

اشاره:

براساس ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی، تأسیس نهادهای مالی منوط به ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است و فعالیت آنها تحت نظارت این سازمان صورت می‌پذیرد. در بند ۲۱ ماده ۱ این قانون، عناوین برخی از نهادهای مالی ذکر شده‌اند. در این مقاله برآنیم تا هر یک از نهادهای مالی که نام آنها در بند ۲۱ ماده ۱ این قانون آمده است را دسته‌بندی کرده و نقش آنها را در بازار اوراق بهادار به‌طور مختصر توضیح دهیم.

نهادهای مالی در قانون بازار اوراق بهادار را می‌توانیم به سه دسته کلی زیر تقسیم کنیم:

الف - دسته اول:

نهادهایی هستند که به عنوان واسطه معاملات اوراق بهادار عمل می‌کنند مثل شرکت‌های کارگزاری و شرکت‌های تأمین سرمایه. شرکت‌های کارگزاری دستورات مشتریان خود مبنی بر خرید و فروش اوراق بهادار را در بازار ثانویه اجرا می‌کنند. بخشی از وظیفه کارگزار معامله‌گران نیز مشابه شرکت‌های کارگزاری است. وظیفه اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه نیز واسطه‌گری در فروش اوراق بهادار در بازار اولیه سرمایه است. اگر ناشر بخواهد اوراق

نهادهای مالی در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

پیشگامان توسعه سیستم مالی و سرمایه‌گذاری
مدرسه‌های مدیر، سازمان بورس و اوراق بهادار



بهادار خود را بفروشد، شرکت‌های تأمین سرمایه به وی مشاوره می‌دهند تا اوراق بهادار مناسب را طراحی کند، مراحل ثبت اوراق بهادار در سازمان بورس و اوراق بهادار را بگذرانند و مجوز عرضه اوراق بهادار را دریافت دارد، قیمت فروش اوراق بهادار خود را تعیین کند و در نهایت اوراق بهادار مذکور را در زمان مناسب بفروشد. این شرکت‌ها علاوه بر این می‌توانند طی یک قرارداد، متعهد شوند که اوراق بهادار شرکت را به فروش رسانند؛ بدین معنی که اگر اوراق بهادار مذکور توسط سرمایه‌گذاران خریداری نشد، شرکت تأمین سرمایه آنها را خریداری کرده و سرمایه لازم را در اختیار شرکت قرار دهد. بدین ترتیب شرکت می‌تواند مطمئن شود که مبلغ سرمایه مورد نیاز برای اجرای پروژه‌های خود را طی مدت معینی، به دست خواهد آورد. این عمل در قانون بازار اوراق بهادار، تعهد پذیرهنویسی نامیده شده است.

بر اساس قانون بازار اوراق بهادار، شرکت‌های تأمین سرمایه البته می‌توانند مجوز کارگزاری، کارگزار معامله‌گری و مشاوره سرمایه‌گذاری و سایر فعالیت‌های مشابه را دریافت دارند.

با توجه به نقش مهم شرکت‌های تأمین سرمایه، بلافاصله به این نتیجه خواهیم رسید که این شرکت‌ها باید از اعتبار کافی نزد عموم سرمایه‌گذاران برخوردار باشند تا مردم بتوانند به عادلانه بودن و نزدیک به واقع بودن قیمت‌هایی که این شرکت‌ها برای اوراق بهادار تعیین می‌کنند، اطمینان داشته باشند. به همین دلیل است که بر اساس ماده (۴۳) قانون بازار اوراق بهادار، شرکت‌های تأمین سرمایه هم‌چون خود ناشر اوراق بهادار و حسابرس و مشاوران حقوقی ناشر که هر کدام در عرضه اوراق بهادار نقشی دارند، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذاران در اثر قصور، تقصیر و تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع که ناشی از فعل یا ترک فعل آنها باشد، شلند.

