

<http://doi.org/10.22133/mtlj.2025.444876.1303>

## Regulations on the Capital Market and Their Impact on Market Efficiency

Bahram lotfi 

<sup>1</sup> PhD of private law, University of Science and Culture, Tehran, Iran.

| Article Info                                                                                                                                                | Abstract                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Original Article</b>                                                                                                                                     | <p>Since the formation of public rights, the justification of the territory and the intervention of the state in various economic and social spheres has always been a fundamental discussion; As it can be said, the model of public law in each country is a function of government intervention. One of the markets that is influenced by government intervention in the economy through regulations is the capital market. What can be described from the status of regulatory and monitoring of the capital market in Iran is that the supervision and regulatory system is more based on institutional structure; It is the capital market regulatory unit, the stock exchange, and the Supreme Council of the Stock Exchange. The findings of this study indicate that the proper and expert regulations in the capital market increase transparency, discover prices, control inflation and, on the other hand, to collapse of stock prices and eliminate the economic assets of micro-shareholders, and thus increase poverty production and increase class. One of the most important challenges in the capital market is the contradiction in the goals of the Central Bank and the Stock Exchange, the lack of sufficient independence of the monitoring institutions and the vacuum of pension funds.</p> |
| <b>Received:</b><br>20-02-2024                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Accepted:</b><br>05-05-2024                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Keywords:</b><br>Capital Market<br>Regulatory<br>Market Performance                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>*Corresponding author</b><br><b>e-mail:</b> b.lotfi1365@gmail.com                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>How to Cite:</b><br>Lotfi, B (2026). Regulation in the Capital Market and its Effect on Market Efficiency. <i>New Technologies Law</i> , 7(13), 439-460. |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Published by University of Science and Culture <a href="https://www.usc.ac.ir">https://www.usc.ac.ir</a><br>Online ISSN: 2783-3836                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

## 1. Introduction

Today, the regulations of one of the government's tools to enforce laws, order in society, and coordinate different parts of the government with the policies and programs of the country have become of particular importance, and with the advent of governance literature and government regulation, the concept of new horizons, and political regulations, and political systems. Regulations in many societies and countries around the world have been regarded as an integral part of the implementation. That is, governments, which are responsible for the enforcement of the laws, turn to a tool such as regulations to better enforce these laws. Regulations in this concept will be opposed to the law; In some cases, however, the rules are used in their general sense (Ja'fari Langroudi, 2023, p. Whether these regulations have been enacted by parliament or the minister or even local authorities in their own jurisdiction.

On the other hand, the regulations must strive to impose unnecessary and disadvantageous regulations by predicting the existing conditions and conditions. Of course, the efficiency and effectiveness of the regulations in practice and implementation are clear.

One of the institutions in which the proper regulations cause growth, excellence and increased efficiency and productivity, and vice versa, inappropriate and unprofessional regulations, is the capital market. The market capital market is formal, in which securities such as corporate stocks and securities are securities, raw materials and primary materials in the commodity exchange and fuel derivatives such as hydrocarbon resources, oil, gas and electricity under certain regulations and regulations. This market is the most important trustee of attracting and properly organizing financial resources, and by collecting community liquidity and selling corporate stocks, while moving the country's economy cycles through the financing of the country's projects and infrastructure, as well as increasing tax revenue, enhancing the country's high and significant economic benefits. Partners, 2022, p. 242). In the capital market, there are specific principles and rules of transactions.

In this type of transaction, the way the transaction is conducted by the stock exchange organizations and is not assigned to the will of the transaction parties. These organizations oversee the competitive space of the stock exchange (Amni, 2009, p. 128). The most important regulatory agencies in the market are the "Supreme Council of Stock Exchange" and the "Board of Directors of the Exchange", which specifically deals with regulations and supervision in the field of competence; But it is not possible to eliminate economic deficiencies, especially in the capital market, without government intervention, and the government's tool to enter this area and control it is the rules. The overall economic and capital market regulations, the price, quality and volume of production, or the amount of return on capital or the entry of corporate or exit or exit, healthy competition, counter-trading regulations from monopoly rent, tax exemptions, or reduced tax rates on the financial instrument, and some financial means. In recent years, however, the government has led to huge losses of shareholders with the regulations and inappropriate intervention in the capital market, some of which will be mentioned below. In view of the above explanations, this article seeks to focus on how far the Regulatory Board (Supreme Council of the Stock Exchange and the Board of Directors) in the capital market. What is the basis of government regulations in the capital market and how has the capital market efficiency and impact?

