

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیکی

موضوع ارائه :

سازمان بورس و اوراق بهادار ایران

و

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا

نام استاد : جناب آقای دکتر ایمانی جوکارتنگ کرمی

نام دانشجو : سجاد بی نیاز

شماره دانشجو: ۹۲۰۵۳۸۱۲۳

پاییز ۹۳



## U.S. Securities and Exchange Commission

### مقدمه

بازارها نیازمند بازیگران و زمان کار مشخص هستند. خریداران در بازار دارای قدرت انتخاب مناسب هستند و می‌توانند از بین کالاها و خدمات، بهترین آنها را انتخاب نمایند. فروشندگان نیز به خریداران بسیاری دسترسی دارند و از این رو هزینه‌های ارتباطی کمتری می‌پردازند. بازار سرمایه نیز مشابه هر بازار دیگری است، اما مهمترین کالای این بازار، سرمایه است. بازار سرمایه بخشی از بازارهای مالی است. بازار سرمایه در مقابل بازار پول، جایگاه تامین بلندمدت سرمایه شرکت‌هاست. بازار سرمایه زیربنای فعالیت‌های تجاری، صنعتی، دولتی و خصوصی است. بازار سرمایه واسطه‌ای برای تخصیص وجوه بلندمدت به منظور تشکیل دارایی‌های سرمایه‌ای است. وجوه این بازار از سرمایه‌گذاران انفرادی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها، بانک‌ها و دیگر دارندگان وجوه بدست می‌آید. وجوه مذکور جهت تامین مالی طرح‌های کسب و کار و توسعه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرد. در کشورهای پیشرفته، بازار سرمایه و بخصوص بورس اوراق بهادار، مهمترین جایگاه تامین سرمایه واحدهای تجاری و صنعتی است. در حالیکه در کشورهای کمتر توسعه یافته همچون ایران، تمرکز تامین مالی بر سیستم و شبکه بانکی است.

گذار از اقتصاد توسعه نیافته به اقتصاد توسعه یافته نیازمند سرمایه و سرمایه‌گذاری است. از این رو در این فرآیند گذار؛ از يك سو تامین و تجهیز منابع سرمایه‌ای و از سوی دیگر تخصیص مطلوب این منابع شرط لازم برای موفقیت است. تکوین و توسعه نظام بانکی یکی از تمهیداتی است که عموماً برای تامین

مالی به کار می رود ، اما تنها بخشی از منابع مالی جذب شبکه بانکی می شود. از این رو، باید برای جلب و جذب منابع مالی دیگر و تخصیص آن در فعالیت های مطلوب بازار سرمایه توجه داشت که نهادی برای تامین مالی وجوه بلند مدت است. تجربه کشورهای مختلف در امر توسعه به خوبی گویای این است که چگونه ساز و کارهای بازار سرمایه در خدمت هدف تامین مالی بلند مدت قرار می گیرد.

ساختار مالی کشورها می تواند به دو محور بازار پول و بازار سرمایه قرار داشته باشد. در اغلب کشورهای توسعه یافته بازار سرمایه در کانون ساختار مالی قرار دارد و نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار بر این بازار چیره شده است.

بنابراین ملاحظه می شود که برآورده کردن پیش نیازهای مزبور خود فرآیندی سخت و زمان بر است. از این رو مقاله حاضر در پی پاسخ به سه سوال زیر است: الف) بازار سرمایه چیست؟ ب) تاریخچه باز بورس ج) وظایف و کارکردهای آن کدام است؟ د) نقاط ضعف و قوت بازار سرمایه کشور چیست؟

## بورس اوراق بهادار و بازار سرمایه

«بورس اوراق بهادار» به معنی يك بازار متشکل و رسمي سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکتها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی، تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاصی انجام می شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، حمایت قانون از صاحبان پس اندازها و سرمایه های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است.

بورس اوراق بهادار که به عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحلیل گران اقتصادی می باشد، از سویی مرکز جمع آوری پس اندازها و از سویی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی است که دارندگان پس اندازهای راکد، می توانند محل نسبتاً مناسب و ایمن سرمایه گذاری را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را برای سرمایه گذاری در شرکتها به کار، انداخته و یا با خرید اوراق قرضه دولتها و شرکت های معتبر، از سود معین و تضمین شده ای برخوردار شوند.

بازار اوراق بهادار در واقع مکمل بخش بانکی در تامین نیازهای مالی بنگاههای خصوصی و دولتی می باشد. وجود يك بازار اوراق بهادار که در چارچوب مکانیزم بازار عمل کند می تواند در تخصیص بهینه منابع مالی و کارآتر عمل نماید. شاهد مدعا اینکه کشورهایی که دارای بازار سرمایه (بورس) تکامل یافته تر بوده اند، توانسته اند رشد اقتصادی زیاده تر داشته باشند. سیستم بانکی نیز با استفاده از مکانیزم اوراق بهادار می تواند نقدینگی مورد نیاز خود را بدست آورده و تکلفی سرمایه خود را بهبود بخشد.

بورس اوراق بهادار از جمله مهمترین نهادهای خودتنظیم گر فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار به شمار می آید. مهمترین ویژگی نهادهای خودتنظیم گر، برخورداری این نهادها، از استانداردهای حرفه ای و اخلاقی است. این ویژگی باعث می شود، برخی از وظایف نظارتی مقام ناظر بر بازار سرمایه به این نهادها تفویض شود. به بیان دیگر، نهادهای خودتنظیم گر مجازند برای حسن انجام وظایف و تنظیم فعالیت های حرفه ای خود، ضوابط و استانداردهای حرفه ای و انضباطی لازم را وضع و اجرا نمایند.



وظیفه اصلی بورس اوراق بهادار، فراهم آوردن بازاری شفاف و منصفانه برای دادوستد اوراق بهادار پذیرفته شده و همچنین سیستمی مناسب برای نظارت بر جریان دادوستد، عملیات بازار و فعالیت اعضای آن است.

بورس اوراق بهادار به عنوان یک بازار متشکل و رسمی، مهمترین متولی جذب و سامان دادن صحیح منابع مالی سرگردان است و با جمع آوری نقدینگی جامعه و فروش سهام شرکت ها، ضمن به حرکت در آوردن چرخ های اقتصاد جامعه از طریق تأمین سرمایه های مورد نیاز پروژه ها، کاهش دخالت دولت در اقتصاد و نیز افزایش درآمدهای مالیاتی، منافع اقتصادی چشمگیری به ارمغان می آورد و در کنار آن، اثرات تورمی ناشی از وجود نقدینگی در جامعه را نیز از بین می برد. در بورس، انواع اوراق بهادار مانند سهام شرکت ها، اوراق قرضه و اوراق مشارکت مؤسسات دولتی یا خصوصی، تحت قوانین و مقررات خاصی دادوستد می شود.

ویژگی اساسی بورس اوراق بهادار حمایت قانونی از صاحبان منابع پس اندازی و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. بنابراین بورس اوراق بهادار، از سوی مرکز جمع آوری پس اندازها و نقدینگی خصوصی به منظور تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری درازمدت و از سوی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی برای دارندگان پس اندازهای راکد است که می توانند از آن طریق وجوه مازاد خود را برای سرمایه گذاری در اختیار شرکت ها قرار داده یا با خرید اوراق قرضه دولت ها و شرکت های معتبر، از سود قابل قبولی برخوردار شوند.

از نظر اقتصاد خرد، بورس یک نمونه بسیار نزدیک به بازار رقابت کامل است. کالاهای در بورس همگن اند و به دلیل وجوه مقدار زیادی خریدار و فروشنده در آن و همچنین آزادی ورود و خروج نیروها، قیمت های تعیین شده بسیار نزدیک به قیمت های تعادلی هستند. بورس اوراق بهادار با ایجاد فضای رقابتی به عنوان ابزاری اقتصادی، باعث می شود که شرکت های سود ده، بتوانند از طریق فروش سهام به تأمین مالی بپردازند و برعکس شرکت های زیان ده به طور خودکار از گردونه خارج شوند. بدین ترتیب با چنین تفکیکی، بازار می تواند به تخصیص مطلوب منابع بپردازد.

در میان بازارهای مالی که وظیفه تخلیص جریان پولی متناسب با میزان فعالیتهای اقتصادی را بر عهده دارند، بازار سرمایه با انجام دو وظیفه مهم تأمین منابع مالی دراز مدت و مدیریت ریسک از طریق به کارگیری ابزارهای مشتقه، نقش به سزایی در افزایش حجم سرمایه گذاری ها به ویژه در مصارف فعالیت های دراز مدت اقتصادی و نیز کاهش بی اطمینانی دارد که از اصول رشد اقتصادی درون زا و بادوام به شمار می آید.

بازار سرمایه با فراهم آوردن انگیزه های قوی تر برای پس اندازها و سرمایه گذاری ها در مقابل شیوه های دیگر، زمینه را برای به حرکت در آوردن سرمایه های داخلی مهیا می کند. این بازارها همچنین می توانند به عنوان ابزاری برای جذب سرمایه های خارجی عمل کنند. بدین ترتیب بازار اوراق بهادار - به مفهوم گسترده تر بازار سرمایه - در یک اقتصاد مبتنی بر بازار، در نقش سازوکار تأمین سرمایه ظاهر میشود و ناتوانی در حفظ انسجام این بازار، سازوکار توزیع صحیح سرمایه را با مشکل مواجه می کند و در نهایت کاهش رشد اقتصاد را به دنبال دارد.

شکل گیری یک بازار منسجم و کارآمد اوراق بهادار به گونه ای که زمینه ساز رشد درون زا و بادوام اقتصاد باشد مستلزم چارچوب تنظیمی و نظارتی کارآمد و وجود نهادهایی است که حمایت کافی از سرمایه گذاران و رفتار منصفانه با تمامی تأمین کنندگان سرمایه را تضمین کند. چارچوب تنظیمی و نظارتی باید منصفانه و شفاف باشد و این اطمینان را در سرمایه گذاران ایجاد کند که قواعد بازی علاوه بر منصفانه بودن به طور برابر و مؤثر اجرا می شوند. بعلاوه قوانین و نهادهای

بازار، باید سهامداران، به ویژه سهامداران انفرادی را مطمئن سازند که اطلاعات شرکت ها به طور کامل و به درستی افشاء می شوند، دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی – مدیران و سهامداران عمده – کنترل میشود و در نهایت این که ترتیباتی برای اعمال مالکیت کامل آنها اتخاذ شده است. برآورده شدن پیش نیازهای فوق برای ایجاد اطمینان در سرمایه گذاری و تشویق سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار ضروری هستند، تجربه بازارهای سرمایه توسعه یافته حاکی از آن است که شبکه پیچیده ای از قوانین و نهادها، منصفانه، کارآمد و سالم بودن بازارها را امکان پذیر می سازند که می توان از آن به عنوان اعتماد به بازار یاد کرد. بدیهی است که اطمینان در بازار را نمی توان از طریق دستور ایجاد کرد و مسیر رسیدن به یک بازار سرمایه کارآمد راهی، سخت و طولانی است. اطمینان بر پایه اعتبار شکل می گیرد و یک اعتبار خوب یک شبه حاصل نخواهد شد. از طرف دیگر نمی توان به راحتی قوانین و نهادهای بازار یک اقتصاد توسعه یافته را به اقتصاد دیگر پیوند زد.

## تاریخچه بورس در جهان

واژه بورس از نام خانوادگی شخصی به نام "واندر بورس" اخذ شده که در اوایل قرن چهاردهم در شهر بروژ بلژیک میزیسته و صرافان شهر در مقابل خانه او گرد هم می آمدند و به دادوستد کالا، پول و اوراق بهادار می پرداختند. این نام بعدها (۱۳۰۹) به کلیه اماکنی اطلاق شد که محل دادوستد پول، کالا و اسناد مالی و تجاری بوده است. رشد بورس سهام و جاقفادان آن در عملیات تجاری و اقتصادی، با انقلاب صنعتی اروپا و شکوفایی اقتصاد تازه متحول شده آن همراه بوده است. اولین بورس معتبر دنیا، در سال ۱۶۱۱ در شهر آمستردام تشکیل شد و کمپانی معروف هند شرقی سهام خود را در آن بورس عرضه کرد. بورس آمستردام امروزه نیز یکی از منابع مهم تأمین سرمایه در سطح بین المللی است. نکته قابل توجه آن است که در هنگام افزایش قابل ملاحظه معاملات سهام، کشورهای اروپایی نظیر انگلستان، آلمان، سوئیس، قوانین و مقررات ناظر بر معاملات سهام و ضمانت های اجرایی لازم برای آن را وضع کردند تا از هرگونه تقلب و پامال شدن حقوق صاحبان سهام جلوگیری شود.

بورس اتریش در وین در سال ۱۷۷۱ افتتاح شد که عمدتاً به معاملات اوراق قرضه دولتی جهت تأمین مالی جنگ می پرداخت. بورس اتریش در پایان قرن ۱۹ میلادی ۲۵۰۰ سهم را در تابلوی خود داشت و یکی از مهمترین مراکز مالی اروپا به شمار می رفت.

در لندن معامله گران در بورس جهت انجام معامله در قهوهخانه گرد هم می آمدند. برای نظم بخشیدن به بازار، قهوهخانه نیوجانان در سال ۱۶۹۸ به بورس اوراق بهادار تبدیل شد.

