

بسم الله الرحمن الرحيم



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

ارزیابی اقدامات تنظیم‌گری سازمان بورس و اوراق بهادار در جریان عرضه و تقاضای سهام

نگارش

محمدحسین شریعتی‌نیا، سیدمحمد افقهی

استاد ناظر

دکتر علی نمکی

زمستان ۱۴۰۱

مقدمه

اقتصاد آزاد همواره ادعا کرده است که نظام بازار، به کاراترین شکل ممکن به تخصیص وجوه می‌پردازد (Mankiw, 2021). در این پارادایم، سازوکار بازار نه تنها بالاترین کارایی را در تخصیص بهینه منابع داخلی بازار دارد، بلکه در صورت تبعیت از سازوکارهای نهادی مرتقی، کمترین هزینه‌های جانبی را برای حکومت‌ها به همراه دارد (سوئدبرگ، ۱۳۹۵). جریان اصلی علم اقتصاد همواره باور داشته است که عموماً نوعی دست نامرئی، بازارها را به سمت کاراترین وضعیت پیش می‌برد. در این وضعیت، سرمایه‌ها به بهترین شکل تخصیص یافته و تعادل‌های شکل گرفته پایداری بالایی دارند (Mankiw, 2021).

با این حال، تجربه نشان داده است که بازارهای کاملاً آزاد با آن کیفیتی که ادعا می‌شود کار نمی‌کند. امروزه طرفداران این نظریه که بازارهای کاملاً آزاد، همواره موفق نیستند در حال گسترش است. به عبارت دیگر، بازارهای کاملاً آزاد، مستعد شکست اند. عوامل رفتاری (Thaler & Sunstein, 2009) و منفعت طلبی انسان (Commons, 1975) در کنار نبود اطلاعات کامل (Armour et al., 2016) به دفعات منجر به شکست بازارها شده است. قیمت‌ها در بازارهای کالی همیشه بازتاب واقعی شرایط اقتصادی نیستند. نقش انسان در بخش مالی اقتصاد و رفتار بازارهای مالی نسبت به بخش واقعی اقتصاد پررنگ‌تر بوده و به عبارت بهتر تحولات بازارهای مالی قضاوتی‌تر از بخش واقعی اقتصاد است. اگر در بخش واقعی اقتصاد به انسان تنها بعنوان نیروی کار توجه می‌شود، در بازارهای مالی برآیند قضاوت همین انسان‌هاست که روندهای قیمتی را ایجاد می‌کند. در واقع بازارهای مالی همواره عاقلانه رفتار نمی‌کنند و این ادعا خود را در بحران‌های مالی متعدد اثبات کرده است. ناهنجاری‌های رفتاری و سوگیری‌های شناختی همواره می‌توانند رفتارهای معاملاتی سرمایه‌گذاران را در بازار تحت تاثیر قرار داده و روندهای غیر منطقی را در بخش مالی اقتصاد بازتولید کنند. عمق و وسعت اثرات این مسئله تا حدی است که ابعاد روان‌شناسی بازار و مطالعه رفتاری معامله‌گران در قالب یک رشته تخصصی آکادمیک تحت عنوان علم مالی رفتاری در مراکز معتبر علمی توسعه یافته است. بنابراین این تهدید همواره وجود دارد که بازارها در شرایط هیجانی تنها مبتنی بر عوامل روان‌شناختی از واقعیت و روندهای منطقی فاصله گرفته و بحران ایجاد کنند. در چنین شرایطی، نهادهای ناظر وظیفه حفاظت و بهبود کارایی بازار را با مداخلات خود بر عهده خواهند داشت. در حقیقت لازم است تا این نهادها با مداخلات خود از سلامت بازار در مقابل مفاسد، حقوق سهامداران و سایر ذی‌نفعان و همچنین ثبات بازار حفاظت نموده و از وقوع ریسک‌های سیستمی جلوگیری نمایند (Armour et al., 2016). بنابراین مداخله در بازارها گاه با هدف حراست از سلامت بازار در مقابل فساد، گاه با هدف حفظ ثبات (جلوگیری از بروز نوسانات شدید) و همچنین گاهی با اهداف توسعه‌ای اعمال می‌شوند.



نمودار ۱- اهداف تنظیم‌گری (آرمور و همکاران؛ ۲۰۱۶)

شکست تنظیم‌گری

همانطور که مرور شد، اهمیت تنظیم‌گری در جلوگیری از شکست بازار تعریف می‌شود. در حقیقت، دخالت‌های تنظیم‌گری تلاش دارد تا خلأهای ذاتی سازوکار بازار در فرآیندهای خوداصلاحی را پوشانده و عملکرد بازار را بهبود بخشد. با این حال، تجربه نشان داده است که دخالت‌های تنظیم‌گری همواره با نتایج مورد انتظار همراه نیست. عدم تحقق نتایج مورد انتظار از دخالت‌های تنظیم‌گری را شکست تنظیم‌گری^۱ یا شکست تنظیمی نامیده‌اند. شکست تنظیمی را می‌توان بر اساس فرآیند تنظیم‌گری دسته‌بندی نمود. در این رویکرد، تمایز بین شکست تحلیلی (تجزیه و تحلیل موقعیت ناقص صورت گرفته است)، شکست مداخله‌ای (خطا در تشخیص وضعیت بازار و اشتباه در پاسخ نظارتی در رابطه با یک مشکل تشخیص داده شده)، شکست هماهنگی (عدم مداخله نظارتی مناسب به دلیل مشکلات همپوشانی میان نهادهای نظارتی)، شکست سیاسی (در شرایط سیاسی خاص، مداخله زودهنگام امکان پذیر نیست) و شکست طراحی (عدم کفایت زیرساخت قانونی در حوزه تنظیم‌گری برای رسیدگی به یک مشکل خاص) مورد بررسی قرار می‌گیرد (Lodge, 2015).