## 2. Methodology

The present article is a descriptive-analytical type. The findings of this study were collected using library studies and are categorized according to the findings and are presented in the results section.

### 3. Results and Discussion

The research findings indicate that:

#### 1. Regulations and Regulations

The provisions of the Regulations are the reason for the executive requirements and the necessities that arise during the enforcement of the laws and the implementation of the enforcement is not only summarized in the enforcement of the law; Rather, it also includes the publication of public affairs.

2. Regulatory approaches and monitoring the capital market In the free financial market approach, the efficiency of the capital market, such as any other market, is determined by the market itself and supply and demand, and any interference, legislation, monopoly and hindrance causes inefficiency; Therefore, in this school, the government is not allowed to monitor and regulate it differently.

#### 3. The public interest approach

In terms of public interest, there are two major reasons for government interference in legislation and oversight: one is pursuing social goals and the other existence of capital market failures

#### 4. The institutional structure of the regulatory in the capital market field

There are three different patterns of the structure of the monitoring institution in the capital market, which are briefly introduced in this section.

##### 4-1 Structure

Based on this supervisory pattern, which is also one of the oldest supervisory models, a separate supervisory body is determined for each type of financial institution active in the capital market based on its legal identity.

#### 5. The Capital Market Regulatory Authority

According to the Islamic Republic of Iran's securities market law, which is the law governing all stock exchanges, the jurisdiction of the regulations on the field of stock exchanges has been given to the two institutions of the Supreme Council of Exchange and the Board of Directors of the Exchange, each of which is specified in various matters, including regulations.

#### 6. The main cause of government intervention in the capital market and its instances

A review of the theoretical foundations and views of different schools on the role and presence of the government in the economy showed that the vast majority of different schools agree with the government's intervention in the economy in the context of market failure.

#### 7. Impact of Regulations on Capital Market Performance

The regulation is the government's intervention in the economy to regulate the market and increase its efficiency, which is mainly through the introduction of laws and regulations.

#### 8. Challenges of the Structure of Regulatory and Supervision in Iran

The structure of regulation and monitoring of the capital market in Iran is an institution with some features of the functional pattern that was reviewed.

### 4. Conclusions and Future Research

The laws and regulations are legal tools used to monitor the free market. Usually, the government restricts some unfair and illegal contracts and seeks to modify the imbalances that may result in market performance. In the Islamic Republic of Iran, according to the "Securities Market Law", which is the ruler of all stock exchanges, the Supreme Council of the Stock Exchange and the Board of Directors of the Stock Exchange have the jurisdiction of regulations in the capital market, which is due to the "institutional structure" in the capital market; Of course, some aspects of functional pattern are also used in Iran, according to which the government's intervention in the capital market is inevitable and can increase its efficiency through regulatory regulation or to make the capital market efficient. Capital market regulations face challenges such as lack of structured structure, conflict in the goals of the central bank and the stock exchange, lack of sufficient independence of regulatory agencies, and so

on; As a result, the existence of a specialized institution that is aware of the developments and that it can be directly influenced by the means of regulatory market and also monitored and applied to its performances promptly; Therefore, it is suggested:

First, to improve monitoring of financial markets and resolve their problems, take two complementary aspects: first, strengthen the regulatory measures and strengthen the enforcement guarantees within the existing supervisory structure and secondly, to reform the structure and regulatory system.

Secondly, a delegation called the "Financial Stability Board" was established to maintain financial stability and to implement large precautions and supervision, and provide sufficient tools and powers in this area.





