس و فرانسه شکل گرفتند، بورس نیویورک نیز بعد از موافقتنامه برتونوودز در سال ۱۷۹۲ تشکیل شد (گیست، ۱۹۹۷). پس از گذشت بیش از ۲۰۰ سال از توسعه بورس، بحران‌های مالی و شکست در بازارهای سهام در سال‌های ۱۹۲۹ تا ۱۹۳۳ در ایالات متحده، اهمیت نظارت و تنظیم در بازارهای مالی ادراک شد که منجر به ایجاد ساختارهای پیچیده و چندلایه بازارهای اوراق بهادار جدید گردید. ایجاد نهادهای نظارتی همچون کمیسیون بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی ایالات متحده نیز به سال‌های ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ باز می‌گردد. از آن زمان تاکنون، بازارهای مالی شاهد شوک‌ها و بحران‌های متعدد بوده که دولت‌ها و نهادهای ناظر، واکنش‌های مختلف به آنها نشان داده‌اند. توسعه بازار و عملکرد مناسب آن از جمله موضوعات پیچیده در اقتصاد سیاسی است. همواره بین اصلاحات و آزادسازی در یک سو و ثبات و کنترل در سوی دیگر، و همچنین ایجاد تعادل میان آنها، تنش وجود داشته است (گیراردین و لیو، ۲۰۱۹). پس از بحران در بازار سهام در اکتبر سال ۱۹۸۷، نهادهای ناظر بر تلاطم بازار در طی روز توجه ویژه‌ای نمودند و سیاست‌های مختلفی را برای کنترل تلاطم پیش‌بینی کردند. بسیاری از بورس‌ها شامل بورس‌های آسیایی، از سیاست‌هایی نظیر حد نوسان، تنظیم و مقررات‌گذاری در خصوص معاملات متکی بر حساب تضمین، و استفاده از حساب یا صندوق تثبیت بازار^۱ استفاده نمودند (استول، ۱۹۹۳). بعدها قوانین و مقررات مربوط به حد نوسان به معیارهای مربوط به قطع‌کننده‌های خودکار مدار تغییر عنوان داد (گرچه در بسیاری از کشورها همچنان دامنه نوسان معیار اصلی برای محدود کردن نوسانات بازار و تک سهم است) اما فلسفه استفاده از صندوق یا حساب تثبیت بازار باقی مانده و همچنان در بحران‌های مالی، یکی از منابع برای مرتفع نمودن مشکل اطمینان سرمایه‌گذاران و کاهش تلاطم در بازار سرمایه، منابع صندوق است. کشورهایی نظیر کره جنوبی، ژاپن، روسیه، تایوان، تایلند، کویت، چین، هنگ کنگ و بنگلادش از جمله کشورهایی هستند که صندوق تثبیت بازار

در آنها تشکیل شده است. گرچه برخی وجود صندوق تثبیت را نوعی مداخله دولت در بازار و آن را مخالف فلسفه بازار آزاد دانسته و آن را بی‌ثمر می‌دانند اما برخی دیگر، بر مثر ثمر بودن مداخله دولت در بازار سهام و همچنین سیگنال مثبت برای بالا بردن اطمینان سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه فرض کرده‌اند (مینچن و همکاران، ۲۰۲۱). صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران براساس بند الف ماده ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور مصوب ۱۳۹۴/۰۲/۲۰ مجلس شورای اسلامی، بوجود آمده است. این بند از ماده ۲۸ اشعار می‌دارد: «به منظور کنترل و کاهش مخاطرات سامانه‌ای یا فرادستگاهی بازار سرمایه کشور در شرایط وقوع بحران‌های مالی و اقتصادی و اجرای سیاست‌های عمومی حاکمیتی در شرایط مذکور و به منظور حفظ و توسعه شرایط رقابت منصفانه در حوزه بازار سرمایه، صندوق تثبیت بازار سرمایه به عنوان نهاد مالی تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، با شخصیت حقوقی مستقل تأسیس می‌شود و طبق اساسنامه خود و در چارچوب مصوبات هیأت امنای متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی، رئیس سازمان مدیریت و برنامه ریزی کشور، رئیس هیأت عامل صندوق توسعه ملی و رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار توسط هیأت عامل فعالیت می‌نماید.» همچنین براساس تبصره‌های این بند، اداره صندوق بر عهده هیئت عامل خواهد بود و سازمان حسابرسی به عنوان حسابرس - بازرس قانونی آن فعالیت می‌نماید. همچنین سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار، می‌تواند بخشی از منابع داخلی خود را به شکل سپرده در اختیار این صندوق قرار دهد. صندوق توسعه ملی نیز مجاز است تا یک درصد (۱٪) از منابع سالانه خود را از طریق سپرده‌های خود در بانک‌های عامل در این صندوق سپرده گذاری کند. علاوه بر این، شرایط و معیارهای مخاطرات سامانه‌ای، مخاطرات فرادستگاهی و بحران‌های مالی و نیز شرایط و مقررات فعالیت و انحلال صندوق، ارکان صندوق و وظایف و اختیارات هیئت امنا و هیئت عامل به موجب اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه است (مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴). براساس بندهای پ، ت و ث اساسنامه شرکت مصوب هیئت وزیران در

شرایط صندوق تثبیت در ایران و صندوق تثبیت در کشورهای چین، آلمان و بنگلادش صورت گیرد و با تلفیق نتایج حاصل از مطالعه تطبیقی با نظرات خبرگان و صاحب‌نظران بازارهای مالی، مدل بهینه فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران ارائه گردد. در این راستا، چین به دلیل نزدیک بودن بازار سرمایه‌اش به بازار سرمایه کشور از منظر رخدادهای سال ۲۰۱۵ و شباهت آن به مدل بازار از منظر محدودیت‌های موجود در بازار سهام، بنگلادش به دلیل وجود قوانین و مقررات شبیه به بازار سرمایه ایران و آلمان به‌عنوان یکی از کشورهای توسعه‌یافته که مشخصاً صندوق تثبیت در آن بوجود آمده است به عنوان کشورهای مورد مطالعه انتخاب شده‌اند. از آنجا که تا به حال در این سطح و به این شکل، پژوهشی در کشور انجام نشده است، نتایج این مطالعه می‌تواند خلأهای مطالعاتی موجود را برطرف نماید. دستاوردها و پیشنهادهای پژوهشی برآمده از این مطالعه می‌تواند مبنای سیاست‌گذاری حرفه‌ای مدیریتی در صندوق تثبیت بازار سرمایه قرار گیرد و به بهبود جایگاه و عملکرد آن از حیث کمک به تلاطم‌های بازار کمک کند.

در ادامه پژوهش، ابتدا ادبیات موضوع در خصوص شکل‌گیری و ویژگی‌های صندوق تثبیت مورد بررسی واقع شده و سپس پیشینه پژوهش‌های مشابه در این حوزه مورد بررسی قرار گرفته است. در نهایت، با بررسی شرایط صندوق‌های تثبیت در سه کشور مد نظر و اخذ نظرات خبرگان، مدل‌های جایگزین ممکن برای فعالیت صندوق تثبیت پیشنهاد گردیده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سابقه ایجاد صندوق‌ها یا حساب‌های تضمین بیش از بحرانهای مالی، بیشتر در بازار کالاها قابل رؤیت بود. صندوق‌هایی که برای ایجاد ثبات در یک کالای خاص ایجاد شده بودند. به‌عنوان مثال صندوق تثبیت بازار مس^۲ در برزیل یا صندوق‌های ثبیت نفت^۳ در کشورهای نفتی مانند روسیه که برای ایجاد ثبات قیمتی در یک کالای خاص بوجود آمدند (گرچه صندوق‌های نفتی بیشتر نقش صندوق توسعه ملی یا صندوق ثروت ملی در سایر کشورها را ایفا نمودند). در کنار صندوق‌های کالا محور، در دهه ۲۰۰۰، صندوق‌های تثبیت

تاریخ ۱۳۹۴/۰۷/۰۱، مخاطرات سامانه‌ای عبارت است از نوسانات ناشی از خصوصیات خاص شرکت از جمله نوع محصول، ساختار سرمایه، سهامداران عمده و امثال آن. همچنین نوسانات فرادستگاهی عبارت است از نوسانات ناشی از تحولات کلی بازار و اقتصاد که مختص به شرکت خاصی نمی‌باشد و در اثر حرکت‌های کلی بازار به وجود می‌آید. شرایط بحران نیز به‌عنوان نوسانات شدید در نماگرهای بازار سهام در دوره زمانی مشخص تعریف شده است (هیئت وزیران، ۱۳۹۴) ترکیب هیئت امنای صندوق حکایت از دولتی بودن آن دارد و گرچه قانون، سازمان بورس و اوراق بهادار را مختار بر واریز منابع به حساب صندوق تثبیت نموده اما براساس مصوبه هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۹۹ و اصلاح آن در سال ۱۴۰۱، منابع صندوق از محل کارمزدهای نظارتی سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت رایان بورس، شرکت مدیریت فناوری (که هر دو شرکت تحت مالکیت سازمان بورس و اوراق بهادار هستند) و همچنین بخشی از کارمزد تشکلهای خود انتظام و نهادهای مالی تأمین شده است (هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹ و ۱۴۰۱). براساس صورت‌های مالی منتشر شده از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۹۸، ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ به ترتیب مبالغ ۲۰،۰۰۰ میلیارد ریال، ۲۱،۰۰۰ میلیارد ریال و ۲۳،۰۰۰ میلیارد (مجموعاً حدود ۴۶،۰۰۰ میلیارد ریال معادل ۴،۵۰۰ میلیارد تومان) در صندوق تثبیت سرمایه‌گذاری نموده است. از آنجایی که هیئت عامل صندوق به تأیید صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار می‌رسد و هر سه عضو آن پیشنهادی از سوی ریاست سازمان بورس و اوراق بهادار و تأیید هیئت امناست، و همچنین از آنجایی که سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه است و صندوق باید در فعالیتی که انجام می‌دهد رعایت انصاف را داشته باشد، و به واسطه تأمین منابع مالی صندوق از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، به‌نظر می‌رسد در مداخله مستقیم صندوق در بازار سرمایه (و به دلیل عدم استقلال صندوق از سازمان بورس و اوراق بهادار) احتمال بروز تعارض منافع وجود دارد. لذا در این مقاله تلاش شده است تا با مقایسه شکل‌گیری و فعالیت صندوق‌های تثبیت بازار در سایر کشورها، مقایسه‌ای بین

از ۱,۱ تریلیون یوان از طریق این شرکت‌ها به بازار تزریق کرد. براساس مطالعه آلن و همکاران (۲۰۲۰) و برانمریر و همکاران (۲۰۲۰)، صندوق‌های تثبیت در چین در بحران سال ۲۰۱۵ بیش از ۳ درصد از کل ارزش بازار سهام نوع A بازار چین را خریداری نمودند (لازم به ذکر است که سهام در چین حداقل به سه نوع A، B و H تقسیم می‌شود. سهام نوع A مخصوص شرکت‌های سهامی عام ثبت شده در چین هستند و صرفاً توسط اشخاص چینی و اشخاص خارجی واجد شرایط امکان سرمایه‌گذاری در آنها وجود دارد. سهام نوع B سهام شرکت‌های سهامی عام ثبت شده در چین هستند و به دلار آمریکا یا دلار هنگ کنگ معامله می‌شوند. این سهام توسط اشخاص چینی و اشخاص خارجی قابل معامله است. سهام نوع H سهام شرکت‌های سهامی عام ثبت شده در سرزمین اصلی چین هستند ولی در بورس هنگ کنگ و به دلار هنگ کنگ معامله می‌شوند. محدودیتی برای معامله این سهام برای اشخاص داخلی و خارجی وجود ندارد. سایر انواع سهام در چین عبارت است از سهام قرمز، سهام نوع P، سهام نوع N و سهام نوع K. آمارهای معاملاتی نشان می‌دهد که در سال‌های ثبات و پس از سال ۲۰۱۵، مالکیت سهام توسط صندوق‌های تثبیت همچنان ادامه داشته و همچنان سهم زیادی از سهام نوع A در مالکیت این صندوق‌ها است. به‌عنوان مثال در سال ۲۰۱۷ سهام بیش از ۱۰۰۰ شرکت به ارزش ۱,۳ تریلیون یوان در اختیار این صندوق‌ها قرار داشته است. علی‌رغم اینکه شواهدی درخصوص رفتار معاملاتی صندوق تثبیت در چین وجود ندارد اما از آنجایی که معاملات آن از جنس مداخله دولت در بازار محسوب می‌شود و از منظر سرمایه‌گذاران (حقیقی و حقوقی) نوعی حمایت از بازار محسوب می‌گردد، در زمان‌های بحرانی یا در زمان‌هایی که حجم معاملات شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد، رفتاری مثبت برای ثبات قیمت سهام تلقی می‌شود.

