



کارشناسان در میزگرد ماهنامه بورس خواستار شدند

# بازنگری قانون بازار در دستور کار قرار گیرد

**بورس** به عنوان پرسش نخست، چرا قانون بازار اوراق بهادار سال ۴۵ در سال ۸۴ تغییر کرد؟ چه اتفاقاتی در طول ۴۰ سال در فضای بازار سرمایه روی داده بود که نیاز به تغییر قانون را ایجاد کرده بود؟ دکتر مستخدمین حسینی: بحث تغییر قانون در سال ۸۴، به سال‌های قبل از آن بر می‌گردد. زمانی که تغییر قوانین مرتبط با بازار سرمایه در راستای برنامه‌های توسعه کشور مورد توجه قرار گرفت. ضمن آنکه قانون قبل از سال ۸۴ که البته در شرایط خود قانونی پیشرفته در ایران و حتی خاورمیانه به حساب می‌آمد، در گذر زمان و با تغییر شرایط اقتصادی کشور، منطقه و حتی دنیا، انتظارات بازار سرمایه را فراهم نمی‌کرد. در آن قانون، عمده فعالیت‌ها فاقد مدیریت مقام ناظر بود و کارگزاران تعیین‌کننده و هدایت‌کننده بودند؛ از طرفی قانون یادشده، غیر از خرید و فروش سهام از هیچ امکانی برخوردار نبود. مجموع این نقص‌ها توسط کارشناسان و اساتدان مورد توجه قرار گرفت و در جلسات کارشناسی متعدد و بررسی اطلاعات روز دنیا در حوزه بازار سرمایه، در نهایت خروجی این جلسات در قالب پیشنهادی در دانشگاه شهید بهشتی و در بین دانشجویان و اهل بازار مالی مطرح شد تا سرانجام در آذر ماه سال ۸۴ در مجلس شورای اسلامی بدون حتی یک مخالف، به تصویب برسد. بنده در آن مقطع به عنوان معاونت امور مالی و اقتصاد دارایی به همراه دکتر مظاهری و دکتر عبده تبریزی، اطلاعات لازم را در اختیار کمیسیون‌های مجلس و نمایندگان قرار دادیم تا بتوانیم درک عمیقی نسبت به این قانون و تحولی که می‌تواند در حوزه اقتصاد به عمل

**بورس** موضوع که بررسی قانون بازار اوراق بهادار سال ۸۴ باشد. سوال‌های بسیاری برای واکاوی موضوع پیش می‌آید. از چرایی تغییر قانون تا روند شکل‌گیری و تغییرات در قوانین نوشته شده و نهایتاً تصویب آن. در میزگرد این شماره ماهنامه بورس به دلیل حضور دو تن از اصلی‌ترین افرادی که در شکل‌گیری قانون نقش داشتند موضوع رنگ و بوی تازه‌ای گرفت؛ خلاءهای بازار نمایان و فراز و فرود تصویب قانون بیان شد؛ در نهایت تمامی کارشناسان این میزگرد که از فعالان بازار هستند بر لزوم بازنگری سریع قانون تاکید کردند.

در این میزگرد، دکتر حیدر مستخدمین حسینی، معاون پارلمانی وزیر اقتصاد دولت هشتم؛ دکتر شاهین شایان آرانی، عضو تیم نویسنده لایحه اول قانون؛ حسین خزلی خرازی، مدیرعامل کارگزاری بانک آینده؛ دکتر ابراهیمی، مدیر حقوقی شرکت بورس تهران و سید محمد هاشمی نژاد، مدیرعامل مرکز مالی ایران و سردبیر ماهنامه بورس حضور داشتند. ادامه این میزگرد را با هم می‌خوانیم.

## از قوانین سایر بورس‌ها چیست؟

دکتر شایان آرانی: اجازه بدهید من هم توضیحی اضافه کنم. بحث تغییر قانون بازار از سال ۷۶ و در زمانی که دکتر نمازی وزیر اقتصاد بود، شروع شد. پیرو هماهنگی با مدیرعامل وقت بانک ملی ایران - آقای امیر اصلانی - و آقای میرمطهری، قرار شد که قانون بازار اوراق بهادار تهیه شود. آقای نمازی دستور دادند گروهی تشکیل و اقدامات لازم انجام شود. آنچه دکتر مستخدمین حسینی مطرح کردند مربوط به سال ۸۰ به بعد است که کار تقریباً به انتها رسیده بود، اما منبع اصلی فکر و ایده در همان سال ۷۶ اتفاق افتاد و در همان ابتدا بحث بر سر این بود که چرا این قانون باید تغییر کند.

چند بحث کلیدی مطرح بود. اول اینکه قانون آن زمان تنها مربوط به بورس اوراق بهادار یعنی بازار ثانویه بود و بحث نظارت، ارکان و... در آن روشن نبود. البته جایی به نام شورای بورس بود که حالت مجازی داشت؛ یعنی تصویر واضح و روشنی از این نهاد موجود نبود. بحث این بود که اگر کسی در بازار سرمایه مدعی باشد، به چه کسی یا چه نهادی باید مراجعه کند؟ وزیر اقتصاد مراجعه کند یا رییس بانک مرکزی یا در نهایت شورای بورس؟ بنابراین قرار شد در قالب بودجه تصویب شده که بانک ملی اعطا کرد، گروهی در سال ۷۶ تجهیز و کار کارشناسی انجام شود تا مشخص شود قانون بازار اوراق بهادار کشور باید چگونه باشد ضمن آنکه مقرر شد این گروه با مطالعه قوانین دیگر کشورها، پیشنهاد ارائه دهد. در ابتدا، پنج محور اصلی طراحی شد. اول: بحث ساختارهای نظارتی، دوم: بازار اولیه - که در کشور قانون درستی نداشت؛ البته در قانون تجارت مواردی ذکر شده بود، اما ناقص بود -، سوم: بازار ثانویه که بیشتر مشمول بورس‌ها می‌شد، چهارم: نهادهای مالی بازار سرمایه و پنجم: قوانین و مقررات مربوط.

بعد از طراحی این پنج محور مطالعاتی، گروهی شش نفره شامل بنده، آقایان میرمطهری، دکتر عقیلی، دکتر فدایی‌نژاد، دکتر جهانخانی، دکتر پوریان و خانم دکتر خلعتبری تشکیل شد. برای این طرح، قانون نزدیک به ۳۸ کشور در مورد ساختارهای حکومتی و نظارتی بورس‌ها مطالعه شد. تمام این موارد مطالعه و بررسی شد تا مشخص شود که بالاترین ارکان نظارتی بازار سرمایه باید به چه کسی گزارش دهد؟ به وزیر اقتصاد، خزانه‌دار کل کشور، رییس‌جمهور یا سایر افراد یا نهادها؟ سرانجام این مطالعات به لایحه اولیه بازار منتج شد که در اولین سمینار مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی و در مدت سه روز تمام سرگروها تحقیقات خود را ارائه کردند.

## درد اما لایحه اولیه با لایحه نهایی تصویب شده، تفاوت‌های اساسی داشت...

دکتر شایان آرانی: بله، چون گروهی که روی لایحه اولیه کار کردند، معتقد بودند که باید نقش دولت در نظارت به حداقل برسد، یعنی حاکمیت بازار سرمایه باید باشد. بازیگران بازار باید به شکل نهادهای غیردولتی (NGO) فضای کلی بازار را مدیریت کنند. در این بین، دولت هم باید نقش نظارت کلان و قانون‌گذاری را بر عهده داشته باشد و اگر تخلفی رخ داد از طریق قوه قضاییه پیگیری کند. اما این بازیگران هستند که برایشان مهم است که آبرو و حیثیت خود را حفظ کنند، یعنی اگر کارگزاری تخلف کند، خود بازیگران به شدت با او برخورد می‌کنند تا اعتبار و آبروی بازار، خدشه دار نشود. در لایحه اولیه، نهاد نظارتی اینگونه که تصویب شد، تعریف نشده بود. بلکه این نهاد فراخوانی دیده شده بود و کارگزاران نقش پررنگی در تصویب این لایحه داشتند. به هر حال، وقتی آقای نمازی می‌خواستند لایحه را به مجلس ببرند، با مقاومت روبرو شدند. مرحوم نوربخش - رییس کل اسبق بانک مرکزی - کمی مخالف بود، زیرا تصویب این لایحه نقش بانک مرکزی را کم‌رنگ می‌کرد. آن زمان، مرحوم نوربخش نفوذ زیادی در آن فضا داشتند. در یک جلسه خصوصی به ایشان گفتیم که «چرا نماینده شما با این طرح مقابله می‌کند؟» گفت: «چون من نمی‌دانم این قانون که تصویب شود،

آورد؛ ایجاد کنیم. حتی به یاد دارم که آقای باهنر، رییس جلسه آن روز مجلس، من را صدا کردند و گفتند «بسیار بد می‌شود اگر قانون را یک روزه تصویب کنیم، اگر شما موافق باشید، ادامه کار را برای جلسه بعد قرار دهیم.» هیات نمایندگان دولت نیز آن را پذیرفتند و قانون برای روز بعد، تصویب شد. به طور خلاصه در خصوص ضرورت تصویب قانون جدید می‌توان گفت که قانون قبلی نیازهای بازار مالی را تامین نمی‌کرد و منطبق با شرایط اقتصادی نبود. همچنین ابزارهای جدیدی هم در اختیار آن قانون نبود و خلق ابزارهای نوین مالی که از سه دهه قبل در غرب آغاز شده بود را نمی‌توانستیم با قانون قبلی در بازار داشته باشیم.

## درد خانم دکتر ابراهیمی به نظر شما ضرورت اصلاح قانون سال ۴۵ از بعد حقوقی چه بوده است؟

دکتر ابراهیمی: مطالعه سیر تاریخی و قوانین نشان می‌دهد قوانین حاکم بر بازارهای مالی در دنیا نوعاً متناسب با وقایع آن برهه از تاریخ تصویب شده اند. این موضوع به خوبی در تصویب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ در آمریکا، قانون ساربن آکسلی در سال ۲۰۰۲ یا اصلاح بسیاری از دستورالعمل‌های اتحادیه اروپا پس از سال ۲۰۰۸ دیده می‌شود.

در ایران نیز قانون سال ۴۵ متناسب با نیازهای وقت و حتی پیش از اصلاح قانون تجارت در خصوص شرکت‌های سهامی عام تصویب گردیده بود و لذا اصلاح آن پس از حدود ۴۰ سال ضروری بوده است. دلایل متعددی برای ضرورت تغییر می‌توان برشمرد به عنوان مثال در قانون سال ۴۵ اوراق بهادار محدود به سهام و اوراق قرضه بوده است؛ با توجه به غیرشرعی اعلام شدن اوراق قرضه، دامنه اوراق بهادار محدود بود و این موضوع نیاز به بازنگری داشت. جرائم بازار سرمایه پیش بینی نشده بودند و لذا ضمانت اجراها ضعیف بودند. مراجع نظارتی متعددی در خصوص بورس اوراق بهادار، بورس فلزات و بورس کشاورزی وجود داشت که منجر به ایجاد سیاست‌ها و رویه‌های متعددی در بازار سرمایه می‌گردید. از سویی بسیاری از نهادهای مالی متداول در دنیا، در ایران وجود نداشتند و ضرورت تاسیس آنها کاملاً محسوس بود.