## مقررات‌گذاری در بازار سرمایه و تأثیر آن در کارایی بازار

بهرام لطفی 

دکتری حقوق خصوصی، دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران.

| اطلاعات مقاله                                                                                       | چکیده                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>مقاله پژوهشی</b>                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>تاریخ دریافت:</b><br>۱۴۰۲/۱۲/۰۱                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>تاریخ پذیرش:</b><br>۱۴۰۳/۰۲/۱۶                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>واژگان کلیدی:</b><br>بازار سرمایه<br>مقررات‌گذاری<br>کارایی بازار                                | از زمان شکل‌گیری حقوق عمومی توجیه‌پذیری قلمرو و نحوه مداخله دولت در حوزه‌های مختلف اقتصادی و اجتماعی همواره به‌منزله بحثی بنیادین مطرح بوده است؛ به‌گونه‌ای که می‌توان گفت مدل حقوق عمومی در هر کشور، تابعی از میزان مداخله دولت به شمار می‌رود. یکی از بازارهایی که از دخالت دولت در اقتصاد از طریق مقررات‌گذاری تأثیر می‌پذیرد، بازار سرمایه است. آنچه از وضعیت مقررات‌گذاری و نظارت بر بازار سرمایه در ایران می‌توان توصیف کرد این است که نظام نظارت و مقررات‌گذاری بیشتر مبتنی بر ساختار نهادی بوده؛ به‌نحوی که واحد مقررات‌گذار و ناظر بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای عالی بورس است. یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که مقررات‌گذاری صحیح و کارشناسی شده در بازار سرمایه موجب افزایش شفافیت، کشف قیمت، کنترل تورم و از طرفی مقررات‌گذاری غیرکارشناسی سبب سقوط قیمت سهام و از بین رفتن دارایی اقتصادی عموم سهام‌داران خرد و به‌طبع آن تولید فقر و افزایش فاصله طبقاتی خواهد شد. از مهم‌ترین چالش‌های مقررات‌گذاری در بازار سرمایه می‌توان به تضاد در اهداف بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، نبود استقلال کافی نهادهای نظارتی و خلأ نظارت بر صندوق‌های بازنشستگی اشاره کرد. |
| <b>*نویسنده مسئول</b><br>رایانامه: <a href="mailto:b.lotfi1365@gmail.com">b.lotfi1365@gmail.com</a> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

نحوه استناددهی:

لطفی، بهرام، (۱۴۰۵). مقررات‌گذاری در بازار سرمایه و تأثیر آن در کارایی بازار. حقوق فناوری‌های نوین، ۷(۱۳)، ۴۳۹-۴۶۰.

ناشر: دانشگاه علم و فرهنگ <https://www.usc.ac.ir>

شاپای الکترونیکی: ۲۷۸۳-۳۸۳۶

## مقدمه

امروزه مقررات‌گذاری به‌منزله یکی از ابزارهای دولت برای اجرایی‌سازی قوانین، برقراری نظم در جامعه و هماهنگی بخش‌های مختلف دولت با سیاست‌ها و برنامه‌های کشور اهمیت ویژه‌ای پیدا کرده است و با مطرح‌شدن ادبیات حکمرانی و تنظیم‌گری دولتی نیز مفهوم مقررات‌گذاری افقی‌های جدیدی پیش روی نظام‌های سیاسی و اقتصادی گشوده است (Vasheghani Farahan & Bagheri Tadi, 2022, p. 2). مقررات‌گذاری در بسیاری از جوامع و کشورهای جهان به‌منزله جزء تفکیک‌ناپذیر اجرا قلمداد شده است؛ یعنی دولت‌ها، که وظیفه اجرای قوانین را برعهده دارند، در راستای اجرایی‌سازی بهتر این قوانین به ابزاری ازجمله مقررات روی می‌آورند. مقررات در این مفهوم، در مقابل قانون قرار خواهد گرفت؛ البته در برخی مواقع، مقررات در معنای عام آن به کار برده می‌شود (Jafari Langroudi, 2023, p. 679) و شامل هرگونه قواعد الزام‌آوری است که توسط مسئولان یا مقامات یا نهادهای ذی‌صلاح وضع می‌شوند؛ خواه این مقررات به‌واسطه پارلمان وضع شده باشد یا شخص وزیر و یا حتی مقامات محلی در حیطه صلاحیت خودشان (Vasheghani Farahan & Bagheri Tadi, 2021, p. 4).

