

لایحه بازار اوراق بهادار

حیدر پوریان، دکترای اقتصاد
غلامرضا سلامی، حسابدار خبره
محسن محبی، عضو هیات علمی دانشگاه

مقدمه

در ۱۳۷۷ به دستور "رئیس جمهور خاتمی"، پیش نویس لایحه بازار اوراق بهادار را گروهی ۲۰ نفره، متشکل از استادان و خبرگان مالی کشور تهیه کردند. پس از روی کار آمدن کابینه دوم خاتمی و به دستور وزیر امور اقتصادی و دارایی این پیش نویس به جریان افتاد و نظرات نهادهای منتخبی (از جمله مرکز پژوهش های مجلس و بانک مرکزی) اخذ شد. در پی این پیش نویس پس از یک سال بررسی و اصلاح در نهایت در کمیسیون، تخصصی کمیسیون اقتصاد هیئت دولت (شامل معاونان وزرای اقتصادی) با تغییرات اندکی به تصویب رسید.

تصویب این لایحه از لحاظ زمانی بسیار وقت گیر بود و در تاریخ کمیسیون یاد شده سابقه نداشت. به موازات، بحث هایی در کمیسیون اقتصاد مجمع تشخیص مصلحت نظام، موضوع نظارت بر بازار سرمایه مطرح شد و پس

از ساعت ها بحث، مورد توافق قرار گرفت. انتظار می رود با تصویب این لایحه هسته ای در مجلس تحول چشم گیری در بازار سرمایه کشور ایجاد شود و سایر لوایح و دستورالعمل ها برای تکامل قانونی بازار سرمایه کشور، در دستور شورای (جدید) بورس و اوراق بهادار و هیئت (جدید) نظارت قرار گیرد.

۱. سرمایه گذاری ضعیف در بازار اولیه کشور

نابرابری میان منابع پس انداز و نیازهای سرمایه ای در اقتصاد و نبود شرایط مساعد برای سرمایه گذاری و جذب منابع سرمایه ای مشکلی است که هسته اصلی سیاست گذاری ها و برنامه ریزی های بلندمدت را تشکیل می دهد. بازار سرمایه منبع اصلی تأمین مالی بلندمدت است. ابزارهای تأمین مالی از قبیل سهام، سهام ممتاز، اوراق قرضه، اوراق قابل تبدیل و ابزارهای مشتقه که ابزارهای یک بازار سرمایه جامع هستند قابلیت تأمین مالی پروژه های مختلف بلندمدت و مدیریت ریسک را مهیا می کنند. به علاوه، تأمین مالی سرمایه ثابت واحدهای اقتصادی در درجه اول با اوراق بهادار بلندمدت صورت می گیرد.

اگر مقادیر ارزش اوراق انتشار یافته در بازارهای پولی و سرمایه ای را در یک بازار متشکل و توسعه یافته بررسی کنیم، نتایج نشان می دهد که در یک کشور صنعتی ارزش بازار سرمایه بیش از ده ها برابر ارزش بازار پول است. ولی در کشور ما در کنار نظام گسترده "پایه بانکی"، توجه کافی به نظام "پایه اوراق بهادار" (به ویژه بازار اولیه) نشده است. این کمبود، یکی از عواملی بوده که منتج به سقوط شدید سرمایه گذاری (اولیه) در ۲۵ سال اخیر شده است. نسبت سرمایه گذاری به محصول ناخالص داخلی از ۴۹/۹ درصد در ۱۳۵۷ به حدود ۲۷/۰ درصد در حال حاضر کاهش یافته است. برخی از آثار منفی کمبود سرمایه گذاری را می توان در این موارد خلاصه کرد:

۱. کاهش نسبت سرمایه گذاری، رشد تولیدات آتی را مختل می کند.
۲. تشکیل کُند سرمایه، رشد بهره وری را تحت مصیقه قرار می دهد و چون بهره وری سرچشمه رشد و رفاه است، این شاخص ها را به صورت منفی تحت تأثیر قرار خواهد داد.
۳. رونق در چرخه های اقتصادی کشور بیشتر ناشی از انبساط پولی (و در نتیجه، تورم) بوده است. طبیعی است که این امر نمی تواند جایگزین پایداری برای عامل سرمایه باشد.
۴. دولت به جز اوراق مشارکت، از ابزارهای اوراق بهادار (مانند اسناد خزانه) عملاً (برای تأمین مالی و سیاست های پولی) استفاده نمی کند.



۵. توسعه نیافتن بازار اولیه و نبود ابزارهای مالی موجب می‌شود شرکت‌ها دارای شرایط مالی و ساختار سرمایه‌ای^۲ مناسبی نباشند.

۶. تکیه بر منابع بانکی و نبود سرمایه کافی موجب مازاد تقاضای مستمر برای منابع نظام بانکی می‌شود که خود یکی از دلایل تورم از طریق خلق اعتبار برای پاسخ‌گویی به مقداری از این مازاد تقاضا، از یک سو، و بالا بودن نسبی میزان سود بانکی (به خاطر مازاد تقاضا)، از سوی دیگر، شده است.

قابل توجه است که مهم‌ترین رکن بازار سرمایه وجود "بازار اولیه"^۳ گسترده و سامان‌دهی شده است که تأمین مالی و سرمایه‌گذاری جدید از طریق آن صورت می‌گیرد. بورس‌های اوراق بهادار یا "بازار ثانویه"^۴ بیشتر برای حمایت نقدینگی از بازار اولیه، تشکیل می‌شوند. با وجود نیاز شدید به بازار اوراق بهادار به عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان بازار مالی، کشور مازاداری چنین رکن سامان‌دهی شده‌ای نیست و جزو آخرین کشورهای هستیم (حتی پس از چین کمونیست) که اولین گام‌های سامان‌دهی این بازار را با تدوین قانون بازار اوراق بهادار بر می‌دارد.

جدول (۱) نمایی از ساختار قوانین نه کشور را نشان می‌دهد. به علاوه، همان طور که شواهد اخیر و بحران‌های بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد، این تنها بازار ثانویه کشور نیز به شدت نیاز به رسیدگی قانونی، مقرراتی و نظارتی دارد.

۲. ضعف قوانین موجود

آن چه در ایران به عنوان بدیل قانون اوراق بهادار مطرح است، قانون تأسیس بورس اوراق بهادار (یعنی بازار ثانویه) مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵ است. توانایی نظارت این قانون بر بورس اوراق بهادار به نحوی کارا و شفاف، مورد تردید بیشتر صاحب‌نظران و کارشناسان است. به علاوه، بورس تنها به عنوان نهادی برای معامله دست دوم اوراق بهادار تلقی می‌شود و بنابراین نمی‌تواند کل بازار اوراق بهادار را شامل شود.

از طریق قانون موجود نه تنها ایجاد و نظارت بر کار نهادهای بازار اوراق بهادار از قبیل مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های مشاوره سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های درجه‌بند، کانون‌های معامله‌گران اوراق بهادار و نظایر آن میسر نیست، بلکه تأسیس و راه‌اندازی بورس‌های دیگر، فرابورس و سایر نهادهای فعال در بازار ثانویه نیز به صورتی مؤثر ممکن نخواهد بود. یادآوری می‌شود که پذیره‌نویسی اوراق بهادار بیشتر از طریق بانک‌های سرمایه‌گذاری^۵ در بازار اولیه و از طریق شرکت‌های کارگزاری در بازار ثانویه صورت می‌پذیرد. حتی جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۶ را می‌توان به بازار اولیه نسبت داد. به موازات آن، سرمایه‌گذاری پورتفولیوی خارجی^۸ در بازار ثانویه جذب می‌شود.

بازار ثانویه کنونی در چارچوب بورس اوراق بهادار تهران و مجموعه قانونی و مقرراتی ناظر به تأسیس و اداره آن، مجموعه کوچکی را در بر می‌گیرد که نقش آن در فرایند توسعه اقتصاد کشور بسیار ناچیز است؛ ضمن آن که ابزار سرمایه‌گذاری در این بازار نیز بسیار محدود بوده و تنوع کمی ندارد.

بازار سرمایه ایران دارای ساختار نظارتی مناسب نیست؛ از این رو با کاهش سرمایه‌گذاری روبرو شده است. از سوی دیگر بین قوانین کشور و نیازهای روز بازار سرمایه، هماهنگی لازم وجود ندارد. تنوعی در بازار اوراق بهادار فعلی دیده نمی‌شود و امکاناتی برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی

موجود نیست. همچنین این بازار دارای فرابورس و بورس کالا در بازار سرمایه نیست. از این رو بازار سرمایه ایران در شکل کنونی از عهده حمایت از بازار اولیه و تأمین نیازهای مالی توسعه اقتصاد ملی بر نمی‌آید.

شاید تصور شود که قانون تجارت دربرگیرنده قانون بازار اوراق بهادار است، در حالی که این دو با یکدیگر تفاوت بارزی دارند. در تمامی کشورهایی که مورد مطالعه قرار گرفته‌اند، در یک سیر تاریخی، قوانین تجارت قدیمی تر بوده و قوانین اوراق بهادار به رغم وجود قانون تجارت، با رسالت و اهدافی متفاوت، پی در پی به تصویب رسیده‌اند. به عبارت دیگر، وجود قانون تجارت و به روز کردن یا اصلاح آن، مانع تصویب قانون اوراق بهادار نشده و این دو قانون را باید قوانین مکمل هم تلقی کرد. در جدول ۲ نمونه‌هایی از این دو قانون در کشورهای منتخب گزارش شده‌اند.

کاستی مهم دیگر این که به دلیل نبود سازمان، تشکیلات و بدنه کارشناسی در شورای بورس و هیئت پذیرش اوراق بهادار، کلیه وظایف مربوطه، در عمل، بر عهده سازمان کارگزاران بورس قرار گرفته است. این یکی از دلایل شکوفا نشدن و نابسامانی بورس است زیرا سازمان کارگزاران طبق قانون و اساس نامه خود دستگاهی نظارت‌پذیر (نه ناظر) است. ولی در عمل به جای وظیفه اصلی خود یعنی نظارت بر معاملات کارگزاران، وظایف شورای بورس و هیئت پذیرش اوراق بهادار را انجام می‌دهد.

سایر معضلات بازارهای اولیه و ثانویه را می‌توان به این صورت خلاصه کرد:

۱. بازار سرمایه در ایران دارای قانون نوین بازار اولیه^۹ نیست.
 ۲. بورس تهران به عنوان بازار ثانویه^{۱۰} از مشکلات متعددی رنج می‌برد و مطالعات متعددی نشان داده‌اند که بورس تهران دارای ویژگی‌های بازار ثانویه کارا نیست.
 ۳. قانون بورس کهنه و بدون مواد لازم برای ایجاد و توسعه یک بازار اوراق بهادار پویاست.
 ۴. شورای بورس موظف نیست و نظارت مستمر ندارد؛ در بازار اولیه نیز نقشی ندارد.
 ۵. فرار سرمایه به خارج و فرار سرمایه به بازارهای غیررسمی ادامه دارد.
 ۶. گزارش سازمان بازرسی کل کشور مبنی بر ناکارآمدی گسترده در بورس تهران و سوء استفاده از اطلاعات داخلی است.
- با توجه به اهمیت بازار سرمایه و در پی آن بازارهای اولیه و ثانویه و ضعیف آن‌ها در کشورمان انتظار می‌رود با تصویب این لایحه دست‌یابی به یک سری اهداف میسر شود:
۱. ایجاد "امنیت" سرمایه‌گذاری و تجهیز گسترده منابع با ایجاد شفافیت و معاملات منصفانه.
 ۲. جذب منابع مالی به مراتب بیشتر برای سرمایه‌گذاری در هر دو بخش خصوصی و دولتی و کمک به رشد اقتصادی کشور.
 ۳. کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه کاهش و بهبود شرایط مالی واحدهای اقتصادی.
 ۴. کاهش بار معضلات کنونی نظیر بیکاری و کندی رشد اقتصادی.
 ۵. ایجاد بازار مناسب اوراق بهادار و بستر لازم برای جذب سرمایه‌گذاری بین‌المللی.

جدول ۱. ساختار هیئت نظارت در کشورهای منتخب

شکل حقوقی	نام قانون** مربوطه	مقام انتخاب کننده ریس هیئت	مقام انتخاب کننده اعضای هیئت	تعداد* اعضا	نام هیئت نظارت	کشور	ردیف
Independent Federal Agency	Securities Act (1933,1934)	ریس جمهور	ریس جمهور (با "رضایت" سنا)	۵ عضو	Securities and Exchange Commission	ایالات متحده	۱
State Agency	Securities Law of the People's Republic of China (1998)	State Council	State Council		Securities Regulatory Commission	جمهوری خلق چین	۲
Federal Agency	Investment and Securities Act Law(1999)	وزیر دارایی	وزیر دارایی	۷ عضو	Securities and Exchange Commission	نیجریه	۳
Independent and Self- Sufficient	Law on Issuance and Sale of Securities (1996)	هیئت وزیران	مجلس با پیشنهاد هیئت وزیران	۵ عضو	Securities Commission	کرواسی	۴
Independent and on its own Responsibility	Capital Market Law (1981)	پیشنهاد وزیر دارایی، نصوب هیئت وزیران	هیئت وزیران با ۳ نامزد توسط وزیر دارایی، ۴ نامزد توسط وزارتخانه‌های دادگستری، صنایع و بازرانی، بانک مرکزی و اتحادیه بانک‌ها (گزارش به وزیر دارایی)	۷ عضو	Capital Market Board	ترکیه	۵
Body Corporate	Securities and Exchange Act (1997)	دولت فدرال	دولت فدرال	۵-۷ عضو	Securities and Exchange Commission	پاکستان	۶
Statutory Body	Securities and Exchange Commission (1993)	وزیر دارایی	وزیر دارایی	۳ عضو	Securities and Exchange Commission	بنگلادش	۷
Independent and Collegial Body	Securities Act (1936)	ریس جمهور	ریس جمهور	۵ عضو	Securities a nd Exchange Commission	فیلیپین	۸
Autonomous and Independent	Securities Law	پارلمان به پیشنهاد هیئت دولت	پارلمان به پیشنهاد هیئت دولت	۷ عضو	Securities and Exchange Commission	مقدونیه	۹

* مدت انتصاب اعضا در کشورهای مختلف از ۳ تا ۷ سال است؛ اعضا موظف (تمام وقت) هستند.

** بیشتر قوانین پیشرو در طول زمان و به تناوب اصلاح شده‌اند (مثل قوانین آمریکا و کره) و قوانین قدیمی منسوخ شده‌اند (مثل قانون نیجریه).

جدول ۲. قانون تجارت و قانون اوراق بهادار در کشورهای منتخب

ردیف	کشور	نام قانون تجارت	نام قانون اوراق بهادار
۱	چین	قانون شرکت‌ها	قانون
۲	نیجریه	قانون بازرگانی	قانون سرمایه‌گذاری و...
۳	کرواسی	قانون شرکت‌ها	Law on Issuance and Sale of Securities
۴	ترکیه	کد بازرگانی	Capital Market Law
۵	پاکستان	قانون بازرگانی	Securities and Exchange Act
۶	بنگلادش	قانون شرکت‌ها	Securities and Exchange Commission Act
۷	فیلیپین	قانون بازرگانی	Securities Act
۸	مقدونیه	قانون شرکت‌ها	Securities Law
۹	هنگ کنگ	Corporations Act	Securities and Futures Ordinance
۱۰	مالزی	Company Act	Securities Commission Act

برداشته شود و یا در محدوده‌ای غیر از موارد توافق شده با سرمایه‌گذار استفاده شود. به عبارت دیگر، سرمایه‌پذیر از نظر اخلاقی وظیفه دارد که فقط در موردی که بیشتر به سرمایه‌گذار اعلام کرده، سرمایه‌گذاری کند. مورد سوم "تأیید متعاقب"^{۱۷} است که براساس آن سرمایه‌گذار باید در جریان مسیر سرمایه‌گذاری، میزان سود و زیان و سایر امتیازات و پیامدهای آن قرار بگیرد؛ و اطمینان حاصل کند که منابع به طرز صحیح و کارایی مورد مصرف قرار می‌گیرند و اتلاف نمی‌شوند. موارد بالا در پیش‌نویس لایحه اوراق بهادار مدنظر قرار گرفته‌اند. برخی از اهداف مهم قانون پیشنهادی را می‌توان به این صورت عنوان کرد:

۱. ثبت اوراق بهادار توسط ناشران.
۲. نظارت مؤثر و مستمر بر فعالیت کارگزاران و سایر فعالان بازار سرمایه (موجود و آتی) از طریق نهادهای "خود انتظام"^{۱۸}
۳. تضمین افشای اطلاعات توسط ناشران اوراق بهادار برای عموم سرمایه‌گذاران.
۴. تهیه بستر مناسب برای دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات اولیه درباره سرمایه‌گذاری‌ها قبل از خرید اوراق بهادار.
۵. الزام به تهیه گزارش‌های موردی و حسابرسی و بازرسی‌ها.
۶. اعلام جرم علیه مجرمان.

۴. جزئیات لایحه

فصول پیشنهادی برای ساختار جدید بازار اوراق بهادار ایران شامل این موارد می‌شود: ایجاد شورای بورس و اوراق بهادار، هیئت نظارت بر بازار اوراق بهادار، بازار اولیه، بازار ثانویه (بورس تهران، بورس‌های منطقه‌ای، فرابورس‌ها)، کانون کارگزاران، معامله‌گران و نهادهای خود انتظام که در پی آن بررسی می‌شوند. شمایی از ساختار جدید بازار اوراق بهادار ایران در نمودار (۱) آورده شده است.

۶. حرکت از نظام "شورایی" به نظام "اجتماعی" در بازار سرمایه.
 ۷. فراهم شدن زمینه لازم برای تدوین یک سلسله قوانین برای اوراق و نهادهای مالی جدید در بازار سرمایه.
 قانون جدید بازار اوراق بهادار کشور به عنوان پلی بین قانون تجارت و قانون بورس عمل خواهد کرد. از این رو در راستای حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف سامان‌دهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منظم، منصفانه و کارایی اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون، براساس این قانون یک شورا و یک سازمان نظارت بر اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران تشکیل می‌شوند.

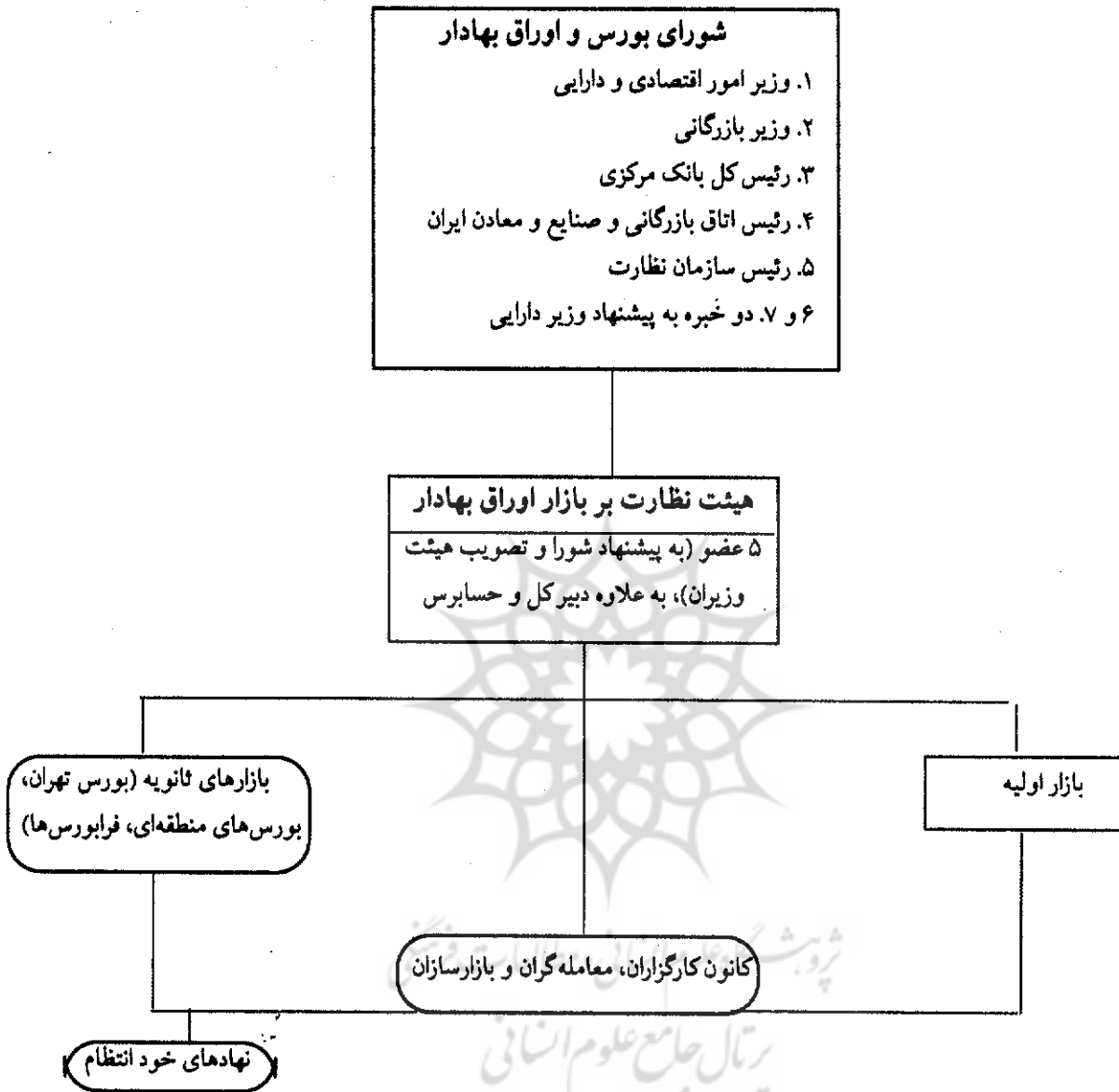
۳. قانون جدید در نظریه و عمل

از دیدگاه تئوریک بازارهای اولیه و ثانویه کشور بدون این چهار ویژگی مطلوب هستند:
 - کارایی^{۱۱}
 - شفافیت^{۱۲}
 - معاملات منصفانه^{۱۳}
 - نظارت^{۱۴}

به علاوه، سه مسأله باید در بازارهای مالی مورد توجه قرار گیرد: اولین مورد، اجتناب از "انتخاب نامطلوب"^{۱۵} است. هر سرمایه‌گذار (به ویژه جزء، با اطلاعات و آگاهی محدود) حق دارد از شفافیت قراردادی که با مصرف‌کننده سرمایه (سرمایه‌پذیر) بسته به انواع ریسک موجود و میزان سودآوری بهره‌مند شود. باید مشخص شود که چه استفاده‌ای از سرمایه خواهد شد، به طور مثال در چه صنعتی، طرحی، شرکتی و یا چه کشوری سرمایه‌گذاری می‌شود. وظیفه ناظر بازار اوراق بهادار شفاف‌سازی وضع اوراق بهادار قبل از عرضه برای فروش است.
 مورد دوم اجتناب از "خطر اخلاقی"^{۱۶} است. پس از انعقاد قرارداد، سرمایه‌پذیر نباید در شرایط آن تغییری وارد کند، نباید ریسک بالاتری

نمودار ۱

ساختار جدید بازار اوراق بهادار ایران براساس لایحهٔ پیش‌نهادی وزارت امور اقتصادی و دارایی



الف) شورای بورس و اوراق بهادار

شورای بورس و اوراق بهادار که به عنوان بالاترین رکن سازمان، عهده‌دار تصویب سیاست‌های کلان بازار اوراق بهادار، به پیشنهاد هیئت نظارت، خواهد بود دارای هفت عضو به این شرح است:

۱. وزیر امور اقتصادی و دارایی (به عنوان رئیس شورا)؛
۲. وزیر بازرگانی؛
۳. رئیس کل بانک مرکزی؛
۴. رئیس اتاق بازرگانی و صنایع و معادن؛
۵. رئیس سازمان نظارت (که به عنوان دبیر شورا، سخنگو و نماینده سازمان در کلیهٔ مراجع رسمی داخلی و خارجی انجام وظیفه خواهد کرد)؛
۶. دو نفر خبره به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی و تصویب

هیئت وزیران (که نباید از اعضای سازمان نظارت باشند).

وظایف شورای بورس اوراق بهادار از این قرار است:

۱. تصویب بودجه و صورت‌های مالی سازمان؛
۲. پیشنهاد عزل و نصب اعضای هیئت نظارت؛
۳. تعیین سیاست‌های کلان و خط مشی سازمان؛
۴. تصویب کارمزد ثبت اوراق بهادار؛
۵. تعیین بازرس و حسابرس؛
۶. تعیین رئیس و دبیر کل سازمان؛
۷. تعیین حقوق و مزایای رئیس سازمان، اعضای هیئت مدیره و دبیر کل؛
۸. اتخاذ تدابیر لازم برای سامان‌دهی و توسعه بازار اوراق بهادار؛



با توجه به اولین درس علم اقتصاد است یعنی تقسیم کار، مسؤولیت نظارت بر بازار سرمایه به نهادی جدید و متخصص سپرده می شود

تضمین کارایی و صحت جریان سرمایه گذاری و امکان معاملات منصفانه است.

طبق موارد ذکر شده در فصل پنجم پیش نویس لایحه بازار اوراق بهادار در مورد اطلاع رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه، هیئت نظارت موظف است مجموعه اطلاعاتی را که در فرایند ثبت اوراق بهادار به دست می آورد به اطلاع عموم برساند.

ج) هیئت نظارت بر بازار اوراق بهادار

هیئت نظارت بر بازار اوراق بهادار دارای پنج عضو است؛ این اعضا از بین افرادی که امین و دارای حسن شهرت بوده و نیز متخصصان در زمینه های مالی، حسابداری، حقوقی و اقتصادی باشند، به پیشنهاد شورای بورس و اوراق بهادار و تصویب هیئت وزیران انتخاب و با حکم رئیس شورا، منصوب می شوند. رئیس سازمان نظارت از بین اعضای هیئت به تصویب شورای بورس و اوراق بهادار و حکم وزیر امور اقتصادی و دارایی تعیین خواهد شد. دبیر کل سازمان که بالاترین مقام اجرایی سازمان محسوب می شود و از بین افراد بصیر و مجرب بر امور بازار و اوراق بهادار به پیشنهاد رئیس هیئت نظارت با تصویب شورای بورس و اوراق بهادار و حکم وزیر امور اقتصادی و دارایی منصوب خواهد شد. وظایف و اختیارات دبیر کل از سوی هیئت نظارت تعیین می شود. عضو دیگر هیئت نظارت، بازرس و حسابرس سازمان است که شورای بورس و اوراق بهادار از بین مؤسسه های حسابرسی عضو جامعه حسابداران رسمی، برای یک سال انتخاب می کند که در صورت انجام وظیفه مطلوب قابل تجدید انتخاب است.

مدت مأموریت هر یک از اعضای هیئت نظارت پنج سال است که البته می تواند برای دو دوره پنج ساله نیز تمدید شود. اشتغال اعضای نظارت به صورت تمام وقت است و حق اشتغال و پذیرش مسؤولیت دیگری در سایر دستگاه ها، بنگاه ها و نهادها، اعم از دولتی و غیردولتی را نخواهند داشت. برکناری هر یک از اعضا را مراجع ذی صلاح با پیشنهاد شورای بورس و اوراق بهادار و تصویب هیئت وزیران بر عهده می گیرند.

۹. پیشنهاد آیین نامه ها و مقررات لازم برای اجرای این قانون برای تصویب هیئت وزیران.

ب) سازمان نظارت بر اوراق بهادار

سازمان نظارت، مؤسسه عمومی غیردولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل است و از محل کارمزد ثبت اوراق بهادار و سهمی از حق پذیرش شرکت ها در بورس ها و سایر درآمدها اداره خواهد شد. پس از تصویب و اجرای این قانون، اوراق بهاداری که منتشر می شوند باید به منظور اطمینان از رعایت مقررات قانونی و مصوبات هیئت نظارت و شفافیت اطلاعاتی، نزد هیئت نظارت به تصویب برسند.

هیئت نظارت پس از بررسی تقاضای ثبت اوراق بهادار و ضمایم آن و اطمینان از انطباق آن ها با مقررات، نسبت به ثبت اوراق بهادار مورد تقاضای ناشر اقدام و اجازه انتشار اعلامیه پذیره نویسی را در تاریخ معین صادر می کند. انتظار می رود با توجه به نظارت دقیقی که در جریان ثبت و انتشار و عرضه اوراق وجود دارد، سرمایه گذاران بتوانند نسبت به پدید نیامدن خطر اخلاقی، اطمینان حاصل کنند.

با توجه به اولین درس علم اقتصاد است، یعنی تقسیم کار^۹، مسؤولیت نظارت بر بازار سرمایه به نهادی جدید و متخصص سپرده می شود. قابل توجه آن که بازار اوراق بهادار با نوع فعالیت "بانکداری مرکزی" متفاوت است؛ بنابراین نظارت بر این بازار از مسؤولیت بانک مرکزی خارج می شود. در گذشته های دور و قبل از وقوف به اهمیت این مسأله، بانک های مرکزی در سطح جهان انواع این فعالیت ها را به عهده داشته اما تفکیک حوزه های تخصصی موجب استفاده بهینه از عملکردها و تجربه ها شده است. دلیل دیگر برای خارج کردن بازار اوراق بهادار از حوزه بانکداری مرکزی، نوع ساختار و تشکیلات متفاوت این دواست. زیرا نظارت و سایر امور بازار سرمایه نه یک "سیاست پولی" است و نه یک "سیاست مالی" و اصولاً نمی توان این موارد را تحت عنوان یک "سیاست" تلقی کرد. بلکه هدف از این لایحه ایجاد شفافیت،

د) وظایف و اختیارات هیئت نظارت

وظایف و اختیارات هیئت نظارت به این شرح است:

۱. تهیه و تنظیم و ابلاغ دستورالعمل‌های اجرایی قانون مزبور؛
۲. نظارت بر اجرای قانون و آیین‌نامه‌های مربوط و همچنین کلیه مقررات و ضوابط مصوب؛
۳. تدوین و تصویب مقررات و ضوابط و روش‌های لازم برای اطلاع‌رسانی و افشای اطلاعات مورد نیاز بازار اوراق بهادار؛
۴. ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی و اوراق بهادار؛
۵. صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس تشکیلات خودانتظام شامل بورس‌ها و کانون‌ها و سایر نهادهای موضوع قانون، در چارچوب سیاست‌های ابلاغی شورای بورس و اوراق بهادار؛
۶. نظارت بر فعالیت تشکیلات خودانتظام و سایر نهادهای موضوع قانون؛
۷. تصویب مقررات و ضوابط مربوط به صدور پروانه کارگزاری، معامله‌گری و بازارسازی حسب مورد و تعیین کارمزد معاملات؛
۸. تهیه و تدوین مقررات مربوط به معاملات اوراق بهادار برای پیشنهاد به مراجع ذی‌صلاح؛
۹. تصویب مقررات و ضوابط راجع به تسویه سریع معاملات اوراق بهادار؛
۱۰. تصویب مقررات در چارچوب استانداردهای لازم‌الاجرای گزارش‌دهی مالی در جهت حسن اجرای قانون؛
۱۱. تصویب برنامه‌های تحقیقاتی و فعالیت‌های آموزشی در بازار اوراق بهادار؛
۱۲. ایجاد شبکه نظارتی فراگیر؛
۱۳. اتخاذ تدابیر لازم برای پیش‌گیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار؛
۱۴. اعلام آن دسته از تخلفات در بازار اوراق بهادار که اعلام آن طبق این قانون بر عهده هیئت نظارت است (به مراجع ذی‌صلاح و پی‌گیری آن‌ها)؛
۱۵. ارائه صورت‌های مالی و گزارش‌های ادواری در مورد عملکرد و

تحولات بازار اوراق بهادار به وزیر امور اقتصادی و دارایی؛
۱۶. اتخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدام‌های لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سهامداران جزء در بازار اوراق بهادار؛
۱۷. ایجاد هماهنگی‌های لازم در بازار اوراق بهادار رء‌سأ و در صورت نیاز، با همکاری سایر نهادهای سیاست‌گذاری و نظارتی؛
هیئت نظارت در بازار اولیه، عهده‌دار ثبت اوراق بهادار است؛ به عبارت دیگر، عرضه عمومی اوراق بهادار منوط به ثبت آن در سازمان نظارت، با رعایت مقررات است. در صورتی عرضه عمومی اوراق از طریق انتشار اعلامیه پذیره‌نویسی، آگهی، توزیع و فروش اوراق بهادار، مجاز است که با مجوز هیئت نظارت صورت بگیرد. ولی ثبت اوراق بهادار نزد هیئت نظارت به منظور اطمینان از رعایت مقررات قانونی و مصوبات هیئت نظارت و شفافیت اطلاعاتی بوده و به منزله تأیید مزایا و تضمین سودآوری شرکت‌ها یا طرح‌های مرتبط با اوراق بهادار به وسیله هیئت نظارت نیست.

هیئت نظارت پس از بررسی تقاضای ثبت اوراق بهادار و ضمیمه آن و اطمینان از انطباق آن‌ها با مقررات، نسبت به ثبت اوراق بهادار مورد تقاضای ناشر اقدام و اجازه انتشار اعلامیه پذیره‌نویسی را در تاریخ معین صادر می‌کند. تعدادی از اوراق مانند اوراق بهادار دولتی و شهرداری‌ها، اوراق منتشره بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری که تحت نظارت بانک مرکزی هستند، نیاز به ثبت ندارند. البته این ناشران باید مشخصات و ویژگی‌های اوراق و نحوه و شرایط توزیع و فروش آن را طبق ضوابطی که هیئت نظارت تعیین می‌کند، به دبیرخانه سازمان نظارت گزارش کند.

۵. بازار ثانویه

لایحه جدید تلاش بر آن دارد تا به ویژه از طریق ایجاد نهادهای خودانتظام، بازارهای ثانویه کشور را سامان دهد.

الف) شرایط تأسیس و فعالیت بورس و کانون

تأسیس بورس و کانون کارگزاران، معامله‌گران و بازارسازان منوط به ثبت نزد هیئت نظارت و اخذ مجوز از آن هیئت است. این تشکیلات تحت نظارت هیئت نظارت و به صورت خود-انتظام تأسیس و اداره خواهند شد.

شاید تصور شود که

قانون تجارت دربرگیرنده

قانون بازار اوراق بهادار است

در حالی که این دو با یکدیگر

تفاوت بارزی دارند

در تمامی کشورهایی که مورد مطالعه

قرار گرفته‌اند، در یک سیر تاریخی

قوانین تجارت قدیمی تر بوده

و قوانین اوراق بهادار

به رغم وجود قانون تجارت

با رسالت و اهدافی متفاوت

پی در پی

به تصویب رسیده‌اند





اساس نامه و ارکان بورس و کانون و همچنین شرایط انجام فعالیت آن‌ها با رعایت قانون تجارت، را این تشکیلات پیشنهاد کرده و به تصویب هیئت نظارت خواهد رسید. بورس‌ها مکلف‌اند برای نحوه پذیرش اوراق بهادار، طبقه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده و درج نام آن‌ها در تابلوهای مربوط، حذف موقت یا دائمی آن‌ها از تابلوهای یاد شده و نیز در مورد مبلغ

حق پذیرش و کارمزد معاملات اوراق بهادار، ضوابط و شرایطی را تدوین و با تصویب هیئت نظارت اجرا کنند. پذیرش اوراق بهادار در بورس‌ها موکول به رعایت ضوابطی از قبیل میزان سرمایه، سودآوری، تعداد سهام‌داران، شفافیت در اطلاع‌رسانی شرکت‌ناشر و سایر ویژگی‌های اوراق بهادار است که به پیشنهاد بورس مربوط و با تصویب هیئت نظارت تعیین خواهد شد.

ب) شرایط فعالیت کارگزاران، معامله‌گران و بازارسازان

انجام هرگونه فعالیت کارگزاری، معامله‌گری و بازارسازی به هر شکل و هر عنوان، منوط به اخذ مجوز از کانون مربوط است. صدور پروانه فعالیت کارگزاری، معامله‌گری و بازارسازی علاوه بر شرایط مصوب هیئت، منوط به موفقیت در آزمون‌های خاصی است که کانون مربوط برگزار می‌کند. تا زمانی که کانون معامله‌گران و بازارسازان تشکیل نشده است، وظایف مربوط به این کانون را دبیرخانه سازمان نظارت انجام می‌دهد. هنگامی که تعداد معامله‌گران در سطح کشور به ۱۱ نفر رسید تشکیل کانون معامله‌گران و بازارسازان الزامی است. فقط در قالب شخصیت حقوقی، معامله‌گر می‌تواند وظایف کارگزاری یا بازارسازی را طبق ضوابط مصوب هیئت نظارت و بورس مربوط، به عهده بگیرد.

کانون‌های خودانتظام می‌توانند در صورتی که کارگزاران و بازارسازان از هر یک از مقررات این قانون یا آیین‌نامه‌های ذی‌ربط تخلف کنند، متخلف را طبق ضوابط آیین‌نامه انضباطی خود جریمه یا پروانه فعالیت وی را با تصویب هیئت نظارت تعلیق یا لغو کنند. اختلاف بین کارگزاران، معامله‌گران، بازارسازان و سرمایه‌گذاران که ناشی از معاملات اوراق بهادار باشد، در ابتدا از طریق شیوه‌های حل و فصل در داخل کانون فیصله می‌یابد و در صورت نبود سازش، مورد به هیئت داوران ارجاع می‌شود. هیئت داوران متشکل از سه عضو است که هیئت نظارت برای مدت دو سال از بین حقوق‌دانان و صاحب‌نظران در زمینه‌های اقتصادی و مالی انتخاب و

منصوب می‌کند. ریاست هیئت داوران با عضو حقوقدان آن است.

۶. اطلاع‌رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه

همان‌طور که پیش از این اشاره شد، یکی دیگر از موارد حائز اهمیت در بازارهای مالی، اجتناب از انتخاب نامطلوب و تأیید متعاقب است. بسترسازی برای این دو هدف نیازمند نظام اطلاع‌رسانی و حسابرسی قوی است. از این رو در این لایحه مقرر شده است که هیئت نظارت، مجموعه اطلاعاتی را که در فرایند ثبت اوراق بهادار به دست می‌آورد به اطلاع عموم برساند؛ همچنین یک نظام هماهنگ گزارش‌دهی برای ناشران اوراق طراحی و ابلاغ کند. براساس این قانون ناشران اوراق باید صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای و گزارش رویدادهای مهم را طبق مقررات و استانداردهای حسابداری و ضوابط مصوب هیئت نظارت تهیه کنند. گزارش رویدادهای مهم شامل مواردی است:

۱. صورت‌های مالی سالانه حسابرسی شده؛
۲. صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای؛
۳. گزارش رویدادهای مهم نظیر:
 - ۳.۱) تغییر در ترکیب سهام‌داران عمده یا هیئت مدیره؛
 - ۳.۲) تحویل یا واگذاری شرکت‌های تابعه و وابسته؛
 - ۳.۳) انعقاد قراردادهای مهم؛
 - ۳.۴) تغییر در ساختار مالی؛
 - ۳.۵) دعوای مهم له و علیه شرکت؛
 - ۳.۶) سایر اطلاعاتی که بر ارزش اوراق بهادار اثر قابل توجهی می‌گذارد.

۷. تخلفات و مجازات‌ها

در فصل ششم پیش‌نویس لایحه بازار اوراق بهادار، تخلفات و مجازات‌های مربوط به این بازار تشریح شده‌اند. طبق تصویب کمیسیون اقتصاد هیئت دولت، مقرر شده است که با توجه به نظر معاونت حقوقی و امور مجلس و با توجه به ارتباط آن با وظایف قوه قضاییه، نخست مرجع رسیدگی‌کننده به تخلفات را هیئت دولت یا کمیسیون اقتصاد، تعیین و سپس اقدام مقتضی صورت گیرد. قرار است نظر قوه قضاییه در مورد این فصل کسب شود.