

استراتژی‌های صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه؛ تجارب دیگر کشورها

یاسر سلیمانی^۱

چکیده

از دیدگاه اقتصاد کلان، بورس اوراق بهادار در فرایند توسعه اقتصاد ملی از اهمیت درخور توجهی برخوردار است؛ به‌گونه‌ای که میزان فعالیت و اهمیت بورس اوراق بهادار با درجه توسعه‌یافتگی اقتصاد ملی رابطه‌ای همسو و مستقیم دارد. بازار اوراق بهادار به‌عنوان منعکس‌کننده شرایط اقتصادی هر کشور، تحت تأثیر متغیرهای مختلفی مانند تحولات بین‌المللی اعم از اقتصادی، سیاسی و اجتماعی، روند متغیرهای کلان اقتصاد داخلی مانند رشد اقتصادی، حجم نقدینگی، تولید ناخالص داخلی، پیشرفت‌های فناورانه و مانند آن قرار دارد. این متغیرها به‌صورت مستقیم و غیرمستقیم بر کارکرد و سمت‌وسوی بازار سرمایه تأثیرگذارند. بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصاد است که دولت‌ها در حین بحران، راهکارهایی را برای حمایت از این بازار به کار می‌گیرند. برای این منظور، تشکیل صندوق تثبیت بازار سرمایه یکی از متداول‌ترین روش‌هایی است که سیاست‌گذاران دیگر کشورها نیز به کار گرفته‌اند. این صندوق کانال مناسبی برای اجرای سیاست‌های عمومی و حاکمیتی در شرایط بحران بازار سرمایه است. با توجه به تجارب جهانی مرور شده در خصوص این صندوق‌ها، مواردی مانند گسترش اهداف صندوق تثبیت به سمت توسعه بازار و سودآوری افزون‌بر حمایت از بازار، حمایت صندوق از سهام بنیادین که زیر ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده است، تقویت دانش سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه و تأسیس شرکت‌های حمایتی با هدف ارائه پاسخ‌های مناسب و به‌موقع در شرایط بحرانی پیشنهاد می‌شود.

واژگان کلیدی: بورس، بحران، صندوق تثبیت، تجارب جهانی.

مقدمه

بحران مالی و اقتصادی سال ۲۰۰۸، با عنوان «طوفان یک‌باره قرن» نام‌گذاری شده است. در این بحران، برخی کسب‌وکارها منحل شدند و از بین رفتند و برخی دیگر با اتخاذ گام‌های مؤثر برای کاهش فشارهای رکودی قریب‌الوقوع و احیای اقتصاد ملی از سوی دولت‌ها نجات یافتند. از جمله این اقدامات می‌توان به اتخاذ سیاست مداخله مستقیم و غیرمستقیم دولت در بازار سرمایه در اقتصادهای بحران توسعه یا نوظهور و اتخاذ رویکرد مداخله غیرمستقیم در بازار سرمایه توسط دولت کشورهای توسعه‌یافته اشاره کرد.

این موضوع که آیا مداخله مستقیم در بازار سهام کار درستی است یا نه، هنوز بخشی از بحث‌های اقتصادی است. طرف‌داران مداخله با تکیه بر نظریات اقتصادی ادعا می‌کنند که مداخله می‌تواند از کاهش

۱- بررسی تجارب جهانی

صندوق‌های حمایت از سرمایه‌گذاران با هدف حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌شوند. این صندوق‌ها از راه‌های مختلف مانند پرداخت خسارت به سرمایه‌گذاران، افزایش آگاهی آن‌ها، افزایش شفافیت معاملات و اطلاعات و دیگر فعالیت‌های مشابه به این مسئله می‌پردازند. برخی کشورهای اروپایی، آفریقایی و آسیایی به تأسیس صندوق یادشده به منظور حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار اقدام کرده‌اند. در این بخش، به بررسی سازوکار برخی از این صندوق‌ها اشاره می‌شود.

۱-۱- صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران نیجریه

صندوق یادشده به منظور ایجاد ثبات در بازار سهام و حمایت از سرمایه‌گذاران، در ۲۹ ژانویه سال ۲۰۱۲، در جلسه شورای عالی بورس سهام نیجریه تأسیس شد. به این صندوق، صندوق جبران خسارت نیز گفته می‌شود؛ زیرا تحت شرایط خاص، سرمایه‌گذاران می‌توانند از این صندوق، خسارت دریافت کنند. صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران را در برابر تقلب ناشران اوراق بهادار و قراردادهای آتی بیمه می‌کند. شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار عضوی از این صندوق هستند و در صورت تخلف هر عضو، مشتریان می‌توانند ادعای خسارت کنند. به دنبال آن، برای ادعای مشتری تصمیم‌گیری و در صورت تأیید، خسارت پرداخت می‌شود. مدیریت این صندوق به صورت هیئت‌امنایی است. سیاست سرمایه‌گذاری صندوق به صورت دوره‌ای توسط

سریع قیمتی در بازار سهام جلوگیری کند، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران را کاهش دهد، اعتماد را به آن‌ها بازگرداند و معاملات به خصوص فروش‌های کوتاه‌مدت توسط سفته‌بازان را شفاف کند (حامدی، دعایی و احمدیان، ۱۴۰۲).

در مقابل، مخالفان مداخله در بازار سهام ادعا می‌کنند که هر شکلی از مداخله می‌تواند به طور جدی یکپارچگی این بازار را تهدید کند؛ زیرا وضعیت بازار سهام به عنوان شاخص مالی پیشرو برای اقتصاد شمرده می‌شود. بنابراین، هر نوع مداخله در آن منجر به علامت‌دهی اشتباه در مورد وضعیت اقتصاد ملی می‌شود و اعتماد سرمایه‌گذاران در اقتصاد را کاهش می‌دهد.

باید توجه داشت که نظام مالی ایران به خصوص در یک دهه گذشته، با مشکلات و تنگناهای زیادی مواجه شده است. این مشکلات و تنگناها در کنار مداخلات غیراصولی و بسیار مخرب دولت در انواع بازارهای مالی به خصوص بازار سهام، شرایط بحرانی را برای این بازار رقم زده است.

