



راهکارهای بهبود مقررات گذاری و نقش آن در توسعه بازار بورس

(تاریخ دریافت ۱۳۹۷/۰۱/۱۵، تاریخ تصویب ۱۳۹۷/۰۲/۱۵)

نشاط حبیبی قبادیان

چکیده

لزوم تنظیم بازار بورس از بدو تاسیس بازارهای بورس مطرح بوده است. در عین حال تجربیات این مدت نشان داده که دخالت بیش از حد، به مانند عدم دخالت مشکلاتی را ایجاد می نماید. لذا امروزه لزوم تنظیم بازار بورس، امری است پذیرفته شده و اختلافات تنها به نحوه تنظیم و محدوده آن باز می گردد. براین اساس چالش اساسی ما عبارت است از بررسی مفهوم مقررات گذاری و چهار چوب آن به طور خاص، در خصوص بازار بورس، بررسی علل لزوم تنظیم بازار بورس و تاثیر فعالیتهای تنظیمی بر کارایی آن. سازمان های مقررات گذار تاثیر عمده بر افزایش کارایی بازار دارند اما در ایران نهادهای مقررات گذار مستقل عمل نکرده و از اقتصاد دستوری تبعیت می کنند و همین مسئله مشکلاتی را برای فعالان بازار ایجاد کرده و از رشد بازار جلوگیری نموده است اما مقررات گذاری پس از بحث خصوصی سازی جایگاه بهتری یافته و اگر شورای عالی بورس از استقلال بیشتری برخوردار گردد و جریان آزاد و سریع اطلاعات را در بورس تامین نماید حتما در بازار شاهد رشد بیشتری خواهیم بود.

واژگان کلیدی: سرمایه گذاری خارجی، اوراق بها دار، بورس، اقتصاد



بخش اول: کلیات

تعریف بازار بورس و ارکان و انواع آن

بورس اوراق بهادار به معنی یک بازار متشکل و رسمی 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 می‌شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار حمایت قانون از صاحبان پس اندازها و سرمایه‌های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. بورس اوراق بهادار به عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحلیل‌گران اقتصادی می‌باشد از سویی مرکز جمع‌آوری پس اندازها و از سوی دیگر مرجع رسمی و مطمئنی است که دارندگان پس اندازهای راکد می‌توانند محل نسبتا مناسب و ایمن سرمایه‌گذاری را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را برای سرمایه‌گذاری در شرکتها به کار انداخته و یا با خرید اوراق قرضه دولتها و شرکتهای معتبر از سود معین و تضمین شده‌ای برخوردار شوند. بازار اوراق بهادار در واقع مکمل بخش بانکی تامین نیازهای مالی بنگاه‌های خصوصی و دولتی می‌باشد.

بند اول: تاریخچه و ارکان بازار بورس در قانون سال ۱۳۴۵

به دنبال تحولات اقتصادی و اجتماعی دهه ۱۳۴۰ و شروع حرکت اقتصاد ایران به سمت اقتصاد مبتنی بر ابزار و افزایش فعالیت‌های صنعتی در آن دوره که تامین مالی آن بدون شک، نیازمند بازارها و ابزارهای جدید بود. ایجاد بورس اوراق بهادار در دستور کار قرار گرفت. و قانون تاسیس آن در اردیبهشت ۱۳۴۵ به تصویب مجلس شورای ملی رسید و پس از آن بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از ابزارهای متکی بر نظام بازار آزاد، با هدف تشویق بخش خصوصی. در اقتصاد ایران تاسیس شد. و از بهمن ۱۳۴۶ فعالیت خود را با پذیرش سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، شرکت نفت پارس، اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اوراق قرضه عباس آباد به طور رسمی آغاز کرد. بورس اوراق بهادار تهران تا سال ۱۳۸۴ در چارچوب تعیین شده در قانون مزبور فعالیت کرد. در این ساختار سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها رکن اجرایی با شخصیت حقوقی مستقل غیر انتفاعی مسئولیت



اداره بورس را بر عهده داشت. این سازمان را هیئت هفت نفره ای اداره می کرد که توسط مجمع اعضا انتخاب می شدند. هیئت مدیره هم دبیر کل را به عنوان بالاترین مقام اجرایی بورس انتخاب می کرد. نظارت بر فعالیت سازمان کارگزاران بورس تهران هم بر عهده شورای بورس به عنوان بالاترین رکن تصمیم گیری و مسئول و ناظر حسن اجرای قانون تاسیس بورس اوراق بهادار قرار داشت. قانون تاسیس بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ و با توجه به عدم توان پاسخگویی به نیازهای جدید بازار اوراق بهادار مورد بازنگری قرار گرفت و در آذرماه همان سال قانون بازار اوراق بهادار به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید.

بند دوم: ارکان بازار بورس اوراق بهادار در قانون جدید

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 سیاست های کلی نظام و قوانین ومقررات 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. اعضای شورای عالی بورس به ترتیب عبارتند از :

- ۱- وزیر امور اقتصادی و دارایی که ریاست شورا را بر عهده دارد.
- ۲- وزیر بازرگانی
- ۳- رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران
- ۴- روسای اتاق بازرگانی و صنایع معادن ایران و اتاق تعاون
- ۵- رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار که به عنوان دبیر شورا و سخنگوی سازمان نیز انجام وظیفه می کند.
- ۶- دادستان کل کشور یا معاون وی
- ۷- یک نفر نماینده از طرف کانون ها



۸- سرخبره مالی منحصر از بخش خصوصی با مشورت تشکل های حرفه ای بازار اوراق بهادار به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارای و تصویب هیات وزیران

۹- یک نفر خبره منحصر از بخش خصوصی به پیشنهاد وزیر ذیربط و تصویب هیات وزیران برای هر بورس کالایی

ب) سازمان بورس و اوراق بهادار (سبا): براساس 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 تعیین شده در قانون پردازد. به عبارتی مقام ناظر بازار اوراق بهادار ایران به دو نهاد شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار تقسیم شد. سبا مومسسه عمومی غیردولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل است توسط هیئت مدیره پنج نفره اداره می شود. اعضای هیات مدیره از میان افراد امین و دارای حسن شهرت و تجربه در رشته مالی منحصر از کارشناسان بخش غیردولتی به پیشنهاد رئیس شورا با تصویب شورا انتخاب می شوند.