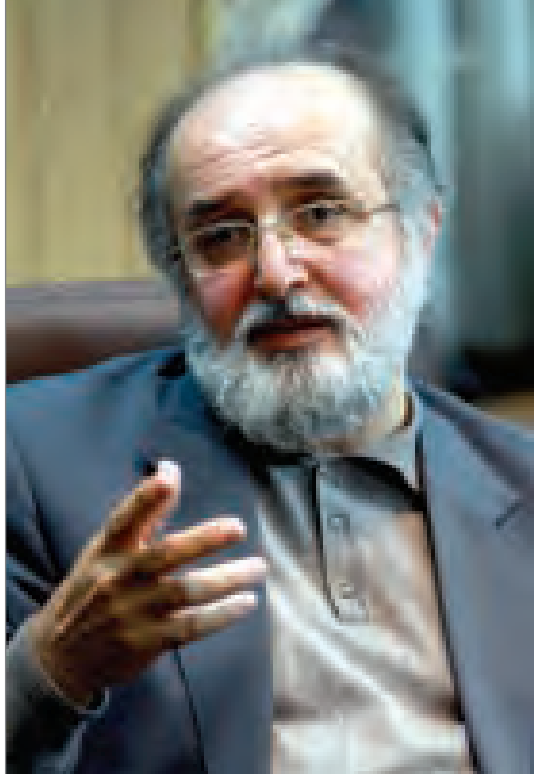
## درد برای تدوین قانون بازار، ساختار و قوانین کدام کشورها را بیشتر مبنا قرار دادید؟

دکتر مستخدمین حسینی: از آنجا که سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها (WFE) بود، ما قوانین را از این نهاد حرفه‌ای گرفتیم و روی آن کار کردیم. البته قبل از اینکه لایحه قانون را به دولت ببریم متن قانون را به فدراسیون فرستاده و نظرات آنها را هم گرفتیم. آنها هم در دو زمینه خاص، موضوعاتی را برای ما فرستادند که ما هم در قانون لحاظ کردیم. در آن زمان احساس این بود که قانون جامع و کاملی نوشته شده است، هرچند در قانون نیز پیش بینی شده بود که پس از پنج سال بازنگری و به روز شود.

## درد البته در قانون بازار هیچ اشاره‌ای به بازنگری پنج ساله قانون نشده است و احتمالاً در پیش نویس اولیه مطرح شده بود. اما در خصوص پرسش قبلی، با توجه به اینکه بیشتر بورس‌های بزرگ عضو WFE هستند، مشخصاً در تدوین قانون تمرکز بیشتر روی قوانین کدام کشورها بود؟

دکتر مستخدمین حسینی: ما از ۱۷ بورس اساسنامه‌ها را دریافت کردیم. اما اینکه مشخصاً این قانون مطابق با کدام یک از قوانین بورس‌های دنیا است، چنین چیزی پیدا نمی‌کنیم.

## درد دکتر شایان آرانی، دیدگاه شما درباره تاثیر پذیری قانون بازار



آگاه، مشاور حقوقی مجلس و یک نفر از مرکز پژوهش‌ها در ترکیب گروه حقوقی برای نگارش قانون حضور داشتند.

### بورس آقای خزلی خرازی، دیدگاه شما در خصوص دلایل اصلی تغییر قانون سال ۴۵ بازار چیست؟

خزلی خرازی: زمانی که آقای مظاهری آمدند، سعی کردند از ظرفیت قانون قبلی استفاده کنند. دکتر مظاهری به عنوان وزیر و فرد حقیقی خود را به شورای بورس معرفی کردند و وارد شورا شدند. قبل از آن سابقه نداشت که وزیر اقتصاد وارد شورا شود و در عین حال، رییس کل شورا نیز رییس بانک مرکزی بود. در آن زمان برنامه ریزی به شکلی انجام گرفت که کارگزاری بانک رفاه در مجمع سازمان کارگزاران رای بیاورد. آقای مستخدمین هم عضو هیات مدیره غیر موظف بانک رفاه بودند و همزمان معاون پارلمانی وزیر نیز بودند. بنابراین معاون پارلمانی وزیر، رییس هیات مدیره سازمان کارگزاران شد و خود وزیر نیز وارد شورا شد. در واقع با استفاده از وضعیت قانون و دستورالعمل‌های موجود در آن زمان، سعی شد تا زمینه تغییر ناظر اصلی بازار سرمایه از بانک مرکزی به وزارت اقتصاد فراهم شود.

قبل از آن و در بحران سقوطی که در سال ۷۵ در بورس اتفاق افتاده بود - قبل از آمدن دولت آقای خاتمی - شورای بورس مصوبه‌ای داشت مبنی بر اینکه از هفت عضو سازمان کارگزاران، ۴ عضو حتما باید کارگزار بانکی و ۳ عضو کارگزار غیربانکی باشند که این مورد همیشه هم اتفاق می‌افتاد. معمولا رییس هیات مدیره کارگزاری بانک ملی، رییس هیات مدیره سازمان کارگزاران نیز بود. دولت‌های قبل، بازار سرمایه را از طریق ۴ مدیرعامل بانکی که وارد هیات مدیره می‌شدند، هدایت می‌کردند. قبل از تغییر قانون نیز آقای مظاهری هم خودشان وارد شورا شدند و هم معاونشان، رییس هیات مدیره سازمان کارگزاران شدند. سال ۸۲ هم آقای مظاهری، مشاور خود را دبیرکل سازمان کارگزاران معرفی کردند. بنده به عنوان کسی که در سال‌های گذشته در بخش‌های متفاوت بازار فعال بوده‌ام، این نکته کاربردی را می‌گویم که تمام ارکان بازار سرمایه باید به این نتیجه برسند که اگر می‌خواهیم اقتصادمان بازار محور باشد بعد از ۸ سال به تغییر قانون نیاز داریم. اگر می‌خواهیم تامین مالی در اقتصاد ایران بیشتر از این چیزی که هست به سمت بازار سرمایه منتقل شود - یعنی شعاری که دولت جدید دارد و در برنامه‌های وزیر اقتصاد هم بود - باید قانون بازار اوراق بهادار یک بار دیگر بازنگری شود.

اگر فکر کنیم سالی پنج شرکت وارد بورس می‌شوند، شاخص هم که رشد نسبی خوبی دارد، حجم معاملات هم بالاست و خصوصی‌سازی هم که سه‌پایه برای عرضه ندارد، پس آنچه در بازار سرمایه است، کفایت می‌کند، نیازی به تغییر قانون نیست؛ اما اگر واقعا می‌خواهیم ۵۰ درصد اقتصاد ایران در بازار سرمایه باشد، حداقل هم ۵۰ درصد تامین مالی برای رشد ۸ درصد در سال، نه یکی - دو سال اتفاقی داشته باشیم، اگر می‌خواهیم ۴ بورس موجود و وظیفه اصلی خود را ایفا کنند، قطعاً نیاز به بازنگری قانون وجود دارد؛ بار دیگر باید مسئولیت‌ها و اختیارات در قانون تعریف شود. الان هر جایی که به اختلاف بر می‌خوریم سازمان بورس مستنداتی ارائه می‌کند که طبق قانون این کار وظیفه من است و من باید انجام دهم. بنابراین ۸۰ درصد اختیارات در قانون به راحتی در دست یک نهاد تجمیع شده و بقیه نهادها احساس می‌کنند عملاً در تصمیم‌گیری و فرایند اجرایی بازار، نقش و سهمی ندارند. برخی جاها هم آنچه اتفاق افتاده با روح قانون سازگار نیست، وقتی با مجریان هم صحبت می‌شود، می‌بینیم مجریان و موسسان اصلی قانون این موضوع را نمی‌خواستند، اما خود به خود اوضاع اینگونه شده است؛ حالا باید دید نقش‌های قانون فعلی کجاست؟

### بورس مثال مشخصی در این خصوص در نظر دارید؟

در مورد ترکیب شورا و هیات مدیره سازمان بورس، من فکر می‌کنم افرادی که انتخاب می‌شوند، نباید به هیچ عنوان مسئولیت‌های سیاسی داشته باشند. در واقع بازارهای مالی باید به گونه‌ای طراحی شود که بازارها افراد را انتخاب کنند و یک مقام سیاسی به لحاظ پشتوانه جامعه، حکم را برایشان صادر کند

حساب و کتاب دست چه کسی می‌افتد؟ الان روشن است و بانک مرکزی، مسئول و پاسخگوست. بحث دیگری هم مطرح می‌کردند که وقتی قانونی در ایران وضع می‌شود و به مجلس می‌رود، چیز دیگری از آب در می‌آید که آن مطابق نظر اولیه طراحان قانون نبوده که فکر می‌کنم آن چیزی که ایشان می‌گفت به نوعی رخ داد. بعد از مقابله‌ها و جاننشینی آقای مظاهری به جای آقای نمازی، مرکز پژوهش‌های مجلس طرح را بررسی کردند. در بورس نیز آقای میرمطهری به دلیل فشارهای بانک مرکزی یک لایحه دیگر ارائه کرد و دکتر کدخدایی هم لایحه دیگری داد. در واقع، لایحه اولیه به چندین لایحه تبدیل شد تا سال ۸۰ که آقای مظاهری وارد کار شدند، قدری این موضوع را جمع کردند و به طرح محوریت دادند. البته در چگونگی ساختار همچنان اختلاف نظر بود. در مورد اینکه سیستم قانون جدیدی نیاز دارد اختلافی نبود، اما بر سر ساختار این قانون و اینکه زیر نظر چه کسی باشد، چگونه اعضای ارکان نظارتی انتخاب و احراز هویت شوند و برخی موارد دیگر، اختلاف رای وجود داشت.

سرانجام دیدگاهی که حاکم شد، دیدگاه دولت وقت بود و در مجلس تصویب شد. برای تصویب این قانون مطالعه شده بود و اصل و چهارچوب قانون نهایی بر اساس مطالعات اولیه بود، اما ساختار قانون و یک سری بندهایی که در طرح گنجانده شد باعث بروز اشکالات امروز شد زیرا ساختارهای پرتنگ دولتی را چاشنی طرح کرده و سبب شد تا طرح از حالت خود نظارتی درآید. در نتیجه ارائه مسئولیت به بازیگران کم‌رنگ و بر عکس نقش حاکمیت پرتنگ شد. البته لایحه اول هم نقض‌هایی داشت، اما اصل لایحه اولیه مبتنی بر ساختاری بود که با ساختار موجود تفاوت اساسی دارد. در طرح اولیه نقش دولت فراچنانی بود و دولت را مانند یک حاکمیت می‌دید و نقش نظارت برای بازیگران این بازار پرتنگ تر بود.

### بورس آیا از حقوقدانان هم برای نگارش قانون استفاده کردید؟

دکتر شایان آرائی: بله. سه نفر حقوقدان شامل آقایان دکتر محبی، دکتر

می‌شوند و اظهار می‌کنند که چنین توافقی با آنها صورت نگرفته بود. امروز مقام ناظر بازار به جزئی‌ترین امور هم ورود پیدا کرده که این امر اشتباه است؛ بنابراین فکر می‌کنم قانون فعلی حتماً نیاز به تجدید نظر دارد.

**بورد:** فرض کنید قرار بر بازنگری در متن قانون گرفته شود. فکر می‌کنید مهمترین بخشی که نیاز به تجدید نظر دارد، چیست؟

دکتر مستخدمین حسینی: پیشنهاد مشخص من این است که کارگروهی تشکیل شود از نیروهای سابق که کار کرده‌اند و همچنین نیروهای جوانی که در این حوزه فعالیت داشتند تا قانون بازار را با شرایط اقتصادی حال حاضر کشور، تطبیق دهند. فکر می‌کنم این کار باید بعد از ۸ سال صورت گیرد و ضرورت هم دارد. معتقدم باید به نهادها امکان خودنمایی و مطرح کردن حوزه فعالیت‌هایشان داده شود.

