

چالش‌های پیش‌روی سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار در راستای اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴)

دکتر سیدمحمد رضا سیدنورانی*، صمد عزیزنژاد**،

علی تکروستا***

تاریخ دریافت ۸۸/۶/۲۴ | تاریخ پذیرش ۸۸/۹/۲

در اوضاع نوین اقتصاد جهانی، سرمایه‌گذاری خارجی نقش بسیار مهمی در رشد و توسعه اقتصادی ایفا می‌کند. بیشتر بحث‌ها، حول این موضوع است که کدام نوع از سرمایه‌گذاری برای کشور مفید است؟ و از چه راه‌هایی می‌توان سرمایه‌های خارجی را به کشور جذب کرد؟ سرمایه‌گذاران خارجی به‌ویژه شرکت‌های فراملیتی برای ارتقای سطح رقابت‌پذیری و کسب سود بیشتر، علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در مناطق مستعد و مزیت‌دار هستند. طبق بررسی‌های انجام شده علت اصلی ورود حجم بالای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۱ و سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار^۲ به کشورهای می‌تواند عواملی نظیر عوامل قانونی و سیاست‌گذاری اقتصادی، عوامل ساختار اقتصادی، عوامل تشویقی و حمایتی و عوامل جغرافیایی و سیاسی باشد. مطالعات نشان می‌دهد دست‌کاری در بازار و قیمت‌ها از جمله معضلاتی است که بازار سرمایه را تهدید می‌کند. نامتنوع بودن ابزارهای مالی، پیچیدگی شبکه بانکی در کشور ما بر بازار سرمایه، تعداد اندک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، عدم گسترش شبکه‌های

* عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی؛

E-mail: nurani@atuac.ir

** پژوهشگر گروه بازارهای مالی دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی؛

E-mail: aziznejad.samad@gmail.com

*** عضو هیئت علمی دانشکده علوم اقتصادی؛

E-mail: atakroosta@yahoo.com

1. Foreign Direct Investment (FDI)
2. Foreign Portfolio Investment (FPI)

الکترونیکی در بازار سرمایه، مدیریت دولتی و نوپایی سازمان بورس و اوراق بهادار در مقایسه با نظام بانکی و نامشخص بودن چگونگی عرضه و تقاضای ثانویه سهام عدالت علاوه بر ابهام در نحوه واگذاری این سهام، از دیگر مشکلاتی است که می‌تواند بازار سرمایه و اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی را با چالش مواجه کند. این مقاله وجود چنین چالش‌هایی را بررسی و راهکارهایی را نیز برای رفع موانع موجود ارائه می‌کند.

کلیدواژه‌ها: سرمایه‌گذاری خارجی؛ بورس اوراق بهادار؛ موانع و راهکارها

طبقه‌بندی JEL: G_{11} ، G_{28} ، G_{38}



مقدمه

تجهیز بازار سرمایه و تأمین مالی مورد نیاز اجرای پروژه‌های جدید و توسعه پروژه‌های موجود از بخش‌های مهم پیشبرد برنامه‌های توسعه اقتصادی است. در جهان سرمایه‌داری بورس یکی از پیشرفته‌ترین ابزار تکاملی سرمایه به‌شمار می‌رود. بورس جایگاه تبدیل دارایی‌های واقعی به ثروت کاغذی است؛ زیرا در قبال دارایی واقعی (پول، وجه نقد، آورده غیرنقدی، اموال و ...) که سهام‌داران برای خرید سهام ارائه می‌دهند، ورقه‌ای کاغذی به آنان داده می‌شود که نمایانگر «ثروت سهام» آنان است. اگر بپذیریم که بورس جایگاه سرمایه و ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری و تولید یک کشور است حجم عملیات، میزان عرضه سهام و مجموع سود و بازده سهام باید آینه تمام‌نمای وضعیت اقتصادی کشور باشد (CPIS, 2006)؛ زیرا یکی از راه‌های تأمین مالی شرکت‌ها، انتشار و عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار می‌باشد اما مسئله‌ای که است اینکه با وجود این فرضیه امروزه تعارض و تناقض آشکاری بین آمار و ارقام بورس و حجم معاملات با ظرفیت‌های بالقوه اقتصادی کشور و به‌ویژه سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و خارجی به چشم می‌خورد.

انتقال منابع تولید از یک واحد اقتصادی به واحد اقتصادی دیگر تنها زمانی سرمایه‌گذاری شمرده می‌شود که برای توسعه یا بهبود تولید کالاها و خدمات استفاده شود. به عبارتی، خرید سهام کارخانجات و شرکت‌ها و خرید اوراق قرضه سهام توسعه سرمایه‌گذاری یا اوراق قرضه می‌تواند ماهیت سرمایه‌گذاری داشته یا نداشته باشد. همچنین هر سرمایه‌گذاری که بخش خصوصی انجام می‌دهد به منزله افزایش عرضه سهام نیست؛ زیرا ممکن است از طریق سرمایه‌گذاری مستقیم داخلی یا خارجی نیز تأمین شود. اگر عملکرد عمده بورس اوراق بهادار مبتنی بر فعالیت بانک‌های دولتی باشد، با افزایش عرضه سهام روند سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و نیز بخش خارجی مبهم می‌باشد و ممکن است افزایش یا کاهش یابد (تک‌روستا و دیگران، ۱۳۸۷: ۶۵-۶۳).

بررسی‌های اخیر نشان می‌دهد در کشورهایی که احتمال خطر مصادره اموال بیشتر

است، سهم سرمایه‌گذاری در تولید ناخالص داخلی، نصف کشورهای است که در آنها حمایت‌های مناسبی از سرمایه‌گذاران انجام می‌شود. از هر سه معامله منعقد شده، دو معامله در کشورهایی روی می‌دهد که از سرمایه‌گذاران حمایت می‌کنند در نتیجه سرمایه‌گذاران منافع اکثریت را به دست آورده و فرصت برای متنوع‌سازی محدود می‌شود. همه این موارد در حجم و اندازه بازار سهام منعکس می‌شود. وقتی سرمایه‌گذاران کوچک، با خطر بالای مصادره اموال مواجه می‌شوند، اقدام به سرمایه‌گذاری نخواهند کرد. در نتیجه بازار سرمایه توسعه‌نیافته باقی می‌ماند در این وضعیت بنگاه‌های کمتری وارد بورس می‌شوند. بنابراین حمایت از سرمایه‌گذاران منفعت‌های زیادی دارد.

براساس قانون سیاست‌های کلی اصل (۴۴)، سهام شرکت‌های دولتی فقط از طریق بورس اوراق بهادار به بخش خصوصی واگذار می‌شود. براساس بند «۷» ماده (۴۱) قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه و اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی هیئت واگذاری بنگاه‌های دولتی می‌تواند واگذاری بلوکی بنگاه‌های مذکور را در بورس‌های خارجی انجام دهد. حال آنکه براساس مواد (۹) و (۱۰) آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه سرمایه‌گذاران خارجی حداکثر می‌توانند ۱۰ درصد سهام شرکت‌ها را در بورس تملک کنند و براساس ماده (۱۲) همان قانون سرمایه‌گذاران خارجی تا سه سال اجازه خارج کردن سرمایه خود را از بازار سرمایه ندارند.^۱ حال باید دید با چنین وضعیتی که سایر عوامل و مشکلات نیز در کنار آن قرار دارد، بخش خارجی حاضر به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود؟ آیا فضای موجود کسب و کار امکان جذب سرمایه‌های خارجی در بورس اوراق بهادار را فراهم کرده است؟ اگر پاسخ منفی است، چالش‌ها و راهکارهای پیش روی بورس اوراق بهادار کدام‌اند؟

۱. قانون آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه، مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۱۱ هیئت وزیران، مواد (۱۲) و (۹)، ۱۰.

آنچه مشخص است اینکه اگر می‌خواهیم کشور به اهداف چشم‌انداز بیست‌ساله که نوید ایرانی قدرتمند و بهتر را می‌دهد برسد، باید بستر اقتصادی مناسب برای این روند آماده شود. سیاست‌گذاری جدید در خصوص اصل (۴۴) قانون اساسی ابزار و امکانی را در اختیار برنامه‌ریزان و مسئولان، برای تحقق اهداف سند چشم‌انداز قرار می‌دهد که باید آن را مغتنم شمرد.

۱ منافع حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی در بورس برای کشورهای در حال توسعه

در نگاه کلی، منافع سرمایه‌گذاری خارجی را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

- بهبود ساختار و عملکرد صنعتی،
- رشد اشتغال و سرمایه انسانی،
- افزایش نقدینگی بازارهای سرمایه محلی،
- پیوند اقتصاد ملی با اقتصاد بین‌المللی،
- موازنه پرداخت‌ها و تشکیل سرمایه،
- دستیابی به بازارهای صادراتی (Freeman and Bartels, 2000: 10-12).

۲ بررسی تطبیقی تجربه کشورهای در تسهیل و جذب سرمایه‌های خارجی

در بورس

در این بخش تجربه کشورهای که ساختار مالی خود را اصلاح کرده‌اند یا در حال اصلاح این ساختار هستند، تا بتوانند سرمایه‌گذاری‌های خارجی را از طریق بورس جذب کنند و آن را افزایش دهند، بررسی می‌شود.

زلاندنو از کشورهایی است که بیشترین حمایت را از سرمایه‌گذار در برابر معاملات

شخصی انجام می‌دهد (جدول ۱).

کشور سنگاپور در حمایت از سرمایه‌گذاران در رتبه بعدی قرار دارد. تنظیم مقررات

در سنگاپور چنان گسترده است که یک وکیل، عمل به قانون را در آن کشور مثل راه رفتن از میان لاله‌ها با سرانگشت پا توصیف می‌کند. کشورهایی که بهترین حمایت را در برابر معاملات شخصی می‌کنند چندین وجه مشترک دارند. این کشورها همه را ملزم به افشای آنی معاملات و تضاد منابع معامله‌گران می‌سازند. آنها لازم می‌دانند که سهام‌داران قبلاً معامله را تأیید کرده باشند. قوانین این کشورها سهام‌داران را قادر می‌کند تا مدیران شرکت را مسئول و پاسخ‌گو سازند و اگر شرایط معامله ناعادلانه بود، مدیران را مجبور به لغو معامله کنند و همچنین به سهام‌داران اجازه می‌دهند تا مدیران شرکت را به سبب حمایت از معاملات شخصی به دادگاه بکشانند.

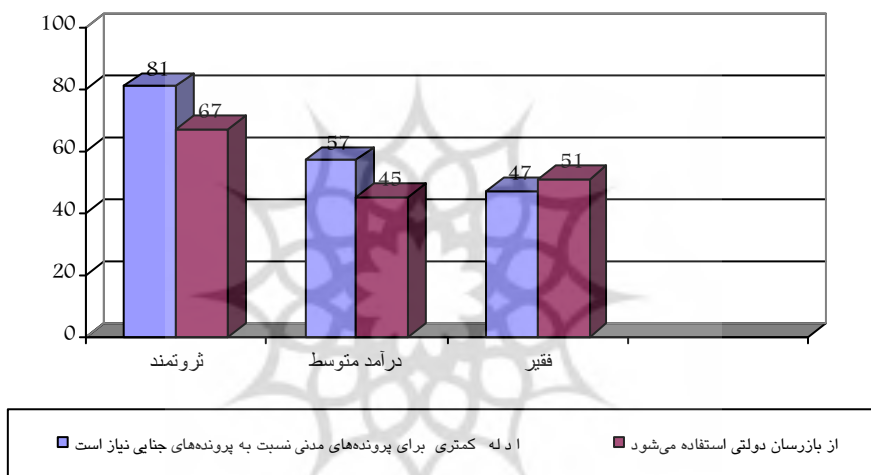
جدول ۱ تفکیک کشورها براساس کمترین و بیشترین حمایت از سرمایه‌گذاران

کمترین حمایت	بیشترین حمایت
کاستاریکا	زلاندنو
کرواسی	سنگاپور
آلبانی	کانادا
اتیوپی	هنگ کنگ
ایران	مالزی
اوکراین	فلسطین اشغالی
ونزوئلا	ایالات متحده آمریکا
ویتنام	آفریقای جنوبی
تانزانیا	انگلستان
افغانستان	جزیره موریس

Source: Doing Business Database, 2006.

در چندین کشور در حال توسعه، حمایت‌های مناسبی از سرمایه‌گذاران می‌شود. جزیره موریس و آفریقای جنوبی از جمله ۱۰ کشوری هستند که بیشترین حمایت را از سرمایه‌گذاران

انجام می‌دهند و پاکستان هم فاصله چندانی با آن کشورها ندارد. اما معمولاً، کشورهای فقیر، معاملات شخصی و به‌ویژه الزام به افشا را کمتر از کشورهای ثروتمند تنظیم کرده‌اند. در آلبانی، گواتمالا، تونس و هفت کشور دیگر هیچ الزامی به افشاگری عمومی درباره معاملات با طرف‌های مرتبط وجود ندارد. همچنین در این کشورها به‌جای اینکه مدیر شرکت را ملزم سازند تا سهام‌داران غیرذی‌نفع (کسانی که در موقعیت کسب نفع شخصی از معامله قرار ندارند) را در تأیید معامله دخیل کند به او اجازه داده می‌شود که خود رسماً معامله را تأیید کند.



