

## طرح تشکیل «صندوق ریالی ملی تثبیت بازار سرمایه» یک نهاد ضروری برای ثبات بازار سرمایه در اقتصاد مقاومتی ایران

محمدجواد ایروانی

مهرماه 1392

### خلاصه

رشد جهشی اقتصاد مستلزم نهادسازی برای ایجاد تعادل در اقتصاد و بطور مشخص در بازارهای مالی است. همان‌طور که تأسیس صندوق توسعه ملی نقطه روشنی در اقتصاد ایران بود، صندوق ملی تثبیت بازار سرمایه نیز می‌تواند لنگر خوبی برای ثبات در بازار سرمایه باشد. در اکثر بازارهای مالی شواهدی از مکانیزم‌های دولتی برای مداخله در بازار جهت کنترل و حفظ ثبات آن مشاهده می‌شود. ایجاد ثبات در بازارهای مالی از موضوعات بسیار مهم و مورد تأکید دولت‌ها و نهادهای ناظر می‌باشد. این امر با استفاده از سازوکارهای مختلفی پیگیری می‌شود که هر کدام به نحوی تلاش دارند نوسانات بازار را کاهش دهند، عدم تعادل‌های مقطعی را کنترل نمایند، اطمینان عمومی را حفظ کنند، از ایجاد بی‌ثباتی و ترس در بازار جلوگیری نمایند و ریسک سیستمی را کنترل کنند. در بازارهای سرمایه برخی از سازوکارهای کنترلی وجود دارد که به صورت خصوصی فعالیت می‌کنند، مانند بازارگردان‌ها (که تلاش دارند هر لحظه تعادل بین عرضه و تقاضا را ایجاد و حفظ نمایند)، صندوق حمایت از سرمایه‌گذاران یا صندوق تضمین سرمایه‌گذاران (که با این هدف تشکیل می‌شود که با ایجاد منابعی از وجوه، بعضی از زیان‌هایی را که به سرمایه‌گذاران وارد می‌شود را جبران نمایند). بعضی دیگر از سازوکارهای کنترلی، که در بعضی از کشورها وجود دارد، شامل صندوق‌های دولتی است که تلاش می‌کنند در شرایط آشفتگی و بی‌نظمی، با ایجاد تقاضا، بازار را به تعادل بکشانند. این صندوق‌ها با استفاده از وجوهی که در اختیار دارند، می‌توانند در شرایط ویژه، ثبات بازار را حفظ نمایند.

براساس بررسی‌های انجام شده، و با توجه به اینکه در ایران «صندوق توسعه ملی» جهت سرمایه‌گذاری درآمدهای مازاد نفتی تشکیل شده، پیشنهاد می‌شود «صندوق ریالی تثبیت بازار

سرمایه» به عنوان یکی از زیرمجموعه‌های این صندوق، با سرمایه، اهداف و مقررات ویژه تشکیل شود و تحت نظارت شورای عالی بورس (و سازمان بورس و اوراق بهادار) در بازار سرمایه فعالیت نماید. مهمترین وظایف این صندوق، حمایت از نهادهای مالی (در شرایطی که احتمال بروز خسارت به منافع عمومی را داشته باشد) و حمایت از بازار در زمان ایجاد نوسانات شدید (با معامله در جهت عکس بازار، بویژه در زمان سقوط بازار) می‌باشد و بنظر اینجانب یکی از نهادهای ثبات‌بخش بازار سرمایه در یک اقتصاد مقاومتی<sup>۱</sup> است.

### بررسی نمونه صندوق‌های تثبیت در بازار سهام

#### صندوق ملی ثبات مالی تایوان<sup>۲</sup>

دولت تایوان در سال‌های 1996 و 2000 به ترتیب دو صندوق را با هدف مداخله در بازار سهام ایجاد نموده که عبارتند از «صندوق تثبیت سهام»<sup>۳</sup> و «صندوق ملی تثبیت مالی»<sup>۴</sup>. صندوق ملی ثبات مالی در مجموعه وزارت اقتصاد این کشور قرار دارد و هدف اصلی آن تثبیت بازارهای مالی تعیین شده است. هر زمانی که آشفتگی قابل توجهی در داخل یا خارج از کشور رخ دهد، که به طور جدی بر بازارهای مالی تأثیر بگذارد یا باعث جابجایی حجم کلان سرمایه شود، یا اعتماد عمومی را متزلزل نماید و منجر به ناآرامی و بی‌نظمی در بازار یا کشور شود، این صندوق پس از تصمیم‌گیری کمیسیون، وارد عمل می‌شود و در راستای قوانین و مقررات و با ایجاد تقاضا در بازار، اعتماد و اطمینان عمومی را حفظ می‌کند.

