

مشکلات و تنگناهای بازار سرمایه در ایران

سیدابراهیم عنایت*

نظام مالی کشورها می‌تواند بر یکی از دو محور بازار پول و سرمایه قرار داشته باشد. در کشورهای توسعه یافته، بازار سرمایه در کانون ساختار مالی قرار دارد و نظام مالی مبتنی بر اوراق بهادار در این کشورها غالب می‌باشد. در مقابل در بیشتر کشورهای در حال توسعه بازار پول محور تأمین مالی است. در چنین نظام‌هایی بانک‌ها همچون سازمان‌هایی فراگیر عمل می‌کنند و شرکتها برای تأمین نیازهای خود تا حد زیادی به نظام بانکی وابسته‌اند.

در ایران نیز مانند اغلب کشورهای در حال توسعه بازار پول محور نظام مالی است و متأسفانه بورس اوراق بهادار در کشور ما (به‌عنوان تنها نماد بازار سرمایه در ایران)، با وجود اینکه از یک پیشینه ۳۰ ساله برخوردار است، هنوز جایگاه اصلی خود را در اقتصاد ایران پیدا نکرده است.

به‌طور کلی عواملی که سبب عدم کارایی بازار سرمایه در ایران شده‌اند را می‌توان به صورت زیر برشمرد:

- ضعف ساختار تشکیلاتی بورس اوراق بهادار تهران، نفوذ و دخالت مستقیم دولت و

سازمان‌های دولتی بویژه بخش پولی در این سازمان.

- شفاف نبودن و کمبود اطلاعات در خصوص شرکت‌های پذیرفته شده در بورس.

- ضعف و عدم بویایی مقررات، و ضرورت بازنگری در قوانین و مقررات مؤثر در این

سازمان مانند قانون بورس، قانون تجارت و قانون مالیاتها.

*- دکتر سیدابراهیم عنایت، پژوهشگر آزاد و عضو هیأت علمی دانشگاه

- ضرورت تدوین قانون جامع بازار سرمایه در ایران.
- عدم تفکیک بازارهای دست اول و دوم سهام و فقدان بازارهای فرعی و ضرورت ایجاد تالارهای جداگانه جهت معاملات سهام.
- عدم استفاده از ابزارهای متنوع مالی و فقدان بورس‌های کالا در بازار سرمایه ایران.
- از این رو در کشور ما به عنوان کشوری در حال توسعه که می‌خواهد گام‌های بلندی در جهت توسعه پویا بردارد، لزوم توجه به مشکلات و نارسایی‌های بازار سرمایه و علل توسعه بورس اوراق بهادار تهران به خوبی احساس می‌شود.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

مقدمه

اصلاح و گسترش بازارهای مالی و خصوصاً ایجاد و توسعه ابزارهای نوین مالی در جهت تجهیز، تنظیم و هدایت منابع مالی مؤسسات فعال بازارهای پول و سرمایه به مکان‌های انسجام یافته مانند بورس، همگی از اهداف و اولویت‌های کشورهای در حال توسعه می‌باشد. به عبارت دیگر امروزه کمتر کشور در حال توسعه‌ای یافت می‌شود که اصلاح ساختار بازارهای مالی خود را مدنظر قرار نداده باشد. نظریه‌ها و تجربه جهانی نشان داده که میان توسعه بخش مالی اقتصاد و توسعه اقتصادی، رابطه بسیار نزدیکی برقرار است.

یکی از مشکلاتی که کشورهای در حال توسعه با آن دست به گریبان هستند، چیرگی بازار پول بر بازار سرمایه می‌باشد. همین امر سبب عدم کارایی بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار در کانون آن شده است. در مقابل کشورهای توسعه یافته سالهاست که بر این مشکل خود فائق آمده‌اند و توانسته‌اند نظام مالی خود را بر پایه بازار سرمایه قرار دهند.

بازار سرمایه کشور ما که بورس اوراق بهادار تهران، تنها نماد اصلی آن می‌باشد، با اینکه از یک پیشینه ۳۰ ساله برخوردار است، کماکان با مشکلات فراوانی مواجه می‌باشد، به گونه‌ای که این بازار نتوانسته است جایگاه اصلی خود را در اقتصاد کشور پیدا کند. بررسی وضعیت بازار واحد، کوچک و کم و بیش دولتی بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نماد اصلی بازار سرمایه ایران بویژه در سنجش با کشورهای دیگر نشان می‌دهد که بازار سرمایه ایران در شکل کنونی از عهده تأمین نیازهای مالی توسعه اقتصادی ملی برنمی‌آید. حضور بیش از اندازه بازار پول در بازار سرمایه ایران و عدم تفکیک فعالیت‌های این دو بازار سبب گردیده تا نظام مالی ایران فاقد قانون‌مندی‌های لازم تعیین نقش شرکتهای بیمه، صندوقهای باننشستگی و مؤسسات مالی مختلف باشد و همین امر سبب عدم کارایی بازار سرمایه در ایران بشود.

لذا در کشور ما به عنوان کشوری در حال توسعه که می‌خواهد گامهای بلندی

در جهت توسعه پویا بردارد. توجه به مشکلات و نارساییهای بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار تهران. ضروری به نظر می‌رسد. خوشبختانه دولتمردان اقتصادی و سیاست‌گذاران بازار سرمایه ایران، در چند ساله اخیر توجه بیشتری به سامان‌دهی بازار مالی ایران داشته‌اند و در برنامه سوم توسعه اقتصادی زمینه‌های لازم برای ایفای نقش فعال و مؤثر بخش مالی در ایران را مدنظر قرار داده‌اند.

در این فرصت مناسب سعی کرده‌ایم با ارائه یک گزارش نسبتاً مختصر ابتدا به بررسی بازارهای مالی در سطح جهان پرداخته و سپس بازار سرمایه ایران، پیشینه تاریخی بورس اوراق بهادار، وضعیت فعلی آن و همچنین مشکلات و تنگناهایی را که مانع رشد این بازار شده‌اند را مورد بررسی قرار داده و در پی آن پیشنهادات و راهکارهای عملی در جهت رفع تنگناهای موجود در بازار سرمایه ایران را ارائه دهیم.

