

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

معماری نوین بازار اوراق بهادار در ایران: بازشناسی رهیافتهای بنیادی

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

معماری نوین بازار اوراق بهادار در ایران: بازشناسی رهیافتهای بنیادی

اشاره

چارچوب قانونی و مقرراتی لازم برای شکل گرفتن بازار اوراق بهادار در ایران به سبب الزام پوشش فعالیت مجموعه گسترده‌ای از نهادها، فعالان، بازارهای انتشار و دادوستد، و ابزارهای مالی به یقین از مجموعه قانونی و مقرراتی کنونی ناظر به شکل‌گیری و فعالیت بورس اوراق بهادار تهران بسیار فراتر است. جای گفتگو نیست که در نبود یک بازار فراگیر، قاعده‌مند، و کارآمد اوراق بهادار در ایران نمی‌توان و نباید انتظار داشت که یک نهاد فعال در بازار دست دوم - هر چقدر هم کارآمد - بتواند نقش و جایگاهی سزاوار در اقتصاد ملی و همانند بازارهای متعارف اوراق بهادار در کشورهای توسعه‌یافته یا بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دست آورد؛ و درست از همین روست که کفایت لازم برای مشارکت شایسته مردم در فعالیتهای اقتصادی به ویژه از طریق کاستن از حجم فعالیتهای تصدی‌گری دولت در اقتصاد ایران چندان مهیا نشده است. گو اینکه پیشبرد بسیاری از برنامه‌های اقتصادی دولت پیش از هر چیز در گرو فراهم آوردن زمینه مناسب برای شکل‌گیری و ایفای نقش فاعلتر نهادهای مربوط به این بازار در اقتصاد ملی است. گزارش پیش رو در همین راستاست و می‌کوشد تا با تعریف چارچوب مفهومی، طراحی ساختار شکل‌گیری، و شناسایی خطوط ارتباطی اجزای تشکیل‌دهنده بازار اوراق بهادار ایران، رهیافتهای بنیادی لازم برای تدوین یک مجموعه قانونی فراگیر را در این باره فراهم آورد.

معماری نوین بازار اوراق بهادار در ایران:

بازشناسی رهیافتهای بنیادی

فهرست مطالب

۱- مقدمه.....	۱
۲- اصول تنظیم و نظارت بر بازارهای اوراق بهادار.....	۲
۱-۲ چارچوب و هدفهای کلی.....	۲
۲-۲ الگوهای تنظیم و نظارت.....	۶
۳-۲ مقام ناظر.....	۱۱
۴-۲ نهادهای خودتنظیم‌گر.....	۱۴
۵-۲ واسطه‌های بازار.....	۱۸
۶-۲ ناشران.....	۲۰
۳- بازار اوراق بهادار در ایران: نگاهی به وضع موجود.....	۲۳
۱-۳ رویکرد کلی.....	۲۳
۲-۳ ساختار تنظیم و نظارت بازار.....	۲۶
۴- چارچوبی برای شکل‌گیری بازار اوراق بهادار در ایران.....	۲۹
۱-۴ الگوی ساخت بازار.....	۲۹
۲-۴ مقام ناظر.....	۳۱
۳-۴ بورس اوراق بهادار تهران.....	۳۷
۵- سخن آخر.....	۳۹
۶- پیوست.....	۴۰

مقدمه



این گزارش با هدف فراهم آوردن نگرشی واقع‌بینانه به وضع موجود و چالش‌های اساسی فراروی بازار اوراق بهادار در ایران و در نهایت مسیریابی حرکت آتی آن برای برآوردن نیازهای توسعه‌ای اقتصاد ملی نگاشته شده است. بدین منظور، بر پایه شناخت الگوهای متعارف شکل‌یافتگی بازارهای امروزی اوراق بهادار در جهان و اصول کلی حکمفرما بر مجموعه اجزای تشکیل‌دهنده آنها، کوشش شده است تا پایه‌ای برای شکل‌گیری یک ساختار **تنظیمی و نظارتی**^(۱) کارآمد در چارچوب الگویی قابل قبول و سازگار با واقعیت‌های کنونی و نیازهای آتی اقتصاد ایران فراهم آید.

در بررسی دلایل امروزی گسترش نیافتگی شناسایی رسمی بازار اوراق بهادار در ایران - بدون توجه به سایر علت‌ها و عوامل تاریخی آن - آنچه در نگاه نخست نمایان می‌شود، نبود آشنایی یا شناخت کافی از ماهیت، کارکردها، و نگرش‌های تنظیمی و نظارتی نهفته در پس شکل‌گیری، تداوم فعالیت، و الزامها و نیازهای توسعه بازار اوراق بهادار در ایران است که بدون آن، حتی پیشنهاد مجموعه‌ها و نگارش‌های مختلف معرفی شده تاکنون به عنوان قانون جامع بازار سرمایه، به امری عبث و بی‌حاصل مانده است.

هر چند در طی سالهای اخیر در بورس اوراق بهادار تهران، گام‌هایی اساسی در راه پی‌ریزی پایه‌های منطقی یک بازار منسجم و کارآمد دست دوم اوراق بهادار در ایران برداشته شده است؛ رسانیدن وضع موجود به الگوهای شناخته شده امروزی بازارهای اوراق بهادار جهان به عزمی راسخ، کوششی پیگیر و مهم‌تر از هر چیز شناختی واقع‌بینانه از مسیر حرکت به سوی وضع مطلوب، توسط همه دست‌اندرکاران و تصمیم‌گیران مربوط بستگی خواهد داشت. این گزارش در همین راستاست و می‌کوشد تا با طراحی ساختار و شناسایی خطوط ارتباطی اجزای تشکیل‌دهنده بازار اوراق بهادار ایران، بنیانهایی لازم برای شکل‌گیری یک مجموعه قانونی فراگیر را در این باره فراهم آورد.

۱- در سرتاسر این گزارش اصطلاح تنظیم و نظارت با واژه Regulation هم‌معنا شمرده شده است.

ساختار و اصول تنظیم و نظارت بر بازارهای اوراق بهادار

۲-۱ چارچوب و هدفهای کلی

از دیدگاه نظری، بخش مالی اقتصاد ملی متشکل از سه بازار پول، سرمایه، و بیمه عهده‌دار وظیفه همترازی با بخش واقعی و تنظیم جریان پولی متناسب با میزان فعالیتهای اقتصادی است. وجود بازار سرمایه در مجموعه بازارهای مالی از این رو الزامی است که انجام وظایف آن به طور معمول در توان و حوزه فعالیت دو بازار دیگر نمی‌گنجد. بازار سرمایه دو وظیفه مهم بر عهده دارد که عبارتند از:

۱- تأمین منابع مالی درازمدت، با سررسید بیش از یکسال یا به صورت بدهیهای بدون سررسید، به کمک ابزارهایی مانند سهام و انواع اوراق بدهی درازمدت.

۲- مدیریت ریسک از طریق به کارگیری ابزارهای مشتق به ویژه قراردادهای آتی و اختیار معامله که بی‌اطمینانی و ناپایداری را در بخش مالی به طور قابل توجهی کاهش می‌دهد.

اگر چه هدف این گزارش بیان مزایا و منافع بازار سرمایه و دلیل الزامی بودن آن برای اقتصاد ملی نیست؛ به طور خلاصه و به عنوان یک گزاره اثبات‌پذیر، در اقتصادی که بازار سرمایه به درستی عمل کند، به سبب افزایش حجم سرمایه‌گذاریها به ویژه در مصارف فعالیتهای درازمدت اقتصادی، و نیز بر اثر کاهش اثر بی‌اطمینانی اقتصادی، امکان دستیابی به یک رشد اقتصادی درون‌زا و قابل دوام فراهم‌تر خواهد بود.^(۱) با همه اینها،

۱- از دیدگاه نظری، اقتصاددانان بسیاری را می‌توان مثال زد که بر مثبت بودن نقش محوری بخش مالی - نامتکی به منابع دولتی - در توسعه اقتصادی و دستیابی به رشد درون‌زا صحه گذاشته‌اند و از آن جمله می‌توان به شومپتر، گلداسمیت، مک‌کینون، و لوکاس اشاره کرد. همچنین، با مراجعه به ادبیات اقتصادی می‌توان الگوهایی را مشاهده کرد که در آنها نشان داده شده است که چگونه افزایش کارایی تجهیز منابع پس‌اندازی و هدایت آنها به سوی سرمایه‌گذاری - که به دلیل وجود نهادهای فعال در بازار اوراق بهادار صورت می‌پذیرد - می‌تواند رشد اقتصادی را سریعتر و عملکرد اقتصاد را بهتر از حالتی نماید که در آن هر یک از افراد به تنهایی منابع پس‌اندازی خود را به سرمایه‌گذاران متقاضی سرمایه می‌رسانند. به همین ترتیب، در الگوهای نظری به خوبی دیده می‌شود که چگونه انگیزه‌هایی مانند افزایش بهره‌وری یا کاهش ریسک از دست دادن نقدینگی سبب پیدایش بازار اوراق بهادار می‌شود که در نتیجه آن، انگیزه‌های سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند و تخصیص منابع مالی شکل جدیدی می‌یابد که در نهایت بر رشد اقتصادی تاثیر می‌گذارد.

دستیابی به منافع حاصل از کارکردها و حضور نهادهای فعال در بازار سرمایه پیش از هر چیز بسته به وجود یک ساختار مناسب و مجموعه تنظیمی و نظارتی کارآمد است که بتواند فعالیتهای بازار را به جانب مطلوب هدایت کند و خطرات بالقوه فراروی فعالان موجود در آن را به حداقل ممکن کاهش دهد.

در عمل، برای فراهم آوردن یک پوشش فراگیر و حصول اطمینان از اثربخشی سیستم تنظیمی و نظارتی، به جای بازار سرمایه به مفهوم گسترده‌تر **بازار اوراق بهادار**^(۱) استناد می‌شود که از دامنه شمول فراتری برخوردار است، از این دیدگاه، بازار سرمایه بخشی از بازار اوراق بهادار به شمار می‌آید؛ هر چند در بازار سرمایه ابزاری غیر از اوراق بهادار وجود ندارد و تنها ویژگی متمایزکننده آن از دیگر بازارهای اوراق بهادار، سررسید ابزارهای قابل دادوستد در این بازار است.

شکل‌گیری یک بازار منسجم و کارآمد اوراق بهادار در هر کشور پیش از هر چیز نیازمند یک مجموعه تنظیمی و نظارتی است؛ به گونه‌ای که بتواند هدفهای اساسی زیر را برآورده سازد:

۱- حمایت از سرمایه‌گذاران،

۲- تضمین منصفانه، شفاف، و کارآمد بودن بازار، و

۳- کاستن از ریسک ناکارکردی اجزای بازار (ریسک سیستمی)^(۲)

هدفهای بالا به میزان قابل توجهی با یکدیگر نزدیکی، و گاه حتی هم‌پوشانی دارند. بسیاری از الزامهای مربوط به تضمین منصفانه، شفاف، و کارآمد بودن بازار، موجب حمایت از سرمایه‌گذاران، و نیز پدیدآورنده زمینه‌های کاستن از ریسک سیستمی بازار نیز به شمار می‌آیند؛ یا آنکه معیارهای کاستن از ریسک سیستمی به ایجاد زمینه‌های حمایت از سرمایه‌گذاران نیز می‌انجامد. از سوی دیگر، موضوعاتی مانند نظارت و کنترل، یا اجرای مؤثر معیارهای تنظیمی و نظارتی اغلب با هر سه هدف مزبور سروکار می‌یابد.

حمایت از سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاران فعال در بازار اوراق بهادار باید در برابر اعمال و اقداماتی مانند **گمراه‌سازی**^(۳)، **اعمال**

1- Securities Market

2- Systemic Risk

ریسک سیستمی با ریسک سیستماتیک (Systematic Risk) تفاوت دارد. ریسک سیستمی به مواردی مربوط می‌شود که برخی از اجزا یا نهادهای تشکیل‌دهنده بازار کارکردهای خود را به درستی انجام ندهند و بر اثر آن کل بازار را با خطر ناکارکردی مواجه سازند؛ حال آنکه در ریسک سیستماتیک، کل بازار با یک خطر نهادینه شده و قاعده‌مند روبروست.

3- Misleading

فربکارانه^(۱)، و دستکاری بازار^(۲)؛ و نیز در برابر دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی^(۳)، پیش‌دستی^(۴) در دادوستد، یا سوءاستفاده از وجوه و دارایی‌شان حمایت شوند.

افشای کامل اطلاعات مؤثر بر تصمیم سرمایه‌گذاران در شمار مهمترین ابزارهای تضمین‌کننده حمایت از آنهاست. در این حالت، سرمایه‌گذاران بهتر می‌توانند ریسک و بازدهی بالقوه فراروی فرصتهای سرمایه‌گذاری خود را ارزیابی، و در نتیجه منافع خود را به بهترین شیوه ممکن تامین کنند. در همین راستا، استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان برخی اجزای کلیدی الزامهای افشا، باید به طور مناسبی مورد توجه قرار داشته باشد.

به همین ترتیب، تنها اشخاص دارای مجوز یا صلاحیت حرفه‌ای لازم باید قادر به ارائه خدمات دادوستد، مشاوره، یا مدیریت سرمایه‌گذاری باشند که خود به خود واسطه‌های بازار^(۵) یا کارگزاران بورس را پدید می‌آورند. در مرتبه بعد، نظارت بر فعالیت واسطه‌های بازار بر مبنای مجموعه‌ای از حداقل استانداردها اهمیت می‌یابد که رفتار یکسان و منصفانه آنها را با مشتریانشان تضمین می‌کند.

در بازار اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران به ویژه در برابر خطر رفتار نامناسب واسطه‌های بازار قرار دارند و در این میان، آسیب‌پذیری سرمایه‌گذاران فردی بیشتر است. از این رو، ضمانت اجرایی مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار بسیار اهمیت دارد. در این باره، لازم است که امکان دسترسی به مراجع بی‌طرف داوری، و نیز ابزارهایی برای جبران خسارتهای وارد آمده به آنها وجود داشته باشد.

منصفانه، شفاف، و کارآمد بودن بازار

منصفانه بودن بازار به میزان زیادی با حمایت از سرمایه‌گذاران، و به ویژه با جلوگیری از اعمال و اقدامات ناقض اصول دادوستد بستگی می‌یابد. سازوکار بازار نباید به گونه‌ای باشد که منافع برخی را بر برخی دیگر ارجح بشمارد. فرآیند تنظیم و نظارت باید کارایی خود را در کشف، از بین بردن، و مجازات رفتارهای ناقض اصول دادوستد، دستکاری بازار، و سایر اعمال و اقدامات غیرمنصفانه در دادوستد اثبات نماید. تنظیم و نظارت بازار باید امکان دسترسی تمامی سرمایه‌گذاران را به تسهیلات و امکانات بازار و نیز به اطلاعات بازار به گونه‌ای منصفانه و برابر فراهم آورد. علاوه بر این، آن باید مشوق اعمال و رویه‌هایی باشد که رفتار منصفانه با سفارشهای

1- Fraudulent Practices

2- Manipulation

3- Insider Trading

4- Front Running

5- Market Intermediaries

مشتریان و شکل‌گیری یک فرآیند قیمت قابل اعتماد را تضمین می‌کند.

