



گسترش نظارت در بازارهای سرمایه

دکتر حسین کدخدائی

مبانی نظری

نظارت و تامین اطمینان از مهمترین زمینه‌های تحکیم و توسعه بازار سرمایه به‌شمار می‌آید. روند عملیات، قیمت بازار، و اختلالات، به ضعف و قوت مقررات نظارتی وابسته است. ابزارها و مجموعه فعال بازار، تحت مقررات نظارتی، روند اطمینان‌بخش امور را تسهیل می‌کنند. بررسی سیر تاریخی مقررات بازار سرمایه حاکی از آن است که مقررات نظارتی و حمایتی جدیدترین بخش از مقررات بازار سرمایه هستند و علت تشدید این گروه از مقررات را باید در افزایش تخلفات در دهه‌های اخیر جستجو کرد.

نظارت با اثربخشی و ویژگیهای مقررات ارتباط دارد. این ویژگیها در بازار سرمایه از حساسیت و قابلیت نوسان‌پذیری ارزش اوراق بهادار و ضرورت تامین اطمینان در شرایط مختلف ناشی می‌شود. ویژگی مهم مقررات بازار سرمایه، تامین اطمینان از طریق استقرار شبکه اطلاعاتی پویا و کارا و به بیان دقیقتر شفافیت اطلاعاتی است. ویژگی دیگر مقررات بازار سرمایه پیشبینی و ایجاد انواع ساز و کارها و دست‌اندرکاران بازار و به‌طور خلاصه تسهیلات و موسسات است که در سایه آنها گردش امور و استقلال فعالیت صنعت اوراق بهادار تامین می‌شود. سومین ویژگی

جدول شماره ۱- مکانیزاسیون و مقررات نظارتی در بازارهای سرمایه

مکانیزاسیون	ایجاد قوانین نظارتی	تاسیس	بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار)
۱۹۹۰	۱۹۸۷	۱۳۶۰	بورس اوراق بهادار بروکسل - بلژیک
۱۹۷۹	۱۹۵۰	۱۵۵۲	بورس اوراق بهادار لندن - انگلستان
۱۹۷۳	۱۹۷۷	۱۶۰۲	بورس اوراق بهادار آمستردام - هلند
۱۹۷۵	۱۹۷۰	۱۷۹۲	بورس اوراق بهادار نیویورک - آمریکا
۱۹۸۶	۱۹۸۶	۱۸۷۵	بورس اوراق بهادار بمبئی - هندوستان
۱۹۹۳	-	۱۹۶۷	بورس اوراق بهادار تهران - ایران

مقررات بازار سرمایه تحکیم اطمینان و ایجاد انگیزه در سایه تدابیر نظارتی و حمایتی است. بدون هر یک از این سه ویژگی، مقررات دچار نارسایی می‌شود و رشد بازار دستخوش تحولات و شرایط انفعالی خواهد شد.

میانی قدرت مقرراتی و چارچوب بازار کارا در نظریه‌های مختلف و توسط دانشمندان اقتصاد و مدیریت همچون آدام اسمیت (۱۷۷۶ - Smith)، میلتن فریدمن (۱۹۵۶ - Friedman)، کسنتز (۱۹۵۶ - Koontz)، وبر (۱۹۶۹ - Weber)، فاما (۱۹۷۰ - Fama)، کین (۱۹۸۱ - Kane)، رول (۱۹۸۵ - Revell)، گاردنر (۱۹۸۵ - Gardner)، ری-بزنسکی (۱۹۸۵ - Rybczynski)، لولین (۱۹۸۶ - Llewellyn)، فرانسیس (۱۹۸۸ - Francis)، اسکوسن (۱۹۹۱ - Skousen) مورد تاکید قرار گرفته است. بازارهای برخوردار از توان عملیاتی و گردش متناسب پول و سرمایه در سایه تحکیم مقررات به توسعه لازم دست یافته‌اند. ایجاد قوانین نظارتی و مکانیزاسیون بازارهای سرمایه، به شرح جدول شماره ۱، بیانگر تحول مقررات می‌باشد.

جدول شماره ۲- پدیده‌های زمینه‌ساز تغییر مقررات

رذیف	پدیده - وضعیت	اثرگذاری بر کشورهای در حال توسعه	اثرگذاری بر کشورهای توسعه‌یافته
۱	اشکال متنوع بازار (درجه توسعه یافتگی و سیر تکاملی)	x	x
۲	نوسان‌پذیری پارامترهای کلان (بهره تورم - ارز)	x	x
۳	توسعه تکنولوژی و فن‌آوری	x	x
۴	نوآوری مالی	x	x
۵	تخلّفات و اختلالات	x	x
۶	توسعه اقتصاد و ارتباطات (عوامل زیربنایی)	x	x

جدول شماره ۳- جرائم عمده مشهود در بازارهای سرمایه

رذیف	جرائم - تخلّفات یا اختلالات	عنوان اصلی
۱	معاملات صوری	Wash Sales or Matched Orders
۲	پیش‌فروش سهام یا فروش اوراق بهادار استقراضی	Short Sales
۳	گردش بیش از حد حساب مشتری	Churning
۴	قبضه کردن بازار (احتکار سهام)	Cornering the Market
۵	معاملات متکی به اطلاعات محرمانه	Insider Trading
۶	دستکاری قیمت‌ها	Price Manipulation
۷	انتلاف تبانی گونه گروه‌های ذی‌نفع	Pools
۸	استفاده نامحدود معاملات اعتباری و متکی به	Debt Pyramids
۹	بدهی‌های هرمی	Misleading Information

مشکل اساسی نظارت، نوسانات اقتصادی و پدیده‌های موثر بر تصمیمات مالی است که به نوسان‌پذیری مقررات می‌انجامد. به سخن دیگر، تحول متغیرهای کلان (بهره، تورم، ارز)، توسعه تکنولوژی، نوآوری‌های مالی، بروز تخلّفات و اختلالات و توسعه اقتصاد و ارتباطات، مقررات و نظارت را دستخوش تغییر کرده است. این گروه از عوامل زمینه‌ساز تغییر مقررات، در جدول شماره ۲ گردآوری شده است. اقتصادها برحسب ابعاد توسعه یافتگی

تحت تاثیر تمام یا بخشی از عوامل مزبور قرار می‌گیرند. به بیان دیگر، در اقتصادهای توسعه یافته، بخشی از پدیده‌های مزبور در تحول مقررات بی‌اثر می‌باشد.