۱- بازار مالی و طبقه‌بندی آن

بدون شک در فرایند گذار اقتصادی، مجموعه کل اقتصاد باید قادر باشد، منابع پس‌اندازی و درآمد را به سوی سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز اقتصاد ملی و در صورت مازاد به سوی سرمایه‌گذاری‌های خارجی سوق دهد. وظیفه تجهیز منابع پس‌اندازی به سوی مصارف سرمایه‌گذاری توسط بازارهای مالی^(۱) انجام می‌پذیرد. در اصطلاح علم مالی، بازار مالی مکانی است منسجم و سازمان‌یافته که در آن دارایی‌های مالی^(۲) مورد مبادله قرار می‌گیرند. همانطور که می‌دانیم دارایی‌ها به دو دسته تقسیم می‌شوند؛ دارایی‌های مشهود^(۳) و دارایی‌های نامشهود^(۴).

دارایی‌های مشهود، آنهایی هستند که ارزششان به برخی از خصوصیات مادی آنها بستگی دارد. مانند زمین، ساختمان یا ماشین‌آلات و در مقابل دارایی‌های نامشهود نمایانگر حق قانونی دارندگان آنها نسبت به سود و یا منفعتی در آینده می‌باشد.

1- Financial Markets

2- Financial Assets

3- Tangible Assets

4- Intangible Assets

داد، ایی‌های مالی به‌عنوان دارایی‌های نامشهور محسوب می‌شوند که از آنها با عنوان ابزارهای مالی^(۱) و یا اوراق بهادار^(۲) نیز یاد می‌شود. دارایی‌های مالی می‌تواند شامل وام بانک، اوراق قرضه منتشره توسط دولت، اسناد خزانه‌داری، اوراق قرضه شهرداری، اوراق قرضه منتشره توسط شرکت‌ها و سهام عادی و ممتاز یک شرکت باشد.

بازارهای مالی علاوه بر انتقال وجوه مازاد از افراد علاقمند به سرمایه‌گذاری به افراد و یا مؤسسات نیازمند به وجود مورد لزوم، چند کارکرد مهم اقتصادی را نیز دربردارند؛ یکی از مهمترین کارکردهای بازارهای مالی، فرایند کشف قیمت‌ها^(۳) می‌باشد. به عبارت دیگر در این بازارها موقعیت رقابتی به گونه‌ای برقرار می‌شود که داد و ستد بین خریداران و فروشندگان، قیمت و یا نرخ بازده دارایی مبادله شده را تعیین می‌کند. دیگر کارکرد این بازارها این است که ساز و کار مناسبی جهت فروش دارایی‌های مالی فراهم می‌شود. به همین سبب اصطلاحاً می‌گویند: «بازارهای مالی دارای خاصیت نقدینگی^(۴) هستند». اصولاً دارندگان دارایی‌های مالی به این نکته بسیار توجه دارند که نقدینگی بازار در چه حدی است. چرا که در صورت فقدان چنین خاصیتی دارندۀ یک برگ سهم اوراق قرضه یا اوراق مشارکت مجبور است آنها را تا زمان سررسید نگه دارد، و بالاخره آخرین کارکرد اقتصادی بازارهای مالی کاهش هزینه‌های معاملاتی است. هزینه‌های معاملاتی خود شامل هزینه‌های جستجو و اطلاعات می‌باشد. هزینه‌های جستجو شامل هزینه‌هایی است که صرف تبلیغات جهت خرید و یا فروش یک دارایی مالی می‌باشد که بازارهای مالی تا حد امکان این هزینه‌ها را کاهش می‌دهند. هزینه‌های اطلاعاتی نیز شامل هزینه‌هایی می‌شود که صرف برآورد کردن مشخصات سرمایه‌گذاری در یک دارایی مالی و جریانات نقدی حاصل از آن می‌باشد. زیرا در یک بازار مالی کارآمد، قیمت‌ها بیان‌کننده کل اطلاعات جمع‌آوری

1- Financial Instrument

2- Securities

3- Price Discovery

4- Liquidity

شده، می باشد.

پس از شناخت بازارهای مالی و کارکرد آنها لازم است تا اشاره مختصری به طبقه بندی این بازارها شود. بازارهای مالی را از جنبه های مختلفی تقسیم بندی می کنند. یکی از این طبقه بندی ها براساس حق مالی است. از این جنبه می توان بازارهای مالی را به بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت (مانند اوراق قرضه و مشارکت) و بازار اوراق بهادار با درآمد نامعین (سهام شرکتها) دسته بندی نمود. دیگری، طبقه بندی براساس مرحله انتشار است که براین اساس بازارهای مالی را به بازارهای اولیه^(۱) و بازارهای ثانویه^(۲) تقسیم بندی می کنند. بازارهای مالی براساس ساختار سازمانی نیز طبقه بندی می شوند. این بازارها عبارتند از: بازارهای حراجی، بازارهای خارج از بورس (OTS)^(۳) و بازارهای واسطه. اما یکی از مهمترین طبقه بندی های بازارهای مالی، تقسیم بندی این بازارها براساس سررسید حق مالی می باشد که در این حالت بازارهای مالی به بازار دارایی های مالی با سررسید کوتاه مدت (بازار پول) و بازار دارایی های مالی با سررسید بلندمدت (بازار سرمایه) تقسیم بندی می شوند. به عبارت دیگر دارایی های مالی که دارای سررسید یک سال و یا کمتر از یکسال می باشند، در بازارهای پول، و در مقابل؛ اوراق بهاداری که دارای سررسید بیشتر از یکسال می باشند، در بازار سرمایه داد و ستد می شوند. بحث در خصوص انواع طبقه بندی های بازار مالی از حوصله این گزارش خارج می باشد، لذا در ادامه گزارش سعی می کنیم تا بیشتر در خصوص بازار سرمایه، ابزارها و مؤسسات مالی فعال در آن به بحث بپردازیم.

۲- بازار سرمایه و ابزارهای داد و ستدپذیر در آن

همانطور که عنوان شد، یکی از طبقه بندی های بازارهای مالی، بازار سرمایه

1- Primary Market

2- Secondary Market

3- Over The Counter Market (OTC)

می‌باشد. بازار سرمایه از طریق ابزارها و نهادهای مالی خود قادر است تا منابع پس‌اندار را گردآوری و از طریق یک ساز و کار مالی کارآمد در دسترس متقاضیان سرمایه قرار دهد. بنابراین بازار سرمایه را می‌توان به‌عنوان بازار تأمین‌کننده یکی از مهمترین عوامل تولید یعنی سرمایه و آنچه که به‌عنوان موتور رشد اقتصادی از آن یاد می‌شود، تعریف کرد. در بازار سرمایه اوراق بهادار با درآمد معین و نامعین که سررسید آنها بیشتر از یکسال می‌باشد داد و ستد می‌شوند.