از طرفی واضعان مقررات باید تلاش کنند تا با پیش‌بینی وضعیت و شرایط موجود مقرراتی بی‌کم‌وکاست و عاری از اشکال را وضع کنند؛ البته کارایی و اثربخشی مقررات در عمل و اجراست که مشخص و روشن می‌شود (Abdipourfard, 2014, p. 89). یکی از نهادهایی که مقررات‌گذاری صحیح در آن سبب رشد، تعالی و افزایش کارایی و بهره‌وری و برعکس مقررات‌گذاری ناصحیح و غیرکارشناسی در آن سبب زیان‌های سنگین سهام‌داران می‌شود، بازار سرمایه است. بازار سرمایه بازاری متشکل<sup>۱</sup> و رسمی است و در آن، معاملات اوراق بهادار از قبیل سهام شرکت‌ها و اوراق مشارکت در بورس اوراق بهادار، مواد خام و اولیه در بورس کالا و مشتقات سوخت همانند منابع هیدروکربوری<sup>۲</sup>، نفت، گاز و برق در بورس انرژی تحت ضوابط و قوانین خاصی انجام می‌پذیرد. این بازار مهم‌ترین متولی جذب و سامان‌دادن صحیح منابع مالی سرگردان بوده و با جمع‌آوری نقدینگی جامعه و فروش سهام شرکت‌ها، ضمن به‌حرکت‌درآوردن چرخه‌های اقتصاد کشور از طریق تأمین مالی سرمایه‌های مورد نیاز پروژه‌ها و زیرساخت‌های کشور و همچنین افزایش درآمدهای مالیاتی، منافع اقتصادی بسیار زیاد و چشمگیری را به ارمغان آورده و در کنار آن، تأثیرات تورمی ناشی از وجود نقدینگی زیاد در کشور را نیز از میان می‌برد (Khodaverdizade et al, 2022, p. 242). در بازار سرمایه، اصول و قواعد خاص و ویژه‌ای بر معاملات حاکم است.

در این نوع معاملات، نحوه انجام معامله به‌واسطه سازمان‌های بورس مشخص می‌شود و صرفاً به اراده طرفین معامله واگذار نمی‌شود. این سازمان‌ها به‌خصوص بر حفظ فضای رقابتی بورس نظارت می‌کنند (Amini, 2008, p. 128). مهم‌ترین نهادهای مقررات‌گذار در بازار، «شورای عالی بورس» و «هیئت‌مدیره بورس» هستند که به‌طور ویژه در حیطه صلاحیت اهداشده به آنان به مقررات‌گذاری و نظارت می‌پردازند؛ اما از طرفی مرتفع‌کردن کاستی‌های اقتصادی، به‌ویژه در حوزه بازار سرمایه، بدون دخالت دولت امکان‌پذیر نیست و ابزار دولت برای ورود به این عرصه و کنترل آن، وضع مقررات است. مقررات‌گذاری در حوزه اقتصاد به‌صورت کلی و بازار سرمایه به‌صورت خاص، قیمت، کیفیت و حجم تولید یا میزان بازگشت سرمایه یا ورود شرکتی به صنعتی خاص یا خروج از آن، رقابت سالم، مقررات ضدانحصار معاملات ناشی از رانت انحصار، وضع معافیت‌های مالیاتی یا کاهش نرخ مالیات به‌منزله ابزار حمایتی، انتشار برخی ابزارهای مالی در حمایت از طبقات کم‌درآمد و... را کنترل می‌کند (Hodavand, 2007, p. 55)؛ البته در سال‌های اخیر، دولت با مقررات‌گذاری و مداخله ناصحیح در بازار سرمایه سبب ضررهای هنگفت سهام‌داران شده که در ادامه به برخی از آن‌ها نیز اشاره خواهیم کرد. با توجه به توضیحات فوق این مقاله در پی آن است که به

۱. براساس بند ۳ ماده ۱ قانون بورس اوراق بهادار، بورس بازاری متشکل است که تشکیلات، ساختار تعریف‌شده و برنامه دارد. خود بورس از لحاظ حقوقی و سازمانی به‌صورت شرکت سهامی عام تشکیل می‌شود و فعالیت می‌کند و دارای سه رکن اداره‌کننده، تصمیم‌گیرنده و کنترل و نیز تشکیلات اجرایی متعددی برای انجام وظایف خود است و از تجهیزات و امکانات سخت‌افزاری و نرم‌افزاری لازم برای انجام مبادلات برخوردار است (Abdipoor Fard, 2014, p. 98).