ج) بورس اوراق بهادار تهران: برپایه قانون بازار اوراق بهادار بورس اوراق بهادار تهران نیز از سازمان عمومی غیرانتفاعی به شرکت سهامی عام انتفاعی تبدیل شده و عملیات اجرای را بر عهده گرفت. تشکیل، سازماندهی و اداره بورس اوراق بهادار پذیرش اوراق بهاداری وضع و اجرای ضوابط حرفه ای و انضباطی برای اعضای تعیین وظایف و مسئولیتهای اعضا و نظارت بر فعالیتهای آنها / نظارت بر حسن انجام اجرای معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده / تهیه و جمع آوری و پردازش و انتشار اطلاعات و نظایر بر فعالیتهای ناشران از مهمترین وظایف مربوط به آن است. اداره بورس و اوراق بهادار تهران بر عهده هیئت مدیره است که از هفت عضو تشکیل می شود. اعضا هیئت مدیره منتخب مجمع عمومی هستند و برای دو سال انتخاب می شوند و اداره امور اجرایی شرکت هم به عهده مدیر عامل شرکت است که توسط هیات مدیره انتخاب می شود.



بند سوم: انواع بورس

به طور کلی در حال حاضر تالارهای بورس به سه دسته تقسیم می‌شوند.

- ۱- بورس کالا: بازار منظمی است که در آن کالاهای معینی مورد معامله قرار می‌گیرد مانند بورس طلای نیویورک یا بورس پشم استرالیا
- ۲- بورس ارز: در این بازار پول کشورهای مختلف (ارز) مورد معامله قرار می‌گیرد. معاملات ارزی بر اساس نوسانات بهای پول‌های مختلف در مقابل یکدیگر صورت می‌گیرد.
- ۳- بورس اوراق بهادار: در این بازار اوراق بهادار معامله می‌شود.

بخش دوم: ویژگی‌های بازار بورس

وظیفه اصلی بورس اوراق بهادار فراهم آوردن بازاری شفاف و منصفانه برای داد و ستد اوراق بهادار پذیرفته شده و همچنین سیستمی مناسب برای نظارت بر جریان داد و ستد است. در این راستا یک بورس اوراق بهادار به طور متعارف مسئولیتهای زیر را بر عهده دارد.

بند اول: مزایای بورس اوراق بهادار از سه دیدگاه اقتصاد کلان / سرمایه گذاران و شرکتهای سرمایه پذیر

الف) مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه اقتصاد کلان

- ۱- جمع آوری سرمایه‌های جزئی و پراکنده و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکتهای
- ۲- بکارگیری پس اندازهای راکد در امر تولید و تامین مالی دولت و موسسات
- 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، 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 نقدینگی و ثروت افراد

ب) مزایای بورس و اوراق بهادار / از دیدگاه سرمایه گذاران

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

۲- اطمینان از گزینه سرمایه گذاری، به دلیل شفافیت اطلاعات

۳- قابلیت نقدینگی اوراق بهادار و سهولت نقل و انتقال سهام و استفاده از معافیت های مالیاتی

۴- مشارکت در فرایند تصمیم گیری برای اداره شرکت ها

۵- ایجاد یک بازار دائمی و مستمر که امکان سرمایه گذاری بلند مدت و کوتاه مدت را فراهم می نماید.

۶- وجود طیف های متنوع از اوراق بهادار از نظر درجه بازدهی و خطرپذیری باری سرمایه گذار

۷- برقراری سیستم ها و روش هایی که از طریق آن خرید و فروش اوراق بهادار، منظم و رسمی گردد.

۸- حمایت از سرمایه گذاران کوچک و احساس مشارکت در امر تولیدی و تجاری

۹- نظارت مضاعف بر فعالیت شرکتها در چهارچوب استاندارد ها و آیین نامه های بازار سرمایه

ج) مزایای بورس اوراق بهادار از دیدگاه واحدهای اقتصادی (شرکتهای سرمایه پذیر)

۱- سهولت در تامین مالی از طریق انتشار سهام و سایر اوراق بهادار



- ۲- افزایش اعتبار داخلی و خارجی و تامین مالی با به وثیقه گذاردن سهام شرکت در بازارهای مالی داخلی و خارجی
- ۳- تعیین ارزش بازار بر اساس قانون عرضه و تقاضا، تا زمانی که نام شرکت در تابلو بورس درج باشد.
- ۴- سهولت در تغییر ترکیب سهامداری و انتقال مالکیت
- ۵- بوجود آمدن دیدگاهی مطلوب در سرمایه گذاران با کاهش ریسک واحد اقتصادی و امکان تامین مالی با هزینه کمتر
- ۶- برخورداری از مزایای خاص و اعتباری مانند افزایش سقف تسهیلات بانکی و انتشارات اوراق مشارکت.
- ۷- انتشار اوراق مشارکت بدون اخذ مجوز از بانک مرکزی و فقط با مجوز سازمان بورس اوراق بهادار
- ۸- برخورداری از معافیت های مالیاتی
- ۹- تبیین چشم انداز فعالیت شرکت در آینده و ارزیابی عملکرد شرکت
- ۱۰- ارتقا سطح اعتماد عمومی و استفاده از مشارکت عمومی در توسعه شرکت
- پس، از دیدگان کلان: می توان بورس را ابزار سیاست گذاری پولی و حلقه زنجیر بازارهای پولی و مالی دانست/ از دیدگاه شرکتهای مشارکت کننده: در واقع این بازار برای آنان یک فرصت سرمایه گذاری مطلوب تلقی می شود.