در یک بازار کارآمد، توزیع و انتشار اطلاعات مناسب در فواصل زمانی مناسب و در سطح گسترده در فرآیند شکل‌گیری قیمت بازتاب می‌یابد؛ از این رو، سازوکار تنظیم و نظارت باید بتواند به ارتقای کارایی بازار بینجامد. شفافیت را می‌توان به عنوان درجه دسترسی همگانی به اطلاعات - پیش و پس از - دادوستد در زمان واقعی تعریف کرد. اطلاعات پیش از دادوستد از قبیل میزان و مظنه سفارشهای خرید و فروش ابزاری است که سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا با درجات متفاوتی از اطمینان خاطر، تصور درستی از وضعیت و قیمت‌های بازار به دست آورند. اطلاعات پس از دادوستد مانند قیمت‌ها و حجم دادوستد، نتیجه عملی تصور ذهنی آنها را از بازار نمایان می‌سازد. در هر حال، سازوکار تنظیم و نظارت باید دسترسی به بالاترین حد شفافیت بازار را امکان‌پذیر نماید

کاستن از ریسک سیستمی

تنظیم و نظارت بازار باید بتواند ریسک ناشی از ناکارکردی برخی از اجزای مجموعه بازار اوراق بهادار به ویژه قصور واسطه‌های بازار را به کمترین حد ممکن کاهش دهد. از آنجا که **ریسک قصور**^(۱) در هر حال وجود دارد و هیچگاه به صفر نمی‌رسد، سازوکار تنظیم و نظارت باید در جستجوی راه‌ها و ابزارهایی باشد تا بتواند اثرات مستقیم و جانبی آن را کاهش دهد یا خنثی نماید. حتی در صورت ناگزیری از قطع فعالیت یک واسطه بازار، این امر نباید به زیان مشتریان، یا طرفهای مقابل وی، یا بروز آسیب‌های سیستمی تمام شود. بنابراین، لازم است که ترتیبات ایمنی لازم برای مواقع رویارویی با چنین احتمالاتی - هر چند ناچیز - فراهم باشد.

گذشته از هدفهای سه‌گانه بالا، شاید مهمترین دیدگاه نهفته در پس کارکردهای تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار در هر کشور، فراهم آوردن زمینه‌های لازم برای تشکیل سرمایه و دستیابی به یک رشد درون‌زا و قابل دوام اقتصادی باشد. از این دیدگاه، تنظیم و نظارت باید با تاکید بر منافع ایجاد گسترش رقابت در بازار همراهی و همخوانی داشته باشد. اگر چه، دستیابی به هدفهای سه‌گانه بالا در هر حال نیازمند یک مجموعه کارآمد تنظیمی و نظارتی است، قوانین و مقررات نامناسب یا ناسازگار با هدف غایی مورد اشاره، ممکن است به تحمیل ناخواسته یک بار ناموجه بر بازار و خلل رساندن به رشد و توسعه آن بینجامد. در تحلیل نهایی، برای آنکه مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار بتواند ضمن دستیابی به هدفهای سه‌گانه بالا، با هدف غایی فراهم آوردن زمینه‌های

- یک رشد اقتصادی درون‌زا و قابل دوام سازگاری داشته باشد، باید از ویژگیهای زیر نیز برخوردار شود:
- ۱- تحمیل کننده هیچ محدودیت غیرضروری به فعالان یا زمینه‌های فعالیت در بازار نباشد.
 - ۲- بازار در گسترده‌ترین شکل ممکن به روی فعالانی که معیارهای لازم را احراز می‌کنند، باز باشد.
 - ۳- در تسری سیاستها، آثار جانبی معیارهای وضع شده به دقت مورد توجه قرار گرفته باشد.
 - ۴- درباره تمامی کسانی که تعهد مالی یا الزام خاصی را پذیرفته‌اند، بار تنظیمی و نظارتی یکسانی اعمال شده باشد.

به طور کلی، باید یک چارچوب حقوقی، مالیاتی، و حسابداری مناسب و کارآمد پدید آید که در درون آن بازار اوراق بهادار بتواند برای رسیدن به هدفهای پیش گفته عمل نماید. اما قانون و مقررات بازار اوراق بهادار نمی‌تواند صرف نظر از سایر قوانین و مقررات و نیز بی توجه به الگوی ساخت سایر بازارهای مالی اقتصاد ملی قابل شکل‌گیری و دوام باشد.

۲-۲ الگوهای تنظیم و نظارت

شکل‌گیری یک بازار منسجم و کارآمد اوراق بهادار در هر کشور نیازمند یک مجموعه قانونی و مقرراتی با هدف شناسایی کارکردهای تنظیمی و نظارتی و تعیین نهاد مسئول تنظیم و نظارت بر بازار مزبور است. با وجود این، مجموعه قانونی و مقرراتی مزبور باید برپایه‌گزینش یک الگوی مناسب تنظیم و نظارت و شناسایی خطوط ارتباطی آن با مجموعه‌های تنظیمی و نظارتی سایر بازارهای مالی تدوین شده باشد؛ در غیر این صورت دستیابی به هدفهای نهفته در پس تدوین مجموعه مزبور با برخی موانع و مشکلات جدی روبرو خواهد بود.

بررسی ساختار گروه‌بندی شده سازوکار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در کشورهای مختلف جهان - بر مبنای وجود و درجه استقلال مقام ناظر بر هر بازار و نیز امکان چند منظوری بودن کارکرد واسطه‌های مالی - به شناسایی چهار الگوی متمایز تنظیمی و نظارتی زیر می‌انجامد:

۱- الگوی نامتمرکز کامل

۲- الگوی نامتمرکز ناقص

۳- الگوی متمرکز ناقص

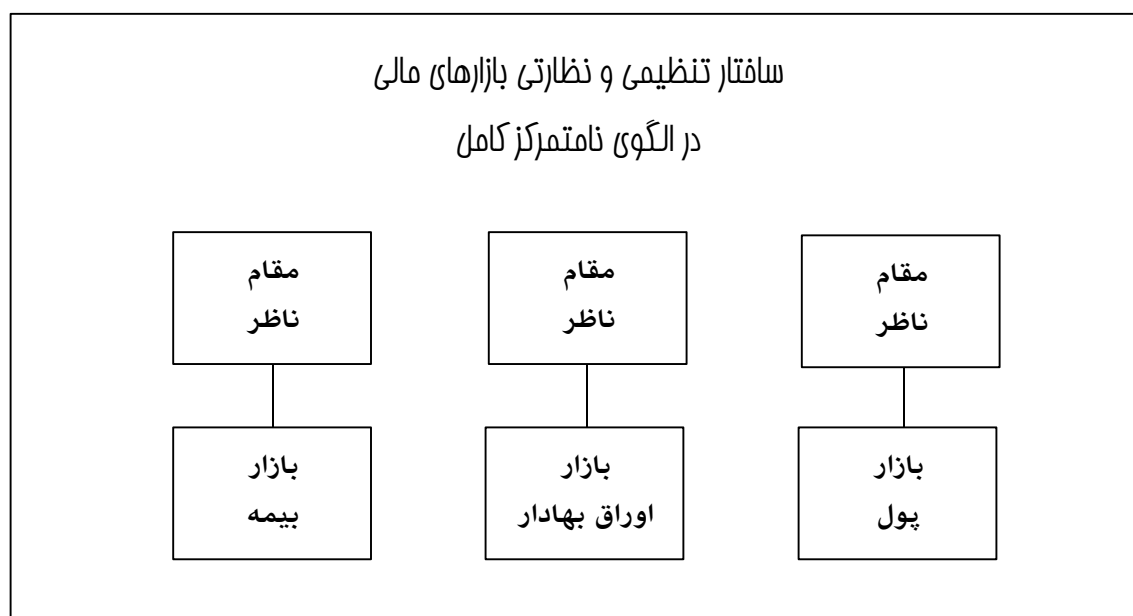
۴- الگوی متمرکز کامل

در واقع، ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در کشورهای مختلف جهان، اغلب بین دو نگرش متضاد

تمرکز در برابر عدم تمرکز قابل بخش‌بندی است که الگوهای یکم و چهارم به حالت‌های حدی این دو نگرش مربوط می‌شوند.

الگوی نامتمرکز کامل

در حالت عدم تمرکز کامل تنظیم و نظارت بازارهای مالی، با شناسایی یک مقام ناظر جداگانه و مستقل برای هر یک از بازارهای مالی، هویت مستقل و مشخصی برای هر بازار شکل می‌گیرد. در این صورت، تنظیم و نظارت نهادها و واسطه‌های مالی فعال در هر بازار توسط مقام ناظر ویژه همان بازار انجام می‌شود.



در الگوی نامتمرکز کامل، فعالیت نهادها و فعالان بازارهای مالی در هر حال توسط یکی از مقام‌های ناظر تعریف شده قابل نظارت و کنترل است؛ اما در کشورهای برخوردار از این ساختار، اغلب دو شیوه متفاوت تنظیم و نظارت را برای این منظور می‌توان مشاهده کرد:

۱- تنظیم و نظارت بر پایه وظایف

در این حالت هر مقام ناظر بر وظایف خاصی در تمام بازارها نظارت می‌کند. برای مثال اغلب مشاهده

می‌شود که بانک مرکزی در زمینه‌های مربوط به پایداری مالی بر فعالیت تمامی نهادها و واسطه‌های مالی نظارت دارد؛ و مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار مسئولیت شفاف و منصفانه بودن بازارها را عهده‌دار است.

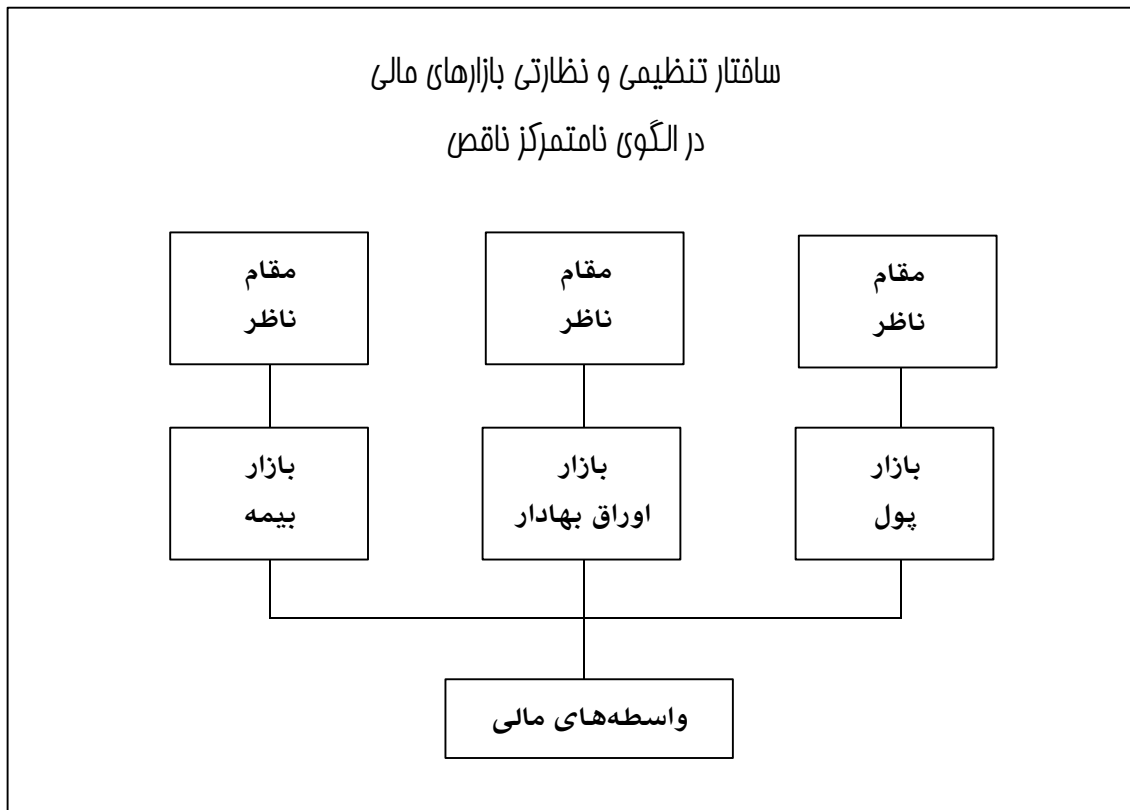
۲- تنظیم و نظارت بر پایه موضوع فعالیت یا بازار

در این حالت هر مقام ناظر موضوع فعالیت خاصی را زیر پوشش خود می‌گیرد و تنها بر آن موضوع خاص قدرت نظارتی می‌یابد. برای مثال، بانک مرکزی فقط بر بانکها نظارت می‌کند؛ اگر چه ممکن است بانکها در بازار اوراق بهادار نیز فعال باشند. به همین ترتیب، مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار فقط بر فعالیت واسطه‌های مالی غیربانکی نظارت خواهد داشت.

یکی از کاستیهای این الگو، خطر ناهماهنگی احتمالی بین مقامهای تنظیم‌گر بازارهای مالی است. هماهنگی نامناسب بازارهای مالی ممکن است پایداری مالی را به مخاطره بیفکند. با وجود این، الزام قانونی گردش اطلاعات در بین بازارهای مالی یا تعیین یک دستگاه هماهنگ کننده بازارها می‌تواند این مشکل را برطرف کند. ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی ایالات متحد آمریکا با این الگو همانندی بسیار دارد - نمودار ۶-۳ پیوست.

الگوی نامتمرکز ناقص

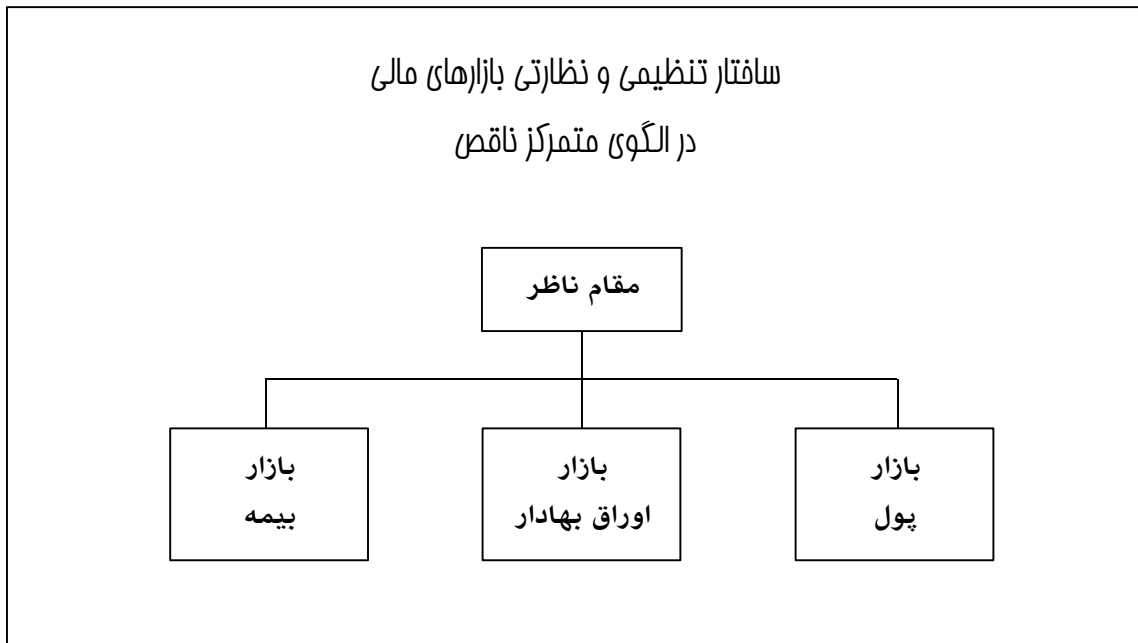
در حالت عدم تمرکز ناقص، نظارت بر هر بازار مالی همچنان به صورت نامتمرکز انجام می‌شود؛ با این تفاوت که واسطه‌های مالی می‌توانند در تمامی بازارها فعالیت داشته باشند. بدین ترتیب، مقامهای ناظر هر یک از بازارهای مالی بر بخشی از فعالیت نهادها و واسطه‌های مالی که با کارکردهای تنظیمی و نظارتی آنها مرتبط است، نظارت خواهند داشت. بدین معنا، نظارت بر پایه وظایف - و نه بر پایه موضوع - انجام می‌شود. در این الگو نیز در هر حال نیاز به هماهنگی بین مقامهای ناظر بر بازارهای مالی همچنان به چشم می‌خورد - اگر چه شدت آن به اندازه حالت قبلی نیست. ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در کشورهای انگلستان و فرانسه تا حدود زیادی به این الگو شباهت دارد - نمودارهای ۶-۲ و ۶-۵ پیوست.