به منظور جلوگیری از بحران و به کارگیری اقدامات لازم برای مقابله با آن، کشورهای مختلف نهادهایی را در راستای ایجاد ثبات در بازارهای مالی تأسیس کرده‌اند. در این گزارش، خلاصه‌ای از سازوکار این نهادها بیان می‌شود. برای این منظور، نهادهای موجود با هدف تثبیت بازار سرمایه و حمایت از سرمایه‌گذاران مورد بررسی اجمالی قرار گرفته است. سپس به بیان ملاحظات امنیتی در بازار بورس ایران و در نهایت، به نتیجه‌گیری و پیشنهادهای کاربردی در این زمینه پرداخته می‌شود.

صندوق نه تنها از مشتریان برای سرمایه‌گذاری حمایت می‌کند، بلکه قدرت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. یکی از مزایای این صندوق، افزایش دسترسی به اطلاعات است. هند به منظور گسترش بازار سرمایه، افزون بر صندوق حامی، به افزایش دسترسی به اطلاعات رایگان توسط وبگاه و اپلیکیشن تلفن همراه پرداخته است. برای مثال، در تارنمای NSE، در بخش سرمایه‌گذاران داخلی، اطلاعات زیادی برای توسعه آگاهی سرمایه‌گذاران وجود دارد. در این بخش، عمده فعالیت‌های سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و خدمات مربوط به آن‌ها قابل مشاهده است. از جمله اهداف صندوق می‌توان به موارد زیر اشاره کرد.

- پرداخت خسارت به سرمایه‌گذاران در صورت زیان در خرید دارایی‌های بازار سرمایه.
- افزایش آگاهی، ارائه تسهیلات سرمایه‌گذاری و ارائه گزارش‌هایی به منظور کمک به تصمیم‌گیری درست سرمایه‌گذاران. این نهاد همچنین، اطلاعاتی در مورد شرکت‌های کوچک، بزرگ و متوسط در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. صندوق نیروهای متخصصی در زمینه بازار دارد که برای افزایش آگاهی‌رسانی از این نیروها استفاده می‌کند. این نهاد، با انتشار گزارش، کتاب، بروشور و... به آموزش افراد در هند می‌پردازد.

پرداخت خسارت بر اساس بررسی کمیته بررسی زیان انجام می‌شود. میزان پرداخت خسارت بر اساس موارد زیر تعیین می‌شود.

هیئت‌امنا مشخص می‌شود. به منظور محاسبه عامل ریسک دارایی‌های مشتریان برای تعیین میزان پرداختی، صندوق دارایی‌ها را به سه دسته پریسک، کم‌ریسک و با ریسک متوسط تقسیم می‌کند. میزان دریافتی صندوق بر اساس ریسک دارایی‌ها محاسبه می‌شود. شرایط پرداخت خسارت توسط صندوق به سرمایه‌گذاران به شرح زیر است.

- بیشترین مقدار خسارت پرداختی به سرمایه‌گذارانی که دچار زیان شده‌اند، بر مبنای سیاستی که هیئت‌امنا صندوق تعیین می‌کند، مشخص می‌شود. همچنین، هنگامی خسارت پرداخت می‌شود که زیان سرمایه‌گذار کمتر از مقدار سقف تعیین‌شده توسط هیئت‌امنا باشد.
- ادعای سرمایه‌گذاران مبنی بر درخواست خسارت نمی‌تواند ادعای حاصل از زیان سرمایه‌گذاری در بیش از یک دارایی باشد.
- حداکثر میزان خسارت بر مبنای شرایط حاکم بر بازار متغیر است. هیئت‌امنا صندوق به‌طور پیوسته با توجه به شرایط بازار، برای تعیین آن تصمیم‌گیری می‌کند.
- هیئت‌امنا با در نظر گرفتن شرایط خاص می‌تواند پرداختی‌های کمتری داشته باشد. برای مثال، هنگامی که صندوق تشخیص بدهد سرمایه‌گذار به دلایلی خود عامل زیان بوده است.

۲-۱- صندوق آگاهی‌بخش و حمایت‌کننده از سرمایه‌گذاران هند

این صندوق در آگوست سال ۱۹۸۵ به منظور افزایش آگاهی و حمایت از سرمایه‌گذاران تأسیس شد. این

تغییر می‌کند و پیوسته مورد بررسی سیاست‌گذاران صندوق قرار می‌گیرد. صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های فعال در بازار سهام و قراردادهای آتی دارای مزایایی است. براین اساس، پرداخت خسارت به سرمایه‌گذاران هنگام مواجهه با نکول موجب افزایش اطمینان به بازار سرمایه و قراردادهای آتی می‌شود و این به نوبه خود به شرکت‌های نیازمند منابع سود می‌رساند.

۱-۴- صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران تایلند

این صندوق نیز مانند صندوق‌های حمایت مشابه به منظور حفظ حقوق سرمایه‌گذاران، در پی قانون حمایت از سرمایه‌گذاران تأسیس شد. هدف از تأسیس این صندوق، پرداخت خسارت در صورت مواجهه سرمایه‌گذاران با زیان است. این خسارت هنگامی پرداخت می‌شود که سرمایه‌گذار نتواند سود دارایی خاصی را دریافت کند یا در گذشته، سهام شرکتی را خریداری کرده باشد که ورشکست شده است. اعضای صندوق باید حق پذیرش و کارمزد ماهانه بپردازند. این نرخ‌ها بر اساس زیر محاسبه می‌شود.

○ حق پذیرش با نرخ پنج ده‌هزارم درصد از ارزش معاملات اوراق بهادار عضو صندوق به علاوه ۲۵ درصد مقدار این محاسبه است. بورس اوراق بهادار این مبلغ را جمع‌آوری می‌کند.

○ کارمزد ماهانه با نرخ پنج ده‌هزارم درصد از ارزش معاملات اوراق بهادار است. کارمزد ماهانه نیز توسط بورس اوراق بهادار جمع‌آوری می‌شود.