مطابق جدول شماره ۲، در بازارهای توسعه یافته، از بین عوامل زمینه‌ساز تحول مقرراتی، نوسان‌پذیری پارامترهای کلان و گسترش تخلفات و اختلالات، تاثیرات وسیعتر و دامنه‌داترتری بر تغییر قوانین داشته‌اند.

تخلفات و اختلالات بازار

شرایط نابهنجار و پیدایش سوءاستفاده‌ها و اختلالات، ضرورت بهره‌برداری از مقررات نظارتی و حمایتی را به‌طور اجتناب‌ناپذیری تشدید کرده است. سیستم‌های رایانه‌ای علاوه بر داده‌پردازی و اطلاع‌رسانی، در خدمت تشکیلات نظارتی و پشتیبانی برای مقررات نظارتی می‌باشند. در شرایط کنونی، قوانین ناظر بر کشف و شناسایی انواع جرائم و تعیین مجازات متناسب برای آنها زمینه لازم در جهت کنترل بیشتر را فراهم کرده است. عمده‌ترین جرائم شناسایی شده در بازارهای سرمایه، در جدول شماره ۳ خلاصه شده است.

زمینه‌های تخلفاتی شرکتهای پذیرفته شده در بازار سرمایه نیز در بررسیها و مطالعات مشخص شده است. عمده موارد این تخلفات را زمینه‌هایی همچون؛ ادغام غیرمجاز، انجام فعالیت‌های غیراساسنامه‌ای، معاملات خلاف، تبانی، تنظیم صورتهای مالی جعلی یا نشر اطلاعات خلاف واقع، عدم تایید حسابرسی، سوء استفاده‌های متکی براطلاعات محرمانه از سوی مدیریت و کارکنان شرکتها و انجام تغییرات

شرایط نابهنجار و پیدایش سوءاستفاده‌ها و اختلالات، ضرورت بهره‌برداری از مقررات نظارتی و حمایتی را به‌طور اجتناب‌ناپذیری تشدید کرده است.

مهم در ارقام دارایی یا بدهی بدون اخذ موافقت سهامداران، تشکیل می‌دهند. شرح مختصری از خلاقکاریه‌های معمول در بازارهای سرمایه، در ادامه توضیح داده شده است. این‌گونه تخلفات، در وظیفه جدید حساب‌رسان، با عنوان کشف تقلب^۱ طی ارزیابی عملکرد شرکتها و صحت و سقم صورتهای مالی آنها، مشخص می‌شود. معاملات صوری^۲ اقدام به خرید و فروش همزمان سهام توسط یک یا دو نفر. در ظاهر ممکن است معامله‌ای انجام شده باشد ولی تغییر مالکیت در کار نیست و منظور اصلی ممکن است زمینه‌سازی سابقه‌ای از یک معامله، ایجاد قیمت مصنوعی برای خرید عمده و کسب سود و در شکل دیگر، نشان دادن زیان غیرواقعی برای هدفهای مالیاتی باشد.

پیش فروش سهام یا فروش سهام استقراضی^۳ قرض کردن سهام، فروش سهام استقراضی و سپس استرداد ادای قرض در زمان سررسید. مبادرت‌کننده از تفاوت قیمت سهام سود می‌برد و عایدات اشخاصی که به چنین معامله‌ای دست می‌زنند در گرو تنزل قیمت سهام است. در صورت بالا بودن حجم اوراق استقراضی، امکان احتکار و قبضه شدن بازار از سوی

دیگر اختلال‌کنندگان وجود دارد.

گردش بیش از حد حساب مشتری^۴ - استفاده‌های مکرر غیرضروری از سپرده متقاضیان خرید اوراق بهادار و اخذ حق‌العمل به دفعات بدون در برداشتن نفع واقعی برای سرمایه‌گذار.

قبضه کردن بازار (احتکار سهام)^۵ - خریداری و جمع‌آوری کلیه اوراق بهادار موجود در بازار به قیمت دستکاری شده و تنزلی به منظور قبضه کردن و در اختیار گرفتن نبض بازار و قراردادن بدهکاران این‌گونه اوراق در شرایط انفعالی و در نتیجه افزایش کنترل‌ناپذیر قیمت آن، که معمولاً سود کلان احتکارکنندگان را به دنبال دارد. یکی از تجربه‌های تاریخی این تخلف در سال ۱۸۶۲ به وسیله شخصی بنام کومودور وندر بیلت (Comodor Wenderbilt) صورت گرفت. او خرید سهام شرکت راه آهن هارلم را با ۸۰ دلار برای هر سهم در نیویورک شروع و ادامه داد تا قیمت به ۱۰۰ دلار رسید و کنترل آن را در دست گرفت. با معاملات بعدی و قبضه بازار، قیمت هر سهم مزبور تا ۱۷۹ دلار افزایش یافت.