دولت کره جنوبی و تایلند نیز، از طریق ایجاد صندوق‌های تثبیت بازار سهام و با استفاده از ظرفیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، سرمایه‌گذاران نهادی، و شرکت‌های پذیرفته شده، روش غیرمستقیم برای

نرخ ارز^۴ نیز که با محوریت بانک‌های مرکزی یا خزانه‌داری‌ها ایجاد می‌شد، اقداماتی برای تثبیت نرخ ارز در یک کشور در مقابل سایر ارزها انجام می‌داد. خزانه‌داری ایالات متحده از جمله پیشگامان ایجاد چنین صندوقی است که سبد دارایی آن را ارزیابی نظیر یورو و ین تشکیل داده است. اما صندوق تثبیت بازار در دو دهه اخیر و به دلیل بحران‌های مختلف مالی مورد توجه قرار گرفته است. این صندوق‌ها که به صندوق‌های مداخله دولت‌ها^۵ نیز معروف است، یا مستقلاً ایجاد شده‌اند یا ذیل صندوق ثروت ملی یا صندوق توسعه ملی ایجاد گردیده‌اند. صندوق‌های تثبیت بازار، از طریق خرید تک سهم‌ها یا واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های قابل معامله به کاهش سقوط قیمت سهام در بازار کمک می‌کنند. این صندوق‌ها از یک سو با تزریق نقدینگی به بازار و ایجاد تقاضا، از کاهش قیمت‌ها جلوگیری می‌کنند و از سوی دیگر، نشان‌دهنده سیاست دولت‌ها از حمایت از بازار محسوب می‌شوند که موجب افزایش اطمینان در بازار سهام می‌گردند. نتایج پژوهش‌های عملی نیز نشان می‌دهد که صندوق‌های تثبیت از کاهش زیاد قیمت‌ها و تبدیل شدن سقوط به بحران مالی جلوگیری می‌کنند (چن و همکاران، ۲۰۰۴؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۹). غالباً صندوق‌های تثبیت، به این علت که دخالت دولت‌ها در بازار موجب اختلال در عملکرد بازار آزاد می‌شود، موقعیت‌های خود در بازار سهام را پس از به ثبات رسیدن وضعیت بازار نقد می‌کنند (لوکاس و همکاران، ۱۹۸۰). اما در نمونه‌هایی مانند کشور چین که از سال ۲۰۱۵ و به دلیل سقوط بازار سهام، صندوق‌های تثبیت بوجود آمدند، تعداد زیادی از سهام همچنان در مالکیت صندوق‌های تثبیت باقی مانده است. در تابستان سال ۲۰۱۵، بازار اصلی سهام چین، با کاهش شدید قیمت سهام مواجه شد. طی سه ماه، قیمت غالب سهامی که در دو بورس شانگهای و شنزن معامله می‌شد، بیش از ۴۰ درصد کاهش یافت (لازم به ذکر است که هر دو بورس از دامنه نوسان ۱۰ درصدی بهره می‌برند). به‌منظور ایجاد وقفه در سقوط بازار و همچنین تأمین نقدینگی در بازار، دولت چین اقدام به ایجاد تیمی به‌عنوان تیم ملی (که همان صندوق یا حساب‌های تثبیت محسوب می‌شد)، متشکل از شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تشکیل داد و بیش

(۱۹۸۰)، در پژوهش خود بر این نکته تأکید دارد که عملکرد خودکار بازار (دست نامرئی بازار) به خودی خود، کارایی لازم را داشته و مداخله دولت بی‌اثر است. چان و همکاران (۲۰۰۴) در مقاله خود به این نتیجه رسیدند که نقدشوندگی ۳۳ سهام برتر شاخص هانگ‌سنگ، پس از کاهش شناوری به دلیل مداخله دولت برای خرید سهام، کاهش یافته است. خان و باتو (۲۰۱۱) در پژوهش خود شواهدی در تأیید مؤثر بودن مداخله دولت روسیه در بحران مالی بازار سهام در سال ۲۰۰۸ نیافتند. هوآنگ (۲۰۱۱) در مقاله‌ای به مداخله صندوق ملی تثبیت بازار تایوان در بازار قراردادهای آتی سهام جهت اثرگذاری بر بازار نقد سهام و متعاقباً بیش واکنشی معامله‌گران بازار آتی و بی نتیجه بودن مداخله صندوق، پرداخته است. باند و گلدستاین (۲۰۱۵) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که سیاست مداخله در بازار می‌تواند محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را دچار خدشه نماید. پاسکوارلو (۲۰۱۸) در مقاله‌ای به این نتیجه رسیده است که مداخله دولت قانون تک قیمتی بودن در بازارهای آربیتراژی را نقض می‌کند و منجر به قیمت‌گذاری اشتباه خواهد شد. چی و لی (۲۰۱۹) در پژوهشی، برخی از عواقب ناخواسته بسته نجات بازار مالی دولت چین در سال ۲۰۱۵ را مورد بررسی قرار داده‌اند. نوسندگان به دلیل ماهیت مبهم بسته نجات، به این نتیجه رسیده‌اند که مداخله غیرشفاف دولت می‌تواند اطلاعات قیمتی را کاهش دهد. برونومیر (۲۰۲۰) نیز در مقاله‌ای به این نتیجه رسیده است که مداخله دولت چین در بازار سهام، وضعیت کارایی اطلاعاتی قیمت دارایی‌ها را بدتر کرده است.

ب- پژوهش‌های موافق مداخله دولت

در مقابل مقالات و پژوهش‌هایی که مخالف مداخله دولت از هر طریقی من جمله از طریق صندوق تثبیت در بازار سرمایه هستند، مقالات متعددی نظری مخالف درخصوص مداخله دولت دارند. دایموند و راجان (۲۰۰۱) بر این عقیده‌اند که در بحران‌های مالی، دولت‌ها باید اقدامات مداخله‌ای مانند تزریق نقدینگی به بازار داشته باشند. لیو و یو (۲۰۰۲) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که صندوق تثبیت در تایوان از کاهش بیشتر قیمت‌های سهام در بحران سال ۱۹۹۶ جلوگیری

مداخله در بازار سهام را انتخاب نمودند. صندوق تثبیت بازار سهام در کره جنوبی در سال ۱۹۹۰ با تزریق ۴ تریلیون وون (معادل ۵,۹۲ میلیارد دلار) یا به صورت تقریبی ۴ درصد از کل ارزش بازار سهام، تشکیل شد. صندوقی مشابه در تایلند با ۳۵ عضو متشکل از کارگزاران، و شرکت‌های فعال در صنعت مالی تشکیل شد. این صندوق از نوع با سرمایه ثابت بود که مجموع سرمایه آن ۵ میلیارد باهات (معادل ۱۹۹ میلیون دلار بود) یا ۱ درصد از کل ارزش بازار سهام تایلند بود. کره جنوبی اقدام دیگری نیز تحت عنوان صندوق تضمین سهام، برای ثبات بازار سهام خود در سال ۱۹۹۰ انجام داد که از آن طریق حداقل ۱۰ درصد بازدهی سالانه را برای سرمایه‌گذاران تضمین نمود. این صندوق با سرمایه ۲,۶ تریلیون وون (معادل ۳,۸ میلیارد دلار) که از طریق منابع صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأمین شده بود، تشکیل گردید. گرچه این صندوق نقدشوندگی و نقش آفرینی سرمایه‌گذاری نهادی در بازار را افزایش داد اما زبان‌هایی که متوجه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نمود، فراتر از منافع عملیاتی این صندوق بود (استول، ۱۹۹۳). برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری متعارف که در پی کسب سود بوده و به همین دلیل به دنبال بهینه نمودن سبد دارایی خود هستند، صندوق‌های تثبیت در پی ایجاد ثبات در قیمت سهامند. لذا این صندوق‌ها، به دلیل اینکه منابع دولتی در اختیار دارند، ریسک کمتری را قبول می‌کنند (ورونسی و زینگلاس، ۲۰۱۰؛ باند و گلدستین، ۲۰۱۵). به همین خاطر، و به منظور اجتناب از زیان‌های سنگین، صندوق‌های تثبیت با راهبرد خرید و نگهداری سهامی که احتمال شکست یا سقوط قیمت آتی آن پس از دوره شکست یا بحران بازار کمتر است، وارد بازار می‌شوند.

الف- پژوهش‌های مخالف مداخله دولت

صندوق‌های تثبیت معروف به صندوق‌های مداخله دولت، صندوق‌های ویژه‌ای هستند که توسط دولت‌ها برای خنثی کردن نوسانات غیرمتعارف بازار و همچنین واکنش سریع نشان دادن به اثرات رویدادهای مهم و اساسی داخلی و خارجی، تشکیل می‌شوند (مینچن و همکاران، ۲۰۲۱). لوکاس

ریسک فراگیر (سیستمی) و تزریق منابع این صندوق به بانک‌هایی که از منظر ریسک سیستمی دارای اهمیت هستند پرداخته است. مینچن و همکاران (۲۰۲۲) در مقاله‌ای، ضمن بررسی رفتار معاملاتی صندوق‌های تثبیت بازار در چین در دوره پس از بحران به این نتیجه رسیدند که صندوق‌های تثبیت، در سهامی که احتمال سقوط قیمتی آنها در آینده کمتر است سرمایه‌گذاری می‌کنند.

بررسی ادبیات موضوع در مقالات فارسی نیز نشان می‌دهد که گرچه مقالاتی در حوزه ثبات در بازارهای مالی به نگارش درآمده است اما مقاله‌ای درخصوص صندوق تثبیت به قلم نگارش درنیامده است.

