



# قانون بازار اوراق بهادار از تدوین تا اجرا

دکتر علی سنگینیان  
مدیرعامل شرکت  
تأمین سرمایه امین

بازار سرمایه به‌عنوان بستری برای اجرای سیاست خصوصی‌سازی، مورد توجه قرار گرفت و در نتیجه آن، تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران و معاملات اوراق بهادار به شدت افزایش یافت به‌گونه‌ای که طی سال‌های ۱۳۶۸ تا ۱۳۷۵، تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران از ۶۷ شرکت به ۲۴۹ شرکت رسید و ارزش معاملات، به طور میانگین، سالانه ۱۹۰ درصد افزایش یافت.

پیامد این رشد سریع، مشخص شدن ناکارآمدی بسترهای مقرراتی و فنی موجود برای پاسخگویی به نیازهای جدید بازار بود. نهادهای مالی لازم برای ارائه خدمات مناسب به فعالان بازار یا وجود نداشتند یا خدمات کاملی ارائه نمی‌کردند. مقررات مناسب برای معرفی ابزارهای متنوع مالی وجود نداشت و بسترهای قانونی کافی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران از جمله افشای مناسب اطلاعات، کنترل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی و به‌طور کلی، کشف و برخورد با تخلفات، تدوین نشده بود.

از این‌رو، تدوین چارچوب‌های قانونی جدید یا تجدیدنظر در مقررات قبلی ناگزیر می‌نمود. بر همین اساس، تلاش‌های متعددی در این حوزه شکل گرفت که از آن جمله می‌توان به انتشار مقالات یا برپایی همایش‌های مختلف در این ارتباط اشاره کرد. نتیجه یکی از همین همایش‌ها که در سال ۱۳۷۷ و در دانشگاه شهید بهشتی برگزار شد، تدوین پیش‌نویس لایحه بازار اوراق بهادار بود. این پیش‌نویس که به همت برخی از فعالان بازار و اساتید دانشگاه تدوین شده بود تا اوایل دهه ۸۰، چندان مورد توجه قرار نگرفت و به‌رغم مطرح شدن در چند برهه و حتی بازنگری‌های انجام شده، همچنان در دست تدوین‌کنندگان باقی ماند تا این‌که به دستور وزیر وقت امور اقتصادی و

به اعتقاد کارشناسان، کمک به تأمین مالی، تخصیص بهینه سرمایه، کشف قیمت و ایجاد تسهیلاتی برای معاملات کارای اوراق بهادار، وظیفه اصلی بازار سرمایه در اقتصادهای درحال توسعه است. بازاری که در صورت ایفای مناسب وظایف خود، نقش حیاتی در رشد و توسعه یک اقتصاد خواهد داشت. به عبارت دیگر، بازار کارا، می‌تواند به طور موثری رشد اقتصادی یک کشور را تسریع کند، هر چند، توسعه فراگیر یک بازار، خود چالش بزرگی محسوب می‌شود. زیرا تجربه بازارهای توسعه‌یافته نشان می‌دهد که توسعه این بازارها متکی به مجموعه پیچیده‌ای از قوانین و مقررات و همچنین نهادهای مالی کارآمد است. بنابراین بدون وجود بسترهای مقرراتی مناسب و همچنین نهادهای مالی فعال، توسعه بازار سرمایه و به تبع آن، رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، دور از انتظار خواهد بود.

## تدوین مقررات قانونی برای بازار سرمایه ایران

در ایران هم دیدگاه استفاده از ظرفیت‌های بازار سرمایه برای کمک به رشد اقتصادی، از گذشته، طرفدار داشته است. چنان‌که اندیشه تاسیس بورس اوراق بهادار در ایران به سال‌های ابتدایی دهه ۴۰ بر می‌گردد. اما به‌رغم تاسیس زودهنگام این بازار در قیاس با اقتصادهای منطقه، ظرفیت‌های آن چندان مورد توجه قرار نگرفته است بطوری‌که این بازار با فراز و نشیب‌های زیادی در طول فعالیت خود همراه بوده است که از آن جمله می‌توان به تعطیلی تقریبی آن در دوره ۱۰ ساله پس از پیروزی انقلاب اسلامی تا پایان جنگ اشاره کرد.

اما از سال ۱۳۶۸ و در چارچوب برنامه اول توسعه اقتصادی، تجدید فعالیت

دراپی (آقای طهماسب مظاهری)، بررسی آن، دوباره به جریان افتاد. این لایحه با اعمال تغییراتی در تاریخ ۱۳۸۳/۴/۲۸ با عنوان «لایحه بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» به تصویب هیات وزیران رسید و در تاریخ ۱۳۸۳/۵/۱۷ به صورت دو شوری به مجلس شورای اسلامی تقدیم شد.

