

## راهبردهای ارتقای صندوق تثبیت بازار سرمایه

معصومه سادات سجادی<sup>۱</sup>

### چکیده

بروز بحران در بازارهای مالی به‌ویژه بازار سرمایه طبیعی است و ابزارهای مختلفی برای مقابله با آن وجود دارد. یکی از این ابزارها، استفاده از سازوکار صندوق‌های تثبیت است. یکی از وظایف این صندوق‌ها، این است که چه در طول بحران و چه پس از عبور بازار از بحران، سهام با ریسک پایین را خریداری کنند و سوددهی بالای این صندوق‌ها از همین کانال است. از آنجا که این صندوق‌ها سرمایه زیادی در اختیار دارند و می‌توانند هزینه زیادی برای جمع‌آوری و پردازش اطلاعات پرداخت کنند، دانش و توانایی انتخاب سهم‌های با ریسک پایین را دارند. در نتیجه، الگوبرداری سهام‌داران خرد از عملکرد این صندوق‌ها موجب می‌شود این سرمایه‌گذاران سهم‌های کم‌ریسک‌تری خریداری کنند و در زمان‌های بحران بازار سهام، میزان کمتری از سرمایه خود را از دست بدهند. عملکرد صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران نشان می‌دهد که در جهت‌دهی به بازار سرمایه در سال‌های اخیر چندان موفق نبوده است. یکی از مصداق‌های کارکرد این صندوق افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به دولت است، اما شرایط موجود نشان‌دهنده ناکافی بودن حمایت‌های این صندوق در بازگرداندن اعتماد از دست‌رفته است. بر این اساس، پیشنهادهایی برای عملکرد بهتر صندوق یادشده در راستای حمایت از بازار به صورت داشتن دارایی‌های با نقدشوندگی بالا در صندوق تثبیت بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری صندوق تثبیت در صندوق‌های با درآمد ثابت، اختصاص یک درصد از منابع صندوق توسعه ملی به صندوق تثبیت بازار در زمان مناسب، استفاده از ابزارهای مالی جدید در صندوق تثبیت بازار سرمایه و ایجاد پایگاه داده به‌عنوان منبع اطلاعاتی معتبر در بازار سرمایه ارائه می‌شود.

**واژگان کلیدی:** صندوق تثبیت بازار سرمایه، بحران مالی، اعتماد سرمایه‌گذاران.

### مقدمه

برای نجات بازارهای مالی صورت گرفت. بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته، راهبرد عدم مداخله مستقیم را اتخاذ کردند که هدف اصلی آن ثبات قیمت‌ها بود. در واقع، در اقتصادهای پیشرفته دولت‌ها از طریق سیاست‌های کلان اقتصادی در راستای تثبیت شرایط در مواقع بحرانی گام برمی‌دارند.

در همین چهارچوب، صندوق‌های تثبیت بازار سهام در زمان سقوط بازار به‌عنوان پلی برای اعتماد سرمایه‌گذاران به‌عنوان نقطه پایدار در شرایط نامطمئن

در دنیای پویای بازار سرمایه، تغییرات ناگهانی و نوسانات احتمالی همواره چالش‌هایی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد و اعتماد به بازار را نیز بسیار شکننده کرده است. این پیچیدگی‌ها و تغییرات ناگهانی بازار همراه با تحولات پیش‌بینی‌نشده، سرمایه‌گذاران را در معرض چالش‌های بسیاری قرار داده است. برای مثال، در بحران مالی سال ۲۰۰۸ و سقوط بازارهای سهام، اقدامات متعددی از سوی دولت‌های مختلف

گزارش پیش رو به بررسی الزامات صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران می‌پردازد. برای این منظور در بخش نخست، وضعیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران بررسی می‌شود. در بخش دوم به ملاحظات امنیتی موضوع پرداخته می‌شود و بخش آخر به نتیجه‌گیری و پیشنهادهای کاربردی در این خصوص اختصاص دارد.

### ۱- صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران

طبق اساسنامه، هیئت‌امنانی صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی، رئیس سازمان برنامه و بودجه، رئیس هیئت‌عامل صندوق توسعه ملی و رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار است. یکی از مهم‌ترین منابع صندوق تثبیت از محل منابع صندوق توسعه ملی است. در سال‌های گذشته صندوق توسعه ملی با توجه به اساسنامه خود، محدودیت‌هایی برای واریز هرگونه مبلغ به شکل ریالی تحت عنوان سپرده داشت. به‌عبارت‌دیگر، صندوق توسعه ملی تنها مجاز به سپرده‌گذاری با نرخ سود ثابت در صندوق تثبیت بازار سرمایه بود و حق سرمایه‌گذاری نداشت، اما در حال حاضر صندوق توسعه ملی قائل به این است که وارد جریاناتی از بازار پول و سرمایه شود تا منابع صندوق توسعه که به‌گونه‌ای مربوط به آیندگان است، دوباره به مردم بازگردد. در شرایط کنونی صندوق توسعه ملی در سود صندوق تثبیت بازار سرمایه شریک می‌شود؛ به‌طوری‌که با بالا رفتن سود صندوق تثبیت، سود صندوق توسعه ملی نیز افزایش می‌یابد.

عمل می‌کنند. وجود این صندوق‌ها از سویی نشان‌دهنده تدبیر و حرفه‌ای بودن بازار سرمایه است و از سوی دیگر، اطمینان می‌دهد که در شرایط حساس، نظام مالی قادر به مدیریت و مهار وضعیت بحران است. در چنین شرایطی، صندوق‌های تثبیت بازار سهام به‌عنوان ابزار راهبردی و حیاتی در حفظ استقرار و ثبات بازارها و اعتماد سرمایه‌گذاران نقش بسیار مهمی ایفا می‌کنند.