بورس نیویورک در اواخر قرن هجدهم (۱۷۹۲) تأسیس شده و با وجود رقبای دیگر، از نظر حجم معاملات و اهمیت در بازار سرمایه آمریکا، در مقام اول قرار دارد. در آمریکا، اولین محل شناخته شده به



عنوان بورس اوراق بهادار، در نیویورک و در محوطه‌ای در زیر سایه درخت نارون بزرگی در "وال استریت" بود که بعدها به قهوه‌خانه‌ای در همان نزدیکی انتقال یافت. بورس وال استریت با جمع‌آوری مبالغی به عنوان ورودیه از دلالتان (کارگزاران) و گسترش عملیات، تقویت شد و به مجتمع تجاری عظیمی مبدل گردید که بعدها به نام "بورس سهام نیویورک" به ثبت رسید. در حال حاضر تعداد کارگزاران این بورس به چند هزار شخص حقیقی و حقوقی بالغ می‌گردد. در حال حاضر در اغلب کشورهای دنیا، بورس‌های اوراق بهادار فعالیت می‌کنند.

## سابقه بورس در ایران

فکر اصلی ایجاد بورس اوراق بهادار در ایران، به سال ۱۳۱۵ بر می‌گردد. در این سال، یک کارشناس هلندی و یک کارشناس بلژیکی به منظور بررسی و اقدام در مورد تهیه و تنظیم مقررات قانونی ناظر بر فعالیت بورس اوراق بهادار، به ایران آمدند. اما مطالعات آن دو با آغاز جنگ جهانی دوم متوقف گردید. پس از کودتای ۲۸ مرداد ۱۳۲۲، مجدداً در سال ۱۳۲۳ مأموریت تشکیل بورس اوراق بهادار به اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، بانک مرکزی و وزارت بازرگانی وقت محول گردید. این گروه پس از دوازده سال تحقیق و بررسی در سال ۱۳۴۵، قانون و مقررات تشکیل بورس اوراق بهادار تهران را تهیه و لایحه مربوطه را به مجلس شورای ملی ارسال داشتند که این لایحه در اردیبهشت سال ۱۳۴۵ تصویب شد. با ورود سهام بانک صنعت و معدن و نفت پارس، در بهمن ماه ۱۳۴۶ فعالیت بورس اوراق بهادار تهران آغاز شد. متعاقب آن اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس آباد به بورس راه یافتند.

طی یازده سال فعالیت بورس قبل از انقلاب اسلامی، تعداد شرکت‌ها، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه پذیرفته شده در بورس از شش بنگاه اقتصادی با سرمایه ۲/۶ میلیارد ریال به ۱۰۵ بنگاه با سرمایه ای بیش از ۲۳۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۵۷ افزایش یافت. همچنین ارزش مبادلات در بورس از ۱۵ میلیون ریال به بیش از ۱۵۰ میلیارد ریال در سال ۱۳۵۷ افزایش یافت. در سال‌های پس از پیروزی انقلاب اسلامی و با تحولات پیش آمده از جمله:

- (۱) تصویب لایحه قانون اداره امور بانک‌ها، (۲) ملی‌شدن شرکت‌های بیمه، (۳) تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع و (۴) تملک بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی توسط دولت که همه آنها نشأت گرفته از روحیه مخالفت با نظام سرمایه‌داری بود که بعدها اقتصاد ما را به اقتصاد سوسیالیستی نزدیک ساخت و همچنین
- (۵) جنگ هشت ساله، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از ۱۰۵ شرکت در سال ۱۳۵۷، به ۵۶ شرکت تقلیل یافت. دوره رکود بورس که از سال مزبور آغاز گردیده بود تا سال ۱۳۶۷ ادامه یافت.

از سال ۱۳۶۸ و در چهارچوب برنامه پنج سال اول توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی، تجدید فعالیت بورس به عنوان پیش زمینه اجرای خصوصی سازی، جذب و گردآوری پس اندازها و هدایت آن در جهت سرمایه‌گذاری آغاز گردید. طی سال‌های پس از تجدید حیات بورس تاکنون، فعالیت بورس فراز و نشیب‌های متعددی از جمله رکود سال‌های ۱۳۷۱ تا ۱۳۷۳ و ۱۳۷۵ تا ۱۳۷۸ را تجربه نموده است.

از ابتدای سال ۱۳۷۶، بورس اوراق بهادار تهران دور تازه‌ای از فعالیت را به خود دیده است. اقدام‌های انجام شده در راستای بازسازی ساختار سازمانی و مدیریتی، بکارگیری نوآوری‌های فنی و تخصصی، اصلاح رویه‌های مقرراتی و نظارتی، فراهم‌آوردن زمینه ارتقای کارایی و اصلاح کارکرد بازار و کوشش برای هماهنگ سازی سیاست‌گذاری ها با نیازهای واقعی بازار سرمایه، در مرکز توجهات برنامه‌های اصلاح ساختاری سازمان بورس اوراق بهادار قرار داشته است. البته برخی از این اصلاحات به دلیل نبود ظرفیت قانونی مناسب، متوقف مانده بود.

گام بلند اصلاح قانون بورس اوراق بهادار پس از چهل سال یعنی در آذر ماه سال ۱۳۸۴ با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار توسط مجلس شورای اسلامی، برداشته شد. قانون جدید بازار اوراق بهادار نسبت به قانون قبلی دارای نقاط قوت زیادی است، از جمله: تفکیک مقام عملیات از نظارت، ساماندهی بازار اولیه، ایجاد تنوع در ابزارهای مالی و نظارت قانونمند بر ارکان و نهادهای فعال در بازار سرمایه.

در حال حاضر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در تابلوهای بورس بیش از ۳۳۶ شرکت و ارزش بازار بورس اوراق بهادار تهران نزدیک به ۱۰۸۲ میلیارد دلار است.

## تفاوت های قانون جدید و قانون قدیم بورس در ایران

قانون قدیم بورس مربوط به سال ۱۳۴۵ بوده و هم اکنون قانون جدید مطابق با شرایط امروز بازار و اقتصاد کشور تدوین شده است. تفکیک میان مقام عملیات و نظارت یکی از مهم ترین تفاوت‌های قانون جدید و قدیم بازار اوراق بهادار مطرح شده است که به موجب آن، سازمان بورس تشکیل شده، وظیفه نظارت و شرکت بورس ایجاد شده، وظیفه عملیات را به عهده دارند و این در حالی است که در قانون قبلی بورس هر دو وظیفه را انجام می داده است.

در این قانون در خصوص ساماندهی بازار اولیه آمده است: سازمان بورس اوراق بهادار به شرکت‌های بورس مجوز ثبت شرکت می دهد و این درحالی است که در قانون قبلی سازمان بورس هیچ کنترلی بر شرکت های سهامی عام که اوراق بهادار منتشر می کنند، نداشته است.



وظیفه ایجاد ابزارهای مالی به بورس و نظارت قانونمند بر ارکان و نهادهای فعال در بازار سرمایه از دیگر موارد مورد مقایسه در قانون جدید بورس در مقایسه با قانون قبلی است، به طوری که مطابق با قانون جدید بورس وظیفه نظارت منسجم و قوی بر شرکت های سرمایه گذاری فعال در بازار اوراق بهادار، شرکت های کارگزاری، صندوق های بازنشستگی، شرکت های تامین سرمایه و شرکت های سپرده گذاری اوراق بهادار را خواهد داشت.

طرح جرایم و مجازات ها متناسب با تخلف انجام شده را از دیگر تفاوت های قانون جدید با قانون قبلی به شمار می رود. بر همین اساس، یکسری فعالیت ها در بازار می توانند جرم محسوب شوند و متناسب با هر جرم مجازاتی در قانون تعریف و تعیین شده که این امر موجب شفافیت بازار سرمایه می شود. در نتیجه، شورای عالی بورس و سازمان بورس مهمترین ارکان اصلی بازار اوراق بهادار هستند و اتخاذ تدابیر لازم جهت ساماندهی و توسعه بازار اوراق بهادار، تعیین سیاست ها و خط مشی بازار اوراق بهادار، پیشنهاد آئین نامه های لازم به هیئت وزیران برای تصویب، مشخص کردن نرخ های کارمزد دریافتی از فعالان بازار و ارتباط بازار کشور با بورس خارج کشور از مهمترین وظایف شورای عالی بورس عنوان شده است.

در قانون جدید مقام ناظر، کسی که به بازار سرمایه نظارت می کند، با مقام اجرایی و عملیاتی و تصدی گری جدا شده است. در طول ۴۰ سال گذشته این دو مقام یکسان بود و تمامی عملیات اجرایی توسط یک هیات مدیره صورت می گرفت. این جدایی به این صورت است که تمامی فعالیت هایی که در زمینه تصدی گری و امور اجرایی است، به مردم واگذار می شود. بر اساس فعالیت های عملیاتی و اجرایی بورس های کالای کشاورزی و فلزات منحل خواهد شد و به صورت شرکت های سهامی عام در خواهد آمد. نقش دولت هم در این بورس ها فقط تصویب اساسنامه این شرکت ها است.

همچنین در قانون جدید برای سهامداران، شرکت های کارگزاری و سازمان بورس اوراق بهادار وظایف مشخصی در نظر گرفته شده است، به طوری که در شرایطی از هر سه آنها حمایت و در صورت خطایشان نیز مجازات هایی برای آنها پیش بینی شده است. در صورتی که مدیران شرکت های دولتی حاضر در بورس، سه بار کار تخلفی انجام دهند، نام آنها در لیست سیاه قرار خواهد گرفت و دیگر نمی توانند به عنوان مدیران شرکت های بورس فعالیت کنند.

در عین حال، مطرح شده است که حضور کارگزاران جهت کنترل بازار در شرکت سهامی عام بورس ضروری است. بنابراین میزان سهامی که کارگزاران می توانند در شرکت سهامی عام بورس داشته باشند بیشتر از سهام اختصاص یافته به افراد حقیقی است. هدف اصلی از تشکیل شرکت سهامی عام بورس کنترل بازار بورس است. بازده شرکت سهامی عام بورس از لحاظ کسب سود به مانند دیگر شرکت های سهامی است. البته با توجه به اینکه در شرکت سهامی عام بورس مدیریت توسط بخش خصوصی اعمال می شود در نتیجه سهام داران از حضور در شرکت سهامی عام بورس استقبال می کنند.

## کارکرد سازمان بورس اوراق بهادار

یک بورس اوراق بهادار به طور متعارف، مسئولیت های زیر را برعهده خواهد داشت:

- ۱- پذیرش یا لغو پذیرش اعضا شامل کارگزاران، معامله گران، بازارگردانان و مشاوران و مدیران سرمایه گذاری
- ۲- پذیرش یا لغو پذیرش ابزارهای مالی قابل دادوستد در بورس
- ۳- فراهم آوردن یک سیستم دادوستد مناسب و کارآمد
- ۴- فراهم آوردن یک سیستم مناسب و کارآمد برای تسویه و پایاپای 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 تصمیم گیری درباره دادوستد اوراق بهادار

## چارچوب تنظیمی و نظارت

شکل گیری یک بازار منسجم و کارآمد اوراق بهادار در هر کشور بیش از هر چیز نیازمند یک مجموعه تنظیمی و نظارتی است، به گونه ای که بتواند هدفهای اساسی زیر را برآورده سازد:

الف) حمایت از سرمایه گذاران

ب) تضمین منصفانه، و کارآمد بودن بازار

ج) کاستن از ریسک ناکارکردی اجزای بازار (ریسک سیستمی)

هدف های بالا به طور قابل توجهی به هم مرتبط و حتی در بعضی از جنبه ها همپوشانی دارند. بسیاری از الزام ها علاوه بر کمک به منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار، حمایت از سرمایه گذاران و همچنین ایجاد زمینه های لازم برای کاهش ریسک سیستمی را باعث می شوند، یا آن که بسیاری از معیارهای کاستن از ریسک سیستمی، به ایجاد زمینه های حمایت از سرمایه گذاران نیز می انجامند. از سوی دیگر، مواردی نظیر برنامه های نظارتی دقیق یا اجرای موثر معیارهای تنظیمی و نظارتی اغلب با هر سه هدف مزبور مرتبط هستند.

### الف) حمایت از سرمایه گذاران

سرمایه گذاران باید در برابر اقدامات گمراه کننده، اعمال فریبکارانه و دستکاری بازار و همچنین دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی، پیش دستی در دادوستد و سوءاستفاده از دارایی هایشان حمایت شوند. افشای کامل اطلاعات موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران مهمی برای تضمین حمایت از سرمایه گذاران است. در این صورت سرمایه گذاران بهتر میتوانند ریسک و بازده بالقوه سرمایه گذاری خود را برآورد کنند. افزون بر این، استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان ویژگی کلیدی افشای

اطلاعات باید مطابق با بالاترین معیار های پذیرفته شده جهانی باشد. فقط اشخاص مجاز و دارای صلاحیت حرفه ای باید خدمات دادوستد، مشاوره یا مدیریت سرمایه گذاری به سرمایه گذاران ارائه کنند که از آنها می توان به عنوان واسطه های بازار یاد کرد. نظارت بر فعالیت واسطه های بازار نیز باید مطابق حداقل استانداردهایی باشد که رفتار یکسان و مصفانه آن ها را با مشتریان تضمین می کند. در بازار اوراق بهادار سرمایه گذاران و به ویژه سرمایه گذاران انفرادی در معرض خطر رفتار نامناسب واسطه های بازار قرار دارند از این رو، وجود یک نظارم فراگیر بازرسی و نظارت به عنوان ضمانت اجرایی مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار بسیار اهمیت دارد. افزون بر این سرمایه گذاران باید به مراجع بی طرف داوری و همچنین ابزارهایی برای جبران خسارت های وارده دسترسی داشته باشند.