- ۱۰۰ درصد سود به دست آمده از محل ۱ درصد سود انباشته اوراق بهادار نگهداری شده توسط ناشران در دوره عرضه اولیه عمومی.
- ۱ درصد کارمزدهای دریافتی در دوره فصلی.
- هرگونه اختلاف از مبالغ دریافتی صندوق برای مثال سود حاصل از تهیه گزارش‌ها.

۱-۳- صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران تایوان

از آنجاکه اغلب سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تایوان افراد حقیقی هستند، بر اساس قانون حمایت از سرمایه‌گذاران در سال ۲۰۰۳، صندوق حمایت سرمایه‌گذاران ایجاد شد. یکی از قوانین برای حمایت از بازار سرمایه، جلوگیری از معاملات افراد دارای اطلاعات محرمانه در بازار قراردادهای آتی است. تخلف در این مورد، ده سال زندانی دارد.

بر اساس قانون حمایت از سرمایه‌گذاران، تمام مؤسسات و نهادهایی که به بازار اوراق بهادار و قراردادهای آتی مرتبط هستند، باید در صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران مشارکت کنند. این نهادها شامل شرکت‌های موجود در بورس سهام تایوان، بورس قراردادهای آتی تایوان، مؤسسه اوراق بهادار چین و دیگر نهادهای مالی تأمین اوراق بهادار می‌شوند.

این صندوق با سرمایه حدود ۱/۰۳۱ میلیارد دلار تایوان تأسیس شد. در صورتی که ناشران اوراق بهادار و شرکت‌های طرف قراردادهای آتی نکول کنند، صندوق خسارت سرمایه‌گذاران را بر عهده می‌گیرد. بیشترین خسارتی که صندوق به سرمایه‌گذاران می‌پردازد، معادل ۱ میلیون دلار تایوان در نظر گرفته شده است. با این حال، این مقدار بسته به شرایط بازار

توسعه آسیا به منظور تقویت بازار سرمایه پاکستان و ام‌های دلاری مختلفی را اعطا کرده است. این برنامه به منظور تأمین مالی بلندمدت و میانمدت بازار سرمایه ایجاد شده است. همان‌گونه که گفته شد، تمرکز اصلی این صندوق بر سهام بنیادین است و نیروهای متخصصی در زمینه شناسایی این‌گونه سهام و ارزش‌گذاری دارایی‌ها مشغول فعالیت هستند.

۱-۶- صندوق تثبیت بازار سهام بنگلادش

به دنبال شکسته شدن حباب قیمتی دارایی‌های سرمایه‌ای از دسامبر سال ۲۰۱۰، بازار سرمایه بنگلادش افت ارزش را در تمام شاخص‌های بازار سهام تجربه کرد. برای مثال، در ۳۱ دسامبر سال ۲۰۱۰، شاخص عمومی DSE، ۴۱ درصد افت داشت و ارزش کل معاملات DSE نسبت به ۱۲ دسامبر ۲۰۱۰، تا ۸۳ درصد کاهش یافت. همچنین، P/E بازار از مقدار ۲۹/۷ به ۱۳/۶۸ کاهش یافت. این مسئله محرک اصلی شکل‌گیری این صندوق در بنگلادش شمرده می‌شود.

ناکارایی بازار سرمایه بنگلادش در بسیاری از مطالعات اثبات شده است. در بازار ناکارا، تغییرات قیمت سهام به‌طور کامل تغییرات در اقتصاد واقعی را منعکس نمی‌کند. شاخص‌های بنیادی بازار سهام بنگلادش نمی‌تواند راهنمای خوبی برای معامله باشند؛ زیرا سهم‌هایی با شاخص‌های مناسب (برای مثال، نسبت P/E مناسب و...) در حدی برای سرمایه‌گذاران جذابیت ندارند که تقاضای خرید سهام را بالا ببرند. یکی از مشکلات بازار سرمایه بنگلادش، افزایش غیرواقعی قیمت سهام توسط کارتل‌ها در دسامبر سال

۱-۵- صندوق نجات‌بخش بازار سهام پاکستان

صندوق تثبیت بازار سهام پاکستان در سال ۲۰۰۱ برای برطرف‌سازی رکود بازار سهام این کشور آغاز به فعالیت کرد. وظیفه اصلی این صندوق، سرمایه‌گذاری در بازار سهام به‌گونه‌ای است که بازار را به سمت‌وسوی مناسب سوق دهد. افزون‌براین، جلوگیری از حباب قیمتی نیز توسط این صندوق انجام می‌شود.

این صندوق توسط کمیته‌ای از متخصصان مدیریت می‌شود. صندوق نجات‌بخش بازار سهام پاکستان با سرمایه ۳ میلیارد روپیه پاکستان (حدود ۵۸ میلیون دلار) آغاز به کار کرد. متولی صندوق، بانک‌های حبیب و ملی پاکستان هستند و سرمایه‌گذاری از طریق این بانک‌ها انجام می‌گیرد.

پیش از تشکیل این صندوق، ظرفیت‌های بالایی در بازار سرمایه پاکستان دیده می‌شد و علائمی از قیمت‌گذاری کمتر از ارزش ذاتی دارایی‌ها وجود داشت. به همین دلیل، برای حمایت از بازار سرمایه، نیاز جدی به وجود چنین نهادی احساس می‌شد. در این دوره، سرمایه‌گذاری‌های خارجی به‌شدت در این بازار کاهش یافته بود. برای افزایش سرمایه‌گذاری خارجی و داخلی و ثبات بازار سرمایه، صندوق پاکستان به تعریف راهبردهای زیر پرداخت.