این امر پیردازد که حوزه صلاحیت مقررات‌گذاری نهادهای مقررات‌گذار (شورای عالی بورس و هیئت‌مدیره بورس) در بازار سرمایه تا کجاست؟ مقررات‌گذاری دولت در حوزه بازار سرمایه بر چه اساسی بوده و چه تأثیری در کارایی بازار سرمایه داشته و دارد؟

## ۱. مقررات و مقررات‌گذاری

وضع مقررات به دلیل مقتضیات اجرایی و ضرورت‌هایی است که هنگام اجرای قوانین به وجود می‌آیند و محدوده اجرا تنها در اجرای قانون یا عمل به آن خلاصه نمی‌شود؛ بلکه اجرا مواردی همچون اداره امور عمومی را نیز دربر می‌گیرد. به همین دلیل اجرای تصمیمات قوه قضائیه و آرای الزام‌آور دادگاه‌ها را نیز شامل می‌شود. اجرا در این معنا، شامل ابتکار قانون‌گذاری از طریق تقدیم لوایح نیز می‌شود. گاهی نیز مقتضیات اجرا ایجاب می‌کند که قوه مجریه تصمیمات لازم الاجرائی از قبیل آیین‌نامه، بخشنامه و دستورالعمل اتخاذ کند. از این صلاحیت، به صلاحیت نظام‌نامه‌ای یا مقررات‌گذاری تعبیر می‌شود (Vasheghani Farahan & Bagheri Tadi, 2022, p.). در تعریفی دیگر، مقررات‌گذاری فرایند یا اقدامی است که دولت در آن فعالیت‌های خاصی را برای افراد و مؤسسات، مجاز یا غیرمجاز می‌سازد. این فعالیت‌ها عمدتاً خصوصی و گاهی عمومی هستند و دولت کنترل آن‌ها را با فرایند اداری مستمر و عموماً از طریق سازمان‌های اداری خاص (سازمان‌های مقررات‌گذاری) در دست می‌گیرد (Hodavand, 2007, p. 55). به عبارت دیگر، مشخصه بارز مقررات‌گذاری این است که ساخته و پرداخته سازمان‌ها و نهادهای اداری هستند.

## ۲. رویکردهای مقرراتی و نظارت بر بازار سرمایه

در رویکرد بازار مالی آزاد، کارایی بازار سرمایه مانند هر بازار دیگر از طریق عوامل خود بازار و عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و هرگونه دخالت، قانون‌گذاری، ایجاد انحصار و مانع در آن باعث ناکارایی می‌شود؛ بنابراین در این مکتب، به دولت اجازه داده نمی‌شود که از روش‌های مختلف بر آن مقررات‌گذاری و نظارت داشته باشد. با توجه به این مسئله، از منظر قانونین به نظارت و زمقررات‌گذاری، دو رویکرد کلی رویکرد منافع عمومی<sup>۱</sup> و رویکرد منافع خصوصی<sup>۲</sup> درباره نحوه مقررات‌گذاری و نظارت بر بازار سرمایه وجود دارد که در مقابل یکدیگر هستند و یکی به نقش فعال دولت اعتقاد دارد و دیگری در مقابل آن قرار دارد. در ذیل به اختصار به هریک پرداخته می‌شود.

### ۱-۳. رویکرد منافع عمومی

از نظر رویکرد منافع عمومی، دو دلیل عمده برای دخالت دولت در قانون‌گذاری و نظارت وجود دارد: یکی پیگیری اهداف اجتماعی و دیگری وجود شکست‌های بازار سرمایه (Shayestehmand & Pourzamani, 2018, p.p. 151-152). برخی از شکست‌های بازار از دید منافع عمومی، که باعث دخالت دولت در نظارت و مقررات می‌شود، شامل موارد زیر است:

### ۱-۱-۳. حمایت از سهام‌داران

برخی دخالت‌های مقرراتی و نظارتی برپایه حمایت از مشتریان و سرمایه‌گذاران و درمجموع کل ذی‌نفعان در بازار سرمایه از تقلب، دستکاری و سوءاستفاده‌های دیگر بوده است. قانع‌کردن شهروندان درباره امن‌بودن بازار سرمایه، حساس و مهم است؛ به‌طوری‌که بهبودی رکود بستگی به عملکرد بازار مالی و پایان رفتار تحریمی از سوی خانوارها خواهد داشت (Barth et al., 2021, p. 3-4).