### **ب) منصفانه، شفاف و کارآمد بودن بازار**

منصفانه بودن بازارها ارتباط نزدیکی با حمایت از سرمایه گذاران به ویژه در جلوگیری از اقدامات ناقص اصول دادوستد دارد. ساختار بازارها نباید به نفع عده ای از استفاده کنندگان و به ضرر دیگران باشد. از این رو مجموعه تنظیمی و نظارتی باید کارآیی خود را در شناسایی و حذف رفتارهای ناقص اصول دادوستد؛ دستکاری بازار و دیگر اقدامات معاملاتی غیرمنصفانه، اثبات کند. تنظیم و نظارت باید دسترسی یکسان همه سرمایه گذاران به تسهیلات بازار و نیز اطلاعات را فراهم کند. علاوه بر این باید مشوق اعمال و رویه هایی باشد که رفتار منصفانه با سفار شهای مشتریان و شکل گیری یک فرآیند قیمت قابل اعتماد را تضمین می کند.

در یک بازار کارآمد، انتشار اطلاعات مناسب در فواصل زمانی مناسب و در سطح گسترده در فرآیند شکل گیری قیمت بازتاب می یابد، از این رو ساز و کار تنظیم و نظارت باید بتواند به ارتقای کارآیی بازار بیانجامد.

شفافیت بازار به معنی دسترسی همگانی و به موقع به اطلاعات – بیش و پمن از – دادوستد است. اطلاعات پیش از دادوستد مربوط به میزان و قیمت های پیشنهادی سفارش ها است که سرمایه گذاران را قادر می سازد بدانند با چه درجه اطمینانی و در چه قیمتی می توانند اقدام به خرید سهام نمایند. اطلاعات پس از معامله، مانند قیمت و حجم دادوستد، نتیجه عملی تصور ذهنی آنها را از بازار نمایان می سازد. به همین دلیل سازوکار تنظیم و نظارت باید دسترسی به بالاترین سطح شفافیت بازار را تضمین کند.

### **ج) کاستن از ریسک سیستمی**

تنظیم و نظارت باید بتواند ریسک ناشی از ناکارکردی برخی از اجزای مجموعه بازار اوراق بهادار به ویژه قصور واسطه های بازار را به کمترین حد ممکن کاهش دهد. از آنجا که ریسک قصور در هر حال وجود دارد و هیچگاه به صفر نمی رسد سازوکار تنظیم و نظارت باید در جستجوی راهها و ابزارهایی باشد تا بتواند اثرات مستقیم و جانبی آن را کاهش دهد. حتی در صورت ناگزیری از قطع فعالیت یک



واسطه بازار، این امر نباید به زیان مشتریان، یا طرف های مقابل وی، یا بروز آسیب های سیستمی بینجامد. بنابراین لازم است که ترتیبات ایمنی لازم برای مواقع رویارویی با چنین احتمالاتی – هر چند ناچیز – فراهم باشد.

البته باید یادآوری کرد که ریسک پذیری در هر بازار فعالی گریزناپذیر است و تلاش برای حذف ریسک پذیری معقول از طریق سازوکار تنظیم و نظارت غیرضروری است و حتی مقام ناظر باید مدیریت کارآمد ریسک را تشویق کند. در این ارتباط او باید به سرمایه گذاران اطمینان دهد که اقدامات احتیاطی در نظر گرفته شده، برای جبران ریسک پذیری معقول، کفایت میکنند. افزون بر این فراهم آوردن یک سازوکار تسویه و پایاپای دقیق همراه با نظارت، و به کارگیری ابزارهای موثر مدیریت ریسک از الزامات کاستن از ریسک سیستمی به شمار می روند.

گذشته از اهداف فوق، شاید مهمترین دیدگاه نهفته در پس کارکردهای تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار در هر کشور، فراهم آوردن زمینه های لازم برای تشکیل سرمایه و دستیابی به یک رشد درون زا و قابل دوام اقتصادی می باشد. از این رو، تنظیم و نظارت باید به دنبال گسترش رقابت در بازار باشد چون قوانین و مقررات نامناسب، با تحمیل فشار ناخواسته بر بازار، مانع رشد آن و در نتیجه باعث کند شدن فرایند اقتصادی کشور می شود. در تحلیل نهایی برای آن که مجموعه تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار بتواند ضمن دستیابی به هدفهای سه گانه بالا، زمینه های لازم برای یک رشد اقتصادی درون زا و قابل دوام را فراهم کند، باید از ویژگی های زیر برخوردار باشد:

- ۱ – هیچ محدودیت غیرضروری را به فعالان یا زمینه های فعالیت در بازار تحمیل نکند.
- ۲ – بازار باید برای تمامی فعالانی که قواعد لازم را می پذیرند، باز باشد.
- ۳ – در تسری سیاست ها، آثار جانبی معیارهای وضع شده به دقت مورد توجه قرار گیرد.
- ۴ – باید درباره تمام کسانی که الزام یا تعهد مالی خاصی را پذیرفته اند، بار تنظیمی و نظارتی یکسانی حاکم باشد.

همچنین باید یک چارچوب حقوقی، مالیاتی و حسابداری کارآمد پدید آید که بازارهای اوراق بهادار بتوانند در درون آن فعالیت کنند. افزون بر این قانون و مقررات بازار اوراق باید با سایر قوانین و مقررات و ساختار سایر بازارهای مالی اقتصاد ملی هماهنگ باشند.

نکته مهم دیگر در این ارتباط، تعیین الگوی مناسب تنظیم و نظارت و شناسایی خطوط ارتباطی آن با مجموعه قانونی و مقرراتی سایر بازارهای مالی – بازار پول و بیمه – و همچنین تعیین مقام ناظر است. در غیر این صورت دستیابی به اهداف برشمرده با مشکلات جدی همراه خواهد بود. سازوکار تنظیمی و نظارتی بازارهای مالی با توجه به درجه استقلال مقام ناظر هر بازار و نیز چند منظوری بودن واسطه های مالی به دو الگوی عمده متمرکز و غیرمتمرکز طبقه بندی می شوند که هر کدام از دو الگوی مزبور خود بر حسب کامل یا ناقص بودن در نهایت ارائه کننده

## الگوهای متمایز تنظیمی و نظارتی

### ۱- الگوی غیرمتمرکز

در این الگو هر کدام از بازارهای مالی - بازار پول، اوراق بهادار و بیمه - دارای مقام ناظر جداگانه هستند و نظارت بر نهادها و واسطه های مالی فعال در هر بازار توسط مقام ناظر همان بازار انجام می شود.

#### ۱-۱- الگوی غیرمتمرکز کامل

با دو رویه متفاوت تنظیم و نظارت بر پایه **وظایف** و بر پایه **موضوع فعالیت بازار** قابل اجرا است. در **حالت نخست** هر مقام ناظر وظیفه خاصی را در تمام بازارها انجام می دهد. برای نمونه مسؤلیت شفاف و منصفانه بودن بازارها بر عهده مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار قرار می گیرد و مقام ناظر بازار پول - بانک مرکزی - نظارت بر فعالیت تمام نهادها و واسطه های مالی در زمینه های مربوط به پایداری مالی را بر عهده می گیرد. اما در تنظیم و نظارت بر پایه **موضوع فعالیت بازار**، هر مقام ناظر موضوع مربوط به خود را پوشش می دهد. برای نمونه نظارت بر فعالیت بانک ها به عهده مقام ناظر بازار پول است اگر چه بانک ها در بازار اوراق بهادار نیز فعال باشند. الگوی غیرمتمرکز کامل با مشکل ناهماهنگی احتمالی میان مقام های ناظر همراه است که می تواند پایداری مالی را با مشکل روبرو کند. هر چند تعیین ساز و کار مناسب برای گردش اطلاعات در بین بازارهای مالی و همچنین تعیین یک نماد هماهنگ کننده میتواند مشکل برشمرده را حل کند. ساختار تنظیمی و نظارتی **بازارهای مالی آمریکا** تا حدود زیادی به این الگو شباهت دارد.

#### ۲-۱- الگوی غیرمتمرکز ناقص

در حالت غیرمتمرکز ناقص، اگر چه نظارت بر بازارهای مالی به صورت جداگانه انجام می گیرد اما واسطه های مالی می توانند در تمام بازارها فعالیت داشته باشند. بدین ترتیب مقام ناظر هر بازار بر بخشی از فعالیت های نهادها و واسطه های مالی که در آن بازار انجام می شود، نظارت دارد. به عبارت دیگر نظارت در این الگو بر پایه وظایف انجام می شود. کارآمدی نظارت در این الگو مستلزم هماهنگی میان مقام های ناظر بر بازارهای مالی است. بازارهای مالی **انگلستان** و **فرانسه** تا حدودی از الگوی تنظیمی و نظارتی غیرمتمرکز ناقص بهره می گیرند.

### ۲- الگوی متمرکز

#### ۱-۲ الگوی متمرکز ناقص

در حالت ناقص این الگو، يك مقام ناظر واحد بر فعالیت تمام بازارهاي مالي نظارت دارد. هر چند نهادها و واسطه هاي مالي هر بازار تنها در همان بازار خاص اجازه فعالیت دارند. این الگو بیشتر در کشورهایی که نظام تأمین مالي آنها کم و بیش بر منابع بانكي استوار است مشاهده میشود و مقام ناظر واحد نیز اغلب بانك مركزي یا وزارت اقتصاد و دارایی است. پر هزینه و کم اثر بودن تنظیم و نظارت بر فعالیت هاي تخصصی واسطه هاي بازار در این الگو باعث شده که کشورها کمتر از آن استفاده کنند. برای نمونه ساختار نظارت بر بازارهاي مالي ژاپن تا دهه ۱۹۸۰ شبیه الگوي متمرکز ناقص بود که با تحول تدریجی نظام مالي در این کشور و گرایش به نظام متكي به اوراق بهادار، در حال تغییر ساختار غیرمتمرکز است.

## ۲-۲- الگوي متمرکز کامل

نظارت بر فعالیت تمام بازارهاي مالي به عهده يك مقام ناظر واحد است اما نهادها و واسطه هاي مالي کاربرد چند منظوره دارند و می توانند در همه بازارهاي مالي فعالیت کنند. الگوي مزبور الگوي کاملی از نظام تأمین مالي پایه بانكي است و کمتر می توان در حال حاضر نمونه عینی از آن را مثال زد. اما به عنوان نزدیک ترین نمونه می توان از الگوي نظارتي بر بازارهاي مالي در آلمان نام برد. این الگو نیازمند شبکه گسترده بانكي با کارآیی بالا است که در آن بانکها در تمام بازارهاي مالي فعالیت دارند و بانك مركزي در تنظیم و نظارت بازارهاي مالي نقش مهمی دارد.

## نهادها و فعالان بازار اوراق بهادار

### ۱ - سازمان هاي خودتنظیم گر شامل:

- بورس اوراق بهادار
- بورس هاي کالا
- مؤسسات سپرده گذاري و نگهداري اوراق بهادار
- انجمن کارگزاران و معامله گران اوراق بهادار

### ۲ - واسطه هاي مالي شامل:

- کارگزاران
- معامله گران
- مؤسسات متعهد خرید
- مشاوران سرمایه گذاري
- مدیران سرمایه گذاري
- بانك هاي سرمایه گذاري



### ۳ - سرمایه گذاران شامل:

- سرمایه گذاران نهادی مانند شرکت های سرمایه گذاری و سایر مؤسسات یا صندوق های سرمایه گذاری جمعی

- صندوق های سرمایه گذاری اعتباری

- سرمایه گذاران فردی یا غیرنهادی

۴ - ناشران اوراق بهادار اعم از شرکت های تولیدی یا مؤسسات مالی ناشر سهام و ابزارهای بدهی

۵ - سایر فعالان بازار از جمله:

- مؤسسات مرتبه بندی خطر و اعتبار

- پردازشگر حرف های اطلاعات بازار اوراق بهادار

- صندوق های تضمین بورس

- حسابرسان معتمد بازار اوراق بهادار

با نگاهی گذرا به نهادها و فعالان بازار اوراق بهادار پیداست که بسیاری از آنان در وضعیت کنونی بازار اوراق بهادار ایران وجود ندارند و برای تعداد دیگری که در بازار فعالیت می کنند پوشش مناسب تنظیمی و نظارتی در نظر گرفته نشده است.

برای نمونه می توان به شرکت های سرمایه گذاری متنوعی اشاره کرد که طی سال های اخیر سرمایه قابل توجهی گردآورده اند و با وجود اهمیت تنظیم و نظارت بر فعالیت آنها به ویژه از نظر حفظ حقوق سرمایه گذاران، هنوز هیچ رویه نظارتی قاعده مندی درباره ماهیت عملکرد حوزه فعالیت آنها وجود ندارد.