صندوق‌های تثبیت بازار سهام نه‌تنها در زمان‌های بحرانی، بلکه در طول دوره‌های غیربحرانی و معمول نیز نقش بسیار مهمی در پایداری بازارها دارند. این صندوق‌ها با ایجاد تعادل و تنوع در سبد سرمایه‌گذاری خود، به کاهش نوسانات بازارها کمک می‌کنند و مانع وقوع حرکات شدید و ناگهانی می‌شوند.

صندوق‌های تثبیت بازار سهام با ایجاد راهکارها و راهبردهای مناسب در زمان‌های بحرانی، نه‌تنها به حفظ سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند، بلکه اعتماد به بازارهای مالی را نیز بهبود می‌بخشند. این نهادهای مالی به‌عنوان ستونی راهبردی در سیستم مالی جهانی، از اهمیت ویژه‌ای در حفظ پایداری و اعتماد به بازار سهام برخوردار هستند. این تدابیر همچنین، ایجاد ارتباط مستقیم با سرمایه‌گذاران به‌ویژه در شرایط عدم اطمینان را در پی دارند.

صندوق‌های تثبیت بازار سهام در زمان سقوط بازار به‌عنوان پلی برای اعتماد سرمایه‌گذاران به‌عنوان نقطه پایدار در شرایط نامطمئن عمل می‌کنند.



## ۱-۱- وضعیت و عملکرد صندوق تثبیت بازار سرمایه

از منظر ماهیت فعالیت، صندوق‌های تثبیت بازار سهام عمدتاً در مواقعی که بازار سهام در شرایط نامطمئن قرار دارد و نوسانات غیرمنتظره رخ می‌دهد، با اقدامات مثبت و مدیریتی، سعی در مدیریت مازاد شدید و کاهش فشارهای فروش برای ایجاد تعادل در بازار دارند.

### الف- وضعیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲

طبق آمار ارائه‌شده از سوی صندوق تثبیت بازار سرمایه، خلاصه فعالیت این صندوق در سال ۱۴۰۲ در جدول‌های شماره ۱ و ۲ و نمودارهای شماره ۱ و ۲ نشان داده شده است.

جدول ۱- ارزش معاملات خرد و بلوک توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲ (میلیارد تومان)

	سهام و حق تقدم				صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله		
	خرید خرد سهام	فروش خرد سهام	فروش بلوک سهام	خالص خرید	خرید درآمد ثابت	فروش درآمد ثابت	خالص درآمد ثابت <sup>۱</sup>
فروردین	۳۶۵	۲۲۱۳	۴۷	(۱۸۹۵)	۱۵۵۷	۶۳	۱۴۹۴
اردیبهشت	۴۳۲۷	۲۰۲۷	۷۰	۲۲۳۰	۱۲۰۷	۲۶۳۱	(۱۴۲۴)
خرداد	۴۷۳۶	۷۲۳	۲۵	۳۹۸۸	۱۶۱	۲۶۵۹	(۲۴۹۷)
تیر	۱۸۲۶	۵۶۵	۳۳۳	۹۲۸	۴۸۶	۴۹۰	(۴)
مرداد	۱۱۷۵	۱۱۹	۳۷	۱۰۱۹	۰	۰	۰
شهریور	۲۰۲	۳۲۰	۸	(۱۲۶)	۱۱۸	۳	۱۱۵
مهر	۷۳۱	۱۵۶	۱۹	۵۵۶	۹۱	۱۲۹	(۳۸)
آبان	۸۰۹	۱۲۲	۸۵۷	(۱۷۱)	۶۴۸	۴۳۷	۲۱۱
آذر	۰	۵۸۷	۴۶۹	(۱۰۵۷)	۱۰۶۴	۱۰۶	۹۵۸
دی	۹۱	۱۵۲	۹۱۰	(۹۷۳)	۱۱۲۷	۲۰	۱۱۰۷
بهمن	۲۰۰۷	۱۵۴	۳۰۲	۱۵۵۱	۳۷۶	۱۳۶۲	(۹۸۶)
اسفند	۱۳۶۴	۷۲۶	۲۲۷	۴۱۱	۶۸۴	۷۰۸	(۲۳)
مجموع	۱۷۶۳۳	۷۸۶۴	۳۳۰۴	۶۴۶۳	۷۵۱۹	۸۶۰۸	۱۰۸۹

مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

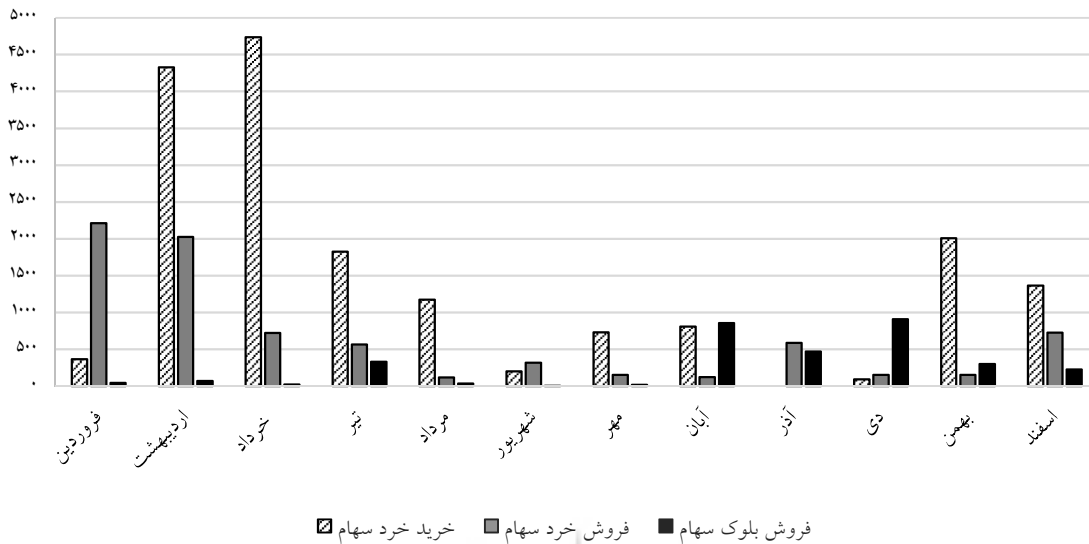
نکته: اعداد داخل پرانتز، اعداد منفی است.