هرچند به اعتقاد برخی اندیشمندان همچون استیگلیتز (۲۰۰۹) عمده شکست‌های تنظیم‌گری که منجر به وقوع بحران شده است در حقیقت از اعتماد بیش از اندازه تنظیم‌گران به توانایی ذاتی سازکارهای درونی بازار در حفظ ثبات خود (تعادل شکل گرفته از فعالیت

^۱ Regulatory Failure;

آزادانه‌ی همه بازیگران) نشأت گرفته است (Stiglitz, 2009). گروهی دیگر عقیده دارند که در بسیاری از موارد، مداخلات زیاد و بیش‌تنظیم‌گری منجر به تهدید کارایی بازارهای مالی شده است.

مداخلات تنظیم‌گری

در رابطه با تعریف مداخله در بازار، بطور کلی مجموعه‌ای از اقدامات انجام شده توسط سازمانی که خارج از سیستم بازار است، مداخله در بازار نامیده شده؛ که مداخلات یادشده می‌تواند بخشی از پروژه‌ها یا برنامه‌های بزرگتر باشد (Burjorjee & Scola, 2015). آنچه در منابع متعارف بین‌المللی از آن بعنوان مداخله‌ی نهاد ناظر یاد می‌شود، ارائه تعریفی مبتنی بر مصادیق توافق شده ذیل این عنوان است. بعنوان مثال در گزارشی که سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار در رابطه با مداخلات نهاد ناظر در بازار منتشر نموده، ناشر بر آن است تا با ارائه مصادیق مداخلاتی نهاد ناظر در مکانسیم معاملات مخاطب را به درک شناختی مناسبی از آنچه ذیل اصطلاح مداخلات می‌تواند قرار گیرد برساند. بعنوان مثال گزارش نهایی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار در سال ۲۰۱۰ با موضوع «اثربخشی مداخلات ناظر در بازارهای در حال توسعه» نیز مبتنی بر همین رویکرد نگاشته شده و سعی در تشریح هرچه بیش‌تر ابعاد متنوع آنچه ارتکازات عرفی از آن بعنوان مداخلات ناظر یاد می‌کنند و بررسی راهکارهای افزایش اثربخشی و کارآمدی آن‌ها دارد تا تمرکز صرف بر ارائه تعریف جامع و واحدی از مداخله (IOSCO, 2010)؛ چراکه با توجه به تفاوت‌های ساختاری و حقوقی نهادهای ناظر بازارهای سرمایه سایر کشورها ارائه تعریف واحدی برای مداخلات نهاد ناظر کمی دشوار بنظر می‌رسد.

از مهمترین مداخلات نهادهای ناظر در بازارهای سرمایه، اقدامات نظارتی ناظر به جریان معاملات و عملیات متعارف بازار است. این دسته از مداخلات شامل هرگونه دستکاری دستوری نهاد ناظر در دو طرف بازار (عرضه و تقاضا) و همچنین اقدامات نظارتی محدودکننده‌ی نقدشوندگی همچون توقف، تعلیق، ابطال، محدودیت قیمتی، حجم مبنا و ... - ولو در چهارچوب دستورالعمل‌ها و ظرفیت‌های قانونی - می‌شود.

وجود یک محیط معاملاتی منصفانه و منظم برای حفظ بازار اوراق بهادار با عملکرد مناسب کلیدی است. مداخلات بازار با هدف جلوگیری از اختلال بالقوه بازار و یا بازگردانی منظم انجام می‌شود. با ایجاد وقفه یا محدودیت در معاملات فرصتی برای فعالان بازار فراهم می‌شود تا از انتشار اطلاعات به طور گسترده و یکسان استفاده کرده و تصمیمات معاملاتی خود را به طور منطقی در پرتو اطلاعات جدید اتخاذ کنند. بر اساس (IOSCO, 2010)، مداخلات بازار را می‌توان به دو دسته به شرح زیر طبقه بندی کرد:

۱. اختیاری

a. توقف معاملات

b. تعطیلی بازار

۲. خودکار

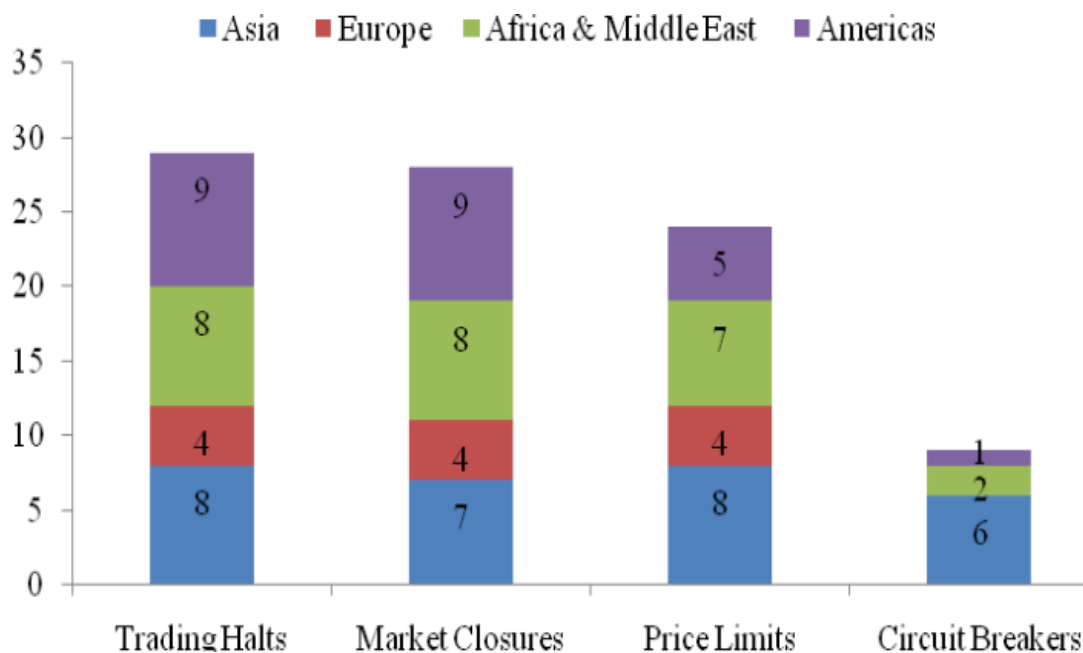
a. محدودیت قیمت^۲

b. محدودیت معاملات (قطع کننده مدار)