پرسش‌های پژوهش

پرسش‌های اصلی و کلی این پژوهش این است که ذیل رویکردی آسیب‌شناسانه، مهم‌ترین نقاط ضعف و قوت صندوق تثبیت بازار سرمایه از حیث ماهیت و کارکرد در پرتو یک مقایسه تطبیقی با صندوق‌های تثبیت بازار سرمایه در دنیا چیست؟ صاحب‌نظران و دست‌اندرکاران ایرانی مطابق با شرایط و زمینه‌های اقتصادی و زیربنایی بازار سرمایه در ایران، چه برداشتی از چالش‌های صندوق تثبیت بازار سرمایه در شرایط فعلی دارند و اساساً چه راهکارهایی را برای بهبود وضعیت این صندوق از این حیث پیشنهاد می‌کنند؟ مدل مناسب فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران چیست؟

روش پژوهش

پژوهش حاضر به روش کیفی و تلفیقی از روش‌های تطبیقی و مصاحبه عمیق با صاحب‌نظران و دست‌اندرکاران بازار سرمایه انجام شده است. در روش ترکیبی مورد استفاده در پژوهش، ابتدا ساز و کارهای معمول صندوق‌های تثبیت بازار سرمایه در دنیا در بستر مطالعه تطبیقی با حیث ساختار و ساز و کار فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه ایران بررسی شد و سپس پرسش‌های برآمده از ادبیات نظری حاصل از مطالعه تطبیقی و دیگر نظریه‌های مرتبط با موضوع پژوهش، با روش مصاحبه عمیق در اختیار متخصصان و دست‌اندرکاران بازار سرمایه قرار گرفت تا دیدگاه‌های کارشناسی، عمیق، مبسوط و تفصیلی

کرده است. سو و همکاران (۲۰۰۲) در مقاله‌ای با عنوان، ضمن مطالعه بحران بازار سهام هنگ‌کنگ در سال ۱۹۹۸ و تزریق ۱۰۰ میلیارد دلار هنگ‌کنگ برای خرید ۳۳ سهم شاخص هانگ سنگ، به این نتیجه رسیدند که خریدهای دولتی موجب بازده مثبت و کاهش تلاطم در قیمت سهام شده است. باهوت و کاداپاکام (۲۰۰۶) در پژوهش مشابهی درخصوص بحران هنگ‌کنگ، به این نتیجه رسیدند که بازدهی مضاعف ناشی از خرید سهام توسط دولت هنگ‌کنگ برای حداقل هشت هفته دوام داشته و بر اثر اطلاعات و نه اثر قیمتی آن تأکید نموده‌اند. سو و ییپ (۲۰۰۷) در مقاله‌ای به این نتیجه رسیدند که مداخله دولت هنگ‌کنگ به کاهش نوسانات کوتاه مدت بازار کمک کرده اما درخصوص اثرگذاری بلند مدت آن، عدم قطعیت وجود دارد. یائو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی، ضمن مطالعه مداخله دولت چین در سال ۲۰۰۴ به این نتیجه رسیده‌اند که سیگنال معتبر و مثبت از سوی دولت جهت حمایت از بازار می‌تواند برای بازار سهام مفید و اثربخش باشد. هوآنگ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی بر سقوط بازار سهام چین در سال ۲۰۱۵ تمرکز کرده و به این نتیجه رسیده‌اند که نجات بازار توسط دولت بیش از ۱۰ درصد از ارزش تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۱۴ را از طریق جلوگیری از نکول و افزایش نقدشوندگی ایجاد کرده است.

ج- پژوهش‌های مربوط به ایجاد صندوق تثبیت

مقالات دیگر درباره صندوق‌های تثبیت، به موضوع مداخله دولت‌ها نپرداخته و صرفاً ایجاد صندوق تثبیت را مورد مطالعه قرار داده‌اند. شائو وو (۲۰۰۹) در مقاله‌ای، از منظر حقوق خصوصی و حقوق عمومی به موضوع قانونگذاری صندوق‌های تثبیت بازار پرداخته است. جین لانگ (۲۰۰۹) در پژوهشی به اهمیت ایجاد صندوق تثبیت برای مدیریت بحران‌های مالی در بازار سهام چین پرداخته است. سایمون (۲۰۲۰) در مقاله‌ای ضمن بررسی مبانی ایجاد صندوق تثبیت بازارهای مالی در آلمان پس از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹، به موضوع طرح ضمانت این صندوق و میزان ضمانت‌های صورت گرفته توسط صندوق پرداخته است. سانکار (۲۰۲۱) در پژوهشی، ضمن اشاره به قانون صندوق تثبیت بازارهای مالی در آلمان، به

برای نیل به هدف پژوهش، نمونه‌ها در دو گروه خبرگان، شامل اساتید و متخصصان و فعالان و دست‌اندرکاران حرفه‌ای بازار که دارای حداقل ۱۰ سال سابقه فعالیت در بازار سرمایه هستند و مدرک کارشناسی ارشد و یا دکتری مالی، حسابداری یا اقتصاد دارند، طبقه‌بندی و با شیوه نمونه‌گیری هدفمند گلوله برفی انتخاب شدند. بدین ترتیب، در پژوهش حاضر، اشباع نظری با مصاحبه عمیق با ۱۴ تن از اساتید و متخصصان و فعالان و دست‌اندرکاران حرفه‌ای بازار سرمایه به دست آمده است.

یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش را می‌توان در دو بخش یافته‌های حاصل از مقایسه تطبیقی صندوق تثبیت بازار سرمایه از حیث ساختار و ساز و کار فعالیت و همچنین یافته‌های برآمده از مصاحبه‌های عمیق با خبرگان بازار در ایران ارائه کرد. در مرحله اول، ساختار و ساز و کار فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران و سه کشور چین، آلمان و بنگلادش مورد بررسی قرار گرفت. ساختار و ساز و کار فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در هر کدام از کشورهای چین، آلمان و بنگلادش به شرح زیر بوده است.

صندوق تثبیت بازار سرمایه در چین

بازار سهام چین یک چرخه رونق و رکود اساسی در سال ۲۰۱۴-۲۰۱۵ را شاهد بوده است (آلن و همکاران، ۲۰۲۰). شاخص ترکیبی بورس شانگهای، در ژوئن سال ۲۰۱۵ به سقوت تاریخی خود یعنی ۵،۱۷۸ واحد رسید و رشدی معادل ۱۵۲ درصد نسبت به تاریخ مشابه در سال گذشته (۲۰۱۴) را نشان می‌داد. پس از یان تاریخ، بازار سهام چین شاهد سقوت بازار بوده است. ظرف مدت ۱۷ روز معاملاتی، شاخص ترکیبی بورس شانگهای ۱،۶۷۷ واحد معادل ۳۰ درصد سقوت می‌کند. در برخی از روزهای معاملاتی جولای ۲۰۱۵، حدود ۱۰،۰۰۰ سهم به شدت کاهش قیمت داشته و به کف حد نوسان قیمتی برخورد نمودند و منجر به ایجاد رکود شدید در بازار شدند (لیو و همکاران، ۲۰۱۷). به منظور حفظ ثبات در بازار مالی، نهادهای نظارتی مجموعه‌ای از اقدامات را برای نجات بازار

آنها احصاء شود. بدین ترتیب، برآیند این نظرات و دیدگاه‌های کارشناسی می‌تواند ضمن آسیب‌شناسی وضعیت کنونی صندوق تثبیت بازار سرمایه از حیث کارکرد، وضعیت مطلوب آن را نیز ترسیم کند. روش تطبیقی به طور سنتی، روش اصلی علوم اجتماعی تطبیقی-شاخه‌ای از علوم اجتماعی که به تفاوت‌ها و شباهت‌های بین جوامع علاقه مند است- تلقی شده است (ریگین، ۱۳۸۸). مصاحبه عمیق یا کیفی نیز در بهترین شکل آن عبارت است از رویدادی که در آن یک شخص (مصاحبه‌گر) دیگران را تشویق می‌کند تا آزادانه علایق و تجربیات خود را واگو کنند. قابلیت‌هایی که مصاحبه به لحاظ نفوذ عمیق و گسترده در واقعیت‌های ذهنی مصاحبه‌شونده دارد آن را به روشی برتر در مطالعات علوم اجتماعی تبدیل کرده است (لیندلف، ۱۳۸۸). جامعه آماری این پژوهش شامل دو گروه صاحب‌نظران و دست‌اندرکاران بازار سرمایه در ایران است. گروه نخست را پژوهشگران و متخصصان بازار سرمایه تشکیل می‌دهند و گروه دوم (دست‌اندرکاران) نیز شامل مدیران و فعالان حرفه‌ای بازار سرمایه است. نمونه‌گیری این پژوهش مطابق با روش‌های کیفی، نمونه‌گیری نظری است. برخلاف روش‌های کمی که نمونه‌گیری مطابق با منطق آماری است، در روش‌های کیفی از نمونه‌گیری نظری استفاده می‌شود. در این نوع نمونه‌گیری، بزرگی حجم نمونه معیار نیست، بلکه تعداد نمونه تابع نقطه اشباع نظری است. نقطه اشباع نظری، یعنی نقطه‌ای که در آن تصویری نسبتاً کامل از واقعیت مورد بررسی کسب شود و نمونه‌های جدید، دانش ما از واقعیت را دگرگون نسازد (حریری، ۱۳۸۶).

در این میان، در پژوهش حاضر، با توجه به دسترسی پژوهشگر به نمونه‌ها، تلاش شده از صاحب‌نظران و سرآمدان هر یک از حوزه‌های مرتبط با موضوع پژوهش، انتخاب نمونه به صورت کیفی با شیوه گلوله برفی صورت گیرد. این روش که منحصراً در پژوهش‌های مبتنی بر مصاحبه به کار می‌رود، نمونه‌ها را از طریق معرفی اشخاصی که می‌دانند پژوهشگر به دنبال چه افراد با چه ویژگی‌هایی است، گرد می‌آورد. در این روش، نمونه‌گیری زمانی آغاز می‌شود که پژوهشگر فردی را انتخاب می‌کند که حاضر است نقش دوگانه مصاحبه‌شونده و معرف (اعلام فرد بعدی برای مصاحبه) را ایفا کند (لیندلف، ۱۳۸۸).