جدول ۲- آمار کلی صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲

تعداد روزهای معاملاتی	تعداد روزهای ورود صندوق	درصد روزهای ورود صندوق تثبیت به بازار	تعداد روزهای ورود صندوق تثبیت به بازار	تعداد درآمدهای ثابت معامله‌شده
۲۴۲	۹۹	۰/۴۱	۹۹	۲۱

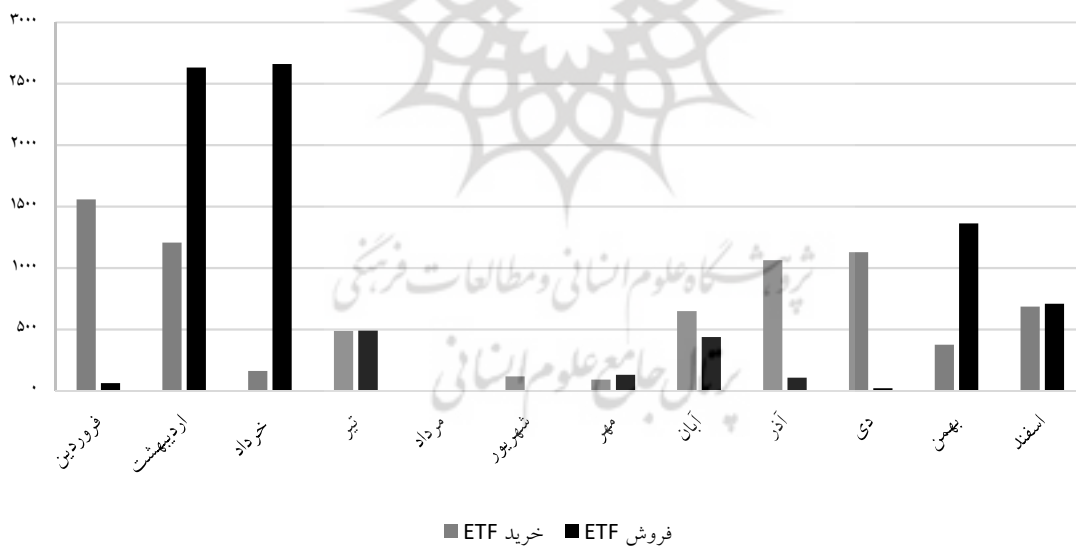
مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

نمودار ۱- آمار سهام و حق تقدم سهام توسط صندوق تثبیت بازار در سال ۱۴۰۲ (میلیارد تومان)



مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

نمودار ۲- آمار صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله توسط صندوق تثبیت بازار در سال ۱۴۰۲ (میلیارد تومان)



مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

صندوق به صورت خرید خرد در همه نمادها و حمایت از بازار سرمایه صرف شد. ارزش سهام خریداری شده توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲، رقمی معادل ۱۷ هزار و ۷۰۰ میلیارد

در راستای رسالت صندوق تثبیت بازار سرمایه و حمایت از بازار سهام (شرکت‌های بورسی و فرابورسی)، این صندوق در سال ۱۴۰۲ خرید بلوکی نداشت و در سال‌های اخیر موجودی سهام این

سال ۱۴۰۲ با رقمی معادل ۴ هزار و ۲۴۰ میلیارد تومان بود که این رقم ۳۸ درصد از کل فروش خرد و بلوکی سال ۱۴۰۲ (۱۱ هزار و ۱۶۹ میلیارد تومان) را دربرمی‌گیرد. در مجموع، خالص خرید صندوق تثبیت در سال ۱۴۰۲، معادل ۶ هزار و ۴۶۳ میلیارد تومان بود که گواه بر پررنگ بودن نقش این صندوق به‌عنوان خریدار است. در سال ۱۴۰۲، با ۲۴۲ روز معاملات در بازار سهام همراه بودیم که از این تعداد روزها، صندوق تثبیت بازار سرمایه ۹۹ روز (۴۱ درصد) به بازار ورود داشت و با معامله ۵۷۵ نماد و نیز ۲۱ صندوق درآمد ثابت به حمایت از بازار سهام پرداخت.

#### ب- وضعیت صندوق تثبیت در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۳

در جدول‌های شماره ۳ و ۴ و نمودارهای شماره ۳ و ۴ وضعیت صندوق تثبیت بازار در چهار ماه ابتدایی سال ۱۴۰۳ نشان داده شده است. طبق گزارش سازمان بورس و اوراق بهادار با آمار ارائه‌شده از سوی صندوق تثبیت بازار سرمایه، ارزش سهام خریداری‌شده این صندوق از ابتدای سال تا انتهای تیر سال ۱۴۰۳، رقمی معادل ۹۱/۵۰۱ هزار میلیارد ریال (حدود ۹/۱ همت) بود. مسائلی مانند حمله غاصبانه رژیم صهیونیستی به کنسولگری ایران در سوریه (فروردین)، بندس تبصره ۶ بودجه ۱۴۰۳ (اردیبهشت) و نیز شهادت رئیس‌جمهوری و تیم همراه ایشان (خرداد)، مهم‌ترین اخبار تأثیرگذار بر بازار سهام در ماه‌های ابتدایی سال ۱۴۰۳ بود که منجر به افزایش فشار فروش در بازار شد.