الگوی متمرکز ناقص

در حالت تمرکز ناقص، تنظیم و نظارت بازارهای مالی به یک مقام ناظر واحد سپرده می‌شود؛ اگر چه در هر بازار نهادها و واسطه‌های مالی خاص همان بازار مجوز فعالیت خواهند داشت. به عبارت دیگر، واسطه‌های مالی در این الگو کارکردی تک منظوری دارند. ساختار تنظیمی و نظارتی متمرکز ناقص بیشتر در کشورهایی مشاهده می‌شود که نظام تامین مالی آنها کم و بیش پایه بانکی است و مقام ناظر واحد نیز در این کشورها اغلب بانک مرکزی و در برخی مواقع وزارت اقتصاد و دارایی است. از جمله کاستیهای این الگو، پرهزینه بودن تنظیم و نظارت بر فعالیتهای تخصصی نهادها و فعالان بازارهای مختلف از طریق نظارت متمرکز است. به گواهی تجربه عملی بسیاری از کشورهای متکی به اینگونه ساختار تنظیمی و نظارتی، ایجاد یک بخش مستقل و تخصصی در درون یک ساختار متمرکز یا تعیین یک مقام ناظر واحد برای مجموعه‌ای از فعالیتهای متفاوت و تخصصی اغلب با تردید در فایده‌مندی و چالشهای عملی بسیار همراه می‌شود. برای مثال، ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی ژاپن تا دهه ۱۹۸۰ به این الگو شباهت داشته؛ که از یک دهه پیش به اینسو با تحول تدریجی نظام تامین مالی در این کشور، اقتصاد ژاپن به یک نظام متکی به اوراق بهادار و یک ساختار نامتمرکز گرایش یافته است -

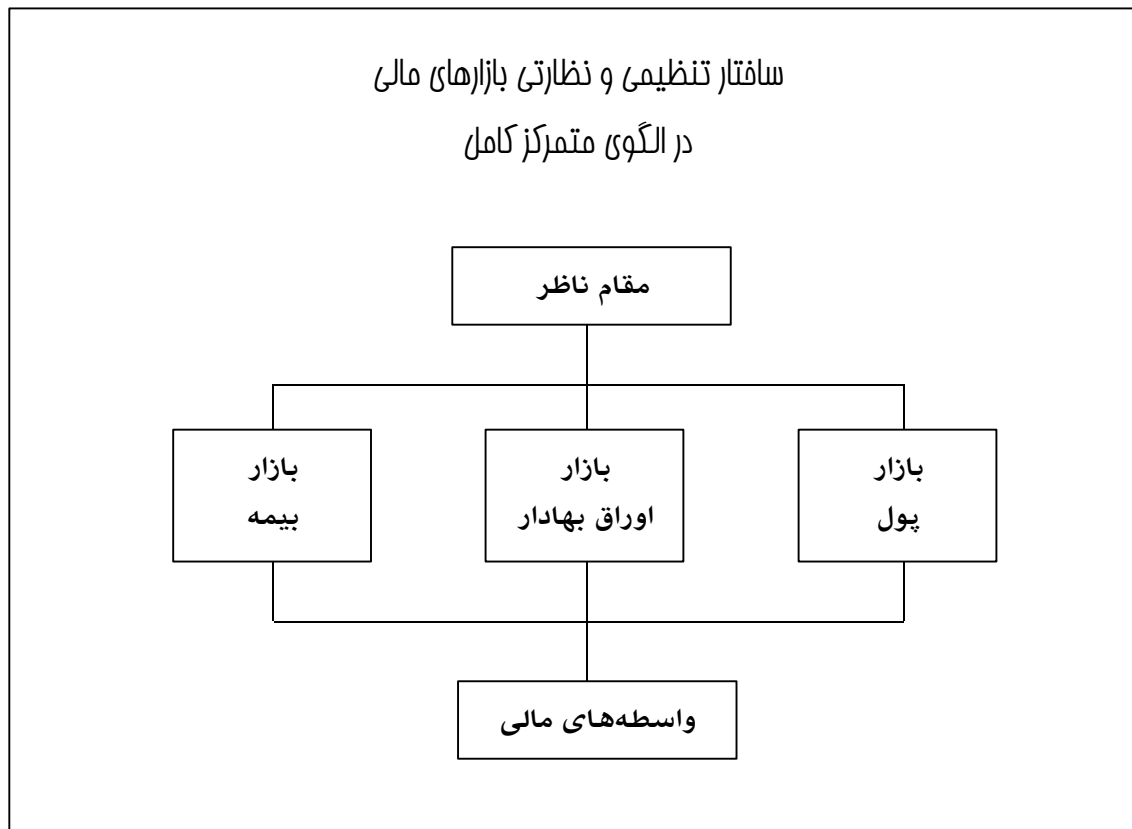
نمودار ۴-۶ پیوست.



الگوی متمرکز کامل

در حالت تمرکز کامل، تنظیم و نظارت تمام فعالیتهای بازارهای مالی توسط یک مقام واحد انجام می‌شود؛ ضمن آنکه نهادها و واسطه‌های مالی می‌توانند در همه بازارهای مالی فعالیت داشته باشند. این الگو نمونه کاملی از یک نظام تامین مالی متکی به بانک است که امروزه کمتر می‌توان در کشورهای - به ویژه توسعه یافته - جهان مثالهای عینی آن را یافت؛ اما شاید بتوان ساختار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در آلمان را به عنوان نزدیکترین نمونه عملی در نظر گرفت - نمودار ۴-۶ پیوست.

یک پیش نیاز مهم برای تضمین کارکرد این الگو، لزوم کارایی بسیار زیاد شبکه بانکی است. در واقع، وجود ساختار متمرکز به معنای ایجاد شبکه بانکی فراگیری است که در آن بانکها در تمام بازارهای مالی فعالیت دارند و نقش بانک مرکزی در تنظیم و نظارت بخش مالی از اهمیت زیادی برخوردار است.



۲-۳ مقام ناظر^(۱)

بی‌گمان، مهمترین و اصلی‌ترین نهاد چشم‌پوشی‌ناپذیر در مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار، مقام ناظر بر آن بازار است که بدون استثنا در تمامی بازارهای اوراق بهادار برخوردار از سازوکار تنظیمی و نظارتی در کشورهای مختلف جهان وجود دارد؛ با این تفاوت که در برخی کشورها، انجام وظایف مقام ناظر ممکن است توسط بیش از یک نهاد دولتی یا شبه دولتی پیش‌بینی شده باشد. صرف نظر از تعدد احتمالی نهادهای انجام دهنده وظایف مقام ناظر، کم و بیش در تمامی موارد قابل مشاهده در کشورهای مختلف جهان، بالاترین رکن تصمیم‌گیر موجود در سازمان ایفاکننده تعهدات مقام ناظر، یک شورای دولتی یا شبه دولتی است و اغلب به عنوان کمیسیون بورس و اوراق بهادار^(۲) شناخته می‌شود. با وجود این، سازمان ایفاکننده تعهدات مقام ناظر، اغلب مستقل و بی‌نیاز از بودجه دولتی است.

هر نهادی که بخواهد در مقام ایفای تعهدات مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار برآید، باید برخوردار از ویژگیهایی

1- Regulator

2- Securities and Exchange Commission (SEC)

باشد که مهمترین آنها چنین است:

- ۱- مسؤولیتهای مقام ناظر باید مشخص، شفاف، و برخوردار از صراحت قانونی باشد.
- ۲- مقام ناظر باید در انجام وظایف و اعمال قدرت خود مستقل و در عین حال پاسخگو باشد.
- ۳- مقام ناظر باید از قدرت اجرایی مناسب و متناسب با وظایف خود، و منابع و ظرفیتهای کافی برای انجام وظایف و اعمال قدرت خود برخوردار باشد.
- ۴- مقام ناظر ناگزیر از اتخاذ فرآیندها و سازوکارهای تنظیمی و نظارتی شفاف و سازگار باشد.
- ۵- کارکنان شاغل در سازمان ایفاکننده تعهدات مقام ناظر از بالاترین سطح استانداردهای حرفه‌ای، و نیز رعایت حفظ اسرار برخوردار باشند.

مسؤولیت شفاف

ظرفیت و توانایی مقام ناظر برای انجام وظایف و عمل به تعهدات قانونی تعیین شده برای آن به عوامل زیر بستگی دارد:

- ۱- ارایه تعریفی دقیق، و شفاف از مسؤولیتهای مقام ناظر در مجموعه قانونی و مقرراتی بازار اوراق بهادار.
- ۲- امکان همکاری و پیوند قوی با سایر مقامهای مرتبط، از طریق شیوه‌ها و مجاری مناسب.
- ۳- وجود حمایت قانونی مناسب برای مسؤولان و کارکنان نهاد ایفاکننده تعهدات مقام ناظر.

استقلال و پاسخگویی

مقام ناظر باید در انجام وظایف، به کارگیری منابع، و اعمال قدرت قانونی خود استقلال داشته و به همان میزان نیز پاسخگو^(۱) باشد. از این دیدگاه، لازم است که مقام ناظر بتواند هزینه‌های خود را از راه منابعی پایدار و مستقل از بودجه دولتی تامین نماید. همچنین، در مواقعی که اتخاذ سیاست تنظیمی و نظارتی خاصی نیازمند مشورت، هماهنگی، یا اخذ مصوبه یا مجوزی از یک مقام دولتی باشد، لازم است که رویه معمول اخذ مصوبه یا مجوز یا حتی انجام هماهنگی به گونه‌ای مشخص، شفاف، و بدون خدشه‌دار ساختن یکپارچگی و اقتدار عمل مقام ناظر امکان‌پذیر باشد. اما در هر حال، شایسته نیست که چنین رویه‌ای به امور معمول روزانه یا در تصمیم‌گیریهای فنی و تخصصی مربوط به بازار اوراق بهادار تسری یابد.

پاسخگویی مقام ناظر مستلزم آن است که:

۱- مقام ناظر مستقل از منافع بخشی و گروهی عمل کند؛

۲- مقام ناظر در برابر اعمال، اقدامات و تصمیمات خود مسؤول باشد؛ و

۳- امکان بازنگری یا تجدیدنظر حقوقی و قضایی درباره اقدامات و تصمیمات مقام ناظر وجود داشته باشد.

هرگاه قرار باشد پاسخگویی مقام ناظر از طریق دولت یا یک نهاد دیگر ایفا شود، لازم است که سیاستهای فنی و حرفه‌ای و نیز محرمانه بودن اطلاعات نزد مقام ناظر توسط دولت یا نهاد مزبور مراعات؛ و برای حفظ اسرار و اطلاعات حرفه‌ای و نیز در برابر افشا یا سوءاستفاده از آن تمهیدات حفاظتی لازم اندیشیده شود.

قدرت مناسب و منابع کافی

مقام ناظر باید از قدرت مناسب، منابع کافی، و ظرفیت قابل قبول برای انجام وظایف و اعمال قدرت قانونی خود برخوردار باشد. قدرت و اختیار اعطای مجوز، اعمال نظارت، انجام بازرسی، تحقیق و تفحص، دارابودن ضمانت اجرایی، و نیز دسترسی به منابع مالی لازم و کافی برای انجام وظایف و تعهدات از جمله این موارد به شمار می‌آید.

به همین ترتیب، افراد شاغل در نهاد ایفاکننده تعهدات مقام ناظر باید از حقوق و دستمزد مناسب و متناسب با وظایف و مسؤولیتهایشان برخوردار باشند؛ به گونه‌ای که بتوان افراد متخصص، کارآمد و سالم را در این نهاد به خدمت گرفت. از سوی دیگر، نهاد مربوط باید اطمینان یابد که این افراد دانش و آموزشهای حرفه‌ای لازم را فرا گرفته باشند.

شفافیت و سازگاری سازوکارهای تنظیمی و نظارتی

مقام ناظر به منظور انجام وظایف و ایفای تعهدات و مسؤولیتهای خود لازم است که رویه‌های اجرایی و سازوکارهای تنظیمی و نظارتی خود را به گونه‌ای اتخاذ کند که:

۱- سازگار و کاربرپذیر باشد،

۲- جامع و فراگیر باشد،

۳- برای عموم شفاف باشد، و

۴- منصفانه و عادلانه باشد.

به همین ترتیب، مقام ناظر در سیاستگزاری و اتخاذ تصمیمات خود باید:

۱- دارای فرآیندی برای مشاوره و اخذ نظرات و دیدگاه‌های عموم باشد - به ویژه افراد و گروه‌هایی که

بیشترین تأثیر را از یک سیاست یا تصمیم می‌پذیرند؛

۲- تصمیمات و سیاست‌های خود را - به ویژه در موارد مهم - به آگاهی همگان برساند؛

۳- معیارهایی برای ارزیابی منصفانه و مناسب بودن رویه‌های اجرایی و تصمیمات و سیاست‌های خود

داشته باشد؛ و

۴- هزینه‌های اقتصادی و اجتماعی مراعات تصمیمات و سیاست‌های خود را بر جامعه بسنجد.

مقام ناظر همچنین باید نقش فعالی در آموزش سرمایه‌گذاران و سایر فعالان بازار اوراق بهادار ایفا کند.

رفتار کارکنان

مقام ناظر ضمن به خدمت گرفتن افرادی برخوردار از بالاترین سطوح تخصصی و صلاحیت حرفه‌ای، لازم

است موارد زیر را نیز به طور جدی پیگیری و مراعات کند:

۱- جلوگیری از بروز تضاد بین منافع شخصی و انجام وظایف اداری کارکنان - به ویژه در شرایطی که کارکنان

در دادوستد اوراق بهادار وارد می‌شوند.

۲- جلوگیری از سوءاستفاده کارکنان از اطلاعات به دست آمده در جریان انجام وظایف و مأموریت‌های اداری.

۳- ارزیابی دوره‌ای میزان حفظ اسرار حرفه‌ای و اداری کارکنان و حفاظت آنها از داده‌ها و اطلاعات شخصی.

۲-۴ نهادهای خودتنظیم‌گر

در بین پیش‌نیازهای اساسی لازم برای شکل‌گیری یک بازار قاعده‌مند، منسجم و کارآمد اوراق بهادار در هر

کشور، دومین و مهمترین رکن بازار پس از مقام ناظر، وجود برخی نهادها یا سازمان‌های خودتنظیم‌گر^(۱) در بین

مجموعه فعالان بازار است که بخش مهمی از وظایف تنظیمی و نظارتی بازار را به عهده می‌گیرند. از جمله

مهمترین این نهادها می‌توان به بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار و نیز

انجمن حرفه‌ای کارگزاران و معامله‌گران اوراق بهادار اشاره کرد.

نهادهای خودتنظیم‌گر در شمار مهمترین ابزارهای کمک‌کننده به مقام ناظر در دستیابی به هدفهای تنظیمی

و نظارتی بازار اوراق بهادار جای دارند. هر چند ماهیت و دامنه فعالیت‌های خودتنظیم‌گری با توجه به الگوهای

مختلف قابل مشاهده در کشورهای مختلف جهان متفاوت است؛ ویژگی عمومی نهادهای خودتنظیم‌گر آن است

1- Self - Regulatory Organization (SRO)

که امکان جداسازی برخی وظایف تنظیمی و نظارتی را از مقام ناظر (دولتی) - با نظارت و مسؤولیت نهایی خود آن مقام ناظر - و تفویض آن به سایر نهادهای خصوصی فعال در بازار اوراق بهادار یا حتی در برخی موارد به سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر می‌سازد. مهمترین مزیت وجود نهادهای خودتنظیم‌گر را می‌توان در دو مورد زیر، چنین بیان کرد:

۱- نهادهای خودتنظیم قادر به برقراری برخی استانداردهای حرفه‌ای و اخلاقی بسیار فراتر از مقررات دولتی‌اند.

۲- نهادهای خودتنظیم‌گر به گونه‌ای سریعتر و انعطاف‌پذیرتر از مقامات و نهادهای دولتی می‌توانند نسبت به تغییر شرایط بازار واکنش نشان دهند.