درصد از ارزش دارایی‌های آن حفظ شده بود. مدیریت این صندوق برای استفاده از منابع عمومی مضاف بر منابع دولتی اعلام کرد هیچگونه کارمزدی از سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در بازار سهام اخذ نخواهد کرد. گروه پنجم شامل سه حساب معاملاتی سکوه‌های معاملاتی (صرافی) متعلق به سازمان ملی ارزهای خارجی چین^۷ بود که وظیفه مدیریت بیش از ۳ تریلیون دلار آمریکا به‌عنوان ذخایر ارزهای خارجی چین را بر عهده دارد. ماهیتاً این پلتفرم‌ها در مسائل مربوط به سرمایه‌گذاری‌های خارجی برای ذخایر طلا و ارز و دارایی‌های ارزی ایجاد شده بودند اما در بحران ۲۰۱۵ آغاز به خرید سهام نوع A نمودند و نقدینگی به بازار تزریق کردند. همانطور که در بالا نیز اشاره شد، صندوق‌های تثبیت در چین پس از بحران ۲۰۱۵ نیز به در سهامداری ادامه دادند به‌طوری که در سال ۲۰۲۰ حداقل یکی از این صندوق‌ها (یکی از اعضای تیم ملی) در میان ده سهامدار بزرگ در سهام نوع A جای گرفت که مالکیت بیش از ۸۴۶ شرکت که بالغ بر ۲۰ درصد از مجموع سهام نوع A می‌شود را در اختیار داشت. مضاف بر این، مالکیت سهام در تمام صندوق‌های تثبیت چین بیش از ۱،۳۰۰ میلیارد یوآن در پایان سال ۲۰۲۰ یا معادل ۲،۰۲ درصد از مجموع ارزش بازار سهام نوع A باقی ماند (ژو و همکاران، ۲۰۲۲). درخصوص نحوه عملکرد این صندوق‌ها صرفاً این موضوع قطعی است که اقدام به خرید سهام با ارزش بازار بالا و شناوری زیاد (که احتمال اثرگذاری آنها بر بازار بیشتر است و همچنین از منظر احتمال ثبات قیمتی آنها در آینده بیشتر بود) انجام داده‌اند و افشای اطلاعات مشخصی برای بی‌اثر کردن اقدامات صندوق‌ها بر سایر فعالین بازار صورت نگرفته و حتی تلاش شده است تا نوع سهامداری به‌گونه‌ای نباشد که نیاز به افشای اطلاعات با اهمیت باشد. عمومیت میزان معاملات، از طریق آمار معاملات بورس‌ها و نهاد ناظر مشخص شده است.

صندوق تثبیت بازار سرمایه در بنگلادش

صندوق تثبیت بازار سرمایه^۸ در سال ۲۰۲۱ و توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار بنگلادش (که یک نهاد دولتی است و دولت اعضای هیئت مدیره آن را انتخاب می‌کند)

سهام در پیش گرفتند. در میان این اقدامات، سازماندهی یک تیم ملی (در قالب صندوق تثبیت بازار) متشکل از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، که اقدام به خرید مستقیم سهام (یا واحدهای صندوق‌های قابل معامله) با وجوه تزریق شده از سوی دولت مرکزی می‌نمودند، جزو اقدامات مهم دولت بود (برونر میر و همکاران، ۲۰۲۰). در این میان دولت مرکزی پنج گروه حساب معاملاتی به‌عنوان صندوق تثبیت ایجاد نمود. گروه اول از صندوق یا حساب‌های تثبیت، متشکل از دو حساب معاملاتی دو شرکت کاملاً دولتی (یک شرکت سرمایه‌گذاری و یک شرکت سبذگردان متعلق به شرکت سرمایه‌گذاری اول) که شرکت سرمایه‌گذاری از سال ۲۰۰۳ تشکیل شده بود و مسئولیت آن سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مالی دولتی و اعمال حقوق مالکانه به نیابت از دولت بود. این شرکت در سال ۲۰۱۵ سهم زیادی از سهام نوع A شرکت‌های دولتی را خریداری نمود و در خمین سال مدیریت سهام خریداری شده را به زیر مجموعه خود (یعنی شرکت سبذگردانی) واگذار کرد. گروه دوم متشکل از یک حساب معاملاتی مربوط به شرکت تأمین مالی اوراق بهادار چین^۹ بود که در سال ۲۰۱۱ تأسیس شده بود و وظیفه اصلی آن تأمین منابع مالی و اوراق بهادار لازم برای فرایند معاملات با استفاده از حساب تضمین (خرید اعتباری و فروش استقراضی) بود. به‌عنوان شرکتی که مالکیت آن کاملاً در اختیار دولت بود، این شرکت نیز اقدام به خریدهای سنگین در سهام نمود و یکی از عوامل ثبات بازار محسوب می‌شود. گروه سوم متشکل از ده حساب معاملاتی نزد شرکت سبذگردان شرکت تأمین مالی اوراق بهادار چین (مربوط به طرح‌های سبذگردانی در این شرکت) بود که توسط این شرکت و به‌منظور اجتناب از افشای اطلاعات با اهمیت ناشی از تغییر مالکیت در سهام (تغییر بیش از ۵ درصد در مالکیت هر سهم) و ایجاد شک در بازار، ایجاد شد. گروه چهارم مشتمل بر پنج حساب معاملاتی مختص صندوق‌های سرمایه‌گذاری وابسته به شرکت تأمین مالی اوراق بهادار چین بود که این شرکت به صورت مشترک با شرکت‌های سرمایه‌گذاری دیگر برای تخصیص بهینه و اثربخش نقدینگی به بازار، تشکیل داده بود. به هر صندوق مبلغی بالغ بر ۴۰ میلیارد یوآن تزریق شد که در پایان سال ۲۰۱۵، بیش از ۹۹

عملیات و پاسخگویی در قبال عملکرد صندوق را بر عهده دارد و مدیر عملیات صندوق مسئولیت تمامی اقدامات اجرایی صندوق را عهده دار است. مسئولیت تهیه صورت‌های مالی بر عهده کمیته حساب‌ها و حسابداری است و صندوق موظف به ارائه صورت‌های مالی شش ماهه و سالانه به کمیسیون است. الزامی برای افشای اطلاعات صندوق به عموم وجود ندارد.

صندوق تثبیت بازار سرمایه در آلمان

تنش‌های مالی در آلمان که از بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۹ نشأت می‌گرفت و ریشه در سرمایه‌گذاری بانک‌های آلمان در اوراق با پشتوانه وام‌های رهنی آمریکا داشت، در سال ۲۰۰۸ رو به وخامت گذاشت و متعاقباً بر نظام بانکی، پرداخت وام‌های بانکی، و بازار سرمایه آلمان نیز اثر گذاشت. این موضوع منجر به ایجاد عدم قطعیت در بازار سرمایه در خصوص قیمت اوراق بهادار، شفافیت اطلاعاتی و کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه آلمان شد. بازار به خودی خود قادر به ایجاد ثبات در بازار مالی و بازگرداندن اطمینان به بازار نبود (هافنر، ۲۰۱۰). جهت مقابله با این شرایط و همچنین مشکل نقدینگی در بازار اروپا، کشورهای عضو منطقه یورو در سال ۲۰۰۸ برنامه جامع اقدام برای بازگرداندن اطمینان و اقدامات متناسب کشورهای اروپا^{۱۰} را ایجاد نمودند. یکی از قسمت‌های اساسی این برنامه، تزریق منابع نقدی به نهادهای مالی برای تأمین مالی صحیح اقتصاد و همچنین ترمیم سرمایه کارای بانک‌های دچار مشکل بود. کمی پس از تبیین این برنامه جامع، مجلس آلمان قانون ثبات بازارهای مالی^{۱۱} را برای اجرای بسته‌ای از اقدامات جهت ایجاد ثبات بازار مالی به تصویب رساند. این قانون از سه بخش تشکیل می‌شد: ماده ۱ ایجاد صندوق ثبات بازار مالی، ماده ۲ شامل معیارها و اقداماتی که صندوق می‌تواند انجام دهد و ماده ۳ تا ۶ اصلاح موقت قانون بانکداری، قانون نظارت بر بیمه و قانون ورشکستگی آلمان. این قانون، ایجاد صندوق ثبات بازار مالی معروف به سافین^{۱۲} را در قالب یک تراست ویژه دولتی تصویب کرد و متعاقباً سازمان فدرال ثبات مالی^{۱۳} را برای مدیریت آن ایجاد نمود. این صندوق برای ایجاد شرایط ابتدایی جهت غلبه بر کمبود نقدینگی و تقویت سرمایه نهادهای مالی فعال در

تأسیس گردید. این صندوق به‌عنوان امین^{۱۴} سود تقسیمی توزیع نشده یا سهام جایزه، و همچنین وجوهی که به‌عنوان پذیره‌نویسی نزد ناشر قرار گرفته اما بازپس داده نشده و حق تقدم سهام استفاده نشده که همگی به هر علتی بیش از سه سال نزد ناشر باقی مانده است عمل می‌کند. وجوه و سهام موجود در صندوق در صورت ادعای سرمایه‌گذار یا سهامدار و اثبات آن در هر زمان قابل بازگرداندن است (اساساً منابع اصلی این صندوق را دارایی‌های مجهول المالک شکل می‌دهند). منابع موجود در صندوق تثبیت جهت به ثبات رساندن بازار سرمایه از طریق تأمین نقدینگی برای خرید یا فروش سهام پذیرفته شده در بازار، سرمایه‌گذاری در اوراق بهاداری غیر از سهام، و اعطای تسهیلات به نهادهای مالی، و خرید اعتباری یا فروش استقراری اوراق بهادار پذیرفته شده، مورد استفاده واقع می‌شود. حداکثر ۴۰ درصد از منابع نقد صندوق به خرید و فروش مستقیم اوراق بهادار پذیرفته شده، حداکثر ۵۰ درصد به اعطای وام به نهادهای مالی، و حداکثر ۱۰ درصد از منابع نقدی به سرمایه‌گذاری در اوراقی غیر از سهام تخصیص می‌یابد. تغییر در نصاب‌های سرمایه‌گذاری این صندوق صرفاً با درخواست هیئت مدیره صندوق و پذیرش کمیسیون بورس و اوراق بهادار امکانپذیر است. ترکیب هیئت مدیره صندوق متشکل از ۱۱ عضو به صورت زیر چینش شده است: ۱- رئیس هیئت مدیره منصوب از سوی کمیسیون بورس و اوراق بهادار، ۲- سه عضو غیر از رئیس هیئت مدیره منصوب از سوی کمیسیون بورس و اوراق بهادار؛ ۳- نماینده بورس داکا؛ ۴- نماینده بورس چیتاگونگ؛ ۵- نماینده سپرده‌گذاری مرکزی؛ ۶- نماینده طرف مقابل مرکزی؛ ۷- نماینده کانون شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس؛ ۸- نماینده حسابداران خبره یا حسابداران مدیریت و هزینه یا تحلیلگران خبره به انتخاب کمیسیون بورس و اوراق بهادار؛ ۹- مدیر عملیات صندوق نیز یکی از اعضای غیر رسمی محسوب می‌شود. هر یک از اعضای هیئت مدیره برای دوره‌ای سه ساله که برای یک دوره قابل تمدید است انتخاب می‌شوند. کمیته‌های مدیریتی هیئت مدیره صندوق عبارتند از: ۱- کمیته مدیریت عملیات؛ ۲- کمیته حساب‌ها و حسابداری؛ ۳- کمیته مدیریت ریسک. کمیته عملیات صندوق مسئولیت انتخاب و نظارت بر مدیر

اعضای تسهیلات یا خرید سهام در آنها می‌کرد، براساس شرایط صندوق نمی‌توانستند تقسیم سود به سهامداران غیر از صندوق تثبیت، داشته باشند مگر آنکه منابع کافی برای بازگرداندن کمک صورت گرفته از صندوق را در اختیار داشته باشند. همچنین پرداخت حقوق و مزایا به مدیران شرکت‌ها حداکثر ۵۰۰ هزار یورو سالانه تعیین شد. پرداخت پاداش به مدیران تا زمانی که از منابع دولتی استفاده می‌شود، نیز ممنوع گردید. مؤسسات مالی نیز متعهد شدند تا در قبال دریافت وام یا خرید سهام از سوی صندوق، به شرکت‌های کوچک و متوسط وام دهند. بر این اساس، صندوق تثبیت بازار مالی آلمان به صورت مستقیم در ایجاد ثبات عموم شرکت‌ها ورود نکرد اما به صورت محدود و از طرق مشخص نسبت به تزریق منابع مالی یا خرید سهام شرکت‌ها اقدام نمود. صندوق هیچگونه افشای اطلاعاتی صورت نداده و صرفاً منابع مالی که به صورت غیر مستقیم وارد غالب نهادهای مالی شده است، از طریق افشای اطلاعات آنها قابل رؤیت است.