بخش سوم: توسعه بازار از مجرای مقررات گذاری در بورس

بند اول: نقش وجود چارچوب مقررات گذاری در اعتماد سرمایه گذاران

چارچوب مقرراتی اقدامی است جهت فرماندهی و کنترل تصمیمات فردی برای جلوگیری از اتخاذ تصمیمات غیر پاسخگو در برابر منابع عمومی. اهمیت تنظیم بازار سرمایه به منظور



سوق بازار به سمت نظم و اعتدال و حفاظت از سرمایه گذار است. از قرار معلوم قانون در زمینه محافظت از سرمایه گذار همراه با شرکت عمل می کند. لذا نیاز است قانون شرکت به منظور افزایش اثر بخشی اصلاح گردد. مقررات جزء کلیدی یک سیستم مالی تلقی می شود. نیاز به مقررات بازتابی از ویژگی ذاتی اطلاعات نامتقارن در بازارهای مالی است. مقررات به منظور حفاظت از سرمایه گذاران، ترویج بازارهای سرمایه کارآمد و افزایش اعتماد به نفس مورد نیاز است. سرمایه گذاران به دلیل ارتقاء کارایی بازار نیاز به حفاظت دارد. (این امر ممکن است به حداقل رسیدن دخالت دولت در بازار منجر شود.) به همین منظور هدف از مقررات زایی در بازار سرمایه حفاظت از سرمایه گذار و حفظ نظم در بازار است. یک چارچوب قانونی و نظارتی زمانی مناسب و موثر است که بتواند به رشد بازار و افزایش دسترسی به بازار سرمایه منجر شود. سرمایه گذاران تمایلی به شرکت در بازار سهامی ضعیف که قادر به افشای کافی و حمایت از سرمایه گذار نیست، نخواهد داشت.

بند دوم: نقش چارچوب مقررات گذاری در تنظیم بازار بورس

سیاست های نظارتی بر اوراق بهادار در بورس قوانین و مقررات متعددی است که به تصویب مجلس رسیده است: شرکتی که در ایران ایجاد می شود باید با قوانین و مقررات مربوط به بورس ایران مطابقت داشته باشد. نهایتاً نیاز به مقررات زایی شامل موارد ذیل می شود:

تفاهم نامه و اساسنامه شرکت باید مطابق با الزامات بورس اوراق بهادار باشد. شرکت باید سود سه سالانه خود را بلافاصله مطابق با لیست نماید. شفافیت مالی در لیست گزارش یکی از ملزومات است بدین منظور گزارشات باید به طور منظم ارائه گردد. اوراق بهادار باید آزادانه قابل انتقال باشند مگر آنکه قانون به طریق دیگری مقرر کرده باشد. از اینرو سهام قابل معامله می تواند به شخص دیگری منتقل شده یا به ارث برسد. اوراق بهادار قابل انتقال دارای دو ویژگی هستند: یا امکان انتقال در آن به صراحت قید شده یا موجودیت آن ایجاب می کند که قابل انتقال باشد: انتقال این اوراق ممکن است نیازمند اخذ اطلاعات بیشتر در مورد موجودیت شرکت سرایه و توزیع سهام و غیره باشد. در گزارشات ارسال شده توسط شرکت ها



که باید در طول ۳ یا حداکثر ۵ سال مالی ارائه شود باید جزئیات ساختار سرمایه، سرمایه و وام‌های اخذ شده به CMA ارائه گردد. این گزارشات به گزارش اولیه ارائه شده ضمیمه می‌شود. مدیریت شرکت‌ها باید صادق باشند. مدیریت یک شرکت باید به گونه‌ای باشد که از انطباق با قوانین اطمینان حاصل شود. مدیران یک شرکت باید تحصیلات مرتبط با تخصصی که در آن مشغول به مدیریت هستند را داشته باشند. قدرت بازار سرمایه به منظور ترویج توسعه و تنظیم بازار سرمایه این سیاست‌ها را ایجاب می‌کند. نقش این سیاست‌ها عبارت است از:

۱. توسعه جنبه امنیتی بازار با تاکید بر حذف قریب الوقوع و ایجاد انگیزه بلند مدت برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی.
۲. حفاظت از منافع سرمایه‌گذار از طریق قانونگذاری و ایجاد سیستم خود نظارتی به منظور هر چه کارآمدتر کردن داد و ستد منظم در بازار اوراق بهادار.
۳. بهره‌برداری از صندوق جبران خسارت.
۴. تبادل سهام تنها در بازارهای دارای مجوز صورت می‌گیرد. این امر علاوه بر اینکه از طریق نظارت داد و ستد را قانونمندتر مینماید. اطمینان میان سرمایه‌گذاران و مشتریان را نیز افزایش می‌دهد.

بخش چهارم: شکل دهی سیاست مقررات گذاری

در این مبحث در دو بند ابتدا به بررسی شیوه تنظیم جریان اطلاعات در بازار بورس و در بند دوم به بررسی تنظیم رقابت در بازار بورس، از طریق مقررات گذاری خواهیم پرداخت.