وظایف تنظیمی و نظارتی محول شده به یک نهاد خودتنظیم‌گر باید متناسب با توانایی، ظرفیت، و انگیزه‌های آن برای پذیرش وظایف مزبور باشد؛ ضمن آنکه در هر حال دامنه عمل و اختیارات نهاد مزبور از طریق برخی مقررات و قراردادهای کاربردی‌پذیر توسط مقام ناظر محدود می‌شود. مقام ناظر در هر حال بر عملکرد جاری نهاد خودتنظیم‌گر نظارت خواهد داشت و نهاد مزبور باید در این باره از معیارهای وضع شده توسط مقام ناظر پیروی کند.

بورس اوراق بهادار

بورس اوراق بهادار^(۱) از جمله مهمترین نهادهای خودتنظیم‌گر فعال در بازار دست دوم^(۲) اوراق بهادار به شمار می‌آید. البته در بازار دست دوم، علاوه بر بورسهای متعارف و سازمان‌یافته اوراق بهادار، نهادهای دیگری نیز وجود دارند که از جمله آنها می‌توان به بازار خارج از بورس^(۳)، سیستم دادوستد الکترونیک و سایر سیستمهای ایجاد و گسترش یافته توسط واسطه‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی فعال در این بازار اشاره کرد.

بورسهای اوراق بهادار در خط مقدم هدفهای تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار قرار دارند؛ هر چند سایر اجزای بازار دست دوم نیز بسته به ماهیت، وسعت فعالیت، و دامنه حضور فعالان مختلف بازار نیازمند مجموعه تنظیمی و نظارتی ویژه‌ای است. در سالهای اخیر، با توجه به پیشرفتهای فناوری و تأثیر انکارناپذیر آن بر ساختار و فعالیت بازارهای دست دوم اوراق بهادار و نیز روند فزاینده پیوندیابی این بازارها با یکدیگر در سطح جهانی، شکل، ساختار، و در عین حال چارچوب تنظیمی و نظارتی حاکم بر فعالیت بورسهای اوراق بهادار به طور

1- Stock Exchange

2- Secondary Market

3- Off - Exchange Market

چشمگیری تحول یافته است. یک بورس اوراق بهادار به طور متعارف باید مسؤولیتهای زیر را بر عهده گیرد:

۱- تصمیم‌گیری درباره پذیرش یا لغو پذیرش اعضا شامل کارگزاران^(۱) و معامله‌گران^(۲)، بازارسازان^(۳)،

مشاوران و مدیران سرمایه‌گذاری^(۴).

۲- تصمیم‌گیری درباره پذیرش یا لغو پذیرش ابزارهای مالی قابل دادوستد در بورس اعم از اوراق بهادار مانند

سهام و ابزارهای بدهی^(۵)، و نیز ابزارهای مشتق^(۶).

۳- فراهم آوردن یک سیستم دادوستد مناسب و کارآمد.

۴- فراهم آوردن یک سیستم مناسب و کارآمد برای تسویه و پایاپای^(۷) دادوستد.

۵- فراهم آوردن یک سیستم مناسب برای نظارت بر جریان دادوستد، عملیات بازار، و فعالیت اعضا.

۶- فراهم آوردن امکانات و تسهیلات لازم برای توزیع و انتشار اطلاعات مربوط به دادوستد و نیز سایر

اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری درباره دادوستد اوراق بهادار.

به همین ترتیب، خطوط ارتباطی مقام ناظر به عنوان مسؤول نهایی تنظیم و نظارت بر بازار اوراق بهادار و

بورس اوراق بهادار به عنوان اصلی‌ترین نهاد خودتنظیم‌گر فعال در بازار دوم اوراق بهادار را می‌توان در

چارچوب موارد زیر شناسایی کرد:

۱- تعیین صلاحیت واسطه‌های بازار

بورس اوراق بهادار در چارچوب معیارهای تعیین شده توسط مقام ناظر، از اختیار پذیرش یا لغو پذیرش

اعضا برخوردار خواهد بود. ارزیابی صلاحیت حرفه‌ای واسطه‌های بازار به عنوان یک فعالیت جاری برای

بورس اوراق بهادار قابل تعریف خواهد بود.

۲- نظارت بر عملکرد واسطه‌های بازار

واسطه‌های بازار در نهایت به مقام ناظر پاسخگو خواهند بود و بورس اوراق بهادار به نمایندگی از مقام ناظر

مسؤولیت نظارت و ارزیابی عملکرد آنها را بر عهده خواهد داشت.

1- Brokers

2- Traders / Dealers

3- Market Makers / Specialists

4- Portfolio Managers

5- Debt Securities

6- Derivatives

7- Clearing and Settlement

۳- پذیرش ابزارهای مالی

بورس اوراق بهادار در چارچوب معیارهای حداقل تعیین شده توسط مقام ناظر، از اختیار پذیرش یا لغو پذیرش ابزارهای مالی قابل دادوستد در بورس برخوردار خواهد بود. مسئولیت پاسخگویی در برابر تعریف شرایط دادوستد - به گونه‌ای که تضمین کننده منصفانه، قاعده‌مند، کارآمد، شفاف، و نقدشوندگی بازار باشد - بر عهده بورس اوراق بهادار خواهد بود.

۴- سیستم دادوستد

بورس اوراق بهادار مسؤول فراهم آوردن امکانات و تسهیلات لازم برای دادوستد و نیز تضمین امکان دسترسی برابر کاربران به آن است و در این باره در برابر مقام ناظر پاسخگو خواهد بود. سیستم دادوستد شامل انتقال سفارشها^(۱)، تطبیق سفارشها^(۲)، انجام دادوستد^(۳)، و تسویه دادوستد است که در هر مورد لازم است جزییات و رویه‌های عملیاتی مربوط به طور شفاف به مقام ناظر و سایر فعالان و کاربران بازار افشا شود.

۵- نظارت بر دادوستد و فعالان

بورس اوراق بهادار باید سازوکار و ابزارهای لازم برای ارزیابی، نظارت، و بازرسی مرتب سیستم دادوستد، و عملیات فعالان و کاربران را به منظور حصول اطمینان از منصفانه، کارآمد، و شفاف بودن بازار، حمایت از سرمایه‌گذاران، و نیز میزان تطابق با مجموعه قانونی و مقرراتی و سایر معیارهای فعالیت فراهم نماید. در این باره لازم است گزارشهای دوره‌ای مرتبی درباره وضعیت بازار، فرآیندهای اجرایی، رعایت استانداردهای فنی و رویه‌های حرفه‌ای، موارد نقض معیارهای فنی و حرفه‌ای، وضعیت نگهداری اطلاعات، موارد مشکوک نقض مقررات، وضعیت نگهداری وجوه و اوراق مشتریان، و نیز وضعیت تسویه و پایاپای دادوستد توسط بورس تهیه و برای مقام ناظر ارسال شود. همچنین، باید سازوکار مناسبی تعریف شده باشد که بتواند موارد نقض معیارهای فنی و حرفه‌ای را به سرعت شناسایی و با آن برخورد کند. از سوی دیگر، بورس باید موارد و علت توقف معامله بر روی برخی اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس، و سایر موارد و محدودیتهای احتمالی مربوط به دادوستد را به مقام ناظر گزارش کند.

1- Order Routing

2- Order Matching

3- Trade Execution

سازوکار پیگیری و شناسایی موارد نامعمول یا نقض معیارهای تنظیمی و نظارتی بورس باید به قدری کارآمد باشد که بتواند از دستکاری بازار، گمراه ساختن مشتریان، دادوستد متکی به اطلاعات نهانی، و سایر اعمال فریبکارانه و ناقض اصول دادوستد - که در نهایت به ناکارکردی نظام کشف قیمت، انحراف قیمتها، و تضییع حقوق سرمایه‌گذاران در بورس می‌انجامد - جلوگیری کند.

۶- تسویه و پایاپای دادوستد

بورس اوراق بهادار باید سیستم مناسبی برای تسویه و پایاپای دادوستد به منظور پردازش و تبادل داده‌ها و اسناد دادوستد، محاسبه تعهدات طرفهای دادوستد، تسویه تعهدات طرفهای دادوستد، و نقل و انتقال وجوه و اوراق بهادار مربوط به دادوستد فراهم آورد؛ ضمن آنکه نظارت مستقیم و مرتبی بر سیستم مزبور و کاربران آن اعمال کند و در این باره در برابر مقام ناظر پاسخگو باشد. در مواردی که عملیات تسویه و پایاپای توسط نهادی مستقل از بورس اوراق بهادار انجام شود، این مسئولیت و پاسخگویی در برابر مقام ناظر برای هر دو نهاد مشترک و یکسان خواهد بود. اما در هر حال، استانداردهای تسویه و پایاپای توسط مقام ناظر تعیین می‌شود.

۷- شفافیت دادوستد

بورس اوراق بهادار باید امکان دسترسی برابر فعالان بازار و سایر کاربران را به اطلاعات بازار اعم از اطلاعات پیش و پس از دادوستد فراهم نماید و در این باره پاسخگو خواهد بود. شفافیت دادوستد به میزان زیادی به امکان دسترسی همگانی به اطلاعات بازار در زمانی نزدیک به زمان واقعی بستگی دارد. تضمین دسترسی بهنگام به اطلاعات مناسب یک عامل کلیدی تنظیم و نظارت بازار دست دوم به شمار می‌آید که سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد ضمن بیشینه‌سازی بازدهی سرمایه‌گذاری خود، ریسک ناشی از دستکاری و سایر اعمال ناقض اصول دادوستد را به حداقل ممکن کاهش دهند.

۲-۵ واسطه‌های بازار

واسطه‌های بازار^(۱) به عنوان نهادهای اجرایی و عملیاتی بازار اوراق بهادار تمامی فعالیت‌های مربوط به مدیریت پرتفوی، انجام سفارش‌های خرید و فروش مشتریان، مشاوره و سایر امور مرتبط از جمله تهیه، پردازش،

1- Market Intermediaries

و انتشار اطلاعات دادوستد اوراق بهادار را دربرمیگیرند. بنابراین، بخش قابل توجهی از وظایف تنظیمی و نظارتی مقام ناظر را به خود اختصاص می‌دهند.

مقام ناظر برای انجام وظایف تنظیمی و نظارتی خود درباره واسطه‌های بازار باید درباره حوزه‌های مختلفی مانند معیارهای ثبت و تأسیس، ورود به بازار، میزان سرمایه، نظارت و کنترل مداوم، مسایل انضباطی و موارد قصور و تقصیر آنها از اختیارات لازم برخوردار باشد. در مواردی که یک واسطه پس از ثبت و تأسیس و نیز فعالیت در بازار اوراق بهادار و بر مبنای قوانین و مقررات مربوط، خواهان پذیرش و فعالیت در یک بورس اوراق بهادار باشد؛ بخشی از اختیارات مقام ناظر به بورس به عنوان یک نهاد خودتنظیم‌گر قابل تفویض خواهد بود و بورس در ازای آن، در برابر مقام ناظر پاسخگو و مسؤول خواهد بود. در هر حال، لازم است که مقام ناظر پیش از هر چیز، درباره مواردی مانند میزان سرمایه واسطه‌ها، وجوه مشتریان، و اعتماد عمومی که در معرض بیشترین ریسک قرار دارند، نظارت و کنترل دقیق و مؤثری اعمال نماید. مهمترین ریسکهای احتمالی در این باره چنین است:

۱- عدم صلاحیت یا ضعف مدیریت ریسک منجر به قصور در انجام وظایف، تعهدات، تسویه یا ارایه مشاوره درست.

۲- حیف و میل دارایی یا وجوه مشتریان، سوءاستفاده از دستورهای مشتریان در جهت منافع شخصی، پیش‌دستی در دادوستد، یا دادوستد متکی به اطلاعات نهانی، دستکاری بازار و سایر موارد ناقض اصول و مقررات دادوستد توسط شخص واسطه یا کارکنان وی، بر اثر تخطی از اصل وظیفه‌شناسی.

۳- ورشکستگی یک واسطه مالی یا ناتوانی وی از ایفای تعهدات و دیون که ممکن است به از دست رفتن وجوه، اوراق بهادار یا فرصتهای مشتریان برای دادوستد و در نتیجه، به کاهش سطح اعتماد عمومی به بازار اوراق منجر شود.

صرف نظر از میزان اختیارات اعطا شده از سوی مقام ناظر به نهادهای خودتنظیم‌گر و از جمله بورس اوراق بهادار در زمینه پذیرش عضویت یا فعالیت یک واسطه مالی، لازم است که حداقل معیارهایی در مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار برای اعطای مجوز یا لغو مجوز ثبت، تأسیس، فعالیت، و تداوم فعالیت واسطه‌های مالی و با مسؤولیت نهایی مقام ناظر وضع و اعمال شود. بدین منظور لازم است معیارهایی درباره احراز صلاحیت و پیشینه حرفه‌ای مثبت، دارا بودن دانش، منابع و مهارتهای لازم، و کفایت سرمایه آنها در نظر گرفته شود. همچنین، برای کنترل مؤثر واسطه‌های مالی در جریان فعالیت در بازار اوراق بهادار لازم است

عملکرد آنها برپایه موارد زیر به طور مداوم ارزیابی شود:

- ۱- تبادل مؤثر اطلاعات با مشتریان و از جمله افشای اطلاعات مورد نیاز به آنها،
- ۲- رفتار منصفانه، صادقانه و حرفه‌ای با مشتریان،
- ۳- حفاظت از وجوه و دارایی مشتریان در برابر حیف و میل و سوءاستفاده‌های قانونی،
- ۴- رسیدگی صحیح به حسابها و سوابق، و قابلیت اعتماد اطلاعات.
- ۵- رعایت قوانین و مقررات، و
- ۶- تفکیک صحیح وظایف و مسئولیتها و تمهیدات لازم برای شناسایی و ردیابی اشتباههای پنهان، زمینه‌های بالقوه سوءاستفاده، و سایر ریسکهای فراروی بنگاه و مشتریان آن.

۲-۶ ناشران

در بین سایر موارد قابل بررسی در چارچوب تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار، توجه به ناشران اوراق بهادار اعم از سهام و اوراق بدهی از اهمیت زیادی برخوردار است.^(۱) اصطلاح ناشر^(۲) در یک تعریف گسترده تمامی بنگاههای اقتصادی درگیر در فعالیتهای تولیدی، فعالیتهای واسطه‌ای، و سرمایه‌گذاریهای جمعی را دربرمی‌گیرد. همچنین، تنظیم و نظارت ناشران اوراق بهادار توسط مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار صرف نظر از آن است که اوراق مزبور متقاضی پذیرش در بورس اوراق بهادار باشد یا نباشد. هدف اصلی از تنظیم و نظارت ناشران، حمایت از سرمایه‌گذاران، و حصول اطمینان از منصفانه، قاعده‌مند، و کارآمد بودن بازار اوراق بهادار است. بدین منظور لازم است موارد زیر توسط مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار مورد توجه و بررسی قرار گیرد:

- ۱- ثبت، تأسیس و زمینه‌های فعالیت شرکت
- ۲- وظایف و تعهدات مدیران و متصدیان شرکت
- ۳- موارد مربوط به تصاحب، تملک، و ادغام شرکت، و نیز سایر مواردی که بر ساختار مالکیت شرکت تأثیر می‌گذارد.
- ۴- برنامه‌های انتشار اوراق بهادار توسط شرکت.

۱- بازار ابزارهای مشتق در این بخش نمی‌گنجد؛ به ویژه آنکه ابزارهای مشتق در شمار اوراق بهادار جای نمی‌گیرند. موارد مربوط به تنظیم و نظارت این بازار نیازمند بحث جداگانه‌ای است.

- ۵- افشای کامل، مرتب، و درست اطلاعات به دارندگان اوراق بهادار شرکت برای قادر ساختن آنها به اعمال حق رای و تصمیم‌گیری مناسب.
- ۶- موارد مربوط به احقاق حقوق سهامداران و سرمایه‌گذاران شرکت.
- ۷- موارد مربوط به قدرت و نحوه ایفای تعهدات شرکت.
- ۸- انحلال و خاتمه فعالیت شرکتها.