جدول ۱ مقایسه‌ای بین ساختار و مدل سرمایه‌گذاری صندوق‌های تثبیت در سه کشور چین، بنگلادش و آلمان با ساختار صندوق تثبیت بازار سرمایه ایران را به تصویر کشیده است. این جدول صندوق‌های تثبیت در کشورهای مورد بررسی را از شش منظر وابستگی به دولت، شخصیت حقوقی صندوق، نوع سرمایه‌گذاری‌ها و مدل فعالیت، نحوه تأمین منابع، مقررات و الزامات مربوط به افشا یا عدم افشای اطلاعات، و نحوه مدیریت صندوق، با صندوق تثبیت بازار سرمایه کشور مقایسه می‌نماید.

همانگونه که در جدول ۱ نیز مشاهده می‌شود، در اکثر موارد، ساز و کار فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه ایران با ساختار صندوق‌های تثبیت در سه کشور چین، آلمان و بنگلادش همخوانی دارد. اما تفاوت اساسی، در ساختار و شیوه سرمایه‌گذاری صندوق است، بدین صورت که رویه غالب در سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های تثبیت در کشورهای مورد بررسی، روش سرمایه‌گذاری غیر مستقیم است اما در ایران، خود صندوق به طور مستقیم در بازار ورود و مداخله کرده است.

بازارهای مالی ایجاد شد. راهبردهای صندوق برای ایجاد ثبات در بازارهای مالی در چهار راهکار تجمیع شد: ۱- تزریق سرمایه؛ ۲- تضامین؛ ۳- سپر ریسک؛ ۴- طرح ترمیم سرمایه. همچنین صندوق مجاز شد تا از طریق انتشار اوراق بدهی تا سقف ۱۰۰ میلیارد یورو، تأمین مالی نماید (کمیسیون اروپا، ۲۰۰۸). کمیسیون اروپا کمک دولت‌ها یا مداخله دولت‌ها به طوری که اولویت خاصی به یک شرکت یا صنعت یا منطقه داده شود را ممنوع می‌داند و تزریق سرمایه نیز مشمول همین ممنوعیت بود اما کمیسیون اروپا به صندوق تثبیت اجازه داد تا به منظور رفع اختلال جدی در اقتصاد یک کشور عضو، تزریق منابع به شرکت‌ها صورت دهد (کمیسیون اروپا، ۲۰۱۹). کنترل سازمان فدرال ثبات مالی بر عهده وزارت امور مالی آلمان است و توسط کمیته‌ای سه نفره که توسط وزیر امور مالی و با مشورت بانک مرکزی منصوب می‌شوند، مدیریت می‌شود. یک کمیته راهبری بین وزارتی مسئولیت راهبری سیاست‌های اصلی صندوق را برعهده دارد اما مدیریت صندوق بر عهده وزارت امور مالی است. کمیته راهبری متشکل از یک عضو نماینده صدر اعظم، یک عضو نماینده وزارت امور مالی، یک عضو نماینده وزارت دادگستری، یک عضو نماینده وزارت اقتصاد و فناوری، و یک نفر نماینده ایالت‌های آلمان است. وزارت امور مالی آلمان می‌تواند حداکثر ۷۰ میلیارد یورو وام به منظور تأمین مالی صندوق و اجرای راهبردهای خود اخذ نماید. در صورت موافقت کمیسیون بودجه مجلس، امکان اخذ ۱۰ میلیارد یورو وام بیشتر نیز وجود دارد. هر نهاد مالی تا قبل از ۳۱ دسامبر ۲۰۰۹ قادر بود تا سقف ۱۰ میلیارد یورو برای تجدید ساختار سرمایه خود از صندوق دریافت نماید. نهادهایی که منابع مالی به صورت وام و مستقیم از سمت صندوق به آنها تزریق می‌شود ملزمند تا به صورت میانگین نرخ بهره‌ای ۷ تا ۹ درصدی را به صندوق پرداخت نمایند مگر آنکه صندوق برای تجدید ساختار سرمایه نهادها از منابع غیر دولتی استفاده نموده باشد. شرکت‌هایی که قابلیت اخذ منابع از صندوق را دارند عبارتند از بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری (شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، بورس‌ها، شرکت‌های بیمه‌ای و شرکت‌های هلدینگ بیمه‌ای، و شرکت‌های هلدینگ مالی. شرکت‌هایی که صندوق اقدام به

جدول ۱- مقایسه تطبیقی صندوق‌های تثبیت بازار در چین، آلمان، بنگلادش و ایران

ایران	آلمان	بنگلادش	چین	
دولتی (گرچه در اساسنامه لفظ غیر دولتی ذکر شده است اما ترکیب هیئت امنای و تأمین سرمایه از محل بودجه سنواتی دولت، حکایت از دولتی بودن آن دارد)	دولتی	دولتی	دولتی	وابستگی صندوق
دارای شخصیت حقوقی مستقل	دارای شخصیت حقوقی مستقل	دارای شخصیت حقوقی مستقل	فایده شخصیت حقوقی (مشکل از مجموعه‌ای از نهادهای مالی)	شخصیت حقوقی صندوق
مستقیم	غیرمستقیم	مستقیم و غیرمستقیم	غیرمستقیم	نوع سرمایه‌گذاری
سرمایه‌گذاری مستقیم در اوراق بهادار	اعطای تسهیلات، تجدید ساختار سرمایه نهادها و مؤسسات مالی، خرید و فروش انواع اوراق غیر از سهام، ارائه تضامین برای اوراق بدهی.	سرمایه‌گذاری مستقیم حداکثر ۴۰ درصد از منابع صندوق در سهام و قابلیت اعطای حداکثر ۵۰ درصد منابع صندوق به اعطای تسهیلات به نهادهای مالی.	سرمایه‌گذاری در نهادهای مالی دولتی	نوع فعالیت
منابع سازمان بورس و اوراق بهادار، تشکلهای خود انتظام و صندوق توسعه ملی	دولت	اموال مجهول‌المالک	دولت	تأمین منابع
صرفاً به هیئت امنای و سازمان بورس و اوراق بهادار	صرفاً به دولت	صرفاً به هیئت مدیره و نهاد ناظر	ندارد	الزام بر افشای اطلاعات
هیئت امنای و هیئت عامل	ذیل مدیریت وزارت امور مالی (یک نهاد مستقل با عنوان سازمان ثبات بازارهای مالی)	دارای هیئت مدیره و کمیته مدیریت عملیات	متکی بر مدیریت نهادهای مالی و تحت نظارت دولت	مدیریت

۲- استدلال شما در خصوص مدل سرمایه‌گذاری مناسب برای ساختار صندوق چیست؟ در رابطه با هر کدام از چالش‌های رویه فعلی و مدل مناسب سرمایه‌گذاری، یافته‌های حاصل از بررسی و بازبینی داده‌های به دست آمده از پاسخ‌های مصاحبه‌شوندگان به پرسش‌های بالا و سپس تجزیه و تحلیل اطلاعات حاصل در محیط نرم افزاری مکس کیو دی ای را می‌توان به صورت زیر ارائه کرد:

در مرحله دوم، یافته‌های برآمده از مصاحبه‌های عمیق با خبرگان مورد بررسی قرار گرفت. پرسش‌های محوری و اصلی برای کسب دیدگاه‌های مصاحبه‌شوندگان در خصوص ساختار و ساز و کار فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه که در جریان مصاحبه عمیق در اختیار آنها قرار گرفت به شکل زیر بود:

۱- تا چه اندازه مداخله صندوق تثبیت در بازار سرمایه را مثمر می‌دانید؟ استدلال شما در خصوص چالش‌های رویه فعلی فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه چیست؟

چالش‌های رویه فعلی فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه

اساتید و متخصصان و فعالان و دست‌اندرکاران حرفه‌ای بازار سرمایه، مهم‌ترین چالش‌های رویه فعلی فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه را از ابعاد مختلف مورد مذاکره قرار می‌دهند. این ابعاد عبارتند از مشخص نبودن محدوده فعالیت در بازار سهام/ بندهای اساسنامه‌ای، ابهام در نوع صندوق و

نحوه سرمایه‌گذاری آن، ایجاد شبهه با توجه به شکل مداخله صندوق، تعارض منافع بین سازمان بورس و اوراق بهادار و صندوق تثبیت بازار سرمایه، تأکید بر سرمایه‌گذاری در سهام شاخص‌ساز، پایدار نبودن منابع مالی صندوق، کوچک بودن اندازه صندوق، دولتی بودن و اعمال حقوق مالکانه و عدم افشای کامل اطلاعات که در جدول ۲ بصورت مبسوط توضیح داده شده است.

جدول ۲- ابعاد و وجوه مختلف چالش‌های فراروی صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران

مسئله	مؤلفه و ابعاد	نمونه شواهد
چالش‌های رویه فعلی فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه	مشخص نبودن محدوده فعالیت در بازار سهام/ بندهای اساسنامه‌ای	از آنجایی که صندوق تثبیت بازار با هدف ایجاد ثبات در بازار سرمایه تأسیس شده است، حضور دائمی این صندوق در زمان‌های تعادل بازار و بازه‌های زمانی که در آن باید فعالیت کند (کوتاه مدت، میان مدت، بلند مدت یا دائمی) مشخص نیست. اساسنامه صندوق با تعریف مخاطرات سامانه‌ای و فرادستگاهی، نوساناتی را مد نظر قرار داده است که غالباً در بازار وجود دارد؛ لذا ایجاد ثبات در بازار که با ورود این صندوق حاصل می‌شود، در زمان‌های بحران که کاهش قیمتی شدید و پی در پی حاصل می‌شود، قابل رؤیت نیست. علاوه بر این، گرچه براساس بند ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، صندوق به منظور کنترل و کاهش مخاطرات سامانه‌ای یا فرادستگاهی بازار سرمایه کشور در شرایط وقوع بحران‌های مالی و اقتصادی و اجرای سیاست‌های عمومی حاکمیتی در شرایط مذکور و به منظور حفظ و توسعه شرایط رقابت منصفانه در حوزه بازار سرمایه تأسیس شده است اما اساسنامه (که تنها سند در دسترس عموم است) در خصوص شرایط وقوع مخاطرات سامانه‌ای یا فرادستگاهی و همچنین بحران‌های مالی سخنی به میان نیاورده و صرفاً در قالب تعریف بدون ذکر شرایط در متن اساسنامه، موضوع مسکوت مانده است (گرچه ممکن است هیئت امنا تعریف مشخصی از این موارد داشته باشد اما در این خصوص چیزی در اختیار عموم نیست). لذا صندوق در حال حاضر به‌عنوان صندوق بازارگردانی فعالیت نموده و مدت زمان فعالیت آن دائمی است.
	ابهام در نوع صندوق و نحوه سرمایه‌گذاری آن	نوع صندوق در اساسنامه مشخص نشده است اما در مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، صندوق به‌عنوان صندوق بازارگردانی تعریف شده است. برخلاف سایر صندوق‌های دارای مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، این صندوق فاقد مؤسس بوده و نسبت به بازارگردانی سهام مشخصی که طی قرارداد با ناشر اقدام به بازارگردانی آن می‌کند نیست. لذا برخلاف سایر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی، تعهد مشخصی برای بازارگردانی نداشته و صرفاً مبتنی بر نظرات هیئت عامل اقدام به بازارگردانی در سهام می‌کند. با توجه به اینکه صندوق منابع صندوق توسعه ملی را به‌صورت سپرده (تسهیلات با سود ۱۱ درصد) دریافت می‌کند، صندوق باید ضرورتاً سرمایه‌گذاری‌های سود آور انجام دهد و تقریباً بجای صندوق اختصاصی بازارگردانی، تبدیل به صندوق سرمایه‌گذاری در سهام می‌شود.
	ایجاد شبهه با توجه به شکل مداخله صندوق	مداخله صندوق در بازار سهام به شکل مستقیم بوده و صندوق به‌صورت فعالانه اقدام به خرید و فروش سهام می‌کند (گرچه در بررسی صورت‌های مالی صندوق، حجم خرید از حجم فروش فاصله دارد اما مدیریت صندوق، مدیریت فعال است). درخصوص فعالیت گسترده صندوق و باتوجه به اینکه فعالیت صندوق برای عموم قابل رصد نیست، احتمال نقض بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار مبنی بر انجام اقداماتی که نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود، با مجوز و چراغ سبز سازمان بورس و اوراق بهادار، وجود دارد.