نمودار ۱ استفاده از بازرسان در ارائه اطلاعات به سهام‌داران

برخی کشورهای فقیر سعی می‌کنند تا دسترسی نداشتن سهام‌داران به اطلاعات و دادگاه‌ها را با استفاده از بازرسان دولتی جبران کنند (نمودار ۱). وکیلی در کشور تونس اظهار می‌کند که سهام‌داران به‌خوبی می‌دانند این روش در مقایسه با شکایت به‌صورت شخصی ارزان‌تر و اثربخش‌تر است. سهام‌داران مجبور نیستند هزینه‌ای بابت انجام بازرسی

بپردازند و بازرسان می‌توانند اطلاعات بیشتری از متهمان به دست آورند. در وضعیتی که بعید به نظر می‌رسد اقدام خصوصی نتیجه بدهد، این روش می‌تواند انتخابی مناسب با اولویت دوم باشد. اما بازرسان دولتی انگیزه‌های متفاوتی از سهام‌داران دارند برای مثال اینکه در مورد کدام پرونده، تحقیق شود، می‌تواند اختلاف نظر باشد.

حمایت از سرمایه‌گذاران، منافع بسیار زیادی برای جامعه دارد و در جایی که استشار سهام‌داران اقلیت مهار شده است، سرمایه‌گذاری ارزش ویژه و بالایی دارد و تمرکز مالکیت کمتر است. در این وضعیت سرمایه‌گذاران از وجود تنوع دارایی‌ها سود می‌برند و کارآفرینان نیز به نقدینگی دسترسی دارند. بدون حمایت از سرمایه‌گذار، بازارهای سرمایه توسعه نمی‌یابد و بانک‌ها به تنها منبع تأمین مالی تبدیل می‌شوند. با این حال سیستم‌های ضعیف وثیقه یا ثبت اموال، به اکثر بنگاه‌های کشورهای فقیر حتی اجازه نمی‌دهد تا بتوانند از وام‌های بانکی استفاده کنند. در نتیجه بنگاه‌های اقتصادی به دلیل مشکلات بسیار در بخش منابع تأمین مالی به سطح کارایی خود نمی‌رسند و رشد اقتصادی آنان متوقف می‌شود (Doing Business Database, 2008).

۲-۱ کشورهای انجام‌دهنده اصلاحات

پانزده کشور در سال ۲۰۰۴ میلادی قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران را اصلاح کردند (جدول ۲). تایلند در صدر کشورهای قرار دارد که به این اصلاحات اقدام کرده‌اند. در این کشور شرکت‌های عرضه شده در بورس ملزم هستند هرگونه معامله با طرف‌های مرتبط را به تأیید مدیران و سهام‌دارانی برسانند که در انجام آن معامله ذی‌نفع نیستند. این معاملات به‌طور کلی تعریف شده است و با در نظر گرفتن اعضای خانواده و سایر شخصیت‌های حقوقی که مدیر بر آنها نظارت می‌کند، از ایجاد هرگونه تخلف جلوگیری می‌شود.

در اسپانیا وظایف هیئت‌مدیره برای بنگاه‌های دولتی در قانون شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفت. براساس این قانون مدیران باید منافع شرکت را بالاتر از هرگونه منافع شخصی

که گاهی از طریق عملیات شرکت دریافت می‌کنند قرار دهند. همچنین در اسپانیا تهیه «گزارش حکمرانی شرکتی» به صورت شش ماهه الزامی است. شرکت‌های عرضه شده در بورس باید هرگونه معامله با طرف‌های مرتبط را گزارش دهند و در انجام معاملات، خط‌مشی‌های شرکتی جدید را رعایت کنند.

در ترکیه نیز شرکت‌ها ملزم‌اند تمام روابط سرمایه‌گذار را در سایت رایانه‌ای شرکت ارائه نمایند. در سایت رایانه‌ای شرکت باید اطلاعات مالکیت مدیران شرکت، اطلاعات سهام ممتاز، صورت‌جلسات هیئت‌مدیره و معاملاتی که شرکت انجام داده است ارائه شود. در ویتنام نیز از مدیران خواسته می‌شود تا انواع منافع حاصل از مالکیت، که شامل منافع همسر و فرزندان خود در شرکت می‌شود، را منتشر سازند.

جدول ۲ انواع اصلاحات انجام شده در کشورهای مختلف در خصوص حمایت از سرمایه‌گذاران

سیاست اصلاحی	نام کشور
افزایش الزام به اظهار و افشا	فلسطین اشغالی، ایتالیا، پاکستان، اسپانیا، تایلند، ترکیه و ویتنام
تنظیم و قانون‌مند کردن معاملات با طرف‌های مرتبط	جامائیکا و تایلند
تعریف وظایف مدیران	جامائیکا، نامیبیا و اسپانیا
افزایش مجازات برای معاملات شخصی	مالزی و پاکستان
تقویت الزامات حسابرسی	کاستاریکا، اندونزی و تایلند
معرفی موازین حکمرانی	هنگ‌کنگ، ایسلند و ترکیه
مجاز دانستن دادخواهی‌ها براساس اقدام طبقه‌ای	کره

Source: Ibid.

پاکستان نیز مجازات‌های شدیدی برای نقض مقررات در معاملات شخصی وضع کرد. در سال ۲۰۰۴، قانون حسابرسی ملی، برای مدیرانی که هرگونه اموال واگذار شده به

آنها را با فریب و تخلف به نحو نامناسبی خرج کنند، حکم مسئولیت قضایی در نظر گرفت. این محکومیت با جرائم مالی نامحدود و حداکثر چهارده سال زندان همراه است.

جدول ۳ تفکیک کشورها براساس کمترین و بیشترین شرایط مربوط به تنظیم

مسئولیت مدیران

کمترین حمایت	بیشترین حمایت
نپال	زلاندنو
مولداوی	سنگاپور
زیمبابوه	مالزی
سائوتومه و پرنسیپ	کانادا
لبنان	ایالات متحده آمریکا
ویتنام	کامبوج
سنگال	فلسطین اشغالی
مکزیک	هنگ کنگ
دومینیکن	آفریقای جنوبی
افغانستان	جزیره موریس

Source: Ibid.

کشورهای ایسلند و ترکیه موازین حکمرانی شرکتی را برای شرکت‌های دولتی تصویب کردند. با وجود اینکه رعایت این موازین اختیاری است، شرکت‌هایی که از توصیه‌ها منحرف می‌شوند باید در گزارش‌های عمومی دلیل پیروی نکردن خود را توضیح دهند.

کشورهای مالزی و تایلند نیز مشوق‌هایی برای حمایت بهتر از سرمایه‌گذار ارائه کردند. بورس سهام کوالالمپور به شرکتی‌هایی که بهترین حکمرانی شرکتی را داشته باشد، پاداش سالیانه اعطا می‌کند. شرکت‌ها برای دریافت این جایزه رقابت می‌کنند و در نتیجه شهرت بیشتری کسب می‌کنند. تایلند حتی یک گام فراتر گذاشته است و کمیسیون

بورس و اوراق بهادار این کشور به شرکت‌هایی که اصول پانزده‌گانه «حمایت مناسب از سرمایه‌گذار» را رعایت کنند، معافیت مالیاتی می‌دهد (Knill, 2004: 11-13).

۳ سیاست‌های کلی اصل (۴۴) و جایگاه بورس اوراق بهادار در ایران

سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی با هدف شتاب‌بخشی به رشد اقتصاد ملی، گسترش مالکیت مردم به‌منظور نیل به عدالت اجتماعی، تشویق اقشار مردم به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، ارتقای کارایی بنگاه‌های اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی، انسانی و ... در سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ از سوی مقام معظم رهبری ابلاغ شده است. با توجه به هدف این مقاله در ادامه به مواردی در این سیاست‌ها اشاره می‌شود که ارتباط مستقیم با موضوع داشته باشد.

در بند «الف» این سیاست‌ها، دولت مکلف شده است تا ضمن شروع نکردن فعالیت جدید در موارد خارج از صدر اصل (۴۴)، نسبت به واگذاری همه فعالیت‌هایی که مشمول عناوین صدر این اصل نباشد به بخش‌های تعاونی، خصوصی و عمومی غیردولتی حداکثر تا پایان برنامه پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران (سالیانه حداقل ۲۰ درصد) اقدام کند.

در بند «ب» نیز که سیاست‌های کلی بخش تعاونی مطرح شده، دولت مکلف است تدابیری اتخاذ کند تا امکان تأسیس شرکت‌های تعاونی سهامی عام با محدودیت مالکیت هر یک از سهام‌داران به سقف‌های معین فراهم گردد، که براساس قانون تعیین می‌شود.

در بند «ج» این سیاست‌ها که «سیاست‌های کلی توسعه بخش غیردولتی از طریق واگذاری فعالیت‌ها و بنگاه‌های دولتی» است، واگذاری ۸۰ درصد از سهام بنگاه‌های دولتی مشمول صدر اصل (۴۴) قانون اساسی به‌استثنای برخی از شرکت‌ها نظیر شرکت ملی نفت ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک‌های ملی ایران،

صنعت و معدن، کشاورزی، مسکن، توسعه صادرات ایران، بیمه مرکزی ایران، بیمه ایران، صنایع مربوط به تولیدات دفاعی و امنیتی ضروری به تشخیص فرمانده کل قوا و غیره به بخش‌های خصوصی، شرکت‌های تعاونی سهامی عام و بنگاه‌های عمومی غیردولتی مجاز شمرده شده است. در بخش الزامات واگذاری تأکید شده است تا قیمت‌گذاری سهام این بنگاه‌ها از طریق بورس اوراق بهادار انجام گیرد و فراخوان عمومی با اطلاع‌رسانی مناسب به منظور ترغیب و تشویق مردم به مشارکت و جلوگیری از ایجاد انحصار و رانت اطلاعاتی صورت گیرد.

در بند «د» این سیاست‌ها نیز که به دلیل اهمیت موضوع واگذاری‌ها، به الزامات واگذاری و نحوه مصارف درآمدهای حاصل از واگذاری پرداخته، تأکید شده است تا از روش‌های معتبر و سالم واگذاری با تأکید بر بورس استفاده شود و ضمن تقویت تشکیلات واگذاری و برقراری شفاف‌سازی در اطلاع‌رسانی و ایجاد فرصت‌های برابر برای همه، به منظور دستیابی به قیمت پایه سهام از روش‌های عرضه تدریجی سهام شرکت‌های بزرگ در بورس استفاده شود. در این بند همچنین بر نظارت و پشتیبانی مراجع ذی‌ربط بعد از واگذاری به منظور تحقق اهداف واگذاری‌ها تأکید شده است و دست‌اندرکاران واگذاری‌ها و تصمیم‌گیرندگان دولتی از ذی‌نفع بودن در واگذاری‌ها منع شده‌اند.

ملاحظه موارد فوق که بخش اعظم سیاست‌های ابلاغی اصل (۴۴) قانون اساسی را پوشش می‌دهد، بیانگر این است که باید محوریت اجرای سیاست‌ها بازار سرمایه باشد. نحوه قیمت‌گذاری‌ها، نحوه واگذاری‌ها، نحوه تأمین مالی و ... همه نشان می‌دهد بازار سرمایه کارآمد و قدرتمند، لازمه اجرای این سیاست‌هاست و می‌توان گفت اصولاً بدون وجود چنین بازاری نباید امیدی به موفقیت‌آمیز بودن اجرای سیاست‌ها داشت.

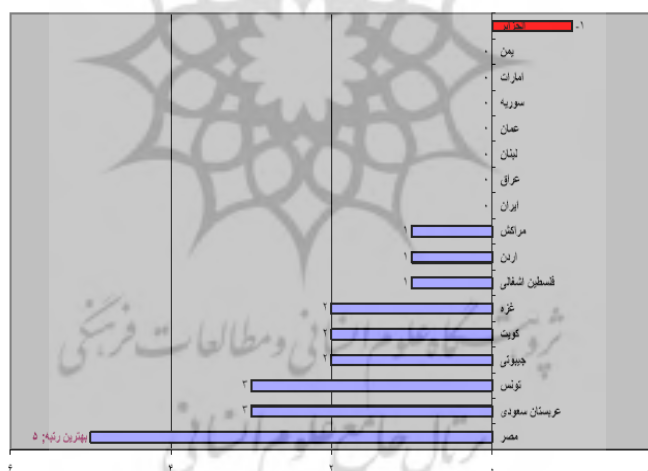
برای مشخص شدن بهتر این موضوع بررسی فضای کسب و کار بازار سرمایه

در ایران می‌تواند کمک شایانی در شناسایی موانع موجود نماید (نظری علی‌آباد و عطایی، ۱۳۸۶: ۸-۴).

۴ بررسی فضای کسب‌وکار با تأکید بر بازار سرمایه در اقتصاد ایران
در این بخش فضای کسب‌وکار و وضعیت سرمایه‌گذاری ایران در بین کشورهای مختلف بررسی می‌شود (Doing Business Database, 2007: 60-62):

۴-۱ بهبود فضای کسب‌وکار

ایران اسلامی جزء کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا^۱ است که از نظر بهبود شاخص‌های کسب‌وکار در بین هفده کشور عضو در رده دهم قرار دارد. این امر بیانگر اهتمام کمتر مقام‌های مسئول در اصلاح و بهبود شاخص‌های فوق‌الذکر است (نمودار ۲).