بند اول: لزوم تنظیم جریان آزاد اطلاعات در بازار بورس

تغییر و تحولات سریع جهان امروز تنها به واسطه پشتوانه‌های اطلاعاتی افراد سازمان‌ها و بازارها قابل کنترل است. این چالش‌های فراوری مدیران امروزی در تصمیم‌گیری‌ها باعث توجه اساسی آنها به اطلاعات و صحت اطلاعات مربوط به موضوع شده است. نیاز به اطلاعات صحیح و به موقع جهت تصمیم‌گیری و انتخاب استراتژی‌های مناسب، روند روبه‌رشدی را



در پیدایش شکل های مختلف جریان های ارتباطی و شبکه های اطلاعاتی ایجاد می کنند. شفافیت اطلاعاتی بازار به توانایی افراد شرکت کننده در بازار جهت مشاهده اطلاعات مربوطه به فرآیند معامله ها بستگی دارد.^۱ اطلاعات ارزشمندترین دارایی در بازار اوراق بهادار است به نحوی که برخورداری از اطلاعات صحیح سریع و به موقع منجر به کسب بازده مناسب از بازار می شود و اعتماد سرمایه گذاران را به بورس دو چندان می کند. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع قیمت اوراق بهادار ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در یک بازار کارا قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و به ارزش ذاتی آن اوراق نزدیک می باشد. به بیان دیگر ویژگی مهم بازار کارا این است که قیمت تعیین شده در بازار شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. تقاضا برای گزارشگری مالی و افشاء، برخوایسته از عدم تقارن اطلاعاتی و وجود تضاد^۲ منافع نمایندگی بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی است. افشای اطلاعات نقش با اهمیتی در کاهش این مسائل دارد. دولت ها بر بازار اوراق بهادار به منظور اهداف متنوعی نظارت می کنند. جریان اطلاعاتی که با دقت کارا و بی طرفانه باشد به عملکرد خوب بازار سرمایه کمک می کند نیاز همه استفاده کنندگان را بر طرف کرده و باعث افزایش رشد اقتصادی و ثبات در جامعه می شود. افشای اجباری در سطح ملی یا منطقه ای از سوی مقام های دولتی و سازمان های حرفه ای وضع می گردد و همه شرکت ها صرف نظر از اندازه و سیستم حسابداری مالی و منابع مالی و سایر عوامل موثر در افشاء ملزم به رعایت آن می باشند. هدف از افشای اجباری تامین نیاز اطلاعاتی استفاده کنندگان و تضمین کیفیت اطلاعات از طریق رعایت استانداردها و قوانین است.^۳ افشای را می توان به معنی اعلام اطلاعات برای معامله کنندگان احتمالی اوراق بهادار

^۱ ابراهیم نژاد مهدی، عباس عباسی، مجتبی خلیفه، مقاله بررسی روش های افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه ایران و انتخاب روش بهینه با استفاده از فرآیند تحلیل سلسله مراتبی مجله پیشرفت حسابداری دانشگاه شیراز شماره اول ۱۳۸۸ صفحه ۲

^۲ ابراهیمی مریم، مقاله مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۵ پاییز ۹۰ ص ۲۴

^۳ حجازی رضوان، علی رحمانی، زهرا مظفری، مقاله بررسی اثر مقررات افشای اطلاعات بر کیفیت اطلاعات منتشره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. تهران فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۰. تابستان ۱۳۸۹ صفحه ۲۴



دانست. منظور از « اعلام » در این تعریف، انتشار موثر اطلاعات نهانی است به نحوی که اطمینان حاصل شود که این اطلاعات مهم در همین ویژگی افشای نهفته است. یعنی اطلاعات نهانی همان اطلاعات مهم است که افشا شده است. وقتی که اطلاعات در دسترس عموم قرار گرفته باشد. قیمت اوراق بهادار بر اساس آن تعدیل شده و دیگر زمینه ای برای بهره برداری ناعادلانه دارندگان اطلاعات نهانی وجود نخواهد داشت. بند چهارم ماده یک دستورالعمل افشا که به تعریف افشا می پردازد مقرر می دارد: افشا ارسال اطلاعات به سازمان و انتشار عمومی و به موقع اطلاعات مطابق ضوابط این دستورالعمل می باشد. بنابراین در این تعریف چند معیار برای صحت افشا مدنظر قرار گرفته است. ارسال اطلاعات به سازمان انتشار عمومی اطلاعات انتشار به موقع اطلاعات و انتشار مطابق دستورالعمل افشا.^۱ افشا عبارت است از انتشار اطلاعات مهم و تاثیر گذار بر بازار و شفافیت را می توان سادگی و سهولت تحلیل معنادار فعالیت های شرکت و بنیادهای اقتصادی آن توسط فرد خارج از شرکت تعریف کرد.^۲ با توجه به فرآیند خصوصی سازی در کشور و افزایش تعداد سرمایه گذاران و از سوی دیگر تدوین قانون بازار اوراق بهادار تمرکز بر سرمایه گذاری و به تبع آن گزارشگری مالی هر روز در حال افزایش است. معیارهای متعددی بر میزان شفافیت و افشای اطلاعات شرکت ها اثر گذارند اما شناخت تاثیر این عوامل بر میزان افشا کار پیچیده ای بوده و از محدوده زمان و هزینه سرمایه گذار خارج است. سازمان بورس و اوراق بهادار با توجه به معیارهای مندرج در دستورالعمل افشای اطلاعات شرکت ها و دقت اطلاعات ارائه شده رتبه افشای اطلاعاتی شرکت ها را در دوره ۳ ماهه به بازار اعلام می کند تا از این طریق به سرمایه گذاری آگاهانه کمک کند.