راهبرد این صندوق، سرمایه‌گذاری روی سهام‌های درخشانی است که بسیار کمتر از ارزش واقعی‌شان قیمت‌گذاری شده‌اند. این حمایت به ایجاد ثبات در بازار سهام کمک می‌کند و به جذب سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی منجر می‌شود. در همین راستا، بانک

پس از بحران سال ۲۰۱۰ در بازار سرمایه بنگلادش، دولت این کشور برنامه بازسازی بازار سهام را پایه‌گذاری کرد. تمرکز این برنامه بر مشارکت بیشتر بانک‌ها و مؤسسات مالی در بازار سرمایه و ایجاد زیربنای خاصی برای حمایت سرمایه‌گذاران خرد از زیان در معاملات سهام بود. برای طراحی روش‌های پیاده‌سازی این حمایت، کمیته‌ای شش نفره تشکیل شد. مسئولیت این کمیته تهیه گزارش کامل در راستای این مسئله برای ارائه به بانک‌ها و نهادهای مالی بود. برای پیاده‌سازی این برنامه پرسش‌های زیادی مانند شیوه شناسایی سرمایه‌گذاران خرد، معیارهای منتخب و توجیه طرح بیان شد. برای مثال، استفاده از منابع دولت در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران خرد تا چه حد مناسب است؟ معیارهای تشخیص سرمایه‌گذاران خرد و حد ضرر آن‌ها چگونه تعریف می‌شود؟ در چه شرایطی دولت می‌تواند به بازار ورود کند؟ پاسخ به پرسش‌هایی از این قبیل، فعالیت بازار سهام را معین می‌کند.

کمیته تحقیقات بنگلادش، گزارشی برای بهبود مدیریت بازار سرمایه ارائه کرد. این گزارش حاوی اقدامات پیشنهادی در زمینه‌های ساختاری، عملکردی، حقوقی و نظارتی بازار سرمایه بود.

۷-۱- صندوق تثبیت بازار سهام کره جنوبی

دولت کره جنوبی با تشکیل صندوق تثبیت بازار سهام، روشی غیرمستقیم را برای حمایت از بازار با مشارکت شرکت‌های بیمه، مؤسسات سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به کار گرفت.

۲۰۱۰ بود. این مسئله باعث افت شدید بازار شد. فقدان کنترل مناسب در بازار باعث آسیب‌پذیری جدی بازار سهام این کشور شد. در سال ۲۰۱۰، معرفی سیستم ثبت سفارش در عرضه اولیه منجر به ایجاد سیستمی برای دست‌کاری قیمت شد. به این صورت که سهام پذیرفته‌شده در بورس سهام بنگلادش، بالاتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری شدند. بعد از سقوط بازار سهام، استفاده از این سیستم به تعویق افتاد.

پس از سقوط بازار سهام در دسامبر سال ۲۰۱۰، اقداماتی با هدف ایجاد ثبات در بازار سرمایه صورت گرفت. عمده این فعالیت‌ها جلوگیری از دست‌کاری در بازار بود. یکی از اقدامات صورت‌گرفته به‌منظور افزایش نقدینگی بازار، تأسیس صندوق تثبیت بازار سرمایه در ۲۵ اکتبر سال ۲۰۱۱ بود. در بازار ناکارا، صندوق تثبیت به‌سختی بر عملکرد بازار تأثیر می‌گذارد؛ زیرا در صورتی که تنها راهبرد صندوق تغییر تقاضا و عرضه باشد، اثر آن ناپایدار خواهد بود (Bangladesh Securities and Exchange Commission, 2021).

صندوق یادشده به‌منظور ایجاد

ثبات در بازار سهام و حمایت از

سرمایه‌گذاران، در ۲۹ ژانویه سال

۲۰۱۲، در جلسه شورای عالی

بورس سهام نیجریه تأسیس شد.

به این صندوق، صندوق جبران

خسارت نیز گفته می‌شود.

این صندوق با الگوبرداری از صندوق تثبیت بازار سهام توکیو که در اواسط دهه ۱۹۶۰، در ژاپن به منظور ایجاد ثبات در بازار سرمایه تأسیس شده بود، ایجاد شد. برآوردها حاکی است که در اواخر سال ۱۹۹۰، حدود ۵ درصد سهام شرکت‌های بورسی در پرتفوی این صندوق بود. در مواقع بحرانی بازار، تزریق نقدینگی به بازار سهام می‌تواند روشی مناسب باشد، اما دولت همواره این نکته را مدنظر داشته است که قیمت‌داری‌ها نباید فراتر از ارزش ذاتی آن‌ها برود. نکته حائز اهمیت این است که صندوق تثبیت بازار سهام در کره جنوبی مدت زمان کوتاهی به بازار ورود می‌کند. برای تصمیم‌گیری در راستای ورود این صندوق به بازار، به شرایط کنونی بازار و پیش‌بینی آینده توجه می‌شود. مدل‌ها و شاخص‌های مربوط به پیش‌بینی و شرایط ورود صندوق تثبیت، افشا نمی‌شود. همچنین، منابع بسیار اندکی در مورد این صندوق‌ها به زبان انگلیسی در دسترس است (تاکیو و کاشیاپ، ۲۰۰۴).

افزون‌بر ایجاد صندوق تثبیت، کره جنوبی صندوق ضمانت سهام - که دست‌کم بازدهی ۱۰ درصد سالانه را ضمانت می‌کند - را در سپتامبر سال ۱۹۹۰، با سرمایه ۲/۶ تریلیون وون (معادل ۳/۸۵ میلیارد دلار آمریکا) ایجاد کرد. این صندوق با مشارکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأسیس شد. کره جنوبی به منظور مقابله با بحران مالی سال ۲۰۰۸، به اقدامات زیر پرداخت.

شواهد حاکی است که به دنبال بحران بازار سهام، صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۹۹۰، در کره جنوبی ایجاد شد (البته برخی منابع، تأسیس این صندوق را سال ۲۰۰۸ دانسته‌اند). این صندوق در نوامبر سال ۲۰۰۸ تا مارس سال ۲۰۰۹، به خرید اوراق بهادار با هدف ایجاد ثبات در بازار سرمایه پرداخت. هدف اصلی این صندوق، افزایش تقاضا در بازار سرمایه، جلوگیری از کاهش ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و جلوگیری از افزایش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران بود.