نمودار ۲ وضعیت کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا در بهبود شاخص‌های کسب‌وکار ۲۰۰۷

۲-۴ امنیت سرمایه‌گذاری

با توجه به آمار جدول ۴، کشور ایران در بین ۱۷۸ کشور جهان از نظر امنیت سرمایه‌گذاری در ردیف ۱۵۸ قرار دارد که نشان‌دهنده علامت منفی برای سرمایه‌گذاران و سهام‌داران خارجی در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در ایران است. در این زمینه بهترین رتبه از آن کشور نیوزلند است و پایین‌ترین رتبه کشور افغانستان؛ که در رتبه ۱۷۸ قرار دارد. ایران در بین هفده کشور عضو خاورمیانه و شمال آفریقا نیز از نظر سرمایه‌گذاری در ردیف پانزده قرار دارد که رتبه ضعیف و پایینی است، به طوری که کشورهای نظیر فلسطین اشغالی، امارات، سنگاپور و مالدیو رتبه‌ای به مراتب بهتر از ایران دارند (جدول ۵): (Ibid.: 63-65).

جدول ۴ امنیت سرمایه‌گذاری در ایران و جهان

شاخص	رتبه ایران	بهترین رتبه	پایین‌ترین رتبه
رتبه سهولت کسب و کار	۱۳۱	سنگاپور	کنگو
تأسیس و راه‌اندازی یک شرکت	۶۶	استرالیا	گینه بیسائو
اخذ مجوز	۱۵۸	سنت وینسنت	اریتره
استخدام و اخراج	۱۴۳	آمریکا و سنگاپور	ونزوئلا
ثبات مالکیت	۱۴۱	نیوزلند	تیمور
اخذ اعتبار	۶۲	انگلستان	افغانستان و کامبوج
امنیت سرمایه‌گذاری	۱۵۸	نیوزلند	افغانستان
پرداخت مالیات	۹۴	مالدیو	روسیه سفید
تجارت برون‌مرزی	۱۲۹	سنگاپور	قزاقستان
اجرای قراردادهای	۵۴	هنگ‌کنگ	تیمور
انحلال یک فعالیت	۱۱۰	ژاپن	بوتان و آلبانی

جدول ۵ رتبه امنیت سرمایه‌گذاری ایران در منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا

شاخص*	رتبه ایران	بهترین رتبه	پایین‌ترین رتبه
رتبه سهولت کسب‌وکار	۱۴	عربستان	جیبوتی
تأسیس و راه‌اندازی یک شرکت	۶	فلسطین اشغالی	یمن
اخذ مجوز	۱۷	یمن	ایران
استخدام و اخراج	۱۶	عمان	مراکش
ثبت مالکیت	۱۵	عربستان	الجزایر
اخذ اعتبار	۴	فلسطین اشغالی	سوریه**
امنیت سرمایه‌گذاری	۱۵	فلسطین اشغالی	جیبوتی
پرداخت مالیات	۱۲	امارات	الجزایر
تجارت برون‌مرزی	۱۶	فلسطین اشغالی	عراق
اجرای قراردادها	۲	یمن	سوریه
انحلال یک فعالیت	۱۲	تونس	عراق

Source: Ibid.

* بهترین رتبه یک و بدترین رتبه هفده است.

** بدترین رتبه در این ردیف شانزده است.

۳-۴ شاخص‌های حمایت از سرمایه‌گذاران

شاخص‌های زیر سه بعد از مصادیق حمایت از سرمایه‌گذاران و نهایتاً شاخص میزان حمایت از آنها را نشان می‌دهد:

۱. شفافیت معاملات (گستره شاخص افشا)،
۲. توانایی معامله شخصی (گستره شاخص مسئولیت مدیر)،
۳. توان سهام‌داران برای تضعیف قانونی بدرفتاری مدیران و کارشناسان (شاخص سهولت دادخواست سهام‌داران).

رتبه ایران در حمایت از سرمایه‌گذاری در میان ۱۷۸ کشور جهان به شرح جدول ۶ است:

جدول ۶ شاخص‌های رتبه‌ای ایران در حمایت از سرمایه‌گذاری

سال	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸
اجزای کسب‌وکار	—	۱۵۸	۱۵۸
رتبه	—	۱۵۸	۱۵۸
شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران	۳/۰	۳/۰	۳/۰

Source: Ibid.

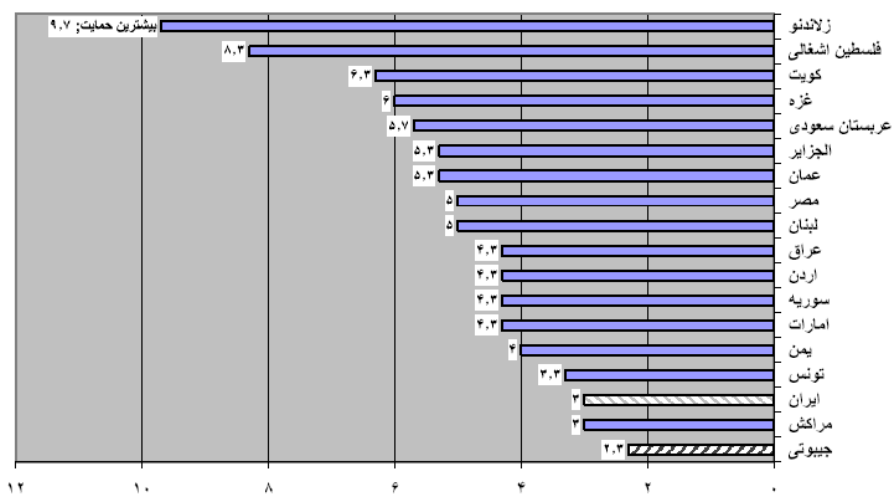
شاخص‌های فوق‌الذکر در دامنه از ۰ تا ۱۰ است. ارقام بالاتر نشان‌دهنده بیشتر، گستره بیشتر شاخص مسئولیت مدیر، توان بیشتر سهام‌داران برای تعقیب قانونی بدرفتاری مدیران و همچنین عملکرد بهتر شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران است.

جدول ۷ شاخص‌های رتبه‌ای ایران در اجزای حمایت از سرمایه‌گذاران

شاخص	ایران	کویت	منطقه خاورمیانه و آفریقای شمالی	نیوزلند	سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه
شاخص افشا	۵	۴	۵/۸	۱۰	۶/۴
شاخص مسئولیت مدیر	۴	۷	۴/۷	۹	۵/۱
شاخص سهولت دادخواست سهام‌داران	۰	۵	۳/۶	۱۰	۶/۵
شاخص حمایت از سهام‌داران	۳/۰	۶/۳	۴/۷	۹/۷	۶/۰

Source: Ibid.

البته در نمودار ۳ چگونگی روند شاخص‌ها بهتر قابل درک و تحلیل است. چنان‌که ملاحظه می‌شود ایران در بین هجده کشور منتخب از نظر رتبه حمایت از سرمایه‌گذاری در ردیف شانزدهم قرار دارد که اصلاً جایگاه مناسبی نیست؛ زیرا کشورهای نظیر کویت، الجزایر، مصر، لبنان، عراق و اردن از رتبه‌های بهتری نسبت به ایران برخوردارند (European Central Bank, 2007: 21-23).



Source: Doing Business Database, 2007.

نمودار ۳ رتبه ایران در حمایت از سرمایه‌گذاری

۵ تحلیل آماری عملکرد بورس ایران

بررسی متغیرهای عملکردی بورس اوراق بهادار نشان می‌دهد که طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۵ شاخص قیمت و بازده نقدی از ۱۶۵۳/۱ در سال ۱۳۷۶ به ۳۰۷۸۶/۵ در پایان سال ۱۳۸۵ رسیده و طی این دوره به‌طور متوسط سالیانه ۱۷۹/۵ درصد رشد کرده است. همچنین شاخص بازده نقدی سهام دوره بررسی شده از میانگین رشد سالیانه‌ای معادل ۱۲۶/۳ درصد برخوردار بوده است. شاخص‌های مالی و صنعت نیز به ترتیب رشد متوسط سالیانه‌ای معادل ۱۴۴/۳ و ۱۴۰/۱ درصد داشته‌اند.

روند بالا نشان‌دهنده رشد خوب بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۵ است. اما نباید از نظر دور داشت که حجم مطلق ارقام چندان بالا نیست. به عبارتی هنوز بازار اوراق بهادار توسعه کمی یافته است و باید تلاش‌های بیشتری برای ارتقای شاخص‌های آن انجام داد.

جدول ۸ بررسی شاخص های عملکردی بورس اوراق بهادار

شاخص صنعت	شاخص مالی	شاخص قیمت سهام (کل)	شاخص بازده نقدی	شاخص قیمت و بازده کل	سال
۱۳۹۳/۹	۴۱۱۴/۹	۱۶۵۳/۱	۱۶۵۳/۱	۱۶۵۳/۱	۱۳۷۶
۱۲۷۵/۸	۴۰۴۸/۲	۱۵۳۸	۲۰۵۵	۱۹۱۱/۹	۱۳۷۷
۱۹۴۵/۹	۴۶۸۳/۶	۲۲۰۶/۲	۲۴۴۷/۴	۳۲۶۶/۳	۱۳۷۸
۲۶۲۱/۸	۶۳۴۷/۳	۲۹۷۸/۳	۲۸۹۸/۱	۵۲۲۱/۴	۱۳۷۹
۳۲۵۴/۸	۸۴۹۷/۹	۳۷۵۸/۸	۳۲۹۹/۳	۷۵۰۲	۱۳۸۰
۴۶۴۲/۹	۸۹۸۶	۵۰۶۲/۸	۳۷۰۴/۷	۱۱۳۴۵/۹	۱۳۸۱
۱۰۰۶۰/۱	۲۳۲۰۲/۶	۱۱۳۷۹/۴	۳۹۳۳/۲	۲۷۰۷۴/۹	۱۳۸۲
۹۲۱۵	۳۴۲۰۵/۱	۱۲۱۱۳	۴۱۹۸/۱	۳۰۷۶۲	۱۳۸۳
۷۴۲۷/۳	۲۰۹۴۱/۴	۹۴۵۹/۴	۴۶۹۲/۲	۲۶۸۴۹/۸	۱۳۸۴
۷۷۵۲	۲۰۷۷۰/۴	۹۸۲۱	۵۱۸۲	۳۰۷۸۶	۱۳۸۵
۷۹۶۷	۲۰۸۸۳	۱۰۰۸۲	۵۹۳۴	۳۶۱۹۳	۱۳۸۶
۲۴/۲	۲۵/۶	۲۴/۸	۱۳/۸	۴۱/۳	میانگین رشد

مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک داده ها و اطلاعات سری زمانی اقتصادی، سال های مختلف.

۶ بررسی روند سرمایه گذاری خارجی در ایران و جهان

سرمایه گذاری خارجی تحقق یافته در سال ۲۰۰۷ در ایران ۷۵۴ میلیون دلار بوده و مقام ۱۳۳ از بین ۱۴۱ کشور از نظر جذب سرمایه گذاری خارجی نصیب ایران شده است (UNCTAD, 2007).^۱

همچنین از کل ۱۲ میلیارد و ۹۰ میلیون دلار سرمایه گذاری خارجی مصوب در سال ۱۳۸۶ برای ایران، فقط ۶۳۸ میلیون و ۱۳۸ هزار دلار آن تحقق یافته است. براساس اعلام سازمان سرمایه گذاری و کمک های فنی اقتصادی، سرمایه گذاری خارجی تحقق یافته در ایران در سال ۲۰۰۵ بالغ بر ۹۱۵ میلیون دلار، در سال ۲۰۰۶، ۳۱۷ میلیون دلار و در سال ۲۰۰۷ به ۷۵۴ میلیون دلار رسیده است.

1. United Nation Conference on Trade And Development (UNCTAD).

براساس گزارش کنفرانس توسعه و تجارت سازمان ملل متحد (آنکتاد)، ایران در میان کشورهای جهان با میزان ۶۳۸ میلیون دلار جذب سرمایه‌گذاری مستقیم، رتبه ۱۳۳ را کسب کرده است (Ibid.)؛ درحالی‌که عربستان سعودی و لبنان هر کدام به ترتیب با جذب ۲۴ و ۲/۸۵ میلیارد دلار، جایگاهی بسیار بهتر از ایران دارند. بنابر گزارش آنکتاد در سال ۲۰۰۶ میلادی، ایران ۳۰۲ میلیون دلار سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم در کشورهای جهان انجام داده که این رقم در سال ۲۰۰۷ میلادی حدود ۳۸۶ میلیون دلار بوده است. رقم سرمایه‌گذاری خارجی ایران در کشورهای دنیا در سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ میلادی به ترتیب معادل ۶۸ و ۴۵۲ میلیون دلار است.

مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی تحقق‌یافته از سال ۷۲ تا پایان شهریور ۱۳۸۷ حدود ۵ میلیارد و ۶۰۷ میلیون دلار است که نتیجه تصویب ۴۶۷ طرح به ارزش تقریبی ۳۳ میلیارد و ۹۰۴ میلیون دلار است.

آمارهای آنکتاد نشان می‌دهد طی هجده سال اخیر (از سال ۱۹۹۰ میلادی تاکنون)، ایران در مجموع موفق به جذب ۵/۲۹ میلیارد دلار بوده است. در همین دوره ترکیه توانسته ۱۴۵ میلیارد دلار جذب سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم داشته باشد. از این نظر ترکیه در منطقه مقام اول و ایران در میان چهارده کشور خاورمیانه در مقام نهم قرار دارد. کشورهای عربستان سعودی، ترکیه و امارات متحده عربی توانسته‌اند با جذب به ترتیب ۲۴، ۲۲ و ۱۳ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال ۲۰۰۷ رتبه‌های اول تا سوم را داشته باشند. ذکر این مطلب لازم است که کل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در خاورمیانه در سال ۲۰۰۷ بالغ بر ۷۱ میلیارد دلار بوده که فقط مبلغی در حد ۷۵۴ میلیون دلار آن نصیب ایران شده است.

مطابق آمارهای اعلام شده از کل ۱۸۳۳ میلیارد دلار ۸۳۳ سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال ۲۰۰۷، سهم ایالات متحده آمریکا، بریتانیا، فرانسه، کانادا و هلند از جذب این سرمایه‌ها به ترتیب در حد ۲۳۶، ۲۲۳، ۱۵۷، ۱۰۸ و ۹۹ میلیارد دلار بوده است. سرمایه‌گذاری مستقیم ایران در کشورهای دیگر در سال ۲۰۰۷ بالغ بر ۳۰۲ میلیون دلار بوده که از سال ۲۰۰۶، حدود ۲۲ درصد کاهش داشته است.

مطابق آمارهای ارائه شده از سوی سازمان مذکور، کل سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی در کشورهای در حال توسعه از ۳۷۹ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۶ به ۵۰۰ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ رسید. اما اگر علت اهمیت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بدانیم، باید گفت که سرمایه‌گذاری در قالب سرمایه‌گذاری پرتفوی خارجی و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی انجام می‌شود. در نوع اول سرمایه‌گذاران، خریدار اوراق قرضه و سهام شرکت‌ها می‌شوند و در حالت وقوع بحران در کشور هدف، سرمایه خود را از آن کشور خارج می‌کنند و باعث تشدید نابسامانی اقتصادی آن می‌شوند. اما در حالت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، سرمایه‌گذاران به ثبات بلندمدت اقتصادی کشور هدف اعتماد دارند و باعث ارتقای تکنولوژی و مهارت در آن کشور و ایجاد اشتغال پایدار و مستمر می‌شوند.

همچنین بررسی روند خالص سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار برای کشورهای مختلف نشان می‌دهد که از ۲۱ کشور مورد بررسی در سال ۲۰۰۷ ایران در ردیف بیستم قرار دارد. این امر بیانگر ضعیف بودن جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار است که دلایل متعددی دارد و در بخش‌های بعدی بررسی می‌شود.

جدول ۹ خالص سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار (سپتامبر ۲۰۰۷)

(میلیون دلار)

ردیف	کشور	میزان سرمایه‌گذاری	ردیف	کشور	میزان سرمایه‌گذاری
۱	انگلیس	۲۹۸۳/۰۲	۱۲	اسپانیا	۲۱/۲۲
۲	سنگاپور	۱۵۷۷/۰۷	۱۳	آلمان	۱۴/۱۵
۳	هنگ‌کنگ	۶۵۳/۵۶	۱۴	ماکائو	۸/۷۱
۴	لوکزامبورگ	۶۱۳/۲۹	۱۵	سوئد	۸/۰۴
۵	ژاپن	۲۸۲/۴۶	۱۶	ایتالیا	۷/۴۹
۶	ایرلند	۲۰۷/۷۵	۱۷	استرالیا	۵/۳

جدول ۹ خالص سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار (سپتامبر ۲۰۰۷)

(میلیون دلار)

میزان سرمایه‌گذاری	کشور	ردیف	میزان سرمایه‌گذاری	کشور	ردیف
۳/۹۶	تایوان	۱۸	۱۲۸/۰۴	هلند	۷
۱/۸۹	کانادا	۱۹	۹۳/۵۱	فرانسه	۸
۰/۰۷	هندوستان	۲۰	۵۹/۳۲	کویت	۹
*	ایران	۲۱	۴۹/۹۳	کره جنوبی	۱۰
-۴۶۶۳/۴	ایالات متحده	۲۲	۳۱/۵۶	مالزی	۱۱

Source: World Bank, World Development Indicators Database, April 2007.

* رقم مربوط به ایران برای سال ۲۰۰۶ میلادی است.

با توجه به این تقسیم‌بندی و با نظر به ضعف اساسی ایران در جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، چشم‌انداز روشنی پیش روی اقتصاد ایرانی متکی به نفت وجود ندارد. درحالی که طبق سند چشم‌انداز بیست‌ساله کشور (۱۴۰۴-۱۳۸۴)، ایران باید حداقل ۴۵۰۰ میلیارد تومان جذب سرمایه داشته باشد تا بتواند سطح تکنولوژی موجود کشور را ارتقا دهد. اما نوع سیاست‌های اقتصادی کشور باعث شده که سرمایه‌گذاران خارجی در ایران کمتر سرمایه‌گذاری کنند و با این روند، هدف سند چشم‌انداز که دستیابی به مقام اول اقتصاد خاورمیانه است، تحقق پیدا نخواهد کرد درحالی که کشورهای ترکیه، عربستان و امارات متحده عربی چشم‌انداز بسیار مثبتی برای خود رقم زده‌اند.

۷ بررسی عملکرد بورس اوراق بهادار براساس مفاد قانون برنامه چهارم توسعه

در این بخش، عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار درخصوص ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه ارزیابی می‌شود. در این راستا براساس جدول ۱۰ اهداف برنامه و عملکرد سازمان مذکور ارائه شده است.

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن	سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم بر اساس مفاد قانونی ذی‌ربط
<p>در سال ۱۳۸۴، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، در راستای سیاست پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم مبنی بر گسترش جغرافیایی بورس از طریق راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای و استانی به افتتاح تالارهای منطقه‌ای کیش (۱۳۸۴/۲/۵)، همدان (۱۳۸۴/۲/۱۱)، قم (۱۳۸۴/۵/۵)، قزوین (۱۳۸۴/۶/۶)، کرمانشاه (۱۳۸۴/۸/۱۶)، سمنان (۱۳۸۴/۹/۱۰) و بندرعباس (۱۳۸۴/۱۰/۲۲) اقدام کرده و با آغاز فعالیت رسمی تالارهای مذکور، تعداد تالارهای منطقه‌ای فعال به ۲۱ تالار افزایش یافته است. همچنین در این سال، با هدف گسترش شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی، شائزده مجوز جدید کارگزاری، سیزده مجوز تالار اختصاصی و ۱۰۵ مجوز شعبه مناطق به متقاضیان واجد شرایط اعطا شده است.</p>	<p>بند «الف» ماده (۱۵) شورای بورس مکلف است، اقدام‌های ذیل را در طول سال‌های برنامه چهارم به عمل آورد: ۱. گسترش جغرافیایی بورس از طریق راهکارهای مناسب از جمله راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای، استانی، ایجاد شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی</p>
<p>در سال ۱۳۸۵، سیاست پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم مبنی بر گسترش جغرافیایی بورس با راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای و استانی سازمان بورس و اوراق بهادار متوقف شده است و این سیاست با تأکید بر ایجاد تالارهای استانی بخش خصوصی پیگیری شد. بر این اساس بخش خصوصی در این سال دو تالار اراک و گلستان را با تصویب هیئت دولت افتتاح نمود که فعالیت رسمی خود را آغاز کردند. با شروع فعالیت این</p>	

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن	سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط
<p>دو تالار منطقه‌ای، تعداد تالارهای منطقه‌ای فعال در سال ۱۳۸۵ به ۲۳ تالار رسید. ذکر این نکته لازم است که در پی اجرای قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و ایجاد شرکت بورس اوراق بهادار تهران، از بهمن ماه سال ۱۳۸۵ اداره بورس‌های منطقه‌ای به شرکت بورس محول شد. همچنین در این سال، با هدف گسترش شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی، چهار مجوز تالار اختصاصی و سی مجوز شعبه مناطق به متقاضیان واجد شرایط اعطا شده است.</p>	
<p>براساس بند «ج» ماده (۹۵) قانون برنامه سوم توسعه و تنفیذ آن در جزء (الف) بند «۲» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه مبنی بر ایجاد بورس‌های کالا در کشور، سازمان بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۷۹ به بررسی و طراحی ساختار سازمانی، سازوکار اجرایی و انواع قراردادهای قابل دادوستد به روی محصولات موضوع فعالیت بورس‌های کالا در قالب مطالعه امکان‌سنجی «ایجاد بورس‌های کالا» پرداخت. مطالعات تکمیلی و تخصصی ایجاد بورس فلزات اساسی در سال ۱۳۸۰ انجام شد که زمینه‌ساز ایجاد و راه‌اندازی بورس فلزات و کالای کشاورزی در سال ۱۳۸۲ بوده است.</p>	<p>۲. ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی (بورس کالا)</p>

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن	سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط
<p>در سال ۱۳۸۵ برای اجرای قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذر ۱۳۸۴، به منظور سامان‌دهی فعالیت بورس‌های کالایی، بحث ادغام بورس‌های فلزات اساسی و کالای کشاورزی و تشکیل بورس کالای ایران در قالب شرکت سهامی عام مطرح شد و سازمان‌دهی و اداره بورس کالا به صورت متشکل، سازمان یافته و خودانتظام به منظور انجام معاملات کالاهای پذیرفته شده و اوراق بهادار مبتنی بر کالای پذیرفته شده اشخاص ایرانی و غیرایرانی به عنوان فعالیت اصلی شرکت سهامی بورس کالای ایران تعریف شده است. براساس این در سال ۱۳۸۵، عملیات اجرایی تأسیس شرکت بورس کالا پیگیری شد و اساسنامه این شرکت در تاریخ ۱۳۸۵/۱۲/۱۷ به تصویب مجمع عمومی مؤسس شرکت و در تاریخ ۱۳۸۶/۱/۱۹ به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است.</p>	
<p>در قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، «بازار خارج از بورس» بازاری در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد، تعریف شده است و براساس این بستر قانونی ایجاد بازار خارج از بورس از طریق اخذ مجوز فعالیت از شورای عالی بورس و اوراق بهادار و ثبت و نظارت نزد سازمان</p>	<p>۳. ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس</p>

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن	سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط
<p>بورس و اوراق بهادار فراهم شده است؛ در همین حال مطالعات برای راه‌اندازی بازار خارج از بورس در حال انجام است و با توجه به اهمیت موضوع و اثرگذاری چشمگیر آن بر بورس اوراق بهادار تهران و شرایط روز اقتصادی، موضوع زمان‌بندی راه‌اندازی این بازار در دست بررسی است.</p>	
<p>در حال حاضر، بورس اوراق بهادار تهران عضو فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار^۱ و فدراسیون بورس‌های اوراق بهادار اروپایی-آسیایی^۲ است. از نظر مسیر سطح همکاری با فدراسیون‌های مورد اشاره، بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای فعالیت فدراسیون بورس‌های اوراق بهادار اروپایی-آسیایی به‌عنوان عضو مؤسس این فدراسیون و با مشارکت فعال در کمیته و گروه‌های کاری به‌عنوان عضو یا رئیس گروه و کمیته اجرایی، همواره نقش برجسته‌ای ایفا کرده است. بورس اوراق بهادار تهران دومین و یازدهمین اجلاس سالیانه این فدراسیون را به‌ترتیب در اصفهان و شیراز برگزار کرده است. بورس اوراق بهادار تهران در جلسات فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق</p>	<p>۴. برقراری ارتباط با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی به‌منظور مبادله اطلاعات و پذیرش متقابل اوراق بهادار</p>

1. World Federation of Exchanges (WFE)
2. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEASE)

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن	سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط
<p>بهادار نیز شرکت می‌کند و با اعضای آن همواره به تبادل اطلاعات می‌پردازد و از تجربیات و اطلاعات موجود آنها در طراحی نهادها و بازارهای جدید بهره می‌گیرد. در ضمن بورس اوراق بهادار تهران از انتشار دوره‌ای این فدراسیون‌ها برای پیشبرد اهداف خود استفاده می‌کند. ارتباط با بورس یونان نیز در خصوص انتقال اطلاعات و تجارب، اخیراً در دستور کار سازمان قرار گرفته است.</p> <p>در سال ۱۳۸۵ در پی تشکیل سازمان بورس و اوراق بهادار، درخواست عضویت به سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار ارائه شد. این درخواست هم‌اکنون در حال بررسی است و ارتقای استانداردهای توسعه بازارهای داخلی، نظارت مؤثر بر دادوستدهای اوراق بهادار بین‌المللی و ایجاد استانداردهای ویژه برای ارتقای سلامت بازارها از مهم‌ترین اهداف عضویت در این سازمان است. همچنین در این سال به منظور برقراری ارتباط و آشنایی با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی و ارکان بازار سرمایه، بازدید گروهی فعالان بازار سرمایه از ارکان بازار در سایر کشورها برنامه‌ریزی و هماهنگ شده و براساس این، بازدید از ارکان بازار سرمایه کشورهای امارات متحده عربی و</p>	