تومان بود. همچنین، ارزش سهام فروخته‌شده به‌صورت خرد و بلوکی توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۴۰۲، به‌ترتیب رقمی معادل ۷/۸ و ۳/۳ همت بود.

افزون‌براین، در طول یک سال گذشته منتهی به اسفند سال ۱۴۰۲، بیشترین میزان خرید خرد انجام‌شده از طریق این صندوق در اردیبهشت و خرداد با رقمی معادل ۹ هزار و ۶۳ میلیارد تومان (بیش از ۵۰ درصد کل خرید سال ۱۴۰۲) بود. این خرید بیشتر مربوط به سهام شرکت‌های فعال در دو صنعت پتروشیمی و پالایشی بود و تحت تأثیر افزایش ابلاغیه نرخ خوراک و سوخت پتروشیمی‌ها و دیگر صنایع صورت گرفت. این اتفاق معاملات بازار سهام را در اردیبهشت، خرداد، تیر و مرداد تحت تأثیر قرار داد و منجر به افزایش فشار فروش در بازار شد که در پی آن، صندوق تثبیت بازار سرمایه در این برهه زمانی و در راستای ایفای نقش خود در حمایت از بازار سهام بیشترین خرید را داشت.

از سوی دیگر، در بهمن و اسفند سال ۱۴۰۲، کلیت بازار تحت تأثیر اتفاقاتی مانند انتشار گواهی سپرده ۳۰ درصدی بانک‌ها و افزایش نرخ سود سپرده‌ها، جهش حق انتفاع معادن و ابلاغ دستورالعمل قیمت‌گذاری نفت برای پالایشگاه‌ها قرار گرفت که شرایط نامساعدی را برای بازار به ارمغان آورد و منجر به افزایش حمایت و خرید سهام شرکت‌ها توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه در ماه‌های یادشده شد. در مقابل، بیشترین فروش خرد سهام توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه در فروردین و اردیبهشت

جدول ۳- ارزش معاملات خرد و بلوک توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۳ (میلیارد ریال)

	سهام و حق تقدم				صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله		
	خرید خرد سهام	فروش خرد سهام	فروش بلوک سهام	خالص خرید	خرید درآمد ثابت	فروش درآمد ثابت	خالص درآمد ثابت
فروردین سال ۱۴۰۳	۲۵۴۹۲	۳۶۶	۲۰۱۶۸	۴۹۵۸	۲۶۳۴۱	۱۵۳۲۸	۱۱۰۱۳
اردیبهشت سال ۱۴۰۳	۳۳۲۳۳	۱۱۶۳	۴۷۲۱	۲۷۳۴۹	۳۸۲	۲۰۵۹۹	(۲۰۲۱۷)
خرداد سال ۱۴۰۳	۲۰۰۶۵	۴۴۱	۱۴۴۹۳	۵۱۳۱	۱۴۹۴۹	۸۷۵۴	۶۱۹۵
تیر سال ۱۴۰۳	۱۲۷۱۲	۵۸	۶۸۵۶	۵۷۹۷	۲۷۳۴	۸۱۸۹	(۵۴۵۵)
مجموع	۹۱۵۰۲	۲۰۲۸	۴۶۲۳۸	۴۳۲۳۵	۴۴۴۰۶	۵۲۸۷۰	(۱۴۶۴)

مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

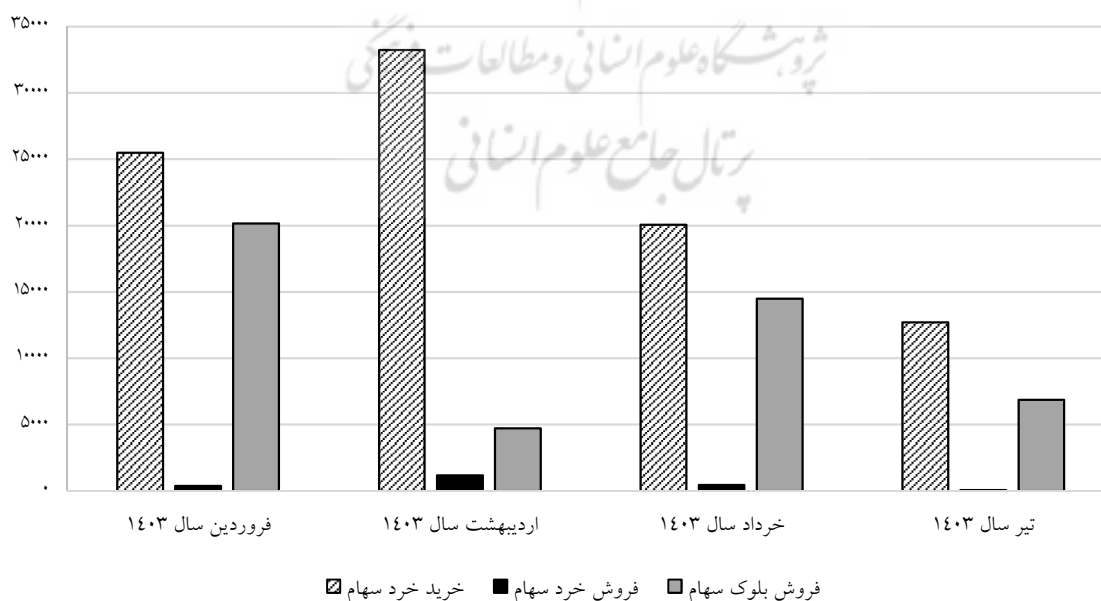
نکته: اعداد داخل پرانتز، اعداد منفی است.