1. Public Interest View  
2. Private Interest View



## ۲-۱-۳. انحصار

دور شدن از بازارهای رقابتی و نزدیک شدن به بازارهای انحصاری موجب کاهش کارایی در عملکرد بازارها و تحمیل هزینه‌های بیشتر به مشتریان می‌شود. در بخش مالی نیز مانند سایر بازارها، عوامل طبیعی و غیرطبیعی ایجادکننده انحصار وجود دارد که بازار را به سمت انحصار خواهد برد؛ البته نقش دولت در ساختار رقابتی بازار دوگانه است. به عبارت دیگر، هم خود می‌تواند انحصار ایجاد کند و هم می‌تواند شرایط را برای بازار رقابتی فراهم کند. با توجه به اهداف کلانی که کشورها دنبال می‌کنند و توقعاتی که از نظام مالی در این راستا دارند و همچنین با توجه به شکست‌های بازار، دیدگاه منافع عمومی نتیجه می‌گیرد که دخالت دولت در نظارت و مقررات‌گذاری ناگزیر خواهد بود.

## ۲-۳. رویکرد منافع خصوصی

برخلاف رویکرد منافع عمومی، که دخالت دولت در مقررات‌گذاری را اجتناب‌ناپذیر می‌داند، رویکرد منافع خصوصی اجتناب از دخالت‌های گسترده دولت با وجود شکست‌های بازار را به سه دلیل توجیه می‌کند:

میزان ورشکستگی و زیان در بخش مالی بیشتر از بخش غیرمالی نیست (Barth et al., 2021, pp. 9-10)؛ بنابراین ضرورت دخالت بیشتر دولت در بخش مالی به نسبت سایر بخش‌ها منتفی می‌شود. در این راستا، دیدگاه دست‌ناکارا<sup>۱</sup> بیان می‌کند که دولت‌ها ممکن است نیت خوبی داشته باشند؛ اما از آن به صورت نابه‌جا استفاده می‌کنند. این دیدگاه وجود شکست بازار یا انگیزه‌های دولت برای دخالت را زیر سؤال نمی‌برد؛ بلکه با توجه به دیدگاه دست‌ناکارا، حتی اگر شکست بازار وجود داشته باشد و حتی اگر دولت‌ها صداقت مثال‌زدنی را نشان دهند، مقررات رسمی ممکن است در کل در حل شکست‌های بازار ناکارا باشد. به‌طورکلی می‌توان اذعان کرد که دخالت دولت به‌منظور رفع شکست‌های بازار از طریق مقررات‌گذاری و نظارت به‌دلیل استفاده نکردن درست از مقررات، به کارایی نداشتن و شکست بازار منجر خواهد شد. باوجوداین، در رویکرد منافع خصوصی استیگلر (۱۹۷۱)، پوسنر (۱۹۷۴) و پلترمن (۱۹۸۹) و بسیاری از اقتصاددانان به مقررات به‌منزله یک ستاده نگاه کرده و مانند سایر محصولات، براساس نیروهای عرضه و تقاضا آن را بررسی کرده‌اند. این دیدگاه می‌تواند در زمینه‌های سیاست‌گذاری و مقررات‌گذاری مطرح شود. برای مثال دولت برای بخش مالی به‌نحوی مقررات وضع می‌کند که تأمین مخارج مالی دولت صورت گیرد، محدودیت اعتبار برای موارد جذاب سیاسی از بین برود و به‌طورکلی تر رفاه و نفوذ سیاست‌مداران و بروکرات‌ها را حداکثر کند؛ هرچند اهداف منافع عمومی اهداف ظاهری باشند.

طرف‌داران دیدگاه منافع خصوصی درمورد نفی دیدگاه منافع عمومی، نگران رابطه دولت با بخش مالی هستند. از این منظر، نیازهای تأمین مالی دولت‌ها یکی از انگیزه‌های دخالت دولت در مقررات‌گذاری بخش مالی است.

این نگرانی درمورد کشورهای با درآمد پایین و متوسط مطرح می‌شود که بازار سرمایه آن‌ها به‌طور گسترده‌ای توسعه نیافته است و سیستم بانکی منبع اصلی تأمین مالی داخلی برای دولت به شمار می‌رود (Han, 2016, pp. 93-97).

## ۴. ساختار نهادی مقررات‌گذاری در حوزه بازار سرمایه

درخصوص ساختار نهاد ناظر در بازار سرمایه، سه الگوی متفاوت وجود دارد که در این بخش به اختصار به معرفی آن‌ها پرداخته می‌شود.