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن	سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط
<p>مالزی صورت گرفته است. این برنامه در سال ۱۳۸۶ نیز پیگیری شد. همچنین در این سال یادداشت تفاهمی میان سازمان بورس و اوراق بهادار ایران و کمیسیون اوراق بهادار مالزی و نیز شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت بورس کوالالامپور به امضا رسیده است. از مفاد این یادداشت تفاهم می‌توان به فراهم کردن امکان پذیرش سهام شرکت‌های ایرانی در بورس مالزی اشاره کرد.</p>	
<p>به منظور ایجاد شبکه ملی دادوستد الکترونیک اوراق بهادار، نرم‌افزار جدید معاملاتی اعم از نرم‌افزار هسته اصلی دادوستد، نرم‌افزارهای مرتبط برای پوشش نیازهای سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای و نیز سخت‌افزارهای لازم، سازگار با سیستم جدید، پس از برگزاری یک مناقصه بین‌المللی از شرکت فرانسوی Atoseuronext در فروردین سال ۱۳۸۴ خریداری شد. سازمان بورس و اوراق بهادار درصدد است، سامانه کارگزاری دیگری نیز به منظور گردآوری و ثبت سفارش‌های خرید و فروش اوراق بهادار به صورت الکترونیکی خریداری کند. با راه‌اندازی این دو سامانه، امکان دادوستد الکترونیک در سطح ملی و حذف محدودیت استقرار جغرافیایی بورس</p>	<p>بند «ب» ماده (۱۵) شورای بورس موظف است نسبت به طراحی و راه‌اندازی شبکه ملی دادوستد الکترونیک اوراق بهادار، در چارچوب نظام جامع پرداخت و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی آن اقدام نماید.</p>

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط	سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن
	<p>فراهم خواهد شد. در سال ۱۳۸۵، مطالعات بومی‌سازی و راه‌اندازی سامانه‌های مذکور و هماهنگی‌های لازم با طرف قرارداد خارجی برای نصب و راه‌اندازی انجام شده است.</p> <p>باین حال باید توجه داشت فراهم آمدن این امکان منوط به ایجاد زیرساخت‌های فنی و مخابراتی مورد نیاز وزارت ارتباطات و فناوری اطلاعات، تدوین و اجرای راهکارها، ضوابط و مقررات عملیات بانکی به منظور تسهیل معاملات اوراق بهادار و تسویه وجوه ناشی از معاملات بانک مرکزی و پیاده‌سازی قانون تجارت الکترونیک از سوی وزارت بازرگانی خواهد بود.</p> <p>بدین منظور در آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران که در تاریخ ۱۳۸۵/۶/۲۰ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار رسیده، موادی مبنی بر لزوم برقراری هماهنگی‌های لازم بین سازمان بورس و اوراق بهادار با نهادهای مورد اشاره، پیش‌بینی شده است.^۱</p>

۱. براساس ماده (۱۱) آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، «راهکارها، ضوابط و مقررات مربوط به عملیات بانکی که معاملات اوراق بهادار و تسویه وجوه ناشی از معاملات را تسهیل می‌کند، به پیشنهاد سازمان به تصویب شورا می‌رسد. مصوبات شورا جهت اجرا به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ابلاغ و بانک مرکزی موظف است در چارچوب اختیارات قانونی و مقررات بانکی خود، ترتیبات اجرای مصوبات شورا را فراهم کند». همچنین در ماده ۴

جدول ۱۰ تطبیق عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار با ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه

سیاست‌های پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم براساس مفاد قانونی ذی‌ربط	سیاست‌های اتخاذ شده و اقدامات انجام شده مرتبط با آن
بند «ج» ماده (۱۵) بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف‌اند، با طراحی و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی لازم، امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور و بین‌المللی کردن بورس اوراق بهادار تهران فراهم کند.	به منظور اجرایی کردن بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه مبنی بر فراهم آوردن امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور، وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران آیین‌نامه‌ای در مورد سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار تدوین کرد که در خرداد ۱۳۸۴ به تصویب هیئت وزیران رسید و براساس این آیین‌نامه در طی سال ۱۳۸۵، چهار کد معاملاتی برای فعالیت و دادوستد سرمایه‌گذاران خارجی در بورس تهران اختصاص داده شده است و ارزش خرید و فروش سهام از طریق این چهار کد معاملاتی تا ۱۳۸۵/۱۲/۲۹، ۲۳۶,۹۰۵,۳۴۷,۵۳۹ ریال بوده است.

مأخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار، نامه شماره ۲۳۶۶۳، مورخ ۱۳۸۶/۰۹/۱۲.

با عنایت به بررسی تطبیقی عملکرد سازمان بورس و اوراق بهادار در جدول ۱۰، به نظر

می‌رسد:

– عملکرد سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص گسترش جغرافیایی بورس به منظور جزء ۱ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه بوده است.

→ (۱۲) این آیین‌نامه تصریح شده است «وزارت ارتباطات و فناوری اطلاعات مکلف است زیرساخت‌های فنی و مخابراتی مورد نیاز جهت توسعه بازار اوراق بهادار که به درخواست سازمان به تصویب شورا رسیده باشد، ظرف مدت حداکثر یک سال ایجاد کند. گزارش عملکرد و برنامه‌های مذکور این وزارتخانه به هیئت دولت ارسال می‌شود».

- عملکرد سازمان بورس در خصوص گسترش بازارهای تخصصی (بورس کالا) برای اجرای جزء ۲ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه بوده است.

- عملکرد سازمان مذکور در زمینه ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس در مقایسه با الزامات جزء ۳ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه چندان قوی به نظر نمی‌رسد.

- سازمان بورس و اوراق بهادار تلاش‌هایی برای برقراری ارتباط با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی انجام داده یا در حال انجام است، اما طی این دوره عملکرد به نتیجه ملموس و مؤثری در بورس منجر نشده است (جزء ۴ بند «الف» ماده (۱۵) فوق‌الذکر).

- اقدامی که به نهایی شدن عمل در سازمان بورس اوراق بهادار درباره بند «ب» ماده (۱۵) قانون برنامه در راستای راه‌اندازی شبکه ملی دادوستد الکترونیک اوراق بهادار بیانجامد مشاهده نمی‌شود. شاید یکی از علت‌های آن ضعف زیرساخت‌های مخابراتی و مانند آن باشد. اما این امر از مسئولیت و لزوم تلاش بیشتر سازمان بورس نمی‌کاهد.

- در خصوص بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه، مبلغ سرمایه‌گذاری خارجی جذب شده در بازار سرمایه بسیار اندک است. البته عوامل مختلفی در این زمینه دخیل هستند (عزیزنژاد، ۱۳۸۶: ۵-۲).

۸ موانع پیش روی بازار سرمایه برای اجرایی شدن سیاست‌های کلی اصل (۴۴)

بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار) در ایران جایگاه مناسب یک بازار سرمایه توسعه‌یافته را ندارد. به عبارت دیگر این بازار با توجه به وضعیت خاص اقتصاد ایران که در پی ابلاغ سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی پدید آمده است، نمی‌تواند پاسخ‌گوی نیازهای سرمایه‌گذاران باشد. می‌توان گفت هر بازار سرمایه زمانی مطلوب تلقی می‌شود که:

- انتقال وجوه را در زمان‌های مختلف و بین افراد مختلف با سهولت و حداقل هزینه ممکن سازد.

- ابزارهای متنوعی را برای مدیریت مالی فراهم کند.
 - تجمیع و تخصیص منابع مالی، اعم از بزرگ و کوچک، را میسر کند.
 - اطلاعات کامل را در دسترس همه شرکت‌کنندگان قرار دهد.
 - در بازار سرمایه رقابت وجود داشته باشد، به گونه‌ای که هیچ‌یک از شرکت‌کنندگان در بازار قدرت تعیین قیمت را نداشته باشند یا به عبارتی همه قیمت‌پذیر باشند.
 - از حداقل ریسک برخوردار باشد (Ahmad, 2004: 8-9).
- با توجه به این خصوصیات باید موانعی بیابیم که سبب نامطلوبی وضعیت بازار سرمایه در ایران است. بنابراین در ادامه به بررسی موانع پیش‌روی بازار سرمایه در ایران می‌پردازیم.

۸-۱ شفافیت و به‌روز نبودن اطلاعات

بی‌عدالتی در توزیع اطلاعات، دسترسی نداشتن هم‌زمان و یکسان همه افراد به اطلاعات و نیز مبهم بودن آنها برای همه مردم، موجب پیدایش رانت‌های اطلاعاتی می‌شود. بدیهی است که شرکت‌ها باید به‌موقع اطلاعات مهم را به بازار سرمایه ارائه کنند. زمانی که بازارهای سرمایه در ابتدای سال ۲۰۰۰ به اوج خود رسیدند، ورشکستگی و رسوایی پاره‌ای از شرکت‌ها، به تدریج اعتماد سرمایه‌گذاران را از مسئولیت گزارش‌دهی اطلاعات ضعیف کرد و موضوع اعتماد عمومی به کیفیت اطلاعات گزارش شده، مطرح شد (Dipiazza and Eccles, 2002: 10-12).

تحقیقات نشان می‌دهد افشا و شفافیت بیشتر در اطلاعات، منافع متعددی برای شرکت‌ها به دنبال خواهد داشت. سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تر از سوی سرمایه‌گذاران، بهبود دسترسی به سرمایه جدید، هزینه سرمایه کمتر، مدیریت معتبرتر و مسئول‌تر و در نهایت قیمت بالاتر سهام و منفعت بیشتر سهام‌داران، از جمله این منافع است. اطلاعات مهم و ضروری شرکت‌های حاضر در بورس را می‌توان به سه دسته ذیل طبقه‌بندی کرد:

- اطلاعات و گزارش سالیانه شرکت‌ها (شامل سود و زیان و ترازنامه و حساب‌های مالی شرکت در دوره یک‌ساله، افشای اطلاعات در مورد وضعیت تجاری، قیمت تمام شده اموال، شرکت‌های تابعه تحت مالکیت، میزان و انواع بدهی‌های معوقه، تجزیه و تحلیل‌های مدیریت از وضعیت مالی شرکت و ...) که در دسترس بودن این اطلاعات به تحلیلگران بازار و خریداران و فروشندگان سهام، امکان می‌دهد تا طی دوره‌های آتی وضعیت شرکت را پیش‌بینی کنند و براساس این به معامله بپردازند.

- اطلاعات کوتاه‌مدت یا ماهیانه (از جمله میزان فروش، حجم تسهیلات دریافتی و سود پیش‌بینی شده از سوی شرکت و ...) که خریداران و فروشندگان را قادر می‌سازد تا با در نظر گرفتن روند فعالیت‌های شرکت در کوتاه‌مدت، به خرید و فروش سهام بپردازند. تفاوت این اطلاعات با دسته قبل این است که زمان آنها کوتاه‌تر است و اطلاعات نیز حسابرسی نمی‌شوند.

- اطلاعات موردی درباره حوادثی که یقیناً بر قیمت سهام شرکت و در نتیجه بر ارزش بورس اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد (مانند خرید مواد اولیه به قیمت گران و آتش‌سوزی و امثال آن) (Ibid.: 20-23).

اما باید دید چه دلایلی وجود دارد که باعث می‌شود تا گزارش‌ها یا اطلاعات ارائه شده شفاف نباشد. برخی اوقات، مدیران شرکت‌ها برای حفظ موقعیت شرکت و یا از روی احتیاط از ارائه اطلاعات صحیح خودداری می‌کنند. در اکثر کشورهای جهان که بازارهای سرمایه از شفافیت لازم برخوردار است، انجمنی تحت عنوان «تحلیلگران مالی» در کنار بازار سرمایه وجود دارد که کار آن ارائه خدمات مشورتی به معامله‌گران سهام در بازار است. در بازار سرمایه ایران هنوز چنین امکاناتی وجود ندارد و این وظیفه را کارگزاران بازار که وظیفه اصلی آنها چیز دیگری است، برعهده دارند که مناسب هم نیست.

موضوع دیگر، پیچیدگی در قوانین مالیاتی کشور است که باعث می‌شود تا شرکت‌ها برای کاهش بار مالیاتی خود به ارائه گزارش‌های خلاف واقع مبادرت کنند. علاوه بر این،

امکان دارد ارائه گزارش‌های مالی غیرشفاف تعددی نباشد و مربوط به عوامل خارج از شرکت باشد.