<p>اگرچه وجود تعارض منافع به معنی سوء استفاده از آن نیست، اما وجود وابستگی‌هایی در صندوق، باعث ایجاد شرایط تعارض منافع می‌شود. براساس اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه، اعضای هیئت عامل به پیشنهاد رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار و تصویب هیئت امناء انتخاب می‌شوند. این در حالی است که مسئولیت تأیید صلاحیت این اشخاص بر عهده سازمان بورس است.</p> <p>پیشنهاد اعضای هیئت عامل از سوی رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار و تزریق منابع مالی از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار به صندوق، به نوعی ایجاد وابستگی بین صندوق و سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد کرده و متعاقباً احتمال مداخله سازمان بورس و اوراق بهادار در فعالیت صندوق را افزایش می‌دهد.</p>	<p>تعارض منافع بین سازمان بورس و اوراق بهادار و صندوق تثبیت بازار سرمایه</p>	
<p>در چارچوب فعلی، صندوق تثبیت بازار سرمایه نتوانسته است اثر قابل توجهی بر بازار داشته باشد. مقصد سرمایه‌گذاری و چگونگی هزینه‌کرد منابع صندوق تثبیت بازار سرمایه شفاف نیست. صندوق تثبیت بازار سرمایه بدون شفافیت، می‌تواند به ابزاری برای ایجاد رانت تبدیل گردد.</p> <p>مشخص نمودن معیارهای سرمایه‌گذاری صندوق و همچنین لزوم بر برگرداندن سود ۱۱ درصدی صندوق تثبیت بازار سرمایه به صندوق توسعه ملی این شائبه را ایجاد کرده است که صندوق تثبیت بازار سرمایه صرفاً در سهام شاخص‌ساز و سهم‌هایی که احتمالاً رشد قیمتی مناسبی دارند سرمایه‌گذاری می‌کند و متعاقباً به عنوان یک صندوق بازارگردانی عمل نمی‌کند. همچنین تعارض منفعی که در بالا بدان اشاره شد و اهمیت سیاسی شاخص برای سازمان بورس و اوراق بهادار، باعث می‌شود تا صندوق تثبیت بازار سرمایه در سهامی سرمایه‌گذاری کند که احتمال افزایش شاخص کل بازار از آن طریق نیز وجود داشته باشد.</p>	<p>تأکید بر سرمایه‌گذاری در سهام شاخص‌ساز</p>	
<p>بر اساس اساسنامه صندوق، منابع مالی صندوق تثبیت بازار سرمایه از سه محل تأمین می‌شود: تأمین سرمایه صندوق از طریق بودجه‌های سنواری (در اساسنامه سرمایه صندوق تعیین نشده است)؛ سپرده گذاری یک واحد درصد از منابع سالانه صندوق توسعه ملی از طریق سپرده های خود نزد بانک های عامل با تصویب هیأت امنای صندوق؛ بخشی از کارمزدهای تعریف شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار از طریق سپرده گذاری در صندوق. این بدان معنا است که صندوق از هیچگونه منابع پایدار برخوردار نیست و غیر از بند ۱ که سرمایه صندوق در آن تعریف شده است (و به نظر صرفاً سرمایه صندوق نه تزریق منابع مالی از طریق بودجه‌های سنواری مد نظر بوده است)، بندهای ۲ و ۳ سپرده گذاری بوده و قابل بازپس‌گیری و همچنین نیازمند تصویب هیئت امنای صندوق توسعه و شورای عالی بورس و اوراق بهادار است (گرچه شورای عالی بورس به دلیل مزیتی بازاری، میزان مشخصی از کارکردهای سامان را به صندوق تثبیت تخصیص داده است).</p>	<p>پایدار نبودن منابع مالی صندوق</p>	
<p>اندازه صندوق با فرض منابع واریزی صندوق توسعه ملی و سازمان، به نسبت ارزش بازار سرمایه و ارزش معاملات، بسیار اندک است. در شهریور ۱۴۰۱، ارزش سایر صندوق‌های بازارگردانی مجموعاً چیزی بیش از ۱۰۰۰۰۰۰۰ میلیارد ریال (۱۰۰ هزار میلیارد تومان) است و با توجه به قراردادهایی که با ناشران دارند، بی‌شک ملزم به اجرای تعهدات خود هستند. به نظر می‌رسد حجم منابع صندوق تثبیت بازار سرمایه که شاید چیزی بین ۱۰ تا ۲۰ هزار میلیارد تومان منابع در اختیار داشته باشد (حدود ۲۰ درصد منابع صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی)، به عنوان صندوقی که بازار را به ثبات می‌رساند، معنی‌دار نباشد.</p>	<p>کوچک بودن اندازه صندوق</p>	
<p>اگرچه صندوق تثبیت بازار سرمایه به عنوان یک نهاد مالی غیر دولتی در اساسنامه تعریف شده است اما امکان دریافت بودجه سنواری در قالب سرمایه و همچنین ترکیب هیئت امناء، حکایت از دولتی بودن آن دارد. با توجه اینکه سیاست‌های سرمایه‌گذاری صندوق تثبیت بازار سرمایه از سوی هیئت امناء تعیین می‌شود، فعالیت صندوق در خصوص خرید مستقیم سهام و ایفای نقش آن در مجامع و اعمال حقوق مالکانه شرکتی، به نوعی ورود دولت به حریم بخش خصوصی (و در برخی موارد سرمایه‌گذاری دولتی) محسوب می‌شود.</p>	<p>دولتی بودن و اعمال حقوق مالکانه</p>	
<p>اگرچه صورت‌های مالی صندوق برای سال ۱۴۰۰ منتشر شده است ولی سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق تثبیت در بازار سهام نیازمند افشای اطلاعات بیشتر در خصوص مداخله صندوق در هر سهم است. این موضوع رصدپذیری بیشتر برای عموم سرمایه‌گذاران را به همراه داشته و موجب می‌شود شفافیت در بازار بیشتر شود. در اینخصوص حداقل مورد لازم برای افشای اطلاعات، معیار انتخاب سهام و همچنین شرایط بحران، مخاطرات سامانه‌ای و مخاطرات فرادستگاهی باید مشخص شود.</p>	<p>عدم افشای کامل اطلاعات</p>	

فعالیت منفعل صندوق، کنترل تعارض منافع بین سازمان بورس و اوراق بهادار و صندوق تثبیت بازار سرمایه، توجه به تمام انواع سهام در تخصیص منابع صندوق تثبیت، توسعه راهکارهای تأمین منابع مالی صندوق، انتقال منابع به نهادهای فعال و نظارت بر هزینه‌کرد و افشای اطلاعات در خصوص راهبردهای کلان سرمایه‌گذاری و زمان‌های احتمالی ورود به بازار. همچنین از منظر اساتید و خبرگان مورد پرسش، غالب مشکلات از طریق سرمایه‌گذاری غیرمستقیم صندوق در بازار قابل رفع است.

مدل سرمایه‌گذاری مناسب برای ساختار صندوق

پاسخ‌دهنده‌ها با تأکید بر لزوم اصلاح رویه فعلی فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه، راهکارهایی را برای تدوین ساختار مناسب صندوق تثبیت بازار سرمایه پیشنهاد می‌کنند. همانطور که در جدول ۳ ارائه شده است این راهکارها بطور خلاصه عبارتند از لزوم فعالیت غیرمستقیم صندوق تثبیت بازار سرمایه (میزان فعالیت در بازار سرمایه) و رفع نقص‌های اساسنامه‌ای، استفاده از ابزارها و نهادهای جایگزین مداخله مستقیم، تأکید بر مداخله غیر مستقیم و

جدول ۳- ابعاد مدل سرمایه‌گذاری مناسب برای ساختار صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران

مسئله	مؤلفه و ابعاد	شواهد
	لزوم فعالیت غیرمستقیم صندوق تثبیت بازار سرمایه (میزان فعالیت در بازار سرمایه) و رفع نقص‌های اساسنامه‌ای	اینکه صندوق باشد یا نباشد، به نظر من وجود صندوق تثبیت بازار با هدف ایجاد ثبات در بازار سرمایه ضروری هست و اتفاقاً حجم آن هم باید متناسب با حجم فعلی بازار سرمایه تقویت گردد؛ در شرایط فعلی حاکمیت نباید بازار را رها کند و ثبات‌سازی بازار باید مورد توجه قرار بگیرد. بهتر است صندوق به‌صورت غیرمستقیم در بازار سهام سرمایه‌گذاری کند یا حداقل برای سرمایه‌گذاری مستقیم نصابی مشخص شود. در صورت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، حضور دائمی صندوق و سرمایه‌گذاری بلند مدت آن بدون مشکل خواهد بود.
راهکارهای بهبود شرایط صندوق تثبیت در بازار سرمایه	استفاده از ابزارها و نهادهای جایگزین مداخله مستقیم	بهتر است از ابزارها و مشتقاتی استفاده کرد که می‌توانند ریسک معاملات را پوشش دهند. منابع صندوق باید از طریق ابزارها و نهادها و به صورت غیرمستقیم در بازار هزینه شود و صندوق نباید کنترل مستقیم روی معاملات بازار داشته باشد صندوق می‌تواند از نوع صندوق در صندوق باشد به‌طوری که در سایر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام سرمایه‌گذاری می‌کند. صندوق می‌تواند به جای سرمایه‌گذاری مستقیم در سهام، از طریق تزریق منابع مالی در قالب وام به نهادهای مالی نیز بازار سهام را تقویت کند. صندوق باید مجاز باشد در شرایط مناسب بازار، در سایر اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کند و مداخله مستقیم در بازار نداشته باشد.
	تأکید بر مداخله غیر مستقیم و فعالیت منفعل صندوق	سرمایه‌گذاری صندوق به‌صورت غیرمستقیم و به‌صورت منفعل از طریق سایر نهادهای مالی (صندوق‌های سرمایه‌گذاری صدور و ابطالی به‌خصوص صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی سببگردانی‌ها) صورت گیرد.
	کنترل تعارض منافع بین سازمان بورس و اوراق بهادار و صندوق تثبیت بازار سرمایه	مداخله مستقیم سازمان بورس و اوراق بهادار در بازار سهام باید کمتر شود. اگر سرمایه‌گذاری از طریق نهادهای زیرمجموعه صورت پذیرد، به دلیل ایجاد یک لایه سرمایه‌گذاری مستقل از صندوق تثبیت بازار، موضوع تعارض منافع تا حدودی کاهش می‌یابد. به‌رحال با توجه به تعدد نهادهای مالی و راهبردهای مشخص آنها، موضوع تعارض منافع میان سازمان بورس و اوراق بهادار و صندوق تثبیت باقی است.