جدول ۴- آمار کلی صندوق تثبیت بازار سرمایه در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۳

تعداد روزهای معاملات معامله شده	تعداد نمادهای معامله شده	درصد روزهای ورود صندوق تثبیت به بازار	تعداد روزهای ورود صندوق تثبیت به بازار	تعداد روزهای معاملاتی
۱۸	۵۱۴	۰/۷۴	۵۵	۷۴

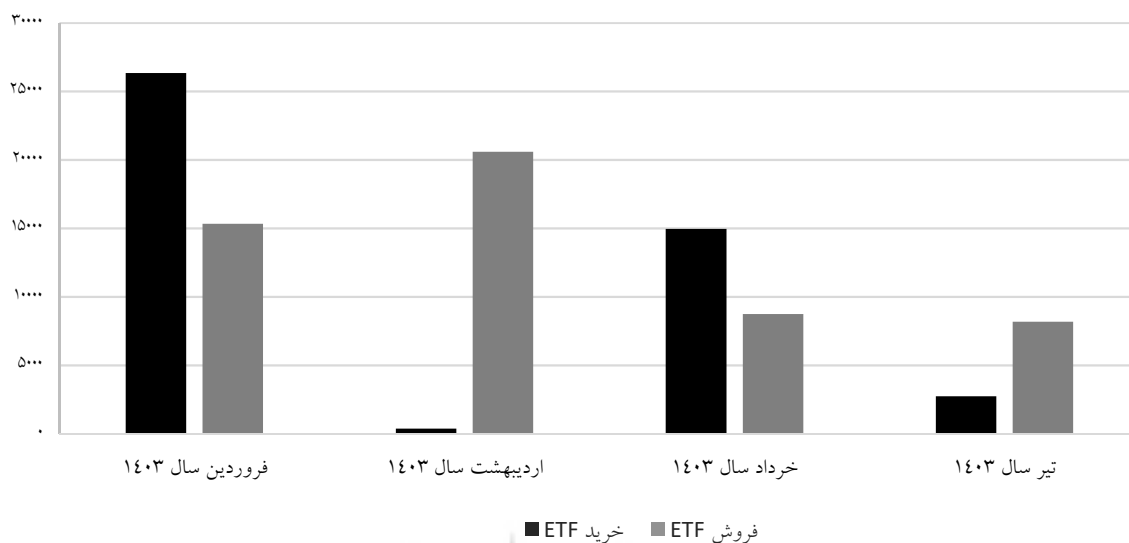
مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

نمودار ۳- آمار سهام و حق تقدم سهام توسط صندوق تثبیت بازار در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۳ (میلیارد ریال)



مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

نمودار ۴- آمار صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله توسط صندوق تثبیت بازار در چهار ماه نخست سال ۱۴۰۳ (میلیارد ریال)



مأخذ: محمدی، ۱۴۰۲.

بازار سهام تبدیل شده‌اند. این صندوق در بازارهای نوظهور طرف‌داران زیادی دارند. در بورس ایران نیز صندوق تثبیت برای کنترل اثر مخاطرات اقتصادی بر بازار سهام ایجاد شده است. با این حال، بررسی‌ها نشان می‌دهد عملکرد این صندوق‌ها در برخی کشورها با اهداف آنان تفاوت جدی دارد و باید به فکر سیاست‌های جایگزین یا اصلاح عملکرد این صندوق‌ها بود. بسیاری از بازارهای سهام آسیایی مانند بورس ژاپن، چین و کره جنوبی هنگامی که با وضعیت نزولی مواجه شدند، به ایجاد صندوق‌های تثبیت روی آوردند. این صندوق‌ها می‌توانند از سوی با خرید صندوق‌های قابل معامله یا سهام سرمایه‌گذاران خرد از روند نزولی بازارها بکاهند و از سوی دیگر، با تزریق مستقیم سرمایه به بازار، روند خروج نقدینگی از بورس را کاهش دهند (هانگ و همکاران، ۲۰۱۹). خرید سهام توسط این صندوق‌ها

ارزش سهام فروخته شده به صورت خرد و بلوکی توسط صندوق تثبیت بازار سرمایه از ابتدای سال ۱۴۰۳ تا پایان تیر سال ۱۴۰۳ به ترتیب رقمی معادل ۲/۰۲۷ میلیارد ریال (حدود ۲۰۰ میلیارد تومان) و ۴۶/۲۳۸ میلیارد ریال (حدود ۴,۶ همت) بود. در مجموع، از ابتدای سال ۱۴۰۳ تاکنون، با ۷۴ روز معاملاتی در بازار سهام همراه بودیم که از این تعداد روزها، صندوق تثبیت بازار سرمایه ۵۵ روز (۷۴ درصد) به بازار ورود داشت و با معامله ۵۱۴ نماد به حمایت از بازار سهام پرداخت.