منابع این صندوق از طریق بورس کره جنوبی، مؤسسه سرمایه‌گذاری مالی و مؤسسه سپرده‌گذاری اوراق بهادار کره جنوبی تأمین می‌شود. به دنبال افت زیاد شاخص بازار سهام کره جنوبی در اواسط سال ۱۹۸۹، حمایت شدید دولت در بازار صورت گرفت. به این منظور، دولت در مه سال ۱۹۹۰، صندوق تثبیت بازار را با سرمایه ۲ تریلیون وون (معادل ۲/۸ میلیارد دلار آمریکا) تأسیس کرد. این صندوق از نوامبر سال ۲۰۰۸ تا مارس سال ۲۰۰۹، دارای منابع ۵۱۵ میلیارد وون کره جنوبی (معادل ۴۰۰ میلیون دلار) بود و در حال حاضر نیز فعالیت دارد.

مدیریت این صندوق بر مبنای شرایط بازار است. به این معنی که صندوق در شرایط بحرانی به منظور ایجاد ثبات، اقدام به خرید در بازار می‌کند و در شرایط غیربحرانی از ایجاد حباب و بالا رفتن بی‌دلیل قیمت‌ها جلوگیری می‌کند.

حداقل 4/4 درصد استقراض می‌کند. همچنین، نهاد ناظر بر اوراق بهادار چین در 31 آگوست سال 2015، از کارگزاران خواست تا با مشارکت 100 میلیاردیوانی با صندوق نجات‌بخش، به معاملات سهام در این بازار ثبات بخشند.

بیانیه‌های عمومی، گزارش‌های رسانه‌ها و داده‌های بازار در جولای سال 2015 نشان می‌دهد که صندوق چین، 5 تریلیون یوان چین (معادل 2/805 میلیارد دلار) سرمایه داشت که این مقدار معادل 10 درصد تولید ناخالص داخلی سال 2014 چین است (YAO & LUO, 2008).

تحلیلگران یکی از علل متعادل‌سازی بازار سرمایه را ارزش‌گذاری درست دارایی‌ها توسط صندوق و اقدام محافظه‌کارانه این صندوق می‌دانند. یکی از تحلیلگران گفت «در صورتی که صندوق تنها از طریق تغییر عرضه و تقاضا در بازار ورود کند، کار بنیادینی انجام نگرفته است. باید به بخش‌های بنیادی رسیدگی شود و حمایت از بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران تنها از طریق تغییر در عرضه و تقاضا صورت نگیرد. اگر دولت بتواند در زمینه ارزش‌گذاری واقعی دارایی‌ها با در نظر گرفتن مزیت‌های رقابتی کمک کند، در این صورت می‌توان گفت که صندوق واقعاً نجات‌بخش بوده است».

هند به منظور گسترش بازار سرمایه، افزون بر صندوق حامی، به افزایش دسترسی به اطلاعات رایگان توسط وبگاه و اپلیکیشن تلفن همراه پرداخته است.

- ایجاد صندوق تثبیت بازار اوراق قرضه در سال 2008 به منظور جلوگیری از نکول اعتباری.
- ایجاد صندوق تثبیت بازار سرمایه به منظور افزایش تقاضا در بازار سهام.
- تأمین مالی کوتاه‌مدت شرکت‌های در معرض بحران.
- تأسیس شرکت‌های مشاوره به منظور اصلاح ساختار سرمایه شرکت‌ها.
- انعقاد قرارداد سواپ نرخ ارز با آمریکا.

1-8- صندوق نجات‌بخش چین

به دنبال بی‌ثباتی در بازار سرمایه چین در سال 2015، شاخص بورس سهام شانگهای در یک روز، 5/8 درصد افت داشت. در طول سه هفته بیش از 2/8 تریلیون دلار از ارزش بازار سهام چین کاسته شد. این مسئله را می‌توان محرک اصلی در تشکیل صندوق نجات‌بخش چین دانست.

در 5 جولای 2015، اخباری در مورد برنامه‌های این کشور مبنی بر تأسیس صندوق نجات‌بخش چین با هدف تثبیت بازار سهام منتشر شد. طبق این اخبار، چین عرضه‌های اولیه عمومی را به منظور ایجاد صندوق تثبیت بازار و جلوگیری از ترس سرمایه‌گذاران به تعلیق درآورد. این خبر به دنبال افت سه‌هفته‌ای شاخص بورس شانگهای منتشر شد. برای این منظور، عرضه اولیه عمومی ده شرکت در بورس شانگهای تعلیق شد. هدف از شکل‌گیری صندوق، جلوگیری از افت شاخص و برقراری ثبات در بازار سرمایه چین بود. صندوق نجات‌بخش چین منابع خود را از بانک مرکزی و دیگر نهادهای دولتی برای 12 ماه با نرخ