<p>منابع صندوق نباید در راستای تقویت شاخص با تأکید بر سهام شاخص‌ساز هزینه گردد. یک پیشنهاد می‌تواند این باشد که منابع به صندوق‌های سرمایه‌گذاری تزریق شود. راهبردهای مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری که در تمام انواع سهام توزیع شده است و الزام سازمان بورس و اوراق بهادار برای در اختیار داشتن بازارگردان برای هر سهم، موجب می‌شود تا صرفاً تمرکز منابع صندوق بر سهام شاخص‌ساز نباشد.</p>	<p>توجه به تمام انواع سهام در تخصیص منابع صندوق تثبیت</p>	
<p>در حال حاضر، سرمایه‌گذاری عموم مردم در صندوق‌های بازارگردانی امکانپذیر نیست. صندوق تثبیت می‌تواند یک صندوق در صندوق چند NAV و با امکان سرمایه‌گذاری عموم در این صندوق باشد و در عین حال از منابع تعریف‌شده در اساسنامه نیز بهره برد. منابع صندوق توسعه ملی، منابع سازمان بورس و اوراق بهادار و منابع عمومی، قابلیت تفکیک از یکدیگرند و برای هر کدام یک NAV می‌توان در نظر گرفت. صندوق تثبیت بازار سرمایه می‌تواند غیر ماهیت صندوق در صندوق، در صدور و ابطال برای عموم به‌صورت یک صندوق دوره‌ای (Interval Fund) عمل کند. به‌طوری که در مقاطع مختلف (به‌عنوان مثال شش ماهه، امکان صدور و ابطال را فراهم کند و در غیر از این مواقع، امکان خرید و فروش در بازار ثانوی وجود داشته باشد). در مقام مقایسه، اندازه صندوق نسبت به اندازه کل صندوق‌های بازارگردانی و اندازه ارزش کل بازار و ارزش معاملات، بسیار کوچک است. با توجه به مشکلات واریزی صندوق توسعه ملی به صندوق تثبیت بازار سرمایه، باز کردن تأمین منابع صندوق تثبیت بر روی عموم سرمایه‌گذاران، می‌تواند به رشد منابع صندوق کمک کند.</p>	<p>توسعه راهکارهای تأمین منابع مالی صندوق</p>	
<p>موضوع صندوق تثبیت بازار به شکلی هست که به‌رحال دخالت دولت در بازار را در پی خواهد داشت. به خصوص در صورت سرمایه‌گذاری مستقیم یا سرمایه‌گذاری از طریق شرکت‌های سب‌گردانی، این مشکل همچنان پابرجا خواهد بود. به نظر باز همان سرمایه‌گذاری در سایر صندوق‌ها مشکل را تا حدودی مرتفع می‌کند. در صورتی که صندوق تثبیت بازار سرمایه، در سایر صندوق‌ها سرمایه‌گذاری کند، مشکل اعمال حقوق مالکانه رفع خواهد شد.</p>	<p>انتقال منابع به نهادهای فعال و نظارت بر هزینه‌کرد</p>	
<p>لازم است سازوکار خرید و فروش و حمایت این صندوق از بورس شفاف‌تر شود. اینکه چند نماد مورد حمایت قرار گرفته‌اند، سازوکار این حمایت چگونه بوده است، کارکرد این صندوق حمایت از کل بازار بوده است یا از شاخص کل بازار و یا چند نماد بزرگ، باید مشخص گردد. در مقام مقایسه با سایر صندوق‌های تثبیت بازار در کشورهای مطرح شده، صندوق تثبیت نباید افشای اطلاعات مانند سایر صندوق‌ها داشته باشد. در صورت عدم استفاده از منابع عمومی، صندوق صرفاً باید راهبردهای کلان سرمایه‌گذاری و زمان‌های احتمالی ورود به بازار و همچنین ارائه گزارش سالانه را پیگیری نماید. اما چنانچه صندوق از منابع عمومی استفاده می‌کند، اعلام NAV صندوق (حداقل در سمت منابع عمومی) و همچنین افشای شش ماهه صورت‌های مالی و راهبردهای کلان سرمایه‌گذاری صندوق باید برای عموم افشا شود. بدون شک در هر دو حالت، افشای پرتفوی صندوق (با توجه به ماهیت مداخله مسقیم یا غیر مستقیم آن در بازار) نباید افشا شود تا ویژگی ایجاد ثبات، برای این صندوق و بدون رو شدن نوع سرمایه‌گذاری‌ها، باقی بماند.</p>	<p>افشای اطلاعات در خصوص راهبردهای کلان سرمایه‌گذاری و زمان‌های احتمالی ورود به بازار</p>	

با توجه به یافته‌های مطالعه تطبیقی و نظرات خبرگان و فعالان حرفه‌ای بازار که در جدول ۲ و ۳ خلاصه گردیده است، مناسب آن است که صندوق تثبیت بازار سرمایه:

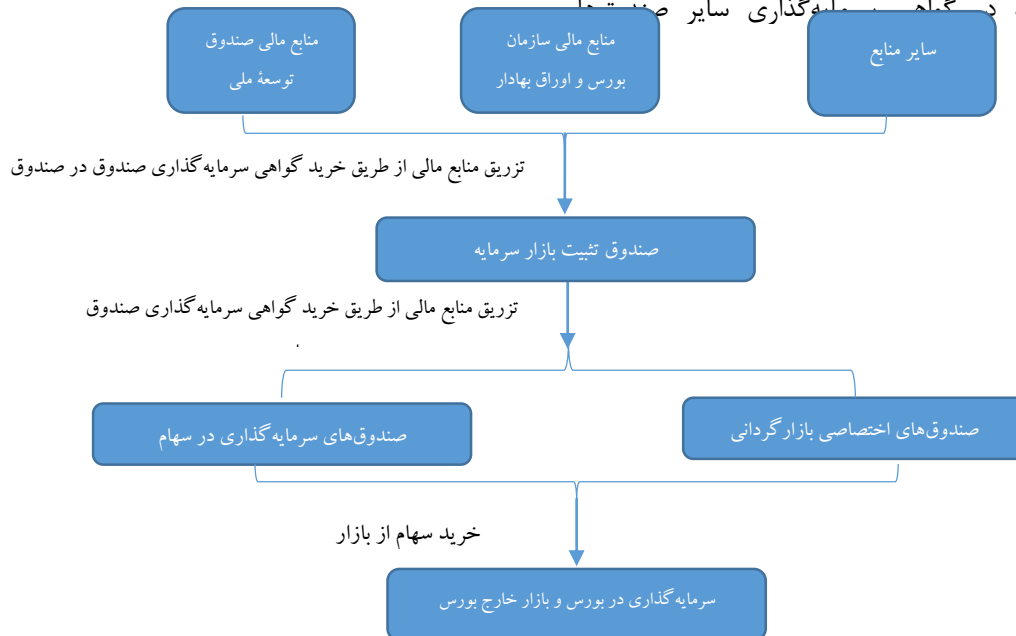
بیان مدل‌های مفهومی جایگزین

سرمایه‌گذاری کند و از طریق تزریق منابع مالی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ثبات در بازار ایجاد نماید. در این حالت و متکی بر افشای اطلاعات صندوق‌های سرمایه‌گذاری، میزان سرمایه‌گذاری صندوق‌ها نیز مشخص و قابل رصد است. در این روش دو حالت قابل تصور است: ۱- سرمایه‌گذاری صندوق تثبیت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام (حدود ۹۴ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام با ارزشی حدود ۵۷۷ هزار میلیارد ریال) ۲- سرمایه‌گذاری صندوق تثبیت در صندوق‌های بازارگردانی (حدود ۸۵ صندوق اختصاصی بازارگردانی با ارزش بازاری حدود ۱۰،۰۱۰ میلیارد ریال). مدل مفهومی این روش در شکل ۱ نشان داده شده است.

- به صورت غیر مستقیم در بازار سرمایه مداخله داشته باشد و مدیریت آن غیر فعال باشد؛
- از سایر نهادهای مالی موجود در بازار سرمایه برای مداخله و تزریق منابع استفاده کند؛
- انصاف و یکپارچگی در سرمایه‌گذاری‌های صندوق (سهامی که در آن سرمایه‌گذاری می‌شود) رعایت شود؛
- راهکارهای دیگری غیر از منابع فعلی (صندوق توسعه ملی و منابع سازمان بورس) برای تجهیز منابع بیابد؛
- مدل سرمایه‌گذاری صندوق موجب بروز تعارض منافع و اعلام نظر مستقیم سازمان بورس و اوراق بهادار نشود؛
- رویه‌ای برای افشای راهبردهای کلان صندوق وجود داشته باشد.

پس از بررسی تطبیقی و اخذ نظرات خبرگان، مدل‌های سرمایه‌گذاری زیر که قابلیت تأمین شرایط فوق‌الذکر را داشته باشد، برای ساختار فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه ایران پیشنهاد می‌شود:

- ۱- **صندوق تثبیت به‌عنوان صندوق در صندوق:** اساساً صندوق بجای آنکه به صورت مستقیم در بازار سهام مداخله نماید می‌تواند در سهام سرمایه‌گذاری سایر صندوق‌ها



شکل ۱- صندوق تثبیت بازار سرمایه در قالب صندوق در صندوق

خبرگان، به مدل سرمایه‌گذاری غیرمستقیم تغییر یابد. بر اساس مدل‌های پیشنهادی این پژوهش، صندوق بجای آنکه به صورت مستقیم در بازار سهام مداخله نماید، می‌تواند به عنوان صندوق در صندوق، در گواهی سرمایه‌گذاری سایر صندوق‌ها (به خصوص صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی) سرمایه‌گذاری کند و از طریق تزریق منابع مالی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری یا از طریق شرکت‌های سب‌گردانی و گشایش سبدهای مختلف، ثبات در بازار ایجاد نماید. همچنین صندوق می‌تواند با تصویب هیئت امناء، تا سقف معینی نسبت به اعطای تسهیلات برای بکارگیری در خرید اعتباری اقدام کند. علاوه بر این، مشارکت‌کنندگان در این تحقیق، بر امکان سرمایه‌گذاری عموم در این صندوق (با توجه به عدم امکان سرمایه‌گذاری عمومی در صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی) تأکید نمودند.