اقدامات تنظیم‌گری صلاح‌دید یا اختیاری در بازار توسط تنظیم‌کننده معمولاً در انتظار انتشار قریب الوقوع اخبار مهم در مورد یک ناشر، یا در واکنش به رویدادهای غیرعادی اعمال می‌شوند. بسته به شدت اعلان‌های خبری توقف معاملات ممکن است از پنج دقیقه تا حتی بقیه روز متغیر باشد.

اقدامات تنظیم‌گری خودکار در بازار به روش‌های غیراختیاری بر اساس محدودیت‌های از پیش تعیین‌شده تحمیل می‌شود. این مداخلات بگونه‌ای عمل می‌کنند که نوسانات قابل توجه در قیمت اوراق بهادار یا شاخص باعث توقف خودکار معاملات اوراق بهادار یا تعلیق کل بازار می‌شود. مدت توقف معاملات خودکار معمولاً بسیار کوتاه‌تر از موارد اختیاری است.

پاسخ‌های نظرسنجی نشان می‌دهد که اکثر پاسخ‌دهندگان در مورد بازارهای نوظهور ترکیبی از اقدامات تنظیم‌گری در بازار را تجربه داشته‌اند. همه پاسخ‌دهندگان دارای تجربه توقف معاملات هستند؛ ۲۸ نفر از ۲۹ پاسخ‌دهنده نظرسنجی دارای تجربه تعطیلی بازار هستند و ۲۴ نفر از آن‌ها تجربه محدودیت قیمت را دارند؛ در حالی که تنها ۹ نفر از ۲۹ شرکت‌کننده در نظرسنجی دارای تجربه قطع‌کننده‌های مدار هستند. به نظر می‌رسد که کلیدهای قطع مدار کمترین تجربه استفاده را در بازارهای نوظهور دارند. همچنین مشاهده می‌شود که اقدامات تنظیم‌گری بازار معمولاً در بازار سهام اعمال می‌شود؛ گرچه برخی بازارهای دیگر هم تجربه توقف معاملات، محدودیت‌های قیمتی و قطع‌کننده‌های مدار را دارند؛ از جمله در اوراق بهادار بدهی و مشتقات.



نمودار ۳- مقبولیت سازوکارهای مداخلاتی در بورس های جهان (IOSCO, 2010)

فرآیند پژوهش حاضر

فرآیند کلی پژوهش با توجه به اهداف سه گانه اساسی مطرح شده در پیشنهادی مصوب طرح پژوهشی کنونی تنظیم شده است. پژوهش حاضر سه هدف ذیل را دنبال می کند:

- (۱) شناسایی و آسیب شناسی انواع اقدامات تنظیم گری کنونی نهاد ناظر بازار سرمایه ایران در جریان بازار سهام
- (۲) استخراج تجربیات و انواع اقدامات تنظیم گری نهاد ناظر بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته و بازارهای سرمایه پیشرو
- (۳) شناسایی ملاحظات اجرایی انواع اقدامات تنظیم گری و ارائه رهنمودهای سیاستی در اعمال اقدامات تنظیم گری

در رابطه هدف نخست در فصل سوم از گزارش پژوهشی به بررسی وضعیت موجود بازار سرمایه و بورس های سهام ایران در حوزه اقدامات تنظیم گری نهاد ناظر، سیاستگذار و حاکمیت پرداخته می شود.

بنابراین گام نخست این مطالعه خود پژوهشی مستقل بشمار می آید که از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی بوده و رویکرد کیفی پژوهش را دنبال نموده است. همچنین از تحلیل مضمون به عنوان روش تجزیه و تحلیل داده ها استفاده شد. مضامین ویژگی های تکرار شونده و متمایزی در متن اند که از نظر پژوهشگر نشان دهنده تجربه یا ایده ای خاص در رابطه با سوالات اصلی پژوهش هستند (King & Horrocks, 2010). کدگذاری به فرآیند کشف مضامین مرتبط کننده کدها با واحدهایی از متن گفته می شود (Guest, MacQueen, & Namey, 2012).

روش تحلیل مضمون در سه سطح مشخص مضامین پایه (کدها و نکات کلیدی موجود در متن)، سازمان دهنده (مضامین به دست آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی در برگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان یک کل) انجام

گرفته و نقشه‌ای کلی از مضامین و رابط میان آن‌ها را ارائه می‌دهد (کمالی، ۱۳۹۷). با توجه به آنکه چالش‌های مورد بررسی در مطالعات پیشین و منابع کتابخانه‌ای، بیانگر تمامی مشکلات اقدامات تنظیم‌گری و سیاست‌گذار نبوده است، در این مطالعه از مصاحبه با خبرگان از جمله مدیران اجرایی و کارشناسان مرتبط به جهت تکمیل مطالعات کتابخانه‌ای تا رسیدن به اشباع نظری استفاده شد.