**۲-۱- تحلیل عملکرد صندوق تثبیت بازار سرمایه**  
بررسی عملکرد صندوق‌های تثبیت در کشورهای مختلف نشان می‌دهد این صندوق‌ها همیشه در راستای تقویت بازار سهام حرکت نکرده‌اند. صندوق‌های تثبیت بازار سرمایه در برخی کشورها به جای اینکه به ثبات بیشتر بازار کمک کند، به رهبر

1. Huang et al



صندوق تثبیت بازار سرمایه را می‌توان از دو منظر ماهیت فعالیت و افشای اطلاعات مورد بررسی قرار داد. از منظر ماهیت فعالیت، صندوق‌های تثبیت بازار سهام عمدتاً در مواقعی که بازار سهام در شرایط نامطمئن قرار دارد و نوسانات غیرمنتظره رخ می‌دهد، با اقدامات مثبت و مدیریتی، سعی در مدیریت مزاد شدید و کاهش فشارهای فروش برای ایجاد تعادل در بازار دارند. این صندوق‌ها تأکید بیشتر بر حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران دارند تا به دنبال سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت باشند. از منظر افشای اطلاعات با توجه به اینکه صندوق‌های تثبیت بیشتر بر حفظ استقرار بازار و پایداری اقتصادی تمرکز دارند، افشای کامل اطلاعات معاملاتی ممکن است به نقض اهداف این صندوق‌ها منجر شود. اطلاعات معاملاتی کامل امکان دارد الگوهای عملیاتی و راهبردی این صندوق‌ها را برای عوامل بازار آشکار سازد که در این صورت ممکن است در اقدامات بعدی عوامل یادشده به منظور کسب سود با کاهش خطر به طور معکوس عمل کنند و تأثیر معاملات صندوق را خنثی کنند. افشای کامل اطلاعات معاملاتی صندوق‌های تثبیت بازار سرمایه ممکن است به جای ایجاد شفافیت و اعتماد، سبب واکنش منفی فعالان بازار شود. این موضوع به کاهش کارایی صندوق تثبیت بازار سرمایه در مواجهه با نوسانات ناگهانی بازار منجر می‌شود.

در زمان ریزش بازار موجب بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به پشتیبانی دولت مرکزی از بازار و در نتیجه، بازسازی بورس می‌شود. بعضی پژوهش‌ها نیز نشان از موفقیت این صندوق‌ها در توقف روند کاهشی بازارها و در نتیجه، توقف بحران‌های مالی دارند. عموماً پس از پایداری مجدد بازارها، صندوق‌های تثبیت به مرور آغاز به فروش سهام خریداری شده می‌کنند (زو و همکاران، 2022). از آنجا که منابع مالی صندوق‌های تثبیت از طریق دولت‌های مرکزی تأمین می‌شود، عملکرد آن‌ها به‌عنوان رفتار دولت با بازار سهام در نظر گرفته می‌شود و اثر زیادی بر سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی دارد. با توجه به دخالت مستقیم دولت در بازارهای مالی از طریق این صندوق‌ها، فعالیت آن‌ها در بورس در تضاد با دیدگاه «دست نامرئی» اقتصادی است که احتمالاً یکی از دلایل نبود چنین صندوق‌هایی در بازارهای توسعه‌یافته است (کمپسیون ارز و اوراق بهادار بنگلادش، 2021).

طبق اساسنامه، هیئت‌امانای صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی، رئیس سازمان برنامه و بودجه، رئیس هیئت‌عامل صندوق توسعه ملی و رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار است.

1. Zhu et al
2. The Bangladesh Securities and Exchange Commission



وظایف صندوق تثبیت بازار می‌توان به تمرکز و سیطره بر مخاطره‌های سامانه‌ای، ایجاد فضای رقابتی در زمان وقوع بحران‌های گوناگون مالی و اقتصادی و افزایش اعتمادسازی‌های لازم برای سرمایه‌گذاری مطلوب در بازار اشاره کرد.

صندوق تثبیت بازار از اقداماتی بود که در زمان ریزش شاخص کل بورس تهران در سال‌های گذشته انجام شد. بر همین اساس می‌توان اظهار کرد تشکیل چنین صندوق‌هایی در ایجاد ثبات و تعادل بخشی به بازار نقش اساسی دارد. براین اساس، دولت هر سال مبالغی را به منظور حمایت از سهام‌داران خرد در برابر مخاطرات بازار سرمایه به صندوق تثبیت بازار سرمایه اختصاص می‌دهد. اگرچه بسیاری از فعالان بازار سرمایه در خصوص عملکرد صندوق تثبیت بازار سرمایه اختلاف نظر زیادی دارد، بسیاری از کارشناسان نیز معتقدند عملکرد چنین صندوق‌هایی با وجود حمایتگری‌ها و وظایف متناسب به آن‌ها چندان مساعد نبوده است؛ البته عده‌ای نیز اعتقاد دارند که این صندوق در ابتدای مسیر پرچالش خود قرار دارد و با گذشت زمان می‌تواند نقش مؤثرتری در بازار سرمایه داشته باشد. بنابراین، صندوق تثبیت بازار را می‌توان یکی از مهم‌ترین ارکان بازارهای مالی به منظور کنترل شرایط نگران‌کننده دانست. در صورتی که تأمین و تخصیص منابع مورد نیاز به این صندوق‌ها به‌درستی صورت بگیرد، می‌تواند نقش حمایتگری خود را در بازار ایفا کنند. در غیر این صورت شاهد ناکارآمدی چنین حمایتگرهایی خواهیم بود و تعادل عرضه و تقاضا که هدف تشکیل چنین صندوق‌هایی است