با توجه به عدم انتشار کامل اطلاعات در خصوص مداخله صندوق تثبیت بازار سرمایه، انجام پژوهش تجربی در خصوص میزان اثربخشی این صندوق میسر نبود. نتایج و مدل پیشنهادی این پژوهش، مبتنی بر تجربه سه کشور مورد بررسی و دیدگاه‌های حاصل از مصاحبه با خبرگان بوده که می‌تواند تحت تأثیر شرایط محیطی و الگوهای غالب ذهنی قرار گیرد. با تغییر کشورهای مورد بررسی و یا دیدگاه‌های مشارکت‌کنندگان، نتایج نیز می‌تواند تغییر یابد. بنابراین پیشنهاد می‌شود که مشابه این تحقیق با توجه به تجربه کشورهای دیگر نیز انجام شود.

منابع

حریری، نجلا (۱۳۸۶)، روش تحقیق کیفی، تهران، انتشارات واحد علوم تحقیقات دانشگاه آزاد اسلامی.

ریگین، چارلز (۱۳۸۸)، روش تطبیقی، فراسوی راهبردهای کمی و کیفی، ترجمه محمد فاضلی، تهران، نشر آگه.

لیندلف تامس و برایان تیلور (۱۳۸۸)، روش‌های تحقیق کیفی در علوم ارتباطات، ترجمه عبدالله گیویان، تهران، نشر همشهری.

مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۴، قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور.

ساختار و نحوه فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه ایران طراحی گردید. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد صندوق تثبیت بازار سرمایه کشور از منظر خبرگان دچار چالش‌هایی نظیر مداخله مستقیم صندوق در بازار سرمایه، شفاف نبودن رویه‌های سرمایه‌گذاری و زمان مداخله، تعارض منافع و مداخله احتمالی سازمان بورس و اوراق بهادار در رویه‌های سرمایه‌گذاری صندوق و سرمایه‌گذاری در سهام شاخص‌ساز، و همچنین نحوه تأمین منابع به خصوص منابع صندوق توسعه ملی است. علاوه بر این، نتایج بررسی صندوق‌های ثبت در کشورهای چین، آلمان و بنگلادش، حاکی از وجود تفاوت‌هایی در ساختار و نحوه فعالیت این صندوق‌ها با صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران است. رویکرد غالب در این کشورها، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم صندوق تثبیت و متعاقباً مداخله غیرمستقیم دولت در بازار سرمایه است. این در حالی است که در ایران، صندوق تثبیت بازار سرمایه به طور مستقیم در بازار مداخله می‌کند. از طرفی، از آنجایی که هیئت عامل صندوق به تأیید صلاحیت سازمان بورس و اوراق بهادار می‌رسد و هر سه عضو آن پیشنهادی از سوی ریاست سازمان و تأیید هیئت امناء است، و همچنین از آنجایی که سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان ناظر بازار سرمایه است و صندوق باید در فعالیتی که انجام می‌دهد رعایت انصاف را داشته باشد، و به واسطه تأمین منابع مالی صندوق از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، به نظر می‌رسد در مداخله مستقیم صندوق در بازار سرمایه (و به دلیل عدم استقلال صندوق از سازمان بورس و اوراق بهادار) احتمال بروز تعارض منافع وجود دارد. دیدگاه مشارکت‌کنندگان در این پژوهش نیز در امتداد تجربه کشورهای مورد بررسی قرار گرفته و حاکی از تأکید بر عدم مداخله مستقیم دولت در بازار و لزوم تغییر در ساختار و نحوه فعالیت صندوق است. صاحب‌نظران بازار سرمایه، در ترسیم الگوی مطلوب برای فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه، بر زدودن نقش مداخله مستقیم صندوق تثبیت بازار سرمایه در بازار سهام و همچنین رفع مشکلات ساختاری آن تأکید می‌کنند. بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهاد شد ساختار و نحوه فعالیت صندوق، مطابق با تجربه‌های بین‌المللی و نظرات

- FMStFG, 2008, *Act on the Establishment of a Financial-Market Stabilisation Fund*.
- FTSE Russell, 2022, *Guide to Chinese Share Classes*, London Stock Exchange Group Business.
- Geisst, C.R. 1997. *Wall Street: A History*. Oxford: Oxford University Press.
- Girardin, Eric & Liu, Zhenya. (2019). *Demystifying China's Stock Market: The Hidden Logic Behind the Puzzles*. Palgrave Macmillan.
- Hüfner, Felix. 2010. "The German Banking System: Lessons from the Financial Crisis." *OECD Economics Department Working Papers*, No. 788.
- Huang, Y., Miao, J., Wang, P., 2019. Saving china's stock market? *IMF Economic Review* 67, 349-394.
- Huang, P. 2011, *The Intervention of NFSF and the Overreaction of Traders in the Futures Market*. *Journal of Financial Studies*, 19, 41.
- Jin-long, Z. (2009). *On the Establishment of Stock Market Stabilization Fund in China*. *Journal of Beihua University*.
- Khan, S., Batteau, P., 2011. Should the government directly intervene in stock market during a crisis? *Quarterly Review of Economics and Finance* 51, 350-359.
- Liu, Y.-J., Yu, C.-H., 2002. On the effect of stock stabilization fund: A case of taiwan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 05, 93-109.
- Lucas, R.E., 1980. Equilibrium in a pure currency economy. *Economic Inquiry* 18, 203-220.
- Liu, X., Xu, J., Zhong, N. 2017. "Trading restriction as a channel of financial contagion: Evidence from china's stock marke." In. *Peking: Peking University*.
- Minchen, Z., Lv, D., & Wu, W. (2022). *Market Stabilization Fund and Stock Price Crash Risk: Evidence from the Post-Crash Period*. *Journal of Economic Dynamics & Control*.
- Pasquariello, P., 2018. Government intervention and arbitrage. *Review of Financial Studies* 31, 3344-3408.
- Petrovic, Ana, and Ralph Tutsch. 2009. "National Measures in Response to the Current Financial Crisis." *European Central Bank Legal Working Paper Series*, No. 8.
- هیئت وزیران، ۱۳۹۴، اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه.
- هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹ و ۱۴۰۱، مصوبه در خصوص کاهش کارمزدهای ارکان بازار از معاملات سهام و حق تقدم سهام در بورس و فرابورس و تخصیص کارمزد ارکان به صندوق تثبیت و صندوق سرمایه‌گذاری مشترک توسعه بازار سرمایه.
- Allen, F., Qian, J.Q., Shan, C., Zhu, J.L. 2020. 'The development of the chinese stock market.' in Guofeng Sun and Wei Xiong (eds.), *The handbook of china's financial system* (Princeton University Press: Marlene Amstad).
- Bangladesh Securities and Exchange Commission (BSEC), 2021, *Capital Market Stabilization Fund Rules*.
- Bhanot, K., Kadapakkam, P.R., 2006. Anatomy of a government intervention in index stocks: Price pressure or information effects? *Journal of Business* 79, 963-986.
- Bond, P., Goldstein, I., 2015. Government intervention and information aggregation by prices. *Journal of Finance* 70, 2777-2812.
- Brunnermeier, M.K., Sockin, M., Xiong, W., 2020. *China's model of managing the financial system*. NBER Working Paper Series No. 27171.
- Bundesrepublik Deutschland, 2019. "Financial Market Stabilization."
- Chan, K., Chan, Y.-C., Fong, W.-M., 2004. Free float and market liquidity: A study of hong kong government intervention. *Journal of Financial Research* 27, 179-197.
- Chi, Y., Li, X., 2019. Beauties of the emperor: An investigation of a chinese government bailout. *Journal of Financial Markets* 44, 42-70.
- Diamond, D.W., Rajan, R.G., 2001. Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking. *Journal of Political Economy* 109, 287-327.
- European Commission, 2008. "C(2008) 6422: State aid scheme No N 512/2008 – Germany Rescue package for credit institutions in Germany." *Letter from the European Commission about SoFFin with respect to the European State Aid rules*.
- European Commission, 2019. "State Aid Control." *European Commission overview about its state aid rules*.

- Su, Y., Yip, Y., Wong, R.W., 2002. *The impact of government intervention on stock returns: Evidence from hong kong. International Review of Economics and Finance* 11, 277-297.
- Summit of the Euro Area Countries. 2008. "Declaration on a Concerted European Action Plan of the Euro Area Countries."
- Veronesi, P., Zingales, L., 2010. *Paulson's gift. Journal of Financial Economics* 97, 339-368.
- Vo, X.V., 2018. *Foreign investors and stock price crash risk: Evidence from vietnam. International Review of Finance* n/a.
- Yao, Y., Yang, R., Liu, Z., Hasan, I., 2013. *Government intervention and institutional trading strategy: Evidence from a transition country. Global Finance Journal* 24, 44-68.
- Sankar, Priya, Germany SoFFin Capital Injections (November 12, 2021). *The Journal of Financial Crises: Vol. 3 : Iss. 3, 88-105.*
- Shao-wu, Z. (2009). *Study on Legislation of the Stock Stabilization Fund. Journal of Henan Public Security Academy.*
- Simon, Claire, *The Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) Guarantee Scheme (Germany GFC) (October 10, 2020). Journal of Financial Crises: Vol. 2 : Iss. 3, 699-714.*
- Stoll, Hans, 1993, *Microstructure of World Trading Markets, a Special Issue of the Journal of Financial Services Research, Vol. 6, No. 4.*
- Su, Y., Yip, Y., 2007. *Does hong kong government intervention stabilise the stock market? Analysis of the trading volume and volatility. Global Business and Economics Review* 9, 38-61.

A Comparative and Qualitative Study on Capital Market Stabilization Funds and Providing Alternative Practical Model

Meysam hamedi¹

Meysam Doaei^{2}*

Vahid Ahmadian^{3}*

Abstract

After the severe price fluctuations in the capital market in 2019 and the increase in the activity of the stabilization fund in the country's capital market, doubts were raised about the way of interference and conflict of interests in the activity of this fund.

In this research, Iran's capital market stabilization fund has been studied in terms of its nature, function, disclosure, and type of sources, applying a comparative approach with market stabilization funds in China, Germany, and Bangladesh. Then, by referring to the opinions and comments of experts and academicians, defects, problems, and deficiencies of the capital market stabilization fund have been identified and the optimal alternative status has been drawn. The findings of this research, which was conducted by a qualitative method and integration of comparative study and in-depth interviews with experts, indicate that the optimal method for capital market stabilization fund investments is the indirect method through financial institutions. On this basis, the proposed research model is presented in the form of a conceptual model with the aim of providing a suitable alternative solution for fund intervention in the capital market.

Keywords: *Financial Stability, Market Stabilization Fund, Capital Market, Fund of Fund*

JEL Classification: *G01, G10, G15, G18, G28*

¹ *Master of Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran, Hamedi.m@seo.ir*

² *Department of Financial Management, Esfrain Branch, Islamic Azad University, Esfrain, Iran me.doaei@iau.ac.ir*

³ *Assistant Professor, Department of Economics, Management and Accounting, University of Tabriz, Tabriz, Iran, (corresponding author) V.ahmadian@tabrizu.ac.ir**