معاملات اشخاص دارای دسترسی به اطلاعات اثرگذار بر سطح قیمتتها^۶ - مدیران، کارکنان ارشد، مسئولان فنی و به‌طور کلی اشخاصی که به موجب شرایط تخصصی، شغلی یا موقعیتی به شکلی بر اطلاعات محرمانه و اثرگذار بر سطح قیمت اوراق بهادار دسترسی دارند، مجاز به هرگونه معاملات اوراق بهادار نیستند. در بعضی از کشورها مانند دانمارک سوءاستفاده‌های اطلاعاتی به تشدید مجازات از ۱/۵ تا ۴ سال حبس انجامیده یا در فنلاند یک کمیته انضباطی^۷ برخوردارهای هفتگانه با کارگزاران متخلف را صورت

جدول شماره ۴- حقوق سرمایه‌گذاران اوراق بهادار

ردیف	نوع اوراق	حقوق دارندگان اوراق
۱	سهام عادی	۱- حق مالکیت: حق مالکانه به صورتی که صاحبان سهام عادی عملاً مالک نهایی شرکت محسوب می‌شوند. ۲- حق دریافت سود سهام (پس از کسر مالیات و سود سهام ممتاز). ۳- حق رای در موارد: تقسیم سود، انتخاب هیئت مدیره و بازرس قانونی، تغییر سرمایه شرکت، انتشار سهام جایزه، تجزیه سهام، ادغام شرکت، انتشار اوراق بهادار جدید، هر نوع تغییر در اساسنامه. ۴- حق تقدم خرید سهام (حق حفظ درصد و نسبت مالکیت، با خریداری سهام جدیداً انتشار). ۵- حق انتقال و واگذاری سهام. ۶- بررسی دفاتر شرکت.
۲	سهام ممتاز	۱- حق مالکیت ۲- حق دریافت سود سهام (به صورت ثابت و از پیش تعیین شده). ۳- حق رای اقتضایی (در صورت بروز بحران و عدم پرداخت سود سهام در موعد مقرر، حق رای در انتخاب مدیران، فروش سهام ممتاز اضافی یا قرضه قابل تبدیل به سهام ممتاز). ۴- حق اولویت دریافت سود (نسبت به دارندگان سهام عادی). ۵- حق اولویت دریافت ارزش اسمی (از محل داراییهای موجود شرکت و در حالت بحران مالی و ورشکستگی). ۶- حقوق مترتبه بر انواع خاص سهام ممتاز: ● سهام ممتاز جمع شونده: حق دریافت سود سهام ممتاز انباشته شده قبل از هرگونه پرداخت به سهامداران عادی. ● سهام ممتاز مشارکتی: حق مشارکت یا تسهیم سود یا سهامداران عادی پس از دریافت میزان معینی سود سهام. ● سهام ممتاز قابل تبدیل: حق تبدیل سهام ممتاز به سهام عادی. ● سهام ممتاز قابل باز خرید: حق فروش سهام در هر زمان یا در زمان مشخص. ● سهام ممتاز با نرخ شناور: حق دریافت سود متناسب با نرخ بهره بازار.
۲	اوراق قرضه	۱- حق دریافت مبالغ معین سود (بهره سالانه) در زمانهای مشخص. ۲- حق استرداد اصل مبلغ در سررسید. ۳- حق رای در بعضی تصمیمگیریها (مانند ادغام یا انتشار فروش اوراق قرضه) برحسب توافقات قراردادی. ۴- حق تقدم دریافت اصل و فرع در صورت ورشکستگی شرکت. ۵- حقوق مترتبه در موارد خاص (مانند اوراق قرضه با بازده شناور، قابل تبدیل به سهام، قابل باز خرید).

منبع: نقش قانون در تحکیم بازار سرمایه، حسین کدخدایی، همشهری شماره ۱۴۴۲

قانونی داده است. در قانون بازار سرمایه آمریکا، این‌گونه اشخاص از معامله اوراق بهادار شرکت مربوط ممنوع شده و ملزم به ارائه گزارش^۸ در مقاطع مختلف می‌باشند که این گزارشها در مجله وال استریت ژورنال (Wall Street Journal) در اختیار عموم قرار می‌گیرد. دستکاری قیمتها^۹ این تخلف شامل هرگونه تغییر تصنعی در روند قیمت اوراق بهادار است که در شش مورد تعاریف زیر به وقوع می‌پیوندد:

الف - هرگونه اقدام منجر به القای شبهه از معامله فعال یک نوع اوراق بهادار و معاملاتی که فاقد تغییر در مالکیت ذی‌نفع یا مشتری باشد؛

ب - سفارش خرید اوراق بهادار با علم به اینکه همزمان در همان حجم، قیمت و نوع، سفارشات و وجود دارد؛

ج - معاملات اوراق بهادار که آثار القای شبهه از تحرک معاملاتی و تغییر مقطعی قیمتها داشته باشد؛

د - تحریک فرد یا گروه با ایجاد نوسانات تصنعی از طریق جریان اضافی معاملاتی و انعکاس اطلاعات القایی مبنی بر تنزل یا افزایش قیمتها؛

ه - صدور هرگونه صورت مالی یا اعلامیه جعلی با هدف انگیزه آفرینی در خرید یا

فروش و تغییر قیمتها؛

و - مبادرت به انجام معاملات خرید یا فروش توسط یک یا چند نفر با هدف تثبیت قیمت اوراق بهادار مورد نظر.

به طور کلی مواردی مانند معاملات صوری، تبانی، گردش اطلاعات دستکاری شده و تنظیم صورتهای مالی گمراه کننده و جعلی از زمینه های دستکاری قیمت به شمار می آیند که کلیه این موارد در قانون جامع اوراق بهادار غیرمجاز می باشند.

