

# بازار سرمایه ایران: گذشته، حال و آینده

## رویکردی به نقش بازار سرمایه در تدوین برنامه سوم توسعه

### بخش دوم

#### مرکز تحقیقات اقتصادی بورس تهران

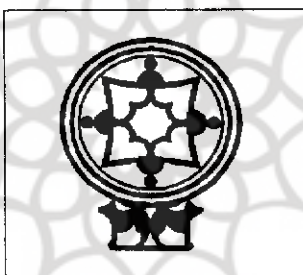
معاملات اندکی نیز بر روی آنها انجام شده است.

در ایران، مقام ناظر بر بازار سرمایه ب کارکردی همانند شورای بورس و اوراق بهادار آمریکا وجود ندارد، اما برپایه قانون تأسیس بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۴۵، شورای بورس بر حسن اجرای قانون مزبور نظارت می‌کند که ریاست آن با رییس کل بانک مرکزی است و دادستان کل کشور، خزانه‌دار کل کشور، معاون وزیر امور اقتصادی و دارایی، رییس اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، رییس هیأت مدیره بورس و سه شخصیت مالی و اقتصادی به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی در آن عضویت دارند.

- دریافت و تسلیم درخواست‌های متقاضیان پذیرش اوراق بهادار به هیأت پذیرش.

- رسیدگی به اقدامات و عملیات کارگزاران بورس و بازرسی دفاتر و عملیات و معاملات کارگزاران.

- رسیدگی به شکایت‌های وارده علیه کارگزاران و در صورت لزوم، اتخاذ تصمیمات انضباطی.



در نخستین بخش از این مقاله نگاهی داشتیم به نقش و اهمیت بازار سرمایه در اقتصاد ملی و پیشینه و وضع موجود و آتی بازار سرمایه در ایران. و اینک، توجه شما را به ادامه و پایان این بحث جلب می‌کنیم. بانک و اقتصاد

#### ۳- چالش‌های کنونی و ضرورت اصلاح ساختار بازار سرمایه ایران

بورس اوراق بهادار تهران، به‌عنوان تنها بازار رسمی و متشکل سرمایه در ایران، برپایه قانون تأسیس بورس اوراق بهادار تهران، مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵، آیین‌نامه اجرایی قانون تأسیس بورس اوراق بهادار درباره شورای بورس، آیین‌نامه اجرایی هیأت پذیرش اوراق بهادار، اساسنامه سازمان کارگزاران، و آیین‌نامه اجرایی معاملات در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت می‌کند.

بورس اوراق بهادار تهران توسط هیأت مدیره مرکب از هفت نفر از اعضای بورس و به انتخاب مجمع عمومی اعضا اداره می‌شود. برپایه اصلاحات انجام‌شده در اساسنامه بورس، از سال ۱۳۶۹، دست‌کم چهار عضو هیأت مدیره باید از بین کارگزاران بانک‌ها باشند. رییس هیأت مدیره بورس در جلسه نخست و از میان اعضای هیأت مزبور انتخاب می‌شود. مهمترین وظایف هیأت مدیره بورس چنین است:

- اداره امور بورس، نظارت بر حسن عمل تمامی کارگزاران و کارکنان، کوشش برای دستیابی به اهداف بورس، تهیه آیین‌نامه‌های داخلی و تسلیم آنها به شورای بورس برای تصویب.

- رسیدگی به درخواست‌های متقاضیان کارگزاری اوراق بهادار و صدور پروانه کارگزاری.

#### \* در سال‌های اخیر، شرکت‌های

سرمایه‌گذاری متعدد، از طریق نشر

اوراق بهادار، سرمایه قابل توجهی را

گرد آورده‌اند، در حالی که هنوز هیچ

رویه نظارتی قاعده‌مندی درباره

ماهیت و عملکرد و حوزه‌های

فعالیت آنها وجود ندارد.

مهمترین وظایف شورای مزبور، به‌عنوان

رکن اصلی تصمیم‌گیری و نظارت بر فعالیت‌های بورس در ایران، همانا تصویب آیین‌نامه‌ها و مقررات لازم و نیز نظارت بر اجرای قوانین و مقررات مربوط است. همچنین، هیأت پذیرش اوراق بهادار و هیأت داور، به‌عنوان بازوهای شورای بورس در امر نظارت، فعالیت دارند. وظیفه هیأت پذیرش اوراق بهادار، تصمیم‌گیری درباره درخواست پذیرش اوراق بهادار در بورس،

- اخذ جرایم از اعضای متخلف.

- نمایندگی سازمان در برابر اشخاص ثالث و

ادارات و سازمان‌های دولتی و خصوصی.

- تعیین مقررات استخدامی کارکنان سازمان

و اجرای آن.

- تصویب بودجه سالانه سازمان، افتتاح

حساب به نام سازمان نزد بانک‌ها و مؤسسات.

هیأت مدیره بورس یک نفر از غیراعضای

سازمان را برای مدت دو سال به‌عنوان دبیرکل

بورس اوراق بهادار انتخاب و اختیارات خود را

به وی تفویض می‌کند تا تصدی امور اجرایی

سازمان را برعهده بگیرد. تجدید انتخاب دبیرکل

بورس بلامانع است.

بورس اوراق بهادار تهران از یک بازار اصلی

تشکیل شده که بیشتر فعالیت آن بر روی

دادوستد سهام عادی دارای حق رأی متمرکز شده

است؛ گرچه با پذیرش یک نوع اوراق مشارکت و

نیز واریزنامه‌های ارز صادراتی، در سال‌های اخیر

گذشته از همه اینها، گسترش قاعده‌مند حوزه عمل بازار سرمایه در سطح اقتصاد ملی در گرو پیدایش نهادهایی مانند مؤسسه‌های مرتبه‌بندی، مؤسسات مشاوره مالی، بازارسازان، صندوق‌های حمایت از سرمایه‌گذاران اوراق بهادار، و طراحی شبکه‌های فعالیتی ویژه برای به‌کارگیری ابزارهایی است که به شفافیت و تضمین کارکردهای این بازار کمک می‌کنند، حال آنکه در ساختار کنونی چنین وظایفی به لزوم در شمار کارکردهای بورس اوراق بهادار و شورای ناظر بر آن نمی‌گنجد.

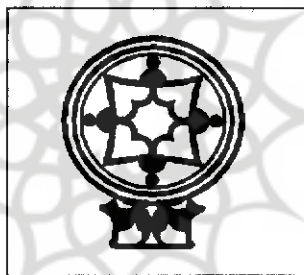
### \* بازار سرمایه کنونی ایران مجموعه کوچکی را دربرمی‌گیرد و از پس تأمین نیازهای مالی توسعه اقتصاد ملی بر نمی‌آید.

چنانکه پیداست، در وضعیت کنونی مقام ناظر بر بازار سرمایه به‌درستی تعریف شده نیست. شورای بورس در مقام مسوول حسن اجرای قانون تأسیس بورس اوراق بهادار فقط بر بورس اوراق بهادار تهران نظارت دارد که با مسوولیت پوشش قانونی بازار سرمایه و مجموعه متنوع و بالقوه فعالان در آن مترادف نیست.

بدین ترتیب، در بررسی کاستی‌ها و نارسایی‌های بازار سرمایه کنونی ایران آنچه در نگاه نخست نمایان می‌شود، نبود مجموعه قانونی جامعی برای پوشش تمامی فعالان در بازار سرمایه، و نیز چارچوبی برای تنظیم و نظارت بر آن بازار است. از این دیدگاه، شناسایی قانونی بازار سرمایه کشور در ساختار کنونی با نارسایی‌های بسیار همراه است. ساخت بازار سرمایه قاعده‌مند، شفاف و کارآمد نیست. بازارهای مالی نیز هویت مستقلی ندارند، به ویژه تداخل وظایف بازارهای پول و سرمایه به خوبی مشهود است. از سوی دیگر، الگوی ساخت بورس اوراق بهادار در ایران به گونه‌ای بوده که تحت نفوذ نهادهای شبه‌دولتی و از جمله شبکه بانکی قرار داشته است. برای مثال، عرضه عمومی سهام نهادهای ملی شده در بورس، به

رویه نظارتی قاعده‌مندی درباره ماهیت عملکرد و حوزه‌های فعالیت آنها وجود ندارد.

علاوه بر این‌ها، به نهادهای مالی دیگری می‌توان اشاره کرد که ارتباط غیرمستقیم فعالیت آنها با کارکردهای بازار سرمایه، سازگاری ماهیت و حوزه فعالیت آنها را - دست‌کم در حد حلقه‌های ارتباطی - با رویکردهای سیاستی بازار سرمایه کشور ناگزیر می‌سازد. در این باره، به‌جز مؤسسات مالی تحت پوشش بانک‌های تجاری و تخصصی کشور می‌توان به شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، سازمان تأمین اجتماعی، بنیادها و مؤسسات عمومی مانند سازمان صنایع بنیاد مستضعفان، سازمان اقتصادی بنیاد شهید، کمیته امداد امام خمینی (ره) و بنیاد پانزده خرداد، مؤسسات اعتباری غیربانکی مانند مؤسسه اعتباری بنیاد،



### \* ساختار کنونی بازار سرمایه با نارسایی‌های بسیار همراه است و ساخت بازار سرمایه قاعده‌مند و شفاف و کارآمد نیست و بازارهای مالی هم هویت مستقلی ندارند، و به‌ویژه تداخل وظایف بازارهای پول و سرمایه به‌خوبی مشهود است.

مؤسسه اعتباری سپاه، مؤسسه اعتباری امین، و صندوق‌های قرض‌الحسنه تحت پوشش سازمان اقتصاد اسلامی، و نیز نهادهایی مانند سازمان صنایع ملی ایران، سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و ستاد اجرایی فرمان امام (ره) اشاره کرد.

یا حذف اوراق بهادار فاقد صلاحیت از فهرست رسمی بورس است. ریاست هیأت پذیرش با رییس کل بانک مرکزی یا جانشین اوست، و رییس هیأت مدیره یا جانشین وی، نماینده اتاق ازرگانی و صنایع و معادن و دو حسابدار خبره در آن عضویت دارند. هیأت داور بورس با ترکیبی از نمایندگان وزارت دادگستری، شورای بورس و اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، به اختلاف‌های بین کارگزاران و نیز مشتریان با کارگزاران رسیدگی می‌کند.

### \* در حال حاضر، مقام ناظر بر بازار سرمایه به‌درستی تعریف نشده و شورای بورس هم فقط بر بورس اوراق بهادار تهران نظارت دارد.

چنانکه پیداست، شناسایی قانونی بازار سرمایه کشور هنوز از قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵ و آیین‌نامه اجرایی قانون تأسیس بورس اوراق بهادار درباره شورای بورس، مصوب آذر ۱۳۴۵ فراتر نمی‌رود. بدین ترتیب، بازار سرمایه ایران به‌طور رسمی به بورس اوراق بهادار تهران محدود می‌شود که شورای بورس وظیفه سیاست‌گذاری و هدایت امور آن را برعهده دارد. بدین معنا، حیثه نظارتی بازار سرمایه ایران به واحدهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران منوط و محدود شده است، حال آنکه در عمل نهادهای بسیاری در اقتصاد ایران حضور دارند که ماهیت فعالیت آنها به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به کارکردهای بازار سرمایه مربوط می‌شود. در واقع، به‌جز شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌ها و مؤسسات مالی بسیاری در اقتصاد ایران وجود دارند که به‌طور مستقیم به نشر اوراق بهادار و تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از این راه می‌پردازند. مثال آشنای اینگونه مؤسسات، شرکت‌های سرمایه‌گذاری ریز و درشتی است که طی سال‌های اخیر سرمایه قابل توجهی را از این راه گردآورده‌اند و با وجود اهمیت تنظیم و نظارت بر فعالیت آنها - به‌ویژه از نظر حفظ حقوق سهامداران بی‌شمار - هنوز هیچ

انجام می‌شود. بدین معنا، به‌کارگیری ابزارهای جدید با هویت مشابه، اما با نام متفاوت - با آنچه در قانون ثبت شده است - در بازار سرمایه ایران امکانپذیر نیست.

در طی حرکت به سوی وضعیت مطلوب، انتظار بر این است که مقام ناظر بر بازار سرمایه در چارچوب یک مجموعه کارآمد، مسوولیت تنظیم و نظارت بر بازار را عهده‌دار شود و به‌گونه‌ای عمل کند که ضمن پویایی تنظیم و نظارت بر بازار، همه چیز برپایه تشخیص هویت و جایگاه واقعی طبقه‌بندی شده آن - و نه براساس هویت فردی - دآوری شود. بدین معنا، بازارهای دست اول و دست دوم باید برپایه یک شناسایی قانونی مناسب فعال شوند، فعالان نهادی و غیرنهادی در بازار سرمایه ایران شناسایی و مرتبه‌بندی شوند، و چارچوب مناسبی برای شناسایی ابزارهای مالی برپایه ویژگی آنها و در چارچوب یک طبقه‌بندی متعارف در سه دسته زیر فراهم آید:

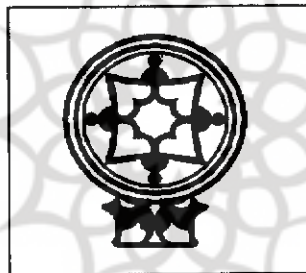
- اسناد مالکیت مانند سهام و سایر اوراق مالکیت مشابه،  
- اوراق قرضه و از جمله اوراق مشارکت،  
- ابزارهای مشتقه شامل قراردادهای سلف، معاملات آتی، و اختیار معامله.

بدیهی است که در چارچوب تعریف‌شده بالا، همواره امکان معرفی ابزارهای مالی جدید وجود خواهد داشت. به همین ترتیب، تضمین انتشار اوراق بهادار از نظر بی‌خطری بودن آنها برای سلامت ملی، اعتبار ناشر اوراق بهادار، و تطابق آنها با قوانین شرعی، مدنی و مالی کشور توسط مقام ناظر بر بازار سرمایه انجام خواهد شد. این مقام، مسوولیت تدوین قوانین لازم برای فعالیت در بازار سرمایه، هدایت منابع به بازارهای مالی، ایجاد شبکه‌های ایمنی برای منابع مالی کوچک، جلوگیری از فساد، تسهیل مبادلات، جلوگیری از دستکاری بازارها و مانند اینها را نیز بر عهده خواهد داشت. بر روی هم، مهمترین رویکردهای تنظیمی و نظارتی بازار سرمایه و بسترهای تدوین مجموعه قانونی مورد نیاز آن را چنین می‌توان برشمرد:

۱- حفظ هویت مستقل و قانونمندی بازار سرمایه.  
۲- سازگاری فعالیت بازار سرمایه با نیازها و اولویت‌های بخش واقعی اقتصاد ملی.

از پس تأمین نیازهای مالی توسعه اقتصاد ملی برنمی‌آید. نظارت بر بازار سرمایه ایران در شکل کنونی، کند و فاقد قانونمندی است. همچنین، ابزار کارآمد برای نظارت بر فعالیت‌های بخش‌های مختلف و بالقوه، تضمین سلامت کارکرد بازار، و جلوگیری از بروز پدیده‌های اختلال‌زا یا مختل‌کننده بازار وجود ندارد. به طریق اولی، مرجعی برای پیشنهاد قوانین، وضع مقررات و تدوین استانداردهای فعالیت در بازار سرمایه کشور به چشم نمی‌خورد. وانگهی، ایستایی سازوکار تنظیم و نظارت بر بازار متشکل سرمایه سبب می‌شود که پیشنهاد هرگونه تغییر یا اصلاح لزوماً بسا مراجعه به مرجع اصلی قانونگذاری و فروافتادن در فرآیند پیچیده دیوانسالاری اداری همراه باشد.

در شکل کنونی، با آنکه بازار دست اول



اوراق بهادار به‌گونه‌ای ضمنی و غیررسمی کمابیش وجود دارد، اما برای قاعده‌مندساختن انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار با نظارت بر نهادهای بالقوه و بالفعل موجود در آن، هیچ کوششی صورت نمی‌گیرد. بازار دست دوم نیز فقط در چارچوب بورس اوراق بهادار تهران فعالیت دارد و در عمل، امکان راهیابی بخش عمده‌ای از توان پس‌اندازی جامعه در نقاط مختلف کشور به این بازار فراهم نیست. همچنین، هیچگونه مرتبه‌بندی برای اوراق بهادار دادوستدشده در بازار رسمی وجود ندارد. به همین ترتیب، فعالیت نهادهای مختلف بازار سرمایه نامشخص و بدون قانونمندی است. مقررات کنونی فعالیت گاه با روح حاکم بر بازار سرمایه همخوانی ندارد. برای مثال، ثبت شرکت‌های سرمایه‌گذاری برپایه مقررات مربوط به شرکت‌های بازرگانی انجام می‌شود. و سرانجام آنکه، شناسایی ابزارهای مالی قابل معامله در بازار متشکل سرمایه ایران برپایه نام آن ابزارها

سبب نفوذ آنها در ساخت تصمیم‌گیری آن، موجب قیمتگذاری و حضور بی‌ضابطه آنها در بازار سهام بوده و به بی‌اطمینانی و ناپایداری بازار انجامیده است. علاوه بر این، بر اثر فشار تقاضا برای منابع مالی در بازار پول، رقابت جدی بین بازارهای پول و سرمایه همواره به زیان بازار سرمایه و در جهت دورافتادن از مسیر توسعه طبیعی آن بوده است. با وجود این، تأثیر سایر قوانین جانبی نیز در کندشدن هرچه بیشتر این روند را نیز نباید نادیده گرفت. برای مثال، با آنکه در قانون مالیات‌ها، مصوب ۱۳۶۶ و اصلاحیه‌های بعدی، نقل و انتقال سهام مشمول مالیات اندک نیم‌درصدی است و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس از یک بخشودگی ده‌درصدی و درآمد مشمول مالیات سهامداران خرده‌پا - کمتر از پنج درصد - از یک بخشودگی پانزده درصدی برخوردار شده است؛ نارسایی‌های کلی نظام مالیاتی کشور به زیان توسعه بازار سرمایه و به‌عنوان یک معضل اساسی نمود یافته‌است که از جمله آنها می‌توان به نرخ بالا و نامتناسب ماده ۱۳۱ برای سود تقسیم‌نشده، عدم استفاده از نرخ ثابت مالیاتی درباره شرکت‌ها و سهامداران، پیچیدگی یا حتی غیرقابل‌اجرا بودن مالیات بر اندوخته‌ها براساس سهم هر سهامدار در ماده ۱۰۵، وجود مالیات بر صرف سهام، احتساب مضاعف مالیات برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارنده (Holding Companies) و انعطاف‌ناپذیری یا روزآمدنبودن مقررات مالیاتی در بسیاری از موارد دیگر اشاره کرد. حتی قانون تجارت، به‌عنوان بنیادی‌ترین قانون ناظر بر فعالیت‌های اقتصادی کشور، با وجود بازنگری برخی موارد مربوط به شرکت‌های سهامی در سال ۱۳۷۴، در بسیاری از موارد، به‌ویژه درباره فعالان در بازار سرمایه، همچنان دچار نارسایی‌های اساسی است.

بر روی هم، بازار سرمایه کنونی ایران مجموعه کوچکی را دربر می‌گیرد که نقش آن در فرآیند توسعه اقتصادی کشور بسیار ناچیز بوده است. بررسی وضعیت بازار واحد، تک‌کالایی، کوچک و کمابیش دولتی بورس اوراق بهادار تهران، به‌عنوان نماد اصلی بازار سرمایه ایران، به‌ویژه در سنجش با کشورهای دیگر، نشان می‌دهد که بازار سرمایه در شکل کنونی آن به گونه‌ای محدود، سستی، و دنباله‌رو فعالیت دارد و

جدول روند ارزش جاری بازار

ردیف	نام کشور	ارزش جاری بازار دست دوم اوراق بهادار					
		۱۹۹۶	۱۹۹۵	۱۹۹۴	۱۹۹۳	۱۹۹۲	۱۹۹۱
۱	آرژانتین	۳۲۶۸	۳۷۷۸۳	۳۶۸۶۴	۴۳۹۶۷	۱۸۶۳۳	۱۸۵۰۹
۲	آفریقای جنوبی	۱۳۷۵۶۰	۲۸۰۵۲۶	۲۲۵۷۱۸	۱۷۱۹۴۲	۱۰۳۵۳۷	۱۶۸۹۹۷
۳	آلمان	۳۵۵۰۷۳	۵۷۷۳۶۵	۴۷۰۵۱۹	۴۶۳۴۷۶	۳۴۸۱۳۸	۳۹۳۴۵۴
۴	آمریکا	۳۰۵۹۴۳۴	۶۸۵۷۶۲۲	۵۰۶۷۰۱۶	۵۱۳۶۱۹۹	۴۴۸۵۰۴۰	۴۰۸۷۶۶۰
۵	اردن	۲۰۰۱	۴۶۷۰	۴۵۹۴	۴۸۹۱	۳۳۶۵	۲۵۱۲
۶	استرالیا	۱۰۷۶۱۱	۲۴۵۲۱۸	۲۱۹۱۸۸	۲۰۳۹۶۴	۱۳۵۴۵۱	۱۴۴۸۶۷
۷	اکوادور	—	۲۶۳۱	۲۴۹۶	۱۰۹۸	۶۹	—
۸	اندونزی	۸۰۸۱	۶۶۵۸۵	۴۷۴۲۱	۳۲۹۵۳	۱۲۰۳۸	۶۸۲۳
۹	انگلستان	۸۴۸۸۶۶	۱۴۰۷۷۳۷	۱۲۱۰۲۴۵	۱۱۵۱۶۶۶	۹۲۷۱۲۹	۹۸۷۹۵۲
۱۰	ایتالیا	۱۴۸۷۶۶	۲۰۹۵۲۲	۱۸۰۱۳۵	۱۳۶۱۵۳	۱۲۹۱۹۱	۱۵۸۸۶۵
۱۱	ایرن	—	۶۵۶۱	۲۷۷۰	۱۳۰۴	۱۵۴۹	۳۴۲۸۲
۱۲	برزیل	۱۶۳۵۴	۱۴۷۶۳۶	۱۸۹۲۸۱	۹۹۴۳۰	۴۵۶۶۱	۴۲۷۵۹
۱۳	بلژیک	۶۵۴۴۹	۱۰۴۹۶۰	۸۴۱۰۳	۷۸۰۶۷	۶۶۱۷۲	۷۱۳۱۹
۱۴	بلغارستان	—	۶۱	—	—	—	—
۱۵	پاکستان	۲۸۵۰	۹۲۸۶	۱۲۲۶۳	۱۱۶۰۲	۸۰۲۸	۷۳۲۶
۱۶	پاناما	—	۸۴۱	۶۹۸	۴۱۹	۲۶۶	—
۱۷	پرتغال	۹۲۰۱	۱۸۳۶۲	۱۶۲۴۹	۱۲۴۱۷	۹۲۱۳	۹۶۱۳
۱۸	پرو	۸۱۲	۱۱۷۹۵	۸۱۷۸	۵۱۱۳	۲۶۳۰	۱۱۱۸
۱۹	تایلند	۲۳۸۹۶	۱۴۱۵۰۷	۱۳۱۴۷۹	۱۳۰۵۱۰	۵۸۲۵۹	۳۵۸۱۵
۲۰	تابوان	۱۰۰۷۱۰	۱۸۷۲۰۶	۲۴۷۳۲۵	۱۹۵۱۹۸	۱۰۱۱۲۴	۱۲۴۸۶۴
۲۱	ترکیه	۱۹۰۶۵	۲۰۷۷۲	۲۱۶۰۵	۳۷۶۶۹	۹۹۳۱	۱۵۷۰۳
۲۲	جمهوری چک	—	۱۵۶۶۴	۵۹۳۸	—	—	—
۲۳	چین	—	۴۲۰۵۵	۴۳۵۲۱	۴۰۵۶۷	۱۸۲۵۵	۲۰۲۸
۲۴	دانمارک	۳۹۰۶۳	۵۶۲۲۳	۵۴۳۹۹	۴۱۷۸۵	۳۲۶۳۵	۴۴۸۴۱
۲۵	روسیه	—	۱۵۸۶۳	۱۵۱	۱۸	۲۱۸	۲۴۴
۲۶	رومانی	—	۱۰۰	—	—	—	—
۲۷	زیمبابوه	۲۳۹۵	۲۰۳۸	۱۸۲۸	۱۴۳۲	۶۲۸	۱۳۹۴
۲۸	ژاپن	۲۹۱۷۷۹	۳۶۶۷۲۹۲	۳۷۱۹۹۱۴	۲۹۹۹۷۵۶	۲۳۹۹۰۰۴	۳۱۳۰۸۶۳
۲۹	سنگاپور	۲۴۳۰۸	۱۴۸۰۰۴	۱۳۴۵۱۶	۱۳۲۷۴۲	۴۸۸۱۸	۴۷۶۳۷
۳۰	سوئیس	۱۶۰۰۴۴	۴۳۳۶۲۱	۲۸۴۰۹۲	۲۷۱۷۱۳	۱۹۵۲۸۵	۱۷۳۸۸۱
۳۱	شیلی	۱۳۶۴۵	۷۳۸۶۰	۶۸۱۹۵	۴۶۶۲۲	۲۹۶۶۴	۲۷۹۸۴
۳۲	عربستان سعودی	—	۴۰۹۶۱	۳۸۶۹۳	—	—	—
۳۳	غنا	—	۱۶۶۹	۱۸۷۳	۱۱۸	۸۴	۷۶
۳۴	فرانسه	۳۱۴۳۸۴	۵۲۲۰۵۳	۴۵۱۲۶۳	۴۵۶۱۱۱	۳۵۰۸۵۸	۳۴۸۰۸۳
۳۵	فیلیپین	۵۹۲۷	۵۸۸۵۹	۵۵۵۱۹	۴۰۳۲۷	۱۳۷۹۴	۱۰۱۹۷
۳۶	کره سی	—	۵۸۱	۵۱۴	—	—	—
۳۷	کره جنوبی	۱۱۰۵۹۴	۱۸۱۹۵۵	۱۹۱۷۷۸	۱۳۹۴۲۰	۱۰۷۴۴۸	۹۶۳۷۳
۳۸	کلمبیا	۱۴۱۶	۱۷۸۹۳	۱۴۰۲۸	۹۲۳۷	۵۶۸۱	۴۰۳۶
۳۹	کوبا	۴۵۳	۱۸۸۶	۳۰۸۲	۱۰۶۰	۶۳۷	۴۵۳
۴۰	لهستان	—	۴۵۶۴	۳۰۵۷	۲۷۰۶	۲۲۲	۱۴۴
۴۱	لیتوانی	—	۱۵۷	—	—	—	—
۴۲	مالزی	۴۸۶۱۱	۲۲۲۷۲۹	۱۹۹۲۷۶	۲۲۰۳۲۸	۹۴۰۰۴	۵۸۶۲۷
۴۳	مجارستان	—	۲۳۹۹	۱۶۰۴	۸۱۲	۵۶۲	۵۰۵
۴۴	مراکش	۹۶۶	۵۹۵۱	۴۳۷۶	۲۶۵۱	۱۹۰۹	۱۵۲۸
۴۵	مصر	۱۷۶۵	۸۰۸۸	۴۲۶۳	۳۸۱۴	۳۲۵۹	۲۶۵۱
۴۶	مکزیک	۳۲۷۲۵	۹۰۶۹۴	۱۳۰۲۴۶	۲۰۰۶۷۱	۱۳۹۰۶۱	۹۸۱۷۸
۴۷	نیجریه	۱۳۷۲	۲۰۳۳	۲۷۱۱	۱۰۲۹	۱۲۲۱	۱۸۸۲
۴۸	ونزوئلا	—	—	۵۹۴	—	—	۴۴۴
۴۹	هلند	۱۱۹۸۲۵	۳۵۴۴۸۱	۲۸۳۲۵۱	۱۸۱۸۷۶	۱۳۴۵۴۴	۱۳۶۱۵۸
۵۰	هندوستان	۳۸۵۶۷	۱۲۷۱۹۹	۱۲۷۵۱۵	۹۷۹۷۶	۶۵۱۱۹	۴۷۷۳۰
۵۱	هنگکانگ	۸۳۳۹۷	۳۰۳۷۰۵	۲۶۹۵۰۸	۳۸۵۲۴۷	۱۷۲۱۰۶	۱۲۱۹۸۶
۵۲	یونان	۱۵۲۲۸	۱۷۰۶۰	۱۴۹۲۱	۱۳۳۱۹	۹۴۸۹	۱۳۱۱۸
	بازارهای نوخاسته	۶۱۴۵۵	۱۹۳۱۴۱۱	۱۹۱۴۸۷۶	۱۶۳۷۰۷۹	۹۱۳۳۰۸	۸۶۱۶۳۵
	بازارهای توسعه یافته	۸۷۸۴۷۷۰	۱۵۸۵۵۷۷۵	۱۳۲۰۹۱۱۱	۱۲۳۲۶۲۶۱	۹۹۲۱۸۴۱	۱۰۴۳۲۹۲۸
	کل جهان	۹۳۹۳۵۵	۱۷۷۸۷۱۸۶	۱۵۱۲۳۹۸۷	۱۳۹۶۳۳۴۰	۱۰۸۳۵۱۴۹	۱۱۲۴۴۵۶۳

جدول همسختی ساخت نهادی

ردیف	نام کشور	نوع بازار			زمان تسویه	مقام ناظر	سازمان	ارزاق نهادی			اسناد مشقه
		اصلي	فرعي	آزاد				ارزاق گروه	سایر ارزاق نهادی	ارزاق های مالی	
۱	آرژانتین	✓	✓	✓	۱-۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	وابسته به دولت	✓	✓	✓	✓
۲	آرژانتین جنوبی	✓	✓	✓	۳-۷	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	وابسته به دولت	✓	✓	✓	✓
۳	آلمان	✓	✓	✓	—	بانک مرکزی آلمان	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴	آمریکا	✓	✓	✓	۳	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۵	اوردن	✓	✓	✓	۳	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۶	استرالیا	✓	✓	✓	۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۷	اکوادور	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۸	اندونزی	✓	✓	✓	۴	وزارت دارایی	مستقل	✓	✓	✓	✓
۹	انگلیس	✓	✓	✓	۲-۵	هیات سرمایه گذاری اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۰	ایتالیا	✓	✓	✓	۵-۱۰	کمیسیون بورس و اوراق بهادار و شرکت ها	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۱	ایران	✓	✓	✓	۵-۱۰	بانک مرکزی	وابسته به دولت	✓	✓	✓	✓
۱۲	برزیل	✓	✓	✓	۱۳	کمیسیون اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۳	بوریکن	✓	✓	✓	۳	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۴	تایوان	✓	✓	✓	۷-۱۳	وزارت دارایی	مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۵	پاکستان	✓	✓	✓	۵	وزارت دارایی	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۶	پاناما	✓	✓	✓	۴	وزارت دارایی	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۷	پروقال	✓	✓	✓	۴	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۸	پرو	✓	✓	✓	۲-۳	وزارت دارایی	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۱۹	تایلند	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۰	تانزان	✓	✓	✓	۱	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۱	ترکی	✓	✓	✓	۲	هیات بازار سرمایه	وابسته به دولت	✓	✓	✓	✓
۲۲	جمهوری چک	✓	✓	✓	۳	وزارت دارایی	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۳	دانمارک	✓	✓	✓	۱-۳	کمیسیون بورس و اوراق بهادار چک	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۴	رومانی	✓	✓	✓	—	مقام ناظر بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۵	روسیه	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بازار سرمایه و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۶	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۷	رومانی	✓	✓	✓	۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۸	رومانی	✓	✓	✓	۳	وزارت دارایی ژاپن	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۲۹	رومانی	✓	✓	✓	۷	وزارت دارایی ژاپن	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۰	رومانی	✓	✓	✓	—	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۱	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۲	رومانی	✓	✓	✓	—	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۳	رومانی	✓	✓	✓	۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۴	رومانی	✓	✓	✓	۰	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۵	رومانی	✓	✓	✓	۳	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۶	رومانی	✓	✓	✓	۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۷	رومانی	✓	✓	✓	۲-۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۸	رومانی	✓	✓	✓	۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۳۹	رومانی	✓	✓	✓	۷	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۰	رومانی	✓	✓	✓	۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۱	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۲	رومانی	✓	✓	✓	۳-۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۳	رومانی	✓	✓	✓	۲-۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۴	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۵	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۶	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۷	رومانی	✓	✓	✓	۳-۵	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۸	رومانی	✓	✓	✓	—	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۴۹	رومانی	✓	✓	✓	۷-۱۴	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۵۰	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۵۱	رومانی	✓	✓	✓	۲	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓
۵۲	رومانی	✓	✓	✓	۳	کمیسیون بورس و اوراق بهادار	غیرانتفاعی و مستقل	✓	✓	✓	✓



۳- گسترش ابزارهای تنظیمی و نظارتی شفاف، قانونمند و کارآمد برای پوشش قانونی سرمایه‌گذاری سازمانی و غیرسازمانی و نیز ناشران اوراق بهادار. به‌کارگیری ابزارهای مزبور باید عادلانه، ایمن و معتبر باشد و در عین حال، از کسی سلب‌انگیزه نکند.

۴- فراهم‌آوردن چارچوبی قانونمند، ایمن و سالم برای حضور فعالان در بازار سرمایه.

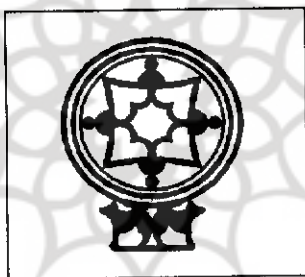
۵- فراهم‌آوردن چارچوب مناسبی برای فعالیت بازارهای اوراق بهادار، به‌گونه‌ای که گسترده، متنوع، قاعده‌مند، سهل‌الورود، مبتنی بر سازوکار عرضه و تقاضا، ایمن، و سالم باشد.

۶- فراهم‌آوردن چارچوب مناسبی برای معرفی ابزارهای مالی جدید و متنوع بدون نیاز به تصویب قوانین جدید؛ ضمن آنکه با مجموعه قوانین کشور سازگار، برای اقتصاد ملی بی‌خطر، و نیز به اندازه کافی مطمئن و معتبر باشد.

## ۲- بازار سرمایه ایران و جهت‌گیری برنامه سوم

برای آنکه بازار سرمایه بتواند در توسعه اقتصاد ملی نقشی سزاوار برعهده گیرد، باید کارآمد، فعال، و مبتنی بر رابطه‌های ساختاری متکی به یک نظام انگیزشی باشد. به همین ترتیب، هرگونه تحول یا نوآوری باید در جهت حساس‌کردن بازار نسبت به انگیزش‌ها و گسترش دامنه و زمینه انگیزه‌های حضور در این بازار باشد. در این راستا، آنچه در گام نخست ناگزیر می‌نماید، فراهم‌آوردن پوشش قانونی مناسبی برای مجموعه فعالان در بازار، مجموعه ابزارهای مالی بازار سرمایه و نیز سازوکار تنظیمی و نظارتی مورد نیاز آنهاست. در عمل، دستیابی به چنین وضعیتی بدون گزینش الگوی برازنده‌ای برای ساخت بازار سرمایه در ایران از رویایی و کارایی زیادی برخوردار نخواهد بود. در گام دوم، مسأله بازنگری ساخت سازمانی بورس اوراق بهادار در ایران فرآیند می‌آید که باید در پناه مجموعه قانونی تدوین‌شده برای بازار سرمایه کشور بتواند به کارآمدترین شکل ممکن کارکردهای خود را انجام دهد. در این راستا، سامان‌یافتگی بازار از نظر فراهم‌بودن امکان دسترسی برابر به بازار، قدرت

نقدشوندگی، نوآوری، رقابت‌پذیری، متکی‌بودن به سازوکار عرضه و تقاضا، و هم‌پیوندی با بازار جهانی اهمیت می‌یابد. همچنین، سازمان بازار دست دوم اوراق بهادار در ایران باید بتواند به کمک یک شبکه دادوستد مناسب و روزآمد، با کمترین هزینه دادوستد و کمترین زمان تسویه و پایاپای، دادوستد اوراق بهادار را پشتیبانی کند؛ ضمن آنکه تنظیم و نظارت بر بازار دست دوم بر مبنای حمایت از سرمایه‌گذاران، ایمنی، دقت، شفافیت و قاعده‌مندی بازار مورد توجه قرار گیرد. بر روی هم و با توجه به تنگناها و کاستی‌های برشمرده در بخش‌های قبل، مهمترین رویکردهای برنامه سوم برای بسترسازی فعالیت و گسترش نقش بازار سرمایه در تجهیز منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی را می‌توان اینگونه برشمرد:



۱- گسترش حوزه نفوذ و گستره فعالیت بازار متشکل و قانونمند سرمایه در ایران.

۲- بهسازی ساختار بازار سرمایه و همسازی نقش و کارکردهای آن با نیازها و اولویت‌های واقعی اقتصاد ملی.

۳- بهسازی نقش و جایگاه بورس اوراق بهادار، به‌عنوان مؤثرترین سازوکار بالقوه تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی و نهاد اصلی بازار متشکل سرمایه ایران.

۴- بهره‌مندسازی بخش‌های تولیدی و صنعتی از منافع حاصل از تجهیز بازار سرمایه.

۵- کاهش فشار تقاضا برای منابع مالی در بازار پول.

بدین ترتیب، راه‌کارهای سیاستی زیر می‌تواند دستیابی به هدف‌های بالا را تا حدودی امکان‌پذیر سازد.

۱- اصلاح ساخت بازار سرمایه و تعیین چارچوب قانونی مناسبی برای شناسایی مقام

ناظر بر بازار سرمایه ایران، به‌منظور گسترش ابزارهای تنظیمی و نظارتی قانونمند، شفاف و کارآمد برای پوشش سرمایه‌گذاران سازمانی و غیرسازمانی، ناشران اوراق بهادار، واسطه‌های مالی، ابزارهای مالی، و بازارهای اوراق بهادار.

۲- ایجاد نهادهای مربوط به بازار دست اول، و تدوین قانون و مقررات عملیات مالی در بازارهای مزبور و از جمله ضوابط انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار در ایران.

۳- تدوین مقررات شفاف‌کننده وضعیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ایران از بعد تنظیم و نظارت، و قاعده‌مندکردن عملکرد آنها در چارچوب ایجاد شرکت‌های سرمایه‌گذاری ناب، سرمایه‌گذاری‌های توسعه‌ای، و سرمایه‌گذاری‌های تخصصی.

۴- ایجاد بازارهای فرعی شامل تالارهای فرعی تراز اول و بازار خارج از بورس، بازارهای تخصصی (بورس‌های کالا) مانند بورس محصولات کشاورزی و فلزهای اساسی، و گسترش سطح پوشش جغرافیایی بورس اوراق بهادار در ایران.

۵- ایجاد تنوع ابزاری در بازار متشکل سرمایه ایران و بهره‌گیری از انواع ابزارها مانند اوراق سهام، مشارکت، قراردادهای آتی و سلف، و ابزارهای مشتقه از جمله اختیار معامله.

۶- تدوین چارچوب قانونی و مقرراتی برای فعالان در بازار سرمایه و به‌کارگیری ابزارهای مالی.

۷- فراهم‌آوردن امکان جذب منابع بین‌المللی برای سرمایه‌گذاران ایرانی.

۸- تدوین قانون مبادلات ارزی در بازار سرمایه ایران.