به بیان دقیق‌تر در این مرحله از پژوهش با ۳۳ نفر از خبرگان بصورت نیمه‌ساختاریافته مصاحبه تخصصی انجام گرفت؛ که از میان خبرگان یادشده ۵ نفر از روسا و یا اعضای سابق هیأت مدیره سازمان بورس، ۱۰ نفر از مدیران نظارتی نهادهای خودانتظام و یا نهاد ناظر، ۱۰ نفر از کارشناسان، پژوهشگران و اساتید دانشگاه متخصص در حوزه تنظیم‌گری و ۸ نفر از مدیران نهادهای مالی بزرگ دولتی و خصوصی در بازار سرمایه بوده‌اند. در نهایت جدول تحلیل مضمون شامل آسیب‌شناسی موضوع در قالب سه دسته مضامین پایه، ساختاردهنده و فراگیر به مخاطبان ارائه گردیده و ناظر به هریک از مضامین پایه نیز توضیحات تکمیلی ارائه می‌شود.

گام بعدی پژوهش در راستای هدف دوم مطرح شده در پیشنهاد یعنی استخراج تجربیات و انواع اقدامات تنظیم‌گری نهاد ناظر بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته و بازارهای سرمایه پیشرو برداشته می‌شود. در این راستا پژوهش کنونی به مطالعه تفصیلی تجربه کشورهای سراسر دنیا در حوزه اقدامات تنظیم‌گری نهادهای تنظیم‌گر و سیاستگذار در جریان بازار می‌پردازد. به همین منظور، در راستای انتخاب کشورهای هدف در مطالعه کنونی، استخراج معیارهایی برای انتخاب کشورها و بازارها در بین بازارهای سرمایه متنوع و متعدد بین‌المللی، ضروری بنظر می‌رسد؛ بنابراین با مطالعه نمونه پژوهش‌های مشابه و منطق مستفاد در آن‌ها برای انتخاب کشورها و بازارهای بین‌المللی و همچنین با مشورت و مصاحبه با خبرگان این حوزه، معیارهای مطرح شده در جدول ذیل برای انتخاب کشورها احصا گردید. نهایتاً تجربه اقدامات تنظیم‌گری سیاستی و تنظیمی هر یک از کشورهای ذیل مبتنی بر چهارچوب و منطقی که سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس و اوراق بهادار برای اقدامات تنظیم‌گری و تنظیمی پیشنهاد کرده است، در قالب فصل چهارم گزارش ارائه می‌شود. در واقع فصل چهارم بعنوان بخش توصیفی گزارش به روایت وضعیت موجود بورس‌های بین‌المللی و کشورهای هدف انتخاب شده در حوزه اقدامات تنظیم‌گری سیاستی و تنظیمی می‌پردازد.

معیار مطالعه تجارب بین‌المللی	توضیحات	کشور انتخاب شده
نظام حقوقی رومی - ژرمنی (civil law)	نظام حقوقی کشور مورد نظر نقش بسیار موثری بر تنظیم‌گری بازار سرمایه دارد. تامین سلامت بازار سرمایه بعنوان یکی از اهداف تنظیم‌گر در هر یک از نظامات حقوقی متعارف دنیا ملاحظات خاص خود را می‌طلبد که طبیعتاً بر کیفیت و کمیت مداخلات تنظیمی نیز اثر خواهد گذاشت. نظام حقوقی رومی ژرمنی که مبتنی بر قوانین مکتوب توسعه می‌یابد، در بسیاری از کشورهای سراسر دنیا استفاده شده و منشأ قواعد حقوقی در آن	کره جنوبی

	مقررات مصوب مراجع ذیصلاح است. از کشورهای دارای نظام حقوقی رومی - ژرمنی گزارش حاضر به بررسی تجارب مداخلاتی کره جنوبی بعنوان یک کشور در حال توسعه که می تواند از منظر سیاست های اقتصادی الگوی مناسبی برای مطالعه باشد، می پردازد.	
انگلستان	در رابطه با نظام حقوقی عرفی توضیح آنکه مبنای چنین نظامی تصمیمات و آرای قضات در پرونده های مطروحه بوده و صدور رای در دادگاه مبتنی بر قوانین نوشته نیست. در این پژوهش کشور انگلستان بعنوان یکی از کشورهای توسعه یافته و پیشرو در حوزه بازارهای مالی بعنوان کشور هدف برای مطالعه از میان کشورهای دارای نظام حقوقی عرفی انتخاب گردید.	نظام حقوقی عرفی مبتنی بر تصمیمات قضات (common law)
ترکیه	یکی از معیارهای با اهمیتی که در مطالعه تجارب مداخلاتی کشورهای الگو می بایست مدنظر قرار داد، عدم ثبات شاخص های کلان اقتصادی همچون تورم است. به همین منظور از بین کشورهایی که در دو دهه گذشته بیش ترین تورم ها را همچون کشور خودمان تجربه کرده اند، ترکیه به دلیل قرابت هایی چون اسلامی بودن، قرابت جغرافیایی، شباهت های فرهنگی و جمعیتی برای مطالعه تجارب مداخلاتی سیاست گذاران آن در بازار سهام انتخاب شد.	عدم ثبات در شاخص های کلان اقتصادی
مالزی	یکی دیگر از معیارهایی که خبرگان همواره بر آن تاکید داشته و دارند، توجه به لزوم توسعه مبتنی بر ملاحظات شریعت در بازار سرمایه ایران است؛ لذا بازارهای سرمایه اسلامی نیز می بایست در بین مطالعات بین المللی ما جایگاهی ویژه داشته باشند؛ بنابراین از بین کشورهای اسلامی بازار سرمایه کشور مالزی بعنوان یکی از کشورهای پیشرو در زمینه مالی اسلامی برای مطالعه تجارب مداخلاتی انتخاب گردید.	اسلامی بودن بازار سرمایه
روسیه	از دیگر شاخصه های بازار سرمایه ایران که مورد اشاره همه خبرگان نیز بوده است، ساختار دولتی و شبه دولتی اکثریت نهادها و ناشران بازار است؛ در همین رابطه کشور روسیه برای مطالعه مداخلات تنظیمی و حاکمیتی بر بازار سرمایه انتخاب شد.	ساختار دولتی اقتصاد (نهادهای و شرکت ها)