ائتلاف یا تبانی گروههای ذی نفع^{۱۱} - اتحاد موقت رسمی یا غیررسمی دو یا چند نفر به قصد دستکاری قیمت و کسب سود در معامله اوراق بهادار. با حصول هدف، اتحاد منحل می شود. در این روش امکان ائتلاف بیش از دهها نفر نیز وجود دارد. گروه ائتلافی وجوه را در حساب مشترک واریز کرده و از بین کارگزاران، معامله گران و بقیه اعضای ائتلاف، یک شخص یا گروه مدیریت امور را به عهده می گیرد. شگردهای گروه ائتلاف شایعه پراکنی به منظور تغییر مصنوعی قیمتها، انجام معاملات صوری در حجم بالا به منظور تحریک تقاضا، افزایش قیمت و فروش موجودی سهام توسط گروه ائتلاف می باشد. در میان اعضا این گونه گروههای ذی نفع، بعضی تامین سرمایه، بخش دیگر تامین اطلاعات محرمانه^{۱۱} و بخش سوم اداره عملیات را به عهده می گیرند و ممکن است کلیه اعضا در تمام امور شرکت داشته باشند.

جعل و سوءاستفاده از اخبار و اطلاعات شرکتها^{۱۲} - این تخلف در موارد زیر مطرح می باشد.

(۱) انتشار اخبار کذب به منظور پایین آوردن قیمت سهام و سپس انتشار اخبار مساعد برای افزایش قیمت و کسب سود؛ (۲) بالا بردن قیمت سهام بر اثر اخبار جعلی به

اختلال کوچک محلی در بازار هنگ کنگ در یک هفته قبل از بحران، به امواجی تبدیل شد که بازارهای مختلف جهان را تحت تاثیر قرار داد.

منظور ایجاد زمینه برای پاداش و عواید مدیران شرکت؛

(۳) نشر و پخش اطلاعات غیربهننگام یا خودداری از ارائه اطلاعات.

مقررات نظارتی و حمایتی

پیشبینی و حفظ حقوق دارندگان انواع اوراق بهادار از طریق تمهیدات قانونی امکانپذیر است. اغلب مشکلات صاحبان سهام از خلأها و نارساییهای قانونی ناشی می شود و به همین دلیل قوانین و تشکیلات حمایتی در جوامع توسعه یافته حافظ منافع صاحبان اوراق بهادار می باشد. حقوق و منافع سرمایه گذاران مالی (جدول شماره ۴) بر زمینه های مختلفی چون حق مالکیت و انتقال، انتفاع مالی از سرمایه گذاری به صورت سود، حق مشارکت در تصمیمات و حق تحقیق و تفحص تصریح دارد. ابعاد مترقی قوانین، استفاده مطلوب از این حقوق را تسهیل می کند.

مقررات نظارتی و حمایتی جدیدترین گروه مقررات در روند تدوین مقررات بازار سرمایه (جدول شماره ۵) به شمار می آیند. مسطابق تجربه های تاریخی در اقتصادهای توسعه یافته و برخوردار از بازار سرمایه پیشرفته، ابتدا مقررات جامع، سپس مقررات تکمیلی بویژه در توسعه عملیات،

جدول شماره شروند تدوین مقررات بازار سرمایه

مقررات ایجاد و توسعه بازار و ابزار	مقررات ناظر بر بر عملیات	مقررات ناظر نظارتی	مقررات حمایتی
--	-----------------------------	-----------------------	------------------

نظارت و حمایت تدوین شده است. شرایط نابهنجار و پیدایش سوءاستفاده ها و اختلالات از مهمترین علل تدوین و تصویب تحولات مقرراتی و ایجاد موسسات حمایت از سرمایه گذار به شمار می آیند.

پدیده مهم در تحول مقرراتی بازار سرمایه، پویایی مقرراتی است؛ به صورتی که بازارهای سرمایه پیشرفته در مقاطع زمانی مختلف، به تناسب شرایط و احوال بویژه تغییرات اقتصادی و تکنولوژی، به آن تجهیز شده اند. در این راستا، اقدامات بازدارنده یکی از گامهای موثر در مبارزه با تخلفات می باشد که نمونه ای از این گونه تمهیدات، تجربه شده در بازار سرمایه آمریکا، در جدول شماره ۶ منعکس شده است.

وضعیت اشاره شده، منحصر به کشورهای توسعه یافته نیست و بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه مانند ترکیه نیز به برخی اقدامات بازدارنده و نظارتی مجهز شده است که خلاصه ای از آن در پی می آید.

● استقرار هیئت مدیره بازار سرمایه (CMB) از سال ۱۹۸۲ و به دنبال قانون

بازار سرمایه (CML) در سال ۱۹۸۱.

● مصوبه هیئت مدیره بازار مبنی بر اجازه تنظیم قراردادهای بازخرید اوراق توسط کارگزاران، مشاوره سرمایه گذاری و استقرار سیستم معاملات کامپیوتری، توسعه حمایت سرمایه گذار، استحکام جریان معاملات با ممنوعیت معاملات متکی به

جدول شماره ۶- اقدامات بازدارنده در بازار سرمایه آمریکا

قانون و مقررات مصوبه	اقدامات بازدارنده
قانون جامع اوراق بهادار (۱۹۳۳ و ۱۹۳۴)	● تعریف تخلفات، ممنوعیت ایجاد اختلالات بویژه اخبار جعلی و معاملات متکی به اطلاعات محرمانه
قانون واسطه‌گران بازارهای رسمی و غیررسمی (۱۹۳۵)	● مقررات انطباقی و گزارش‌دهی اعضای اتحادیه دلان بازارهای غیر رسمی
قانون قراردادهای قرضه (۱۹۳۹)	● تعیین موسسه یا بانک امین به منظور نظارت بر اجرای مفاد قراردادهای قرضه
قانون شرکتهای سرمایه‌گذاری (۱۹۳۰)	● محدودیت ایجاد بدهی، استفاده از اشخاص غیر عضو شرکت در هیئت مدیره، ممنوعیت تغییر خط مشی و رشته فعالیت بدون تصویب سهامداران، محدودیت سرمایه‌گذاری در دیگر شرکتهای سرمایه‌گذاری
قانون شرکتهای بزرگ بانکدار (۱۹۷۰)	● ممنوعیت نگهداری داراییهای غیربانکی توسط بانکها و شرکتهای بانکدار
قانون تامین درآمد باننشستگان (۱۹۷۴)	● ممنوعیت سرمایه‌گذاری در سهام منتشره توسط شرکت - الزام سرمایه‌گذاری در زمینه‌های متنوع
قانون FCPA کنترل معاملات و پرداختهای خارجی (۱۹۷۷)	● کنترل پرداختهای خارجی بویژه تخلفات شرکتهای و وضع جریمه نقدی تا ۲ میلیون دلار
قانون ممنوعیت معاملات متکی به اطلاعات محرمانه (۱۹۸۴)	● تحریم معاملاتی اشخاص دارای اطلاعات محرمانه
قانون تشدید مقابله با تخلفات اوراق بهادار (۱۹۸۸)	● تعیین مجازاتهای سنگین برای سوءاستفاده از اطلاعات