همچنین کاهش انگیزه شرکت‌ها برای افشای اطلاعات شاید ناشی از هزینه‌های مالکانه^۱ باشد. اطلاعاتی که افشای آنها موجب کاهش ارزش شرکت‌ها شود، اطلاعات مالکانه می‌نامند. در این موارد، شفافیت اطلاعات شرکت‌ها سبب توجه بیشتر دولت به شرکت‌های سودآور می‌شود و در مواردی مصادره‌هایی رخ می‌دهد. همچنین هزینه‌های رقابتی ناشی از افشای صحیح اطلاعات باعث می‌شود تا توان سودآوری و اسرار تجاری شرکت برای رقبای آشکار شود و هزینه‌های مالکانه افزایش یابد. هرچه حقوق مالکیت^۲ در کشورها کمتر به رسمیت شناخته شود و دولت‌ها تمایل به مصادره اموال اشخاص حقیقی و حقوقی داشته باشند، به همان اندازه هزینه‌های مالکانه و انگیزه پنهان‌کاری اطلاعات برای حفظ ثروت بیشتر خواهد بود. همچنین هر قدر قوانین حمایت‌کننده حقوق مالکیت معنوی^۳ ضعیف باشد، هزینه‌های مالکانه از بعد رقابتی بیشتر و انگیزه‌های عدم افشای اطلاعات نیز بیشتر خواهد بود.

ساختار سیاسی کشورها از دیگر عوامل پنهان‌کاری اطلاعات از سوی شرکت‌ها و افراد است. تمرکز یک‌جای قدرت سیاسی و اقتصادی، مالکیت گسترده دولت در شرکت‌ها و دست‌کاری سیاسی قوانین به دست شرکت‌های قدرتمند برای حفظ قدرت در مقابل رقبای جدید، از این دسته است. علاوه بر این، سیستم قضایی ضعیف در کشورها از دیگر دلایل پنهان‌کاری اطلاعات است.

نگاهی به موارد فوق نشان می‌دهد که افشا نکردن اطلاعات صحیح در بازار سرمایه ایران تا حد بسیاری ناشی از همین عوامل باشد. از آنجا که در سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی، بخشی از واگذاری‌ها مربوط به شرکت‌های دولتی است که در قالب بورس

1. Proprietary
2. Property Rights
3. Intellectual

اوراق بهادار عرضه می‌شوند؛ برای نیل به اجرای موفقیت آمیز برنامه‌های واگذاری در راستای اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی باید علاوه بر موارد فوق، نظام اطلاع‌رسانی دقیق و سریعی برقرار شود تا اطلاعات درونی شرکت‌ها دقیقاً در اختیار عموم قرار گیرد. به این منظور باید شرکت‌های دولتی، اطلاعات کامل و جامعی از وضعیت مالی، وضعیت فروش، بهای تمام شده، بازار فروش، وضعیت شرکت در میان شرکت‌های رقیب، برنامه‌ها و طرح‌های آتی و هر اطلاعاتی که بتواند بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر باشد، به بورس اوراق بهادار عرضه کنند. کارشناسان مجرب باید این اطلاعات را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و پس از حصول اطمینان از صحت و اعتبار آن، گزارش مدونی از طریق سایت‌های تخصصی، روزنامه‌ها و مجلات در اختیار عموم قرار گیرد.

۲-۸ وجود نداشتن یا توسعه نیافتن سازمان‌های خودانتظام

نظارت و قانونگذاری از مهم‌ترین مباحث در بورس‌های اوراق بهادار محسوب می‌شود. مواردی همچون ساختاردهی استانداردهای قانونی، اطلاع‌رسانی مناسب، تعمیق و بهبود نقدینگی بازار و حضور مداوم و اطمینان‌بخش سرمایه‌گذاران از مهم‌ترین دغدغه‌هایی است که قانونگذاران را تشویق و ترغیب می‌کند تا بتوانند ساختار قانونی مناسبی که قابلیت اجرایی بالایی داشته باشد، برای گروه‌ها و سازمان‌های مختلف فعال در بورس اوراق بهادار فراهم سازند (Knill, 2004: 5-6).

سازمان‌های خودانتظام را می‌توان کانون‌های معامله‌گران بورس اوراق بهادار نام برد که تشکیل بازارهای خارج از بورس اوراق بهادار^۱ از عمده‌ترین اهداف آنهاست. بورس‌های اوراق بهادار با توجه به دارا بودن جذابیت‌های سرمایه‌گذاری، همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران است. در این میان، بورس‌های اوراق بهادار در قالب بازارهای متمرکز و نظام یافته، سهم زیادی از مبادلات اوراق بهادار را دربردارند. در کنار بازارهای نظام یافته چون بورس‌های اوراق بهادار،

بازارهای خارج از بورس نیز نقش بسزایی در تسهیل مبادلات اوراق بهادار و جذب سرمایه به عهده دارند. به دلایل مختلف از جمله مقررات سخت و دست‌وپاگیر، برقراری الزامات پذیرشی دشوار و ناتوانی در برآوردن سلیقه همه سرمایه‌گذاران از سوی بورس‌های اوراق بهادار، بازارهای خارج از بورس رشد و توسعه بسیار زیادی داشته‌اند.

در کشور ایران تاکنون بازارهای خارج از بورس وجود نداشته و حتی در قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، مصوب ۱۳۴۵، نیز بحثی از آن به میان نیامده است. در بند «۸» ماده (۱) قانون جدید بازار اوراق بهادار که در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۱ به تصویب مجلس شورای اسلامی و شورای نگهبان رسیده است، این بازارها معرفی شده‌اند.^۱ به عبارتی می‌توان گفت ضرورت ایجاد این بازارها در قانون برنامه سوم توسعه^۲ و نیز قانون برنامه چهارم توسعه^۳ مدنظر بوده است. باید توجه داشت که امروزه در کشور ما شرکت‌های بسیاری وجود دارند که توانایی رسیدن و برآورده کردن الزامات پذیرشی بورس‌ها را ندارند. آمارها نشان می‌دهد، از مجموع بیش از سیصد هزار شرکت ثبت شده در کشور، تنها کمتر از پانصد شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرش شده‌اند. مراحل سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار ایران به این ترتیب است که ابتدا سرمایه‌گذار خارجی درخواست خود را براساس قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی تکمیل می‌کند و آن را به همراه مدارک لازم به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی و اقتصادی ایران تحویل می‌دهد، پس از مطرح شدن

۱. بند «۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴: بازارهای خارج از بورس، بازاری است در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد.

۲. ماده «۹۴» این قانون، به‌صراحت، ایجاد شبکه رایانه‌ای بازار سرمایه را جهت انجام دادوستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطح ملی و پوشش خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی و بین‌المللی متذکر شده است.

۳. طبق ماده «۱۵» این قانون، شورای بورس مکلف شده است تا در وهله نخست، بازار سرمایه را از طریق راه‌اندازی بورس‌های منطقه‌ای و استانی، ایجاد شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی از نظر جغرافیایی گسترش دهد، همچنین در این ماده به مقولاتی نظیر ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی، بازارهای خارج از بورس، ارتباط با بورس‌های جهانی برای تبادل اطلاعات و پذیرش متقابل اوراق بهادار تأکید شده است.

درخواست وی در هیئت سرمایه‌گذاری خارجی در صورت موافقت این هیئت، وزیر امور اقتصادی و دارایی مجوز سرمایه‌گذاری خارجی را صادر می‌کند (این مرحله حداکثر ۴۵ روز طول می‌کشد). سرمایه‌گذار پس از اخذ مجوز باید حساب بانکی برای انتقال سرمایه خود به ایران افتتاح کند. سپس برای دریافت کد معاملاتی به منظور دادوستد در بورس اوراق بهادار باید مدارکی را به بورس اوراق بهادار واگذار کند. در صورت اختصاص کد معاملاتی نیز باید سرمایه‌گذار خارجی کارگزار مربوطه را تعیین و اعلام کند. پس از طی این مراحل امکان دادوستد در بورس اوراق بهادار برای وی فراهم می‌شود (سنگینیان، ۱۳۸۶: ۷-۶). اما با وجود قوانین لازم برای جلب و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی رغبت چندانی برای این نوع سرمایه‌گذاری در کشور ما دیده نمی‌شود. این مسئله دلایل متعددی دارد که می‌تواند موضوع بحث مفصل دیگری باشد. لکن نبود تعامل سازنده با کشورهای دیگر، وجود قوانین و مقررات دست‌وپاگیر، توسعه نیافتن بازارهای مالی، نبود امنیت و ثبات کافی برای سرمایه‌گذاران خارجی و ... از عمده‌ترین این معضلات است. در بخش قوانین و مقررات به ذکر چند نمونه از معضلات بسنده می‌کنیم:

- طبق ماده (۳) آیین‌نامه بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۳/۱۱ هیئت وزیران، سرمایه‌گذاران خارجی مکلف‌اند ظرف حداکثر یک سال پس از اخذ مجوز نسبت به انتقال کل وجوه به داخل کشور اقدام کنند. در صورت ندادن کل وجوه به داخل کشور یا سرمایه‌گذاری نکردن در بورس اوراق بهادار ظرف این مدت، مجدداً باید مجوز بگیرند. با توجه به فرایند زمان‌بر اخذ مجوز و ورود سرمایه به کشور به نظر می‌رسد این مهلت بسیار کوتاه است.

- طبق ماده (۴) همین آیین‌نامه، سرمایه‌گذار خارجی منحصراً در دارایی‌هایی می‌تواند سرمایه‌گذاری کند که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد. با توجه به آنچه قبلاً اشاره شد، بسیاری از شرکت‌ها در کشور ما شرایط حضور در بورس اوراق بهادار و پذیرش را ندارند. پس این مورد هم می‌تواند مانعی در برابر سرمایه‌گذاران خارجی باشد.

- در ماده (۸) آیین‌نامه مذکور، ضوابط ورود، خروج و نگهداری اصل و سود سرمایه‌های خارجی آمده است. براساس این ماده، تمامی ضوابط حاکم در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه‌های اجرایی آن و نیز مقررات ارزی کشور، در این مورد مصداق دارد. به‌عنوان نمونه برای خروج سود سرمایه‌گذاری، مصوبه هیئت سرمایه‌گذاری خارجی و نیز تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی لازم است که این امر، کار را برای سرمایه‌گذاران خارجی پیچیده می‌کند.

همچنین تملک اموال غیرمنقول برای سرمایه‌گذاران خارجی ممنوع است و این مسئله نیز انگیزه سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش می‌دهد.

- در ماده (۹) آیین‌نامه بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۳/۱۱ هیئت وزیران، برای سرمایه‌گذاری خارجی در سهام شرکت‌ها، حدی تعیین شده است؛ به‌گونه‌ای که بیشترین میزان سهام خریداری شده در هر شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، نباید از ۱۰ درصد تعداد کل سهام آن شرکت تجاوز کند. در مورد اوراق مشارکت نیز رویه مشابهی وجود دارد. این محدودیت‌ها سبب می‌شود تا سرمایه‌گذاران خارجی به‌دلیل مشارکت نداشتن و نفوذ در هیئت‌مدیره شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری خودداری کنند.

- علاوه بر این، طبق ماده (۱۲) آیین‌نامه مذکور، خروج اصل و عایدات سرمایه‌گذار خارجی در بورس اوراق بهادار حتی در صورت تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی و نیز رعایت سایر ضوابط لازم، منوط به گذشت حداقل سه سال از سرمایه‌گذاری است، که زمانی طولانی می‌باشد و با توجه به چشم‌انداز سیاسی کشور در صحنه بین‌المللی معیار مناسبی برای جذب سرمایه‌های سرمایه‌گذاران خارجی نیست.

- از دیگر موارد مهم، می‌توان به مفاد ماده (۱۴) آیین‌نامه بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اشاره کرد که در آن حسابرس معتمد سازمان بورس اوراق بهادار حسابرسی عملکرد فعالیت سرمایه‌گذار خارجی در بورس را انجام می‌دهد، که این مسئله

در مواردی می‌تواند مشکلاتی ایجاد کند. همچنین حل و فصل اختلافات طبق ماده (۱۹) قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، در دادگاه‌های داخلی انجام می‌شود، مگر آنکه در موافقت‌نامه‌های دوجانبه با دولت متبوع سرمایه‌گذار، در مورد شیوه دیگری توافق شده باشد. در این مورد هم به نظر می‌رسد چشم‌انداز روشنی برای سرمایه‌گذاران خارجی وجود ندارد و آنها ترجیح می‌دهند دادگاه بین‌المللی در این باره قضاوت کند (کشتکار، ۱۳۸۴: ۱۵۲-۱۱۵).

۳-۸ نبود فرهنگ غنی سهام‌داری در بازار سرمایه

بازار سرمایه در کشور ما بازاری در حال توسعه و رو به تکامل است. اصلاح ساختار نظارتی و اجرایی، تزاید و تنوع واسطه‌های مالی، تعمیق بازار اوراق بهادار و دیگر اهداف توسعه بازار سرمایه، بدون توجه به بسط و گسترش فرهنگ و ارتقای دانش عمومی مرتبط با آن، امکان‌پذیر نخواهد بود (مجمع تشخیص مصلحت نظام، ۱۳۸۶: ۲۱-۱۹).