چین	از دیگر معیارهای مورد تاکید خبرگان برای مطالعه تجارب بین‌المللی میزان سرمایه‌گذاری مستقیم و مشارکت بی‌واسطه سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه است. با توجه به حجم بالای معامله‌گران خرد و سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار سرمایه ایران، لازم است با پذیرش این موضوع بعنوان یک واقعیت در انتخاب کشورهای هدف برای مطالعه نیز آن را مدنظر قرار دهیم. چراکه حجم بالای سرمایه‌گذاران خرد و مستقیم در بازار قطعاً بر کمیت و کیفیت اعمال مداخلات تنظیمی از طرف ناظر بازار تاثیر خواهد داشت.	حجم بالای سرمایه‌گذاران خرد و مستقیم در بازار سرمایه
آمریکا	کشور ایالات متحده بدین جهت مورد مطالعه قرار گرفت که دارای بزرگترین بازارهای مالی دنیا با بیش‌ترین ارزش معاملات روزانه است. طبعاً تنظیم‌گری بازارهای مالی یادشده در ایالات متحده آمریکا بعنوان بزرگترین قدرت اقتصادی دنیا نیز نکات ارزشمندی را حتی در حوزه اعمال مداخلات تنظیمی در اختیار مخاطبان قرار خواهد داد.	برخورداری از سطح بالای توسعه یافتگی
ژاپن	از دیگر حقایق بازارهای مالی در ایران بانک محور بودن نظام تامین مالی کشور است. بگونه‌ای که بش از ۹۰٪ حجم تامین مالی‌های انجام شده در اقتصاد ایران از طریق بازار پول و شبکه بانکی انجام می‌شود. این مسئله بر جایگاه و کارکرد بازار سرمایه در اقتصاد کشور تاثیر گذاشته و طبیعتاً نوع مداخلات و اندازه آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در گزارش کنونی کشور ژاپن بعنوان یک کشور بانک محور در حوزه تامین مالی	بانک‌محور بودن نظام تامین مالی
هند	هند بعنوان یک الگوی موفق در بین اقتصادهای در حال توسعه انتخاب گردید. مطالعه مداخلات تنظیمی این اقتصاد در حال رشد بازارهای مالی و بررسی مداخلات تنظیمی در بازارهای مالی هند اطلاعات ارزشمندی در سیاستگذاری و تنظیم‌گری بازارهای مالی در اختیار مخاطب می‌گذارد.	الگوهای موفق در حال توسعه
تایوان	از دیگر واقعیت‌های اقتصاد ایران که همواره بر بازارهای مالی نیز اثر می‌گذارد، وجود ریسک‌ها و مخاطرات با منشا خارجی است که همواره بصورت سیستماتیک کل بازار سرمایه را تهدید می‌کند. ازین منظر کشور تایوان که همواره از نظر سیاسی و نظامی با همسایه قدرتمند خود چین دارای اصطکاک	بالا بودن سطح ریسک‌های سیستماتیک با منشا خارجی و سیاسی

	بوده و بازارهای مالی آن با این موضوع بعنوان یک ریسک سیستماتیک دائمی درگیر بوده‌اند، الگوی مناسبی برای مطالعه مداخلات تنظیمی بوده است.	
--	--	--