منبع: Francis, Management of Investments و مقررات بازار سرمایه آمریکا

جدول شماره ۷- وظایف عمده کمیسیون اوراق بهادار

(۱) تنظیم برنامه متوسط و بلندمدت بازار سرمایه منطبق با سیاستهای مالی و اقتصادی دولت.
(۲) تدوین شرایط تشکیل بازار برای انواع اوراق بهادار و ابزارهای سرمایه، بویژه تشکیل بازار اولیه.
(۳) تنظیم فرایند ثبت و پذیرش شرکتهای متقاضی ورود به بورس.
(۴) قبول عضویت متقاضیان کارگزاری و تنظیم مقررات فعالیت دلان بازار.
(۵) تدوین قوانین تشکیل شرکتهای سرمایه‌گذاری، مشاوران سرمایه‌گذاری و انجمنهای صنفی بازار سرمایه.
(۶) تعقیب قانونی موارد مختلف تخلفات و تقلبات.
(۷) تسهیل و توسعه کیفی افشای اطلاعات به نحو کامل و منصفانه و تدوین استانداردهای مالی و گزارش‌دهی.
(۸) حصول اطمینان از توزیع منصفانه حق رای و اعمال کنترل اداری سهامداران عمده (صاحبان بیشتر از ۵ درصد کل سهام شرکت).
(۹) قیمتگذاری خدمات قابل ارائه توسط بورس و آزادسازی تدریجی این هزینه‌ها.
(۱۰) معرفی نماینده بازار سرمایه در هیئت مدیره شرکتهایی که سهامداران پراکنده آنها از درصد قابل توجهی تشکیل شده و نمی‌توانند در انتخاب عضو هیئت مدیره ائتلاف نمایند.

منبع: گام‌های ورود انتظار در صنعت اوراق بهادار، حسین کدخدائی، ۱۳۷۴

اطلاعات محرمانه؛

- ممنوعیت شرکت اعضای هیئت مدیره بازار (CMB) در هرگونه فعالیت بازرگانی و صنعتی و اشتغال به هرگونه زمینه فعال در بخش خصوصی یا دولتی؛
- حمایت سرمایه‌گذار بازار سرمایه ترکیه در اشکال گوناگون زیر:
 - حسابرسی مستقل توسط هیئت مدیره بازار؛
 - ارائه اطلاعات مالی استاندارد توسط شرکتهای؛
 - افشای اطلاعاتی قبل و بعد از درج در فهرست قیمتها؛
 - بررسی کامل شرکتهای متقاضی؛
 - اعلام وضعیت مالی شرکتهای - هر ششماه یکبار؛
 - آگاه‌سازی علنی در موارد:

(۱) تغییر ساختار یا تغییر کنترل‌های

داخلی؛

جدول شماره ۸- نقش کمیسیون اوراق بهادار در بازار سرمایه

ترکیه	نروژ	آرژانتین	پرتغال	مکزیک	استرالیا	برزیل	هندوستان	آمریکا	کشور	زمینه‌ها
CMB	BISC	CNV	CMVM	NSC	ASC	BSC	SEC	SEC	عنوان کمیسیون اوراق بهادار	
به‌طور عمده در اختیار SEC									صنعت اوراق بهادار - مزایده‌ها	
به‌طور عمده در اختیار SEC و در برخی کشورها در اختیار SRO									عرضه عمومی سهام و عملیات معاملاتی	
به‌طور عمده در اختیار SEC و در برخی کشورها در اختیار SRO و CB									فعالیت کارگزاران و واسطه‌های مالی	
به‌طور عمده در اختیار SEC و در برخی کشورها در اختیار CB									شرکتهای سرمایه‌گذاری	

Iranian Securities Regulatory Organization

مدیریت یا نظارت به سهامداران عمده، پرداخت کمکهای بلاعوض با تصویب مجمع عمومی، اعلام و انعکاس فوری هرگونه توقف فعالیت و تولید؛

- الزام شرکتها به رعایت تصمیمات اتخاذ شده در مجامع عمومی آنها؛
- پیشگیری از امتیازات ویژه برای صاحبان سهام عمده در اسانامه؛
- تنوع فعالیت واسطه‌گری در اشکال سه‌گانه مشاوران رسمی سرمایه‌گذاری، بازارسازان و مشاوران مجاز به مدیریت وجوه و سود سهام؛
- طبقه‌بندی کارگزاران به کارگزار و معامله‌گر و بازارساز و ارزیابی مداوم عملکرد کارگزاران؛
- الزام شرکتها به پرداخت سود از طریق شبکه بانکی؛
- تدوین (در دست انجام) آیین‌نامه‌های انضباطی کارگزاران، معاملات متکی به اطلاعات محرمانه، معاملات مکانیزه؛
- مصوبه فروش اقساطی سهام قابل واگذاری متعلق به دولت (۱۳۷۲) و منع مداخله وزراء، نمایندگان مجلس و کارکنان در معاملات دولتی (۱۳۷۳).