طولانی‌تر بودن زمان سررسید و همچنین ماهیت اوراق بهادار فروخته شده - از نظر درآمدهای نامعین برخی از اوراق مانند سهام - سبب گردیده تا مخاطره سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه به مراتب بیشتر از بازارهای پول باشد. در مقابل در بازارهای پول اوراق بهادار با سررسید کمتر از یکسال مورد معامله قرار می‌گیرد. اوراق بهادار در بازارهای پول، متقابلاً در بازارهای پول داد و ستد می‌شود و می‌توان به اوراق خزانه^(۱)، انواع اوراق تجاری^(۲) و گواهی سپرده بانکی قابل معامله^(۳)، اشاره نمود.

۱-۲- ابزارهای داد و ستدپذیر در بازار سرمایه

ابزارهایی که در بازار سرمایه داد و ستد می‌شوند شامل اوراق با درآمد ثابت مانند: اوراق قرضه و سهام ممتاز و اوراق درآمد متغیر مانند: سهام عادی و ابزار مشتقه^(۴) می‌باشند که در ذیل به شرح مختصر آنها می‌پردازیم:

الف - اوراق قرضه: سندی است که به موجب آن شرکت انتشار دهنده تعهد می‌کند تا منابع معینی را به‌عنوان بهره سالانه در زمانهای خاص، به دارنده آن پرداخت نماید و در موعد مقرر یا سررسید، اصل مبلغ را بازپرداخت کند ویژگی‌های مهم اوراق قرضه به شرح زیر است:

- 1- Treasury Bill
- 2- Commercial Paper
- 3- Negotiable Certificate of Deposit
- 4- Derivative Instrument

- تاریخ سررسید

- دارنده یک برگ از اوراق قرضه، بستانکار شرکتی است که آن را منتشر کرده است.

- ارزش اسمی مشخص

- اولویت دارندگان اوراق قرضه به دارندگان سهام عادی در هنگام ورشکستگی شرکت دارندگان اوراق قرضه، در زمینه تصمیم‌گیری شرکت به جز موارد استثنا حق رأی ندارند.

ب - سهام ممتاز: این نوع از اوراق نوعی از سهام است که دارنده آن نسبت به درآمدها و دارایی‌های شرکت، حق یا ادعای محدود و معینی دارد. از چهار منبع مالی بلندمدت که شرکت می‌تواند از آنها استفاده کند - یعنی اوراق قرضه، سهام ممتاز، سهام عادی و سود انباشته - سهام ممتاز کمتر به عنوان یک منبع مالی مورد استفاده شرکت‌ها قرار می‌گیرد. در مواردی که دو شرکت در یکدیگر ادغام می‌شوند و این کار با مبادله اوراق بهادار صورت می‌گیرد، سهام ممتاز به عنوان یکی از ابزارهای تأمین مالی نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند. این سهام دارای ویژگی‌های زیر است:

- سهام ممتاز دربردارنده نوعی حق مالکیت در شرکت است.

- سهام ممتاز سررسید ندارد و عمر آن به عمر شرکت بستگی دارد.

- شرکت انتشاردهنده نباید دارایی‌های خود را به عنوان وثیقه یا رهن این اوراق

قرار دهد. زیرا سهامداران ممتاز دارای حق مالکانه هستند.

- به دارندگان سهام ممتاز سودی پرداخت می‌شود که معمولاً این سود از پیش

تعیین شده و ثابت می‌ماند.

- در صورت انحلال شرکت، دارندگان، این نوع سهام نسبت به سهام عادی

اولویت دارد.

ج - سهام عادی: از دیگر اوراق بهادار مورد داد و ستد در بازار سرمایه، سهام

عادی می‌باشد. در شرکتهای سهامی سرمایه به قسمت‌های مساوی تقسیم می‌شود که

به هریک از این قسمت‌ها سهام می‌گویند. سهام عادی نشانگر مالکیت بر شرکت یا همان حقوق صاحبان سهام می‌باشد. عمر این اوراق، نامحدود است و بستگی به طول عمر شرکت دارد.

از ویژگی‌های سهام عادی می‌توان موارد زیر را برشمرد:

- مالکیت شرکت

- مسئولیت محدود سهامداران

- کنترل شرکت (دارندگان برگ سهم عادی، دارای حق رأی می‌باشند و قادر

هستند تا در تصمیم‌گیری‌های مجمع عمومی از حق رأی سهم استفاده و نظر خود را اعمال نمایند).

د - اوراق مشتقه: رشد فزاینده طراحی و استفاده از ابزارهای مالی جدید در اقتصادهای پیشرفته، از عملکردهای مهم بازارهای سرمایه به شمار می‌آید. امروزه بکارگیری ابزارهای مشتقه در بازارهای مالی، خصوصاً در بازارهای سرمایه کشورهای صنعتی، روشی بسیار متداول می‌باشد. هدف از بکارگیری ابزارهای مشتقه عبارت است از: شفافیت، کارایی بیشتر بازار، کشف قیمت‌ها و مدیریت مخاطره پیمان‌های آتی^(۱)، قراردادهای آتی^(۲)، قراردادهای اختیار معاملات و قراردادهای معاوضه، که می‌توان از آنها به‌عنوان ابزارهای مشتقه نام برد.

پیمان‌های آتی به‌عنوان اولین ابزارهای مشتقه در جهان شناخته شدند. این پیمان‌ها، نوعی از ابزارهای مشتقه هستند که عموماً در خارج از بورس‌ها و براساس توافقات بین خریداران و فروشندگان اعمال می‌شوند.

از آنجایی که این پیمان‌ها استاندارد نبوده و همچنین طرفین قرارداد تعهد چندانی نسبت به انجام معاملات نداشتند، شکل کامل‌تری از این پیمان‌ها با نام قراردادهای آتی به بازارهای مالی معرفی شد. امروزه قراردادهای آتی به‌عنوان یکی از کامل‌ترین نوع ابزارهای مشتقه، سهم بسزایی در افزایش حجم معاملات بورس‌ها

داشته‌اند. از ویژگی‌های مهم این قراردادها می‌توان موارد زیر را نام برد:

● هر قرارداد آتی دارای محدودۀ نوسانات قیمت است که معمولاً توسط کمیته‌های تخصصی این نوسان مشخص می‌شود.

● قراردادهای آتی برخلاف پیمان‌های آتی در داخل یک مکان سازمان یافته مانند بورس، داد و ستد می‌شوند.

● جهت تضمین هرچه بیشتر قراردادها، سیستم سپرده‌گذاری که یکی از مزیت‌های این قراردادها نسبت به پیمان‌های آتی می‌باشد، وجود دارد. به عبارت دیگر با دریافت سپرده مشخص و تعیین شده (سپرده اولیه)^{۱۱} از طرفین قرارداد، ضمانت اجرای قراردادها افزایش پیدا می‌کند.

● وجود نهادی مانند اتاق پایاپای که علاوه بر دریافت سپرده از طرفین قرارداد، آنها را مکلف به اجرای تعهداتشان می‌نماید، البته لازم به ذکر است که برخی از مردم و حتی برخی از ناظران بازارهای سرمایه، ابزار مشتقه را وسیله‌ای جهت سفته‌بازی یا قمار قانونی، به شمار می‌آورند. در صورتی که این تصور درستی از ابزارهای مشتقه نمی‌باشد، چرا که وجود اینگونه ابزارها سبب کارایی، کشف قیمت و مدیریت ریسک بسیاری از بازارها در نظام مالی جهان شده‌اند، بگونه‌ای که علاوه بر سوداگران و سفته‌بازان، فرصت مناسبی برای افرادی که می‌خواهند خود را در مقابل نوسانات شدید قیمت پوشش دهند (خطر پوششها) فراهم می‌آورد.

۲-۲- نحوه نظارت بر بازارهای سرمایه

همانطور که ذکر کردیم بازارهای سرمایه نقش به‌سزایی را در اقتصاد کشورها به عهده دارند. به دلیل اهمیتی که این بازارها دارند دولت‌ها، تنظیم برخی از جنبه‌های این بازارها را ضروری می‌دانند. بنابراین هرچه قوانین و مقررات نظارتی چه در سطح خرد و چه در سطح کلان دقیق‌تر و جامع‌تر باشد، این بازارها از رشد و پویایی

بیشتری برخوردار می‌شوند. سیستم‌های نظارتی کلان، یعنی سازمان‌ها و نهادهایی که در رأس تمامی بازارهای پول و سرمایه یک کشور قرار می‌گیرند علاوه بر تصویب قوانین و مقررات کلی برای این بازارها، وظیفه نظارت بر اجرای قوانین و مقررات وضع شده را نیز بر عهده دارند. این سازمان‌ها در برخی از کشورها با نام کمیسیون بورس و اوراق بهادار^(۱) و یا هیأت نظارت بر اوراق بهادار^(۲)، وظیفه کنترل بر اجرای قوانین مقررات وضع شده در بازار سرمایه و اوراق بهادار را به عهده دارند. لازم به توضیح می‌باشد که این سازمان‌ها در امور داخلی بورس‌ها مانند: تعیین قیمت، حجم معاملات و... دخالت نمی‌کنند.

علاوه بر نظارت کامل بر بازار سرمایه، هر نهاد مالی فعال در یک بازار سرمایه خود دارای یک سیستم نظارتی می‌باشد که معروف به سیستم نظارتی خرد است. واحدهای نظارتی خرد مانند یک پلیس نقش نظارت بر معاملات را بر عهده دارند. معمولاً در اکثر کشورها این نظارت توسط ادارای با نام اداره حسابرسی و نظارت بر بازار^(۳) انجام می‌پذیرد. که معمولاً شامل واحدهایی از قبیل اداره بازرسی شرکت‌ها، اداره نظارت بر بازار و اداره رسیدگی بر شکایات می‌باشد.

به طور مثال در ایالات متحده کلیه فعالیت بورس‌ها و ناد و ستد انواع اوراق بهادار باید تحت نظر کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) باشد که به موجب قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۳ فعالیت می‌کند. بر این اساس کلیه شرکت‌هایی که می‌خواهند اوراق بهادار جدیدی را منتشر نمایند، مکلف می‌شوند تا اطلاعات کافی و دقیقی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند. همچنین این قانون اقدامات و اعمال فریبکارانه، اطلاعات نادرست و کلاهبرداری در فروش اوراق بهادار را ممنوع تلقی می‌کند.

علاوه بر SEC دو سازمان دیگر مسئولیت نظارت بر بازارهای مشتقه را

1- Securities & Exchange Commission (SEC)

2- Securities Supervisory Board (SSB)

3- Market Surveillance & Compliance

برعهده دارند. این دو سازمان مسئولیت اقدامات نظارتی دولت فدرال را جهت بازار قراردادهای آتی و اختیار معاملات برعهده گرفته‌اند. اولی کمیسیون قراردادهای آتی کالاها^(۱) و دیگری انجمن ملی قراردادهای آتی^(۲) می‌باشد. این سازمان‌ها جلوگیری از هرگونه کلاهبرداری و تقلب و در صورت لزوم اقدامات انضباطی را در بازارهای آتی برعهده دارند.

در کره جنوبی ساختار نظارتی بر اوراق بهادار به این شرح می‌باشد:

۱- وزیر اقتصاد و دارایی: که وظیفه سیاستگذاری و تصمیمات مرتبط با بازارهای مالی برعهده وی می‌باشد. از آنجایی که وزیر اقتصاد و دارایی در رأس امور بازار اوراق بهادار قرار دارد، می‌تواند در صورت لزوم تصمیمات اتخاذ شده توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار کره جنوبی را (SEC) لغو نماید و یا برای مدتی این تصمیمات را به حالت تعلیق نگاه دارد. اهم سیاست‌هایی که توسط وزیر اقتصاد و دارایی کره در خصوص بازار اوراق بهادار باید اجرا شود به شرح زیر است:

● افتتاح بازارهای محلی اوراق بهادار و اوراق قرضه.

● تهیه یک سیستم جهت شفافیت مدیریت شرکت‌ها

● نظارت بر امور ادغام و تملک (M&A)^(۳)

● تهیه و تدوین سیاست‌های لازم جهت بازارهای خارج از بورس (OTC)

بعد از وزیر اقتصاد و دارایی دو سازمان و یا نهاد دیگر مسئولیت نظارت بر بازار اوراق بهادار را در کره جنوبی برعهده دارند که یکی از آنها کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) و دیگری هیأت نظارت بر اوراق بهادار (SSB) می‌باشد.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار، یک سازمان دولتی می‌باشد که علاوه بر نظارت کلان بر اوراق بهادار منتشره در بورس‌های کره جنوبی، این قدرت را دارد تا در صورت لزوم قوانین و آئین‌نامه‌های جدیدی را در خصوص نظارت، پذیرش و تنظیم

1- Commodity Futures Trading Commission
 2- National Futures Association (NFA)
 3- Mergers and Acquisitions

اوراق بهادار، اعمال نماید. از دیگر وظایف این کمیسیون ارائه گزارشات در خصوص تصمیمات جدید به وزیر اقتصاد و دارایی می‌باشد. در کنار این کمیسیون هیأت نظارت بر اوراق بهادار نیز می‌تواند فعالیت کند و به‌عنوان بدنه اجرایی کمیسیون بورس و اوراق بهادار فعالیت دارد. نظارت بر واسطه‌های مالی و اجرای تصمیمات اتخاذ شده توسط SES از دیگر وظایف این هیأت است. اهم وظایف این کمیسیون عبارت است از:

● بررسی صورتهای مالی شرکت‌هایی که خواهان پذیرش در بورس هستند.

● نظارت بر اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس.

● برقراری یک بازار منظم و عادلانه.

● تهیه آئین‌نامه جهت سپرده‌موردنیاز قراردادها.

● اجرای بالاترین استانداردهای حسابداری و حسابرسی.

علاوه بر نهادها و کمیسیون‌هایی که ذکر کردیم (که در رأس آنها وزیر امور اقتصاد و دارایی قرار دارد) بورس سهام کره جنوبی^(۱) نیز به‌عنوان یک سازمان خود تنظیم‌گر فعالیت می‌کند و بر کلیه شرکت‌هایی پذیرفته شده در بورس نظارت کامل دارد. لازم به توضیح است که قوانین مرتبط با بورس و اوراق بهادار در کشور کره جنوبی عبارتند از:

● قانون بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۹۶۲

● قانون تجارت کره جنوبی مصوب ۱۹۶۲

● قانون ترویج و تشویق بازار سرمایه مصوب ۱۹۶۸

● قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری اوراق بهادار مصوب ۱۹۶۹

ملاحظه می‌شود که در کره جنوبی جهت افزایش هرچه بیشتر کارایی بازار سرمایه، قوانین مرتبط و حمایتی و همچنین کمیسیون‌های نظارتی خاصی فعالیت دارند.

در ژاپن نیز همانند کره جنوبی مسئولیت مستقیم تنظیم اوراق بهادار برعهده

وزارت اقتصاد و دارایی است. از جمله وظایف این وزارتخانه، ارائه رهنمودهایی اجرایی به انواع نهادهای مالی از طریق دفتر اوراق بهادار می‌باشد. این دفتر براساس قانون بورس و اوراق بهادار ژاپن تأسیس شده است و سعی می‌کند تا بازار اوراق بهادار را به بازاری رقابت‌آمیز و منصفانه تبدیل نماید. در ژاپن کمیته‌ای با نام کمیته انتشار اوراق بهادار^(۱) که متشکل از ۴۰ نهاد از جمله بانک‌ها و مؤسسات اوراق بهادار است، وظایفی شبیه به وظایف هیأت نظارت اوراق بهادار در کردجنوبی را برعهده می‌گیرد. این کمیته استانداردهای لازم را جهت احراز و صلاحیت شرکت‌هایی که مایل به انتشار اوراق بهادار هستند، تعیین نموده و همچنین نظارت بر شرایط و مبلغ اوراق بهادار جدید را نیز برعهده دارد.

در انگلستان نیز قوانین و مقررات خاصی جهت تنظیم بازارهای مالی وضع شده است. تا قبل از دهه نود قانون خدمات مالی - مصوب ۱۹۸۶^(۲) - موارد قانونی جهت بازار اوراق بهادار در انگلستان را تأمین می‌کرد. به موجب این قانون وزارت تجارت و صنعت انگلستان^(۳) مسئولیت تنظیم فعالیتهای مالی را برعهده داشت و این وزارتخانه برخی از فعالیتهای مربوط به اوراق بهادار را به هیأت نظارت بر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری^(۴) محول کرده است. که این هیأت از بسیاری جهات مشابه کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده می‌باشد. فعالیتهای بانکی نیز اکثراً، تحت نظارت بانک مرکزی انگلستان^(۵) است. این بانک علاوه بر عرضه پول بر میزان سرمایه بانک‌ها، بر پایه و اساس قراردادهای نیز نظارت دارد. بعد از سال ۱۹۸۶ کلیه بانک‌های انگلستان اجازه یافتند، تا از طریق شرکت‌های تابعه خود که در بورس‌های سهام عضویت دارند، به خرید و فروش سهام اقدام نمایند. تا قبل از دهه نود نظارت بر بازارهای مالی انگلستان بیشتر به صورت غیرمتمرکز انجام می‌شد، یعنی بانک‌ها

1- Bond Floatation Committee

2- Financial Service Act 1986.

3- Department of Trade and Industry

4- Securities and Investment Board

5- Bank of England

دارای مقام نظارت شرکت‌های بیمه، بورس سهام، صندوق‌های بازنشستگی بودند و هر کدام دارای مقام‌های ناظر جداگانه بودند. اما امروزه ساختار بازار سرمایه انگلستان به صورت متمرکز می‌باشد و اکثر سهام‌های مالی تحت نظارت FSA¹ می‌باشند.

بطور کلی می‌توان گفت درست است که بازارهای مالی مکان‌هایی رقابتی هستند که در آن نیروهای عرضه و تقاضا، تضمین‌کننده قیمت‌ها می‌باشند، اما این بدان مفهوم نیست که در آنها هیچ‌گونه نقشی در تنظیم و نظارت این بازارها ندارند. همانطور که ملاحظه گردید در اکثر کشورهای در حال توسعه و توسعه‌یافته دولت‌ها از طریق برقراری کمیسیون‌ها و هیأت‌های خاصی تمامی جنبه‌های بازار مالی را مورد نظارت قرار می‌دهند.