1. Ponzi



#### ۴-۱ ساختاربخشی<sup>۱</sup>

براساس این الگوی نظارتی، که از قدیمی‌ترین الگوهای نظارتی نیز محسوب می‌شود، برای هریک از انواع مؤسسات مالی فعال در بازار سرمایه، براساس هویت حقوقی<sup>۲</sup> آن‌ها، نهاد ناظر جداگانه‌ای تعیین می‌شود. این الگو برپایه تقسیم وظایف میان نهادهای ناظر بنا شده است و مقام ناظر در هر بخش، وظیفه نظارت احتیاطی بر فعالیتهای بنگاه‌های فعال در بازار سرمایه را در راستای تحقق ثبات و سلامت مالی در آن بخش برعهده دارد (Schmulow, 2015, pp.155-156). در این الگوی تنظیم‌گری، نهاد مقررات‌گذار در بازار سرمایه، غالباً به شناسایی و توسعه حوزه فعالیت‌های مجاز می‌پردازد. این امر تا حد زیادی ناشی از مطالبات مؤسساتی است که از نهاد ناظر مجوز دریافت کرده و به دنبال توسعه فعالیت‌های خودند (Oreski et al., 2016, pp.18-19). در این مدل، مقام ناظر بورس مسئولیت نظارت بر بازار بورس را دارد؛ برای مثال در بریتانیا، اداره رفتار مالی<sup>۳</sup> (FCA) عملکرد نزدیک به ۶۰ هزار شرکت خدمات مالی و بازارهای مالی، از جمله بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، و شرکت‌های بیمه را تنظیم می‌کند. همچنین مرجع مقررات احتیاطی<sup>۴</sup> (PRA)، بر مقررات احتیاطی و نظارت بر بانک‌ها، انجمن‌های ساختمانی، اتحادیه‌های اعتباری، بیمه‌گران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ تمرکز دارد<sup>۵</sup>. همچنین هیئت بورس و اوراق بهادار هند<sup>۶</sup> (SEBI) به‌عنوان تنظیم‌کننده اصلی بازار اوراق بهادار در هند عمل می‌کند. مسئولیت‌های SEBI شامل تنظیم بورس اوراق بهادار، تضمین حمایت از سرمایه‌گذاران، ترویج بازارهای اوراق بهادار منصفانه و شفاف و اجرای قوانین اوراق بهادار است؛ برای مثال، SEBI بر عملیات بورس‌ها مانند بورس ملی (NSE) و بورس اوراق بهادار بمبئی (BSE) نظارت می‌کند تا یکپارچگی بازار و اعتماد سرمایه‌گذار را حفظ کند<sup>۷</sup>.

#### ۴-۲ ساختار کارکردی<sup>۸</sup>

در این الگو، اعمال نظارت از سوی مقام ناظر براساس نوع خدمات یا محصولات مالی بدون توجه به ماهیت حقوقی مؤسسه ارائه‌دهنده خدمات صورت می‌گیرد. بدین ترتیب، هریک از انواع کسب‌وکار مالی، تنظیم‌گر کارکردی خاص خود را دارد؛ به‌طوری که اگر بنگاهی درگیر ارائه خدمات مالی متنوع باشد، مشمول تنظیم‌گری‌های متعدد خواهد بود. برای مثال، اگر مؤسسه مالی در سه حوزه بانک، بیمه، و بازار سرمایه فعالیت داشته باشد، در هریک از این حوزه‌ها، تحت نظارت نهاد ناظر خاص خود قرار می‌گیرد. در این ساختار، مقام ناظر علاوه بر سلامت مؤسسه مالی به دلالت‌های فعالیت آن بر ثبات مالی نیز توجه داشته و به‌علاوه به مقررات‌گذاری و نظارت بر رفتار کسب‌وکار مؤسسات مالی نیز می‌پردازد (Schmulow, 2015, pp. 164-165).