## ۲- جنبه‌های امنیت اقتصادی صندوق تثبیت بازار سرمایه در ایران

یکی از وظایف صندوق تثبیت، کنترل و کاهش تأثیر سیاست‌های اعمال‌شده توسط دیگر دستگاه‌هاست که در برخی موارد تأثیر جدی منفی بر بازار سرمایه بر جا می‌گذارد. مطابق اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه، شرایط بحرانی به شرایطی اطلاق می‌شود که در دوره زمانی مشخص، نوسانات شدیدی در نماگرهای بازار سهام ایجاد شود. در این شرایط، به‌واسطه ترس سرمایه‌گذاران از بحران، فروش دارایی‌ها با ارزش پایین‌تر از ارزش ذاتی اتفاق خواهد افتاد. طبق اساسنامه صندوق تثبیت در ایران، منابع این صندوق عمدتاً از سه محل تأمین می‌شود. نخست سرمایه‌گذاری دولت که به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی باید از سوی سازمان برنامه و بودجه در لایحه بودجه پیش‌بینی شود. محل دوم، تأمین منابع صندوق تثبیت بازار سرمایه به‌واسطه سپرده‌گذاری یک درصد از منابع صندوق توسعه ملی در این صندوق است و محل سوم نیز بخشی از کارمزد تعریف‌شده توسط سازمان بورس است. از این منظر عدم تأمین منابع ممکن است باعث شود این صندوق کارکرد مناسبی در این شرایط نداشته باشد.

صندوق تثبیت بازار سرمایه را می‌توان به سوپاپ اطمینانی برای حمایت در اوضاع بحرانی بازار تشبیه کرد. زمانی که نمادهای بازار روند متعادلی را تجربه نمی‌کنند و نوسانات با فراز و فرودهای زیادی همراه است، سازوکار حمایتی صندوق تثبیت وارد میدان می‌شود و نقش التیام‌بخشی را بر عهده می‌گیرد. طبق اساسنامه سازمان بورس و اوراق بهادار، از جمله

سازوکار طبیعی بازار را از حالت طبیعی دور کرد. انتشار اخبار ضدونقیض و افزایش ریسک‌های نظام‌مند و غیرنظام‌مند در چند ماه گذشته، موج نااطمینانی‌ها نسبت به سرمایه‌گذاری در بورس را با مخاطره زیادی همراه کرده است. این عوامل در کنار عوامل دیگر دست‌به‌دست هم دادند تا ماه‌های ابتدایی سال 1403، مانند چند سال گذشته، روند مطلوبی برای اهالی بازار سهام قلمداد نشود. در شرایطی که بازار چندان توانی برای صعود از خود نشان نمی‌دهد و محرک پرقدرتی نیز به بازار مخابره نمی‌شود، می‌توان از صندوق تثبیت بازار سرمایه انتظار داشت که به‌صورت فعالانه‌تر در بازار دخالت و روند فوق را برعکس کند. از این‌رو مجموعه اهداف در نظر گرفته‌شده برای صندوق تثبیت از سویی و وضعیت بازار سرمایه در شرایط بحرانی نشان می‌دهد که صندوق تثبیت باید فعالانه‌تر از هر زمان دیگری وارد عمل شود.

بررسی وضعیت و عملکرد صندوق تثبیت در سالیان گذشته نشان می‌دهد که صندوق یادشده نتوانسته است در خروج از بحران در بازار بورس جهت‌دهی و عملکرد مناسبی داشته باشد. عدم موفقیت صندوق تثبیت در جهت‌دهی به بازار با توجه به ریزش شدید بورس در سال 1399 و عدم رونق بازار و خروج پیوسته سهام‌داران حقیقی از بازار سهام بعد از اردیبهشت سال 1402 و اتفاقات سال 1403 قابل تشخیص است.

محقق نخواهد شد. همچنین، در این خصوص باید بخشی از منابع صندوق در سپرده‌های بانکی و صندوق‌های با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری شود که از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشند تا در مواقع ضروری نسبت به تزریق آن در بازار سهام اقدام شود. بررسی وضعیت و عملکرد صندوق تثبیت در سالیان گذشته نشان می‌دهد که صندوق یادشده نتوانسته است در خروج از بحران در بازار بورس جهت‌دهی و عملکرد مناسبی داشته باشد. عدم موفقیت صندوق تثبیت در جهت‌دهی به بازار با توجه به ریزش شدید بورس در سال 1399 و عدم رونق بازار و خروج پیوسته سهام‌داران حقیقی از بازار سهام بعد از اردیبهشت سال 1402 و اتفاقات سال 1403 قابل تشخیص است. یکی از مصداق‌های کارکرد این صندوق افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به دولت است. در شرایط موجود این اعتماد به شدت کاهش یافته که نشان‌دهنده ناتوانی صندوق تثبیت یا ناکافی بودن حمایت‌های این صندوق در بازگرداندن اعتماد از دست‌رفته است.

بازار سرمایه در سال 1402، سال چندان مطلوبی را برای سرمایه‌گذاران خود به تصویر نکشید. بازار سهام که سال 1402 را مناسب آغاز کرد، رفته‌رفته از روند پرقدرت خود فاصله گرفت و پس از رسیدن شاخص به 2 میلیون و 535 هزار واحد در اردیبهشت سال 1402، روند نزولی خود را آغاز کرد. از سویی در چند ماه ابتدایی سال 1403، عوامل و متغیرهایی متعددی از جمله حمله غاصبانه رژیم صهیونیستی به کنسولگری ایران، بندس تبصره 6 بودجه سال 1403 و نیز شهادت رئیس‌جمهوری بر بازار سهام تاثیر منفی گذاشت و

## نتیجه‌گیری و پیشنهاد راهکارها

صندوق‌های توسعه بازار سرمایه دارای چهارچوب مشخصی هستند که در شرایط خاص، نقدینگی را تأمین می‌کنند. صندوق‌های یادشده مستقل هستند و اساساً نهاد ناظر یا مدیریت بورس، دخالتی در خرید یا فروش ندارد. رسالت اصلی صندوق‌ها این است که سود را حداکثر کنند و نقدینگی کامل را در شرایطی که نیاز باشد، در اختیار بازار قرار دهند. در شرایط رکودی زمانی که تمایل به خروج پول از صندوق‌ها وجود داشته باشد یا بازار بیش از حد مطلوب مثبت باشد، صندوق‌ها می‌توانند بازار را متعادل کنند.