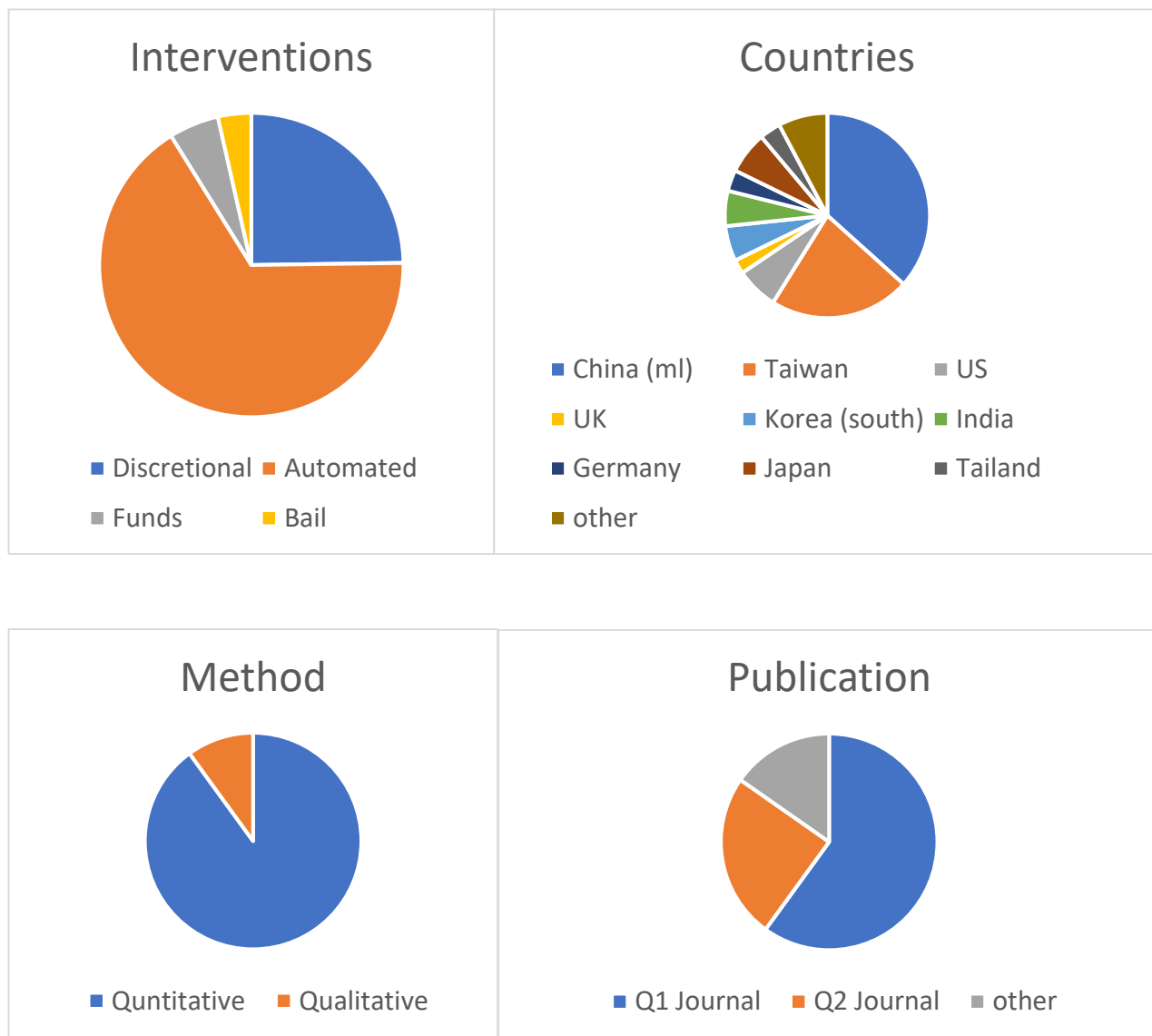
مطالعه حاضر در فصل پنجم با استفاده از روش فراترکیب به مرور نظام‌مند ادبیات «دخالت نهادناظر و حاکمیت در بازار سهام» می‌پردازد. در واقع در این مرحله بعنوان بخش تحلیلی گزارش، پژوهشگران به تحلیل و بررسی ابعاد متنوع هر یک از انواع اقدامات تنظیم‌گری و سیاستی می‌پردازند؛ بگونه‌ای که پیشنهادها، ملاحظات اجرایی، مخاطرات، مزیت‌ها و نقاط منفی استفاده از هریک از سیاست‌ها و ابزارهای مداخلاتی را تا حدی که مطالعات پیشین بدان اشاره کرده باشند، بررسی نموده و منعکس می‌نمایند. مرور نظام‌مند روشی مفید در شناسایی، ارزیابی و تفسیر تحقیقات پیشین در یک حوزه نظری یا پدیده‌ای تجربی است که خرد جمعی مستتر در موضوعات علمی مختلف را نمایان می‌کند (Patole, 2021). همچنین با هدف استفاده حداکثری از مقالات استخراج شده، از روش فراترکیب جهت تحلیل ثانویه محتوا استفاده می‌شود. روش فراترکیب، شاخه‌ای از روش‌های فرامطالعه است که به تحلیل کیفی یافته‌های مطالعه پیشین و استنتاج قیاسی از آنان می‌پردازد. از سوی مقابل، روش فراتحلیل به بررسی محتوای استخراج شده از منظر کمی توجه می‌کند. با توجه به گستردگی موضوع پژوهش حاضر و مصادیق متعدد آن (که از وضعیت توسعه‌یافتگی بازار سرمایه، خواستگاه نهادی و شرایط زمانی انجام اقدامات تنظیم‌گری متأثر است) استفاده از فراترکیب انتخاب شده است.

محققان روش‌های مختلفی برای انجام فراترکیب ارائه نموده‌اند، که اگرچه در عناوین و تعداد گام‌ها با هم متفاوت هستند، اما در عمل مسیر یکسانی را تا رسیدن به نتیجه طی می‌نمایند. در پژوهش حاضر الگوی فراترکیب برگرفته از رویکرد ساندولسکی و باروسو (۲۰۰۷) قرار گرفت. این روش مطابق نمودار زیر در هفت مرحله به بررسی و تحلیل موضوع مطالعه می‌پردازد.



نمودار ۴ - فرآیند روش تحلیل فراترکیب

تعیین مرز پژوهش: مرز مطالعه حاضر، مقالات علمی منتشر شده در نشریات Q1، Q2 و کنفرانس‌های علمی معتبر در سطح جهان است. بطور کلی نمودارهای مربوط به توزیع مقالات استخراج شده به اعتبار کشور مورد مطالعه، ابزار مداخلاتی مورد مطالعه، روش پژوهش و نوع مجلات پژوهشی محل انتشار در ادامه برای مخاطبین ارائه می‌شود.



نمودار ۵ - مقالات خروجی جستجوی نظام‌مند پس از ۲ مرحله غربالگری

فرآیند انتخاب کلیدواژه‌ها: پس از مشخص شدن موضوع، سوالات و اهداف و محدوده مرور نظام‌مند، اولین گام، تعیین کلیدواژه‌های جستجوی متناسب با موضوع مطالعه است. در این پژوهش به جهت تعیین کلیدواژه‌ها، از مراجعه به کتب و گزارش‌های مرجع حوزه «دخالت در بازار سهام» استفاده شد. پس از بررسی محتوای مذکور، کلیدواژه‌ها در دو دسته کلیدواژه‌های کلی و همچنین مصادیق اقدامات تنظیم‌گری و به صورت عبارت شرطی زیر تعریف شد.