کلیات لایحه در شور اول به تصویب مجلس و کمیسیون اقتصادی رسید و در شور دوم، کمیسیون از مرکز پژوهش‌های مجلس درخواست کرد با تشکیل کمیته‌ای تخصصی، متن لایحه را مورد بررسی و بازبینی قرار دهد و پس از دریافت نظرات کارشناسان حقیقی و حقوقی، متن نهایی را برای کمیسیون ارسال کند. بر همین اساس، کمیته‌ای متشکل از کارشناسان و مسئولان مرتبط تشکیل شد و این کمیته در اسفند همان سال و پس از برگزاری ۱۵ جلسه، لایحه قانونی را برای تقدیم به کمیسیون اقتصادی آماده کرد.

البته قبل از آغاز به کار این کمیته، بورس تهران در اقدامی مستقل، با دعوت از تعدادی از صاحب‌نظران و فعالان بازار سرمایه، لایحه بازار اوراق بهادار را مورد بازنگری قرار داده بود و بر اساس مطالعات انجام شده در مرکز تحقیقات بورس، پیشنهادات اصلاحی خود را در متن لایحه اعمال کرده بود که بیشتر آن‌ها در کمیته هم مورد تأیید قرار گرفت.

سیاست کمیته، بازنگری لایحه با کمترین تغییرات ممکن و حفظ ساختار اصلی آن بود. اما اشکالات ساختاری و شکلی لایحه باعث شد، کمیته به‌رغم محدودیت زمانی، وقت بیشتری صرف بازنگری و در برخی موارد، تغییراتی اساسی در آن ایجاد کند. البته هدف نگارنده، انتقاد از تدوین‌کنندگان اولیه لایحه نیست چرا که بدون همت آنان، شاید هنوز مجبور به استفاده از مقررات قبلی بودیم. به نظر طبیعی است لایحه‌ای که برای نخستین بار تدوین شده است با همه تلاش‌های صورت گرفته با نواقصی همراه باشد، قانون تصویب شده هم کامل نبود و اشکالاتی داشت که در بخش دوم به آن پرداخته می‌شود.

### نقص‌های قانون

یکی از مهمترین ایرادات وارده به پیش‌نویس لایحه، تفکیک نادرست وظایف نظارتی و اجرایی در ساختار لایحه بود زیرا در ساختار پیشنهادی، بخش عمده‌ای از سیاست‌گذاری‌ها، به بازوی اجرای مقام ناظر یعنی هیات‌نظارت محول شده بود و شورای بورس در عمل از مسئولیت‌چندانی برخوردار نبود. همچنین مشخص نبود از نظر سازمانی، جایگاه ارکان نظارتی چگونه تعیین می‌شد.

کمیته پس از بررسی ساختار نظارتی بازار سرمایه در کشورهای دیگر و همچنین با توجه به الزام قانون اساسی مبنی بر تصویب مقررات توسط مجلس یا هیات‌دولت، ساختار نظارتی مشخص را پیشنهاد کرد که از دو بدنه مستقل تشکیل می‌شد و بر اساس آن، شورای عالی بورس و اوراق بهادار، به عنوان بالاترین رکن بازار اوراق بهادار، مسئولیت نظارت بر اجرای قانون و تعیین سیاست‌های کلان و خط مشی بازار را برعهده داشت و سازمان بورس و اوراق بهادار، به عنوان بازوی اجرای ناظر، اجراکننده سیاست‌های شورا بود. کمیته همچنین برای تفکیک بهتر وظایف هر یک از ارکان، اقدام به تقسیم‌بندی وظایف حاکمیتی و عملیاتی کرد و آن‌ها را حسب مورد در اختیار شورا، سازمان بورس یا نهادهای خودانتظام قرار داد.

ایراد دوم مطرح شده، جامع نبودن لایحه از دیدگاه موضوعی و کارکردی بود. به گونه‌ای که لایحه از جامعیت لازم برای پوشش تمام فعالیت‌های بازار از جمله فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه، موسسات رتبه‌بندی، سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و ... برخوردار نبود. از این‌رو پیشنهاد شد، بر اساس مطالعات انجام‌شده بورس اوراق بهادار تهران و موسسه توسعه صنعت سرمایه‌گذاری، موارد تکمیلی در کمیته طرح و به لایحه اضافه شوند.

البته اشکالات دیگری در متن لایحه پیشنهادی وجود داشت که از جمله می‌توان به «ارائه نشدن تعاریف جامع و مانع از اصطلاحات مورد استفاده در

متن»، «ناسازگاری وظایف و اختیارات نهادها و ارکان»، «تضاد برخی مواد با قانون تجارت»، «ناهماهنگی مواد مرتبط» و «استفاده از برخی عبارات بدون ارائه تعاریف مشخص» اشاره کرد که پرداختن به آن از حوصله این نوشتار خارج است.