**بورد:** پس جمع بندی نظرات کارشناسان محترم این است که قانون فعلی بازار نیاز به بازنگری دارد و لازم است که نقش‌های نهاد ناظر کمتر شده و در عوض نقش سایر ارکان پررنگ تر دیده شود. آقای هاشمی نژاد، آیا شما هم با بازنگری در قانون موافقت می‌کنید؟

هاشمی نژاد: برای اینکه اینجا فقط از معایب قانون نگویم، باید به این نکته اشاره کنم که لازم بود قانونی مشخص و منسجم برای بازار اوراق بهادار تدوین شود. مزیت قانون فعلی بازار جدا کردن نهاد ناظر از نهاد مجری و متعاقب آن ایجاد نهادهایی حرفه‌ای در بازار سرمایه کشور است. پرسشی که بسیاری از فعالان بازار می‌پرسند این است که آیا نمی‌شود با توجه به ظرفیت‌های ایران قانونی را وضع کرد که مجزا برای بازار سرمایه ایران باشد، اما تنوع در بحث اجرا و نظارت نداشته باشد؟ برای پاسخ به این پرسش باید دید در چه ساختاری صحبت می‌کنیم؟ امروز اقتصاد ایران چه ظرفیت و حجمی دارد و زمان تصویب قانون وضعیت کلان اقتصاد و به طور خاص ظرفیت بازار سرمایه، چگونه بوده است؟ آیا نیاز بوده شرکت‌های مجزا و نهادهایی که فقط وظیفه اداره بازار را به عهده دارند، به وجود بیایند؟

**بورد:** دکتر شایان آرائی پاسخ شما به این پرسش‌ها چیست؟

دکتر شایان آرائی: با توجه به سابقه شخصی خودم در انجام کارهای اجرایی در ایران و خارج از کشور، باید بگویم ما در ایران بسیاری از اوقات کپی‌برداری خوبی داریم، مدل‌ها را می‌گیریم و مطالعه می‌کنیم، اما به دلیل ضعف در اجرا، در زمان اجرا زود می‌گوییم، اینجا ایران است، ببینید جراحی مغز و قلب یک دستورالعمل مشخص دارد. نمی‌توانیم خارج از این دستور، حرکت کنیم. اگر کسی بخواهد به گونه‌ای دیگر عمل کند مثلاً از پهلو عمل را انجام دهد باید تمام دنده‌ها را هم بشکافد و اتفاق دیگری می‌افتد. در حوزه‌های مالی و اقتصادی نیز همه چیز علمی و تخصصی شده است. در حوزه نظارت و مدیریت کردن بازارهای مالی که به طور کلی شامل بورس، بازار سرمایه و بانک‌ها می‌شود، قواعد پذیرفته شده عقلایی و منطقی با اصول قانونی وجود دارد که تنوع و تفاوت‌هایی هم دارند که به ساختار حکومتی برمی‌گردد. هر چند ساختار حکومتی ما اسلامی است، اما خیلی متفاوت از ساختارهای حکومتی مشابه در دیگر کشورها نیست. نظارت بر بازار سرمایه، قواعدی دارد که به نظرم الان بسیار روشن است که چه باید کرد. بحث ما این است که در همان زمان وضع قانون، اصول کلی به عنوان چارچوب اصلی و نه ریزه‌کاری در قالب یک مطالعه میدانی ارائه شد. چرا همان اصول را تغییر دادیم؟ بخشی از مشکلاتی که الان داریم به خاطر عدول از اصول اولیه است. اصول اولیه بر این نکته تأکید داشت که یک نهاد ناظر که حاکمیت هم در آن نقش داشته باشد با محوریت بازیگران باید بر این حوزه نظارت کند، مانند فدراسیون فوتبال. ایرادی که به فدراسیون فوتبال ما گرفتند چه بود؟ رییس فدراسیون را وزیر ورزش انتخاب می‌کرد و به همین دلیل داشتند ما را از فیفا حذف می‌کردند، زیرا معتقد بودند ورزش فضایی است که باید توسط خود

حزلی خرازی: مثلاً ماده ۳۵ قانون بازار، به صراحت نظارت بر اعضا را حق بورس‌ها می‌داند، اما عملاً کار را سازمان بورس انجام می‌دهد در صورتی که قانون صراحت دارد نظارت باید به عهده هیات مدیره بورس‌ها باشد. موارد متعدد دیگری هم در قانون وجود دارد که یا مسکوت است یا مبهم. گویی چون این اولین تجربه عملی بود که نهادها بدین صورت تفکیک شدند و آن چیزی که زودتر و با بودجه بهتر تشکیل شد سازمان بود و بعد بورس‌ها، کانون‌ها و تامین سرمایه با فاصله ۴ سال پس از سازمان تشکیل شدند؛ بنابراین خود به خود آن چیزی که بازار را به پیش می‌برد، سازمان بورس است. فکر نمی‌کنم موسسان و هدف‌گذاران قانون، اینگونه فکر کرده باشند.

**بورد:** آقای دکتر، به واقع اینگونه فکر می‌کردید؟ آیا قائل به اختیارات گسترده برای سازمان بورس بودید؟

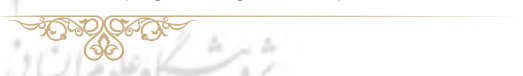
دکتر مستخدمین حسینی: قطع و یقین هدف این نبوده که از صدر تا ذیل قانون بازار برای سازمان بورس و اوراق بهادار، نقش تعریف شود. هم اکنون کسانی که در اجرا درگیرند کاملاً متوجه این موضوع هستند که در چند سال گذشته شرکت‌های خصوصی راغب نبودند در بورس پذیرش شوند. علت این موضوع چیست؟ به جز آنهایی که اصل چهل و چهارمی هستند، مابقی شرکت‌ها تمایلی به حضور در این بازار ندارند. وقتی پای صحبت مدیران شرکت‌ها می‌نشینیم، عنوان می‌کنند که با توجه به پذیرش شرکت‌ها و برخورد سازمان بورس، مزیتی که لازمه پذیرش این موضوع باشد، وجود ندارد. به نظر شما، الان شرکت‌های بورسی دارای چه اختیارات و جایگاهی هستند؟ وقتی این قانون را می‌نوشتیم، من در کمیسیون اقتصادی مجلس بر روی نهاد خصوصی که یکی از آنها کانون کارگزاران بود، خیلی تأکید می‌کردم تا جایی که می‌گفتند خودتان بعداً می‌خواهید آنجا باشید؟ در حالی که در چارچوب بازار سرمایه نیاز است که نهاد خصوصی مقتدری، موضوع مشورتی بورس باشد. اما الان اصلاً اینگونه نیست و این نهاد در معادلات بازار، بازی داده نمی‌شود. ما بهترین قانون را هم بنویسیم اما وقتی دست مجریانی بیفتد که نخواهند آن قانون را اجرا کنند، به صورت دیگری در می‌آید. به عکس ممکن است قانونی نقض داشته باشد، اما دست افراد مقتدری باشد که با توجه به شرایط اقتصادی با آن برخورد کنند و خیلی خوب آن را اجرا کنند.

دکتر شایان آرائی به تفاوت لایحه اولیه و قانون فعلی اشاره کردند. ما یک نکته را لحاظ کرده بودیم و آن اینکه، درست است که در این قانون نهادها باید خودگردان باشند و نمایندگان دولت نقش نظارت کلان را ایفا کنند، اما باید بپذیریم که در کشور توسعه یافته و پیشرفته‌ای نیستیم. اقتصاد ما رقابتی نیست. در قانون قبلی، می‌شد اشاراتی کرد و حرکتی در بازار اولیه انجام داد، اما چرا این اتفاق نیفتاد؟ چون دغدغه و نگرانی مجریان، وزیر، معاونان، رییس بانک مرکزی و برخی بخش‌های دیگر، این بود که اگر ذره‌ای در اجرا اجحاف شود، مردم اعتمادشان را به این بازار از دست می‌دهند. بنابراین، بهتر است که به جای این نوع کارها و پیوند زدن این تبصره به آن تبصره، مطالعات صورت گرفته از سال ۷۶ بازنگری و اصلاح کنیم و آن را به یک لایحه تبدیل کنیم و در دولت و مجلس از آن دفاع کنیم که همین گونه هم شد. بنابراین ما فکر نمی‌کردیم که وضع به این صورت در بیاید. بازار سرمایه بازاری است که باید بازار مالی را تحت تأثیر خود قرار دهد. اصل بازار پول ما یعنی بانک و موسسات، بازارهای کوتاه یا میان مدت هستند، اما بازار سرمایه باید در یک چرخه بلند مدت قرار و تامین منابع مالی پروژه‌ها را به عهده بگیرد، در حالی که اقتصاد ما وام محور است. این قانون قصد داشت تا حوزه‌هایی را که با تامین مالی ارتباط پیدا می‌کند، تقویت کند و ساختار آن را شکل داده و ارکان آن را به وجود بیاورد. در این زمینه کاری که باید صورت گیرد، انجام نگرفته است. مثلاً بحث‌های نظارتی مشخص نیست. الان شرکتی که پذیرفته می‌شود کار پذیرش آن را شرکت بورس انجام می‌دهد، اما بحث‌های نظارتی آن را سازمان بورس دنبال می‌کند. در نتیجه شرکت‌ها از ورود به بورس پشیمان

باشگاه‌ها، بازیکنان و ذی‌نفع‌های اصلی بچرخد. اشکال اساسی قانون فعلی که با روح لایحه اولیه هم مغایر دارد، این است که یک ساختار کاملاً دولتی با ارکانی که توسط دولت - بالاخص وزیر اقتصاد - اعضایش انتخاب می‌شوند، به وجود آمده است. دولتمردان وقت با هر سیاستی باید سلامتی، بقا و پایداری بازار سرمایه را در دراز مدت نگاه کنند و نه در یک دوره ۴ یا ۸ ساله. باید به دنبال این باشند که بازار در یک دوره ۲۰ ساله به پویایی و شکوفایی برسد. برای همین ممکن است که سیاست‌ها و برنامه‌هایی که می‌خواهند اعمال کنند با سیاست‌ها و برنامه‌های دولت وقت، مغایرت پیدا کند. در ۸ سال گذشته این مورد را به کرات دیدیم. این قانون نباید به این صورت تغییر می‌کرد و من به هیچ عنوان نمی‌پذیرم. همه جا هم حاضر در این باره صحبت کنم. وقتی هم می‌گویند مصلحت بوده، می‌گویم چه مصلحتی؟ ما انقلابی در قانون قبلی بازار به وجود آوردیم و این انقلاب را باید درست انجام می‌دادیم. برای همین اشکال اساسی قانون که با روح لایحه اول مغایرت دارد، این است که شما چیزی درست کرده‌اید به نام شورای عالی بورس که اشکالی ندارد، از طرفی چیزی درست کرده‌اید به نام سازمان بورس و اوراق بهادار. همان ابتدا من سوال می‌کردم که چرا دو سازمان باید کار نظارت را انجام دهد؟ بعضی‌ها می‌گفتند یکی نظارت عالی دارد و دیگری نظارت اجرایی. این چه معنی می‌دهد، نظارت اجرایی به چه معناست؟ این همان است و فرقی نمی‌کند. پس هیات مدیره بورس چیست؟ کجای دنیا ساختار به این شکل است؟ اعضای شورای بورس را وزیر اقتصاد انتخاب می‌کند که باعث می‌شود این نهاد از همان ابتدا دولت زده شود. قرار بوده چند کارشناس مستقل باشند، خب کارشناس مستقل به چه معناست؟ یعنی کارگزاران بین خودشان - کسی که منافعیشان را حفظ کنند - عضو شود. در صورتی که باید



دکتر شایان آرانی: بحث ما این است که در همان زمان وضع قانون، اصول کلی به عنوان چارچوب اصلی و نه ریزه‌کاری در قالب یک مطالعه میدانی ارائه شد. چرا همان اصول را تغییر دادیم؟ بخشی از مشکلاتی که الان داریم به خاطر عدول از اصول اولیه است. اصول اولیه بر این نکته تاکید داشت که یک نهاد ناظر که حاکمیت هم در آن نقش داشته باشد با محوریت بازیگران باید بر این حوزه نظارت کند



بحث عقلایی درباره قوانین صورت گیرد. سپس سازمان بورس را درست کردند که ۵ عضو موظف دارد که من نمی‌دانم یعنی چی؟ هنوز هم قبول ندارم و معتقدم ماهیت این سازمان غیرضروری است. قانونی که به این صورت وضع شد و از همین قانون هم شاید تفسیر غلط شده باشد که منجر به یک سری اتفاقات شده که همه این سیستم را غیرمفید کرده است. در صورتی که زمان قبل از این قانون، بورس فعال تر بود. من مدیرعامل سرمایه‌گذاری بانک ملی بودم، تمام شرکت‌ها را تشویق می‌کردیم که وارد بورس شوند. مدیریت بورس هم این بحث‌ها را تشویق می‌کرد. اما الان وقتی به من می‌گویند وارد بورس شویم، می‌گویم نه مگر دنبال دردمس می‌گردید. در صورتی که قبلاً اینگونه نبود. ساختار قانون باید اصلاح شود، سازمان و شورای بورس را ادغام کرده و یک نهاد جدید که نماینده بازیگران اصلی در بازار باشد، تشکیل شود. این تغییری اساسی و الزامی است که به طور طبیعی برای انجام آن با مقابله برخی‌ها روبرو خواهد شد. مشکلات دیگری در خود قانون وجود دارد. در برخی موارد قانون باید شفاف‌تر شود. به عبارتی قانون نباید زیاد قابل تفسیر باشد و تفسیرپذیری آن را به حداقل برسانیم. بحث دیگر درباره موسسه‌های تامین سرمایه است که لحظه آخر وارد قانون شد که قضیه را به هم ریخته کرد. یک بلاتکلیفی در قانون وجود دارد که باید اصلاح شود. با نهادها باید منعطف‌تر برخورد شود. هرچقدر تعداد نهادها و تنوع آنها بیشتر باشد باید در قالب قوانین و مقررات عمل کنند. قرار بود طبق آنچه در سال‌های ۷۶-۷۷ مطرح شد بورس و خودناظر باشد. زمانی این اتفاق می‌افتد که سهام شرکت بورس اوراق بهادار تهران در بورس پذیرفته و معامله شود و سهامداران در مجمع، مدیران بورس را برای عملکرد مورد پرسش قرار دهند.

تاکید من این است که نفوذ دولت، وزیر اقتصاد، رییس کل بانک مرکزی و دولت‌های وقت در مدیریت و نظارت بازار سرمایه به حداقل ممکن برسد. بورس باید کاملاً مستقل شود و در قالب قوانین و مقررات کار کند و هر کسی ذره‌ای از قوانین تخطی کرد با او برخورد شود. معتقدم تا زمانی که این ساختار درست نشود، غیرممکن است بورس ما ترکیب مدیریتی فدراسیون جهانی بورس‌ها پذیرفته شود و همیشه این چالش برای بورس ما وجود خواهد داشت. مسئولان وقت بهانه می‌کنند که موضوع سیاسی است در حالی که رییس سازمان بورس و مسئولان شورای بورس همگی توسط وزیر اقتصاد انتخاب می‌شوند. خوشبختانه دولت یازدهم روی مسایل دید باز و روشنی دارد؛ همه منتظرند ببینند دولت چه می‌گوید از فرصت پیش آمده در بازار استفاده کنند.

**دکتر شایان آرانی** معتقدند که ساختار دولتی بازار نهادی ناظر بازار سرمایه نه تنها شرکت‌ها را برای ورود به بازار ترغیب نمیکند، بلکه باعث انزوای ما در سطح بین‌المللی نیز می‌شود. خانم دکتر ابراهیمی، واقعا بازار سرمایه ایران در زمینه داشتن ساختار و مدیران دولتی مصداقی در بورس‌های دیگر ندارد؟

دکتر ابراهیمی: در ترکیه مدیرعامل بورس توسط نخست‌وزیر تعیین می‌شود و در آفریقا هم رییس SEC توسط رییس جمهور تعیین می‌شود.

**دکتر شایان آرانی** به نظر می‌رسد بازار دولتی ما چندان هم در دنیا یگانه نیست...

دکتر شایان آرانی: بورس ما تاکید بر اصول حاکمیت شرکتی دارد که درست و خوب است و همه هم قبول دارند. پرسش این است چرا همین اصل را برای بازار سرمایه درست پیاده نمی‌کنیم؟ این اصول چه می‌گویند؟ می‌گویند ارکان ساختار و مسئولیت‌ها درست و شفاف تفکیک شود و هر کسی بدانند چه باید بکنند و بعد وارد عمل شویم. چرا در اصول شرکت داری گفته می‌شود اعضای هیات مدیره، مدیرعامل و رییس هیات مدیره از هم تفکیک شوند؟



**خزلی خرازی:** تمام ارکان بازار سرمایه باید به این نتیجه برسند که اگر می‌خواهیم اقتصادمان بازار محور باشد بعد از ۸ سال به تغییر قانون نیاز داریم. اگر می‌خواهیم تامین مالی در اقتصاد ایران بیشتر از این چیزی که هست به سمت بازار سرمایه منتقل شود - یعنی شعاری که دولت جدید دارد و در برنامه‌های وزیر اقتصاد هم بود- باید قانون بازار اوراق بهادار یک بار دیگر بازنگری شود

نامه‌ای برای وزیر اقتصاد بفرستید که کلمه بورس در آن باشد، بلافاصله دفتر وزیر آن را به دفتر رئیس سازمان می‌فرستد و این یک اشکال بزرگ است که می‌تواند زمینه تغییر را فراهم کند.

هاشمی نژاد: فکر می‌کنید تجربه نهاد ناظر مستقل در ایران جواب می‌دهد؟ به نظر شما بهتر نیست که بین بازار سرمایه و بازار پول تنها یک نهاد ناظر، البته با تفکیک وظایف و اختیارات، وجود داشته باشد؟

دکتر شایان آرنای: این مدل عالی است، ولی نه برای کشور ما. این مدل برای کشوری مناسب است که پیشرفته است، توسعه بازارهای مالی‌اش کامل است، نهادها و بازارهای متعدد مالی دارد و در هم تنیده شده‌اند. برای همین نمی‌توانید دو نهاد مستقل بازار سرمایه و بازار پول ایجاد کنید، چون بسیاری مواقع مراداتی بین این بازارهاست که جایی که می‌خواهد نظارت کند، تداخل ایجاد می‌شود. در آن ساختار می‌توان چنین مدلی را دید. هنگ کنگ و سنگاپور از این ساختار استفاده می‌کنند. کشورهایی مانند ما که در حال توسعه هستند، هنوز برای این مدل آماده نیستند، اما می‌توانیم در آینده به این موضوع فکر کنیم. متأسفانه الان در مدیریت صحیح بازار سرمایه و پول ضعف داریم.

**خزلی خرازی:** وجود یک نهاد یکپارچه برای نظارت بر بازارهای پول و سرمایه ممکن است باعث تمرکز قدرت شود. به همین دلیل است که در امریکا ناظر بورس‌های اوراق بهادار با ناظر بورس‌های کالایی از یکدیگر مستقل هستند. در ژاپن هم به همین صورت است. من تمرکز نهادهای ناظر و یکپارچه بودن آنها را برای کشورمان مناسب نمی‌بینم، اما معتمد همکارهای بسیار نزدیک، لازم است. برای تاسیس یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک باید مجوز سازمان بورس و مجوز بانک مرکزی توامان گرفته شود.

دکتر شایان آرنای: بیایید ما اول دوستی‌مان را ثابت کنیم. اگر نهاد بازار سرمایه و نهاد بازار پول به طور مستقل - آنگونه که قاعده حرفه‌ای می‌طلبد - کارشان را درست انجام دهند، در قالب ساختارهای صحیح، خوب کار خواهند کرد.

چرا می‌گویند رئیس هیات مدیره بهتر است موظف نباشد تا با مدیرعامل تداخل ایجاد نشود و شرکت، سلامت و فعال به جلو حرکت کند. چون در صورت انجام درست این تفکیک‌ها، مسئولیت‌ها، نظارت‌ها و پاسخگویی روشن خواهد بود.

اشکال اساسی در بازار سرمایه ما، همین موضوع است. به خاطر دارم در لایحه اولیه گفته شده بود برای ۵ عضو بالاترین، رئیس جمهور حکم انتصاب صادر کند و هر ۵ سال یکبار تمدید شود تا این ۵ سال با چهار سال دوره ریاست جمهوری تطابق داشته باشد و ضروری است این ۵ نفر به رئیس جمهور وابسته نباشند. در لایحه، پیش بینی شده بود رئیس جمهور فقط باید حکم این افراد را امضا کند و نه چیزی بیشتر. در کشورهای دیگر هم وضع به همین شکل است. به طور مثال، انگلستان که بسیار پیشرفته است یا در مالزی ماهاتیر محمد، رئیس جمهور وقت حکم را صادر می‌کرد. در انگلستان رئیس FSA - نهاد ناظر بر بانک‌ها و بازار سرمایه - را خزانه‌دار انگلستان تعیین و حکم خزانه دار را هم ملکه الیزابت صادر می‌کند یعنی رئیس FSA مستقیماً به رئیس خزانه‌داری و او هم مستقیماً به ملکه، گزارش می‌دهد یعنی این نهادها کاملاً مستقل و خارج از جو سیاسی وظایف حرفه‌ای خود را انجام می‌دهند. در لایحه اولیه طوری طراحی شده بود که هر ۵ سال رئیس سازمان تغییر پیدا کند تا هر رئیس جمهوری روی کار آمد، نتواند رئیس سازمان را سریع عوض کند. در واقع ساختار مانند شورای نگهبان طراحی شده بود که حقوقدانان در این زمینه بسیار کمک کردند. تمام این کارها برای این بود که این ساختار تحت تاثیر جو و موج‌های سیاسی مقطعی قرار نگیرد. معتمد با اصلاحات مقطعی شاید نشود این قانون را به نتیجه ای رساند. در لایحه اولیه هم بحثی مطرح شده بود که از کجا ثابت کنیم این قانون درست است؟ همان زمان هم گفتیم که نمی‌شود ثابت کرد؛ قانون را باید در عمل اصلاح کرد. آن زمان هر دو سال یکبار باید قانون بازنگری می‌شد و اگر لازم است، اصلاح شود. بعد ۵ ساله شد و الان هم که در این قانون بازنگری اصلاً وجود ندارد. هر قانونی بازنگری مجدد می‌خواهد، قانون باید دینامیک و پویا باشد. الان با یک ذهنیت‌هایی می‌خواهیم برای ۵ سال یا ۱۰ سال آینده قانون وضع کنیم اما نمی‌توان پیش‌بینی کرد که ۱۰ سال آینده چه اتفاقی می‌افتد. به همین علت با توجه به اطلاعات گذشته و تصویری که نسبت به آینده داریم، می‌گوییم قانون اصلاحی بهترین است، اما قطعاً این قانون باید حالت پویایی داشته باشد و اگر لازم است قانون را اصلاح کنیم.

**درد** طرح دیدگاه و انتقادات فعالان بازار و در برخی مواقع طرح دعاوی علیه ارکان بازار گاهی با مشکلات و ایراداتی همراه است. جنابعالی چه راهکاری برای رسیدگی عادلانه و بی طرفانه به دعاوی و ادعاهای مورد نظر ارائه می‌کنید؟

دکتر مستخدمین حسینی: پرسش اینجاست که همین الان اگر کسی در بازار بخواهد بحث، انتقاد یا مخالفتی علیه سازمان بورس یا سایر فعالان بازار داشته باشد، چطور می‌تواند موضوع را پیگیری کند؟ فرض کنیم درخواست خود را برای شورای عالی بورس می‌فرستد. در ساختار فعلی رئیس شورا وزیر اقتصاد و دبیر شورا رئیس سازمان بورس است، این یعنی که ارتباط نهادهای ناظر با بازار قطع شده است. جاده یک طرفه است و ۱۰۰ درصد امور در اختیار دولت گذاشته شده است. در زمان نگارش و تصویب قانون، ما فرض می‌کردیم این موضوع اتفاق نمی‌افتد. اگر به سال ۸۴ که این اتفاق رخ داد، نگاه کنید در اسفند ماه من مطلبی اعتراضی نوشتم که اصلاً قرار ما دولتی کردن ساختار نبود. صحبت از خوب و بدی دبیر شورا نیست، بلکه بحث بر سر جایگاه ارکان و اعتماد کردن به بازار است. امروز همه چیز کاملاً یک طرفه است، یعنی اگر قانون حرف داشته باشد از فیلتر سازمان بورس می‌گذرد. نهادها و شرکت‌ها هم بحث داشته باشند از همین کانال می‌گذرد. اگر امروز

**دکتر** جناب مستخدمین حسینی، در زمان نگارش قانون آیا سخنی از یکپارچه کردن نهاد ناظر پیش آمده بود؟ البته در قانون قبلی نظارت بر بازار سرمایه عملاً به عهده بازار پول بود.

دکتر مستخدمین حسینی: به نظر شما چرا این اتفاق رخ نمی‌دهد؟ جلسه می‌گذارند رییس کل بانک مرکزی نمی‌آید؟ خب، دلیلش مشخص است. چون در تشکیلات دولت، رییس کل بانک مرکزی هم‌مطراز با وزیر معرفی شده و رییس سازمان بورس در حد معاون وزیر دیده شده است. اگر این هم‌مطراز برای رییس بازار پول وجود نداشت، مساله حل بود. اما چون این هم‌مطراز ایجاد شده، مشخص است که او نباید دعوت ما را بپذیرد. آیا معاون وزیر می‌تواند وزیر را احضار کند که جلسه بگذاریم؟ عکس این مساله است، وزیر است که از معاون وزیر دعوت می‌کند.

هاشمی‌نژاد: رییس کل بانک مرکزی در بسیاری از جلسات هیات دولت حضور دارد، در این راستا این پیشنهاد در میان فعالان بازار سرمایه مطرح است که رییس سازمان بورس یا در سطح کلان بازار سرمایه یک کرسی در هیات دولت داشته باشد.

دکتر شایان آرانی: تشکیلات و ارکان باید دچار تغییرات شود. با این تشکیلات و روش‌ها، اگر مصوبه ای هم داشته باشیم، جواب نخواهد داد.

هاشمی‌نژاد: اگر قرار است قانون بازنگری شود، وظیفه‌اش بر عهده کیست؟ همگی اذعان داشتید که سازمان خود نمی‌تواند این کار را انجام دهد.

**دکتر** آقای خرازی، پیشنهاد شما برای عملیاتی شدن این موضوع چیست؟

خرازی خرازی: پیشنهاد می‌کنم مرکز پژوهش‌های مجلس کارگروهی تشکیل دهد. بهتر است این کار را به مرکز پژوهش‌های مجلس بسپاریم، اما باید نظر همه فعالان بازار و متخصصان، جمع‌بندی شود.

دکتر ابراهیمی: البته آقای خرازی آنچه می‌گویید در قانون تجارت تجربه‌ای موفق نبوده.

خرازی خرازی: بله متأسفانه، قانون تجارت که قانون بالادستی ماست و سال ۷۶، آقای نمازی و مظاهری تجدیدنظر در این قانون را شروع کردند و هنوز بسیاری از نظرات در آن مغفول مانده است.

دکتر شایان آرانی: من معتقدم آقای روحانی به عنوان رییس جمهور، با توجه به اینکه عقبه حقوقی هم دارد، دستور دهند که کارگروهی زیر نظر خود ایشان راه بیفتد. رییس جمهور کشور یک بازنگری در قانون اوراق بهادار و حتی سیستم بانکی انجام دهد. تیم‌های مجرب از تمام جهان، داخل و خارج کشور، تعیین شود. وزیر اقتصاد، رییس کل بانک مرکزی هم در این فضا باشند. باید قضیه را از سطح بالا نگاه کنیم. بهتر است رییس جمهور بانی قضیه شوند، چرا که اگر وزیر اقتصاد متولی این کار شود، ممکن است که دوباره همان داستان تکرار شود و قانون به سمت و سویی برود که وزیر اقتصاد پر رنگ شود و رییس کل بانک مرکزی همراهی نکند. باید این قضیه را در سطح بالا دید، زیرا قانونی است که مملکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

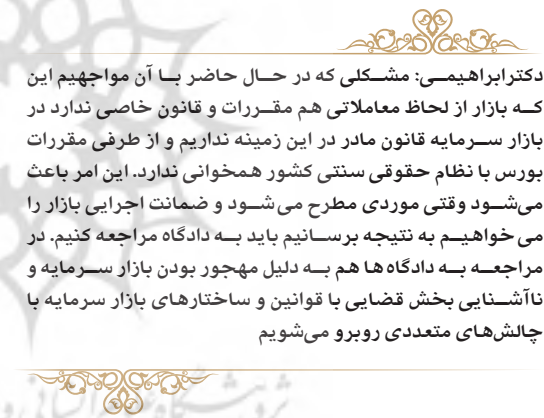
**دکتر** تعیین متولی غیربازار سرمایه‌ای برای احیای این بازار و بازتعریف نقش آن در اقتصاد، دیدگاهی است که کارشناسان این میزگرد بر آن تاکید دارند. آقای دکتر مستخدمین حسینی، تا چه حد به اجرایی شدن این ایده امیدوار هستید؟

دکتر مستخدمین حسینی: فکر می‌کنم بهترین متولی ریاست جمهوری است و معاونت امور حقوقی مجلس هم می‌تواند در این زمینه کمک کننده باشد. واگذاری این کار به یک نهاد مانند شورای بورس، وزارت اقتصاد و دارایی و... نتیجه مطلوب ندارد. باید از دانشگاه‌ها، نیروهای اجرایی سازمان بورس و پیشکسوتان دعوت شود تا با نگاهی به آسیب‌شناسی وضع موجود به قانون ورود پیدا کنند. به اعتقاد من این کار ضرورت دارد، چون ما الان مشکلات اجرایی برای ایفای نقش تاریخی در حوزه بازار مالی داریم. ارتباط این موضوع با بازار پول مغفول است. من هم با دکتر شایان آرانی کاملاً موافق هستم که این موضوع در ریاست جمهوری دیده شود.

هاشمی‌نژاد: به نظرم اگر کارگروهی متشکل از نهادهای خود انتظام و فعالان بازار شکل بگیرد می‌تواند نگارش مجدد قانون فعلی را به نفع بازار سرمایه تغییر دهد.

**دکتر** آقای خرازی، در شرایطی که دولت بخواهد اداره امور را به فعالان بازار محول کند، به نظر شما این ظرفیت در میان این فعالان وجود دارد؟

خرازی خرازی: رییس سازمان بورس با این پیشنهاد کانون کارگزاران مخالفت کرده‌اند. ایشان معتقدند چون این کانون‌ها، منافع صنف خود را مدنظر قرار می‌دهند، علی‌القاعده نمی‌توانند منافع کل بازار و منافع ملی را ببینند. به هرحال نهاد ناظر هم یکی از ذی‌نفعان بازار است و این کارگروه باید با حضور تمام ذی‌نفعان تشکیل شود. فرض بر این است که کانون کارگزاران یا کانون نهادهای سرمایه‌گذاری اول منافع صنف خود را می‌بیند و یک نفر بالاتر باید بین این منافع، بهینه‌سازی کند و آنجایی که حرف‌های صنفی زده می‌شود را به نفع منافع کلی اصلاح کند. این نظر در سازمان و شورا نیست. دکتر ابراهیمی: چون سازمان خود را حافظ سرمایه‌گذاران و بازار می‌داند بنابراین یک نهاد بی‌طرف لحاظ می‌شود.





دکتر شایان آرانی: اگر سازمان نهاد غیردولتی بود، این دیدگاه قابل قبول بود. ولی چون وابسته به یک نهاد سیاسی به نام دولت است، بنابراین این نظر قابل قبول نیست.

**بورد** جدای از بحث ایرادات ساختاری، انتقاداتی هم به آیین نامه های اجرایی و دستورالعمل های فعلی بازار وجود دارد. خانم دکتر ابراهیمی، ضعف های بازار در این بخش چقدر جدی است؟

دکتر ابراهیمی: تا اینجا بیشتر بحث بر این بود که ساختارها را تغییر دهیم، چون ارکان نظارتی و اجرایی مشکل دارند. اما مشکل دیگری که در حال حاضر با آن مواجهیم و ما از نظر حقوقی با آن درگیر هستیم این است که بازار از لحاظ معاملاتی هم مقررات و قانون خاصی ندارد. مسئله ای که ما را با مشکلات زیادی روبرو کرده است. در بازار سرمایه قانون مادر در این زمینه نداریم و از طرفی مقررات بورس با نظام حقوقی سنتی کشور همخوانی ندارد. این امر باعث می شود وقتی موردی مطرح می شود و ضمانت اجرایی معاملات بازار را می خواهیم به نتیجه برسانیم باید به دادگاه مراجعه کنیم. در مراجعه به دادگاه ها هم به دلیل مهجور بودن بازار سرمایه و ناآشنایی بخش قضایی با قوانین و ساختارهای بازار سرمایه با چالش های متعددی روبرو می شویم. معتمد باید قانون مشخص و مدونی در مورد معاملات اوراق بهادار داشته باشیم.

**بورد** اگر اجازه دهید مروری بر ۷ فصل قانون بازار داشته باشیم. فصل اول که تعاریف را دربر می گیرد و چندان بحثی هم در خصوص آن مطرح نیست. اما در فصل دوم به ارکان بازار اشاره شده است. کارشناسان محترم چه دیدگاهی در خصوص کلیات و جزئیات این فصل دارند؟

دکتر شایان آرانی: یک اصلاح جدی می خواهد.

خرازی: در این فصل درباره اختیارات شورا و سازمان مفصل نوشته شده، اما در مورد اختیار سایر نهادها خیلی خیلی کم توضیح داده شده است و به بورس کالایی که می رسید اصلاً چیزی نوشته نشده است. تنها یک ماده ۵۸ هست که توصیه شده که دولت باید زمینه تطبیق بورس های کالایی را با این قانون انجام دهد. در صورتی که بورس های کالایی الان بسیار بسیار نقش بزرگی در قیمت گذاری در تنظیم بازار دارند و روز به روز این نقش بیشتر می شود.

دکتر مستخدمین حسینی: در مورد ترکیب شورا و هیات مدیره سازمان بورس، من فکر می کنم افرادی که انتخاب می شوند، نباید به هیچ عنوان مسئولیت های سیاسی داشته باشند. در واقع بازارهای مالی باید به گونه ای طراحی شود که بازارها افراد را انتخاب کنند و یک مقام سیاسی به لحاظ پشتوانه جامعه، حکم را برایشان صادر کند. این نشان داد که اگر افراد در این حوزه توسط مقام های سیاسی انتخاب شوند در چارچوب آن بازی ها رفتار خواهند کرد و جز این نمی تواند باشد. بنابراین پیشنهاد مشخص من این است که نهادهای موجود بازار بتوانند افراد برای حضور در هیات مدیره سازمان بورس انتخاب کنند و مقام مسئول در چارچوب این قانون انتخاب شود.

اگر می گوئیم به رییس اختیار داده شود، باور کنید قرار نبوده که حکم به این صورت زده شود. ۵ نفر موظف باشند و رییس آنها هم معاون وزیر باشد. در تشکیلات قبلی قانون در انتخاباتی که هر سال در مجمع برگزار می شد، کارگزاران ۴ نفر بانکی و ۳ نفر آزاد را انتخاب می کردند، چه مشکلی به وجود آمد و چه فسادی رخ داد و چه عدم شفافیتی رخ داد؟ فعالیت ها محدود بود، اما با همان محدودیت ها، سازوکار خوب جواب می داد و افراد به گونه ای انتخاب می شدند که هر سال دو نفر از افراد قبلی می ماندند تا تجربیات خود را به دوره بعد منتقل کنند. اما اکنون وزیر به ۵ نفر حکم می دهد و

هاشمی نژاد: برای اینکه فقط از معایب قانون نگوییم، باید به این نکته اشاره کنم که لازم بود قانونی مشخص و منسجم برای بازار اوراق بهادار تدوین شود. مزیت قانون فعلی بازار جدا کردن نهاد ناظر از نهاد مجری و متعاقب آن ایجاد نهادهایی حرفه ای در بازار سرمایه کشور است

مقامی که باید نظارت داشته باشد در اجرا هستند. چیزی که آقای دکتر شایان آرانی ابتدای صحبتشان اشاره کردند این است که هیات مدیره سازمان عضو موظف هستند، یعنی مسئولیت تمام حرکت های بازار را بر عهده دارند. خوب پرسش این است که چه کسی باید روی این افراد نظارت کند؟ شورای عالی بورس؟ دبیر شورای بورس هم که رییس سازمان بورس است و اوست که گزارش ها را در دستور جلسه می آورد و در جلسه شورای عالی بورس نیز آن را مطرح می کند.

دکتر ابراهیمی: من قبل از بررسی این فصل، در مورد فصل اول هم بحثی دارم. در بحث تعریف ها، یک سری مفاهیم را وارد ادبیات حقوقی کرده ایم، بدون اینکه حقوق و تعهدات آنها را دقیق تعیین کنیم یا ساختار و ماهیت آن را دقیق نشان دهیم. مانند نهادهای مالی که تعریف شدند، مانند اوراق مشتقه، ما فقط در مورد این اوراق می دانیم که فیوچرز و آپشن نامیده شدند، اما به هیچ وجه حقوق، تعهدات و ساختار حقوقی آنها مشخص نشده است. مثال دیگر، عنوان تشکل های خود انتظام است که این کلمه اولین بار است که وارد ادبیات حقوقی ما می شود و ساختار آن هیچ جا، دیده نشده است. یکی از دلایلی که ما در عمل با مشکل مواجهیم این است که مفاهیم جدید وارد شده اند، بدون اینکه سابقه ای از آنها داشته باشیم و ساختارشان را بدانیم. در خصوص فصل دوم مشکلی که وجود دارد اینکه در برخی موارد اختیارات زیادی به ارکان بازار داده شده است. به طور مثال در مورد شورای بورس به آن اجازه داده شده تا ابزارهای مالی جدید مثل قرارداد فیوچرز یا آپشن را تعریف کنند. درست است که ما کاربرد این ابزار را در بازار سرمایه داریم، اما تعهدات اشخاص و سرمایه گذارانی که در این بازار فعالیت می کنند مطرح می شود. از طرفی برای سهام، قانون تجارت را وضع می کنیم که یک قانون کامل است و همه ابعاد حقوقی آن را تعیین می کند، اما در مورد بقیه ابزارهای مالی که روی حقوق اشخاص تاثیر زیادی دارد، اختیار آن را به صورت کامل به شورای بورس داده، در قسمت های دیگر هم همینطور است. یکی از دلایلی که بحث نظارت و اجرا کمی مخلوط شده که می خواستیم نظارت کنیم اما عملاً وارد بحث اجرا شده ایم به این علت است که حدود اختیارات شورا و ارکان بازار به



دقت تعیین نشده است.

دکتر شایان آرانی: من معتقدم که ساختار باید به طور کلی تغییر کند. یعنی به جای دو نهاد، یک نهاد برای نظارت بر بازار سرمایه لازم داریم. ایرادات تعاریف فصل اول که خانم دکتر گفتند، کاملا درست است. قبلا روی تعاریف حساسیت نشان نمی‌دادیم. در مورد ارکان هم به نظر من باید تنها یک رکن یا نهاد با ۵ تا ۷ عضو ایجاد شود. نکته مهم این است که اکثریت آرای این نهاد باید با بخش غیردولتی باشد یعنی باید افرادی در این نهاد جدید حضور داشته باشند که کاملا مستقل، غیر سیاسی، حرفه‌ای، خوشنام و توسط بازیگران بازار انتخاب شوند. دولت هم باید حداقل تاثیر را روی این نهاد داشته باشد.

دکتر ابراهیمی: مشکل اصلی که ما در بخش حقوقی داریم این است که نهاد ناظر بازار سرمایه مشخص نیست. از یک طرف سازمان بورس و طرف دیگر شورای بورس را داریم و در خود قانون نیر به صراحت اعلام شده که در موارد خاصی از هیات وزیران مجوز یا مصوبه بگیرد یعنی عملا نهاد ناظر بازار سرمایه ما فقط شورای بورس نیست، چون در بعضی موارد ما هیات وزیران را داریم.

### چرا؟ این نبود ناظر تنها در بورس اوراق بهادار وجود دارد؟

خزلی خرازی: خیر. در مورد مشکلات بورس کالا، هیات وزیران مصوبات ویژه‌ای دارد و عملا ارکان بازار مجبور شدند که مصوبه هیات وزیران را اجرا کنند.

دکتر ابراهیمی: اتفاقا این مسئله مشکل را بیشتر می‌کند که در آن واحد، چند دستگاه نظارتی برای یک نهاد تعریف شده اند.

دکتر مستخدمین حسینی: یکی از نقاط قوت این قانون، اختیاری است که مجلس به شورا داد و اگر ما از آن خوب بهره برداری نکردیم، مقرر قانون نیست. یکی از کارهایی که در زمان تصویب شخص بنده قانون تلاش کردم موافقت آن را از مجلس بگیرم این موضوع بود که ما نباید از قانونگذار اجازه بگیریم و مجلس باید این موضوع را به شورای عالی بورس بسپارد. اینکه در اجرا خوب با این موضوع برخورد نکردیم و خوب تعاریف را کنار هم نچیدیم، بحث دیگری است. مجلس هیچگاه این میزان اختیار را به یک نهاد نمی‌داد، ولی در خصوص این قانون این کار را کرد و این اختیار را به شورای عالی بورس داد. در شورای نگهبان هم از این مورد دفاع و علت آن را هم این گونه تشریح کردیم که نهاد ناظر در دنیا چنین اختیار وسیعی دارد و این امر باعث تصویب آن شد. منتهی ما از این پتانسیل، آنتوری که باید و شاید بهره‌برداری نکردیم.

### چرا؟ فصل بعدی قانون، بازار اولیه است ...

خزلی خرازی: باید این عارضه دیده شود که چرا حجم انتشار اوراق بهادار جدید در بورس ما نسبت به بورس‌های دیگر، این قدر کم است. باید تعداد پذیرهنویسی‌ها، افزایش سرمایه‌ها و همه ابزارهایی که باعث تشکیل یک بنگاه جدید، شرکت سهامی یا تامین مالی بنگاه‌های موجود می‌شود، افزایش یابد. این حجم هر چند در سال‌های گذشته، نرخ رشد خوبی داشته و از ۵ درصد به نرخ ۳۰ تا ۴۰ درصد سالانه رسیده است، اما هم چنان نسبت به بورس‌های دنیا کم است؛ پس باید بازنگری شود که چرا این امر کم اتفاق می‌افتد.

دکتر شایان آرانی: به دنبال این هستیم که ببینیم چرا نشده؟ پاسخ این است، بازار را باید پویا کنیم. وقتی کارگزاران خودشان بازار را مدیریت می‌کنند، همه کاری می‌کنند تا این بازار را تکان دهند و جذاب کنند. به این موضوع توجه کنید؛ چرا حساسیتی نیست که عدد پذیرش‌ها کم است؟ ۳۴۵ شرکت آمدند که تعدادی از آنها حذف شدند؛ آن تعدادی هم که آمدند دستوری بود و باید می‌آمدند. سوال اینجاست که خصوصی‌ها چرا نیامدند؟ چرا خصوصی‌ها احساس نمی‌کنند که بازار سرمایه بستر مناسبی برای جذب

سرمایه است و به نفعشان است که وارد شوند.

دکتر مستخدمین حسینی: البته تعدادی از آنهایی هم که آمدند پشیمان هستند و می‌خواهند بیرون بروند.

دکتر شایان آرانی: در مورد بازار اولیه نظر خاصی ندارم. تنها معتقدم چرا در بازار سرمایه اولیه نتوانستیم آن پویایی و رغبت را ایجاد کنیم. آیا اشکال از قانون است؟ آیا اشکال از اجرائی است؟ یا اشکال از ساختار دولتی است؟ اگر لازم است قانون اصلاح شود، اما به نظر می‌رسد فقط اصلاح قانون کافی نباشد، بلکه الگوی فکری باید عوض شود.

دکتر مستخدمین حسینی: من معتقدم که در این فصل از لحاظ قوانین کمبود نداریم. برای شروع و نیمه راه کافی بوده است. منتهی ما به نیمه راه هم نرسیدیم. اشکال در اجرا و سخت‌گیری‌های عهده‌ای است که سازمان در این موضوع دارد؛ بنابراین افراد ترجیح می‌دهند در بازار پول کار خود را انجام دهد. دکتر شایان آرانی به خوبی اشاره کرد که این نحوه فکر و اندیشه است که باید تغییر پیدا کند. قانون نقضی در این زمینه ندارد.

دکتر ابراهیمی: سخنان کارشناس محترم دقیقا صحیح است. در قانون قبلی، نهادی که می‌خواست وارد بازار اولیه شده و اوراق منتشر کند، اظهارنامه پر می‌کرد. این موضوع در قانون جدید به خوبی متحول شده است، منتهی در اجرا مشکل دارد زیرا قانون به صراحت بیان می‌کند که نظارت سازمان بورس فقط برای شفافیت اطلاعاتی است، یعنی ما دنبال این هستیم که بخش اطلاعات درست منتشر شود و موسس شرکت و کسی که اوراق را منتشر می‌کند سر مردم کلاه نگذارد و اگر خلاف قانون است وارد نشود. به نظر می‌رسد که اگر در این حوزه بحث ضمانت اجرا را قوی کنیم یعنی آن شرکتی که قرار است اوراق را منتشر کند، بدانند اگر تخلف کند و اطلاعات خلاف واقع به مردم بدهد و خسارت برساند، آن ضمانت قوی اجرایی وارد عمل خواهد شد. در اینجا وظیفه سازمان بورس باید این باشد که تخلف را کشف و پیگیری کند. در واقع ما سخت‌گیری را برای تمام بازار اعمال می‌کنیم، در حالی که ممکن است فقط یکی دو نفر تخلف کنند. معتقدم در بحث بازار اولیه به جای اینکه پیش‌گیرانه عمل کرده و در انتشار اوراق سخت‌گیری کنیم، بهتر است بگذاریم بازار عملکرد آزاد داشته باشد و در بعد اخذ ضمانت‌ها سخت‌گیری کنیم. با انجام این کار، خود بازار انتشار اوراق را اصلاح می‌کند.

### چرا؟ فصل بعدی که بسیار بحث برانگیز است، قوانین مترتب بر

بازار ثانویه است. وظایف و اختیارات بورس‌ها، اختیارات هیات مدیره شرکت‌ها، رسیدگی به تخلفات کارگزاران و دیگر بحث‌های مرتبط با فعالان بازار است. موضوع چالش برانگیز ورود زیاد نهاد ناظر در حوزه نظارت است که گاه به دخالت تعبیر می‌شود. مرزهای نظارت و دخالت چقدر در این فصل مشخص است؟

دکتر شایان آرانی: اگر دخالت نهاد ناظر محدود شود، تمام مشکلات این فصل از قانون حل می‌شود.

خزلی خرازی: در حال حاضر تمامی امور بازار اعم از باز و بسته کردن نمادها، افشای اطلاعات، نظارت بر انتشار اطلاعات، تدوین دستورالعمل‌های معاملاتی، ریز دستورالعمل‌های معاملاتی را سازمان تصویب و ابلاغ کرده است. همیشه در بورس‌ها این بحث بود که ما چکاره هستیم؟ حداکثر نقش بورس‌ها ارائه پیشنهادها بوده که برخی از آنها پذیرفته و بعضی از آنها هم رد شده است. به طور مشخص، اختلاف ما در هیات مدیره بورس‌ها و سازمان بورس در خصوص ماده ۳۵ بود که طبق آن گفته شده نظارت بر اعضا با هیات مدیره بورس‌هاست. اما دستورالعمل ماده ۳۵ به گونه‌ای است که کمیته نظارتی ۳ عضو دارد، یک عضو از بورس‌ها و دو عضو دیگر همواره از سازمان بورس است. عضوی که تخلف را اعلام می‌کند، یک نماینده هم ثابت از سازمان است. در موارد متعدد حکمی که هیات مدیره یک بورس خاص صادر می‌کرد، توسط مقام تجدید نظر که آن هم از سازمان بورس است، نقض

آموزشی، نمایشگاه تخصصی بازار سرمایه، تولید نرم افزار و دهها کار اجرایی دیگر می‌کند. در واقع، تمام «الف» تا «ی» بازار سرمایه در دست سازمان است و درآمد هم ایجاد می‌کند. الان وضع بازار و درآمدها بسیار خوب است. پول اولیه را سازمان از ماده ۵۷ به دست آورد. بنابراین اگر بخواهیم بار دیگر در قانون بازنگری کنیم، من اعتقاد دارم که ماده ۵۷ کاملا مبهم است. این ماده اشاره می‌کند که باید دارایی‌ها بین بورس و سازمان تقسیم شود، اما نگفته این دارایی‌ها در بورس متعلق به چه کسی است و چه کسی سهامدار است؟ شورای بورس این اختیار قانونی را نداشت که بگوید ۱۰ درصد این پول‌ها باید به سازمان بورس برسد و دیگر بورس‌ها صفر. آن ماده اگر ابهام داشت باید با قانون جدید، ابهام آن برطرف می‌شد، کما اینکه سازمان، قانون توسعه ابزارهای مالی را سال ۸۸ به سرعت به تصویب رساند. بنابراین با در اختیار گرفتن ۱۵۰ میلیارد تومان پول در سال ۸۴، سازمان بورس تاسیس شد و بورس‌ها با سرمایه ۱۰ میلیارد تومانی تاسیس شدند. هنوز بورس تهران ساختمان ندارد و برای بورس کالا هم که ساختمان خریدیم با وام بانکی بسیار سنگینی این خرید انجام شد. فرابورس تازه توانسته ساختمان آن هم با وام بانکی بخرد. بورس انرژی تازه تاسیس هم که هنوز در ساختمان شرکت بورس مستقر است. بنابراین این تصویر کاریکاتوری بازار سرمایه است، سر بزرگ و بدن نحیف و کوچک.

هاشمی‌نژاد: یک نکته هم در مورد پذیرش شرکت‌ها وجود دارد و آن اینکه، تنها بررسی وضعیت شرکت‌ها و مسئولیت پذیرش آنها با بورس است. در نهایت هیات پذیرش، پذیرش اجازه ورود شرکت‌ها به بورس را می‌دهد که بورس هم تنها یک عضو در این هیات آن هم بدون حق رای دارد. دکترا براهیمی: در کشورهای دیگر، بورس‌هایی که سابقه طولانی دارند،

می‌شد. در موارد متعدد سازمان بورس پیش‌نویس حکم را به بورس‌ها ابلاغ می‌کرد و می‌گفت باید این را تصویب کنید. به همین علت، عملاً نظارت بر کارگزاران که متأسفانه در بازار ما تنها اعضای بورس هستند- در بورس‌های بزرگ دنیا با سیستم‌های جدید، دستیابی بازار مستقیم، شرکت‌ها و افراد هم می‌توانند عضو بورس باشند- تخلفات آنها و نحوه رسیدگی، حکم صادر شده، تجدید نظر و اجرای حکم تماماً با سازمان بورس است. این مورد هم خود به خود شده تا به اینجا رسیده، زیرا کسی امکان اظهار نظر در مقابل سازمان و مقاومت در برابر آن را نداشته است. بنابراین این فصل هم از آن فصل‌هایی است که اگر بورس‌ها را واقعا شرکت سهامی عام می‌دانیم و اگر می‌خواهیم بورس خود موتور توسعه بازار باشد باید در پذیرش‌ها، دستورالعمل‌ها و اختیارات نهاد ناظر تجدید نظر شود. من بورسی در دنیا سراغ ندارم که سیستم معاملاتی‌اش مرتبط به نهاد ناظر باشد. در حال حاضر، مالک اصلی شرکت مدیریت خدمات فن آوری بورس، سازمان بورس است و سیستم‌های معاملاتی-که عملاً تنها یک سیستم معاملاتی است- متعلق به شرکت خدمات فن آوری است. در دنیا، سیستم سپرده‌گذاری وجوه، ساختارهای بسیار متنوعی دارند. در بورس ما، با توجه به سهام ممتازی که در اساسنامه نوشته شده، تمام اختیار سپرده‌گذاری‌ها در دست سازمان بورس متمرکز است. درست است که به اصلاح شرکت سهامی عام است، اما تمام اعضای هیات مدیره‌اش را سازمان انتخاب می‌کند. شرکت اطلاع رسانی، شرکتی بود که کارگزاران سهامدارش بودند و سازمان سهام را از آنها پس گرفت. استدلال سازمان این است که نهاد‌های فعال در بازار سرمایه چون سهامی عام هستند و سهامدار دارند و باید سود ارائه دهند، انگیزه‌ای برای توسعه و خرج کردن ندارند. نتیجه این شده که سازمان اقدام به برگزاری کنفرانس، همایش، کلاس



سیر تحولی آنها را کم کم به این نتیجه رسانده که باید اجازه قانون گذاری نیز داشته باشند. به طور مثال در سال ۱۹۲۳ که بحران اقتصاد پیش آمد، بسیار از بورس ها با تصویب قانونی تازه، نهاد ناظر را برای بورس خود تعریف کردند. در واقع نیاز به قانون گذاری را خود بورس ها حس کرده و آن را انجام دادند. این مفهوم برای آنها جا افتاده، اما این موضوع برای ما نامفهوم است. مفهومی را وارد بازار سرمایه کرده ایم و حالا نمی توانیم تشخیص دهیم که قانون گذاری به طور مشخص چه ابعاد و مفاهیمی دارد.

دکتر شایان آرانی: من با شما اختلاف نظر دارم. شما جایی مانند بورس مالزی را نگاه کنید که از ما دیرتر شروع به کار کرد، اما الان در چه جایگاهی ایستاده است؟ با نگاهی مقایسه ای به سادگی روشن می شود اشکالات کار ما کجاست. در مالزی این اعتقاد وجود داشت که چرا بیاییم چرخ را دوباره اختراع کنیم. این همه تجربه مفید در دنیا وجود دارد، از این تجربیات به شکل های مختلف استفاده می کنیم و مدل خودمان را پیاده می کنیم. در کشور ما هم اگر می خواهیم بازنگری کنیم اتفاقاً باید دوباره ۳۰ یا ۴۰ کشور را نگاه کنیم. زمان نگارش لایحه اولیه، دکتر پوریان به ژاپن و سنگاپور رفت و با مدیران بورس های آنها صحبت کرد. یک سفر هم به آمریکا رفت تا مستندات لازم را بگیرد. آن زمان این کار را انجام دادند، الان هم انجام دهد چه ایرادی دارد. فکر می کنم اینکه بگوییم به قانون گذاری عادت نکرده ایم، درست است اما کشورهای دیگر که تجربه کرده اند باید از تجربیات آنها استفاده کرد. نباید دوباره از صفر شروع کنیم.

دکتر ابراهیمی: نکته ای که ضرورت دارد در خصوص فصل چهارم ذکر شود مباحثی است که در خصوص رسیدگی به تخلفات و اختلافات در بازار سرمایه وجود دارد. در این بخش نقائص عملی و حقوقی دیده می شود؛ به عنوان مثال هیچ حکمی در خصوص آیین داوری حاکم بر هیات داوری وجود ندارد یا همواره در خصوص قابلیت تجدید نظر این آرا اختلاف نظر وجود داشته است. البته پیش بینی طرح این اختلافات در کانون ها به منظور سازش یکی از نکات مثبت و نوآوری های این فصل است.

**دکتر پورسی** به بررسی فصل پنجم بپردازیم. در این فصل از قانون موضوع اطلاع رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه مطرح شده و نحوه گزارشگری مالی و اطلاع رسانی ناشران به بازار مورد توجه قرار گرفته است. چقدر اطلاع رسانی این روزهای بازار مبتنی بر بندهای این فصل قانون است؟ در این فصل چه نقاط بهبودی می توان تعریف کرد؟

خزلی خرازی: در دنیا مدل های مختلفی وجود دارد. در ایران واحد ناشران و بورس ها اختیاری ندارند و همه شرکتها موظفند از طریق نرم افزار کدال به سازمان بورس، گزارش دهند. کارشناسان سازمان هم این اطلاعات را کنترل کرده و اگر صحت آن را تایید کردند، اطلاعات منتشر می شود و در صورت عدم تایید هم گزارشی از آن شرکت خاص به بازار ارائه نمی شود. نکته اینجاست که آیا کارشناسی که در سازمان نشسته، حق قانونی را دارد که در خصوص تایید یا عدم تایید اطلاعات نظر دهد؟ به نظر اطلاعات شرکتها در هر شرایطی باید منتشر شود و سازمان حداکثر می تواند نظر خود را در این باره اعلام کند. در صورت انحراف در اطلاعات منتشر شده هم با ناشر برخورد جدی کند. در حال حاضر، شرکتها از طریق چانه زنی با کارشناسان سازمان است که می توانند اطلاعات خود را منتشر کنند. اما بعضی وقتها هم سازمان اطلاعات را منتشر نمی کند و از اهرم خود استفاده می کند و نماد معاملاتی آن شرکت را می بندد.

**دکتر پس** شما معتقد به اقدامات پیشگیرانه نیستید و به جای آن اقدامات تنبیهی را برای متخلفان مناسب تر می دانید. آیا اساساً انجام این کار با ساختار فعلی بازار قابلیت اجرایی شدن دارد؟

دکتر شایان آرانی: سوال اینجاست که اگر شرکتی بخواهد اطلاعاتی

خاص را منتشر کند و سازمان از انجام این کار جلوگیری کرد و من سهامدار به دلیل جلوگیری از انتشار این اطلاعات، متضرر شدم باید به چه کسی یا چه نهادی شکایت کنم؟ آیا سازمان یا شورای بورس دعوی من را می پذیرد؟ آیا من می توانم علیه سازمان اقامه دعوی کنم؟ منافع کسی که متضرر می شود را چه کسی می خواهد حفظ کند؟ بورس بین المللی لندن در این مورد کار جالبی انجام می دهد. رویه این بورس این گونه است که شرکت اطلاعاتی که خودش تشخیص دهد روی بازار تاثیر می گذارد را روی پایگاههایی که به بورس وصل است، منتشر کند. در واقع همزمان که بورس گزارش می دهد، بازار هم اطلاعات شرکت را می بیند و هیچ تاخیری در این بین وجود ندارد. مسئولیت دقت و صحت این اطلاعات هم با شرکت است. اگر ضرر و زیانی باشد، علیه شرکت اقدام می شود و بورس لندن به درستی خود را از این قضیه کنار کشیده و حسابرس و بازرسان شرکتها وظیفه نظارت را بر عهده دارند. نکته اینجاست که سازمان باید در مورد ضرر و زیان سهامداران هم باید پاسخگو باشد.

دکتر مستخدمین حسینی: ما حسابرسان را در بازار داریم، ولی در مورد نظر آنها هم نظر تازه می دهیم و برای امضایشان ارزش قائل نیستیم. خزلی خرازی: در فرم معاملاتی شرکت های حاضر در بازار پایه که البته اطلاعاتشان برای بازار منتشر نمی شود - من به آن هم ایراد دارم که اصلاً معنی نمی دهد اطلاعات منتشر نشود - آمده که «طرفین توافق کرده اند که سازمان مسئولیت ندارد». حال پرسش این است که در سایر بازارها که سازمان مسئولیت دارد، وضعیت چگونه است؟ یعنی اگر به واسطه اطلاعاتی که در کدال بود، معامله ای صورت گرفت و ضرر و زیانی متوجهمان شد، آیا همچنان سازمان مسئولیت دارد؟ معتقدم تمام این موارد باید بازنگری شود. موضوع اصلی بازار سرمایه کیفیت سطح اطلاعات است که باید بازنگری جدی شود.

**دکتر خانم ابراهیمی**، آیا قانون اقامه دعوی سهامداران در خصوص عملکرد نهاد ناظر یا ناشران را ندیده و این دسته از فعالان بازار راهی برای بیان خواسته ها و شکایات خود ندارند؟

دکتر ابراهیمی: مسئولیت مدنی ناشی از نقض افشای اطلاعات بسیار سنگین است و سرمایه گذار خسارت دیده می تواند به راحتی به نتیجه برسد و علیه مدیران شرکت طرح دعوی کند. دعاوی گروهی هم وجود دارند که در بحث نقض افشای اطلاعات از آن زیاد استفاده می کنند. در بسیاری از کشورها طرح دعوی از طریق سهامداران را با پیش بینی دعاوی گروهی تسهیل کرده اند.

**دکتر در** فصل های گذشته کم و بیش موضوع تخلفات و مجازاتها اشاره شده است. اما در فصل پنجم این موضوع به طور خاص بررسی شده و مصداق های تخلف در آن مورد طرح قرار گرفته است. این فصل چقدر توانسته جرایم را به طور جامع مورد بررسی قرار داده و با وجود توسعه کمی و کیفی بازار تا چه میزان بازنگری در مفاد این فصل الزام دارد؟

خزلی خرازی: در لایحه اولیه اساساً چنین فصلی وجود نداشت و به صورت خیلی کم رنگ در برخی مواد دیده شده بود، ولی در قانون فعلی پرنرنگ دیده شد و یکی از وجوه اصلی تمایز میان این قانون و قانون قبلی بازار همین وجود بخش جرایم و مجازات است. متأسفانه چون سازمان خود را درگیر یک سری مسایل ریز کرده، اینجا باید جدی تر وارد شود. یعنی برای کسانی که جرم و تخلف انجام می دهند، سازمان باید جدی برخورد کند. البته در صحبت با کارشناسان سازمان نیز شکایت دارند که ما مسایل را پیگیری کرده و برای به دستگاه قضایی، ارسال کرده ایم و رویه طولانی دادرسی باعث شده که بسیاری از موارد با گذشت قریب ۵ سال هنوز به صدور رای منجر

**بورس فصل آخر قانون، بحث مقررات متفرقه است. عمده موضوع این فصل، به موضوع محدودیت مالکیت تنها ۲.۵ درصد برای بورس ها و ۵ درصدی برای شرکت سپرده گذاری مرکزی بر می گردد. به نظر شما کنترل مالکیت ها و تعیین سقف درصد سهامداری برای نهادهای اجرایی بازار در چه راستایی صورت گرفته است؟ هدف قانون گذار از اعمال این درصدها کنترل چه چیزی است؟**

خرّازی: در حال حاضر سه نهاد معاملاتی شامل حقیقی، حقوقی و سایر وجود دارد که مسئولیت کنترل آن هم با کارگزار و خریدار است. به نظر من هدف قانون گذار از اعمال این بند، این بوده که احساس کرده شاید سهامدار یا گروهی قصد تصاحب مالکیت سهام بورس ها (Take Over) را داشته باشند. برای همین ضمن تعریف محدودیت سقف درصد سهامداری، فرایند معامله سهام این شرکت ها را به بازار پایه برده و این فرایند را سخت و پیچیده هم تعریف کرده است.

هفته پیش بنده سهم خودم و خانواده ام را فروختم و اما سه ماه طول کشید تا فرایند فروش تمام شود. اگر بخواهید در بازار پایه معامله کنید تشریفات زیادی در انتظار معامله گران است. البته آقای کریستوفر کوک، قائم مقام بورس آی سی ای که به ایران آمده بودند، اذعان می کردند که یکی از بهترین قوانین شما همین موضوع تعیین سقف برای سهامداری بورس ها است. وی می گفت که من از بورس آی سی ای استعفا دادم، چون دو بانک امریکایی آمدند آی پی ای را خریدند و تغییر دادند. ایشان معتقد بودند که کسی نباید بتواند مالک کل بورس شود. اما این نکته هم وجود دارد که چون بورس سهامدار استراتژیک ندارد، کسی مسئولیت توسعه

بورس را بر عهده نمی گیرد، چون نفعی در آن احساس نمی کند. نتیجه اینکه این قانون مترقی در کشور مانع اصلی توسعه بورس ها شده است. به نظرم این محدودیت باید وجود باشد، اما توسعه بورس ها هم به نوعی مورد توجه قرار گیرد.

دکتر مستخدمین حسینی: در ماده ۹ یا ۱۵ قانون اصل ۴۴ هم محدودیت درصد سهامداری برای بانک ها به صورت ۵ درصد حقیقی ها و ۱۰ درصد حقوقی ها شده است. اما این موضوع باعث نمی شود که بورس از مسئولیت خود گریزان باشد و ورود پیدا نکند.

دکتر شایان آرنانی: در بند ۱۸ از ماده یک قانون بازار در تعریف شرکت های تامین سرمایه آمده که «شرکت تامین سرمایه، شرکتی است که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عمده سرمایه گذاران فعالیت می کند و می تواند فعالیت های کارگزاری، معامله گری، بازارگردانی، مشاوره، سبذگردانی، پذیره نویسی، تعهد پذیره نویسی و فعالیت های مشابه را با اخذ مجوز از سازمان انجام دهد» مجوز این شرکت ها را هم باید شورا صادر کند. این موضوع نیاز به اصلاح دارد و سازمان بورس باید متولی این کار شود.

دکتر ابراهیمی: البته این طور تفسیر کرده اند که مجوز تاسیس را شورا و مجوز فعالیت را سازمان بورس بدهد.

دکتر شایان آرنانی: خب چرا این کار را در مورد شرکت های مشاور سرمایه گذاری انجام ندادند؟

دکتر ابراهیمی: چون ماهیت تامین سرمایه ها، سرمایه گذاری است... دکتر شایان آرنانی: این توضیح درستی نیست، چون این خودش یک رانت است. تامین سرمایه ها (Investment Bank) یک خلا در کشور است و همین بند باعث می شود خیلی جاها مشکل پیدا کنیم. بنابراین برخی بندها هم در تضاد هستند که باید درست شوند.

نشود. متخلفان بازار سرمایه با به کارگیری وکلای باتجربه و حرفه ای رویه دادرسی را طولانی کرده و با مرور زمان جرائم موکلان خود را کوچک و کوچک تر کرده اند. البته در سال های اخیر، دستگاه قضایی مجتمع ویژه های را برای رسیدگی به جرایم بازار سرمایه اختصاص داده، اما اگر بخواهیم طبق این اصل پیش برویم که همه چیز درست است مگر آنکه خلافش ثابت شود این فصل هم باید کمی پررنگ تر دیده شود. به خصوص جرایم مربوط به دستکاری یا عدم انتشار اطلاعات که باعث انحراف فضای بازار می شود. پدیده های هم که به تازگی پر رنگ شده حضور رسانه های خاص اینترنتی در کنار برخی رسانه های خبری است که با خط دهی های خاص بازار را تحت تاثیر قرار می دهند. در این زمینه ماست که سازمان باید وارد شود. من فکر می کنم اینجا جایی است که بر خلاف حرف های قبلی مان، وظیفه سازمان پررنگ تر است. در بازدید از ۱۰ بورس دنیا که از نزدیک شاهد فعالیت هایشان بودم، دیدم که همیشه یک مورد فساد را تعریف می کنند و در پدیده فساد مالی برای کشف با دستگاه های پلیس، اطلاعات و دادگستری هماهنگی نزدیک دارند. چون روش های کلاهبرداری در بورس آن قدر پیچیده شده که مقام ناظر ابزار کشف و برخورد با آن را ندارد. اگر می خواهیم اقتصادی بازار محور داشته باشیم و در آینده هم ۴۰ میلیون سهام دار عدالت وارد بورس می شوند، باید روی جرایم سازمان یافته و اشخاص و نهادهایی که با علم و اطلاع قبلی بازار را منحرف می کنند، خیلی بیشتر کار کنیم. سازمان باید در این بخش خاص، بودجه، کارشناس و نرم افزار تعریف کرده و حرفه ای تر برخورد کند. هاشمی نژاد: خانم دکتر شما چون مدتی رییس مشاوران حقوقی سازمان

بودید، آیا در خصوص رصد جرایم کاری صورت گرفته است؟ آیا امکانات سخت و نرم افزاری برای مانیتورینگ بازار وجود دارد؟

دکتر ابراهیمی: اتفاقاً وظیفه سازمان همین است. تمرکز اصلی سازمان باید اجرای فصل ششم قانون باشد. اگر به SEC نگاه کنید یک سوم کارمندان حقوقدان هستند، زیرا سعی می کنند آنقدر هزینه نقض مقررات را بالا ببرند

که کسی به فکر تخلف کردن نیفتد. اگر بخواهیم بازارمان را اصلاح کنیم فصل ششم می تواند بسیار به ما کمک کند. البته هنوز این مسئله جا نیفتاده، چون ارکانی هم که برای اثبات جرایم پیش بینی شده، ارکان پیچیده ای است و قضات دادگستری با آنها آشنایی ندارند. وکلای ما هم که حقوق خوانده اند، هیچ اطلاعی از این فصل ندارند و نمی دانند باید آن را چگونه اجرا کنند. به طور مثال، در بازدید از بورس اسپانیا، مشاهده کردیم که نهاد ناظر در معاملات دخالت نمی کرد و تنها از معاملات گزارش گیری می کردند و گزارش گرفته شده از روند معاملات را مطالعه می کرد و اگر جایی متوجه می شدند که مقررات نقض شده، وارد می شدند.

دکتر شایان آرنانی: ۴ یا ۵ سال پیش بود که از دوپچه بورس بازدید کردم. اگر اشتباه نکنم عنوان می کردند که نزدیک به بیش از ۱۰۰ مورد معاملاتی مشکوک پیدا کرده بودند، زیرا آنها یک سری شاخص هایی دارند که مشخص می کنند معامله های مشکوک و غیرعادی است. ۱۰ مورد آن به موارد مشخص تبدیل شده بود که کارشناسان به صورت ریز، وارد جزئیات آن می شدند و از این ۱۰ مورد فقط یک پرونده به اقدام حقوقی منجر شده بود. در واقع بازیگران آن بازار می دانستند که این معاملات توسط خود بورس کنترل می شود، اما همین ساختار و نظام را نهاد بالاتر هم می دید. مسئولیت اقدام لازم با خود بورس بود. اگر نیاز به هماهنگی با بالادستی و نهاد ناظر کلان بود، اقدام می کردند. متولی اصلی سلامت بازار، بورس بود و این نهاد سعی می کرد سلامتی، پایداری و قانونمندی را حفظ کند.