در حال حاضر کارکردهای متعارف بازار اوراق بهادار در ایران در بورس اوراق بهادار تهران خلاصه می شود که تنها بخشی از بازار دست دوم محسوب می شود. با توجه به این نکته که بازار دست دوم خود، بخشی از مجموعه اوراق بهادار است، مشخص می شود بورس اوراق بهادار با نهاد ایفا کننده تعهدات مسؤلیت های مقام ناظر بر بازار اوراق بهادار تفاوت بنیادی دارد. بورس اوراق بهادار به عنوان يك نهاد خودتنظیم گر فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار وظایف مشخصی بر عهده دارد که فعالیت آن در بهترین شرایط ممکن فقط به فراهم آوردن زمینه های مناسب برای دادوستد دست دوم اوراق بهادار - با هدف افزایش قدرت نقدشوندگی ابزارهای مالی پذیرفته شده در بورس - می انجامد. یکی از دلایل عمده عدم شکل گیری بازار اوراق بهادار تاکنون، ساختار خاص تأمین مالی فعالیت های اقتصادی در ایران بوده است که صرف نظر از نقش مسلط دولت در اقتصاد ملی، تأمین مالی فعالیت های اقتصادی خصوصی نیز تا حدود زیادی به منابع اعتباری بانکی وابسته بوده است. به عبارت دیگر نظام تأمین مالی پایه بانکی در ایران شکل گیری يك بازار فراگیر اوراق بهادار را در ایران به تعویق انداخته است. عدم شکل گیری يك بازار کارآمد اوراق بهادار، در کنار تسلط بخش پولی، فقدان تمهیدات

لازم برای حمایت از سرمایه گذاران و ابهام ناهماهنگی در چارچوب قوانین و مقررات، باعث شده است که منابع مالی به بانکها منتقل شده و جهت واگذاری فعالیتهای اقتصادی به بخش خصوصی نیز منحرف شود. پدیده ای که بر اثر انتقال بخشی از منابع شبکه بانکی در بازار سرمایه، در نهایت افزایش سهم مالکیت بخش شبه دولتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس را به دنبال داشته است.

بنابراین انتظار نمی رود که در نبود یک بازار فراگیر و قاعده مند اوراق بهادار در ایران، یک نهاد فعال در بازار دست دوم با ویژگی های برشمرده بتواند در اقتصاد ایران نقش و جایگاه سزاوار همانند بازارهای متعارف اوراق بهادار در کشورهای توسعه یافته و بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دست آورد.

## مهمترین فعالان بازار در سیستم های تنظیمی و نظارتی

### ۱- مقام ناظر

مهمترین و اصلی ترین نهاد یک سیستم تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار، مقام ناظر است. انجام وظایف این نهاد که در تمامی بازارهای اوراق بهادار برخوردار از سازوکار تنظیمی و نظارتی وجود دارد، گاه به بیش از یک نهاد دولتی یا شبه دولتی واگذار می شود. سازمان ایفا کننده تعهدات مقام ناظر، صرف نظر از تعداد احتمالی آن، اغلب مستقل و بی نیاز از بودجه دولتی است. در بسیاری از کشورهای مختلف جهان این نهاد تحت عنوان "کمیسیون بورس و اوراق بهادار شناخته می شود".

### ۲- نهادهای خودتنظیم گر

مهمترین ویژگی نهادهای خودتنظیم گر، ایجاد امکان جداسازی برخی وظایف تنظیمی و نظارتی از مقام ناظر دولتی و تفویض آن به سایر نهادهای خصوصی فعال در بازار اوراق بهادار یا حتی سرمایه گذاران به دلیل انعطاف پذیری و برخورداری این نهادها از استانداردهای حرفه ای و اخلاقی فراتر از مقررات و نهادهای دولتی است. باید به این نکته توجه داشت که نظارت مقام ناظر بر عملکرد جاری نهاد خودتنظیم گر همچنان وجود خواهد داشت.

از جمله مهمترین این نهادها یا سازمانهای خودتنظیم گر می توان به بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار اشاره کرد.

### ۳- واسطه های بازار

بنابراین بخش قابل توجهی از وظایف تنظیمی و نظارتی مقام ناظر بر عهده واسطه های بازار است.

### ۴- ناشران اوراق بهادار

ناشران اوراق بهادار اعم از سهام و اوراق بدهی، یکی دیگر از اجزای چارچوب تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار محسوب می شوند. ناشران اوراق بهادار، تمامی بنگاه های اقتصادی درگیر در فعالیتهای تولیدی، واسطه ای و سرمایه گذاری های جمعی هستند.

## ۵- شرکت های سرمایه گذاری

در بین انواع مختلف ناشران اوراق بهادار، تنظیم و نظارت بر فعالیتهای شرکت های سرمایه گذاری و سایر انواع صندوق های سرمایه گذاری جمعی از اهمیت بیشتری برخوردار است؛ به دلیل آنکه آنها به طور مستقیم مسؤلیت مدیریت وجوه سرمایه گذاران و کسب بهترین نرخ بازدهی را برای آنها بر عهده دارند.

## مزایای بورس اوراق بهادار

### الف- مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه اقتصاد کلان

- ۱- جمع آوری سرمایه های جزئی و پراکنده و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکتها.
- ۲- بکارگیری پس اندازهای راکد در امر تولید و تأمین مالی دولت و مؤسسات.
- ۳- کنترل حجم پول، نقدینگی و تورم از طریق انتشار سهام و اوراق قرضه (مشارکت).
- ۴- بورس به مثابه بازار رقابت کامل (تعداد زیاد خریدار و فروشنده، آزادی ورود و خروج از بازار، شفافیت اطلاعات و تخصیص مطلوب منابع).
- ۵- رشد تولید ناخالص ملی، افزایش اشتغال و کمک به حفظ تعادل اقتصادی کشور.
- ۶- فراهم نمودن توزیع عادلانه ثروت از طریق گسترش مالکیت عمومی و ایجاد احساس مشارکت عمومی.
- ۷- افزایش درجه نقد شوندگی ثروت افراد.

### ب- مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه واحدهای اقتصادی (شرکت های سرمایه پذیر)

- ۱- سهولت در تأمین مالی از طریق انتشار سهام و سایر اوراق بهادار
- ۲- افزایش اعتبار داخلی و خارجی و تأمین مالی با به وثیقه گذاردن سهام شرکت در بازارهای مالی داخلی و خارجی
- ۳- تعیین ارزش بازار بر اساس قانون عرضه و تقاضا تا زمانیکه نام شرکت در تابلو بورس درج باشد.



۴- سهولت در تغییر ترکیب سهامداری و انتقال مالکیت

۵- بوجود آمدن دیدگاهی مطلوب در سرمایه‌گذاران با کاهش ریسک واحد اقتصادی و امکان تأمین مالی با هزینه کمتر

۶- برخورداری از مزایای خاص و اعتباری مانند افزایش سقف تسهیلات بانکی و انتشار اوراق مشارکت

۷- انتشار اوراق مشارکت بدون اخذ مجوز از بانک مرکزی و فقط با مجوز سازمان اوراق بهادار

۸- برخورداری از معافیت‌های مالیاتی

۹- تبیین چشم‌انداز فعالیت شرکت در آینده و ارزیابی عملکرد شرکت

۱۰- ارتقای سطح اعتماد عمومی و استفاده از مشارکت عمومی در توسعه شرکت

### ج- مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه‌گذاران

۱- خرید سهام و اوراق بهادار برای کسب بازده مناسب و پوشش در مقابل تورم

۲- اطمینان از گزینه سرمایه‌گذاری بدلیل شفافیت اطلاعات

۳- قابلیت نقد شوندگی اوراق بهادار و سهولت نقل و انتقال سهام و استفاده از معافیت‌های مالیاتی

۴- مشارکت در فرآیند تصمیم‌گیری برای اداره شرکتها

۵- ایجاد یک بازار دائمی و مستمر که امکان سرمایه‌گذاری بلندمدت و کوتاهمدت را فراهم می‌نماید.

۶- وجود طیف‌های متنوع از اوراق بهادار از نظر درجه بازدهی و خطرپذیری برای سرمایه‌گذار

۷- برقراری سیستمها و روشهایی که از طریق آن، خرید و فروش اوراق بهادار منظم و رسمی گردد.

۸- حمایت از سرمایه‌گذاران کوچک و احساس مشارکت در امور تولیدی و تجاری

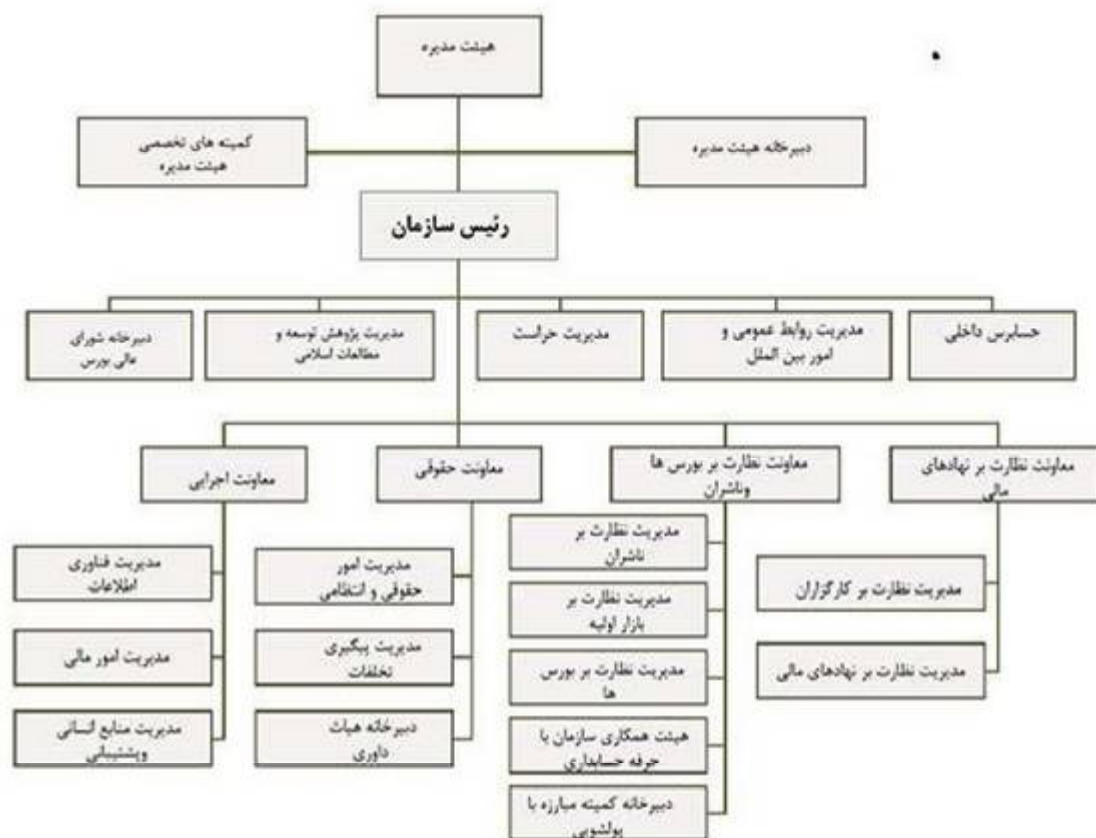
۹- نظارت مضاعف بر فعالیت شرکتها در چارچوب استانداردها و آئین‌نامه‌های بازار سرمایه

## ● جایگاه بورس اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران

هر چند که بازار اوراق بهادار مفهومی محدودتر از بازار سرمایه دارد؛ در ایران همانند بسیاری از کشورهای در حال توسعه، بازار پول به بازار سرمایه چیرگی داشته است. بازار سرمایه ایران کم و بیش در بورس اوراق بهادار تهران متجلی می شود که پیشینه آن به سال ۱۳۴۶ باز می گردد. از این رو در گام اول، اقتصاد ایران برای دستیابی به رشدی درون زا و قابل دوام نیازمند گسترش منابع پس اندازی واقعی است و در گام دوم باید وضعیت بازار سرمایه کشور را برای تجهیز منابع مالی و انباشت سرمایه ساماندهی کرد.

بی گمان نقطه آغاز حرکت از بورس اوراق بهادار تهران می باشد. يك بازار خوب می تواند ضمن افزایش کارایی بازار متشکل سرمایه و بهرمنند ساختن بخش های تولیدی از منابع حاصل از آن فشار تقاضا را برای منابع مالی در بازار پول به کمترین حد ممکن کاهش دهد. گذشته از این، ارتباط بازار سرمایه ایران با شبکه های مالی بین المللی می تواند زمینه بر خورداری از سرمایه های خارجی را فراهم آورد. همچنین يك بازار مالی خوب به گونه ای عمل می کند که « شفاف و قاعده مند » باشد. در این راستا « بورس اوراق بهادار تهران » تلاش می کند تا با به کار گیری سیاست های زیر بتواند تا حدود زیادی از کاستی های مشهود کنونی بازار سرمایه بکاهد:

- ۱) اصلاح ساختار بازارهای مالی کشور
- ۲) ایجاد تنوع در ابزارهای قابل معامله در بورس
- ۳) گسترش جغرافیایی و فیزیکی بورس
- ۴) اتکای بیشتر بر نیروهای بازار



## ارکان تشکیلاتی بازار اوراق بهادار در قانون جدید:

- ۱) شورای عالی بورس
- ۲) هیات پذیرش اوراق بهادار
- ۳) هیات داور بورس
- ۴) سازمان کارگزاران بورس
- ۵) سازمان بورس و اوراق بهادار (سبا)
- ۶) بورس اوراق بهادار تهران



### **الف) شورای عالی بورس و اوراق بهادار**

این شورا بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاست کلان و خط مشی بازار در قالب سیاست‌های کلی نظام و قوانین و مقررات مربوط و همچنین اتخاذ تدابیر لازم برای ساماندهی و توسعه بازار اوراق بهادار و اعمال نظارت عالیه بر اجرای قانون بازار اوراق بهادار از مهمترین وظایف آن است.