شفافیت اطلاعاتی و دسترسی فعالان بازار سرمایه به اخبار و اطلاعات صحیح و به هنگام به عنوان یکی از مهمترین الزامات بازار سرمایه ای کار است. مکانیزم های بهینه و نظارت موثر مسئولان و دست اندرکاران بازار سرمایه را می طلبد. اهمیت دسترسی به اطلاعات مناسب و

^۱ ابراهیمی مریم، همان منبع ص ۱۷۸

^۲ نوبخت، زهرا، مقاله ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران.



مرتبط با موضوع تصمیم به حدی است که در جوامع توسعه یافته امکان دسترسی به اطلاعات در شمار حقوق سرمایه گذران به شمار می آید و بانک جهانی به منظور رتبه بندی کشورها در حوزه کسب و کار افشای اطلاعات را یکی از مهمترین شاخه ها تلقی می کند. از این رو در سال های اخیر قوانین افشای اجباری اطلاعات در بسیاری از کشورها به تصویب رسیده است. در ایران قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴ با توجه بسیار قانونگذار به مباحث شفافیت و اطلاع رسانی همراه بوده به گونه ای که فصل پنجم این قانون مشتمل بر ۶ ماده و ۲ تبصره به اطلاعات رسانی در بازار های اولیه و ثانویه اختصاص یافته است.

۱. افشای اطلاعات در بازار اولیه : عرضه اولیه مستلزم سلسه فعالیت های مرتبط با هم است. بخش عمده فرآیند عرضه آماده سازی بیانیه ثبت و انجام فرآیند راستی آزمایی با همکاری مدیران شرکت مشاوران مالی و حقوقی و از همه مهم تر شرکت های تامین سرمایه است. از آنجا که اطلاعات ارائه شده این مرحله مهم ترین عامل قیمت گذاری اوراق بهادار است و مستقیما خریداران را متاثر می کند نقش بسیار پر اهمیتی را در بازار اولیه ایفا می کند.

بر اساس مفاد ماده ۲۸ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله^۱ که مقرر داشته: «اگر ظن دستکاری قیمت در معاملات وجود داشته باشد یا تغییرات غیر عادی در قیمت قرارداد اختیار معامله مشاهده شود سازمان یا مدیر عامل بورس می تواند دستور توقف نماد معاملاتی قرار داد اختیار معامله را صادر کند...» می توان دریافت که اصولا بورس بازی از طریق انجام معاملات چرخشی که منجر به تغییر مالکیت طرفین معامله نسبت به سهام مورد معامله نگردد و معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی و یا دستکاری قیمت اوراق بهادار ممنوع بوده و همچنین بند ۳ ماده ۴۶ قانون^۲ در بیان جرائم و مجازات های بورسی اعلام نموده هر شخصی که اقدامات وی

^۱ دستورالعمل معاملات قرارداد اختیار معامله سهام در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۹۰/۱۲/۱۳ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار

^۲ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۴۱۳۸۴/۹/۲



نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت های کاذب و یا اغوای اشخاصی به ایجاد قیمت های کاذب و یا اغوای اشخاصی به انجام معاملات اوراق بهادار شود. اقدام او جرم محسوب و مشمول مجازات ماده موصوف خواهد بود. بنابراین بورس بازی ممنوع از نظر قانون باراً اوراق بهادار علاوه بر موارد فوق نیز شامل هر گونه اقدامی که نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات گردد نیز می شود که به نظر این گونه اقدامات باعث فریب مشتری در معاملات بورسی می شود و در واقع جهل یک طرفه معامله بورسی را نسبت به قیمت و ارزش واقعی سهام مورد معامله موجب می گردد و قانونگذار ضمانت اجراهای مختلفی برای بورس بازی ممنوع از جمله توقف نماد معاملاتی و عدم تایید نهایی معاملات توسط بورس و اعمال حبس و جزای نقدی نسبت به آن تعیین نموده است زیرا علاوه بر مواد مذکور در آیین نامه و دستورالعمل های بورسی ماده ۴۶ قانون بازار جمهوری اسلامی ایران مقرر داشته است: «اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد». شاخص های رشد و توسعه در بازار سهام شامل سرمایه بازار می شود.^۱ این امر باعث تحلیل ارزش سهام فهرست شده می شود. بازارها از بسیار کوچک با متوسط میلیارد شیلینگ به بازارهای متشکل از هزاران سهامدار تقسیم بندی می شوند. نسبت حجم معاملات به فعالیت. نسبت حجم معاملات با تعداد کل سهام داد و ستد شده در بورس تولید ناخالص داخلی اندازه گیری می شود. این اقدامات تجاری و حقوق صاحبان سهام به عنوان سهمی از تولید ملی تلقی می شود. این امر به همراه بازار سرمایه اطلاعات بیشتری در زمینه بازار سهام کشور فراهم می آورد. اگر حجم تجارت بالا باشد در بازار سهام نیز شاهد رشد خواهیم بود.

۱- گردش مالی: این امر اشاره به تعداد کل سهم معامله شده دارد. بدین منظور تمام هزینه های معامله ای در حال رفت و برگشت محاسبه می شود. یک بازار کوچک ممکن است

¹ - Shita , op.cit, p82



گردش مالی عظیمی با نرخ معامله ای اندک داشته باشد حال آنکه یک بازار بزرگ غیرفعال ممکن است گردش مالی نداشته باشد.