از آنجا که دسترسی به اطلاعات قابل اعتماد و سنجش‌پذیر نقشی اساسی در تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران هر شرکت ایفا می‌کند، بخش مهمی از هدفهای تنظیمی و نظارتی قابل اعمال درباره ناشران به همین مسأله بازمی‌گردد. برخی از موارد مهم قابل پیگیری و بررسی توسط مقام ناظر در این باره عبارتند از:

- ۱- بررسی کیفی و کمی اطلاعات ارایه شده توسط ناشر به سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در یک بازه زمانی.
- ۲- تدوین و ارزیابی منظم استانداردهای کیفی افشای اطلاعات توسط ناشران.
- ۳- بررسی مستقل صورتهای مالی و میزان رعایت اصول حسابداری از طریق انجام حسابرسی خارجی.
- ۴- تدوین و ارزیابی معیارهای متضمن استقلال حساب‌رسان.
- ۵- طراحی سازوکاری برای تضمین رعایت استانداردهای حسابداری و حسابرسی.

شرکتهای سرمایه‌گذاری

در بین انواع مختلف ناشران اوراق بهادار، تنظیم و نظارت بر فعالیت شرکتهای سرمایه‌گذاری و سایر انواع صندوقهای سرمایه‌گذاری جمعی^(۱) از اهمیت بیشتری برخوردار است؛ به دلیل آنکه آنها به طور مستقیم مسؤولیت مدیریت وجوه سرمایه‌گذاران و کسب بهترین نرخ بازدهی را برای آنها بر عهده دارند.

مهمترین وظایف مقام ناظر در ارتباط با نهادهای سرمایه‌گذاری چنین است:

- ۱- مقام ناظر باید استانداردها و مقررات ویژه‌ای را برای ثبت و تأسیس، و فعالیت شرکتها و نهادهای فعال در زمینه سرمایه‌گذاری و مدیریت وجوه مشتریان، تدوین و اجرا کند.
- ۲- مقام ناظر باید مقررات ویژه‌ای را برای قاعده‌مند ساختن شکل حقوقی و ساختار شرکتهای سرمایه‌گذاری

۱- اصطلاح شرکتهای سرمایه‌گذاری یا صندوقهای سرمایه‌گذاری جمعی (Collective Investment Funds) تمامی انواع شکلهای حقوقی نهادهای سرمایه‌گذاری با بنیان باز یا بسته را می‌تواند دربرگیرد.

و حفاظت از وجوه و دارایی مشتریان آنها تدوین و اجرا کند.

۳- مقام ناظر باید مقررات ویژه‌ای را برای رعایت الزامهای افشا، و نیز اصول ارزشیابی و قیمتگذاری واحدها در این شرکتها به مورد اجرا بگذارد.

صرف نظر از موارد بالا، به دلیل حساسیت و اهمیت سلامت شکل‌گیری و فعالیت مؤسسات سرمایه‌گذاری لازم است که مقام ناظر با وضع شروط ویژه‌ای درباره شایستگی و صلاحیت مؤسسان و متصدیان آنها، از صلاحیت آنها در مقام ایفاکننده وظایف و تعهدات شرکت، ظرفیت مالی شرکت، وظایف و اختیارات خاص مدیران، متصدیان، و نیز رویه‌های اداری و اجرایی مدیریت درونی شرکت اطمینان یابد. در هر حال، مقام ناظر باید نظارت و کنترل دقیق و شدیدتری درباره اینگونه مؤسسات اعمال کند.



بازار اوراق بهادار در ایران: نگاهی به وضع موجود

۱-۳ رویکرد کلی

برپایه نکات مورد اشاره در فصل دوم مهمترین نکات قابل ملاحظه درباره چارچوب و اصول کلی تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار را چنین می‌توان برشمرد:

۱- بازار اوراق بهادار به عنوان مفهومی فراگیرتر از بازار سرمایه مبنای منطقی‌تری برای طراحی ساختار تنظیمی و نظارتی این بخش مهم از نیمرخ مالی اقتصاد ملی به شمار می‌آید.

۲- بازار اوراق بهادار مجموعه‌ای از ابزارهای مالی شامل ابزارهای دارایی مانند سهام و نیز ابزارهای بدهی مانند اوراق قرضه را دربرمی‌گیرد. ابزارهای مشتق به طور متعارف در شمار اوراق بهادار جای نمی‌گیرند؛ و در برخی کشورها، حتی برای پوشش وظایف تنظیمی و نظارتی بازار ابزارهای مشتق نیز یک مقام ناظر جداگانه تعریف شده است. با وجود این، به سبب وجود هماهنگی بسیار نزدیک بین مقامهای ناظر بر بازارهای اوراق بهادار و ابزارهای مشتق، آن دو را می‌توان با اندکی تسامح یکسان در نظر گرفت.

۳- مسئولیت مستقیم کارکردهای تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار به طور معمول به یک مقام ناظر سپرده می‌شود که بسته به هدفهای اصلی شکل‌گیری بازار و نیز اصلاح ساختار تامین مالی در اقتصاد ملی، در یک نظام نامتکی به منابع اعتباری بانکی، مقام مزبور از استقلال عمل و به همان میزان پاسخگویی، و نیز قدرت مناسب، منابع کافی، و ضمانتهای اجرایی لازم برخوردار است.

۴- انجام وظایف و ایفای تعهدات و مسؤولیتهای مقام ناظر فراتر از کارکردهای معمول یک کمیسیون یا شورا است. از این رو، فرآیند شکل‌گیری مقام ناظر علاوه بر شناسایی و تعریف کمیسیون بورس و اوراق بهادار مستلزم تأسیس یک نهاد ایفاکننده تعهدات و مسؤولیتهای آن کمیسیون یا شورا است که امور تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار را هم از نظر اجرایی و هم از نظر سنجش و ارزیابی راهبردهای کنونی

و اصلاح و بازنگری مسیر حرکت آتی آن پشتیبانی نماید.

۵- بازار دست دوم بخشی از مجموعه بازار اوراق بهادار، و بورس اوراق بهادار بخشی از بازار دست دوم را تشکیل می‌دهد. در نتیجه، بورس اوراق بهادار با نهاد ایفاکننده تعهدات و مسؤولیتهای مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار تفاوتی بنیادی دارد. بورس اوراق بهادار به عنوان یک نهاد خودتنظیم‌گر فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار وظایف مشخص و معینی بر عهده دارد که فعالیت آن در بهترین شرایط ممکن فقط به فراهم آوردن زمینه‌های مناسب برای دادوستد دست دوم اوراق بهادار - با هدف افزایش قدرت نقدشوندگی ابزارهای مالی پذیرفته در بورس - می‌انجامد.

۶- چارچوب قانونی و مقرراتی بازار اوراق بهادار به سبب الزام پوشش فعالیت مجموعه گسترده‌ای از نهادها، فعالان، و ابزارها به یقین با مجموعه قانونی لازم برای شکل‌گیری و فعالیت بورس اوراق بهادار یکی نیست و بسیار فراتر از آن است. در نتیجه، وجود بورس اوراق بهادار در یک کشور به لزوم به معنای شکل‌یافتگی بازار اوراق بهادار در آن کشور نیست.

با نگاهی به موارد برشمرده بالا به وضوح می‌توان وضعیت کنونی بازار اوراق بهادار را در ایران شناسایی و ارزیابی کرد. به راحتی می‌توان دریافت که در ایران هنوز بازار اوراق بهادار منطبق با تعریف شناخته شده امروزی آن در کشورهای مختلف جهان، پدید نیامده است. آنچه به عنوان بازار سرمایه در اقتصاد ایران مورد استناد قرار می‌گیرد، مجموعه قانونی و مقرراتی ناظر به انجام وظایف بسیار محدودی است که نهایت آن به شکل‌گیری بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک بازار کوچک، تک ابزاری (سهام)، و حتی نابرخوردار از ضمانتهای اجرایی لازم برای ایفای وظایف اصلی و اولیه یک بورس متعارف اوراق بهادار - همزاد خود در کشورهای دیگر - است.^(۱) پیداست که وقتی بازار اوراق بهادار در اقتصاد ایران شناسایی قانونی نداشته باشد؛ به طریق اولی جستجوی مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار و هم‌سنگی وظایف آن با هم‌تاهای خود در کشورهای دیگر نیز بی‌معناست.

یکی از دلایل اصلی شکل‌نیافتگی بازار اوراق بهادار تاکنون، ساختار ویژه تأمین مالی فعالیتهای اقتصادی در ایران بوده است که صرف نظر از نقش مسلط و برجسته دولت در اقتصاد ملی، تأمین مالی فعالیتهای خصوصی

۱- برای نمونه می‌توان به عدم ضمانت اجرایی لازم برای جلوگیری از دادوستد متکی به اطلاعات نهانی اشاره کرد که در همه جای دنیا به عنوان یک قانون مادر یا اصل اولیه برای فعالیت بورس و نیز بازار اوراق بهادار شناخته می‌شود. یا آنکه به دلیل تقدم شکل‌گیری قانون تجارت ایران بر بورس اوراق بهادار تهران، سازوکارهای تنظیمی و نظارتی - اگر چه ناکارآمد - پیش‌بینی شده در قانون مزبور با الزامها و نیازهای تنظیم و نظارت یک بازار متشکل اوراق بهادار همخوانی ندارد.

نیز تا حدود زیادی به منابع اعتباری بانکی وابسته بوده است. به عبارت دیگر، نظام تأمین مالی پایه بانکی در ایران درست یا غلط - شکل‌گیری یک بازار فراگیر اوراق بهادار را در ایران تاکنون به تعویق انداخته است. هر چند چنین سازوکاری در مراحل نخستین فرآیند توسعه اقتصادی کم و بیش مهمترین و به صرفه‌ترین گزینه یا حتی یک محدودیت و الزام برای دولت به شمار می‌آید؛ به گواهی تجربه سایر کشورها، تداوم آن ممکن است به دلیل ممانعت از رشد مناسب و پویایی فعالیتهای خصوصی در اقتصاد ملی، مانعی جدی بر سر راه دستیابی به رشد درون‌زا و قابل دوام و توسعه پایدار اقتصادی باشد.

جای گفتگو نیست که در نبود یک بازار فراگیر و قاعده‌مند اوراق بهادار در ایران نمی‌توان و نباید انتظار داشت که یک نهاد فعال در بازار دست دوم و با چنین اوصافی بتواند در اقتصاد ایران نقش و جایگاهی سزاوار همانند بازارهای متعارف اوراق بهادار در کشورهای توسعه یافته و بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دست آورد و درست از همین روست که کفایت لازم برای مشارکت شایسته مردم در فعالیتهای اقتصادی به ویژه از طریق کاستن از حجم فعالیتهای تصدی‌گری دولت در اقتصاد ملی چندان مهیا نشده است و چنین به نظر می‌رسد که پیشبرد بسیاری از برنامه‌های اقتصادی دولت پیش از هر چیز در گرو فراهم آوردن زمینه مناسب برای ایفای نقش فعالتر این بازار در اقتصاد ملی است. یک دلیل واضح در این باره، چنانکه اشاره شد آن است که رشد پویا و قابل دوام تولید حاصل سرمایه‌گذاری مداوم و پایدار برای ظرفیت‌سازی و بهینه کردن سطح فعالیتهای در بخشهای مختلف اقتصاد ملی است؛ به گونه‌ای که جریان منابع مالی متناسب با میزان فعالیتهای اقتصادی قابل تنظیم باشد. در چنین وضعیتی برای راندن اقتصاد به جانب مطلوب، ضمن آنکه باید تاکید درستی از منابع پس‌اندازی خصوصی به عنوان بخشی از منابع قابل سرمایه‌گذاری در اقتصاد ملی وجود داشته باشد، وجود سازوکاری مناسب برای تجهیز منابع پس‌اندازی، و هدایت آنها به سوی مصارف درازمدت اقتصادی اهمیتی چشم‌پوشی‌ناپذیر خواهد داشت. این درست همان کارکردی است که در مجموعه بازارهای سه‌گانه تشکیل دهنده بخش مالی اقتصادی، به عهده بازار اوراق بهادار گذاشته شده است؛ و برآوردن آن به طور معمول در توان و حوزه فعالیتهای هیچیک از بازارهای پول و بیمه جای نمی‌گیرد.

بدین ترتیب، شکل نیافتن یک بازار کارآمد اوراق بهادار در اقتصاد ایران، در کنار چیرگی شبکه بانکی و تمرکز تقاضا در بازار پول، به سوق یافتن منابع مالی به بانکها و نیز پدید آمدن حرکتی در جهت خلاف واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش خصوصی نیز انجامیده است؛ پدیده‌ای که بر اثر انتقال بخشی از منابع شبکه بانکی به بازار سرمایه در نهایت افزایش سهم مالکیت بخش شبه دولتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس را به دنبال داشته است. بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها نهاد رسمی فعال در بازار ناکامل اوراق بهادار ایران نمی‌تواند

مسئول تمامی علتها و عوامل نهفته در پس توسعه نیافتگی بازارهای ویژه تأمین مالی درازمدت یا مدیریت ریسک در ایران شناخته شود. بی‌گمان آنچه در این باره و به ویژه در طی دو دهه اخیر اهمیت و توجه بیشتری را به خود می‌طلبد، شناخت ماهیت واقعی ارتباط بین تولید، سرمایه‌گذاری، و نحوه به کارگیری منابع مالی موجود در اقتصاد ملی است. در یک نگرش کلی، اینگونه پیداست که سیاست‌گذاریهای کلان اقتصادی به ویژه در طی برنامه‌های توسعه با کمترین میزان تأکید و توجه به بازار اوراق بهادار به عنوان یک ابزار سیاستی یا سازوکار تجهیز منابع مالی مورد نیاز فعالیتهای اقتصادی همراه بوده است.

۳-۲ ساختار تنظیم و نظارت بازار

بازار اوراق بهادار ایران در شکل کنونی در چارچوب یک بازار دادوستد دست دوم سهام فعالیت دارد که از سه رکن نظارتی و یک سازمان اجرایی به شرح زیر تشکیل یافته است:

الف - ارکان نظارتی:

۱- شورای بورس به عنوان بالاترین رکن تصمیم‌گیری و مسئول و ناظر حسن اجرای قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵.

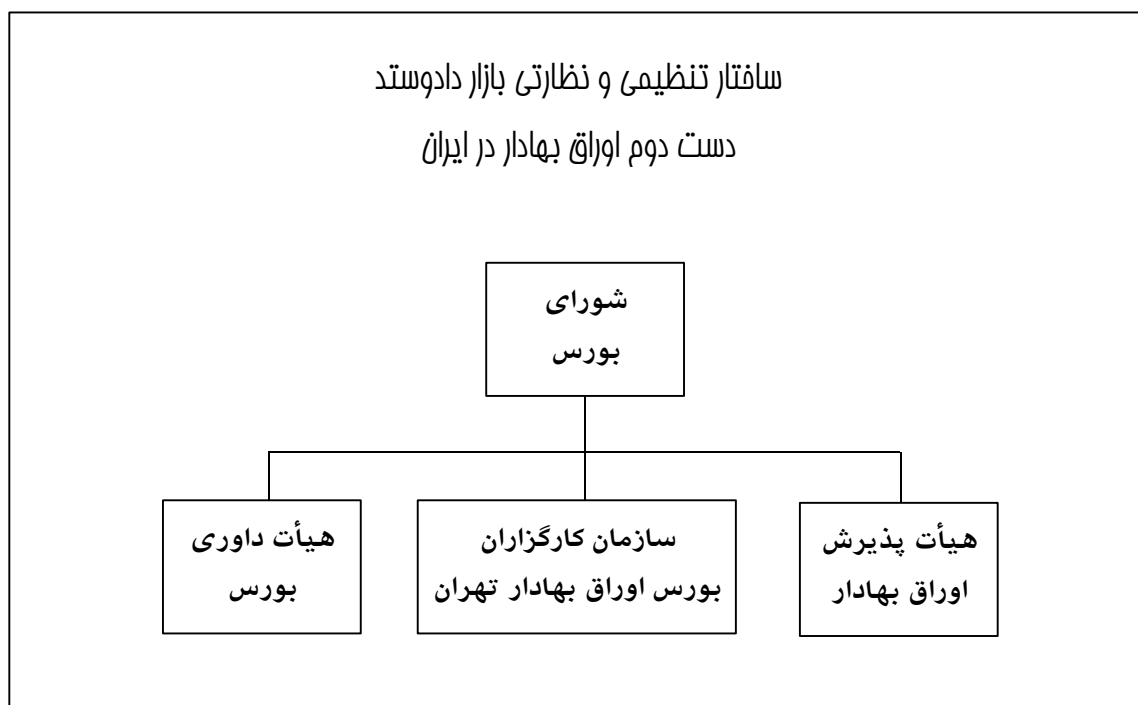
شورای بورس از هشت عضو ترکیب یافته است که بجز رئیس کل بانک مرکزی ج.ا.ایران که ریاست شورای مزبور را نیز بر عهده دارد؛ رئیس هیأت مدیره سازمان بورس، معاون دادستان کل کشور، رئیس اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، و چهار تن دیگر به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی شامل معاون وی و سه کارشناس مالی و اقتصادی نیز در آن عضویت دارند. از آنجا که براساس ماده ۳۱ قانون تأسیس بورس، تصمیمات شورا با تایید دو سوم اعضا معتبر و قابل اجراست؛ چنین پیداست که به رغم قرار گرفتن رئیس کل بانک مرکزی ج.ا.ایران در مقام ریاست شورا، استقلال عمل و تصمیم‌گیری شورای بورس به خوبی حفظ شده باشد.

در واقع، آنچه به عنوان چیرگی بازار پول یا شبکه بانکی بر بازار کنونی اوراق بهادار کشور قابل نقد و اعتناست؛ نه به ترکیب شورای بورس؛ بلکه به یک ویژگی ساختاری تأمین مالی در اقتصاد ایران مربوط می‌شود. تا به آنجا که به دلیل همین ویژگی ساختاری و شکل نیافتگی یک بازار منسجم و کامل اوراق بهادار در ایران، مقارن بودن ریاست نهاد ناظر بر بازار پول با ریاست شورای بورس به اتخاذ رویه‌های

سازگار و ایجاد هماهنگی این دو بازار نیز انجامیده است. در حالت مطلوب، چنانکه در بخش بعدی ملاحظه خواهد شد، با شکل‌گیری بازار اوراق بهادار در ایران، ساختار تنظیمی و نظارتی بازار و از جمله ترکیب شورای ایفاکننده مقام ناظر بر بازار مزبور برای دستیابی به هدفها و منطبق بر چارچوب تعریف شده در بخش دوم تعیین خواهد شد.

۲- هیأت پذیرش اوراق بهادار به عنوان رکن تصمیم‌گیر درباره پذیرش یا لغو پذیرش شرکتهای متقاضی پذیرش در بورس؛ شامل قائم مقام رییس کل بانک مرکزی ج.ا.ایران به عنوان رییس هیأت، رییس هیأت مدیره سازمان بورس، نماینده اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، دو حسابدار خبره به تایید شورای بورس، و ناظر شورای بورس در هیأت پذیرش.

۳- هیأت داورى بورس به عنوان رکن مسؤول رسیدگی و حل اختلافات بین کارگزاران یا کارگزاران و مشتریان؛ شامل نماینده وزارت دادگستری به عنوان رییس هیأت، نماینده اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، و نماینده شورای بورس.



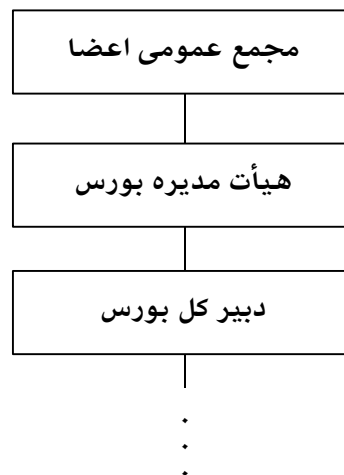
ب- سازمان اجرایی:

سازمان - کارگزاران - بورس اوراق بهادار تهران که اداره آن بر عهده هیأت مدیره منتخب مجمع عمومی اعضاست. هیأت مدیره نیز به نوبه خود دبیر کل بورس را به عنوان بالاترین مقام اجرایی برای اداره سازمان برمی‌گزیند.

هیأت مدیره سازمان از هفت نفر عضو منتخب مجمع عمومی اعضا و یک نفر عضو ناظر شورای بورس در آن هیأت ترکیب یافته است. پنج تن از هفت عضو مورد اشاره باید از بین کارگزاران حقوقی انتخاب شوند و دست کم چهار عضو از اعضای اخیر باید از بین کارگزاران بانکها تعیین شوند. نکته جالب توجه آن است که به جای کارگزاران بانکی مورد اشاره، مدیران عامل بانکهای مزبور در هیأت مدیره عضویت و حضور می‌یابند. این نکته به ویژه با توجه به وجود رقابت ماهوی بین بازار دادوستد دست دوم اوراق بهادار با بانکهای تجاری - که مختص بازارهای مالی ایران هم نیست - جای تأمل دارد.

سافتار سازمان اجرایی بازار دادوستد دست دوم

اوراق بهادار در ایران



چارچوبی برای شکل‌گیری بازار اوراق بهادار در ایران

۴-۱ الگوی ساخت بازار

با توجه به ویژگیهای ساختار نظام تامین مالی متکی به شبکه بانکی در اقتصاد ایران، ملاحظه می‌شود که در ضمن شکل‌نیافتگی بازار اوراق بهادار در ایران، ساختار کنونی تنظیم و نظارت بر بازارهای مالی در اقتصاد ایران تا حدود زیادی به الگوی متمرکز ناقص شباهت دارد. در پی تغییرات انجام شده در جریان تصویب قانون برنامه دوم توسعه اقتصادی و تعیین وزیر امور اقتصادی و دارایی به عنوان رئیس شورای پول و اعتبار، و با توجه به حضور وی در مجامع عمومی بانک مرکزی، بانکها، و بیمه مرکزی و نیز از راه تعیین نماینده در شورای عالی بیمه به خوبی پیداست که وزارت امور اقتصادی و دارایی در راس هرم مقامهای ناظر بر بازارهای پول و بیمه قرار گرفته است. به همین ترتیب، هر چند نمی‌توان وظایف کنونی شورای بورس را با مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار یکسان یا همتراز دانست، حضور پرتعداد نمایندگان وزارت امور اقتصادی و دارایی در این شورا، نقش مسلط رویکرد متمرکز تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی ایران را به خوبی نشان می‌دهد.

از آنجا که شکل‌گیری آتی بازار اوراق بهادار در ایران پیش از هر چیز نیازمند شناسایی مقام ناظری است که خود برپایه یک الگوی مبتنی بر رویکرد تنظیمی و نظارتی همساز با سایر بازارهای مالی شکل می‌گیرد؛ گزینش الگوی برازنده و برآورنده هدفهای توسعه‌ای اقتصاد ملی به یقین موضوع بازنگری رویکرد کنونی تنظیم و نظارت بر سایر بازارهای مالی را نیز فراپیش خواهد کشید. بدین منظور لازم است که مطالعه دقیق‌تری از وضعیت سایر بازارهای مالی نیز با در نظر گرفتن طرح کلی ساخت اقتصاد ملی و گرایشهای موجود به سوی مشارکت هر چه بیشتر مردم در فعالیتهای اقتصادی و کاستن از بار وظایف تصدی‌گری دولت در اقتصاد صورت پذیرد تا بتوان پایه درستی برای طراحی شکل مطلوب بخش مالی اقتصاد ایران به وجود آورد. در این باره، ارزیابی بخش مالی از سه دیدگاه الزامی به نظر می‌رسد:

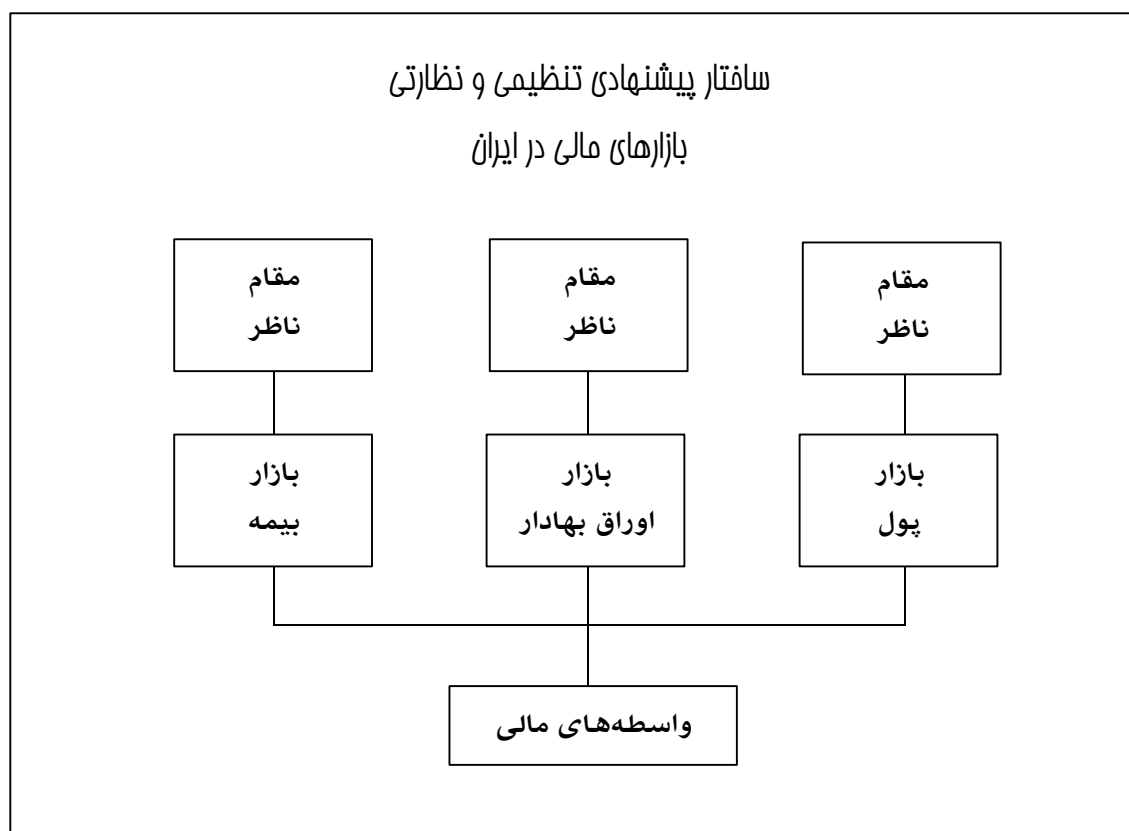
- ثبات مالی،

- کارایی نظام مالی، و

- تضمین منصفانه و شفاف بودن نظام مالی.

در هر حال، حتی یک ارزیابی مختصر از عملکرد بخش مالی اقتصاد ایران در طی دو دهه اخیر، نیاز جدی به بازنگری و اصلاح ساختار ناکارآمد موجود را آشکار می‌سازد.^(۱) از این دیدگاه، نگرش نهفته در پس بازآرایی بخش مالی و تحول نظام تامین مالی در اقتصاد ایران با گرایش به ساختار تنظیمی و نظارتی نامتمرکز و دوری از ساختار متمرکز هم‌پیوندی نزدیک دارد. بدین معنا، برازنده‌ترین الگویی که می‌تواند برای اقتصاد ایران برگزیده شود، کم و بیش نزدیک به یک الگوی نامتمرکز ناقص است که جداسازی وظایف تنظیمی و نظارتی مقامهای ناظر بر بازارهای پول، اوراق بهادار، و بیمه را توصیه می‌کند. در همین راستا، اگر چه تمرکز کامل در بخش فعالان پیشنهاد نمی‌شود، فعالیت واسطه‌های مالی چندمنظوری در بازارهای مالی می‌تواند مجاز شناخته شود. نکته قابل توجه در تنظیم و نظارت بازارهای مالی آن است که نظارت بر پایه وظایف - و نه بر پایه موضوع - انجام شود. بدین معنا، برای مثال بخشی از فعالیت شبکه بانکی که به حوزه وظایف تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار مربوط می‌شود، باید توسط مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار تنظیم و نظارت شود.

۱- به عنوان یک نمونه بازتاب‌دهنده ناکارایی بخش مالی اقتصاد، متجاوز از نود درصد کل داراییهای بانک مرکزی را بدهیهای دولت و شرکتها و مؤسسات دولتی تشکیل می‌دهد که حاصل استفاده دولت و بخش دولتی از بخش پولی اقتصاد برای تامین نیازهای بودجه‌ای و سایر منابع مالی مورد نیاز آنها در طی سالهاست.



۴-۲ مقام ناظر

بی‌گمان در فرآیند شکل‌گیری یک مجموعه فراگیر و کارآمد تنظیمی و نظارتی برای بازار اوراق بهادار ایران، یا آنچه در افواه و به طور عامیانه به **قانون جامع بازار سرمایه** شهرت یافته است؛ شناسایی هدفمند و گزینش درست و مناسب مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار با اختیارات و کارکردهای قانونی کافی برای پوشش فراگیر بازار اوراق بهادار در ایران از بیشترین درجه اهمیت برخوردار است. مقام ناظری که بر پایه الگوی معرفی شده در بخش پیش به دست می‌آید، با برخورداری از استقلال، پاسخگویی و اختیارات تنظیمی و نظارتی کافی، بی‌هیچ تردیدی زیربنای اصلی شکل‌گیری یک نظام تامین مالی متکی به اوراق بهادار و برآورنده نیازهای توسعه‌ای اقتصادی ملی است.

با فرض گزینش الگوی پیشنهادی، و با توجه به هم‌پیوندی هویت مستقل و کارایی سازوکار تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار با میزان استقلال و پاسخگویی مقام ناظر بر این بازار، در درجه نخست لازم است که طرح اصلی نهاد ایفاء‌کننده وظایف و مسؤولیتهای مقام مزبور مشخص شود. بدین منظور طرح کلی شکل‌گیری

مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار ایران از دو بخش اصلی:

۱- شورای بورس و اوراق بهادار به عنوان یک شورای دولتی یا نیمه دولتی مسؤول نهایی ایفای وظایف و

مسئولیتهای مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار در ایران؛ و

۲- سازمان ناظر بازار اوراق بهادار کشور به عنوان نهاد اجرایی ایفا کننده وظایف و مسئولیتهای مقام

ناظر بر بازار اوراق بهادار در ایران،

تشکیل می شود. شورای بورس و اوراق بهادار به عنوان بالاترین مقام تصمیم گیر و سیاستگذار بازار اوراق

بهادار مسئولیت

۱- تفسیر قانون اوراق بهادار،

۲- تدوین و تصویب مقررات و آیین نامه های لازم برای اجرای قانون،

۳- اجرای قوانین و مقررات، و

۴- پیشنهاد لوایح قانونی لازم برای تطبیق بازار با شرایط و نیازهای جدید اقتصاد ملی

را بر عهده خواهد داشت. اختیارات و مسئولیتهای قانونی مقام مزبور از دیدگاه موضوعی، فعالیت نهادهای و

فعالان زیر را در برخواهد گرفت:

۱- تشکیلات و سازمان اجرایی ایفا کننده وظایف و مسئولیتهای مقام ناظر که به عنوان سازمان ناظر

بازار اوراق بهادار کشور قابل شناسایی است.

۲- سازمانهای خود تنظیم گر شامل

- بورسهای اوراق بهادار تهران و سایر بورسهای اوراق بهادار قابل شکل گیری در آینده.