۳- بررسی مشکلات و نارسائی‌های بازار سرمایه ایران

برخلاف نظامات مالی حاکم در نظام اقتصادی سایر کشورها، نظام مالی ایران فاقد قانونمندی‌های لازم جهت تفکیک بازار پول و سرمایه، تضمین نقش شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی در این بازارها، نقش مؤسسات مالی مختلف می‌باشد. همچنین نظام مالی ایران در زمینه ابزارهای نوین مالی نیز با مشکلاتی مواجه است. این خلاء قانونی نه فقط باعث در هم تنیدگی بازار مالی، بروز اختلال در ایجاد رقابت و محدودیت در گسترش بازار شده، بلکه ساختار مالی بانک‌ها و مؤسسات مالی را به شکل نامطلوبی تحت تأثیر قرار داده‌است. در این قسمت از گزارش سعی می‌کنیم تا به اجمال برخی از مشکلات و تیگناهای موجود در بازار سرمایه ایران را برشمرد و در انتها نیز، رهنمودها و راهکارهای عملی و اجرایی در جهت توسعه این بازار ارائه دهیم:

- یکی از مشکلات بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دولتی و بانکی حاکم بر آن می‌باشد که سبب پدید آمدن برخی مشکلات در این سازمان گشته‌است. میزان

دخالت بخش پولی در این نهاد به قدری زیاد است که هرگز نمی‌توان گفت که بورس اوراق بهادار تهران یک سازمان مستقل غیرانتفاعی و متعلق به کارگزاران است. برخلاف اکثر کشورها که بورس یک نهاد مستقل و سازمانی غیرانتفاعی است و بخش پولی کاملاً از آن جدا می‌باشد، اکثر اعضای بورس تهران و همچنین هیأت پذیرش، دولتی و یا از مدیران بانک‌ها می‌باشند. پس از تصویب قانون ملی شدن بانک‌ها در ۱۷ خرداد ۱۳۵۸، بانک‌های تجاری و تخصصی که سابقاً به‌عنوان بانکهای خصوصی سهامشان در بورس تهران داد و ستد می‌شد، از گردونه بورس خارج شدند و در مقابل، این بانک‌ها در رده‌های مدیریتی بورس تهران از اقتدار خاصی برخوردار شدند. - شورای بورس که ریاست آن به عهده رئیس کل بانک مرکزی می‌باشد و یا به عبارت دیگر مقام ناظر بر بازار پول به‌عنوان مقام ناظر بر بازار سرمایه نیز فعالیت می‌کند، که این خود، سبب تداخل وظایف و تضاد منافع می‌گردد. از آنجا که بیشتر شرکتها و نهادهای فعال و پذیرفته شده در بورس نیز تحت نظارت و مدیریت دولت و یا نهادها و سازمان‌های دولتی است، این نهاد نمی‌تواند نقش خود را به‌عنوان حمایت‌کننده و تضمین‌کننده سلامت بازار سرمایه به خوبی اجرا کند.

- نارسایی‌های کلی نظام مالیاتی کشور به زیان توسعه بازار سرمایه و به‌عنوان یک معضل اساسی می‌باشد که از جمله آنها می‌توان به نرخ بالا و تصاعدی ماده ۱۳۱ قانون مالیاتهای مستقیم برای سود تقسیم نشده و عدم استفاده از نرخ ثابت مالیاتی درباره شرکتها و سهامداران اشاره نمود. همچنین احتساب مالیات مضاعف برای شرکتهای سرمایه‌گذاری مادر و انعطاف‌ناپذیری یا روز آمد نبودن مقررات مالیاتی در بسیاری از موارد دیگر از جمله نارسایی‌های نظام مالیاتی ایران است که سبب بروز موانعی در راه رشد بازار سرمایه کشور گشته است. لازم به ذکر می‌باشد حتی قانون تجارت به‌عنوان بنیادی‌ترین قانون ناظر به فعالیتهای اقتصادی کشور با وجود بازنگری برخی موارد مربوط به شرکتهای سهامی در سال ۱۳۷۴ در بسیاری از موارد به ویژه در خصوص فعالان در بازار سرمایه دچار نارسایی‌های اساسی است.

- بازار سرمایه به عنوان تأمین‌کننده یکی از مهمترین عوامل تولید (سرمایه) از مشکلات ساختاری کل اقتصاد ایران لطمه‌های فراوانی دیده‌است. متأسفانه بخشهای تولیدی و صنعتی ایران جهت تأمین نیازهای خود کمتر به بازار سرمایه روی می‌آورند. در واقع بازار سرمایه آخرین بخشی خواهد بود که نیازهای مالی بخشهای تولیدی و صنعتی را که به وضعیت مالی دولت و سیستم بانکی کمترین وابستگی دارند، پاسخ می‌دهد. تجربه نشان داده‌است که توجه به بازار سرمایه در مواقعی ایجاد می‌شود که دولت در تأمین نیازهای مالی شرکتهای تحت پوشش خود ناتوان است و هرگاه وضعیت مالی دولت بهبود می‌یابد عدم کارایی بازار سرمایه به فراموشی سپرده می‌شود و در واقع هزینه‌های ناشی از عدم کارایی از طریق منابع ریالی دولت تأمین می‌شود.

- بازار بیمه ایران حتی در مقایسه با کشورهای در حال توسعه نیز در سطح بسیار پائین قرار دارد. متأسفانه در ایران عدم حضور و مشارکت بخش خصوصی در بازار بیمه و عرضه خدمات بیمه از طریق چند شرکت دولتی و با ظرفیت محدود و عدم وجود رقابت موجب شده‌است، تا توسعه و نفوذ بیمه در جامعه با توجه به ظرفیت بالقوه و در مقایسه با دیگر کشورهای در حال توسعه، در حد مورد انتظار نباشد. عدم توانایی مؤسسات بیمه در اجرای تعهدات خود علاوه بر تأیید منفی بر روی بیمه‌گذاری دارای تأثیرات منفی بر اقتصاد ملی نیز می‌باشد. از این رو ایجاد زمینه‌های قانونی جهت گسترش نقش بیمه، حضور و مشارکت مؤثر در بازار سرمایه و ایفای نقش فعالتر توسط مؤسسات بیمه در تجهیز منابع مورد نیاز، باید مدنظر قرار گیرد.

در همین راستا براساس قانون جدید سرمایه‌گذاری بیمه‌های دولتی، این شرکتها اجازه خواهند یافت تا ۱۰ درصد سرمایه خود را در بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند و بدین منظور کمیته تخصصی شرایط و حدود سوددهی فعالیت‌هایی را که شرکتهای بیمه مجازند در آن سرمایه‌گذاری کنند، نیز اعلام کرده‌است و در صورت تعیین یک رقم مشخص، سرمایه‌گذاری شرکتهای بیمه در

فعالیت‌هایی که کمتر از میزان مصوب سوددهی دارند، ممنوع خواهد بود. شاید این حرکت یک گام مثبت در جهت توسعه بازار سرمایه و حضور فعال مؤسسات بیمه در این بازار باشد.