۲- سطح یکپارچگی مالی بازار سرمایه: در یک بازار یکپارچه مالی، سرمایه باید در برابر مرزهای بین‌المللی جریان یابد تا از این طریق میزان ریسک را کاهش دهد.

۳- رشد روزنه و ساعتی معاملات: افزایش گردش مالی و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار باید همراه نشان دهنده افزایش تقاضا در بازار تجارت باشد. این یعنی رشد روزنه معاملات. این روند نشان دهنده افزایش حجم فعالیت‌های تجاری در بازار سهام است.

۴- فعالیت در بازار سهام: هنگامی که فعالیت در بازار سهام افزایش می‌یابد حاکی از رشد است. معامله در بازار زمانی کارآمد و روبه رشد تلقی می‌شود که قیمت سهام به طور کامل منعکس‌کننده اطلاعات موجود در بازار باشد.^۱

۵- تعداد شرکت‌های لیست‌شده: هنگامی که بازار سهام شامل لیست‌زادای از شرکت‌ها است، این امر دلالت بر رشد بازار دارد. بازار سهام ایران در مقایسه با دیگر بازارهای سهام تعداد کمی شرکت دارد، به همین منظور باید برای افزایش تعداد شرکت‌های لیست‌شده اقدامات لازم صورت گیرد.

بند دوم: تنظیم رقابت در بازار بورس و مطالعات فرسنگی

الف) لزوم تنظیم رقابت در بازار بورس: رقابت در لغت به معنای نگاهبانی کردن، انتظار کشیدن و هم‌چشمی کردن است. لفظ رقابت در زبان فارسی به عنوان معادل واژه Competition در زبان انگلیسی است. لغت Competition ریشه لاتینی دارد و به معنای «با هم تلاش کردن» یعنی شرکت کردن رقبا در یک سابقه واحد با شرایط مشابه است. به نظر می‌رسد جامع معانی گوناگون رقابت، همانا تلاش برای تفوق و برتری است. در بازار صور این

¹ - Choi J.Stephen (2004) , A Framework for the Regulation of security ies Market Intermediaies", UC Berkeley, Berkeley, Boalt Hall Berkeley Business law Journal, vol. 1, No, 1,2004



تلاش برای کسب سود، حسب شرایط بازار و شیوه‌های به کار گرفته شده متفاوت است.^۱ طبق بند ۱۱ ماده «اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی» رقابت عبارت است از:

«وضعیتی در بازار که در آن تعدادی تولیدکننده، خریدار و فروشنده، مستقل برای تولید، خرید یا فروش کالا و خدمت فعالیت می‌کنند به طوری که هیچ‌یک از تولیدکنندگان، خریداران و فروشندگان قدرت تعیین قیمت را در بازار نداشته باشند یا برای ورود بنگاه‌ها به بازار یا خروج از آن محدودیتی وجود نداشته باشد.»^۲ رقابت موجب می‌شود تا فعالان عرصه تولید و توزیع کالاها و خدمات، پیوسته به فکر حفظ بقای خود در بازار بوده و برای ارتقاء جایگاه خود در بازار پیشی گرفتن از رقابت یا حداقل عقب‌نماندن از قافله‌ای آنان طراحی و برنامه‌ریزی کنند. منطق اقتصادی حکم می‌کند که بقای و افزایش سهم بازاری محقق نخواهد شد مگر آن‌که با حداقل منابع و کمترین هزینه بیشترین تولید ممکن را داشته باشند.^۳

مداخله آمرانه دولت به منظور حمایت از کل جامعه در مقابل رفتارهای انحصاری و ضد رقابتی کنشگران بازار و همین‌طور حمایت از بخش‌های جزئی و خاص اقتصاد، راه حل منطقی با انحصار است. از آنجا که بازار به خودی خود به جبران، کاستی‌ها قادر نیست، این نوع مداخله از سوی دولت به منظور اصلاح رفتارهای انحصارطلبانه اجتناب‌ناپذیر است.^۴ رقابت را می‌توان رکن اساسی معاملات بورسی دانست. رقابت در بورس در سطوح مختلفی وجود دارد. بین معامله‌گران برای انجام معاملات مطلوب، بین کارگزاران برای جذب مشتریان

^۱ - رشوند بوکانی مهدی، حقوق رقابت در فقه امامیه حقوق ایران و اتحادیه اروپا، چاپ انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۰، ص ۱۷۱

^۲ - حبیب سعید، محمد هادی مسیرشمس، مقاله جایگاه قواعد رقابت در قراردادهای انتقال و اجازه بهره‌برداری از حقوق مالکیت صنعتی حقوق خصوصی شماره چهاردهم ۱۳۸۸، ص ۲۷

^۳ - صادقی مقدم محمد حسن، بهنام غفاری فارسانی، مقاله روح حقوق رقابت مجله حقوقی دادگستری شماره ۷۳، سال ۱۳۹۰

^۴ - باقری محمود، نقش حقوق شرکت‌ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی سازی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۰،