- بورسهای کالا اعم از فلزات، محصولات کشاورزی و سایر.

- مؤسسات سپرده گذاری و نگهداری اوراق بهادار.

- انجمن کارگزاران و معامله گران اوراق بهادار.

۳- واسطه های مالی شامل

- کارگزاران

- معامله گران

- مؤسسات متعهد خرید

- مشاوران سرمایه گذاری

- مدیران سرمایه‌گذاری

- بانکهای سرمایه‌گذاری

۴- سرمایه‌گذاران شامل

- سرمایه‌گذاران نهادی مانند شرکتهای سرمایه‌گذاری و سایر مؤسسات یا صندوقهای

سرمایه‌گذاری جمعی

- صندوقهای سرمایه‌گذاری اعتباری^(۱)

- سرمایه‌گذاران فردی یا غیرنهادی

۵- ناشران اوراق بهادار اعم از شرکتهای تولیدی یا مؤسسات مالی ناشر سهام و ابزارهای بدهی بدون

توجه به ساختار مالکیت (خصوصی یا دولتی بودن) آنها.

۶- سایر فعالان بازار اوراق بهادار از جمله

- مؤسسات مرتبه‌بندی خطر و اعتبار،

- پردازشگران حرفه‌ای اطلاعات بازار اوراق بهادار،

- صندوقهای تضمین بورس،

- حساب‌رسان معتمد بازار اوراق بهادار کشور.

موزه نظارت شورای بورس اوراق بهادار بر مبنای شناسایی فعالان بازار



طرح کلی پیشنهاد شکل‌گیری شورای بورس و اوراق بهادار در ایران

تعداد اعضای شورا	۷ نفر.
مدت عضویت	۵ سال. اعضای شورا به صورت (ناهمزمان) متناوب منصوب خواهند شد تا همواره در شورا برخی افراد با تجربه حضور داشته باشند.
مسئولیت تعیین اعضای شورا	۴ عضو توسط هیأت وزیران، ۲ عضو توسط مجلس شورای اسلامی، و ۱ عضو توسط دستگاه قضایی
نحوه عضویت در شورا	به صورت تمام وقت و با شرط عدم اشتغال در سایر دستگاههای دولتی، یا سایر بازارهای مالی، یا مجموعه نهادهای بازار اوراق بهادار و تحت نظارت شورا.
نحوه تعیین ریاست شورا	از طریق انتخاب اعضای شورا در ابتدای هر سال.
تامین مالی مخارج شورا و سازمان اجرایی مربوط	به صورت خودگردان و مستقل از بودجه دولتی از طریق دریافت درصدی از ارزش عملیات مالی بازار اوراق بهادار.

مقام ناظر مسئولیت تنظیم و نظارت، و اعطای مجوز ثبت و فعالیت تمامی نهادهای و فعالان حال و آینده بازار اوراق بهادار ایران و نیز معرفی و به کارگیری تمامی انواع ابزارهای مالی را بر عهده خواهد داشت؛ صرف نظر از آنکه به بورس اوراق بهادار تهران و موارد کنونی دربرگیرنده قانون تاسیس بورس مربوط باشد یا نباشد. به منظور ایفای تعهدات و مسئولیتهای فراگیر قابل تعریف برای مقام ناظر، سازمان ناظر بازار اوراق بهادار به عنوان نهاد اجرایی مربوط، مسئولیت انجام وظایف محوله و از جمله اجرای مصوبات شورا را بر عهده خواهد داشت. ساختار سازمان مورد اشاره از یک هیأت عامل عهده‌دار مسئولیت اجرایی سازمان و چهار هیأت شامل:

۱- هیأت ثبت و نظارت بر مؤسسات و نهادهای مالی،

۲- هیأت ثبت و نظارت بر اوراق بهادار و ابزارهای مشتق،

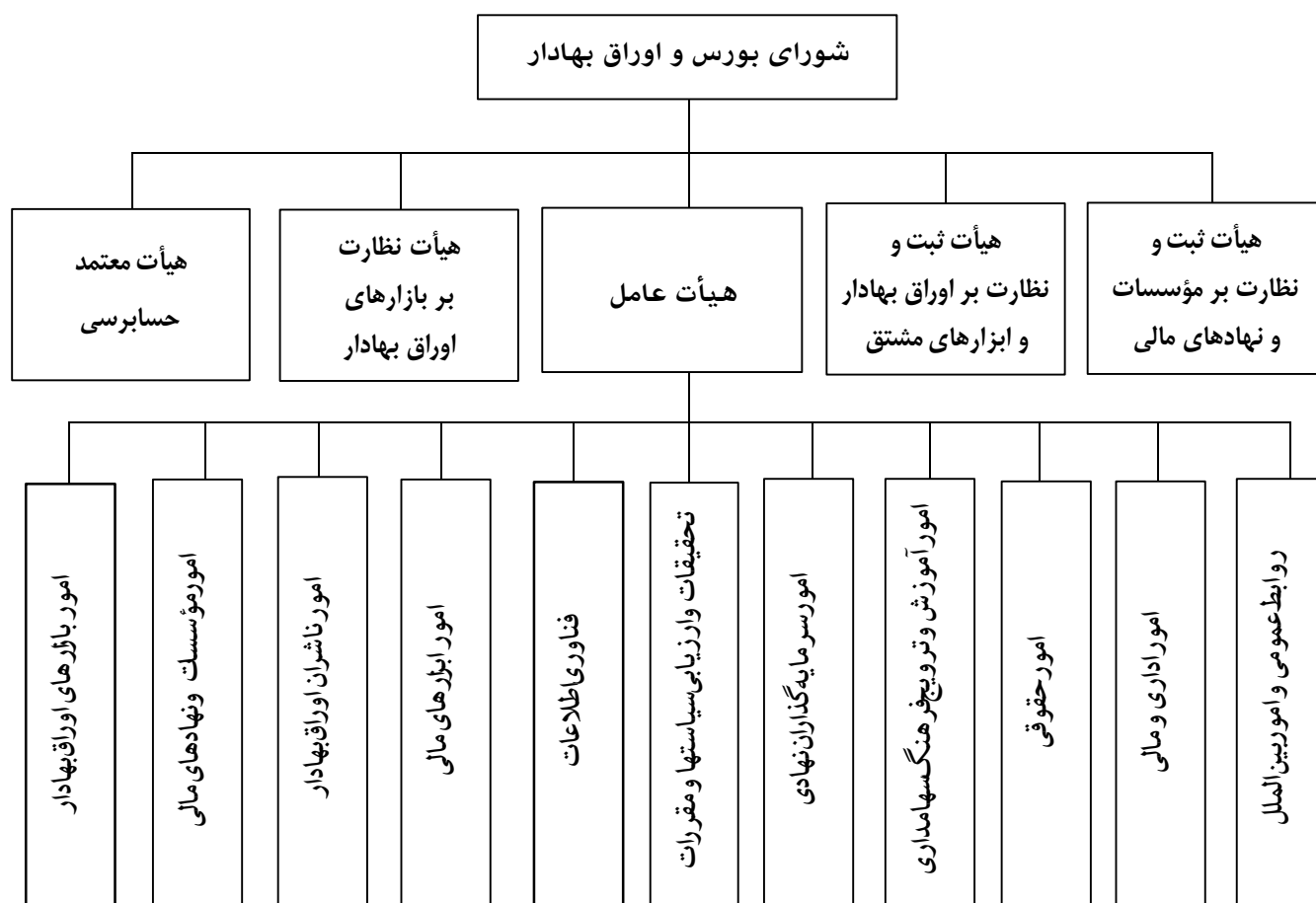
۳- هیأت نظارت بر بازارهای اوراق بهادار، و

۴- هیأت معتمد حسابرسی

تشکیل می‌شود. قدرت و اختیارات اجرایی سازمان ناظر بازار اوراق بهادار تا حدود زیادی با نقش و جایگاه بانک مرکزی ج.ا.ایران در بازار پول قابل مقایسه خواهد بود؛ با این تفاوت که این سازمان مجمع عمومی جداگانه‌ای نخواهد داشت و به طور مستقیم به شورای بورس و اوراق بهادار پاسخگو و در برابر آن مسؤول خواهد بود.

ارکان و سافتار پیشنهادی سازمان ناظر

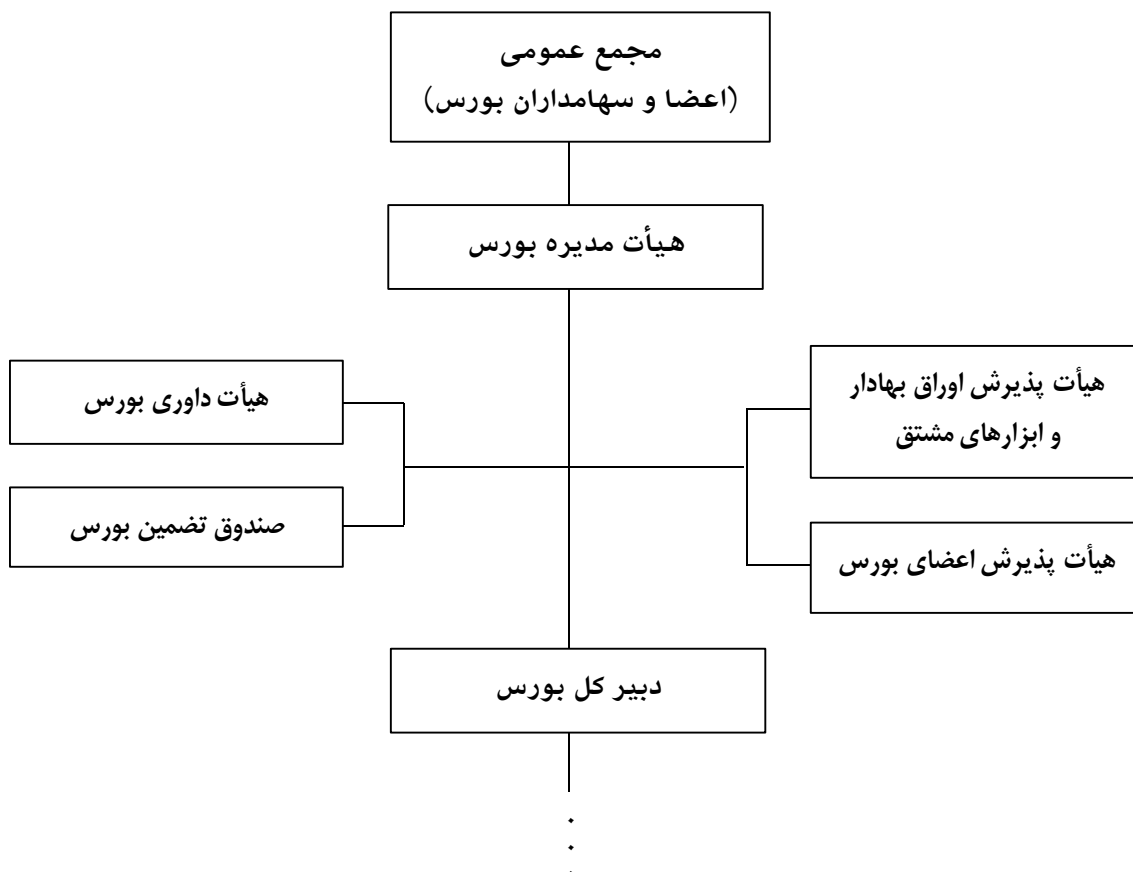
بازار اوراق بهادار کشور



۳-۴ بورس اوراق بهادار تهران

در چارچوب شکل‌گیری بازار اوراق بهادار در ایران، اصلاح ساختار بورس اوراق بهادار تهران نیز با هدف فراهم آوردن زمینه‌های لازم برای پذیرش نقش یک نهاد خودتنظیم‌گر فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار ایران اجتناب‌ناپذیر خواهد بود. بدین منظور لازم است که در حوزه فعالیت و مسؤولیتها، و ساختار تصمیم‌سازی در بورس، و نیز اختیارات اجرایی قابل تفویض به آن از سوی شورای بورس و اوراق بهادار تجدید نظری اساسی صورت گیرد. از آنجا که با شکل‌گیری شورای بورس و اوراق بهادار، خود به خود وظایف کنونی شورای بورس به آن محول خواهد شد؛ بورس اوراق بهادار تهران و سایر بورسهای قابل شکل‌گیری در آینده قادر به ایفای نقش فعالتری در حوزه تنظیم فعالیت‌های مربوط به خود خواهند بود. این نکته از بررسی تجربه عملکرد الگوهای متعارف نهادهای خودتنظیم‌گر مشابه در سایر کشورها نیز قابل تصدیق است. براین اساس، با گسترش حوزه اختیارات هیأت مدیره بورس و تفویض بخشی از وظایف تنظیمی مربوط به فعالان و ابزارهای مالی توسط شورای بورس و اوراق بهادار به هیأت مزبور، در ساختار جدید بورس، انجام وظایف هیات پذیرش اوراق بهادار و هیأت داوری بورس نیز به هیأت مدیره محول خواهد شد.

طرح پیشنهادی اصلاح ساختار بورس اوراق بهادار تهران



به طور کلی، در ساختار جدید بورسهای اوراق بهادار یا کالا، مجمع عمومی اعضا - یا حتی سهامداران بورس، در صورت خصوصی و انتفاعی شدن^(۱) فعالیت آتی بورس در ایران - به عنوان بالاترین مرجع تصمیم‌گیری بورس، اعضای هیأت مدیره را برای ایفای وظایف و مسؤولیتهای زیر انتخاب خواهد کرد:

- ۱- اداره امور اجرایی سازمان بورس از طریق انتخاب و تعیین دبیر کل یا رییس اجرایی بورس؛
- ۲- پذیرش یا لغو پذیرش اوراق بهادار و ابزارهای مشتق - حسب تفویض شورای بورس و اوراق بهادار - از طریق تشکیل هیأت پذیرش اوراق بهادار و ابزارهای مشتق؛
- ۳- پذیرش یا لغو پذیرش واسطه‌های مالی متقاضی فعالیت در بورس از طریق تشکیل هیأت پذیرش اعضای بورس؛
- ۴- حل و فصل اختلافات بین کارگزاران یا کارگزاران و مشتریان از طریق تشکیل هیأت داوری بورس؛ و
- ۵- ایجاد و اداره امور صندوق تضمین بورس.