سرمایه)؛

- مقابله با سوء استفاده از اطلاعات منتشر نشده - ماده ۴۷؛
- مجازات و تعقیب موارد خلاف (ماده ۴۵ و ۴۷)؛
- ارائه تلفنی و کامپیوتری (دیسکت و نرم‌افزار) اطلاعات شامل ترازنامه، سود و زیان، صورت جریان نقدی، صورت جریان وجوه، قیمت (روند)؛
- در مقررات بازار سرمایه ایران، برخی ابزارهای نظارتی و تمهیدات قانونی پیشبینی شده که به پاره‌ای از این موارد اشاره شده است:
- تحلیل نسبتهای مالی (نقدینگی، اهرمی، فعالیت و سودآوری)؛
- تعلیق ثبت قیمت در فهرست نرخها به مدت ۳ ماه تا یکسال (همزمان با تعلیق معاملات)؛
- وظایف بازارساز (ذکر شده در فصل ۷ قانون تجارت) در کنترل فعالیت شرکتها؛
- آیین‌نامه انضباطی شرکتهای پذیرفته شده (در سه فصل ۲۲ ماده و ۲ تبصره): حفظ حقوق سهامداران جزء در اسانامه، عدم تخصیص یا پرداخت مبالغی بابت حق

(۲) خریداری، فروش، اجاره داراییهای ثابت؛

(۳) تغییر در ماهیت عملیات شرکت و سرمایه‌گذاریهای آن؛

(۴) تغییرات ساختار اداری و مالی آن؛

(۵) تغییرات نمایندگی، شرکا...؛

- ممنوعیت معاملات متکی به اطلاعات محرمانه - جرمه ۱ تا ۳ سال و مبلغ ۵۰۰ میلیون تا ۱ میلیارد لیر در موارد پخش و نشر مسائل گمراه‌کننده و انحرافی، معامله اوراق بهادار با هدف ایجاد نوسان در قیمت، اظهارات منجر به تاثیرگذاری در قیمت، عدم اعمال تعهد حفظ اسرار؛

- بیمه اوراق بهادار توسط شرکتهای سرمایه‌گذاری و موسسه تاکاس بانک (Takasbank)؛

- انعکاس کلیه اطلاعات مربوط به تحولات موثر بر قیمتها شامل زمینه‌های نه‌گانه مالکیت و ساختار سهام، کنترل مدیریت، تغییر در داراییهای غیرجاری، عملیات شرکت، سرمایه‌گذاریهای شرکت، ساختار مالی، اشخاص ذی‌نفع و وام‌دهندگان، تحولات اداری، نوسانات فوق‌العاده حجم و ارزش سهام (ماده ۱۶/A قانون بازار

جدول شماره ۹- کنترل و پیشگیری در بازارهای سرمایه

ردیف	مؤسسات / فعاليتها	عمليات - اقدامات غيرمجاز
۱	واسطه‌گران مالی و سرمایه‌گذاری	الف - توصیه معامله بدون آگاهی از ارقام مالی شرکت. ب - انجام خرید یا فروشهای متعدد به منظور اخذ حق العمل اضافی پ - ایجاد حسابهای غیر واقعی، صوری و جعلی ت - خرید یا فروش سهام بدون اجازه مشتری ث - واگذاری استقراضی سهام بدون اجازه مشتری ج - پنهان‌کاری و عدم افشای معاملات انجام شده
۲	شرکتهای سرمایه‌گذاری	الف - محدودیت ایجاد بدهی (بویژه بدهیهای هرمی) ب - معاملات فاقد مجوز کمیسیون اوراق بهادار پ - انجام معاملات بین شرکتهای سرمایه‌گذاری ت - تغییر خط مشی بدون جلب موافقت سهامداران ث - مبادرت به عملیات مخدوش ج - سرمایه‌گذاری در دیگر شرکتهای سرمایه‌گذاری
۳	مشاورین سرمایه‌گذاری	الف - اتکاء به استشهاد و نظریه مشتریان ب - تهیه اظهارنامه‌های جعلی و گمراه‌کننده پ - توصیه نمودار یا فرمول خاص به عنوان اساس تصمیمات سرمایه‌گذاری ت - اقدام به هرگونه مشاوره رایگان ث - مبادرت به دستکاری قیمتها
۴	اشخاص دارای اطلاعات محرمانه	الف - معاملات اوراق بهادار مشمول سود کوتاهمدت (کمتر از ۶ ماه) ب - پیش فروش کردن سهام پ - فروش هر نوع اوراق بهادار ثبت نشده در بورس ت - افشای اطلاعات محرمانه به نفع دیگر طرفهای معاملات ث - استفاده از اطلاعات محرمانه برای معامله سهام شرکت ج - خریداری اوراق بهادار در زمان عرضه به عموم

ماخذ: ساختار بهینه مقررات بازار سرمایه، حسین کدخدائی، ۱۳۷۵

توسعه بازارها و گسترش دامنه تخلفات و اختلالات، استفاده از برخی تدابیر نظارتی و حمایتی را اجتناب‌ناپذیر ساخته است.

تامین اطمینان در بازار سرمایه توسعه بازارها و گسترش دامنه تخلفات و اختلالات، استفاده از برخی تدابیر نظارتی و حمایتی را اجتناب‌ناپذیر ساخته است. گام اساسی در استقرار شرایط اطمینان، تحکیم موقعیت متولی مستقل بازار سرمایه است. این متولی که مجمع عالی یا کمیسیون اوراق بهادار (SEC) ^{۱۳} نامیده شده، از وظایف مهمی برخوردار است که در جدول شماره ۷ به برخی از این وظایف اشاره شده است.

کمیسیون اوراق بهادار در بازار سرمایه کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه شکل قانونی یافته است و با وظایفی نسبتاً مشابه، مدیریت و نظارت بازار سرمایه را عهده‌دار می‌باشند. جدول شماره ۸، تشکیل این کمیسیون در بعضی از کشورها را منعکس می‌کند.