("market intervention" OR "market stimulus" OR "Government intervention" OR "market rescue" OR ("stock" OR "share" OR "capital") AND "market stability")

OR "Trading Halts" OR "Price Limits" OR "Circuit Breakers" OR "Volatility Interrupter" OR "volatility auction" OR "Dynamic Price Threshold" OR "Static Price Thresholds" OR "static and Dynamic Ranges" OR "Alternatives to Address" OR "Side-Car" OR "Side-Car" OR "Static Collar" OR "Shock Absorbers" OR "Speed Bumps" OR "Freeze Parameters" OR "Pre-Trade Risk Management" OR "Call Auction System" OR "Market Activities Queries" OR "Cooling Off Periods" OR "Cooling-Off Periods")

فرآیند جستجو: به جهت انجام جستجو از دو سامانه ساینتس دایرکت^۳ به عنوان سامانه‌ی مبنا یا جستجوگر اولیه و اسکوپس^۴ به عنوان سامانه مکمل استفاده شده است. ساینتس دایرکت سامانه‌ای است که جهت انتشار مقالات پذیرفته شده در نشریات الزویر^۵ و نشریات برگزیده جهانی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در مقابل سامانه اسکوپس صرفاً به عنوان تارنمایی جهت نمایه‌سازی مقالات (بنابراین صرفاً به اطلاعات ارجاع و چکیده مقاله دسترسی دارد) مورد استفاده قرار می‌گیرد. هر دو این سامانه‌ها از منظر ویژگی‌هایی چون غنای کمی و کیفی منابع و همچنین قابلیت‌های جستجو توانایی بالایی در پشتیبانی از مطالعات مرور نظام‌مند دارند (Gusenbauer & Haddaway, 2020). دلیل استفاده از ساینس دایرکت به عنوان جستجوگر اولیه و اسکوپس به عنوان جستجوگر مکمل، موضوع تحقیق حاضر است. در حقیقت، موضوع «دخالت نهاد ناظر یا دولت در بازار سرمایه» شامل هسته‌ای از مباحث متداول (که مطالعات گسترده‌ی تجربی و ماهوی در این زمینه صورت گرفته است) مانند دامنه نوسان و توقف در بازار سرمایه و مباحث کمتر پرداخته شده مانند خرید مستقیم و دستوری سهام توسط نهادهای حاکمیتی، منع موردی خرید و فروش و... است. در نهایت، پس از انجام جستجو در سامانه ساینس دایرکت، تعداد ۳۰۵۰ مقاله مرتبط با عبارت شرطی جستجو شده استخراج گردیده و پس از دو مرحله غربال مقالات، تعداد ۲۸۴ مقاله کاملاً مرتبط با موضوع شناسایی می‌شود. غربالگری نخست با مرور عناوین و کلیدواژه‌ها صورت گرفته و غربالگری نهایی با مرور چکیده‌های مقالات انجام می‌شود.

ارائه یافته‌ها: یافته‌های مرور نظام‌مند صورت گرفته در قالب مجموعه ملاحظات دسته‌بندی شده ناظر به هر یک از انواع مداخلات تنظیمی و سیاستی اشاره شده در گزارش سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس و اوراق بهادار بگونه‌ای ارائه می‌گردد که ابعاد متنوع اجرای هریک از ابزارهای مداخلاتی و سازوکارهای تنظیمی (شامل پیشنیازها و ملاحظات اجرایی) بعنوان یک داشبورد مدیریتی و سیاستی در اختیار نهاد ناظر بازار سرمایه قرار گیرد.

در فصل پایانی مجموعه رهنمودهای سیاستی در پاسخ به آسیب‌های احصا شده از تحلیل مضمون صورت گرفته در فصل سوم با عنوان آسیب‌شناسی مداخلات سیاستی و تنظیمی نهاد ناظر بازار سرمایه ایران که غالباً انعکاسی از پیشنهادات خود خبرگان مورد مصاحبه است، برای استفاده نهاد ناظر ارائه می‌شود. همچنین داشبوردی با چهارچوب مدل اقتضائی مداخلات نهاد ناظر در ادامه

3)ScienceDirect

4)Scopus

5) Bsevier

ارائه خواهد شد. مدل اقتضائی یادشده مبتنی بر اطلاعات حاصل از پیمایش‌های خبرگانی، مطالعات کتابخانه‌ای بورس‌های هدف و مرور سیستماتیک صورت گرفته در فصل پنجم و بخش تحلیلی پژوهش است.

محدودیت‌های پژوهش: بدون تردید یکی از مهمترین محدودیت‌های پژوهش حاضر فقدان ادبیات کافی در رابطه با بسیاری از مداخلات و رفتارهای تنظیمی نهادهای ناظر، خصوصا در مطالعات داخلی و بررسی تجارب بازار سرمایه ایران بوده است. بسیاری از اقدامات تنظیم‌گری که آثار بزرگی بر بازار نیز بر جای می‌گذارند، غیررسمی بوده و مستندات و محتوای مکتوبی در هیچ یک از پژوهش‌ها و مطالعات تاریخی در رابطه با آن‌ها – علی‌رغم آثار مهمی که بر بازار می‌گذارند – یافت نمی‌شود. این مسئله نه فقط در رابطه با بورس‌های داخلی که در کشورهای دیگر نیز صادق بوده و به دلیل عدم دسترسی به خبرگان بازارهای سهام کشورهای منتخب امکان احصای چنین اطلاعات غیررسمی به صورت پیمایشی در این مطالعه نبوده است.