سخن آخر

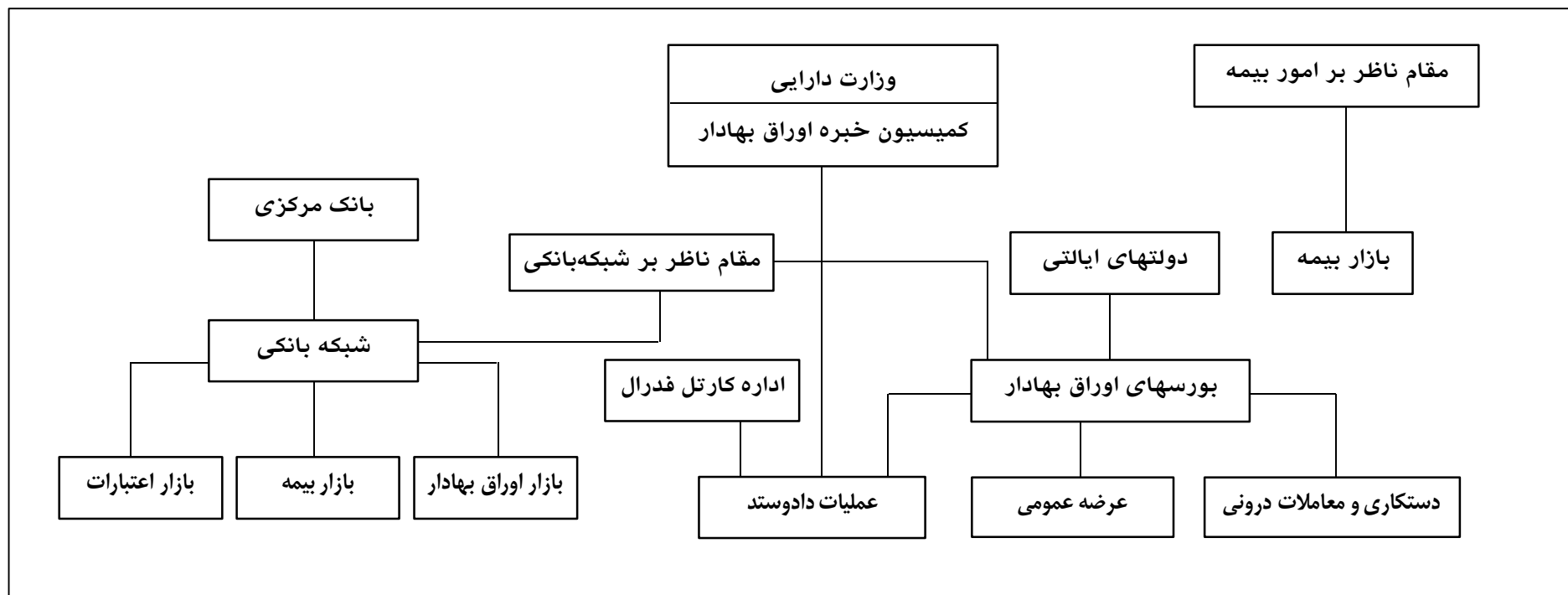
بررسی گذرای ویژگیهای تنظیمی و نظارتی لازم برای شکل‌گیری یک بازار اوراق بهادار منسجم و کارآمد در کشور نمایانگر آن است که مجموعه کنونی شامل قانون تاسیس بورس اوراق بهادار مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵ و سایر مقررات و آیین‌نامه‌های اجرایی مربوط از کفایت لازم برای پوشش تنظیمی و نظارتی فعالیتهای فراتر از بازار دادوستد دست دوم سهام برخوردار نیست. صرف نظر از آنکه برآوردن کارکردهای متعارف بازار اوراق بهادار در ایران علاوه بر وجود یک پوشش تنظیمی و نظارتی مناسب نیازمند حضور و فعالیت نهادهای مکمل دیگری نیز هست که در وضعیت کنونی وجود ندارند؛ حتی برای نهادهای بی‌شمار فعال در حال حاضر نیز که به طور مستقیم به نشر اوراق بهادار و تامین منابع مالی مورد نیاز خود از این راه می‌پردازند، هیچ پوشش مناسب تنظیمی و نظارتی به چشم نمی‌خورد. مثال آشنای اینگونه موسسات، شرکتهای سرمایه‌گذاری ریز و درشتی است که طی سالهای اخیر سرمایه قابل توجهی گرد آورده‌اند و با وجود اهمیت تنظیم و نظارت بر فعالیت - به ویژه از نظر حفظ حقوق سرمایه‌گذاران بی‌شمار - آنها هنوز هیچ رویه نظارتی قاعده‌مندی درباره ماهیت عملکرد و حوزه فعالیت آنها وجود ندارد. به همین ترتیب، به سایر نهادها و موضوعات بسیار دیگری می‌توان اشاره کرد که ارتباط فعالیت آنها با کارکردهای بازار اوراق بهادار، سازگاری ماهیت و حوزه فعالیت آنها را - دست کم در حد حلقه‌های ارتباطی - با رویکردهای تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار کشور ناگزیر می‌سازد؛ اما در ساختار کنونی چنین وظایفی اصولاً در شمار وظایف و مسؤولیتهای بورس اوراق بهادار یا شورای ناظر بر آن نمی‌گنجد. از مجموعه پیش رو، به خوبی پیداست که بازار اوراق بهادار در اقتصاد ایران شکل یافته و تعریف شده نیست. بنابراین، گفتگو از کم یا زیاد بودن نقش آن در اقتصاد ملی یا هم‌سنگی آن با دیگر کشورهای توسعه‌یافته یا در حال توسعه نیز بی‌معناست.

آنچه مسلم است، پیشبرد بسیاری از هدفهای کلان اقتصادی مانند برخورداری از پایداری، و دستیابی به رشد درون‌زا و قابل دوام اقتصادی ناگزیر از توجه پیش از پیش به لزوم و اهمیت شکل‌گیری یک بازار قاعده‌مند، پویا، و کارآمد اوراق بهادار در اقتصاد ملی است و در این راستا، لزوم آماده‌سازی بسترهای نهادی و قانونی متناسب با ایفای نقش فعال و برازنده آن چشم‌پوشی‌ناپذیر می‌نماید.

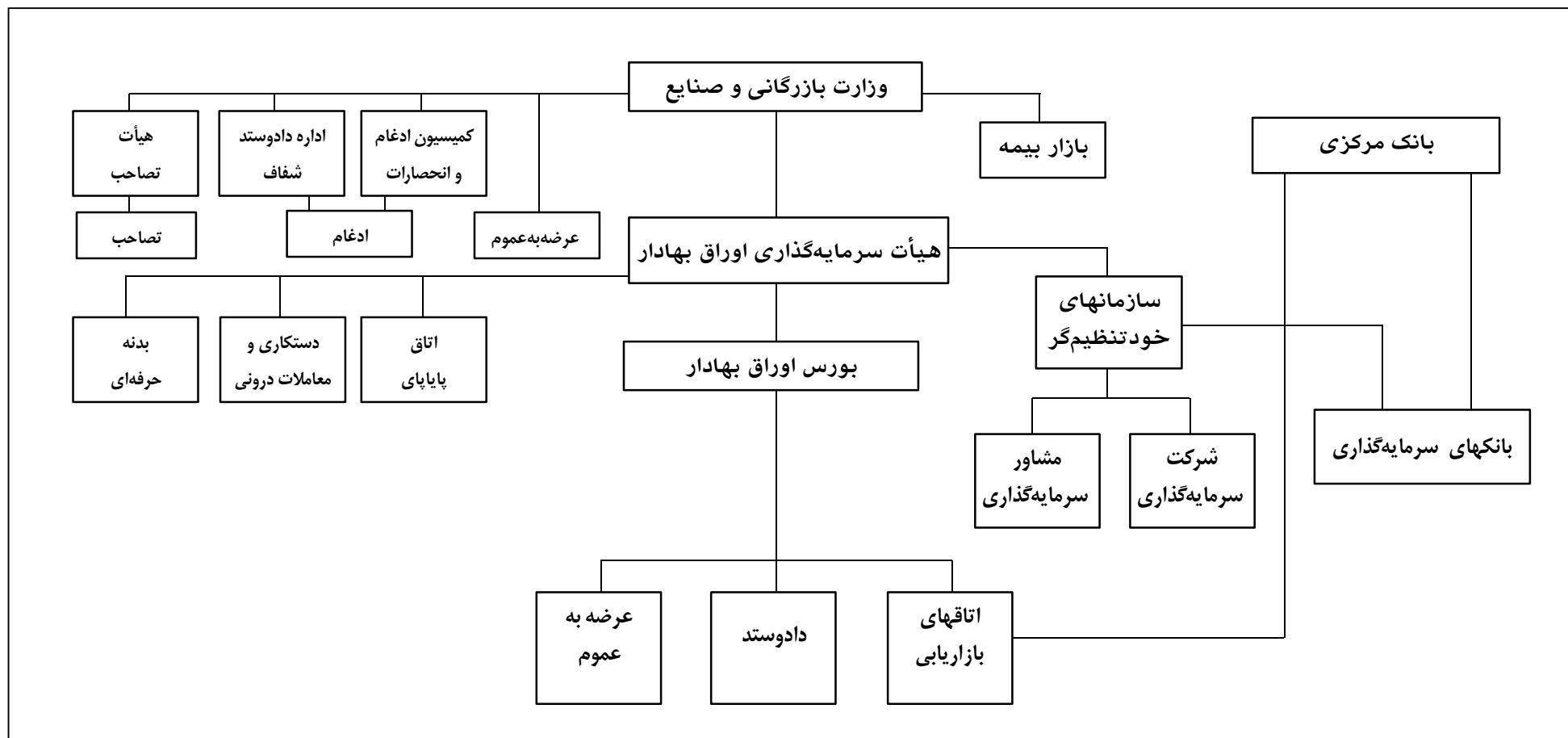


پیوست: ساختار تنظیم و نظارت بازارهای مالی در برخی کشورهای نمونه

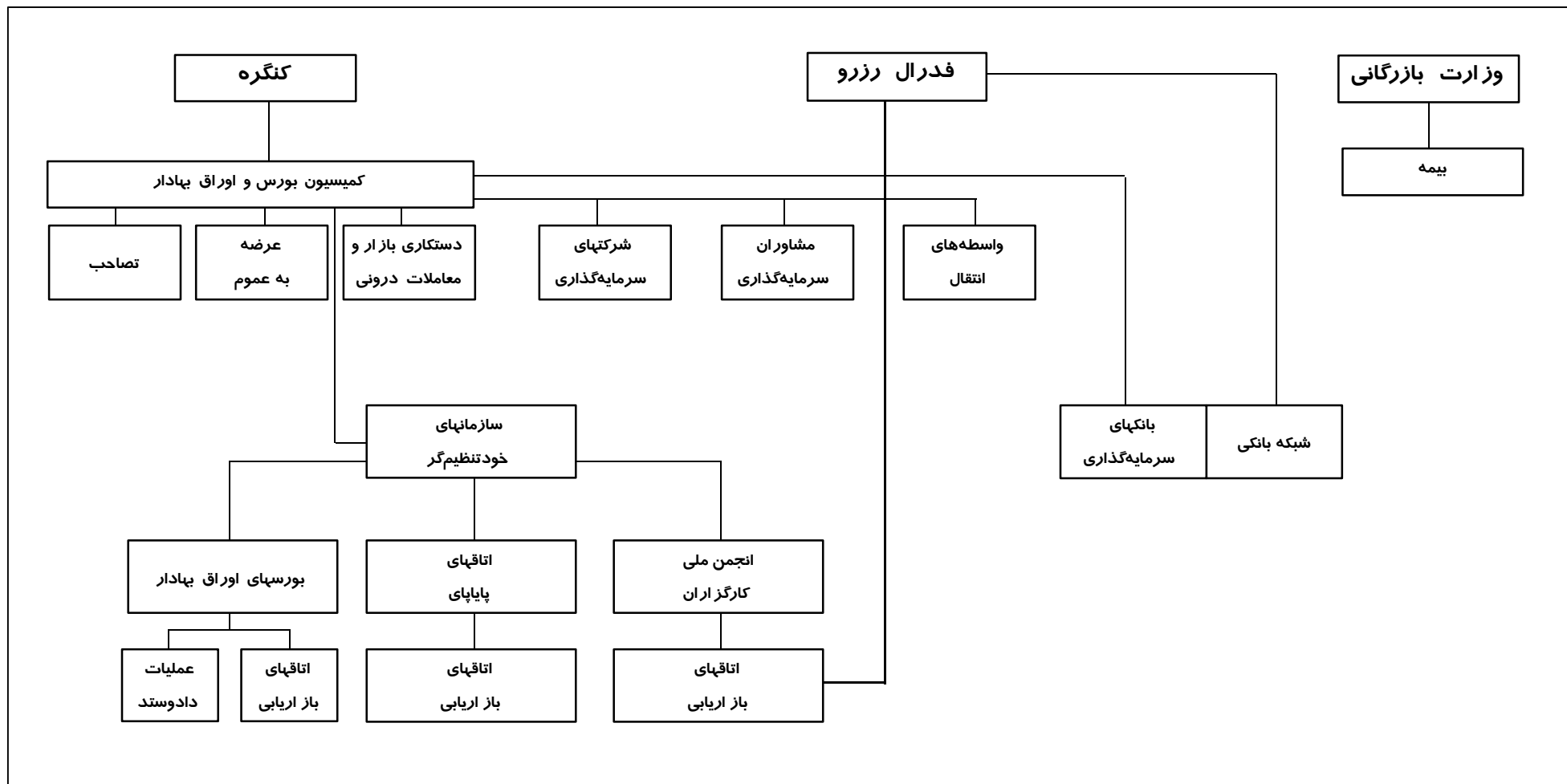
۶-۱ الگوی تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در آلمان



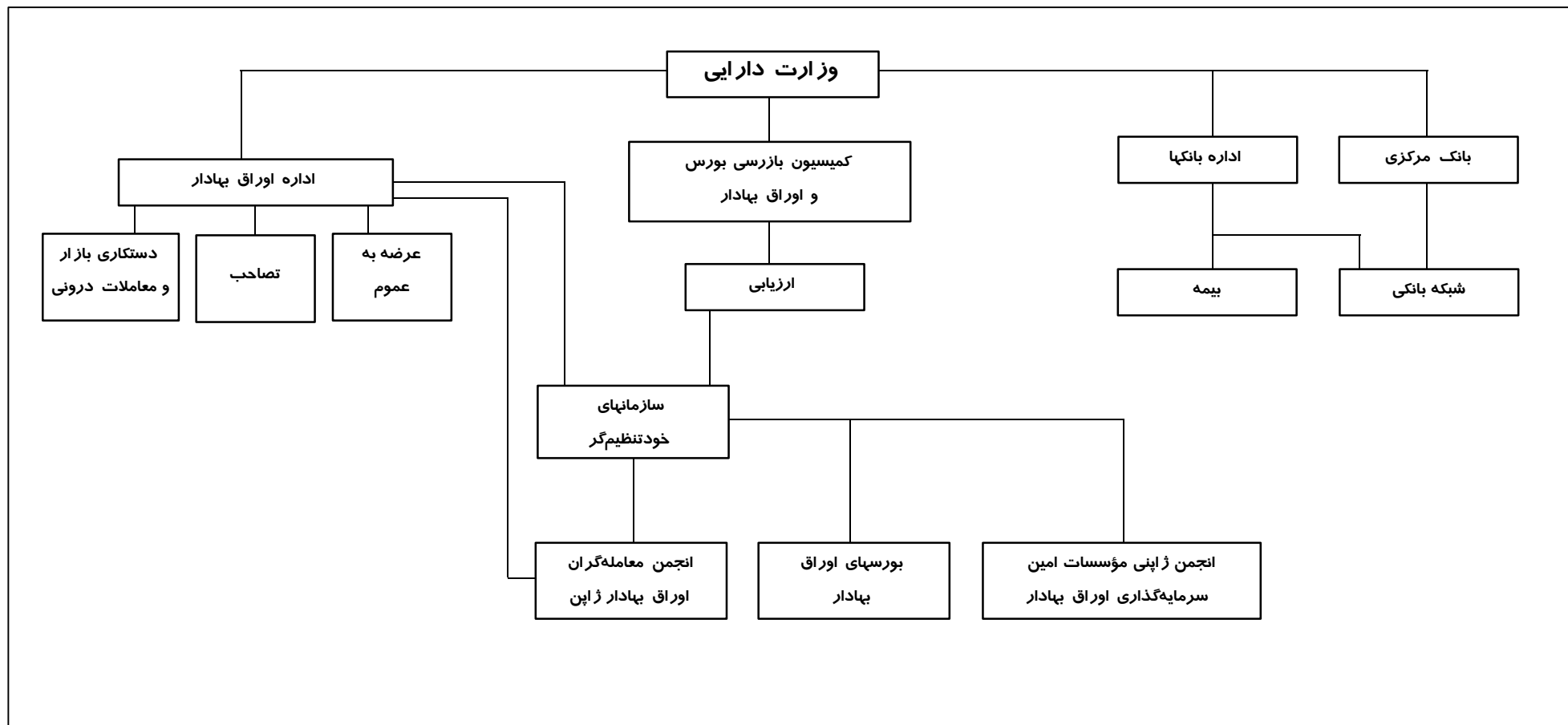
۲-۶ الگوی تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در انگلستان



۳-۶ الگوی تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در ایالات متحد آمریکا



۴-۶ الگوی تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی در ژاپن



۵-۶ الگوی تنظیمی و نظارتی ساخت بازارهای مالی در فرانسه