- ۱) اعضای شورای عالی بورس و اوراق بهادار عبارتند از:
- ۲) وزیر امور اقتصادی و دارایی که ریاست شورا را نیز بر عهده دارد؛
- ۳) وزیر بازرگانی؛
- ۴) رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران؛
- ۵) روسای اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون؛
- ۶) رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار که به عنوان دبیر شورا و سخنگوی سازمان نیز انجام وظیفه خواهد کرد؛
- ۷) دادستان کل کشور یا معاون وی؛
- ۸) یک نفر نماینده از طرف کانون‌ها؛
- ۹) سه نفر خبره مالی منحصراً از بخش خصوصی با مشورت تشکلهای حرفه‌ای بازار اوراق بهادار به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی و تصویب هیات وزیران؛ و
- ۱۰) یک نفر خبره منحصراً از بخش خصوصی به پیشنهاد وزیر ذی‌ربط و تصویب هیات وزیران برای هر بورس کالایی.

### **ب- سازمان بورس و اوراق بهادار (سبا)**

بر اساس قانون بازار اوراق بهادار، نهاد جدیدی تحت عنوان سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد شد تا زیر نظر شورای عالی بورس به نظارت بر اجرای قوانین و مقررات، تنظیم و تدوین مقررات و انجام دیگر وظایف تعیین‌شده در قانون بپردازد. به عبارتی مقام ناظر بازار اوراق بهادار ایران به دو نهاد شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار تقسیم شد. سبا موسسه عمومی غیر دولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل است و توسط هیئت مدیره پنج نفره اداره

می‌شود. اعضای هیئت مدیره از میان افراد امین و دارای حسن شهرت و تجربه در رشته مالی منحصرأ از کارشناسان بخش غیردولتی به پیشنهاد رییس شورا و با تصویب شورا انتخاب می‌شوند.

### **ج- بورس اوراق بهادار تهران**

بر پایه قانون بازار اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار تهران نیز از سازمان عمومی غیر انتفاعی به شرکت سهامی عام انتفاعی تبدیل شد و عملیات اجرایی را بر عهده گرفت. تشکیل، سازماندهی و اداره بورس اوراق بهادار؛ پذیرش اوراق بهادار؛ وضع و اجرای ضوابط حرفه‌ای و انضباطی برای اعضاء، تعیین وظایف و مسئولیت‌های اعضاء و نظارت بر فعالیت آنها؛ نظارت بر حسن انجام معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده؛ تهیه، جمع‌آوری، پردازش و انتشار اطلاعات؛ و نظارت بر فعالیت ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده از مهمترین وظایف مربوط به آن است. اداره بورس اوراق بهادار تهران بر عهده هیئت مدیره است که از هفت عضو تشکیل می‌شود. اعضای هیئت مدیره منتخب مجمع عمومی هستند و برای دو سال انتخاب می‌شوند.

اداره امور اجرایی شرکت هم به عهده مدیر عامل شرکت است که توسط هیئت مدیره انتخاب می‌شود.

**۲) هیات پذیرش اوراق بهادار:** هیاتی است که به منظور اخذ تصمیم در مورد رد یا قبول اوراق بهادار در بورس و یا حذف آنها تشکیل می‌شود. ریاست این هیات به عهده قائم مقام بانک مرکزی می‌باشد و پنج عضو دیگر نیز دارد.

**۳) هیات داور بورس:** هیاتی است که به طور دائم تشکیل می‌شود و به اختلافاتی که در اثر معاملات بورس بین کارگزاران یا یکدیگر و بین فروشندگان یا خریداران یا کارگزاران ایجاد می‌شود رسیدگی می‌کند، ریاست این هیات را نماینده وزارت دادگستری به عهده دارد و دو عضو دیگر نیز دارد.

**۴) سازمان کارگزاران بورس:** این سازمان دو رکن دارد:

الف) **هیات مدیره بورس** که وظیفه آنها اداره سازمان می‌باشد.

ب) **دبیر کل بورس:** هیات مدیره بورس یک نفر خارج از اعضاء سازمان بورس را به عنوان دبیر کل سازمان به مدت دو سال انتخاب می‌نماید که تصدی امور اجرایی هیات مدیره را بر عهده دارد. تجدید انتخاب دبیر کل سازمان بلامانع است.

#### **• نحوه فعالیت کارگزاران در بورس**

داد و ستد اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار فقط توسط کارگزاران بورس انجام می‌شود. این کارگزاران باید در آخر هر سال صورت حساب عملیات بورس خود را که به وسیله حسابرسی معتمد سازمان بورس تایید شده به هیات مدیره تسلیم نماید. ورود به تالار معاملات به جز برای کارگزاران و مسؤولان سازمان ممنوع است و اشخاص دیگر فقط با اجازه کتبی سازمان مجاز هستند که به تالار وارد

شوند. تنها کارگزاران و نمایندگان آنها در امور مربوط به خرید و فروش سهام در تالار فعالیت دارند و هر کارگزار ۰/۵ درصد از مبلغ معامله را به عنوان کارمزد از مشتری خود دریافت می کند. این مبلغ در هر معامله نباید از ۵۰۰۰ ریال کمتر و از ۳۰ میلیون ریال بیشتر باشد.

• **کارگزاران می توانند خدمات زیر را ارائه دهند :**

- ۱) خرید و فروش اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به نمایندگی از طرف اشخاص
- ۲) پذیره نویسی اوراق پذیرفته شده در بورس
- ۳) اداره امور سرمایه گذاری ها به نمایندگی از طرف اشخاص
- ۴) ارائه کمک و راهنمایی به شرکت ها به منظور نحوه عرضه سهام آنها برای فروش در بورس اوراق بهادار
- ۵) راهنمایی شرکت ها در مورد طرق افزایش سرمایه و نحوه عرضه سهام و دیگر اوراق بهادار برای فروش در بورس اوراق بهادار
- ۶) انجام بررسی های مالی، اقتصادی، سرمایه گذاری، ارائه خدمات و نظر مشورتی به سرمایه گذاران اقدام به عملیات کارگزاری منوط به صدور پروانه کارگزاری است که پس از انجام تمام مقررات و تشریفات از سوی هیات مدیره بورس به نام متقاضی صادر خواهد شد.

## بورس و ضرورت سرمایه گذار خارجی

بازار سرمایه طلایه دار اقتصاد مبتنی بر بازار آزاد است و بنابراین در اقتصادی که درهای آن روی دنیا باز می شود، اولین نقطه ارتباط و تماس بازار سرمایه است. از این روست که امروز شاهدیم بورس های دنیا همه به یکدیگر مربوطند و کارگزاری که مثلاً در یک کشور اروپایی نشسته است، می تواند سهام ۱۶۰ کشور را برای مشتری خود خریداری کند. بازار سرمایه ایران در حال حاضر با بازارهای سرمایه منطقه و جهان پیوندی ندارد. ضرورت تغییر این وضعیت، با هدف تلفیق اقتصاد ایران در اقتصاد جهانی، عمیقاً احساس می شود. بورس تهران باید از بن بست جاری خارج شود. این ارتباط به حضور سرمایه گذاران خارجی در بورس اوراق بهادار تهران محدود نیست. بلکه فزاینده تر از آن، شرکت های ایرانی باید بتوانند در بورس های منطقه ای و حتی بورس های بزرگ دنیا اوراق بهادار خود را عرضه کنند و بخشی از سهام یا اوراق قرضه شان را در آن بازارها به فروش رسانند و منابع مالی لازم را با نرخ های مناسب تر جذب کنند. نگاهی به تجربه جهان نیز خود بیانگر وضعیت نامناسب ایران در این زمینه است. آمار نشان می دهد که دیگر کمتر کشوری در دنیا مانده است که سرمایه گذاران خارجی نتوانند در بورس آن کشور سرمایه گذاری کنند. اگر سرمایه گذاری خارجی در اندونزی، ترکیه، اروگوئه، زامبیا، بنگلادش، مصر، پاکستان، قزاقستان، فلسطین، ساریور و یا اوکراین بدون محدودیت است، ما چرا باید نگران



ورود برنامه‌ریزی شده سرمایه‌گذاری خارجی به کشور باشیم. در شرایط امروز، بی شک ایرانیان مقیم خارج و خارجیانی که با واسطه وجوه خود را به ریال تبدیل می‌کنند، در بازار سرمایه کشور حضور می‌یابند. این حضور غیررسمی بدترین شکل حضور خارجیان در بازار اوراق بهادار کشور است. این سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای با بروز کمترین مشکل در بازار، شروع به فروش می‌کنند و دچار هیجانات بازار می‌شوند و بدین ترتیب به بازار صدمه می‌زنند. این حضور باید رسمی شود و توسط سرمایه‌گذاران حرفه‌ای انجام شود؛ سرمایه‌گذارانی که تجربه کافی در بازارهای سرمایه دارند و نحوه برخورد با هیجانات و تحولات بازار را می‌دانند. حضور رسمی سرمایه‌گذاران خارجی در بورس، از دامنه حضور غیر رسمی خارجیان در بورس تهران به شدت می‌کاهد.

ارتباط بورس ایران با جهان محدود به این نیست که سرمایه‌گذاران خارجی در بورس اوراق بهادار کشور سرمایه‌گذاری کنند. مسئله مهم‌تر حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های منطقه‌ای و جهان از طریق فروش اوراق بهادار در آن بازارهاست. همان طوری که شرکت‌های ایرانی اکنون فرا گرفته‌اند که از بانک خارجی به نرخ‌های قابل قبول تسهیلات اعتباری بگیرند، آنها باید فرا بگیرند که در بازارهای سرمایه خارجی اوراق سهام و سایر اوراق بهادار خود را بفروشند. بین‌المللی شدن بازار سرمایه ایران و تلفیق آن با بورس‌های منطقه‌ای و دنیا، محدود به سرمایه‌گذاری خارجیان در بورس تهران نیست. شرکت‌های ایرانی می‌توانند با فروش اوراق بهادار خود و شناور کردن این اوراق در بازارهای منطقه‌ای و حتی جهان، منابع ارزان قیمت مالی به دست آورند. چنین اتفاقی به نفع تثبیت قیمت سهم در بورس کشور نیز می‌باشد. فواید چنین سرمایه‌گذاری‌هایی کاملاً روشن است. مطالعات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد از نظر عملکرد و نقدینگی، اوراق بهاداری که در بیش از یک بورس پذیرفته شده‌اند، عملکرد بهتری دارند یا افزایش تعداد شرکت‌هایی که در عرصه بین‌المللی فعالیت می‌کنند، فهرست شدن سهام شرکت‌ها در بورس‌های متعدد، رایج شده است. متقابلاً، بورس‌های دنیا نیز برای فهرست کردن شرکت‌های بیشتر خارجی با یکدیگر رقابت می‌کنند. البته، شرکت‌هایی که در چند بورس فهرست می‌شوند، ابعاد بزرگتری دارند و اندازه عامل مهمی در این زمینه است. علت این که شرکت‌های ایرانی مایل می‌شوند در بورس‌های خارجی پذیرفته شوند، آن است که **هزینه‌های معاملاتی** بورس‌های مورد اشاره و نیز مهم‌تر از آن سود مورد انتظار سرمایه‌گذاران خارجی کمتر است؛ در ایران البته، انگیزه اصلی شرکت‌های ایرانی برای حضور در بورس‌های خارجی و فروش اوراق بهادار آن است که هزینه‌های مالی خود را کاهش دهند. در قبال این مزایا، آنها استانداردهای سختگیرانه‌تر و شفافیت بیشتری را به ناچار خواهند پذیرفت. مزیت دیگر البته به **وجود تحلیلگران با دانش** در آن بازارها برمی‌گردد. اگر شرکت‌های ایرانی بتوانند در بورس‌های بزرگ دنیا پذیرفته شوند، قیمت بازار آنها منعکس‌کننده نقطه‌نظرها و تحلیل‌های فراوانی است که تحلیلگران آن بازارها روی قیمت سهام آنها انجام

داده‌اند. بنابراین، برای سرمایه‌گذاران ایرانی نیز قیمت بازار مورد وثوق، اتکاء و احترام بیشتر است. البته، مزیت دیگر به **نقدینگی بالاتر** بازارهای خارجی برمی‌گردد. مثلاً هر بورس اروپایی، به مراتب بیش از بورس تهران نقدینگی دارد. بنابراین، برای شرکت ایرانی جهت حضور در بورس‌های دنیا، انگیزه نقدینگی نیز وجود دارد. به علاوه، این حضور به شرکت ایرانی اجازه می‌دهد که خود را به سرمایه‌گذاران خارجی در کشورهای بیگانه ارائه کند. چندان بعید نیست که از این مجرا، شرکت برای **فروش کالاهای** خود نیز راهی بیابد و بتواند با بازاریابی قوی‌تر، کالاهای خود را در آن کشور بفروشد. به علاوه برای آن شرکت ایرانی که مثلاً در بورس اروپایی فهرست شده است، امکان پیدا شدن شرکای خارجی به مراتب بیشتر خواهد بود.

اکنون دیگر کسی از بورس منطقه‌ای یعنی بورسی که در حد استان و کمتر از ملی باشد، صحبت نمی‌کند. در ایران نیز ما فقط یک بورس ملی اوراق بهادار داریم (تالار کیش). امروز شاهد آن هستیم که کشورهای مختلف بورس‌های خود را با یکدیگر ادغام می‌کنند. مثلاً یورونکست ترکیبی از بورس کشورهای فرانسه، بلژیک، هلند و پرتغال است که بورس مشتقه لندن (LIFFE) را نیز خریده است و امروز به دنبال خرید و ادغام بورس اصلی لندن است. با توجه به مجموعه عوامل، عضویت بورس اوراق بهادار ایران در مجموعه‌ای وسیع‌تر برای آینده‌ای دورتر پیش‌بینی می‌شود و راحل کوتاه‌مدت بین‌المللی شدن بورس اوراق بهادار کشور نیست. اما، مشکلاتی که سر راه فراملی شدن بورس اوراق بهادار کشور وجود دارد لزوماً بر سر راه پذیرفته شدن اوراق بهادار شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی نیست و شرکت‌ها باید با سرعت شروع کنند.

### مقایسه بازار بورس ایران با بازار بورس کشورهای پیشرفته

بررسی بازار سرمایه کشور نشان می‌دهد که بورس در ایران مانند بسیاری دیگر از بخش‌های اقتصادی کشور ساختاری در حال توسعه دارد. مفهوم این واقعیت در کم توسعه یافتگی کیفی شاخص‌های بازار، وجود ریسک بالای سرمایه‌گذاری، کمبود شرکت‌های مشاوره و تحلیلی مالی، ضعف نظام پاسخگویی، همبستگی ضعیف بین بازار سرمایه و بدنه کلان اقتصاد ... نمود می‌یابند. در واقع بسیاری از شاخص‌ها و معیارها در بازار سرمایه ایران حاکی از آن است که این بازار به دلایل زیر بسیاری از مفاهیم توسعه نیافتگی را به همراه خود دارد:

الف- عمق و عرض کم بازار

ب- کاهش بالایی منحنی تقاضای سهام که به شدت تحت تأثیر تغییرات قیمتی قرار دارد.



ج- وجود سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و نآشنا به اصول و قواعد سرمایه‌گذاری میان مدت و بلند مدت بازار سرمایه ایران نیز مانند بسیاری از کشورها جزء اولین بازارهایی است که به دلیل حساسیت بالا در قبال تغییرات از خود واکنش نشان می‌دهد، لیکن ماهیت اتفاقاتی که تحت عنوان شوک در بازار سرمایه ایران به وقوع می‌پیوندد با ماهیت و چگونگی شوک‌هایی که در دیگر کشورها اتفاق می‌افتند اساساً قابل مقایسه نبوده یا حتی اطلاق شوک مالی به آنها گمراه کننده می‌باشد. بررسی اتفاقاتی که در بورس ایران به عنوان شوک مطرح می‌شوند نشان می‌دهد که اساساً چنین رخدادهایی با تحولات و اقدامات اقتصادی هیچ رابطه‌ای ندارند و فقط انحراف از مسیر عادی در بازار سرمایه ایران با عنوان شوک سیاسی مفهوم می‌یابد. دلیل بارز چنین تحلیلی عدم وجود شوک مثبت و ماندگار در بورس ایران طی سال ۸۶ و نیمه اول ۸۷ ناشی از افزایش قیمت نفت می‌باشد که بالاترین میزان درآمد در کشور طی ۵۰ سال گذشته را به همراه داشته است ولی عملاً شاهد آن هستیم که بازار سرمایه ایران در قبال چنین شوک مثبت و قابل اعتنایی عکس‌العملی پایدار از خود نشان نمی‌دهد. این در حالی است که رخدادهایی تحت عنوان شوک‌های سیاسی در کشور به شدت در بازار سرمایه مورد توجه قرار می‌گیرد.

**\*نکته قابل توجه دیگر در مورد بازار اوراق بهادار ایران مربوط به عدم همخوانی ساختار صنایع بررسی با ساختار اقتصاد ایران می‌باشد. بطوریکه سهم حدود ۱۵ درصدی مخابرات و وزن بیش از ۶۰ درصدی شرکت‌های وابسته به قیمت‌های جهانی در کنار حضور بیش از ۵۰ درصدی شرکت‌های اصل ۴۴ در صمل بورس تهران را به لحاظ ساختار به سمتی برده که دیگر نمی‌توان این بورس را دماسنج اقتصاد ایران قلمداد کرد، اقتصادی که بخش زیادی از آن به لحاظ واقعی متکی به صنایعی همچون نفت، کشاورزی و مسکن است.**

بورس ایران جزو بورس‌های خیلی کند است. تفاوت بارز دیگری که در فرهنگ سرمایه‌گذاری ایرانی‌ها در مقایسه با بقیه مشهود است، همه‌گیر بودن بازار بورس در خارج از کشور است. به عنوان مثال در آمریکا یکسوم جمعیت کشور در بورس سهام دارند، وضعیت مشابهی درباره اروپا و ژاپن و حتی کشور همسایه خودمان، ترکیه دیده می‌شود، اما در ایران تعداد کاربران خیلی کمتر است. به نظر نگارنده دلیل این موضوع، عدم شفافیت بازار ایران از یکسو و از سوی دیگر نبود قوانینی که حقوق سهامداران را حفظ می‌کند، می‌باشد.

تفاوت دیگر بورس ایران با بقیه کشورهای جهان این موضوع است که در ایران همانند بسیاری بخش‌های دیگر، حضور دولت و شبه دولتی‌ها در بازار سهام نیز بسیار چشمگیر است، به این معنی که در اکثر کشورهای دنیا و مخصوصاً در بورس کشورهای پیشرفته حجم عمده بازار مخصوصاً به سهامداران خرد تعلق دارد، اما در ایران دولت و شبه‌دولتی‌ها علی‌الخصوص بانک‌ها بخش بسیار مهمی از سهام را در اختیار دارند.

هر گونه دخالتی به جز «شفاف‌سازی» ممنوع

درباره اینکه آیا باید در بورس دخالت کنیم و برای خواب بیشتر سرمایه در بازار سهام قوانین و محدودیت‌های جدیدی تصویب کنیم، مخالفم و به نظر من بورس باید کار خود را بکند و اگر ما نقدشوندگی بورس را کاهش دهیم، بورس را از یکی از وظایف بنیادین آن دور کرده‌ایم و در بلندمدت ما



فقط باید با افزایش شفافیت بازار سعی کنیم تا کارایی بازار را افزایش دهیم. افزایش شفافیت نیز در یک فضای آرام و کم تنش اقتصاد کلان باعث افزایش سرعت رشد اقتصادی خواهد شد.

## اهداف راهبردی سازمان بورس و اوراق بهادار

اهداف راهبردی، اقدامات راهبردی، دستگاه‌های مسوول، خروجی‌های قابل انتظار، زمان اجرای برنامه‌ها و در نهایت دستگاه‌های اجرایی و واحدهای همکار برای به اجرا گذاردن برنامه‌های آتی بازار سرمایه در قالب «سند راهبردی سازمان بورس اوراق بهادار» روز گذشته توسط پایگاه اطلاع‌رسانی وزارت اقتصاد و امور دارایی (شادا) منتشر شد. این سند که برای دریافت نظر کارشناسان و فعالان بازار سرمایه منتشر شده است، دارای رتوس برنامه‌های تدوین‌شده بلندمدت و میان‌مدت این سازمان در جهت پویایی بیشتر آن تدوین و منتشر شده است.

این برنامه‌ها در راستای سیاست‌های هفت‌گانه وزارت امور اقتصادی و دارایی تنظیم شده که عبارتند از: تامین مالی پایدار دولت و کاهش اتکای بودجه دولت به درآمد نفتی، افزایش توان ثروت‌آفرینی کشور، تقویت انضباط، سلامت و شفافیت مالی، اداری، ارتقای هم‌افزایی درون سازمانی و همکاری فراسازمائی، مشارکت فعال و موثر در سیاست‌گذاری و قانون‌گذاری، توسعه هدفمند سرمایه‌های انسانی و سازمانی و ایجاد و یکپارچه‌سازی سامانه‌های اطلاعات مدیریتی و عملیاتی.

در توضیح عمومی درخصوص برنامه‌های راهبردی پیشنهادی سازمان بورس اوراق بهادار آمده است:

دستیابی به اهداف کمی برای بسیاری از برنامه‌های سیاستی پیش‌بینی شده در بازار سرمایه متأثر از عوامل درون‌زا و برون‌زا است. آنچه برای سازمان بورس قابل اجرا و قابل تکلیف شدن است در حیطه اختیارات آن (عوامل درون‌زای بازار سرمایه) قابل تعریف است.

در توضیح عمومی این برنامه‌ها همچنین آمده است: احصای سایر عوامل (برون‌زا) موثر بر نتیجه، توسط سازمان بورس اوراق بهادار انجام خواهد شد. سپس تعیین تکلیف برای همکاری سایر نهادهای ذی‌ربط در دستیابی به اهداف ذکر شده مستقیماً توسط مقامات عالی یا با تعریف مقررات جدی امکان‌پذیر خواهد بود. لذا لازم است بسیاری از بخش‌های دیگر دولتی و غیردولتی نیز اقدامات موثر خود را به انجام رسانده باشند تا به همراه تکالیف انجام‌شده سازمان به هدف مورد نظر دست یازیده شود. در نتیجه این‌گونه اهداف، هدف کمی مختص به سازمان بورس و اوراق بهادار نیست. به‌عنوان مثال در صورت عدم تصویب انتشار سالانه ۳۰ هزار میلیارد ریال لایحه بودجه و عدم تمایل خزانه‌داری کشور مبنی بر انتشار ۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق خزانه اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار مقصر نخواهند بود.

سازمان بورس در دستیابی به این اهداف نقش یاری‌رسان و کمک‌کننده را ایفا خواهد کرد. این امر در قالب بسترسازی زیرساخت‌ها (اعم از مقررات و فناوری اطلاعات و...) و زمینسازی حضور (انتشار) با شکل‌گیری نهاد قابل تصور است.

یکی از اهداف راهبردی در این سند مشارکت در انتشار اوراق خزانه اسلامی مندرج در بودجه کل کشور توسط دولت است که در این راستا اقداماتی درخصوص تعامل با دولت، بانک مرکزی و مجلس در تعیین خصوصیات اوراق بهادار دولتی لازم است.

همچنین مشارکت در انتشار اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار غیرمشارکتی توسط دولت با اقدام به پذیرش اوراق بهادار دولتی در بازارهای سازمان یافته تحت نظارت لازم است؛ مشارکت در انتشار اوراق سلف نفتی توسط دولت نیز از دیگر اهداف راهبردی این سند در نظر گرفته شده است.

در بخش دیگری از سند مزبور، ارتقای ارزش معاملات املاک و مستغلات بازار دستگاه‌های دولتی از طریق اقدام به کمک به بورس کالای ایران برای آماده‌سازی سخت‌افزارها و نرم‌افزارهای معاملاتی برای املاک و همچنین بررسی امیدنامه‌ها، گزارش‌ها و اسناد اطلاعات ارائه‌شده به منظور صدور مجوز عرضه املاک و مستغلات در بورس صورت خواهد گرفت.

در بخش دیگری از این سند تامین منابع مالی کوتاهمدت شرکت‌ها از طریق ابزارها و نمادهای مالی طراحی شده توسط سازمان بورس به‌عنوان هدف راهبردی در نظر گرفته شده که در این راستا، طراحی ابزارهای تامین مالی کوتاهمدت نظیر اوراق مرابحه، مضاربه و جعله، طراحی صندوق‌های تامین مالی کوتاه مدت، طراحی صندوق‌های خرید دین، تعریف مشوق‌های ممکن برای انتشار ابزارهای تامین مالی کوتاهمدت و تشکیل نهادهای مالی تامین مالی کوتاهمدت و تعریف مقررات در رویه‌های لازم برای پذیرش اوراق بهادار کوتاهمدت و واحدهای صندوق‌های تامین مالی کوتاهمدت از اقدامات لازم در تحقق این هدف ذکر شده است.

افزون بر این افزایش ارزش سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی در بازارهای اوراق بهادار متشکل از دیگر اهداف این سند است که در این راستا لازم به اقدام درخصوص تکمیل پرونده استفاده از زبان گزارشگری تجاری توسعه‌پذیر (XBRL) است.

دیگر هدف راهبردی این سند مشارکت در انتشار اوراق غیرمشارکتی شرکتی است؛ طراحی انواع اوراق بهادار غیرمشارکتی و پیشنهاد آن به شورای عالی بورس برای تصمیم، مذاکره با بانک مرکزی و دولت به‌منظور هماهنگی در تعیین نرخ سود اوراق بهادار غیرمشارکتی متناسب با ریسک، حذف ضامن

جبران خسارت در انتشار اوراق بهادار غیرمشارکتی به منظور افزایش ظرفیت انتشار اوراق، پیشنهاد اصلاحات لازم در قانون بازار اوراق بهادار در زمینه مقررات افشای اطلاعات ناشرین اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس، تسهیل و کاهش تشریفات غیرضروری درخصوص عرضه عمومی اوراق بهادار، تاسیس موسسات رتبه‌بندی و الزام ناشران به رتبه‌بندی اوراق غیرمشارکتی، طراحی اوراق بهادار غیرمشارکتی قابل تبدیل به سهام و طراحی اوراق بهادار غیرمشارکتی با نرخ سود شناور از اقدامات لازم درخصوص این هدف عنوان شده است.

افزون بر این تامین مالی از طریق افزایش سرمایه شرکت‌های ثبت شده و توسعه مشارکت در انتشار اوراق مشارکت شرکت‌های ثبت شده از دیگر اهداف این سند است.

افزایش تامین مالی در بازار اولیه نیز یکی از مهم‌ترین اهداف این سند است که از اقدامات راهبردی لازم در این راستا می‌توان به تشویق شرکت‌های مادر به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جدیدالتاسیس، پیشنهاد اصلاحات لازم در قانون تجارت برای تسهیل انتشار سهام به ارزش بازار و حذف ضامن اصل و سود اوراق بهادار به منظور افزایش ظرفیت انتشار اوراق اشاره کرد.

مشارکت در تاسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ارزی هدف راهبردی تعیین شده است. این هدف با جلب موافقت بانک مرکزی برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ارزی و تنظیم متناسب مقررات معاملات ارز صورت خواهد گرفت.

تحقق هدف راهبردی توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در زمین و ساختمان در تعامل با وزارت راه و شهرسازی، شهرداری‌ها و سازمان‌های تابعه و همچنین شرکت‌های ساختمانی برای جلب مشارکت آنها در تاسیس صندوق‌های زمین و ساختمان باید صورت گیرد. همچنین هدف راهبردی توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ساخت پروژه تولیدی باید با تنظیم مقررات صندوق‌های پروژه صورت گیرد. از سوی دیگر تحقق افزایش ارزی اوراق بهادار تحت مدیریت صندوق‌ها و سبدگردان‌ها به عنوان دیگر هدف راهبردی مورد تاکید قرار گرفته است.

در سند راهبردی سازمان بورس و اوراق بهادار بر لزوم افزایش تعداد سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار نسبت به کل جمعیت تاکید شده است. هدف راهبردی که باید از طریق افزایش تعداد کدهای سهامداری از طریق برنامه‌های آموزشی، استقرار تابلوهای صندوق‌های قابل معامله و تسهیل در معامله آن، افزایش تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در جهت جذب سرمایه افراد ریسک‌گریز صورت گیرد. همچنین گسترش فیزیکی بازار سرمایه به اقصی‌نقاط ایران، پیوستن به بازارهای منطقه‌ای و جهانی و



امکان انجام معاملات سهام عدالت در بازار سرمایه از دیگر اقدامات راهبردی این هدف در نظر گرفته شده است.

افزایش ثابت ارزش بازار اوراق بهادار متشکل از تولید ناخالص داخلی نیز از طریق افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس صورت خواهد گرفت.

هدف راهبردی افزایش سهام شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران متناسب با مقررات مربوطه، رشد ارزش معاملات نقد در بورس کالای ایران به میزان سالانه ۵ درصد بیش از تورم و پذیرفتن قطعی سازمان بورس به‌عنوان عضو دائم نهاد بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار از دیگر اهداف راهبردی هستند. هدف راهبردی صدور گواهی امضای الکترونیکی برای کاربران نرم‌افزارهای معاملات برخط با اقدام راهبردی تعامل با مرکز ریشه گواهی امضای الکترونیکی به منظور دریافت مجوز افتتاح مرکز میانی صدور گواهی الکترونیکی بازار سرمایه صورت می‌گیرد.

### نتیجه گیری

با نگاهی به موارد برشمرده به راحتی روشن است که مجموعه پیش نیازهای لازم برای شکل گیری بازار اوراق بهادار در ایران نیز برآورده نشده است.

باید اذعان کرد که چارچوب کنونی تنظیمی و نظارت بازار اوراق بهادار ایران، شامل قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵ و سایر مقررات و آیین نامه های اجرایی مربوطه، ناظر به انجام وظایف بسیار محدودی است که در نهایت به شکل گیری بورس اوراق بهادار تهران به عنوان يك بازار كوچك، تك ابعادي و حتي فاقد ضمانتنامه اجرایی لازم برای ایفای وظایف اصلی و اولیه يك بورس اوراق بهادار متعارف انجامیده است. در حالی که چارچوب قانونی و مقرراتی بازار اوراق بهادار به سبب الزام پوشش فعالیت مجموعه گسترده ای از نهادها، فعالان و ابزارها به یقین با مجموعه قانونی لازم برای شکل گیری و فعالیت بورس اوراق بهادار یکی نیست و بسیار فراتر از آن است. صرف نظر از وجود يك پوشش تنظیمی و نظارتی مناسب، برآوردن کارکردهای متعارف بازار اوراق بهادار در ایران، نیازمند حضور و فعالیت نهادهای مکمل دیگری نیز هست که در وضعیت کنونی وجود ندارد.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (sec)

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (به انگلیسی: U.S. Securities and Exchange Commission) (به شکل مخفف: SEC) یک نهاد فدرال در ایالات متحده آمریکا است که در ۶ ژوئن ۱۹۳۴ به موجب بخش ۴ قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ به دنبال بحران بزرگ آمریکا ایجاد شده است. مسئولیت‌های اصلی این نهاد فدرال عبارتند از: اِعمال قوانین فدرال اوراق بهادار آمریکا؛ نظارت بر صنعت اوراق بهادار آمریکا؛ نظارت بر بورس‌های ملی سهام و اختیار معاملات آمریکا؛ و نظارت بر دیگر بازارهای الکترونیکی اوراق بهادار در آمریکا.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا علاوه بر قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ - که موجب ایجاد این نهاد شد - بر اجرای دیگر قوانین مربوط به بازار اوراق بهادار آمریکا هم نظارت می‌کند.

دولت مردان آمریکا برای بازگرداندن اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه که بر اثر بحران یاد شده و زیان‌های ناشی از تقلب و ناکارایی بازار از دست رفته بود، تدوین مقررات مناسب و ایجاد یک ساختار نظارتی کارآمد که احصای دایمی حقوق سرمایه‌گذاران، مدافع سلامت و کارایی بازار و همچنین تسهیل‌کننده تشکیل سرمایه و تجهیز منابع باشد را در دستور کار قرار دادند. نتیجه پیگیری‌های انجام شده، تهیه و تصویب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس‌های اوراق بهادار ۱۹۳۴ بود که در حقیقت، پایه‌های اصلی بازار اوراق بهادار آمریکا را تشکیل می‌دهند. قوانین یاد شده، در هدف اصلی و مشخص را پیگیری می‌کنند که دستیابی به آن، بدون شک ضامن کارایی، سلامت و عادلانه بودن هر بازار اوراق بهاداری در جهان است:

- شرکت‌هایی که اوراق بهادار خود را به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند، باید تمام اطلاعات و حقایق مربوط به کسب و کار خود، اوراق بهادار عرضه شده و همچنین ریسک‌های مرتبط با آن را به صورت عمومی افشا کنند.

- اشخاص درگیر در معاملات اوراق بهادار، بورس‌ها و کارگزاران باید با سرمایه‌گذاران، صادقانه و منصفانه رفتار کنند و منافع آنان را مقدم بر منافع خود بدانند.

برخی از موارد مهم گزارش کمیسیون اوراق بهادار در سال ۲۰۱۳:

۱- اداره کمیسیون اوراق بهادار آمریکا با رئیس و چهار مدیر ارشد موظف (COMMISSIONERS) است که برای یک دوره ۵ ساله، توسط رئیس جمهور انتخاب می‌شوند و به تأیید کنگره می‌رسند.

۲- بر اساس قانون، حداکثر سه عضو از پنج عضو یاد شده می‌توانند از یک حزب سیاسی (جمهوری خواه یا دموکرات) باشند.

۳- عمده جلسات کمیسیون علنی است و علاقمندان و رسانه‌ها می‌توانند در جلسات شرکت کنند. فقط برخی از جلسات مربوط به تصمیمات انضباطی و رسیدگی به تخلفات، غیر علنی است.

۴- تعداد کارکنان SEC در حدود ۴ هزار نفر است و این سازمان از ۱۱ دفتر منطقه‌ای برای جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر بازار استفاده می‌کند.

۵- برنامه اصلی کمیسیون برای سال ۲۰۱۳، تقویت چارچوب‌های قانونی و نظارتی با هدف کاهش ریسک‌های سیستماتیک و تدوین مقررات و رویه‌های اجرایی برای تسهیل تأمین مالی کسب و کارهای کوچک و متوسط عنوان شده است.

برای تسهیل فراتر از کلی گویی، برای هر کدام از این اهداف، اقدامات اجرایی ذکر شده است که از آن جمله می توان به تدوین مقررات جدید برای بازارهای مشتقه غیر بورسی، نظارت بیشتر بر نهادهای تسویه، اضافه کردن جدید به حوزه های تحت نظارت و تدوین رویه های مناسب برای هدایت منابع مالی به سوی شرکت های کوچک با ایجاد سازو کارهای احتیاطی مناسب اشاره کرد.

۶- در حوزه رسیدگی به تخلفات هم تقویت رویه های نظارتی و افزایش حوزه نظارت به دیگر فعالان بازار از جمله حسابداران، مدیران صندوق های خصوصی و مشاوران مالی شهرداری ها پیگیری شده است. نتیجه این اقدامات افزایش تعداد تخلفات کشف و رسیدگی شده و رشد جریمه های دریافتی از ۳۰۱ میلیارد دلار به ۳۰۴ میلیارد دلار بوده است.

- جریمه ۱۰ میلیون دلاری نزدیک به دلیل نقص سامانه معاملاتی در عرضه اولیه سهام فیسبوک (سامانه معاملاتی به دلیل تعداد زیاد سفارش های دریافتی با مشکل پردازش اطلاعات مواجه و در نهایت متوقف شد)

- جریمه ۱۵۳ میلیون دلاری شرکت توتال به دلیل پرداخت رشوه به یک واسطه برای عقد قرارداد نفتی.

علاوه بر موارد یاد شده، گزارشی مملو از پروندگی های رسیدگی شده، با موضوع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی، تخلف حسابرسان، مدیران صندوق و مشاوران سرمایه گذاری و... است که با ذکر جزئیات، به اطلاع فعالان بازار رسیده است.

۱- گزارش اشاره دارد که در ساختار بازار نیز قدم های مهمی برای تقویت انسجام و سلامت بازار بر داشته شد.

۲- از دیگر موارد اشاره شده در گزارش می توان به اقدامات احتیاطی پیش بینی شده برای جلوگیری از تخلفات، ارتقای افشای اطلاعات، آموزش سرمایه گذاران و شناسایی و معرفی ریسک های جدید اشاره کرد.

۳- در هیچ جایی گزارش به عملکرد معاملاتی و عملیاتی بورس ها و بازارهای تحت نظارت، نهادهای مالی تازه تاسیس شده، مجوز های صادره و... نشده است. چرا که به نظر، کمیسیون نظارت و شرح مأموریت خود را فراتر از موارد یاد شده می داند.

### قوانین بازارهای اوراق بهادار در آمریکا

معامله در بازارهای اوراق بهادار ایالات متحده قانونمند است. مهم ترین قانون حاکم، قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار سال ۱۹۳۴ است. قانون سال ۱۹۳۳ الزام می کند اطلاعات مرتبط با انتشار اوراق بهادار جدید به طور کامل افشا شود. این قانون ثبت اوراق بهادار جدید و انتشار امید نامه مرتبط به چشم انداز های مالی شرکت را نیز الزام می کند. تایید امید نامه یا گزارش مالی توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار به معنای تایید ورقه



بهادار به عنوان سرمایه گذاری خوب نیست. کمیسیون بورس و اوراق بهادار فقط به این دلیل بررسی می کند که حقایق مرتبط افشا شده باشد. سرمایه گذاران باید ارزش ورقه بهادار را ارزیابی کنند.

قانون سال ۱۹۳۴، کمیسیون بورس و اوراق بهادار را برای اجرای مقررات قانون ۱۹۳۳ تأسیس کرد. همچنین، این قانون اصل افشای قانون سال ۱۹۳۳ را بسط داد، به طوری که افشای دوره ای اطلاعات مالی مرتبط با شرکت های موجود در بازار ثانویه الزامی شد.

همچنین، قانون سال ۱۹۳۴ به کمیسیون بورس و اوراق بهادار اختیار می دهد تا بورس های اوراق بهادار معاملات خارج از بورس کارگزاران و معامله گران را قانونمند و ثبت کند. در حالی که کمیسیون بورس و اوراق بهادار نهاد مسئول بر نظارت گسترده بر بازارهای اوراق بهادار است، این نهاد در این مسئولیت با سایر نماینده های قانونی مشارکت دارد. کمیسیون معاملات آتی کالا (CFTC) معاملات در بازارهای آتی را قانونمند می کند، در حالی که فدرال رزرو مسئولیت گسترده تری برای سلامت سیستم مالی ایالات متحده دارد. بدین ترتیب، فدرال رزرو الزامات ودیعه بر روی سهام و اختیار معامله های سهام را تعیین می کند و وام دهی بانکی به فعالان بازار اوراق بهادار را قانونمند می کند.