جدول ۱- خلاصه‌ای از عملکرد صندوق تثبیت در دیگر کشورها

نام صندوق	هدف و راهبرد	سایر ملاحظات
صندوق تثبیت بازار سهام تایوان	جلوگیری از افت شدید شاخص بازار سهام تایوان	کمیته اقتصادی و توسعه سیاست‌گذاری (بالاترین نهاد سیاست‌گذاری تایوان) صندوق تثبیت را تأسیس کرده و ناظر بر عملکرد آن است. مشارکت‌کنندگان صندوق تثبیت تایوان، اغلب نهادهای وابسته به دولت مانند صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌های ایالتی و شرکت‌های بیمه بودند.
صندوق تثبیت بازار سهام کره جنوبی	هدف اصلی این صندوق افزایش تقاضا در بازار سهام است.	به دنبال بحران سال ۱۹۹۰، صندوق تثبیت بازار سرمایه در کره جنوبی ایجاد شد. منابع این صندوق از طریق بورس کره جنوبی، مؤسسه سرمایه‌گذاری مالی و مؤسسه سپرده‌گذاری اوراق بهادار کره جنوبی تأمین می‌شود.
صندوق تثبیت بازار سهام چین	هدف صندوق برقراری ثبات در بازار سرمایه چین است.	منابع صندوق نجات‌بخش چین با استقراض از بانک مرکزی و سایر نهادهای دولتی تأمین می‌شود. صنایع مهم پرتفوی صندوق، راه‌آهن، مواد غذایی، سلامت و بهداشت و فناوری است. این صندوق چند هلدینگ دارد.
صندوق توسعه بازار سهام تایلند	این صندوق با هدف تثبیت بازار سرمایه تایلند تأسیس گردید؛ ولی به مرور زمان از این هدف فراتر رفته و به توسعه بازار و سودآوری پرداخت.	این صندوق، توسط صندوق سرمایه‌گذاری مشترک ^۱ تایلند تأسیس شد و مدیریت می‌شود.
صندوق نجات‌بخش بازار سهام پاکستان	هدف صندوق برطرف‌سازی رکود بازار سهام پاکستان است. راهبرد این صندوق، سرمایه‌گذاری روی سهام درخشانی است که بسیار کمتر از ارزش واقعی‌شان قیمت‌گذاری شده‌اند.	صندوق توسط کمیته‌ای از متخصصان مدیریت می‌شود. وظیفه این صندوق سرمایه‌گذاری در بازار سهام به‌گونه‌ای است که بازار را به سمت‌وسوی ایدئال سوق دهد. افزون‌بر خرید سهام در شرایط رکود، جلوگیری از حباب قیمتی نیز از دیگر اقداماتی است که توسط این صندوق انجام می‌گیرد.
صندوق تثبیت بازار سهام بنگلادش	هدف از تأسیس صندوق، افزایش نقدینگی بازار و جلوگیری از رکود است.	بازار سهام بنگلادش ناکاراست. در بازار ناکارا، صندوق تثبیت به‌سختی می‌تواند بر عملکرد بازار تأثیر گذارد؛ زیرا در صورتی که تنها راهبرد صندوق تغییر تقاضا و عرضه باشد، اثر آن ناپایدار خواهد بود.
صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران نيجريه	صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران را در برابر تقلب ناشران اوراق بهادار و قراردادهای آتی بیمه می‌کند.	بیشترین میزان خسارت بر مبنای شرایط حاکم بر بازار متغیر است. هیئت‌امناي صندوق به‌طور پیوسته با توجه به شرایط بازار، برای تعیین آن تصمیم‌گیری می‌کند. به‌منظور محاسبه عامل ریسک دارایی‌های مشتریان برای محاسبه میزان پرداختی، صندوق دارایی‌ها را به سه دسته پریسک، کم‌ریسک و با ریسک متوسط تقسیم می‌کند. میزان دریافتی صندوق بر اساس ریسک دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
صندوق آگاهی‌بخش و حمایت‌کننده از سرمایه‌گذاران هند	پرداخت خسارت به سرمایه‌گذاران در صورت زیان در خرید دارایی‌های بازار سرمایه	این صندوق اطلاعاتی در مورد شرکت‌های کوچک، بزرگ و متوسط در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. صندوق نیروهای متخصصی در زمینه بازار دارد که برای افزایش آگاهی‌رسانی از این نیروها استفاده می‌کند. این نهاد، با انتشار گزارش، کتاب، بروشور و... به آموزش افراد در هند می‌پردازد.

مأخذ: Capital Market Stabilization Fund (2019)

1. MFC Fund

آزادسازی در سویی و ثبات و کنترل در سوی دیگر و همچنین، ایجاد تعادل میان آن‌ها، تنش وجود داشته است. پس از بحران در بازار سهام در اکتبر سال 1987، نهادهای ناظر به تلاطم بازار در طول روز توجه ویژه‌ای کردند و سیاست‌های مختلفی را برای کنترل تلاطم پیش‌بینی کردند. بسیاری از بورس‌ها شامل بورس‌های آسیایی، از سیاست‌هایی مانند حد نوسان، تنظیم و مقررات‌گذاری در خصوص معاملات متکی بر حساب تضمین و استفاده از حساب یا صندوق تثبیت بازار استفاده کردند. 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 تک‌سهم است)، اما فلسفه استفاده از صندوق یا حساب تثبیت بازار باقی مانده و همچنان در بحران‌های مالی، یکی از منابع برای برطرف کردن مشکل اطمینان سرمایه‌گذاران و کاهش تلاطم در بازار سرمایه، منابع صندوق است. کشورهایمانند کره جنوبی، ژاپن، روسیه، تایوان، تایلند، کویت، چین، هنگ‌کنگ و بنگلادش از جمله کشورهایی هستند که صندوق تثبیت بازار در آن‌ها تشکیل شده است. برخی وجود صندوق تثبیت را نوعی مداخله دولت در بازار و آن را مخالف فلسفه بازار آزاد و بی‌ثمر می‌دانند، اما برخی دیگر آن را بر ثمربخش بودن مداخله دولت در بازار سهام و همچنین، علامت مثبت برای بالا بردن اطمینان سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه فرض کرده‌اند.

بحران مالی و اقتصادی سال 2008، با عنوان «طوفان یک‌بارہ قرن» نام‌گذاری شده است. در این بحران، برخی کسب‌وکارها منحل شدند و از بین رفتند و برخی دیگر با اتخاذ گام‌های مؤثر برای کاهش فشارهای رکودی قریب‌الوقوع و احیای اقتصاد ملی از سوی دولت‌ها نجات یافتند.

۲- ملاحظات امنیت اقتصادی

پس از اینکه نخستین بورس‌ها در سال 1611 در هلند و سپس انگلیس و فرانسه شکل گرفتند، بورس نیویورک نیز بعد از موافقت‌نامه برتونوودز در سال 1972 تشکیل شد. پس از گذشت بیش از 200 سال از توسعه بورس، بحران‌های مالی و شکست در بازارهای سهام در سال‌های 1929 تا 1933 در ایالات متحده، اهمیت نظارت و تنظیم در بازارهای مالی ادراک شد که منجر به ایجاد ساختارهای پیچیده و چندلایه بازارهای اوراق بهادار جدید شد. ایجاد نهادهای نظارتی مانند کمیسیون بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی ایالات متحده نیز به سال‌های 1933 و 1934 بازمی‌گردد. از آن زمان تاکنون، بازارهای مالی شاهد شوک‌ها و بحران‌های متعدد بوده که دولت‌ها و نهادهای ناظر، واکنش‌های مختلفی به آن‌ها نشان داده‌اند. توسعه بازار و عملکرد مناسب آن از جمله موضوعات پیچیده در اقتصاد سیاسی است. همواره میان اصلاحات و