با توجه به اهمیت نقش شرکت‌های تأمین سرمایه، می‌توان گفت که این شرکت‌ها باید نیروی انسانی متخصص کافی در اختیار داشته و از نظر مالی به اندازه کافی توانمند باشند (مثلاً در ایران حداقل سرمایه‌ای برابر یک سوم حداقل سرمایه یک بانک تجاری خصوصی را داشته باشند) از طرف دیگر اصول راهبری شرکت^۱ باید به دقت بیشتری در این شرکت‌ها پیاده شود تا اطمینان حاصل شود که آنها

همواره منافع سرمایه‌گذاران را بر منافع مشتریان و منافع سرمایه‌گذاران و مشتریان را بر منافع خود ترجیح می‌دهند.

ب- دستنموم:

واسطه‌هایی هستند که سرمایه‌ها را از سرمایه‌گذاران دریافت می‌کنند و به نام خودشان در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کرده و سود حاصل را بین این اشخاص تقسیم می‌کنند. روشن است که تصمیم به خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار نیازمند تخصص است و هر سرمایه‌گذار لزوماً چنین تخصصی را ندارد. یک راه حل آن است که هر سرمایه‌گذار با یک متخصص قرارداد ببندد و سرمایه خود را در اختیار وی بگذارد تا او به جای وی به خرید و فروش اوراق بهادار پرداخته و سود حاصله را به وی بپردازد و بابت خدماتی که می‌دهد از وی حق العمل دریافت دارد. روشن است که این روش برای سرمایه‌های کوچک به صرفه نیست. هم‌اکنون سازمان بورس و اوراق بهادار برای این که سرمایه‌گذاران بزرگ بتوانند از این خدمات تخصصی استفاده کنند، به شرکت‌های کارگزاری که نیروی متخصص و تجهیزات کافی برای ارائه این خدمات دارند، مجوز مشاوره و سبگ‌گذاری می‌دهد. سرمایه‌گذاران عمده می‌توانند به این شرکت‌های کارگزاری



بر اساس قانون بازار اوراق بهادار،

شرکت‌های تأمین سرمایه البته می‌توانند مجوز کارگزاری، کارگزار معامله‌گری و مشاوره سرمایه‌گذاری و سایر فعالیت‌های مشابه را دریافت دارند

مراجعه کرده و طی قراردادی، سرمایه خود را برای سرمایه‌گذاری در اختیار آنان قرار دهند.

راه حل دیگر این است که سرمایه‌گذاران کوچک دور هم جمع شده و همگی سرمایه خود را در اختیار یک شخص متخصص قرار دهند. این کار از طریق نهادهای مالی دسته دوم صورت می‌گیرد. تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران کوچک، سرمایه‌های خود را در اختیار این نهادهای مالی می‌گذارند و این نهادها نیز به نوبه خود متخصصین مالی را استخدام کرده تا سرمایه‌های جمع‌آوری شده را مدیریت کنند. علاوه بر داشتن تخصص، این نهادهای مالی باید مورد اطمینان نیز باشند؛ لذا باید مقررات مربوط به راهبری شرکت نیز در آنها پیاده شود

تا اطمینان حاصل شود که بین منافع مدیران و سرمایه‌گذاران همواره ترجیح با سرمایه‌گذاران است و در این نهادها افراد غیرمتخصص از طریق روابط، مصدر امور را به دست نمی‌گیرند

شرکت‌های مادر (هلدینگ)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبگ‌گردان‌ها و صندوق‌های بازنشتگی که در قانون از آنها نام برده شده است جزء نهادهای مالی دسته دوم محسوب می‌شوند. این نهادها در قوانین برخی کشورهای دیگر نظیر آمریکا تحت عنوان شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۲ نام‌گذاری شده‌اند. دیدگاه اولیه برای اجرای قانون بازار اوراق بهادار آن است که نهادهای مذکور را از نظر نوع فعالیت و ساختار حقوقی به شرح زیر تعریف کنیم:

۱- شرکت‌های مادر (هلدینگ):