در رابطه با سایر فعالیتهای بازار سرمایه نیز اقدامات پیشگیرانه صورت گرفته، که برخی از این اقدامات در جدول شماره ۹ ارائه شده است.

گام دیگری که در زمینه نظارت بر بازار سرمایه برداشته شده، تدوین مقررات تشکیلات نظارتی، ممنوعیت معاملات متکی به اطلاعات محرمانه و تشکیل صندوق یا موسسه حمایت از سرمایه‌گذار

می‌باشد. این گامهای نظارتی در جدول شماره ۱۰ نشان داده شده است. مقررات و تهیمادات نظارتی در بازارهای سرمایه از اواخر دهه ۶۰ میلادی ابعاد قویتر و گسترده‌تر یافت. گسترش موج ورشکستگی شرکتهای محققان را بر آن داشت که امکان پیشبینی بحران مالی از طریق متغیرهای کمی و کیفی را در دستور کار قرار

جدول شماره ۱۰- هیئت‌های نظارتی و موسسات حمایت از سرمایه‌گذار

کشور	مقررات یا شبکه نظارتی	صندوق یا موسسه حمایت سرمایه‌گذار
آمریکا	The Insider Trading Sanction Act	SIPC (Securities Investment Protection Corporation)
استرالیا	SOMA Surveillance of Market Activity	The National Guarantee Fund
هندوستان	The Securities Exchange Board of India (SEBI)	Customer Protection Fund
انگلستان	The Securities & Investment Board (SIB)	Compensation Fund
زلاندنو	The Market Surveillance Panel	Customer Protection Fund

منبع: گزارش‌های مقرراتی بازار سرمایه ایران، حسین کدخدائی - ۱۱۱۴

جدول شماره ۱۱- سیستم‌های نظارتی مکانیزه در بازار سرمایه

کشور	سیستم‌های مکانیزه نظارتی
کره جنوبی	KSSC
آرژانتین	SCC
استرالیا	CHESS, ISIN, SOMA
انگلستان	SEAQ
آلمان	IBIS
هندوستان	EPABX

منبع: ساختار بهینه مقررات بازار سرمایه، حسین کدخدائی، ۱۳۷۵

دستیابی پژوهشگران به رابطه بین عملکرد مدیریتی و مالی با ورشکستگی، مسئولیت حساب‌رسان در کشف تخلفات افزایش یافت.

دهند. این‌گونه پژوهشها زمینه‌ساز برقراری مقررات جدید شد، به طوری که با دستیابی پژوهشگران به رابطه بین عملکرد مدیریتی و مالی با ورشکستگی، مسئولیت حساب‌رسان در کشف تخلفات افزایش یافت. به دنبال بهره‌برداری از سیستم‌های مکانیزه در بازار سرمایه، که به طور عمده از ابتدای دهه ۷۰ میلادی بعمل آمد، شبکه‌های خودکار به عنوان اهرم نظارتی در خدمت بازار سرمایه قرار گرفت. این‌گونه ابزارهای نظارتی مکانیزه در جدول شماره ۱۱ منعکس است.

تمهیدات و مصوبه‌های قانونی اخیر در کشورهای مختلف حاکی از پیچیدگی مسئله کنترل و ضرورت استقرار روشهای پیشرفته نظارتی است. نمونه‌هایی از ضرورت قانونمندی در بازار سرمایه در موارد زیر قابل مشاهده است:

- پایان رویای معجزه اقتصادی با ورشکستگی شرکتهای مضاربه‌ای در آلبانی،
- ایسترن‌ت در خدمت ۱۱۰۰۰ شرکت بازارهای بورس آمریکا،
- برقراری سیستم‌های هشدار اولیه اقتصادی به پیشنهاد IMF و به منظور جلوگیری از بحرانهای اقتصادی،

بازارهای سرمایه تحت تاثیر تکنولوژی پیشرفته ارتباطی معاملاتی، اکنون در معرض آسیب‌پذیری بیشتری قرار دارند. به دنبال سقوط بازارهای سرمایه در دوشنبه سیاه (۱۹ اکتبر ۱۹۸۷)، مجدداً در روز دوشنبه ۲۷ اکتبر ۱۹۹۷، بحران بازارهای بین‌المللی را فراگرفت. اختلال کوچک محلی در بازار هنگ‌کنگ در یک هفته قبل از بحران، به امواجی تبدیل شد که بازارهای مختلف جهان را تحت تاثیر قرار داد. ورود بانکهای بزرگ مسکن انگلستان بویژه شرکتهای هالیفاکس (Hollyfax) و وولچ (Wevellich) به بازار سهام، میلیونها نفر از

- افزایش ورشکستگی در اروپا به دلیل تشکیل شرکتهایی با مدیران فاقد تجربه کافی،
- ضعف ارکان نظارتی و قوانین بازار موثرترین عامل نوسان قیمت از دیدگاه کارشناسان و شرکت‌کنندگان در سمینار بازار سرمایه (تهران - اسفندماه ۱۳۷۵)،
- جلب اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی در ژاپن با تمهیداتی همچون قوانین مالی جدید و استفاده از استاندارد حسابداری بین‌المللی،
- ضعف قانونگذاری و شفافیت بازار در بورسهای نوظهور اروپا.

1956, P.10.

8- Llewellyn, D.I., *The Regulation & supervision of Financial Institutions*, Institute of Bankers, 1986.

9- Revell, J., "New Forms of Competition & New competitors", *Revue de La Banque*, Feb. 1985 Vol 2, PP 45-53.

10- Rybczynski, T., "Financial system, risk & Public Policy", *The Royal Bank of Scotland Review*, Dec. 1985.