محدودیت دیگری که اشاره به آن ضروری به نظر می‌رسد تمایز ساختارهای حقوقی و نهادی کشورهای متنوع و متعدد با یکدیگر است؛ بطوریکه عملا پیشنهاد اقدامات تنظیم‌گری و سیاستی یک بازار برای بورس‌های سهام دیگر با توجه به ابعاد متنوع تمایزات حقوقی، نهادی و اجرایی و حتی فرهنگی کشورهای متفاوت، حرفه‌ای و سازنده نخواهد بود. البته با توجه به همین نکته مهم سعی شده تا حد امکان در فصل پایانی که در رابطه با رهنمودهای سیاستی و ارائه داشبوردهای مدیریتی به سازمان بورس و اوراق بهادار است، رهنمودها در قالب چهارچوب‌هایی شامل مهمترین مولفه‌های موثر بر کارایی و اثربخشی یک ابزار تنظیم‌گری ارائه شود. طبیعتا مولفه‌های یادشده از مطالعه مقالات مرتبط کار شده احصا گردیده و البته کامل نمی‌باشند.

نتایج مطالعه

مرور تجربه کشورهای مختلف از استفاده از طیف وسیعی از ابزارهای تنظیم‌گری مختلف در جریان عرضه و تقاضای بازارهای سهام حکایت داشته است. این ابزارهای را با توجه به ماهیت و شیوه به کارگیری می‌توان به دو دسته اقدامات تنظیم‌گری خودکار و اقدامات تنظیم‌گری صلاح‌دید تقسیم نمود. در دسته اقدامات خودکار، عمده کشورها از اقداماتی چون وضع دامنه‌های نوسان، قطع‌کنندگان جریان و حراج‌های ناپیوسته ناشی از نوسان در مدیریت جریان عرضه و تقاضای بازارهای سهام استفاده نموده اند. همچنین در بخش اقدامات صلاح‌دید، کشورهای مختلف از اقداماتی چون توقف معاملات سهام، تعلیق بازار، مداخله مستقیم (خرید یا فروش سهام)، جهت‌دهی فعالانه نهادهای مالی به خرید و فروش و همچنین ارسال هشدار استفاده نموده اند.

در نهایت، نتایج نهایی پژوهش در دو قالب آسیب‌شناسی وضع موجود و همچنین ارائه راهکارهای عملیاتی ارائه شد. در بخش آسیب‌شناسی، به ۴۳ چالش موثر در اقدامات تنظیم‌گری نهاد ناظر بازار سرمایه کشور در بازار سهام اشاره شده و این چالش‌ها در ۳ دسته کلان آسیب‌های ناظر به محیط، آسیب‌های ناظر به بازیگران بازار و آسیب‌های ناظر به عملیات نهاد ناظر اشاره دسته‌بندی شده و ارائه شد.

همچنین در حوزه راهکارهای پژوهش، پس از مرور تجربه کشورهای مختلف در انجام اقدامات تنظیم‌گری در بازارهای سرمایه و همچنین بررسی ادبیات علمی تولید شده در این زمینه، به بررسی الزامات استفاده از هر یک از اقدامات تنظیم‌گری پرداخته شده و این الزامات، در قالب پرسش‌ها و پاسخ‌هایی کوتاه جهت بهره‌برداری تصمیم‌گیران سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه گشت. در ادامه، با هدف ارتقای بیش از پیش سطح اقدامات تنظیم‌گری در بازار سرمایه کشور، اقدام به ارائه «مدل اقتضائی اقدامات تنظیم‌گری در بازار سهام» شد. این مدل به تنظیم‌گران بازارهای سهام کمک خواهد نمود تا با بررسی شرایط مختلف، بهترین اقدامات تنظیم‌گری را انتخاب نموده و به کار گیرند. این مدل که از دو بخش اقدامات تنظیم‌گری خودکار و اقدامات تنظیم‌گری صلاح‌دیدی تشکیل شده است، با توجه به متغیرهای موثر کلیدی همچون سطح سیگنال‌پذیری بازار، سهم معاملات حرفه‌ای و...، اقدام به معرفی بهترین گزینه‌های اقدامات تنظیم‌گری به تصمیم‌گیران می‌کند. در نهایت، بازبینی‌ای (چک‌لیست) جهت بررسی پیشینی پیامدهای تصمیم‌گیران در این حوزه آماده شده و ارائه شد.

منابع

1. Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C. P., Payne, J., & Davies, P. L. (2016). *Principles of financial regulation* (First edition). Oxford University Press.
 2. Burjorjee, D. M., & Scola, B. (2015). *A Market Systems Approach to Financial Inclusion Guidelines for Funders*. Consultative Group to Assist the Poor (CGAP).
 3. Commons, J. R. (1975). *Institutional economics: Its place in political economy. Volume one*. Routledge, Taylor & Francis Group.
 4. Gusenbauer, M., & Haddaway, N. R. (2020). Which academic search systems are suitable for systematic reviews or meta-analyses? Evaluating retrieval qualities of Google Scholar, PubMed, and 26 other resources. *Research Synthesis Methods*, 11(2), 181–217. <https://doi.org/10.1002/jrsm.1378>
 5. IOSCO. (2010). *Effectiveness of Market Interventions in Emerging Markets* (FR09/10). International Organization of Securities Commissions.
 6. Lodge. (2015). *Managing regulatory failure*. Center for risk and regulation (CARR).
 7. Mankiw, N. G. (2021). *Principles of Economics* (Ninth edition). Cengage.
 8. Patole, S. (Ed.). (2021). *Principles and Practice of Systematic Reviews and Meta-Analysis*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-71921-0>
 9. Stiglitz, J. E. (2009). Regulation and Failure. In *New Perspectives on Regulation*. The Tobin Project.
 10. Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2009). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness* (Rev. and expanded ed., with a new afterword and a new chapter). Penguin.
۱۱. سوئدبرگ، ر. (۱۳۹۵). *جامعه‌شناسی اقتصادی؛ ساخت اجتماعی و کنش اقتصادی*. انتشارات تپسا.