#### صندوق تثبیت بازار سهام<sup>۴</sup> چین

این صندوق به نام صندوق مداخله در بازار سهام<sup>۵</sup> نیز شناخته می‌شود و شامل الزام نهادهایی براساس قانون، برای هموار کردن<sup>۶</sup> و کنترل نوسانات غیرمنطقی و شدید بازار سهام می‌باشد. مکانیزم این عملیات نیز مشابه عملیات بازار آزاد<sup>۷</sup> است که توسط بانک مرکزی انجام می‌شود. هنگ‌کنگ در

<sup>۱</sup> . Resilience & or solid & or Regilience Economy

<sup>۲</sup> . Stock Stabilization Fund

<sup>۳</sup> . National Financial Stabilization Fund (NFSF)

<sup>۴</sup> . Stock Market Stabilization Fund

<sup>۵</sup> . Stock Market Intervention Fund

<sup>۶</sup> . Smoothing

<sup>۷</sup> . bank's open market operations

سال 1998 تجربه این کار را دارد و کره جنوبی نیز در سال 1990 چنین صندوقی را ایجاد کرد. این صندوق‌ها در حفظ اطمینان سرمایه‌گذاران و تثبیت بازار سهام نقش فعالی داشته‌اند.

هدف این صندوق تثبیت بازار سهام است و بنابر این تأسیس، عملیات، تکامل و مدیریت آن مشروط به تأثیرگذاری آن بر بازار سهام، بر اساس دستورات دولت می‌باشد. هدف این صندوق سودآوری نیست و معیارهای تثبیت بازار سهام برای آن اهمیت بیشتری دارد. این صندوق باید از ضربه زدن به منافع عمومی جلوگیری نمایند و توانایی لازم برای تأثیرگذاری بر بازار را داشته باشد.

از سال 2004، نوسانات بازار سهام چین غیرمنطقی به نظر می‌رسد، یکی از دلایل آن ناکارایی مقررات دولتی بازار سهام بود. دولت باید همواره ابزارهای مداخله در بازار را در شرایط ضروری در اختیار داشته باشد. صندوق ثبات بازار به عنوان یک ابزار مؤثر برای دولت خواهد بود. نوسانات بازار سهام چین افزایش یافته و این موضوع می‌تواند منجر به کاهش اطمینان بازار و فرار سرمایه‌ها از این بازار گردد. بنابراین ضروری است که در جهت کاستن از این نوسانات، برنامه‌هایی اجرا شود. در این شرایط ضروری است که دولت طرح‌هایی را برای کنترل نوسانات بازار داشته باشد. زمانی که سقوط‌های غیرمنطقی در بازارهای سهام اتفاق می‌افتد، دولت‌ها با دخالت در بازار تلاش می‌کنند بازار را کنترل نمایند. به عنوان مثال دولت آمریکا در واقعه 11 سپتامبر، تصمیمات فوری را برای تثبیت بازار سهام بکار گرفت. در بحران مالی 1998 نیز هنگ کنگ برای کنترل بازارهای مالی خود با مبالغ کلانی به مداخله در بازارها پرداخت تا از بروز بحران‌های جدی جلوگیری نماید. بنابراین بر روی کنترل و دخالت دولت چالش وجود ندارد، ابهامی که وجود دارد تنها در مورد چگونگی اعمال آن است.

ایده ایجاد صندوق تثبیت در چین اولین بار در سال 2004 ایجاد شد. به دلیل طولانی شدن دوره رکود و افت بازار، بسیاری از سرمایه‌گذاران متضرر شدند و عده‌ای اعتقاد داشتند که دولت برای بهبود این وضعیت کمک کند.

هویجین<sup>1</sup> نیز که یکی از زیرمجموعه‌های صندوق ثروت ملی چین (شرکت سرمایه‌گذاری چین) می‌باشد، به عنوان یک صندوق ثبات سهام در بازار چین عمل می‌کند. این صندوق به طور غیررسمی

<sup>1</sup> . Huijin

این کار را انجام می‌دهد. با توجه به اینکه این صندوق مبالغ کلانی را وارد بازار نمی‌کند، بیشتر تأثیر آن روانی است تا واقعی.