بر اساس بند الف ماده ۲۸ قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر و ارتقای نظام مالی کشور، اساسنامه فعالیت صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۳۹۴ به تصویب هیئت وزیران رسید. درنهایت، این صندوق در دوره مالی سال ۱۳۹۶ راه‌اندازی شد و فعالیت خود را آغاز کرد. صندوق تثبیت بازار سرمایه به‌عنوان نهاد مالی به‌منظور کنترل و کاهش مخاطرات سامانه‌ای یا فرادستگاهی بازار سرمایه کشور در شرایط وقوع بحران‌های مالی و اقتصادی و اجرای سیاست‌های عمومی حاکمیتی در شرایط یادشده و به‌منظور حفظ و توسعه شرایط رقابت منصفانه در حوزه بازار سرمایه فعالیت می‌کند. در ادامه، به‌منظور عملکرد هرچه بهتر صندوق تثبیت بازار سرمایه در راستای حمایت از بازار پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود.

- داشتن دارایی‌های با نقدشوندگی بالا در صندوق تثبیت بازار سرمایه: صندوق تثبیت بازار

سرمایه باید در راستای حمایت از بازار، بخشی از منابع خود را به‌صورت دارایی‌های با نقدشوندگی بالا شامل گواهی سپرده بانکی نگهداری کند تا بتواند در مواقع بحرانی حمایت‌های لازم را از بازار انجام دهد.

- سرمایه‌گذاری صندوق تثبیت در صندوق‌های با درآمد ثابت: مطابق آیین‌نامه سرمایه‌گذاری و با منطبق حمایت از بازار سرمایه به‌صورت غیرمستقیم، این صندوق باید درصدی از منابع نقدشونده خود را به صندوق‌های با درآمد ثابت تخصیص دهد و در این زمینه فعال باشد.

- اختصاص یک درصد از منابع صندوق توسعه ملی به صندوق تثبیت بازار در زمان مناسب: باید مطابق قانون، یک درصد معادل ریالی منابع صندوق توسعه ملی به صندوق تثبیت وارد شود. به‌رغم اینکه منابع یادشده در سال‌های گذشته در چندین نوبت و در فواصل زمانی مختلف به حساب صندوق تثبیت واریز شده، در برخی مواقع زمان واریزی به‌گونه‌ای بوده که نتوانسته است کمک‌کننده باشد. با توجه به اینکه واریز منابع یادشده در زمان مناسب می‌تواند این امیدواری را در راستای حمایت مناسب از بازار سرمایه ایجاد کند، پیشنهاد می‌شود این کار در ابتدای سال صورت پذیرد تا مدیران صندوق بتوانند مدیریت مناسبی بر منابع فوق داشته باشند.

- استفاده از ابزارهای مالی جدید در صندوق تثبیت بازار سرمایه: در راستای حمایت از بازار سهام باید صندوق تثبیت نیز با ابزارهای مالی

- The Bangladesh Securities and Exchange Commission (BSEC) (2021). *Capital Market Stabilization Fund Rules*.
- Huang, Y., Miao, J., Wang, P., (2019). Saving China's Stock Market? *IMF Economic Review* 67, 349-394.
- Zhu, M., Lv, D., & Wu, W. (2022). Market Stabilization Fund and Stock Price Crash Risk: Evidence from the Post-Crash Period. *Economic Dynamics and Control*, 139, 104433.

جدید به خصوص استفاده از ظرفیت بازار مشتقه و سازوکار اوراق تبعی و دیگر ابزارهای ممکن، بستری حمایتی جدیدی را برای حمایت از بازار سهام فراهم کند. در این راستا باید برخی الزامات اساسنامه تغییر کند و همچنین، مجوزهای لازم در این زمینه صادر شود.

**– ایجاد پایگاه داده به عنوان منبع اطلاعاتی معتبر در بازار سرمایه:** در راستای توسعه و افزایش شفافیت در بازار سرمایه پیشنهاد می شود صندوق تثبیت بازار سرمایه به عنوان نهاد کلیدی در مدیریت آشفستگی ها و نوسانات بازار سهام، به ایجاد پایگاه داده به عنوان منبع اطلاعاتی معتبر در بازار سرمایه اقدام کند. این موضوع منجر به ترویج شفافیت و اطلاع رسانی درست به مردم در خصوص وظایف و عملکرد صندوق و نیز تسهیل دسترسی به منبع معتبر به منظور تحلیل و پژوهش بازار سرمایه از سوی جامعه علمی کشور خواهد شد.

#### منابع

- محمدی، محمد (۱۴۰۲). *تطبیق افشای اطلاعات صندوق تثبیت بازار سرمایه با کشورهای دارای صندوق مشابه صندوق تثبیت بازار سرمایه. ایران، تهران: صندوق تثبیت بازار سرمایه.*
- هیئت وزیران جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴). *اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه. ایران، تهران: ریاست جمهوری اسلامی ایران.*
- مجلس شورای اسلامی (۱۳۹۴). *قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور.*