از زمان شکل‌گیری بورس اوراق بهادار تهران، بیشتر تحلیلگران مالی و اقتصادی، سرمایه‌گذاران و ناظران بازار در سال‌های افزایش پیوسته و شدید قیمت سهام، نسبت به احتمال شکل‌گیری حباب قیمتی در بازار هشدار جدی داده‌اند. همچنین، سیاست‌های اعمال‌شده توسط دیگر دستگاه‌ها در برخی موارد تأثیر جدی منفی بر بازار سرمایه داشته است. از این رو محدود کردن تأثیر مخاطرات سامانه‌ای یا فرادستگاهی بر بازار سرمایه همواره به‌عنوان یکی از عوامل مهم، مدنظر سیاست‌گذاران بوده است. بدین منظور، صندوق تثبیت بازار سرمایه در سال ۱۳۹۴ به‌عنوان سوپاپ اطمینانی برای حمایت از بازار در مواقع بحرانی تأسیس شد. مطابق اساسنامه صندوق تثبیت بازار سرمایه، شرایط بحران به شرایطی اطلاق می‌شود که در دوره زمانی مشخص، نوسانات شدیدی در نماگرهای بازار سهام ایجاد شود. در این هنگام، ترس سرمایه‌گذاران از وجود بحران موجب فروش دارایی‌ها با ارزش پایین‌تر از ارزش ذاتی می‌شود.

از مهم‌ترین اهداف صندوق تثبیت بازار سرمایه، جلوگیری از ایجاد و تداوم ترس فراگیر هنگام وقوع بحران‌های مالی و اقتصادی در میان سرمایه‌گذاران از طریق حمایت از بازار است. برای این منظور، باید برنامه‌ریزی در راستای جلوگیری از ایجاد و تداوم بحران از طریق ارزیابی آسیب‌پذیری و ریسک، توسعه و پیاده‌سازی برنامه مقابله و پیشگیری از بحران و تحلیل و گزارش‌دهی به‌منظور پیش‌در سطح کلان انجام شود.

صندوق تثبیت بازار سهام پاکستان در سال ۲۰۰۱ برای برطرف‌سازی رکود بازار سهام این کشور آغاز به فعالیت کرد. وظیفه اصلی این صندوق، سرمایه‌گذاری در بازار سهام به‌گونه‌ای است که بازار را به سمت‌وسوی مناسب سوق دهد.

در مجموع، نقش بورس اوراق بهادار در تجمیع نقدینگی راکد یا غیرمولد و هدایت آن به سوی مصارف سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی مولد، جلب مشارکت عمومی در مسیر توسعه زیرساخت‌ها، گسترش مالکیت عمومی، جلوگیری از خروج سرمایه و شکل‌گیری اقتصاد زیرزمینی، جذب سرمایه‌های خارجی، کاهش فشار کسری بودجه دولت و کمک به رشد اقتصادی انکارناپذیر است، اما باید توجه داشت که بورس مشابه دیگر بازارهای مالی در محیطی پویا قرار دارد، با این محیط در تعامل است، بر آن تأثیر می‌گذارد و از آن تأثیر می‌پذیرد. متغیرهای کلان اقتصادی، مسائل سیاسی و بحران‌های اقتصادی و مالی در سطوح ملی و بین‌المللی با تأثیرگذاری بر انتظارات فعالان بازار از بازدهی آتی سهام، بورس را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهند و تغییرات در شاخص‌ها را سبب می‌شوند. نوسان قیمت اوراق بهادار نه تنها سود و زیان سرمایه‌گذاران را در پی دارد، بلکه آثار روانی درخور توجهی بر کل اقتصاد و جامعه می‌گذارد.

کمیته تحقیقات بحران مالی وجود دارد که بررسی شاخص‌ها و مدل‌های این‌گونه نهادها می‌تواند روشنگر مسیر پیش روی بازار سرمایه باشد. با توجه به تجارب جهانی در این زمینه، در این بخش برخی از اقدامات مناسب برای مواجهه با شرایط بحران با استفاده از صندوق تثبیت ارائه می‌شود.

- گسترش اهداف صندوق تثبیت به سمت توسعه بازار و سودآوری افزون‌بر حمایت از بازار: با مطالعه صندوق‌های ایجادشده به منظور تثبیت بازار در کشورهای مختلف این نتیجه حاصل می‌شود که اهداف این صندوق‌ها با مرور زمان گسترش یافته است و افزون‌بر حمایت از بازار سرمایه در زمان بحران می‌توانند به توسعه بازار و سودآوری نیز بپردازند. در ایران نیز صندوق تثبیت می‌تواند در کنار وظیفه اصلی خود، نقشی مشابه دیگر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر عهده داشته باشد.

- حمایت از سهام بنیادین دارای ویژگی قیمت‌گذاری کمتر از ارزش واقعی: در صورتی که صندوق بتواند در قیمت سهام به شکل بنیادین تأثیر داشته باشد، در بازار عملکرد مثبتی خواهد داشت. برای این منظور پیشنهاد می‌شود صندوق تثبیت بازار به حمایت از سهام بنیادین که زیر ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده‌اند، روی آورد. این اقدام افزون‌بر حمایت از بازار، از ایجاد حباب قیمتی نیز جلوگیری می‌کند. به منظور افزایش کارایی بازار و جلوگیری از حباب قیمتی صندوق‌ها، افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران از طریق ارائه خدمات آموزشی نیز مؤثر است.

از جمله مزیت‌های صندوق تثبیت که به امنیت اقتصادی به خصوص در حوزه بازار مالی هم کمک می‌کند، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد.