- از دیگر مشکلات بازار سرمایه ایران فقدان بورس کالا در این بازار است. با وجود پیشینه تاریخی بورس‌های کالا در کشورهای توسعه یافته و حتی روند رو به رشد این سازمان‌ها، در کشورهای بلوک شرق متأسفانه خلاء این بازارها به عنوان یک نهاد متشکل و منسجم در کنار بورس اوراق بهادار، کاملاً به چشم می‌خورد. تجربه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نشان داده است که یکی از راههای مناسب جهت اصلاح ساختار بازار سنتی کالاها، راه اندازی بورس کالا می‌باشد تا در پی آن عرضه و تقاضای محصولات در یک فضای شفاف و کاملاً رقابتی در برابر یکدیگر قرار گیرند. امروزه بورسهای کالا جهت افزایش کارایی بازار و کمک به کشف قیمت‌ها و مدیریت مخاطره، از ابزار متنوع مالی از جمله ابزارهای مشتقه بهره می‌جویند.

البته گسترش موضوعی بورس یکی از مباحثی است که طی یکی دو ساله اخیر مورد توجه بسیاری از سیاستگذاران اقتصادی به خصوص سیاستگذاران بازار سرمایه قرار گرفته است. در همین راستا بند چ ماده ۹۵ قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی و همچنین بند (ی) تبصره ۲۵ قانون بودجه سال ۱۳۷۹؛ براساس قرارداد بین وزارت معادن و فلزات و بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات جامعی در خصوص نحوه راه اندازی بورس فلزات و تدوین راهکارهای اجرایی آن به عمل آورد. نارسایی‌های سنتی بازار فلزات و بهره‌برداری از رانتهای اقتصادی ناشی از تفاوت قیمت... از جمله دلایل مهم جهت بنیاد نهادن بورس فلزات تهران بوده است. البته در حال حاضر نیز تمهیداتی فراهم شده است تا در خصوص راه اندازی بورس محصولات کشاورزی، تحقیقاتی به عمل آید. تا در صورت امکان یک یا دو محصول کشاورزی از طریق بورس و ابزارهای مالی، داد و ستد شوند. ایجاد بورس کالای کشاورزی علاوه بر تأمین نیازهای مالی کوتاهمدت کشاورزان و کاهش فعالیت سلف‌خران در بازار

محصولات کشاورزی، سبب افزایش کیفیت کالاهای کشاورزی و استاندارد شدن آنها، رشد بخش کشاورزی و در نتیجه بهبود توان صادراتی کشور می‌شود. امید است تا تحقیقات به عمل آمده در این زمینه مفید و ثمربخش واقع شود.

فقدان ابزارهای متنوع در بازار سرمایه ایران

همانطور که قبلاً هم عنوان شد بورس تهران از ابتدا تنها اوراق قرضه و سهام را مورد داد و ستد قرار می‌داد. بنابراین، تنها ابزارهای مالی مورد داد و ستد در بورس اوراق قرضه و سهام بودند که بعد از انقلاب اسلامی اوراق قرضه نیز به علت ربوی بودن از فهرست ابزارهای داد و ستد پذیر حذف گردید و سهام عادی شرکتها به‌عنوان تنها ابزار این بازار باقی ماند. فقدان ابزارهای متنوع مالی در بازار سرمایه ایران، سبب گردیده تا بخش مالی اقتصادی ایران نقش بسیار کمی در بخش واقعی اقتصاد ایران داشته باشد. البته در طی سالهای اخیر، داد و ستد واریزنامه‌های ارزی به‌عنوان یک ابزار مالی مورد توجه دست‌اندرکاران قرار گرفته است.

در کنار واریزنامه ارزی یکی از ابزارهای مالی که حضور آن در بورس تهران ضروری به نظر می‌آید، اوراق مشارکت است که در آینده نزدیک، این اوراق از طریق بورس، داد و ستد خواهند شد. حضور اوراق مشارکت با نرخ سود سالانه ۱۷ درصد در بورس تهران، سبب افزایش رقابت میان سهام شرکتها خواهد شد. چرا که سهام شرکتی با نرخ پائین‌تر از ۱۷ درصد در سال، توجیه اقتصادی خود را از دست می‌دهد و همین امر نیز سبب می‌گردد تا شرکتهای تولیدی و صنعتی به فکر سودآوری بیشتر و افزایش بازدهی خود باشند.

علاوه بر ابزارهایی که در بالا ذکر گردید، ابزارهای مشتقه از دیگر ابزارهایی هستند که حضورشان در بورس، سبب افزایش کارایی، کشف قیمت و مدیریت مخاطره می‌گردند. امروزه کمتر کشوری را می‌توان یافت که از این ابزارها به خصوص در بورس‌های کالا، بهره‌مند نشود. متأسفانه در کشور ما تاکنون توجه چندانی به

ابزار مشتقه نشده و شاید یکی از دلایل آن برخی از موانع فقهی و حقوقی در خصوص داد و ستد این نوع از ابزارهای مالی باشد. لازم به توضیح است که امروزه بسیاری از کشورهای اسلامی از قراردادهای آتی در معاملات خود استفاده می‌کنند و این قراردادها را جزئی از قراردادهای فروش از نوع تأخیر تحویل طبقه‌بندی می‌کنند. از این‌رو بحث و تحقیقات کارشناسی در زمینه موانع و محظورات فقهی و داد و ستد اوراق مشتقه در بازارهای مالی ایران کاملاً ضروری به نظر می‌رسد.

از دیگر مشکلات بازار سرمایه ایران جدا نبودن بازارهای اولیه و ثانویه و همچنین در نظر نگرفتن بازارهای سوم و یا بازارهای فرعی است. در ایران به علت فقدان مؤسسه‌های متعهد خرید مانند؛ بانک‌های سرمایه‌گذاری و همچنین به علت نبودن قوانین و مقررات لازم در مورد بازارهای اولیه، این بازارها از یکدیگر جدا نشده‌اند. و همین امر سبب بروز مشکلات، در ارائه آمار و اطلاعات بورس نیز می‌شود. به‌طور مثال سهام شرکتی که برای نخستین بار منتشر می‌شود در آمار معاملات یکسال در نظر گرفته می‌شود و حجم حقیقی معاملات را خدشه‌دار می‌کند، در صورتی که با وجود بازارهای اولیه جهت سهام تازه منتشره، این‌گونه مشکلات نیز مرتفع می‌شود. از دیگر مزایای بازارهای اولیه، ارائه اطلاعات شفاف و دقیق در دسترس سهامداران و سرمایه‌گذاران می‌باشد.