بیشتر و بین موسسات مربوط نظیر مشاوران سرمایه گذاری، برای ارائه خدمات. همچنین در سال های اخیر رقابت بین موسسات مربوط نظیر مشاوران سرمایه گذاری، برای ارائه خدمات. همچنین در سال اخیر رقابت بین بورس ها هم، چه در سطح ملی و چه در سطح بین المللی افزایش پیدا کرده است. در قراردادهای آتی، قیمت از طریق رقابت تعیین می شود. در سیستم های الکترونیکی که امروزه در اکثر بورس ها برای انجام معاملات به کار می رود سفارشات بر اساس قیمت منظم و معاملات تشکیل می شود. در واقع در این معاملات، رقابت جایگزین مذاکرات طرفین شده است. ماده ۱۸ دستورالعمل اجرایی در این خصوص مقرر می دارد: «اجرای سفارشات براساس اولویت قیمت و در صورت تساوی قیمت ها براساس اولویت زمانی ورود سفارش به سامانه معاملاتی خواهد بود.»^۱ ماده ۳ آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران اصولاً معاملات بورس را به روش حراج تعیین نموده است. همچنین در ماده ۴ نیز اعلام داشته است: «معاملات بورس باید در شرایطی رقابتی و همواره به صورت حراج انجام شود...» و نیز در بند ۱۱ ماده ۷ دستورالعمل انضباطی^۲ در بیان تخلفات کارگزاران که موجب محرومیت از انجام معامله حداکثر تا شصت روز کاری می شود قید نموده: «انجام رقابت کاذب و هماهنگ شده بین شعب مختلف یک یا چند کارگزار که منجر به افزایش یا کاهش قیمت ورقه بهادار یا کالا شود» در بند ۱۸ ماده مصوف نیز بیان داشته: «استفاده از هر ابزار و امکانات غیرمجاز اعم از سخت افزاری و نرم افزاری که موجب از بین رفتن رقابت سالم و منصفانه بین کارگزاران گردد.» مقررات مذکور فضای رقابتی حاکم بر معاملات بورسی را تبیین نموده اند تا اصولاً معاملات بورسی به روش حراج و در شرایط رقابتی انجام پذیرد و سایر مقررات حاکم بر بازار اولیه و ثانویه خصوصاً تشریفات تعیین شده در مورد افشای اطلاعات موثر بر قیمت اوراق بهادار همگی بستر انجام معاملات بورسی را در شرایط رقابتی برای همه کارگزاران، به صورت یکسان فراهم می سازد تا معاملات بورسی بر اساس رعایت اولویت قیمت و زمان ورود سفارش در سامانه معاملات به انجام برسد. در نتیجه از موارد پیش

^۱ - امینی مهدمی ، همان منبع، ص ۱۲۱

^۲ - دستورالعمل انضباطی کارگزاران مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار



گفته می‌توان نتیجه گرفت که یکی دیگر از اصول حاکم بر فرایند معاملات بورسی اصل رقابتی بودن معاملات بورسی است که به صورت صریح در مواد قانونی موصوف و به صورت غیرمستقیم در سایر مقررات بورسی ساری و جاری خواهد بود.

ب) راهکارهای تنظیم رقابت در بازار بورس

قانون گذار در راستای حفظ حقوق اشخاص و حمایت از آزادی و تساوی افراد در انعقاد قراردادها و تسهیل روابط حقوقی و گردش ثروت در جامعه و اهداف کلی اقتصادی اصل آزادی قراردادی و اصل صحت و اصل لزوم معاملات را به رسمیت شناخته و رضایی بودن عقود را از نتایج اصول مذکور دانسته است و تمایلی به محدودمد نمودن تاثیر اراده و توافق طرفین علاوه بر شرایط اساسی صحت معامله ندارد. مگر در مواردی که حفظ نظم و امنیت معاملات خاص مطرح باشد که ناگزیر دولت برخی از محدودیت‌ها را به عنوان تشریفات معاملات خاص تعیین و اعلام می‌نماید تشریفات خاص این گونه معاملات تدوین گردیده که این تشریفات علاوه بر تامین و رعایت اصول موصوف خواهند توانست اصول سرعت در انجام معاملات بورسی و رقابتی بودن معاملات و دقت و جلوگیری از اشتباه در انجام معاملات و نقدشوندگی اوراق بهادار و نظارت نهادهای ناظر بر فرایند معاملات و تضمین معاملات بورسی و کارایی بازار بورس در تخصیص منابع و سرمایه و جلوگیری از معاملات انحصاری و تقلب در معاملات و جلوگیری از معاملات صوری و دستکاری بازار و ایجاد قیمت‌های ساختگی را رعایت و اهداف بورس اوراق بهادار را به عنوان یک بازار خود انتظام تامین نماید.

مقررات حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار نه تنها نسبت به نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار مانند کارگزاران، بازارگردانان، مشاوران سرمایه‌گذاری، موسسات رتبه‌بندی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های بازنشستگی و سایر اعضا بورسی شرایط خاصی تعیین نموده بلکه در مورد شرکت‌های قابل پذیرش در بورس و پذیره نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار و عرضه اولیه سهام و معاملات اوراق بهادار در بازار ثانویه و زمان و مکان و

طریقه انجام معاملات و چگونگی آن و انحصاری بودن انجام معاملات توسط سامانه معاملات و نحوه اخذ سفارش های خرید یا فروش از مشتریان توسط کارگزاران و نحوه قطعیت معاملات بورسی شرایط را در قانون بازار اوراق بهادار و آیین نامه اجرایی قانون و آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات به تفصیل بیان داشته که این شرایط به صورت اجمالی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

نتیجه گیری

باید گفت بازار مالی از ۲ بخش تشکیل شده است: بازار پول و بازار سرمایه در بازار پول اسناد خزانه، اوراق مشارکت و سپرده عرضه می شود و اوراق بهاداری که سررسید آن کمتر از یک سال است معامله می شود. بازار سرمایه اوراق بهاداری که سررسید آن بیشتر از یک سال است معامله می شود و از جمله این اوراق، سهام شرکت های سهامی عام می باشد. از لحاظ مکانی بازار پول در بانک ها و بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار نماد پیدا می کند. حیظه فعالیت بورس اوراق بهادار با معاملات مربوط به انواع اوراق بهادار همانند سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه و اوراق مشارکت مرتبط می باشد. بورس اوراق بهادار مکانیزی را فراهم می کند تا از طریق آن سرمایه های اندک جامعه به سرمایه گذاری های کلان اقتصادی تبدیل شود. این ابزار کارآمد در کشورهای پیشرفته دارای قدمت طولانی و در کشور ایران دارای پیشینه کوتاه مدت است. در نتیجه این مقاله مشخص گردید:

۱- مقررات فرایندی است که در آن دولت فعالیت های خاصی را برای افراد و بنگاه ها، مجاز یا غیرمجاز می سازد و کنترل این فعالیت ها را خود به دست گرفته و یا به دست سازمان های مقررات گذار می سپارد، هدف از مقررات اقتصادی اصلاح عدم تعادل های موجود در بازار می باشد. در ایران نیز تلاش های بسیاری در زمینه مقررات گذاری در بازارهای مختلف صورت گرفته است، از جمله شورای عالی بورس نهادی است که وظیفه مقررات گذاری در بازار بورس ایران را بر عهده دارد.

۲- به طور کلی، سازمان های مقررات گذار با توجه به تخصصی بودن و تماس نزدیک آنها



با بازار و فعالان اقتصادی و متخصصین تاثیری عمده بر افزایش کارایی این بازارها و از جمله آنها بازار بورس اوراق بهادار بازی می‌کنند. اما در ایران نهادهای مقررات‌گذار در فعالیت‌های مقررات‌گذاری خود مستقل عمل نکرده و از اقتصاد دستوری تبعیت می‌کنند، این مسئله مشکلاتی را برای فعالان بازار بورس ایجاد نموده و از رشد این بازار جلوگیری نموده است.

۳- مقررات‌گذاری با توجه به سرعت بیشتر و قابلیت انعطاف آن بیشتر آن نسبت به قانون‌گذاری از یک سو و تصویب آن توسط نهادهای (تا حد زیادی) مستقل، از جمله عوامل تاثیرگذار بر توسعه کمی و کیفی بازارهای بورس می‌باشد. اما به نظر می‌رسد که در حقوق ایران هنوز نهادهای مقررات‌گذار جایگاه خود را تثبیت نموده‌اند و اجرای مقررات وضع شده از سوی آنها با چالش‌هایی روبرو هستند.

۴- مقررات‌گذاری در سال‌های اخیر جایگاه خود را در حقوق کشورمان یافته و پس از مطرح شدن بحث خصوصی‌سازی و کاهش دخالت‌های دولت در اقتصاد، نقشی بارزتر نیز پیدا نموده، اما همچنان نهادهای مقررات‌گذار با دخالت‌های بخش دولتی و شبه دولتی مواجه هستند. اعمال نظر این بخش‌ها، امکان فعالیت نهادهای مقررات‌گذار را به صورت کلی و نهادهای مقررات‌گذار در بورس را تا حد زیادی کاهش داده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی



منابع و ماخذ

- ۱- درخشان، مسعود، شکست نظم بازار: ریشه های بحران اقتصادی در نظام سرمایه داری، سوره اندیشه ۱۳۸۹
- ۲- رشوند بوکانی مهدی، حقوق رقابت در فقه امامیه حقوق ایران و اتحادیه اروپا چاپ انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۳
- ۳- سلطانی رمضان زاده حسین، بررسی فقهی و احصاء معاملات غروی در شرکت های سرمایه گذاری اوراق بهادار تهران پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت گرایش مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع) ۱۳۹۰
- ۴- ابراهیم نژاد، مهدی، عباس عباسی، مجتبی خلیفه، بررسی روش های افزایش شفافیت اطلاعاتی بازار سرمایه ارا و انتخاب روش بهینه با استفاده از فرایند تحلیل سلسله مراتبی مجله پیشرفت حسابداری دانشگاه شیراز شماره اول ۱۳۸۸
- ۵- ابراهیمی مریم، مقاله مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۵ پاییز ۹۰
- ۶- ارغوانی پیراسلامی، فریبرز، بحران مالی جهانی و رویکردها در مواجهه با آثار آن: بررسی نقش رژیم های مالی بین المللی، سیاست خارجی، زمستان ۱۳۸۹- شماره ۹۵
- ۷- اشتیاق وحید، مقاله مبارزه با تقلب در بازارهای اوراق بهادار مجله پژوهش های حقوقی شماره ۱۷ سال ۱۳۹۵
- ۸- باقری محمود، نقش حقوق شرکت ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی سازی، مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی ۱۳۹۴
- ۹- بررسی سیاست های تنظیم بازار ایران و مقایسه آن با تجارت کشورهای منتخب، فرهنگ و تعاون اردیبهشت ۱۳۹۲



- ۱۰- تنظیم بازار غیرمتشکل پولی و تفکیک مقام نظارتی بازارهای پول و سرمایه، بانک و اقتصاد، فروردین ۱۳۸۴- شماره ۵۶
- ۱۱- حبیب سعید، محمدهادی میرشمس، مقاله جایگاه قواعد رقابت در قراردادهای انتقال و اجازه بهره برداری از حقوق مالکیت صنعتی، مجله حقوق خصوصی
- ۱۲- حجازی رضوان، علی رحمانی، زهرا مظفری، بررسی اثر مقررات افشای اطلاعات بر کیفیت اطلاعات منتشره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱، ۱۳۸۹
- ۱۳- حجازی رضوان، علی رحمان، زهرا مظفری، مقاله بررسی اثر مقررات افشای اطلاعات منتشره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۰





پروہشکاه علوم انسانی ومطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی