

بررسی و شناسایی مؤلفه‌های بازار سرمایه

سیده فاطمه شفیعی بهنمیری^۱

چکیده

هدف از پژوهش پیش‌رو بررسی و شناسایی مؤلفه‌های بازار سرمایه هست. روش کار از انواع کاربردی-توصیفی و تحلیلی و به شیوه استدلالی می‌باشد، از منابع و متون معتبر کتابخانه‌ای، استنادی و شبکه جهانی اینترنت و همچنین از نظرات کارشناسان و متخصصان مالی و اقتصادی نیز استفاده شده است. تأیید مؤلفه‌های تحقیق به روش دلفی تعدیل‌شده بوده و از نظرات ۱۸ نفر از اساتید دانشگاه و متخصصان مالی و اقتصادی در دانشگاه کمک گرفته شده است. نتیجه بررسی‌ها نشان دادند که مؤلفه‌های بازار سرمایه دارای ۹ مورد می‌باشد و بر اساس این تحقیق متخصصان و کارشناسان بازار سرمایه می‌توانند با استفاده از این مؤلفه‌ها، وضعیت موجود در بازار سرمایه را تحلیل کرده و وضعیت مطلوب و مثبت شدن شاخص‌ها را ایجاد نمایند. مؤلفه‌ها عبارت‌اند از: ۱- قوانین و مقررات ۲- مدیریت اجرایی ۳- برنامه راهبردی ۴- نهادهای خود تنظیم‌گر بازار سرمایه ۵- واسطه‌های بازار ۶- امنیت سرمایه‌گذاری ۷- خصوصی‌سازی ۸- تشنجات سیاسی و اقتصادی ۹- نوسانات نرخ ارز.

کلمات کلیدی: بازار سرمایه، نرخ ارز، واسطه‌های بازار.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

۱. دانشجوی دکتری مهندسی مالی.

۱. مقدمه

اصلاحات جزء لاینفک تحولات اقتصادی، در بخش مالی است که شامل شکل‌دهی دوباره ساختار بازار سرمایه، نوآوری در ابزارها و اقدامات و نیز محیطی با نظم جامع‌تر است. در بازار سرمایه‌ای ایران نیز اقدام‌های جدید باعث تحول شده و حال نیاز است که در این مسیر، سرمایه‌گذاران و بازیگران اصلی بازار سرمایه نیز تحولاتی را در ابزارهای بررسی و تحلیل خود ایجاد نمایند. دو مکتب فکری که بر ادبیات بازار سهام غالب است، تجزیه و تحلیل‌های بنیادی و تکنیکی هستند. آشنایی بازار سرمایه ایران با تجزیه و تحلیل تکنیکی چندان دیرپا نیست. درحالی‌که تجزیه و تحلیل بنیادی از قدیمی‌ترین ابزار تحلیل سرمایه‌گذاران است.

بنیادگرایان معتقدند که اوراق بهادار دارای یک ارزش ذاتی است و نیروهای بازار اطمینان می‌دهند که قیمت هر سهم، این ارزش را در بلندمدت پوشش می‌دهد. از سوی دیگر، تکنیکال‌ها معتقدند که قیمت‌های گذشته هر سهم و تغییرات قیمت، اندازه و حجم معامله سهم، گرایش به پیروی از یک الگو دارند. در نتیجه تجزیه و تحلیل سیستماتیک و نظام‌مند می‌تواند عواید بیش از حد عادی را در کوتاه مدت به بار آورد. نیروی عرضه و تقاضا به‌طور کلی قیمت‌های سهم را تعیین می‌کنند. درحالی‌که بنیادگرایان تصریح می‌کنند که عرضه و تقاضا تابعی از عوامل عقلایی و منطقی هستند، تکنیکال‌ها آن را به عوامل روان‌شناسانه مرتبط می‌سازند. (anurag, 2002 & sanji). تجزیه و تحلیل تکنیکی احتمالاً تنها تکنیک پیش‌بینی برای یک سرمایه‌گذار است که می‌تواند از آن بهره‌مند شود. تجزیه و تحلیل بنیادی، به دلیل نیاز به حجم انبوه اطلاعات و نیز زمان مورد نیاز، احتیاج به کسب همه عوامل بنیادین دارد که اغلب برای سرمایه‌گذاران خرد هزینه‌بر و زمان‌بر است. از سوی دیگر، عدم دسترسی به اطلاعات سری از جانب سرمایه‌گذاران خرد نیز حاشیه رقابتی پایینی را برای تحلیل بنیادی فراهم می‌کند (kumar, 2002 & mitra)

این مشکلات در بازار سرمایه ایران حادث‌تر نیز می‌شود؛ زیرا میزان دسترسی به اطلاعات در سه سطح مورد نیاز (کلان اقتصاد، صنعت و شرکت) بسیار ضعیف‌تر است. در تحلیل بنیادی به سه دسته اطلاعات در سه سطح کلان اقتصاد، صنعت و شرکت نیاز است که در بازه‌های زمانی کوتاه مدت امکان دسترسی به اطلاعات دو سطح اول برای سرمایه‌گذاران خرد تقریباً محال است. در نتیجه، در تصمیم‌های کوتاه مدت امکان استفاده از آن‌ها وجود ندارد و حتی اطلاعات شرکتی نیز در بازار سرمایه ایران چندان به‌وضوح در اختیار همگان قرار نمی‌گیرد و مشکل دوچندان می‌شود. از همین رو، تحلیل تکنیکی که تنها متغیرهای آن قیمت و حجم است و به راحتی در اختیار سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد، دارای اهمیت دوچندان می‌شود.

علیرغم پذیرش گسترده تحلیل تکنیکی توسط فعالان بازار سرمایه، دانشگاهیان نسبت به مفید بودن آن مشکوک هستند. این موضوع می‌تواند ناشی از سه عامل باشد: اول، هیچ‌گونه مبنا و پایه نظری برای آن وجود ندارد. دوم، مطالعات نظری اولیه، اغلب، برای قیمت سهام، مدل حرکت تصادفی را مفروض دانسته‌اند. سوم، یافته‌های تجربی اولیه، غیرقطعی و متناقض بوده‌اند (zhu & zhou, 2009)

در حال حاضر به دلایل متعدد، بازار سرمایه ایران ارتباط و تعامل مناسبی با نهادهای معتبر بین‌المللی و منطقه‌ای در حوزه بازار سرمایه ندارد. برای مثال، عدم پذیرش عضویت سازمان بورس و نشان‌دهنده عدم تبعیت اوراق بهادار ایران در سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار، (IOSCO) بازار سرمایه ایران را از استانداردهای بین‌المللی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران محروم کرده است، حال آنکه این مسئله برای سرمایه‌گذاران خارجی اهمیت خاصی دارد. تاکنون تلاش‌های سازمان بورس و اوراق بهادار برای پیوستن به این نهاد بین‌المللی بی‌نتیجه مانده است. گرچه مسائل سیاسی ناشی از تحریم‌های اخیر ضد ایران در موفقیت‌آمیز نبودن این تلاش‌ها تأثیر قابل‌توجهی داشته است، لکن کارگروه ارزیابی ایران برای پیوستن به نهاد بین‌المللی یادشده، ایراداتی به قوانین مرتبط با بازار سرمایه ایران وارد نموده و با این استدلال که این قوانین با استانداردهای وضع‌شده توسط نهاد بین‌المللی مذکور تطابق ندارد، با عضویت سازمان بورس ایران موافقت ننموده است. عمده اشکالات وارده راجع به محدود بودن اختیارات سازمان بورس در اخذ اطلاعات، بازرسی و ارائه اطلاعات به سایر اعضای نهاد یادشده و همچنین عدم استقلال سازمان بورس و اوراق بهادار از دولت بوده است. سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه یکی از ابزارهای رشد و توسعه اقتصادی در اکثر نظریات اقتصادی بوده و در قرن حاضر مدل‌های رشد درون‌زا نیز - البته با تغییر رویکردهایی - بر آن تأکید نموده‌اند. سرمایه‌گذاری خارجی به صورت مستقیم و یا از طریق بورس اوراق بهادار (سرمایه‌گذاری در پرتفوی) نیز می‌تواند آثار مهم و معناداری بر اقتصادهای درحال توسعه از جمله ایران داشته باشد. مهم‌ترین موضوعی که منجر به رشد سرمایه‌گذاری خارجی می‌گردد، وضعیت باثبات اقتصادی و سیاسی کشور و وجود قوانین و مقررات یکدست و شفاف و... می‌باشد. از سوی دیگر مزیت‌های بسیاری از جمله رشد و توسعه بازار سرمایه و ابزارهای مالی، تقویت سیستم‌های گزارش دهی مالی، بهبود و توسعه مدیریت شرکت‌های حاضر در بازار، توجه دائم به شفافیت بازارها و ... برای حضور سرمایه‌گذاری خارجی می‌توان برشمرد.

بررسی معیارها و شاخص‌های مهم در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی نشان می‌دهد کشور ما در بین کشورهای دنیا و حتی منطقه (سهام ۰/۱ درصدی ارزش سرمایه‌گذاری خارجی از کل ارزش بازار سرمایه، رتبه ۱۱۸ ایران در شاخص سهولت کسب‌وکار، شاخص آزادی معادل ۱/۲۵ از ۱۰ و...) وضعیت مناسبی ندارد. در این گزارش، ضمن بررسی تجارب کشورهای ترکیه و مالزی در موضوع توسعه بازار سرمایه و جذب سرمایه‌گذاران خارجی، به بررسی موانع و مشکلات پیشروی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه

ایران پرداخته شد. ترکیه، ارتقا و تقویت حمایت از سرمایه‌گذار، تطبیق خود با بازارهای سرمایه بین‌المللی و یکپارچه‌سازی کامل آن‌ها با مقررات، افزایش و تقویت کارایی در سمت عرضه و تقاضای بازارها، تسهیل مدرن کردن ساختار بازار و تقویت زیرساخت بازار و مالزی نیز به نحو مشابهی تدوین برنامه راهبردی بازار سرمایه، ایجاد ساختار مناسب نهادی و قانونی برای حمایت از سرمایه‌گذاران، رفع محدودیت‌های قانونی حضور سرمایه‌گذاران خارجی، متنوع سازی ابزارها، استانداردسازی گزارشگری‌های مالی و بهبود قواعد حاکمیت شرکتی و... را در دستور کار خود قرار داده و توانسته‌اند با جدیت مناسب در پیگیری و تداوم برنامه به اهداف خیره‌کننده‌ای دست یابند. (میرزاخانی، ۱۳۹۱)

۲. بیان مسئله

در بازار سرمایه ایران، موانع و محدودیت‌های بسیاری برای حضور سرمایه‌گذاران خارجی وجود دارد که عبارت‌اند از:

۱. قوانین و مقررات بازدارنده، غیرشفاف، متعدد و ناقص
۲. عدم شناخت کافی خارجیان از بازارهای ایران
۳. نبود برنامه راهبردی بازار سرمایه
۴. زمان‌بر بودن فرآیند اخذ مجوزها
۵. سخت بودن احراز هویت و افتتاح حساب بانکی و...
۶. ارتباط ضعیف با نهادهای معتبر بین‌المللی
۷. عدم توجه کافی به قواعد حاکمیت شرکتی
۸. فقدان و یا عدم توجه کافی به استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی
۹. عدم وجود ابزارهای پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز
۱۰. محدودیت در ورود و خروج سرمایه
۱۱. نبود مفاد مشخص در قوانین در رابطه با سرمایه‌گذاری خارجی در پرتفوی
۱۲. عدم توسعه و عمق کم بازار سرمایه

با توجه به تجارب سایر کشورها و نیز مسائل و مشکلاتی که به تفصیل در این نوشتار مورد بررسی قرار گرفت می‌توان راهکارهای مشخص و معینی را برای بهبود وضعیت سرمایه‌گذاری خارجی در ایران ارائه

کرد. البته موضوع اساسی این است که وضع قواعد و برنامه‌های مشخص، راهکار نهایی برای توسعه نیست، بلکه آنچه مهم است پیگیری اجرای صحیح این قواعد و برنامه‌هاست که می‌تواند ما را به مقصد نهایی در این رابطه برساند. لذا تأکید بر نحوه اجرا و پیگیری‌های مداوم برای اجرای صحیح، بسیار اساسی است. (معاونت پژوهش‌های اقتصادی، ۱۳۹۴)

در تمام جوامع، از سویی برخی از افراد با مازاد منابع روبه‌رو می‌شوند و از سوی دیگر، بسیاری از فعالان اقتصادی دارای دانش فنی و تجربه عملی قابل قبول، فاقد منابع لازم برای سرمایه‌گذاری هستند. در این میان بازارهای مالی کارا، بازارهایی هستند که با ارائه ابزارها و نهادهای مالی متنوع و با کارکردهای متفاوت به شایستگی از عهده تبادل وجوه مازاد میان خانوارها، بنگاه‌ها و دولت برآیند. صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری از جمله نهادهای مالی بازار سرمایه شمرده می‌شوند که در طی سال‌های اخیر به جایگاه ویژه‌ای در این بازار دست‌یافته‌اند. رشد روزافزون این صندوق‌ها نمایانگر اقبال عمومی به آن‌ها در عرصه اقتصاد ملی است. قابلیت بازخرید سهام به وسیله صندوق یا به عبارت دیگر نقدینگی بالای واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها و همچنین تنوع فعالیت بر اساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد، کاهش هزینه‌های کارگزاری و عملیاتی در مقایسه با معامله‌های کوچک سرمایه‌گذاران، کاهش خطر سرمایه‌گذاری از راه مالکیت در سبد مالی متنوع، از جمله مزیت‌هایی است که باعث جلب مردم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌شود. (جعفری سرشت، ۱۳۸۶)

نخستین صندوق مشترک سرمایه‌گذاری اسلامی در سال ۱۹۸۶ م در ایالات‌متحده با نام صندوق امانه (Fund Income Amana) تأسیس شد. این صندوق به وسیله اعضای صندوق امین اسلامی امریکای شمالی (NAIT) شروع به فعالیت کرد. صندوقی که بر درآمد مساجد ایالات‌متحده نظارت دارد (صالح‌آبادی، ۱۳۸۵). پس از آن در سال ۱۹۸۷ دو شرکت به نام‌های التوفیق و الامین با تمرکز بر بخش‌های گوناگونی مانند: املاک و مستغلات و همچنین سرمایه‌گذاری بین‌المللی، در توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی بسیار کامیاب عمل کردند (همان). در ادامه، افزایش آگاهی و تقاضا برای سرمایه‌گذاری طبق اصول شرع در سطح جهان باعث شد که روند تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی شدت بگیرد. افزون بر مسلمانان که به علت تعهدهای مذهبی خود از این نهادها استفاده می‌کردند، سرمایه‌گذاران غیرمسلمان که شرایط ریسک و بازده این صندوق‌ها برای آن‌ها جذاب بود، نیز از صندوق مشترک اسلامی استقبال کردند. افزون بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی، انواع دیگری از صندوق‌های اسلامی مانند صندوق‌های دارایی و املاک، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مباحه، صندوق‌های کالا و صندوق‌های لیزینگ وجود دارند. این صندوق‌ها با انواع کلاسیک خود از این جهت تفاوت دارند که در سرمایه‌گذاری‌های خود اصول شرعی را نیز رعایت می‌کنند. به‌طور کلی، بین سال‌های ۲۰۰۱ - ۱۹۹۴ م. در حدود ۱۲۰ صندوق اسلامی تأسیس شد که بیش از ۶۰ درصد این

صندوق‌ها با هدف سرمایه‌گذاری در سهام بین‌المللی تشکیل شدند. با وجود این، صندوق‌های مشترک اسلامی در میان دیگر صندوق‌ها نه تنها در جهان اسلام بلکه در کشورهای غیرمسلمان نیز از رشد سریعی برخوردار هستند و بیشترین فعالیت آن‌ها، سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های سازگار با شریعت است (نظرپور & ابراهیمی، ۱۳۸۸)

در حال حاضر صندوق‌های مشترک اسلامی با بیش از ۳۰۰ مؤسسه مالی یکی از نهادهای مالی در حال رشد در نظام مالی اسلام است (kabir, 2005 & elfakhani). حجم صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی در حدود ۳/۳ میلیارد دلار برآورد می‌شود که در هفت سال گذشته بیش از ۲۵ درصد رشد کرده است (al rifai, 2003). با وجود این به علت عدم آگاهی و کمبود ابزار سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها، در مقایسه با صنعت صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری جهان، هنوز در مرحله نخستین دوره رشد و توسعه خود است.

به رغم گسترش ویژه صندوق‌ها در دنیا، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری در ایران، در ابتدای راه و در عین حال نهادی در حال رشد است و هنوز از کارایی لازم برای پاسخگویی به انتظارات گوناگون سرمایه‌گذاران برخوردار نیست. از طرف دیگر، نظر به ممنوعیت ربا در اسلام و الغای کارکرد آن در نظام اقتصاد اسلامی و به تبع آن حرمت به‌کارگیری ابزارهای مبتنی بر بهره، ضروری است که برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تأمین منابع مالی مورد نیاز دولت و بخش خصوصی در عرصه‌های گوناگون اقتصادی از ابزاری مطابق با اصول اسلامی استفاده کرد تا هدف جذب و هدایت پس‌اندازهای پراکنده مردم جهت دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی برآورده شده و در عین حال رونق و تنوع بازار سرمایه محقق شود. طراحی این صندوق باهدف پدید ساختن ابزاری ساده برای سرمایه‌گذاری عموم مسلمانان در انواع اوراق بهادار اسلامی و در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار است که نه تنها قصد سرمایه‌گذاری مالی رضایت‌بخش و کارا دارند بلکه مایل هستند سرمایه‌گذاری آنان مطابق با اصول اسلامی و سازگار با فقه نیز باشد. صندوق‌های مورد نظر به صورت سرمایه باز اداره می‌شوند و سرمایه‌گذاران همواره می‌توانند سرمایه‌گذاری خود را در صندوق افزایش یا کاهش دهند. باید توجه داشت که صندوق پیشنهادی به جای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، در اوراق بهادار اسلامی (صکوک) سرمایه‌گذاری می‌کند. چراکه نهادهای مالی زمانی مورد توجه خریداران مسلمان قرار می‌گیرد که افزون بر هدف‌ها و انگیزه‌ها، با روحیه‌ها و سلیقه‌های مشتریان نیز تطابق داشته باشد. این صندوق قابلیت سرمایه‌گذاری در تمام انواع صکوک را دارد.

با توجه به ماهیت و ضوابط حقوق رقابت، یکی از حوزه‌هایی که باید از حیث اعمال قواعد حقوق رقابت در ایران بررسی شود، بازار سرمایه است؛ چراکه موضوع حقوق رقابت، بررسی قواعد حاکم بر بازار اقتصادی بوده و یکی از مهم‌ترین بازارها، بازار سرمایه می‌باشد. دلیل اهمیت این امر آن است که بازار

سرمایه حوزه‌ای متشکل محسوب می‌شود و خود انتظام بودن آن اقتضای قواعد و ضوابطی خاص دارد که این امر به موجب حکم ماده ۴ و ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار بر عهده شورا و سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین شده است؛ از این رو به دلیل عموماً منطق حقوق رقابت، هم امکان اعمال حقوق رقابت در بازار سرمایه رجحان می‌یابد و هم تأثیر ویژگی‌ها و خصایص بازار متشکل بورس بر این ضرورت رجحان خواهد داشت. سازوکار حاکم بر معاملات اوراق بهادار و نظارت داخلی بر آن‌ها این مسئله را در پی خواهد داشت که در مواردی مقررات و سازوکار بازار سرمایه قواعد و مقررات حقوق رقابت را نقض کند.

بر اساس بند ۵ ماده ۶ قانون بورس آمریکا، قواعد بورس به منظور اجتناب از رویه‌های فریب‌کارانه، ارتقاء اصول عادلانه و منصفانه در معاملات اوراق بهادار و تسهیل مبادله اوراق بهادار طراحی شده تا بتواند به‌طور عام از سرمایه‌گذاران و منفعت عمومی حمایت کند. یکی از ابزارها و لوازم این امر تحقق رقابت سالم و مبتنی بر ساختار رقابتی در بازار سرمایه است؛ از این رو رقابت را از یک منظر می‌توان از اهرم‌ها و بایسته‌های نظام حقوقی حاکم بر بازار سرمایه محسوب نمود. طبعاً یکی از مسائلی که در ارتباط با نسبت حقوق رقابت و بورس و اوراق بهادار مطرح می‌شود، تحلیل ساختار بازار سرمایه می‌باشد که منظور از آن مقامات و فعالان اصلی این بازار است (ساردوئی نسب، ۱۳۹۷)

در امتداد شورای عالی و سازمان بورس، باید تشکلهای خودانتظام را نیز به نوعی مقام رقابتی محسوب کرد که در عداد نهادهای بخشی قابل بررسی هستند. این نهادها با اینکه به نوعی فعالان بازار سرمایه محسوب می‌شوند، واجد صلاحیت وضع ضابطه و استاندارد حرفه‌ای و انضباطی هستند که ارتباط نزدیکی با برخی قواعد حقوق رقابت می‌یابند؛ بنابراین کانون‌ها یا بورس‌هایی مانند بورس اوراق بهادار، بورس کالا و بورس انرژی و فرابورس از جمله نهادهای خاصی هستند که در حوزه فعالیت خویش می‌توانند واجد آثار مرتبط با رویه‌های رقابتی باشند؛ چراکه ویژگی مهم این نهادها آن است که امکان انتقال برخی وظایف تنظیمی یا نظارتی در حوزه مربوط را فراهم و در قالب مقررات و اساس‌نامه مصوب تحت نظارت نهاد بالاتر (سازمان بورس) فعالیت می‌کنند؛ به‌نوعی که عملکرد آن‌ها در تسهیل رقابت در حوزه مربوطه، اثرگذاری روزآمدتری خواهد داشت. (صادقی، ۱۳۹۶)

۳. سؤالات تحقیق:

۱. میزان تأثیر سلسله‌مراتب سازمانی بر بازار سرمایه به چه میزان است؟
۲. میزان تأثیر چند پایانی - هم پایانی بر بازار سرمایه به چه میزان است؟
۳. میزان تأثیر وابستگی اجزاء بر بازار سرمایه به چه میزان است؟
۴. میزان تأثیر ارتباط محیطی بر بازار سرمایه به چه میزان است؟

مسئله مهمی که درباره هدایت و نظارت بورس از مجرای حقوق رقابت وجود دارد این است که آیا مقامات رقابتی در حوزه بورس و اوراق بهادار باید نهادهای خاص (شورا یا سازمان بورس) باشند یا این مهم در حیطه قواعد عام رقابت (قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و شورای رقابت) قرار می‌گیرد؟

۴. پیشینه تحقیق

با توجه به برخی شباهت‌های ساختاری بازار سرمایه با حوزه بانکی از حیث متشکل بودن، در حوزه بورس نیز می‌توان دو رویکرد کلی را شاهد بود؛ به این معنا که از یک منظر شاید بتوان بدون توجه به ماهیت متشکل بازار سرمایه، قائل به صلاحیت علی‌الاطلاق مقامات رقابتی (در اینجا شورای رقابت) بود؛ از منظر دیگر، ممکن است قائل به تخصیص مقامات عمومی به موجب قانون و خروج موضوعی این صلاحیت از دایره آن‌ها شده و حکم به نفع صلاحیت مراجع خاص بورسی داد (سلطانی، ۱۳۹۱). آنچه منطقی‌تر به نظر می‌رسد، این است که حقوق ضد انحصار توسط مقامات حقوق رقابت اجرا شود؛ نه از سوی مقامات بخش خاص (باقری & همکاران، ۱۳۹۵). از این‌رو تردیدی در صلاحیت عام و اصلی نظارت و هدایت رقابت در بورس از مجرای شورای رقابت و مقررات مربوطه نخواهد بود. با این حال، با توجه به تخصصی بودن حوزه بورس و اوراق بهادار مناسب است مقام عام رقابتی از نظرات تخصصی درباره این حوزه خاص نیز بهره‌مند شود. به عبارت دقیق‌تر باید چنین استدلال کرد که با توجه به تخصصی بودن بازارهای بخشی (مثل بورس و اوراق بهادار)، شورای رقابت می‌تواند برای افزایش ضریب تأثیر نظارت‌ها، اعمال نظارت عام خویش را به نهاد ذی‌ربط (سازمان بورس و اوراق بهادار) تفویض کند (صادقی، ۱۳۹۶).

منظور از رقابت در حوزه فعالان بازار، فعالیت‌های حرفه‌ای مرتبط با عملکرد اشخاص تحت در بازار سرمایه (ناشران، نهادهای مالی، تشکلهای خود انتظام و سرمایه‌گذاران) است که بازیگران واقعی محسوب می‌شوند. در این زمینه، برخلاف رقابت بین بورس‌ها، بازارهای اوراق بهادار و مقامات آن‌ها، رقابت از اصول مسلمی است که تخصیص پذیر نخواهد بود؛ از این‌رو این اصل باید در همه مراحل معاملات اوراق بهادار رعایت شود. کما اینکه در مقررات ناظر به معاملات این حوزه صراحتاً اشاره شده که معاملات بورس باید همواره بر مبنای رقابت و به یکی از روش‌های حراج انجام شود (ماده ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و ماده ۵ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران) تا جایی که حتی اولویت‌ها و ضوابط اعلامی از سوی بورس نیز نمی‌تواند اصول منصفانه و رقابتی بودن معاملات در بورس را نقض کند (تبصره ۸ ماده ۵ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران). بدیهی است با توجه به روشن بودن چنین

امری، برای رعایت نشدن آن نیز ضمانت اجرایی در نظر گرفته شده است (بندهای ۱۱ و ۱۳ ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران و مقررات فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران).

فارغ از اینکه صلاحیت ذاتی رسیدگی به رویه‌های غیررقابتی به شورای رقابت اختصاص دارد، مطالبه حقوق ناشی از مسئولیت مدنی محدود به داشتن حکم قبلی از مرجع مزبور نیست و خود قاعده‌های عام و مسلم محسوب می‌شود. به هر حال، در صورت اتخاذ رویکردی که به مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات حقوق رقابت، با تردید یا محدودیت می‌نگرد، در این مسئله نوعی اختلاف مبنا از حیث تمسک مستقیم به مسئولیت مدنی میان مقررات حقوق رقابت و بازار سرمایه شکل می‌گیرد؛ چرا که در دعاوی حقوقی ناظر به بورس و اوراق بهادار مبنای مستقل مسئولیت مدنی پذیرفته شده و این امر به‌وضوح در دعاوی مربوط به اوراق بهادار مشاهده می‌شود (جمالی & صادقی، ۱۳۹۶). درباره ضمانت‌های اجرایی کیفری موضوع حاضر، این نکته اهمیت دارد که قانون‌گذار مجازات‌هایی را برای بازدارندگی در بورس در نظر می‌گیرد که متناسب با هزینه‌ها و منافع (عمومی و اختصاصی) موجود باشد (باقری & نصراللهی، کارایی اقتصادی ضمانت‌های اجرایی کیفری قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۹۵). به هر حال ضمانت‌های اجرایی اجبارکننده برای انجام کامل تعهدات حقوقی نسبت به منافع عمومی هستند. از این حیث مجازات کیفری ناظر به رقابت در بورس را می‌توان جنبه ضمانت‌آفرینی برای حمایت از حقوق و تعهدات مربوط به بازار دانست که به سبب حمایت از برخی اصول مسلم بازار، جنبه ارزشی نیز خواهد یافت. برای نمونه در مجازات مربوط به معامله متکی بر اطلاعات نهانی یا دستکاری بازار، علاوه بر اینکه حمایت از حقوق فعالان بازار اهمیت دارد، اصل رقابت و فرایند بازار نیز واجد پشتوانه حقوقی خواهد بود. همین امر سبب می‌شود جنبه‌های ارزشی و بنیادین بازار اهمیت بیشتری داشته باشد؛ زیرا این ویژگی سبب اعتماد عموم به بازار سرمایه می‌شود. خدشه‌دار شدن این اعتماد نیز به مخاطره افتادن کلیت بازار می‌انجامد (estrada, 1995).

بنابراین از آنجا که به واسطه ارتکاب بزه‌کاری علیه بازار سرمایه، بستر بی‌توجهی به حقیقت و ایجاد وضعیت نابرابر، همچنین سوءاستفاده از موقعیت‌ها فراهم می‌شود، به منظور مدیریت بازار سرمایه و نظارت بر عملکرد کنشگران این عرصه، قانون‌گذار ایران به سازمان بورس و اوراق بهادار مأموریت می‌دهد تا به منظور حمایت از ارزش‌های بازار به مناسبت اقدام کند (نیازپور، ۱۳۹۶).

روشن است که افزون بر مقابله کیفری با این‌گونه ناهنجاری‌ها، باید به ابزارهای رقابتی نیز توجه کرد، اما با توجه به وجود برخی تعارضات در منافع ناشی از حقوق رقابت و حقوق بازار سرمایه، نمی‌توان به تضاد منافع بی‌توجه بود. از جمله این تعارضات باید به اصالت منافع عمومی و مبتنی بودن ابزارها و نهادهای مالی در بورس بر قابلیت‌های حقوق عمومی در قیاس نسبی با حقوق رقابت اشاره کرد که بر اساس آن، مواجهه با ابزارهای حقوق رقابت در بورس با کاستی‌ها و ملاحظات همراه است؛ زیرا متشکل بودن بازار

سرمایه اقتضای برخی ضوابط اخص از حقوق رقابت را همراه دارد و در مواردی حفظ امنیت بازار بر رقابت کامل ترجیح داده می‌شود. این به معنای رقابتی نبودن بورس نیست و صرفاً به منزله وجود قواعد سخت‌گیرانه‌تر است تا از این حیث امنیت فعالیت سرمایه‌گذاران در بورس تأمین شود. به دلیل ارتباط ضمانت اجرای انضباطی و کیفری از جهت نقش تنبیهی و بازدارندگی، قواعد ناظر به امور انتظامی و انضباطی در راستای تحقق اصول بازار سرمایه وضع و اجرا می‌شوند. نکته مهم این است که چون تخلفات در حوزه بورس و اوراق بهادار به محدودیت در فعالیت برخی فعالان یا لاقبل مسئولان آنان (تأیید نکردن صلاحیت حرفه‌ای مدیران) منتهی می‌شود، این ضمانت اجرا به رغم این‌که منجر به تنبیه می‌شود، در مواردی ممکن است به نتیجه جبرانی برای سایر فعالان یا بازار منتهی نشود؛ از این‌رو نوع ضمانت اجرای انضباطی تأثیر زیادی بر اعتماد و اهمیت همه فعالان به بازار خواهد داشت. مورد دیگر، ارتباط برخی جوانب تخلفاتی یا مجرمانه با مسائل و ضمانت‌های حقوقی است که در راستای رعایت مسائل حقوق رقابت و حقوق بازار سرمایه باید توأمان دیده شود؛ زیرا صرف در نظر داشتن ضمانت اجرای واحد شاید به نتیجه مطلوب به نفع بازار منجر نشود. بدیهی است که رقابت در بازار سرمایه می‌تواند بر پویایی آن بسیار اثرگذار باشد؛ ضمن اینکه تداخل وظایف و اختیارات این نهادها نیز بر سطح رقابت در بازار در جهت مثبت یا منفی مؤثر خواهد بود. از این‌رو امکان فعالیت مقاماتی مانند دولت - نه به‌مثابه حاکمیت بلکه با رعایت اصول رقابت و از مجرای تصدی‌گری - در بورس نه تنها منتفی نیست، بلکه حضور ضابطه‌مند شرکت‌های دولتی به‌نوعی رونق‌بخش بازار هم خواهد بود، اما در صورتی که حضور مقاماتی مثل دولت در بازار از مجرای حربه‌های حاکمیتی و به منظور دخالت در بازار باشد، تردیدی در مخاطره‌آمیز بودن چنین اقداماتی نخواهد بود؛ زیرا نه تنها وضعیت رقابتی و طبیعی بازار بر هم می‌خورد، بلکه ممکن است بازار به حالت انحصاری مبدل شود. افزون بر این، چنین وضعیتی ممکن است نتیجه متعارض دیگری نیز به دنبال داشته باشد و به نتایجی چون تجزیه بازار منتهی شود. (باقریم، نقش حقوق شرکت‌ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی‌سازی، ۱۳۹۰). بدون تردید، در صورت به فعلیت رسیدن فضای رقابتی در بازار سرمایه، بورس‌هایی امکان ادامه حیات خواهند داشت که از رقابتی‌ترین ابزارهای مالی برخوردار باشند. البته نظام حقوقی هرچند هم از قواعد منسجمی برخوردار باشد تا زمانی که نتواند از طریق ابزار کاربری لازم استفاده کند، توفیق چندانی در پیشبرد اهداف رقابتی خویش نخواهد داشت؛ زیرا در فرض وجود رقابت، ممکن است شرکت‌ها برای حفظ خویش به توافقات ضد رقابتی روی آورند و یا با اعمال قدرت و نفوذ خود در بازار - از طریق وضعیت اقتصادی مسلط - از برتری قواعد رقابتی ممانعت کنند. بدینسان مقامات بورسی و رقابتی باید برای مقابله با این‌گونه رفتارهای ضد رقابتی راهکارها و تدابیر لازم را بیندیشند. بدیهی است بورس‌ها و مقامات رقابتی برای مقابله با رفتارهای ضد رقابتی می‌توانند از مجاری انضباطی و انتظامی، حقوقی و کیفری یا سایر مقررات ورود کنند (esterle, 2000)

۵. روش تحقیق

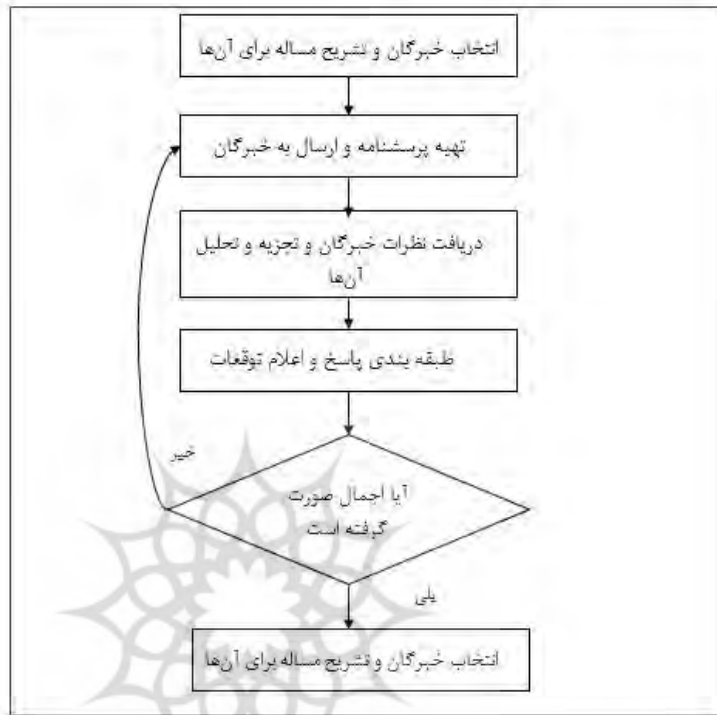
از انواع کاربردی- توصیفی و تحلیلی و به شیوه استدلالی می‌باشد، از منابع و متون معتبر کتابخانه‌ای، استنادی و شبکه جهانی اینترنت و همچنین از نظرات کارشناسان و متخصصان مالی و اقتصادی نیز استفاده شده است. تأیید مؤلفه‌های تحقیق به روش دلفی تعدیل شده بوده و از نظرات ۱۸ نفر از اساتید دانشگاه و متخصصان مالی و اقتصادی در دانشگاه کمک گرفته شده است.

تکنیک دلفی یک فرآیند قوی مبتنی بر ساختار ارتباطی گروهی است که در مواردی که دانشی ناکامل و نامطمئن در دسترس باشد با هدف دستیابی به اجماع گروهی در بین خبرگان استفاده می‌شود. در روش دلفی کلاسیک، نظرات خبرگان در قالب اعداد قطعی بیان می‌شود، در روش دلفی تعدیل شده بعد از چند بار اصلاح نتایج و به اشباع رسیدن نتایج البته با نظر خبرگان و کارشناسان اتمام فرایند اعلام می‌گردد.

روش دلفی (delphi) برای نخستین بار توسط دالکی و هلمر در سال ۱۹۶۳ ارائه شد. این تکنیک روشی پیمایشی مبتنی بر نظرهای متخصصان است و سه خصوصیت اصلی دارد که عبارت‌اند از: پاسخ بی‌نام، تکرار و بازخورد کنترل شده و درنهایت پاسخ گروهی آماری. این تکنیک روشی نظام‌مند به منظور جمع‌آوری و هماهنگی فضاوت‌های آگاهانه گروهی از متخصصان درباره سؤال یا موضوعی خاصی است.

روش دلفی به عنوان ابزاری برای پیش‌بینی مؤثر مورد استفاده قرار گرفته و در طیف گسترده‌ای از برنامه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. این‌ها شامل پیش‌بینی‌های فن‌آوری (روند)، برنامه‌ریزی استراتژی‌ها، جذب دانش، برنامه‌ریزی سیستم‌های شهری، جمع‌بندی و برنامه‌ریزی سیاست‌های عمومی، تحقیقات بازار، برنامه‌ریزی پروژه در مقیاس بزرگ، توسعه محصول جدید، طراحی سیستم‌ها و ... می‌شود. (امینی، ۱۳۹۶)

الگوریتم دلفی



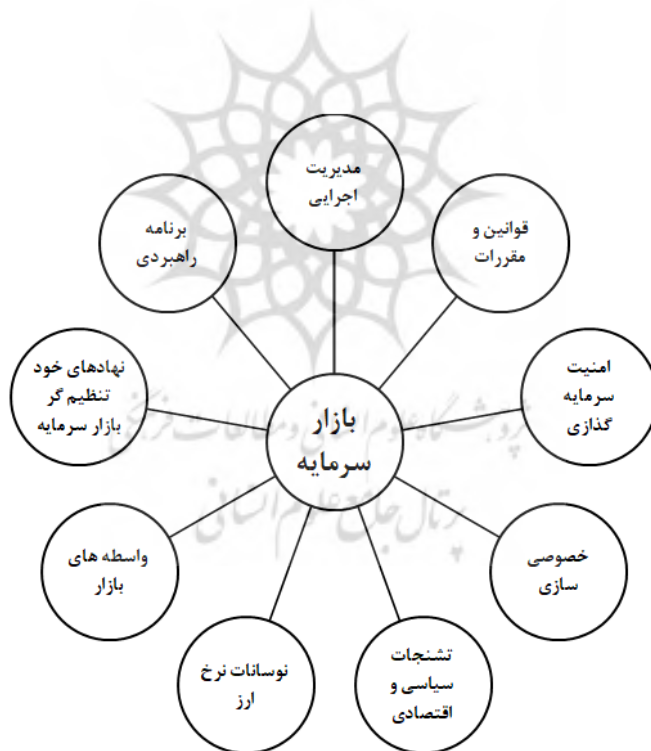
ابتدا سؤالات تحقیق در قالب پرسشنامه کیفی، برای خبرگان توضیح داده شد و جواب‌ها جمع‌آوری گردید. سپس مدل مفهومی اولیه در نظرسنجی بعد از دو بار اصلاح تأیید گردید و سپس مدل مفهومی نهایی به تأیید جمعی خبرگان و کارشناسان رسید.

۶. تجزیه و تحلیل داده‌ها

بعد از جمع‌آوری اطلاعات نهایتاً مؤلفه قوانین و مقررات با ۱۷ رأی مثبت و مؤلفه مدیریت اجرایی با ۱۷ رأی مثبت و مؤلفه برنامه راهبردی با ۱۴ رأی مثبت و نهادهای خود تنظیم‌گر بازار سرمایه با ۱۵ رأی مثبت و واسطه‌های بازار با ۱۸ رأی مثبت و امنیت سرمایه‌گذاری با ۱۷ رأی مثبت و خصوصی‌سازی با ۱۶ رأی مثبت و مؤلفه تشنجات سیاسی و اقتصادی با ۱۵ رأی مثبت و نوسانات نرخ ارز با ۱۵ رأی مثبت در مدل مفهومی تأیید شدند

جدول ۱ - مؤلفه‌های بازار سرمایه (برگرفته از روش دلفی تعدیل‌شده)

ردیف	نام مؤلفه	نظرات تأییدشده
۱	قوانین و مقررات	۱۷
۲	مدیریت اجرایی	۱۷
۳	برنامه راهبردی	۱۴
۴	نهادهای خود تنظیم‌گر بازار سرمایه	۱۵
۵	واسطه‌های بازار	۱۸
۶	امنیت سرمایه‌گذاری	۱۷
۷	خصوصی‌سازی	۱۶
۸	تشنجات سیاسی و اقتصادی	۱۵
۹	نوسانات نرخ ارز	۱۵



شکل ۱ نمودار مفهومی بازار سرمایه

نتیجه‌گیری

این بررسی‌ها نشان دادند که مؤلفه‌های بازار سرمایه دارای ۹ مورد می‌باشد و بر اساس این تحقیق متخصصان و کارشناسان بازار سرمایه می‌توانند با استفاده از این مؤلفه‌ها، وضعیت موجود در بازار سرمایه را تحلیل کرده و وضعیت مطلوب و مثبت شدن شاخص‌ها را ایجاد نمایند. مؤلفه‌ها عبارت‌اند از: ۱- قوانین و مقررات ۲- مدیریت اجرایی ۳- برنامه راهبردی ۴- نهادهای خود تنظیم‌گر بازار سرمایه ۵- واسطه‌های بازار ۶- امنیت سرمایه‌گذاری ۷- خصوصی‌سازی ۸- تشنج‌ات سیاسی و اقتصادی ۹- نوسانات نرخ ارز



منابع

- al rifai, t. (2003). An overview of Islamic finance and the Growth of Islamic funds . Islamic Funds world.
- elfakhani, s & .kabir, h. (2005). Performaance of Islamic Mutual Funds ۱۲ .th Annual conference of Economic Research Forum.
- esterle .(2000). Securities Markets Regulation:Time to Move on to a Market-Based Approach .Cato Institute Policy Analyses.
- javier estrad .(1995). Insider Trading: Regulation, Securities Markets, and Welfare under Risk Aversion .The Quarterly Review of Economics and Finance.
- mitra & ,kumar .(2002) .profiting Technical Analysis in Indian Stock Market .Finance India.
- sanji & ,anurag .(2002) .Abnormal Return Using Technical Analysis .The Indian Experience.
- zhu ,zhou .(2009) .Technical Analysis: An Asset Allocation Perspective on the Use of Moving Averages .Journal of Financial Economics.
- امیرحسین نیازپور. (۱۳۹۶). تکالیف سازمان بورس و اوراق بهادار در زمینه پیشگیری از جرم. فصلنامه راهبرد.
- باقری، م. (۱۳۹۰). نقش حقوق شرکتها وبازار بورس در موفقیت خصوصی سازی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- باقری و همکاران. (۱۳۹۵). رقابت وانحصار بین بانکها ومؤسسات اعتباری. تهران.
- جمالی، ج. & صادقی، م. (۱۳۹۶). رویه هیئت داوری بورس واوراق بهادار. تهران: انتشارات بورس.
- حسن میرزاخانی. (۱۳۹۱). الزامات سرمایه‌گذاری خارجی در سال تولید ملی، حمایت از کار و سرمایه ایرانی. مجله اقتصادی.
- داوود جعفری سرشت. (۱۳۸۶). گزارش شناخت صندوق مشترک سرمایه‌گذاری. مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی.
- ساردوئی نسب، م. (۱۳۹۷). نسبت حقوق رقابت و بازار سرمایه در ایران. فصلنامه دیدگاه‌های حقوق قضایی.
- سلیمان امینی. (۱۳۹۶). آموزش دلفی. تم الاسترداد من صنایع ۲۰: www.sanaye20.ir
- علی صالح آبادی. (۱۳۸۵). بازارهای مالی اسلامی. تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق.
- محمد سلطانی. (۱۳۹۱). تبیین و تحلیل جایگاه ماده ۱۱ قانون برنامه پن ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور. فصلنامه بورس اوراق بهادار.
- محمد صادقی. (۱۳۹۶). دامنه حقوق رقابت در بازارهای رقابت پذیر و رقابت ناپذیر. نظم حقوقی ایران وفقه اسلامی.

- محمد نقی نظریور و محبوبه ابراهیمی. (۱۳۸۸). طراحی صندوق سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی.
- محمود باقری و علی نصراللهی. (۱۳۹۵). کارایی اقتصادی ضمانت اجراهای کیفی قانون بازار اوراق بهادار. فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی.
- معاونت پژوهش‌های اقتصادی. (۱۳۹۴). آسیب شناسی وضعیت سرمایه‌گذاری خارجی.