در خصوص بازارهای فرعی یا بازارهای سوم نیز، بازار سرمایه دارای کمبود می‌باشد. این بازارها نقش کمک‌رسانی به بازار اوراق بهادار را دارند و اوراق بهاداری که شرایط پذیرش در بازارهای اولیه و ثانویه نمی‌توانند کسب کنند، در این بازارها داد و ستد می‌شوند، چرا که پذیرش اوراق بهادار در این بازارها به مراتب آسان‌تر از پذیرش در بازار بورس است. وجود این‌گونه بازارها سبب می‌شود تا شرکتهای نوپا و کوچکتر نیز بتوانند بعد از مدتی وارد بازارهای اصلی و ثانویه شوند. در کشور ما به علت فقدان چنین بازارهایی، برخی از شرکتهای که شرایط لازم را جهت ورود به بازار سرمایه ندارند، با پذیرفته شدن در بورس تهران بعد از مدتی مشکلات زیادی را برای

بورس به همراه می آورند. لذا، اگر سیاستگذاران بورس تهران به جای شرایط نامناسب پذیرش شرکتها در بورس، بازارهای فرعی را از طریق احداث تالارهای فرعی و آزاد راه اندازی نماید، مسلماً این گونه مشکلات نیز مرتفع خواهد شد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

همانطور که ملاحظه گردید، بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها نماد بازار سرمایه ایران از مشکلات زیادی رنج می برد. با وجود یک پیشینه ۳۰ ساله و علیرغم موفقیت های بزرگی که در ۴ سال اخیر و به دلیل اعمال مدیریت علمی و قوی حاصل گردیده، این نهاد قادر نبوده که نقش خود را به خوبی در اقتصاد کشور ایفا کند. موانع، محدودیت ها و نارسائی های بازار سرمایه ایران از جمله مشکلاتی است که این بازار در این چند ساله با آن دست به گریبان بوده است. برای آنکه بازار سرمایه ایران بتواند در توسعه اقتصادی ملی نقش سزاواری برعهده گیرد در گام اول باید کارآمد، فعال و مبتنی بر رابطه های ساختاری متکی به یک نظام انگیزشی باشد، در گام بعدی ساخت سازمانی بورس اوراق بهادار در تهران، باید مورد بازنگری قرار گیرد. این نهاد باید در پناه مجموعه قانونی تدوین شده برای بازارهای سرمایه، و از طریق تشکیل هیأت یا کمیسیون بازار سرمایه قادر باشد به کارآمدترین شکل ممکن، کارکردهای خود را انجام دهد. در همین راستا چنین پیداست که به کارگیری سیاست های زیر بتواند تا حدود زیادی از کاستی های مشهود کنونی بازار سرمایه بکاهد.

۱- اصلاح ساختار بازار مالی کشور.

۲- ایجاد تنوع ابزار در بورس تهران از طریق رفع برخی موانع فقهی و حقوقی.

۳- اصلاح ساختار اطلاع رسانی بورس در جهت افزایش شفافیت اطلاعات ارائه

شده توسط شرکتها.

۴- ایجاد بازارهای فرعی و سوم.

۵- تدوین قانون جامع جهت راه اندازی بازارهای اولیه در بازار سرمایه.

۶- تهیه مفاد قانونی جهت مؤسسات و نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه، از قبیل مؤسسات کارگزاری، مؤسسات تأمین سرمایه، اتاق پایاپای و...

۷- ایجاد نهادهای مربوط به بازار دست اول از قبیل بانکهای سرمایه‌گذار.

۸- ایجاد هیأت بازار سرمایه و هیأت نظارت بر اوراق بهادار جهت نهادینه و قانونمند کردن داد و ستد اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران.

۹- ایجاد بورس کالا در بازار سرمایه به ویژه در زمینه محصولات کشاورزی، فلزات و برخی از حامل‌های انرژی.

و در نهایت برای پیوستن بازار سرمایه ایران به شبکه‌های مالی بین‌المللی، فراهم آوردن زمینه مناسب جهت بین‌المللی کردن بازار سرمایه ایران، اقدامات زیر اهمیت می‌یابد:

۱- ایجاد بورس در مناطق آزاد تجاری و صنعتی کشور.

۲- عضویت فعال در سازمان‌های بین‌المللی بازار سرمایه.

۳- فراهم آوردن امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران.

۴- تدوین قانون مبادلات ارزی در بازار سرمایه.

۵- ایجاد ابزارهای مشتاقه و مشتزک با بورس‌های به هم پیوسته جهانی.

پرتال جامع علوم انسانی

فهرست منابع:

- ۱- دکتر پوریان، حیدر، «ابعاد قانونی و مقرراتی نهادهای مالی پایه اوراق بهادار مورد نیاز کشور»، دومین همایش مدیریت مالی در ایران، دانشگاه شهید بهشتی؛ دانشکده علوم اداری، زمستان ۱۳۷۷.
- ۲- دکتر شایان ارانی، شاهین، «ساختار بازار سرمایه و اوراق بهادار ایران»، دومین همایش مدیریت مالی در ایران، دانشگاه شهید بهشتی؛ دانشکده علوم اداری، زمستان ۱۳۷۷.
- ۳- کشتکار، مریم، «بورس اوراق بهادار تهران: اصلاح و بازنگری قوانین»، ماهنامه برنامه و بودجه، شماره ۱۲.
- ۴- محمدعلی سعیدی «بیع کالا به کالا در فقه اسلامی و حقوق ایران» رساله کارشناسی ارشد دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۷۶.
- 5- Peters, Rose, "Money and Capital Market, Financial Institutions and Instrument in a Global Market", 7th ed, U.S Mc Graw Hill, 2000.
- 6- Frank J Fabozzi, Franco Modigliani, "Foundation of Financial Market and Institutions," U.S Prentic-Hall, 1994.
- 7- Bolsa de Valores de Sao Polo, Barazilian SEC, "Regulation of Securities Industry," hand book, 1999 & www.bovespa.com.br
- 8- Matif Authorities, www.Matif.fr/mat
- 9- Financial Service Authority, www.fsa.gov.uk/
- 10- U.S, Securities and Exchange Commission, www.sec.com
- 11- U.S, Securities Industry Company, ACT 1940.
- 12- Benn Steil, International Financial Market Regulatory, London, 1994.



پښتونستان د علوم او انساني مطالعات فرانسې
پرتال جامع علوم انساني