- تثبیت، کنترل و کاهش مخاطرات سامانه‌ای یا فرادستگاهی.
- حفظ شرایط رقابت منصفانه.
- جلوگیری از ایجاد و تداوم ترس فراگیر در زمان وقوع بحران‌های مالی و اقتصادی.
- اجرای سیاست‌های عمومی و حاکمیتی در بازار سرمایه کشور در شرایط بحران.
- حمایت از سرمایه‌گذاران خرد برای تداوم فعالیت در این بازار.

دولت کره جنوبی با تشکیل صندوق

تثبیت بازار سهام، روشی غیرمستقیم را برای حمایت از بازار با مشارکت شرکت‌های بیمه، مؤسسات

سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به کار گرفت.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد راهکارها

گزارش پیش رو به بررسی تجارب جهانی در زمینه ایجاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران بازارهای مالی پرداخته است. عمده صندوق‌های موجود در دنیا با هدف ایجاد ثبات، از طریق عرضه و تقاضای سهام اقدام می‌کنند. در دنیا به منظور مطالعه و پیش‌بینی بحران، نهادهایی از جمله

زیان است، می‌تواند شرایط بازار را از کاهش قیمت‌ها به سوی سقوط بازار هدایت کند. آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران و بالا بردن اطلاعات آن‌ها از طریق گزارش‌های متعدد به ایجاد ثبات در بازار سهام کمک می‌کند. نکته کلیدی صندوق‌های تثبیت، ارزش‌گذاری درست و حرفه‌ای دارایی‌های سرمایه‌ای است.

- تأسیس شرکت‌های حمایتی با هدف ارائه پاسخ‌های مناسب و به‌موقع در شرایط بحرانی: مقامات تصمیم‌ساز اقتصادی و ناظران بازارهای مالی می‌توانند برای مواجهه با شرایط بحرانی در بازارهای مالی، نهادهای مالی با اهداف خاص تأسیس کنند تا در مواقع بروز بحران، از بازارها و فعالان آن حمایت کنند. برای مثال، بعد از سقوط بازار سهام آمریکا در سال ۱۹۲۹، کمیسیون بورس و اوراق بهادار با هدف نظارت بر رفتارهای بازار و پشتیبانی از سرمایه‌گذاران در برابر رفتارهای متقلبانانه تأسیس شد (Marshall, 2009). از سوی شرکت بیمه فدرال رزرو و شرکت بیمه محصول فدرال به‌ترتیب با اهداف تضمین سپرده‌های مشتریان و بیمه محصولات زراعی کشاورزان و نهادهای کشاورزی ایجاد شدند. همچنین، در بحران مالی مالزی در سال ۱۹۹۷، دولت مالزی اقدام به تأسیس دو شرکت داناهاارتا و دانامودال کرد. شرکت داناهاارتا با هدف خرید وام‌های معوقه ایجاد شد و شرکت دانامودال با هدف تجدید ساختار سرمایه مؤسسات مالی تأسیس شد (Hasan, 2002).

صندوق‌های حمایت از سرمایه‌گذاران با هدف حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌شوند. این صندوق‌ها از راه‌های مختلف مانند پرداخت خسارت به سرمایه‌گذاران، افزایش آگاهی آن‌ها، افزایش شفافیت معاملات و اطلاعات و دیگر فعالیت‌های مشابه به این مسئله می‌پردازند.

- تقویت دانش سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه: یکی از ابعاد توسعه‌یافتگی بازارهای مالی، افزایش سطح دانش و آگاهی فعالان و مشارکت‌کنندگان آن است. بررسی‌ها نشان می‌دهد در بیشتر موارد، یکی از دلایل اصلی تداوم شرایط نامتعارف اعم از شکل‌گیری حباب قیمتی یا سقوط بازار، رفتارهای هیجانی و غیرمنطقی سرمایه‌گذاران بوده است. این نوع رفتارهای هیجانی در اغلب موارد از سوی سرمایه‌گذارانی مشاهده می‌شود که بر مبنای هیجانات و شایعات اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. برخی ویژگی‌های روانی سرمایه‌گذاران مانند اشتیاق برای کسب ثروت، حسادت و سفته‌بازی می‌تواند زمینه‌ساز ایجاد حباب قیمتی بازار سهام در شرایط رونق باشد. از سوی دیگر، ترس و وحشت سرمایه‌گذاران که عمدتاً ناشی از احتمال کاهش بیشتر قیمت‌ها و افزایش میزان

and preventing the financial crisis in the world.

- Yao, S., & Luo, D. (2008). Chinese Stock Market Bubble: Inevitable or Incidental?. *University of Nottingham*.

- Hoshi, T., & Kashyap, A. K. (2004). Japan's financial crisis and Economic Stagnation. *Journal of Economic Perspectives*, 18(1), 3-26.

- Hasan, Z. (2002). The 1997-98 Financial Crisis in Malaysia: Causes, Response, and Results. *Islamic Economic Studies*, 9(2).

- Marshall, J. (2009). *The Financial Crisis in the US: Key Events, Causes and Responses*. House of Commons Library.

نقش بورس اوراق بهادار در تجمیع نقدینگی راکد یا غیرمولد و هدایت آن به سوی مصارف سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی مولد، جلب مشارکت عمومی در مسیر توسعه زیرساخت‌ها، گسترش مالکیت عمومی، جلوگیری از خروج سرمایه و شکل‌گیری اقتصاد زیرزمینی، جذب سرمایه‌های خارجی، کاهش فشار کسری بودجه دولت و کمک به رشد اقتصادی انکارناپذیر است، اما باید توجه داشت که بورس مشابه دیگر بازارهای مالی در محیطی پویا قرار دارد، با این محیط در تعامل است، بر آن تأثیر می‌گذارد و از آن تأثیر می‌پذیرد.

منابع

- حامدی، میثم؛ دعایی، میثم؛ و احمدیان، وحید (1402). مطالعه تطبیقی و کیفی صندوق تثبیت بازار سرمایه و ارائه مدل جایگزین. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، 15(57)، 109-139.

- Bangladesh Securities and Exchange Commission (BSEC) (2021). Capital Market Stabilization Fund Rules.

- Capital Market Stabilization Fund (2019), a summary of the report of institutions active in the field of stabilizing the capital market