این شرکت‌ها از نظر حقوقی در قالب انواع شرکت‌های تعریف شده در قانون تجارت شکل می‌گیرند. بخش عمده‌ای از دارایی آنها باید در اوراق بهادار سایر شرکت‌ها سرمایه‌گذاری شود. بر اساس تعریف ارائه شده در قانون برای این شرکت‌ها، هدف آنها از خرید اوراق بهادار شرکت‌ها علاوه بر دریافت سود تقسیمی و انتفاع از افزایش قیمت اوراق بهادار، اداره شرکت‌های مذکور نیز هست. بنابراین درصد مالکیت شرکت‌های مادر در شرکت‌های سرمایه‌پذیر باید قابل توجه باشد و شرکت‌های مادر نباید مرتباً به خرید و فروش اوراق بهادار در بازار بپردازند. بنابراین شرکت‌های مادر، به جز بخش کوچکی از دارایی‌های خود (که به مدیریت سبگ اوراق بهادار اختصاص می‌دهند)، بخش عمده دارایی‌های خود را با دید بلندمدت سرمایه‌گذاری می‌کنند و نباید آن بخش از دارایی‌های خود را در بازار ثانویه سرمایه، مرتباً جابجا کند. با این سیاست شاید بخشی از مشکلات بازار سرمایه کشور که ناشی از عملکرد سهام‌داران عمده شرکت‌ها است، برطرف شود.

۲- شرکت‌های سرمایه‌گذاری:

این شرکت‌ها از نظر حقوقی در قالب شرکت‌های سهامی تعریف شده در قانون تجارت تشکیل می‌شوند و با توجه به آن سرمایه ثابت دارند و تغییرات سرمایه آنها تابع تشریفات مذکور در قانون تجارت است. این شرکت‌ها با توجه به سیاست‌نامه خود

شرکت‌های

مادر (هلدینگ)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبگ‌گردان‌ها و صندوق‌های بازنشتگی که در قانون از آنها نام برده شده است جزء نهادهای مالی دسته دوم محسوب می‌شوند

می‌توانند در انواع اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند، لیکن قصد آنها از سرمایه‌گذاری به دست‌گیری مدیریت شرکت‌ها نیست بلکه تشکیل یک سبد اوراق بهادار و مدیریت آن است تا از این طریق بیشترین بازدهی ممکن را با پذیرش کمترین ریسک به دست آورند. به همین منظور شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباید بخش عمده‌ای از دارایی‌های خود را به یک نوع ورقه بهادار اختصاص دهند و درصد زیادی از یک نوع اوراق بهادار را خریداری کنند تا سبد سرمایه‌گذاری آنها به اندازه کافی متنوع باشد.

۳- صندوق‌های سرمایه‌گذاری:

این صندوق‌ها از نظر حقوقی در قالب شرکت ثبت نمی‌شوند و تابع قانون تجارت نیستند بلکه در چارچوب اساسنامه و امیدنامه خود اداره می‌شوند. این صندوق‌ها برای انجام فعالیت‌های خود، فردی را به استخدام در نمی‌آورند بلکه از طریق انعقاد قرارداد مدیریت، مدیریت و جوه صندوق را به مدیر می‌سپارند. برای نظارت بر عملکرد مدیر و انطباق آن با اساسنامه و امیدنامه صندوق، یک شخص معتبر به نام «امین» وجود خواهد داشت که علاوه بر این، وظیفه نگهداری و جوه و اوراق بهادار صندوق را نیز به عهده دارد. حسابرس نیز دیگر رکن صندوق را تشکیل می‌دهد که اجمالاً وظیفه بررسی و تأیید حساب‌ها و اطلاعات و صورت‌های مالی صندوق را به عهده دارد.

صندوق‌های سرمایه‌گذار از نظر سرمایه به دو نوع تقسیم می‌شوند: یک نوع صندوق‌های سرمایه ثابتند و تغییر سرمایه آنها تابع تشریفات خاصی است. نوع دیگر صندوق‌های با سرمایه متغیرند، این صندوق‌ها به راحتی پذیرای سرمایه‌گذاران جدید هستند و از این طریق سرمایه خود را افزایش می‌دهند و هر زمان سرمایه‌گذاران بخواهند می‌توانند سرمایه خود به همراه ارزش‌های اضافه به آن از صندوق دریافت کرده و از آن خارج شوند و بدین ترتیب سرمایه صندوق را کاهش دهند.

هدف صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز مدیریت سبد اوراق بهادار است نه مدیریت بنگاه‌های اقتصادی، لذا این صندوق‌ها نیز باید هم‌چون شرکت‌های سرمایه‌گذاری سبد متنوعی از اوراق بهادار را تشکیل دهند.

با توجه به این که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجبور نیستند تا قالب‌های شرکتی مذکور در قانون تجارت را رعایت کنند، لذا از نظر ساختار

اداره و تصمیم‌گیری می‌توان انواع مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری را طراحی کرد.

۴- سبذگردان‌ها:

سبذگردان مشابه صندوق سرمایه‌گذاری است. برای این که تفاوتی بین سبذگردان و صندوق سرمایه‌گذاری قائل باشیم می‌توانیم دامنه سرمایه‌گذاری سبذگردان‌ها را به اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و اوراق مشارکت دولتی به شرط این که نقد شوندگی آنها کافی باشد محدود کنیم. از طرف دیگر می‌توان برای سبذگردان شخصیت حقوقی مستقلی از مدیر سبذ، در نظر گرفت و تنها به اشخاص صاحب صلاحیت مجوز سبذگردانی اوراق بهادار را اعطاء نمود (درست شبیه مجوزهایی که هم‌اکنون برای سبذگردانی اوراق بهادار به کارگزاران داده می‌شود).

۵- صندوق‌های بازنشستگی:

چنانچه صندوق‌های بازنشستگی تشکیل شوند، هر فرد می‌تواند با پرداخت مبالغی، عضو این صندوق‌ها شود تا در هنگام بازنشستگی، مستمری بازنشستگی دریافت کند. در حال حاضر صندوق‌های بازنشستگی در ایران به موجب قانون خاص تشکیل شده‌اند و باید برای تعیین امکان تشکیل صندوق‌های بازنشستگی در بخش خصوصی بررسی بیشتری صورت پذیرد.

ج- دسته سوم:

از نهادهای مالی نه واسطه خرید و فروش اوراق بهادار می‌شوند و نه سرمایه‌گذاران را مدیریت می‌کنند، بلکه خدمات تخصصی دیگری در بازار سرمایه ارائه می‌دهند که در ذیل به تشریح آنهایی که نامشان در قانون آمده است می‌پردازیم:



حسابرس نیز دیگر رکن صندوق را تشکیل می‌دهد که اجمالاً وظیفه بررسی و تأیید حساب‌ها و اطلاعات و صورت‌های مالی صندوق را به عهده دارد.

۱- مؤسسات رتبه‌بندی:

قاعدتاً این مؤسسات اوراق بهادار صادره از طرف ناشران (شرکت‌ها) را از نظر میزان ریسک درجه‌بندی می‌کنند و معلوم می‌کنند ریسک یک نوع ورقه بهادار در مقایسه با سایر اوراق بهادار بیشتر، مساوی یا کمتر است. بدیهی است علاوه بر بازدهی اوراق بهادار، مؤلفه دیگری که در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار مؤثر است همان میزان ریسک این اوراق بهادار است. عموم سرمایه‌گذاران برای تعیین ریسک اوراق بهادار تخصص لازم را ندارند. اگر سرمایه‌گذاری نیز چنین تخصصی نداشته باشد با دو مشکل اساسی روبه‌رو خواهد شد: یکی این که برای سرمایه‌گذاری کوچک تحلیل و اندازه‌گیری ریسک اوراق بهادار که کاری مفصل و هزینه‌بر خواهد بود، مقرون به صرفه نیست. دوم این که دسترسی به اطلاعات مفصل برای تعیین ریسک اوراق بهادار برای هر سرمایه‌گذار جزء، تقریباً امری غیرممکن است. به همین دلیل مؤسسات رتبه‌بند به کمک می‌آیند و این مهم را برای همه سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند.

هزینه‌ر رتبه‌بندی اوراق بهادار توسط شرکت‌های ناشر اوراق بهادار پرداخت می‌شود چرا که در کشورهایی که بازار سرمایه پیشرفته دارند، سرمایه‌گذاران عملاً اوراق بهادار رتبه‌بندی نشده را نمی‌خرند. ولی در بازار سرمایه ایران هنوز وضعیت بدان منوال نیست. در ایران سرمایه‌گذاران بدون آگاهی کامل از درجه ریسک اوراق بهادار، حاضر به خرید آنها می‌شوند. تا وقتی سرمایه‌گذاران ایرانی حاضرند در اوراق بهاداری که ریسک آنها تعیین نشده است سرمایه‌گذاری کنند، مؤسسات رتبه‌بندی اوراق بهادار پا نخواهند گرفت.

مؤسسات رتبه‌بندی اوراق بهادار نیز باید مؤسسات معتبری باشند تا عموم مردم به کار آنها اطمینان کنند و بر اساس آن تصمیم بگیرند. اشتباه این مؤسسات در رتبه‌بندی اوراق بهادار می‌تواند به بهای نابودی شان تمام شود؛ چرا که این امر منجر به از دست دادن اعتماد مردم و به تبع آن از دست دادن مشتریان شود.

۲- مشاوران سرمایه‌گذاری:

بر اساس تعریف قانون مشاوران سرمایه‌گذاری شخصیت حقوقی دارند و نقش آنها ارائه مشاوره به سرمایه‌گذاران و راهنمایی آنان است متخصصانی که به استخدام این مشاوران در می‌آیند باید اخلاق حرفه‌ای را رعایت کنند و منافع مشتریان خود را بر منافع خود و کارفرمای

خود ترجیح دهند.

۳- شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی:

این شرکت‌ها اطلاعات مالی ناشران اوراق بهادار و همچنین اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار را جمع‌آوری و پردازش کرده، در اختیار مشتریان خود قرار می‌دهند. با توجه به این که این اطلاعات مورد استفاده وسیع سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد بنابراین باید قابلیت اتکاء داشته و صحیح باشند و برای اثرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران به نفع اشخاص خاصی، با انحراف همراه نباشند.

۴- بازارگردان‌ها:

هدف از بازارگردانی اوراق بهادار در بازار ثانویه، افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار است. بازارگردان بر روی اطلاعات یک ورقه بهادار خاص تمرکز می‌یابد و با تحلیل آن‌ها، بهترین مظنه‌های قیمت را ارائه می‌دهد. بر اساس قانون، عملیات بازارگردانی توسط شرکت‌های کارگزار معامله‌گر با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، صورت می‌پذیرد.

۵- شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه:

قبل از این که بتوان اوراق بهادار را در بازار



یک نوع صندوق‌های با سرمایه ثابتند و تغییر سرمایه آنها تابع تشریفات خاصی است. نوع دیگر صندوق‌های با سرمایه متغیرند، این صندوق‌ها به راحتی پذیرای سرمایه‌گذاران جدید هستند.

ثانویه (بورس اوراق بهادار) معامله کرد، لازم است اقداماتی شامل ثبت مشخصات اوراق بهادار و مالکان اولیه آنها، مشخصات ناشر اوراق بهادار و تعداد اوراق بهادار منتشر شده، در رایانه‌های مربوط به انجام معاملات، صورت پذیرد. همچنین پس از انجام هر معامله لازم است مالکیت اوراق بهادار از فروشنده به خریدار منتقل شود، گواهی مالکیت فروشنده باطل و گواهی جدیدی برای خریدار صادر شود و وجوه مربوط از خریدار اخذ شده و به فروشنده پرداخت شود. این عملیات

۳ البته در مقررات فعلی سازمان بورس و اوراق بهادار، کاهش دامنه نوسان قیمت نیز از اهداف بازارگردانی ذکر شده است.

که اصطلاحاً به عملیات قبل و بعد از انجام معاملات معروف است، توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه صورت می‌پذیرد.

سخن آخر

با توجه به این که بسیاری از نهادهای مالی فوق، مطابق قوانین قبلی وجود نداشته‌اند، لذا سازمان بورس و اوراق بهادار برای تدوین مقررات صدور مجوز و نظارت بر عملکرد آنها، ره‌نایموده طولانی پیش‌رو دارد. خوشبختانه مقررات کشورهایی که بازار سرمایه پیشرفته دارند قابل دستیابی است که الگو برداری هوشمندانه از آنان، گرچه دشوار ولی ممکن است.