### هنگ کنگ

یکی دیگر از تجربه‌های بین‌المللی اخیر در سال 1998، توسط دولت هنگ کنگ انجام شد. دولت از طریق صندوق دولتی<sup>1</sup> با هدف تثبیت بازار سهام، وارد بازار شد و 15 میلیارد دلار را برای خرید 33 شرکت موجود در شاخص هنگ کنگ اختصاص داد. این اقدام در پاسخ به بحران مالی آسیایی بود که شاخص هنگ کنگ را حدود 60 درصد با افت مواجه ساخت. خاطر نشان می‌سازد این کشورها اطلاعات دقیقی را از این صندوق‌ها افشا نکرده‌اند و منابع تحقیقی مناسب در این زمینه وجود ندارد.

### **پیشنهاد برای بازار سرمایه ایران**

بازار سرمایه ایران که از جمله بازارهای نوظهور است، نیاز زیادی به کنترل‌ها و حمایت‌های دولتی دارد. بعلاوه به دلیل بزرگی اندازه و تأثیر دولت در اقتصاد ایران، این ضرورت بیشتر است. به جهت انجام این امر مهم، ایجاد ساختار لازم به شرح زیر پیشنهاد می‌گردد:

برای حمایت از بازار سرمایه در شرایط وقوع بحران مالی، نوسانات شدید قیمت و افزایش یا کاهش قیمت بدون دلیل منطقی، پیشنهاد ایجاد «صندوق ریالی ملی تثبیت بازار سرمایه» را می‌نماید. صندوق، سیاست‌های سرمایه‌گذاری مشخصی دارد و در چارچوب سیاست‌های کلی اصل 44 می‌تواند در شرکت‌ها و صنایع مختلف سرمایه‌گذاری نماید.

همچنین این صندوق در شرایط وقوع بحران برای نهادهای مالی مؤثر در بازار سرمایه، با تأمین منابع مالی، فراهم کردن نقدینگی و یا تجدید ساختار آنها، از پیشرفت بحران جلوگیری می‌نماید. این موضوع برای کنترل و کاهش ریسک سیستمی بازار نیز مؤثر است. ضمناً برای جلوگیری از تأثیر غیرمنطقی سیاست‌های این صندوق بر بازار سرمایه، اعمال سیاست‌های صندوق براساس آیین‌نامه‌ای مشخص قابل اجرا خواهد بود.

<sup>1</sup> . Hong Kong Government Fund

صندوق ریالی ملی تثبیت بازار سرمایه به شکل یک صندوق و در چارچوب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و با ساختاری به شرح زیر و با اخذ مجوز طی قانون بودجه می تواند تشکیل می گردد:

- هیأت امناء : 1- وزیر امور اقتصادی و دارایی؛ رئیس
  - 2- رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ؛ نایب رئیس
  - 3- رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار؛ خزانه دار
- وظیفه هیأت امناء انجام سیاست گذاری ها و اتخاذ تصمیمات راهبردی، تدوین آیین نامه ها و ضوابط فعالیت صندوق و نظارت بر هیأت عامل را برعهده دارد.
- هیأت عامل : مرکب از یک رئیس و در صورت ضرورت یک قائم مقام و یک معاون است که با نظر هیأت امناء تعیین می گردند. وظیفه هیأت عامل انجام عملیات خرید و فروش اوراق بهادار در چارچوب سیاست ها و آیین نامه مصوب هیأت امناء می باشد.
  - حسابرس و بازرس : سازمان حسابرسی
  - اقامتگاه و امکانات : سازمان بورس و اوراق بهادار، امکانات سخت افزاری و نرم افزاری و هزینه های لازم جهت فعالیت های اجرایی صندوق به پیشنهاد سازمان و تأیید شورای عالی بورس توسط سازمان بورس تأمین می گردد.
  - خدمات هیأت امناء افتخاری می باشد.
  - سرمایه صندوق یک در هزار منابع صندوق توسعه ملی و از سال مالی بعد سالانه یک در هزار از منابع واریزی به صندوق در اختیار صندوق ریالی تثبیت بازار سرمایه قرار می گیرد.

محمدجواد ابروانی