برآوردهای کارشناسان نشان می‌دهد، از تعداد کل سهام‌داران، بین ۳ تا ۱۰ درصد (حدود صد تا سیصد هزار نفر) در بازار سرمایه فعال هستند و از حقوق خود آگاهی دارند (همان: ۲۷). باید توجه داشت حضور گسترده مردم در بازار سرمایه در صورتی که با شناخت و آگاهی آنان همراه باشد، می‌تواند بر عمق بازار سرمایه بیافزاید و آنان را از سود ناشی از فعالیت در این بازار، بهره‌مند سازد.

علاوه بر این آموزش و فرهنگ‌سازی به شیوه‌های مستقیم و غیرمستقیم، در بهبود خدمات واسطه‌های مالی نیز نقش دارد که از جمله ابزارهای توسعه بازارهای مالی به‌شمار می‌آید. ارتقای سطح دانش عمومی و فرهنگ بازار سرمایه در میان عموم و به‌ویژه سهام‌داران به‌عنوان متقاضیان خدمات واسطه‌های مالی، کیفیت عملکرد این نهادها را افزایش می‌دهد. در صورتی که کارگزاران، مشاوران و دیگر واسطه‌های مالی با مشتریانی در تعامل باشند که دانش کافی در حیطه بازار سرمایه ندارند، نظارت بیشتری بر عملکرد خود احساس می‌کنند و

خود را ملزم به پاسخ‌گویی و ارائه خدمات مناسب‌تر می‌دانند (کیانی، ۱۳۸۵: ۲۶-۲۳).

۴-۸ سهم بالای اشخاص حقوقی و نهادهای دولتی و شبه‌دولتی از بازار سرمایه
 طی چند دهه گذشته همواره شرکت‌ها و مؤسسات دولتی، بیشترین سهم را در معاملات بورس اوراق بهادار به خود اختصاص داده‌اند، در حالی که این شرکت‌ها و مؤسسات به‌عنوان بازارساز وارد بازار شده‌اند، اما به‌جای تثبیت بازار با اقدامات آگاهانه و غیر آگاهانه، بر آشفته‌گی بازار سرمایه دامن زده‌اند. برای مثال بیش از ۱۴/۲ درصد از حجم معاملات سهام در بورس اوراق بهادار را گروه تأمین اجتماعی انجام می‌دهد. سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران و بنیاد جانبازان و مستضعفان نیز به ترتیب با تملک بیش از ۹/۴ و ۴/۳ درصد از ارزش بازار سرمایه در رده‌های بعدی قرار دارند. بسیاری از بانک‌های دولتی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری زیرمجموعه آنها نیز از سهام‌داران عمده بازار اوراق بهادار هستند (سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور، ۱۳۸۳: ۴۳۹).

۵-۸ ساختار بازار سرمایه

براساس قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴/۹/۱)، در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف سامان‌دهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارآمد اوراق بهادار و نظارت بر حسن اجرای قانون مذکور، شورای عالی بورس و اوراق بهادار با ریاست وزیر امور اقتصادی و دارایی تشکیل شده است. این شورا وظایف متعددی دارد که در اینجا با توجه به ارتباط موضوع، به برخی از آنها اشاره می‌شود. انتخاب اعضای هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، انتخاب اعضای هیئت‌دآوری، اعطای انواع مجوزها (مجوز عرضه اوراق بهادار خارجی، مجوز عرضه اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های خارجی و ...)، نظارت بر فعالیت سازمان و رسیدگی به شکایات و ... از جمله وظایف این شورا است. در ماده (۵) این قانون؛ سازمان، مؤسسه‌ای عمومی غیردولتی تعریف شده که

دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل است و از محل کارمزدهای دریافتی و سهمی از حق پذیرش شرکت‌ها در بورس و سایر درآمدها اداره می‌شود. ذکر این نکته لازم است که اعضای هیئت‌مدیره این سازمان را شورای عالی بورس و اوراق بهادار با پیشنهاد رئیس شورا انتخاب می‌کند. با توجه به اینکه مؤسسه مذکور غیردولتی است اما یک شورای دولتی با پیشنهاد وزیر دولتی (به‌عنوان رئیس شورا) اعضای هیئت‌مدیره آن را انتخاب می‌کند که عملاً آن را از حالت غیردولتی بودن خارج می‌کند. به عبارتی افراد منتخب در هیئت‌مدیره سازمان، اقتدار لازم را ندارند و وزیر امور اقتصادی و دارایی می‌تواند در هر زمانی آنها را برکنار کند. در مورد شورای عالی بورس و اوراق بهادار نیز باید گفت که این شورا دولتی است. البته در دولتی بودن این شورا اشکالی وجود ندارد (در اکثر کشورهای دنیا این شورا دولتی است)، اما وقتی که بخش اعظم معاملات بازار اوراق بهادار را نهادها و شخصیت‌های حقوقی دولتی یا وابسته به دولت انجام می‌دهند و نیز بیشتر شرکت‌ها و مؤسسات پذیرفته شده یا فعال در بورس، دولتی هستند، شورای مذکور نمی‌تواند نقش خود را به‌عنوان حمایت‌کننده و تضمین‌کننده سلامت بازار به‌خوبی انجام دهد.

گاه ناتوانی واسطه‌های بازار در انجام تعهدات مالی خود، سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک سیستمی^۱ قرار می‌دهد؛ به‌گونه‌ای که واسطه مالی در اثر ورشکستگی یا مواجه شدن با کمبود نقدینگی به تسویه کامل دادوستدها قادر نیست. در نظام‌های تسویه و پایاپای اوراق بهادار، تحویل ندادن اوراق بهادار فروخته شده یا خودداری از پرداخت بهای اوراق بهادار خریداری شده، خریداران و فروشندگان را با ریسک اصل سرمایه^۲ مواجه می‌کند. ریسک نقدشوندگی^۳ از دیگر خطرهای موجود در بورس اوراق بهادار است که از تحویل ندادن اوراق بهادار یا پرداخت بهای آن در موعد مقرر ناشی می‌شود. این نوع ریسک به‌ویژه در مواقعی که قیمت اوراق بهادار به‌سرعت تغییر می‌کند، می‌تواند باعث بروز مشکلات

1. Systemic Risk
2. Principal Risk
3. Liquidity Risk

اساسی و حتی ورشکستگی طرف مقابل شود. ریسک نقدشوندگی می‌تواند سرمایه‌گذاران را با ریسک دیگری به نام ریسک جابه‌جایی^۱ یا ریسک بازار مواجه سازد. در این حالت، سرمایه‌گذار به علت مواجه شدن با قصور در تحویل اوراق بهادار خریداری شده یا قصور در پرداخت وجه اوراق بهادار تحویل داده شده، ناگزیر از خرید یا فروش اوراق بهادار در قیمتی متفاوت از بهای اولیه می‌شود (صفراریان و کریمی، ۱۳۸۳: ۱۶-۱۴).

از مؤثرترین راه‌های کنترل ریسک این است که بورس‌های اوراق بهادار یا نهادهای تسویه در تشکیل صندوق تضمین^۲ و واسطه‌های بازار کوتاهی کنند. این صندوق با هدف پوشش تعهداتی از قبیل تسویه دادوستدها، ورشکستگی کارگزاران بورس اوراق بهادار و تخلفات کارگزاران از محل سهم مشارکت کارگزاران، معامله‌گران و اعضای اتاق پایپای و سپرده‌گذاری عضو بورس، عواید حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه صندوق، سهم مشارکت بورس‌های اوراق بهادار و نهاد تسویه، هزینه دیرکرد بازپرداخت دیون صندوق و تسهیلات بانکی و سیاست‌های بیمه تشکیل می‌شود. اگرچه صندوق تضمین به‌منظور پوشش تعهدات کارگزاران ایجاد می‌شود، اما پذیرش ریسک و تحمل زیان ناشی از آن به عهده صندوق نیست و در واقع مسئولیت اصلی جبران خسارات ناشی از قصور کارگزاران به عهده خود آنهاست و صندوق تضمین فقط با هدف تخفیف و مدیریت ریسک تشکیل می‌شود و در جبران خسارات به آنها کمک می‌کند (در قانون فعلی بازار اوراق بهادار این مورد وجود ندارد) (همان: ۱۸-۱۷).

۸-۶ نارسایی برخی از قوانین پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

یکی دیگر از مشکلات پیش‌روی بازار سرمایه در کشور ایران، نارسایی یا نبود قوانین و در مواردی پیچیدگی و ابهام در آنهاست. این مسئله نه تنها در مورد بورس اوراق بهادار، بلکه در بسیاری از مسائل دیگر نیز وجود دارد. برای نمونه، مقررات شرکت‌های سهامی در قانون

1. Replacement Risk
2. Guarantee Fund

تجارت بسیار ناقص است، به گونه‌ای که مردم برای خرید سهام شرکت‌ها اطمینان کافی ندارند. قانون تجارت برای انتظام بازار اولیه و عرضه عمومی سهام نیز کاستی‌هایی دارد که برخی در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار مرتفع می‌گردند، و برخی نیز باید در آیین‌نامه‌های مربوط دیده شوند. به‌عنوان نمونه:

- مواد قانونی مذکور، فقط ناظر بر مرحله ثبت شرکت است و اصولاً نظارتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی عام پس از عرضه عمومی برای حمایت از سرمایه‌گذاران و سهام‌داران جزء ندارد.

- الزامات افشای اطلاعات به‌منظور عرضه عمومی برای تصمیم‌گیری منطقی سرمایه‌گذاران ناکافی است و اعلامیه پذیره‌نویسی شامل اطلاعات صوری شرکت و عرضه عمومی است، و سرمایه‌گذاران بالقوه را از وضعیت مالی شرکت، مصارف وجوه و برخی اطلاعات مهم برای سرمایه‌گذاری آگاه نمی‌کند.

- با توجه به اینکه بسیاری از اطلاعات مهم در اعلامیه پذیره‌نویسی بیان شده در قانون تجارت پیش‌بینی نشده است، برای جلوگیری از اشتباه و تداخل به‌نظر می‌رسد، ضروری است که این اطلاعات با عنوانی خاص و سندی مجزای آیین‌نامه‌ای تعریف و الزامی شود. در قوانین کمیسیون بورس اوراق بهادار کشور آمریکا این اطلاعات با عنوان امیدنامه^۱ شناخته می‌شود. - با توجه به الزامات قانون جدید بازار اوراق بهادار، فرایند عرضه سهام مشروطه در مواد مختلف قانون تجارت ناقص است، در صورتی که آیین‌نامه‌ها به‌ناچار باید با رعایت قانون تجارت، فرایند عرضه را تنظیم کنند.

- نقص عمده قوانین قبلی، نبود ضمانت اجرایی قانون و مقررات انضباطی تعریف و تعیین شده برای موارد نقض و به‌خصوص اعمال فریب‌کارانه است. البته بخش (۱۱) از فصل اول قانون تجارت و همچنین مواد (۲۴۳ الی ۲۶۹) این قانون، به مقررات جزایی برای موارد نقض مواد قانونی مختلف اختصاص دارد، که فقط به دو نوع حبس و جریمه نقدی

1. Prospectus

محدود می‌شود، اما با توجه به نقص‌ها و ابهامات موجود و میزان جرائم نقدی مقرر، قانون فعلی کارایی لازم را برای جلوگیری از تخلف، تقلب و اعمال فریب کارانه ندارد. در این راستا، مواد (۴۶ الی ۵۲) فصل ششم قانون جدید بازار اوراق بهادار، نقایص موجود در قانون تجارت را مرتفع کرده است.

۸-۷ دست‌کاری^۱ در بازار و قیمت‌ها

شواهد بیانگر آن است که بحث دست‌کاری بورس اوراق بهادار از جمله چالش‌های موجود فراروی بازار سرمایه در اوایل قرن بیستم بوده است و امروزه به دلیل تصویب قوانین مناسب و سازوکارهای نظارتی اثربخش، بسیاری از شیوه‌های دست‌کاری در ابزار بورس اوراق بهادار در کشورها از بین رفته است. لکن در اغلب بازارهای نوظهور و در حال توسعه، به علت ضعف در نظام‌های قانونی و سازوکارهای نظارتی، هنوز هم شیوه‌های عمده‌ای از دست‌کاری‌ها وجود دارد که موجب تکامل نیافتن بازار سرمایه و نبود اعتماد عمومی به این بازارها شده است.

دست‌کاری با انتشار اطلاعات گمراه‌کننده یا شایعات ساختگی قیمت اوراق بهادار^۲، دست‌کاری بر مبنای عمل^۳ و دست‌کاری بر مبنای معامله^۴ از شایع‌ترین انواع آن در قیمت‌هاست.

در بازار سرمایه ایران و در قانون بازار اوراق بهادار، سازوکارهای بازدارنده

1. Manipulation

۲. در این حالت گروهی از سرمایه‌گذاران با تشکیل ائتلاف ابتدا اوراق را می‌خرند و سپس با انتشار شایعات مورد نظر در مورد شرکت‌ها، آنها را با قیمت بالاتر به فروش می‌رسانند.

۳. Action-based Manipulation که در آن دست‌کاری‌کننده قیمت اوراق بهادار، ابتدا اوراق بهادار را تملک کرده و سپس قیمت پیشنهادی برای تملک اوراق بهادار اعلام می‌کند، که در این شرایط قیمت اوراق بهادار در بورس افزایش یافته و دست‌کاری‌کننده اوراق، قادر است اوراق خود را بفروشد.