11- Silber, W.L., "The process of Financial Innovation" *American Economic Review*

12- Skousen, L. Fred, *An Introduction to the SEC*, 5th ed., South Western Publishing Co., Cin Cinati, Ohio, 1991.

13- Weber, Max, "The Three Types of Legitimate Rule" in A. Etzioni, *A Sociological Reader on Complex Organization*, N.y. Holt, Rinehart & Winston, 1969, P.9.

۱۴- اطلاعات شماره ۲۱۱۸۹، ۷۶/۸/۷، ۲۰۹۴۸

۷۵/۱۱/۴، ۲۰۹۴۲، ۷۵/۹/۲۷، ۲۰۷۰۴
۷۴/۱۱/۲۶

۱۵- جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، "بئورس اوراق بهادار"، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ۱۳۷۴، صص ۱۳۳-۱۱۷.

۱۶- جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، "مدیریت مالی" جلد دوم، انتشارات سمت - ۱۳۷۳، فصول ۵ و ۶، صص ۱۹۳، ۲۰۵ و ۲۱۹.

۱۷- کدخدائی، حسین، "بئورس مقایسه‌ای مقررات حاکم بر بازار سرمایه"، پایان‌نامه دکتری، اردیبهشت ۱۳۷۳.

۱۸- کدخدائی، حسین، "نیازهای مقرراتی بازار سرمایه ایران"، تحقیقات مالی سال دوم شماره ۵ و ۶ زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴، صص ۲۷-۲۷.

۱۹- کدخدائی، حسین، "گامهای مورد انتظار در صنعت اوراق بهادار"، اردیبهشت ۱۳۷۵.

۲۰- کدخدائی، حسین، "ساختار بهینه مقررات بازار سرمایه" - ارائه در سمینار بازار سرمایه - اسفند ۱۳۷۵.

۲۱- کدخدائی، حسین، "پدیده بازار محوری در شبکه پولی ایران"، کنترولر سال اول شماره ۲، ۱۳۷۵.

۲۲- کدخدائی، حسین، "نقش قانون در تحکیم بازار سرمایه" ۷۶/۶/۷.

۲۳- همشهری شماره ۱۲۲۶ - ۷۶/۱/۲۰.

سرمایه می‌باشد. شفافیت اطلاعاتی بازار مقدمه ایجاد شبکه نظارتی پویاست که در بازارهای توسعه یافته فراهم شده است و قسمتی از مقررات نظارتی بر حصول اطمینان از وجود اطلاعات کافی و مناسب برای تصمیمگیری آگاهانه تاکید دارد.

1- Fraud detection

2- Wash orders

3- Short sales

4- Churning

5- Corners

6- Insider trading

7- Ethics committee

8- Insider report

9- Price manipulation

10- Pools

11- Inside information

12- Misleading information

13- The Securities Exchange Commission

14- Trading halt

15- Circuit breaker

منابع:

1- Altman, E.I., "Abstracts of Doctoral Dissertation, The prediction of corporate bankruptcy, a discriminant analysis", *The Journal of Finance*, Sept. 1968.

2- Fama, F.E., "Efficient Capital Market: A Review of Theory & Empirical Work", *Journal of Finance*, May 1970 - P383.

3- Francis, J.C., *Management of Investments*, MC Grawhill Singapore, 1988, Chapter 6 pp 106-132.

4- Garbade, K., *Securities Markets*, Mc Grawhill, 1982, Chapter 20-26.

5- Gardner, EPM, "A system approach to bank prudential management & supervision, the utilisation of Feed Forward control", *Journal of Management Studies*, January 1985.

6- Kane, E.J., "Impact of Regulation on Economic Behaviour", *Journal of Finance*, May 1981.

7- Koontz, H. & Gable, R.W., *Public control of economic enterprise*, McGrawhill Book Co.

صاحبان حساب شرکتهای مزبور را سهامدار کرد ولی در طی یکسال منتهی به بحران اخیر، ارزش نسبتاً غیرواقعی سهام نگرانیهایی را به وجود آورده بود. در اثر بحران اکتبر ۹۷، که اخیراً به وقوع پیوست، بازارهای اوراق بهادار آمریکا مجموعاً ۷۰۰ میلیارد دلار از ارزش سهام خود را از دست داد و شاخص داوجونز در روز دوشنبه ۲۷ اکتبر ۹۷ با ۵۵۴/۲۶ واحد کاهش (بالغ بر ۷ درصد تنزل) به ۷۱۶۱/۱۵ واحد رسید که منجر به تعطیلی بازار سهام نیویورک شد. مکانیزمهای جدیدی که به دنبال سقوط اکتبر ۱۹۸۷ (با ۵۰۸ واحد کاهش) طراحی شد قطع موقت فعالیت بازار با عنوانین متوقف معامله^{۱۴} و انسداد جریان^{۱۵} می‌باشد. با استفاده از همین روشها، مبادلات سهام در بازار سهام نیویورک در روز دوشنبه ۲۷ اکتبر سال ۱۹۹۷ دوبار و هر بار به مدت نیم ساعت متوقف شد تا از سقوط بیشتر این بازار جلوگیری به عمل آید. پدیده‌هایی که مورد اشاره قرار گرفت نقش تامین اطمینان در بازار سرمایه را بخوبی آشکار می‌کند.

خلاصه

ایجاد فضای اطمینان بخش در بازار سرمایه در سایه مقررات نظارتی امکانپذیر می‌شود. روند تدوین مقررات در بازارهای سرمایه پیشرفته حاکی از افزایش و گسترش مقررات نظارتی و حمایتی است. بخش عمده‌ای از مقررات نظارتی به اقدامات کنترلی و پیشگیرانه در بازار سرمایه اختصاص دارد. در این راستا، یکی از شاخصترین اقدامات، تعریف قانونی تخلفات، تقلبات و اختلالات و فعالیتهای مجاز اشخاص و موسسات فعال در بازار