قانون حمایت از سرمایه گذار اوراق بهادار سال ۱۹۷۰، شرکت حمایت از سرمایه گذاران اوراق بهادار را تأسیس کرد تا در صورت ورشکستگی شرکت های کارگزاری، سرمایه گذاران را حمایت کند. همان طور که شرکت بیمه سپرده فدرال حفاظت فدرال در برابر ورشکستگی بانکی را برای سپرده گذاران فراهم می کند، شرکت حمایت از سرمایه گذاران اوراق بهادار اطمینان می دهد که سرمایه گذاران اوراق بهادار نگهداری شده به نام کارگزاری توسط شرکت کارگزاری ورشکست شده را تا میزان ۵۰۰,۰۰۰ دلار (به ازای هر مشتری) دریافت کنند. شرکت حمایت از سرمایه گذاران اوراق بهادار با وصول حق بیمه از فعالان یا اعضای خود (شرکت های کارگزاری) تامین مالی می شود.

علاوه بر قوانین فدرال، معاملات اوراق بهادار در معرض قوانین ایالتی معروف به قوانین آسمان آبی (شفاف سازی) نیز قرار دارد، زیرا هدف این قوانین ارائه دیدی واضح تر از چشم اندازهای سرمایه گذاری است. قوانین ایالتی تقلب در فروش اوراق بهادار موجود قبل از قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ را ممنوع کرده بود. زمانی که بسیاری از ایالت ها، بخش هایی از قانون اوراق بهادار را بکار گرفتند، تغییر قوانین ایالتی تا حدی یکپارچه و این موضوع در سال ۱۹۶۵ تصویب شد.

## خود انتظامی

اگر چه کمیسیون بورس و اوراق بهادار مسئول نظارت بر بازارهای اوراق بهادار و شرکت مشارکت کننده است، در عمل این سازمان بسیاری از کارهای خود را به بورس تفویض می کند. بنابراین بازارهای سهام عمدتاً سازمان هایی خود انتظام هستند. انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار بر فعالان در بازار سهام نزدیک نظارت می کند و بورس سهام نیویورک بخش قانون گذاری مختص به خود را دارد. شرکت قانون گذاری بورس سهام نیویورک با ادغام بورس سهام نیویورک و قانون گذاری بورس سهام نیویورک و قوانین اوراق بهادار فدرال است. در پایان سال ۲۰۰۶، بورس سهام نیویورک و انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار توافق کردند تا بخش های قانون گذاری خود را در یک نمایندگی ادغام کنند و بدین ترتیب هزینه های موازی کاری و قوانین تکراری را کاهش دهند. این برنامه، بررسی های روزمره، قانون گذاری، اجرا و داوری را در یک سازمان خود انتظام یا SRO یکپارچه می کرد.

علاوه بر قانون گذاری بورس، خودانتظامی در میان جامعه ای از افراد متخصص و حرفه ای سرمایه گذاری نیز وجود دارد. برای مثال، CFA استانداردهایی از رفتار حرفه ای توسعه داده است و با معرفی تحلیل گران مالی متخصص بر رفتار اعضا نظارت می کند.

## واکنش های قانون گذاری به رسوایی های اخیر

رسوایی های سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۲ به طور عمده بر سه تجربه گسترده متمرکز بود: ۱- تخصیص سهام در عرضه های عمومی اولی ۲- کیفیت پایین مشاوره ها و تحقیقات اوراق بهادار ارائه شده به عموم ۳- و مهم ترین بخش، صورت های مالی و شیوه های حسابداری گمراه کننده. واکنش قانون گذاری به این موضوعات هنوز در حال تکمیل است، اما برخی از کارها انجام شده است. بسیاری از واکنش ها در سال ۲۰۰۲ و در قانون ساریانز - اوکسلی توسط کنگره تصویب شد. برخی از این اصلاحات عبارتند از:

- هیئت نظارت حسابداری بر شرکت سهامی عام برای نظارت بر حسابرسی شرکت های سهامی عام ایجاد شود.
- قوانین الزام می کند که در کمیته های حسابرسی هیئت مدیره شرکت، متخصصان مالی مستقل به کار گرفته شود.
- مدیران عامل و مدیران مالی شرکت باید به طور فردی گواهی دهند که گزارش های مالی شرکت همه جنبه های

مهم ، عملیات و وضعیت مالی شرکت را به طور منصفانه ارائه می کند . در صورتی که گزارش ها گمراه کننده تشخیص داده شوند، اشخاص باید به طور فردی جریمه هایی پرداخت کنند . پیروی از قواعد اصول پذیرفته حسابداری (CAAP) لازم است، اما کافی نیست .

\* حسابرسان قادر به چندین خدمت به مشتریان خود نیستند . هدف از این کار ، جلوگیری کردن از سودهای بالقوه حاصل از کار مشاوره ای از طریق تأثیرگذاری بر کیفیت حسابرسی مشتریان است .

\* هیئت مدیره باید از مدیران مستقل تشکیل شود و جلسات منظمی بین مدیران غیر موظف برگزار شود که در مدیریت شرکت درگیر نمی باشند و در نتیجه نمی توانند مانع از بحث شوند یا بر آن موثر باشند.

اخیراً با فشاری منصفانه ای درباره ساریانز - اوکسلی صورت گرفته است . بسیاری از ناظران معتقدند که هزینه های پذیرش مرتبط با قانون بسیار بالاست (به ویژه برای شرکت های کوچک) و نظارت قانونی انجام شده توسط کشورهای خارجی در زمان تصمیم گیری درباره درج شرکت ها و اوراق بهادار، مزیتی غیر ضروری در مقایسه با ایالات متحده به وجود می آورد. علاوه بر این ، سودمندی قانون گذاری در یک کشور منفرد در مواجهه با جهانی سازی روز افزون آزمون شده است و می تواند منابع را از مرزهای ملی خارج کند .

قانون افشای منصفانه کمیسیون بورس و اوراق بهادار که در سال ۲۰۰۰ معرفی شد ، از افشای اطلاعات اساسی برای یک گروه خارجی قبل از افشای آن برای عموم جلوگیری می کند . علاوه بر این ، برای کاهش هزینه های مرتبط با انتشار تحقیقات سهام و جلوگیری از سوگیری در برابر تخصیص عرضه های عمومی اولیه و قراردادهای مرتبط با شرکت های تأمین سرمایه، در سال ۲۰۰۲ بزرگترین شرکت های تأمین سرمایه توافق کردند تا تحقیقات مرتبط با سهام را از سوی شرکت های تأمین سرمایه انجام دهند.

**متوقف کننده های زمانی**



افت بازار در ۱۹ اکتبر ۱۹۸۷ باعث شد که چندین پیشنهاد برای تغییر قانون ارائه شود. در میان این پیشنهادها، فراخوان متوقف کننده های زمانی برای کاهش یا توقف معاملات در طول دوره هایی از نوسان پذیری بسیار بالا بود. برخی از متوقف کننده های زمانی مورد استفاده مستلزم توقف های معاملاتی است. اگر شاخص میانگین صنعتی داو جونز به میزان ۱۰ درصد کاهش یابد و کاهش قبل از ساعت ۲ بعد از ظهر اتفاق بیفتد، به میزان ۱۰ درصد کاهش یابد و کاهش قبل از ساعت ۲ بعد از ظهر اتفاق بیفتد، معاملات به مدت ۱ ساعت متوقف خواهد شد. اگر این کاهش بین ساعات ۲ و ۲:۳۰ بعد از ظهر اتفاق بیفتد، معاملات نیم ساعت متوقف میشود، اما اگر این کاهش بعد از ساعت ۲:۳۰ بعد از ظهر اتفاق بیفتد معاملات متوقف نمی شود. اگر شاخص داو جونز ۲۰ درصد کاهش یابد و کاهش قبل از ساعت ۱ بعد از ظهر اتفاق بیفتد معاملات به مدت ۲ ساعت متوقف خواهند شد و اگر این کاهش بین ساعات ۱ و ۲ بعد از ظهر اتفاق بیفتد معاملات به مدت ۱ ساعت متوقف می شود و در صورتی که کاهش ۲۰ درصدی بعد از ساعت ۲ اتفاق بیفتد معاملات تا آخر روز متوقف می شود کاهش ۳۰ درصدی شاخص داو جونز، بازار را بدون توجه به زمان تا پایان روز تعطیل می کند. به عبارت دیگر با کاهش ۳۰ درصدی در شاخص داو جونز، بازار تا پایان روز بسته می شود.

ایده نهفته در متوقف کننده های زمانی این است که توقف موقتی در طول دوره معاملاتی دارای نوسان بسیار بالا می تواند باعث کاهش مشکلات اطلاعاتی دخیل در تغییرات قیمتی شود. برای مثال حتی اگر معامله کننده ای از اخبار بد اقتصادی آگاه نباشد وافت بازار را ببیند، در این صورت ممکن است به کاهش قیمت مشکوک شود و در نهایت به خرید سهام بی تمایل شود. در حقیقت، وی ممکن است تصمیم به فروش سهام بگیرد و بدین ترتیب از زیان اجتناب کند، بنابراین بازخور حاصل از تغییرات قیمت برای رفتار معاملاتی می تواند تغییرات بازار را تشدید کند. متوقف کننده های زمانی شانس ارزیابی عوامل بنیادی بازار را به فعالان می دهد، در حالی که قیمت ها به طور موقت ثابت می مانند. بدنی ترتیب فعالان شانس دارند تصمیم بگیرند که آیا تغییرات قیمتی منطقی است یا نه، در حالی که بازار بسته است. البته، متوقف کننده های زمانی در معاملات بازارهای غیر از آمریکا وجود ندارد. امکان دارد این متوقف کننده های زمانی، افراد درگیر، در معاملات را مجبور کند تا عملیات خود را به بورس های خارجی منتقل کنند.

**معاملات محرمانه (داخلی)**

قوانین از معاملات محرمانه جلوگیری می کند. معامله اوراق بهادار برای کسب سود از طریق اطلاعات محرمانه برای هر شخصی غیر قانون است. تعریف افراد داخلی بسیار مبهم است. تعریف افراد داخلی (محرّم) بسیار مبهم است. در حالی که مدیر مالی ارشد محسوب شود. با این حال، تأمین کننده ممکن است چشم انداز های کوتاه مدت شرکت را از طریق تغییرات معنادار در سفارش ها استنباط کند. این موضوع شکل منحصر به فردی از اطلاعات خصوصی را به تأمین کننده می دهد، در حالی که تأمین کننده به لحاظ تکنیکی فردی داخلی محسوب نمی شود. این اتهامات تحلیل گران اوراق بهادار را (که کارشان کشف اطلاعات مرتبط با چشم اندازهای مورد انتظار شرکت است) تحریک می کند. تمایز بین اطلاعات خصوصی قانونی و اطلاعات محرمانه غیر قانونی می تواند نامعلوم یا فازی باشد.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار، متصدیان و مدیران و سهامداران عمده را ملزم می کند تا همه معاملات موجود در سهام شرکت خود را گزارش دهند. به طور ماهانه، خلاصه ای از معاملات محرمانه در خلاصه رسمی دارایی ها و معاملات اوراق بهادار کمیسیون بورس و اوراق بهادار چاپ می شود. ایده این اقدام، آگاهی عموم از اعتماد ضمنی یا عدم اعتماد به افراد محرّم است.

افراد داخلی از دانش خود سوء استفاده می کنند. سه گونه از شواهد از این نتیجه گیری حمایت می کند. نخست، شواهدی از اصول معاملاتی محرّماتی در بین مدیران وجود دارد. دوم، شواهد قابل ملاحظه ای از نشست اطلاعات سودمند برای برخی معامله کنندگان قبل از اعلان عمومی آن اطلاعات وجود دارد. برای مثال، قیمت های سهام شرکت های اعلام کننده افزایش سود نقدی عموماً چند روز قبل از اعلان عمومی، افزایش ارزش از خود نشان می دهد. به طور واضح برخی از سرمایه گذاران بر مبنای اخبار خوب و قبل از انتشار به عموم اقدام می کنند. در هر حال قیمت های سهم در روز انتشار عمومی اخبار خوب به طور قابل ملاحظه ای افزایش می یابد. این موضوع، بیانگر این است که افراد داخلی یا افراد وابسته به آن ها، قیمت سهم را کاملاً به سطح متناسب با اخبار نرسانده اند.

سوم، شکل دیگری از شواهد مرتبط با معاملات محرمانه را باید با بازده های کسب شده از معاملات توسط افراد داخلی بررسی کرد. محققان خلاصه ای از معاملات محرمانه کمیسیون بورس و اوراق بهادار را برای اندازه گیری عملکرد افراد داخلی بررسی کرده اند. در یکی از این مطالعات، جاقی بازده های غیر نرمال سهام در طول ماه های خرید یا فروش توسط افراد داخلی را بررسی کرد. برای ماه هایی که خریداران داخلی سهام بیشتر از فروشندگان داخلی سهام بودند -

به مقدار ۳ برابر یا بیشتر سهام در طول هشت ماه ، بازده غیر نرمال در حدود ۵٪ ارائه کرده بود علاوه بر این زمانی که  
فروشندهگان داخلی بیشتر از خریداران داخلی بوده اند، سهام گرایش و به عملکرد ضعیف داشت .

# پایان

باتشکر از حسن توجه استاد و دوستان محترم