۴. Trade-based Manipulation در این روش، گروهی از معامله‌گران با خرید و بعد فروش و بدون توسل به انتشار اطلاعات گمراه‌کننده و یا انجام هر نوع رفتار، قابل مشاهده عمومی در ارزش‌داری تغییر ایجاد می‌کنند، که شناسایی و کشف این نوع دست‌کاری بسیار مشکل است.

دست کاری قیمت‌ها وجود ندارد. به‌طور کلی به‌دلیل ضعف نظام‌های قانونی، امکان شناسایی و برخورد با دست‌کاری‌کنندگان قیمت در بورس اوراق بهادار وجود ندارد. وجود مشکلات ساختاری در بورس اوراق بهادار، از قبیل نبود تنوع در ابزارهای مالی، کم‌عمق بودن بازار، نبود ابزارهای مدیریت ریسک و ... موجب شده است تمایل به دست‌کاری در قیمت‌ها افزایش یابد (فلاح شمس و تیموری شندی، ۱۳۸۴: ۱۴۴-۱۲۶).

۸-۸ سایر موانع

- از دیگر موانع پیش روی بازار سرمایه می‌توان به تنوع نداشتن ابزارهای مالی اشاره کرد.

- چیرگی شبکه بانکی بر بازار سرمایه در ایران از دیگر موانع است. به عبارتی بررسی تطبیقی نقش و اهمیت نظام بانکی و بازار سرمایه نشان می‌دهد که بانک‌ها نقش سلطه‌گرانه‌ای در تأمین منابع داشته‌اند. به عبارتی رشد بازار سرمایه در ایران تحت‌الشعاع اجرای سیاست‌های پولی دولت قرار گرفته است.

- تعداد اندک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از دیگر مشکلات است. به این ترتیب، ضوابط پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار باید اصلاح شود و بازارهای خارج از بورس نیز باید تشکیل و تقویت شوند.

- از دیگر موانع پیش روی بازار سرمایه این است که به‌دلیل نبود گسترش شبکه‌های الکترونیکی در بازار سرمایه، بخش عمده‌ای از معاملات به شیوه سنتی انجام می‌شود. به این ترتیب نقل و انتقال سهام بسیار کند و زمان‌بر است و از این رو انعطاف لازم در عرضه و تقاضای سهام بسیار محدود است.

- همچنین نامشخص بودن چگونگی عرضه و تقاضای ثانویه سهام عدالت، علاوه بر ابهام در نحوه واگذاری این سهام، از دیگر مشکلاتی است که بازار سرمایه را تهدید می‌کند. سهام عدالت در شکل فعلی که مشخص‌کننده شرکت خاصی نیست، سند بدهی سنگین دولت حاضر و دولت‌های آینده است (داگلاس سی، ۱۳۷۷: ۱۹۰).

بحث و نتیجه‌گیری

در حال حاضر، بازار سرمایه در ایران به دلایل متعدد جایگاه مناسب و شایسته خود را در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها نداشته است و در صورت بی‌توجهی به این بخش، نباید انتظار داشته باشیم سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی به گونه‌ای مناسب اجرا شوند.

با توجه به بررسی صورت گرفته درباره عملکرد بازار سرمایه کشور می‌توان نتایج ذیل را ارائه کرد:

- نبودن یا توسعه نیافتن سازمان‌های خودانتظام که از نهادهای نظارتی هستند، از مشکلات اصلی است.

- میزان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور پایین است.

- نداشتن تعامل سازنده با کشورهای دیگر، وجود قوانین و مقررات دست‌وپاگیر، توسعه نیافتن بازارهای مالی، نبود امنیت و ثبات کافی برای سرمایه‌گذاران خارجی و ... از عمده‌ترین معضلات و محدودیت‌های جذب سرمایه‌گذاری خارجی در کشور است.

- نبود فرهنگ غنی سهام‌داری در بازار سرمایه از دیگر مشکلات پیش رو است.

- سهم بالای اشخاص حقوقی و نهادهای دولتی و شبه‌دولتی از بازار سرمایه از دیگر مشکلات است.

- رقابتی نبودن ساختار بازار و به‌طور ضمنی مشکلات انحصاری داشتن آنها.

- نارسایی و یا نبود قوانین و در مواردی پیچیدگی و ابهام قوانین بازار سرمایه کشور.

- دست‌کاری در بازار و قیمت‌ها از جمله معضلات دیگری است که بازار سرمایه را تهدید می‌کند.

- تنوع نداشتن ابزارهای مالی، چیرگی شبکه بانکی در کشور ما بر بازار سرمایه، تعداد

اندک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، عدم گسترش شبکه‌های الکترونیکی در بازار سرمایه، مدیریت دولتی و نوپایی سازمان بورس و اوراق بهادار در

مقایسه با نظام بانکی و حضور نداشتن مدیران حرفه‌ای در این مجموعه، کوچک بودن ابعاد فیزیکی بازار، مشخص نبودن چگونگی عرضه و تقاضای ثانویه سهام عدالت علاوه بر ابهام در نحوه واگذاری این سهام، از دیگر مشکلاتی است که بازار سرمایه و اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی را تهدید می‌کند.

- عملکرد سازمان بورس و اوراق بهادار در زمینه ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس در مقایسه با الزامات جزء ۳ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه مناسب و قوی نیست.

- سازمان بورس و اوراق بهادار تلاش‌هایی را برای برقراری ارتباط با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی انجام داده یا در حال انجام است، اما طی این دوره، عملکردی با نتیجه ملموس و مؤثر در بورس مشاهده نمی‌شود (جزء ۴ بند «الف» ماده (۱۵) فوق‌الذکر).

- اقدام منجر به نهایی شدن عمل در سازمان بورس اوراق بهادار درباره بند «ب» ماده (۱۵) قانون برنامه در راستای راه‌اندازی شبکه ملی دادوستد الکترونیک اوراق بهادار مشاهده نمی‌شود.

- شفافیت نداشتن و به‌هنگام نبودن اطلاعات از مهم‌ترین مشکلات بازار سرمایه است.

• ارائه راهکارهایی برای رفع موانع موجود برای اجرایی شدن اصل (۴۴)

برای حل و رفع موانع چند نوع اصلاحات به‌منظور حمایت از سرمایه‌گذاران در معاملات شخصی مطرح می‌شود:

- ارائه اطلاعات شفاف به سرمایه‌گذاران و سهام‌داران: آسان‌ترین نوع اصلاحات در هر کشوری افزایش سطح افشاگری است. انجام این نوع اصلاحات در کشورهای نظیر ایران ضروری است.

- حذف راه‌های گریز از قوانین در خصوص تأیید سهام‌داران.

- اصلاح مواد (۹)، (۱۰) و (۱۲) آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه به‌نحوی که:

- سهم سرمایه‌گذاران خارجی در تملک سهام شرکت‌ها افزایش یابد تا انگیزه خرید برای آنها ایجاد شود.

- حذف یا کاهش شرط نگهداری سه‌ساله سرمایه برای خارجیان در بورس کشور، با ایجاد شفافیت در عملکرد شرکت‌ها، ارائه اطلاعات درست و ...

- پررنگ کردن نقش کارگزاران برای حضور بیشتر سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه به‌طوری که کشورهای هدف مشخص شوند و کارگزاران نقش محوری در این زمینه ایفا کنند.

- بهبود فضای کسب و کار در کشور با تأکید بر افزایش امنیت سرمایه‌گذاری از راه‌های قانونی و گسترش زیرساخت‌ها.

- ایجاد شفافیت در قوانین و مقررات و حذف مقررات زائد.

منابع و مأخذ

- «گزارش سالیانه فدراسیون بین‌المللی بورس‌های جهان» (۲۰۰۶).
- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سال‌های مختلف، بانک داده‌ها و اطلاعات سری زمانی اقتصادی.
- تک‌روستا، علی و دیگران (۱۳۸۷). «تخمین رابطه انتشار سهام و عوامل نهادی با سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به روش تجزیه واریانس»، پژوهش‌های امور اقتصادی، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی (ویژه بازار سرمایه)، شماره ۲.
- داگلاس سی، نورث (۱۳۷۷). *نهادها، تغییرات نهادی و عملکرد اقتصادی*، ترجمه محمدرضا معینی، تهران، انتشارات سازمان برنامه و بودجه.
- دیانکوف، سیمون (۱۳۸۶). *فضای کسب و کار در سال ۲۰۰۶ (ایجاد فرصت‌های شغلی)*، ترجمه جعفر خیرخواهان، تهران، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی.
- رسیدگان، شهره و محمودرضا مدیرروستا (۱۳۸۵). «معرفی و شناخت بازارهای خارج از بورس»، تهران، ماهنامه بورس، شماره ۵۸.
- سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). *آمار و عملکرد ارسالی طی نامه شماره ۲۳۶۶۳*.
- سازمان خصوصی سازی (۱۳۸۶). «اصل (۴۴) قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران و ابلاغیه‌های مقام معظم رهبری در خصوص سیاست‌های کلی این اصل»، تهران، معاونت مطالعات و ارزیابی، مدیریت مطالعات و برنامه‌ریزی.
- سازمان مدیریت و برنامه‌ریزی کشور (۱۳۸۳). «گزارش اقتصادی سال ۱۳۸۲ و نظارت بر عملکرد چهار سال اول برنامه سوم توسعه»، تهران.
- سنگینیان، علی (۱۳۸۶). «سیاست‌های اصل چهارم و چهارم قانون اساسی و بورس اوراق بهادار»، تهران، ماهنامه بورس، شماره ۶۱.
- صفاریان، مریم و علی‌عباس کریمی (۱۳۸۳). «صندوق تضمین بورس، ساختار نهادی و مقررات

پیشنهادی برای بازار سرمایه ایران»، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه ایران، گزارش شماره E52-۸۳۱۱.

عزیزنژاد، صمد (۱۳۸۶). «ارزیابی عملکرد قانون برنامه چهارم توسعه (۳) (حوزه بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری خارجی)»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۰۲۵.

_____ ۱۳۸۴. «وضعیت بازار سرمایه با توجه به بحران‌های پیش‌رو»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی، گزارش شماره ۷۶۲۳.

فلاح شمسی، میرفیض و علی تیموری شندی (۱۳۸۴). «طراحی الگوی پیش‌بینی دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۷.

قانون آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه، مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۱۱ هیئت وزیران، مواد (۹)، (۱۰) و (۱۲).

قانون آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه.

قانون بازار اوراق بهادار، مجلس شورای اسلامی و هیئت وزیران ۱۳۸۴/۳/۱۱.

کشتکار، مریم (۱۳۸۴). «بورس اوراق بهادار تهران، اصلاح ساختار و بازنگری در قوانین و مقررات»، مجله برنامه و بودجه، شماره‌های ۶۱-۶۰.

کیانی، رضا (۱۳۸۵). «سازوکار اجرایی طرح سهام عدالت»، ماهنامه بورس، شماره ۵۱.

مجمع تشخیص مصلحت نظام (۱۳۸۶). «روندها و چالش‌های ساختاری بازار مالی ایران با تأکید بر عملکرد سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۵»، تهران، مرکز تحقیقات استراتژیک، معاونت پژوهش‌های اقتصادی، شماره مسلسل ۶-۸۶-۱-۰۴.

نظری علی‌آباد، مریم و امید عطایی (۱۳۸۶). «موانع پیش‌روی بازار سرمایه در راستای اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی»، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۸۶۷۲.

نویخت، محمدباقر (۱۳۸۵). پژوهش‌های راهبردی در توسعه اقتصادی ایران (۱)، مجمع تشخیص مصلحت نظام، مرکز تحقیقات استراتژیک، جلد ۱.

نیلی، مسعود (۱۳۷۶). اقتصاد ایران، تهران، مؤسسه پژوهش و برنامه‌ریزی در برنامه‌ریزی و توسعه.

Ahmad, Yamin S. (2004). "Foreign Direct Investment Versus Portfolio Investment: A Global Games Approach", University of Wisconsin-White Water, WI 53538.

Central Bank of Pilipinas (September 2007).

Dipiazza, Jr. Samuel, A. and Robert G. Eccles (2002). "Building Public Trust", The Future of Corporate Reporting John Wiley & Sons.

Doing Business Database (2006, 2007, 2008).

European Central Bank (September 2007). "Do International Portfolio Investors Follow Firms Foreign Investment Decisions?"

Evans, Kimberly (December 2002). "Foreign Portfolio and Direct Investment, Global Forum on International Investment.

Freeman, Nick J., Frank L. Bartels (2000). "Portfolio Investment in Southeast Asia's Stock markets: A Survey of Institutional Investors Current Perception and Practices", Institute of Southeast Asian Studies.

Gelos, R. Gasto (2003). "Transparency and International Portfolio Investment in Asia, Latin America and Elsewhere", LAEBA Economics and Business Association, January.

International Conference on the Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS): A summary, (September 2006). IMF.

Knill, April M., (August 2004). "Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Smaller Firm Financing Gap around the World?," University of Mary Land at College Park.

United Nation Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2007). World Investment Report.

World Bank (2007), International Financial Statistics (IFS).

_____ (April 2007). World Development Indicators Database.