کمیته پس از بررسی پیشنهادهای دریافتی و انجام اصلاحات لازم، لایحه را در ۷ فصل و ۶۰ ماده و چند پیوست و نظرات تعدادی از اعضا، در اسفند ماه ۱۳۸۳ به کمیسیون اقتصادی ارسال کرد که این لایحه با تغییرات جزئی در آذرماه ۱۳۸۴ و پس از گذشت ۷ سال از زمان تدوین، با نام قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید.

### ارزیابی قانون بازار پس از ۸ سال اجرا

به نظر نگارنده که هم در فرایند تدوین قانون یادشده شرکت داشته و هم در اجرای بخشی از آن، قانون بازار اوراق بهادار ایران، اگر چه با کاستی‌هایی روبرو است اما نسبت به مقررات قبلی و همچنین در قیاس با ساختارهای مقرراتی کشورهای توسعه‌یافته، پیشرو و مترقی است و از ابزارهای لازم برای دستیابی به اهداف تعیین‌شده، یعنی حمایت از حقوق سهامداران و ایجاد و توسعه بازار شفاف منصفانه و کارای اوراق بهادار، برخوردار است.

از جمله مهمترین دستاوردهای قانون جدید بازار می‌توان به «تشکیل سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهادی مستقل و با اختیارات کافی برای اجرای وظایف نظارتی»، «معرفی بسیاری از نهادهای مالی لازم برای توسعه بازار از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تامین سرمایه، شرکت سپرده‌گذاری و ...»، «امکان طراحی انواع مختلف ابزارهای مالی با تصویب شورای بورس»، «معرفی بازار خارج از بورس»، «ضابطه‌مند کردن بازار اولیه»، «ساماندهی انتشار اوراق بهادار و ثبت عرضه‌های عمومی»، «پیش‌بینی ابزارهای نظارتی لازم برای کشف و برخورد با تخلفات و جرایم» اشاره کرد. همچنین شرکتی کردن بورس اوراق بهادار به عنوان یک اقدام پیشرو که هماهنگ با روندهای جهانی و برای نخستین بار در منطقه انجام شده است از نکات بارز این قانون است.

اما در کنار مزایای متعدد برشمرده، قانون تدوین شده با کاستی‌هایی روبرو است که عمدتاً به دلیل محدودیت زمانی در نظر گرفته‌شده برای کمیته بازنگری، تجربه بین‌المللی ناکافی تدوین‌کنندگان قانون و عدم استفاده از مشاوران خارجی، در دسترسی نبودن مشاوران حقوقی آشنا با سازوکار بازار و همچنین ناهماهنگی با نهادهای ناظر بازارهای مرتبط از جمله بازار پول بود. بخش دیگر کاستی‌های این قانون شامل مواردی چون «بی‌توجهی به مسایل مالیاتی ابزارهای مالی جدید»، «فقدان تعریف شخصیت حقوقی مناسب برای برخی نهادهای مالی جدید معرفی‌شده»، «تعیین نشدن وظایف اصلی و حقوق قانونی برخی نهادهای مالی و تشکل‌های خودانتظام در قانون و بسنده‌کردن به ارائه تعریف از آنان»، «ضعیف بودن فصل چهارم قانون (بازار ثانویه) در قیاس با بخش‌های دیگر (با توجه به اهمیت فوق‌العاده این بخش در بازار سرمایه)»، «فقدان تعریف وظایف و اختیارات کافی و مناسب برای نهادهای خودانتظام مانند بورس‌های اوراق بهادار در متن قانون»، «در نظر گرفتن بی‌دلیل محدودیت سهامداری برای شرکت‌های سپرده‌گذاری (در حالی که این شرکت‌ها با توجه به نوع فعالیت، عمدتاً زیرمجموعه یا وابسته به بورس‌ها هستند)»، است که بخشی از آن‌ها با تصویب قانون نهادها و ابزارهای جدید مالی برطرف شده و برخی دیگر به قوت خود باقی هستند. در کنار موارد یادشده، بخش‌هایی از قانون به صورت خلاصه و در حد تعریف به موضوعات پرداخته و شرح آن را به آیین‌نامه‌ها ارجاع داده است که در عمل این موضوع باعث تدوین آیین‌نامه‌های شده است که چندان با روح قانون هماهنگی ندارند. بنابراین می‌توان با بازنگری قانون بازار اوراق بهادار یا پیشنهاد مقررات مکمل به مجلس، مانند قانون نهادها و ابزارهای جدید مالی، نسبت به تکمیل و به‌روز رسانی زیر ساخت‌های مقرراتی مورد نیاز برای توسعه بازار سرمایه، اقدام کرد.