#### ۴-۳ ساختار دوقله‌ای<sup>۹</sup>

در این الگو، دو نهاد یکپارچه جداگانه تشکیل می‌شود و وظایف نظارت و تنظیم‌گری بین دو تنظیم‌گر به نوعی تقسیم می‌شود که یکی از آن‌ها مسئولیت نظارت و تنظیم‌گری احتیاطی برای سه بخش اصلی نظام مالی یعنی بانک، بیمه و بورس و دیگری مسئولیت هدایت و نظارت بر کسب‌وکارها را برعهده می‌گیرد (Taylor et al., 1999, pp. 14-15; Goodhart et al., 1995, pp. 541-543; The Group of Thirty)

1. sectoral

2. Legal Status

3. Financial Conduct Authority

4. Prudential Regulation Authority

5. Financial Conduct Authority. (2022). <https://www.fca.org.uk/about>; Prudential Regulation Authority. (2022). <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/about>

6. Securities and Exchange Board of India

7. Securities and Exchange Board of India. (2022). About SEBI. <https://www.sebi.gov.in/about-sebi.html>

8. functional

9. twin peaks

2008). در این ساختار، بانک مرکزی یا نهاد مالی مستقل، بانک خارج از بانک مرکزی وظیفه تنظیم‌گری احتیاطی خرد را برعهده می‌گیرد. برای درک بهتر این الگو، فرض کنید به‌منظور اداره یک شهر شلوغ، دو گروه با وظایف مجزا فعالیت می‌کنند: ۱. گروه نظم و امنیت که وظیفه‌اش حفظ نظم و امنیت عمومی، پیشگیری از جرم و جنایت، و رسیدگی به تخلفات است؛ ۲. گروه دوم که وظیفه اداره شهر از قبیل برنامه‌ریزی برای توسعه شهر و حفظ زیرساخت‌های آن را برعهده دارد. این مثال ساده، شبیه به نحوه عملکرد ساختار دوقله‌ای در نظام مالی است. در این ساختار، دو نهاد مجزا وظایف نظارت و تنظیم‌گری را به اشتراک می‌گذارند.

نهاد نظارت احتیاطی، که وظیفه‌اش حفظ ثبات و سلامت سیستم مالی است، بر بانک‌ها، بیمه‌ها و سایر مؤسسات مالی نظارت می‌کنند تا مطمئن شوند که سالم و مسئولانه فعالیت می‌کنند و از ریسک‌های بیش از حد اجتناب می‌شود. به عبارتی، آن‌ها نقش «گروه نظم و امنیت» را در نظام مالی دارند. نهاد نظارت بر کسب‌وکار، که وظیفه تضمین عملکرد عادلانه و شفاف بازارهای مالی و محافظت از سرمایه‌گذاران را برعهده دارد، قوانین و مقررات مربوط به فعالیت در بازارهای مالی را وضع و اجرا کرده و به تخلفات رسیدگی می‌کنند. به نوعی، آن‌ها نقش «گروه اداره شهر» را در نظام مالی ایفا می‌کنند (Goodhart et al., 1995, pp. 541-543; Taylor et al., 1999, The Group of Thirty, 2008, pp. 14-15).

ساختار دوقله‌ای را می‌توان ترکیبی از دو مدل سنتی نظارت مالی، یعنی مدل بخشی و کارکردی، دانست که از مزایای هر دو مدل بهره می‌برد و در عین حال، معایبشان را کاهش می‌دهد. این الگو یک مدل نظارتی کارآمد برای نظام‌های مالی پیچیده در سراسر جهان است. این ساختار به هر نهادی اجازه می‌دهد تا بر حوزه تخصصی خود تمرکز کند. با این حال، برای عملکرد مؤثر نیازمند هماهنگی و همکاری نزدیک بین دو نهاد نظارتی است.

## ۵. نهاد مقررات‌گذار در بازار سرمایه

با توجه به قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، که قانون حاکم بر تمامی بورس‌های کشور است، صلاحیت وضع مقررات در زمینه فعالیت بورس‌ها بر عهده دو نهاد «شورای عالی بورس» و «هیئت‌مدیره بورس» گذاشته شده که وظایف هرکدام در امور مختلف از جمله وضع مقررات به تفکیک مشخص شده است. در ذیل به اختصار به آن‌ها پرداخته می‌شود.

### ۱-۵. شورای عالی بورس

برابر ماده ۳، «شورای عالی بورس» بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاست‌های کلان آن را برعهده دارد. برابر ماده ۲ قانون یادشده در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف سامان‌دهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارآمد اوراق بهادار و به‌منظور نظارت بر حسن اجرای قانون، «شورای عالی بورس» و «سازمان بورس اوراق بهادار» با ترکیب وظایف و اختیارات مندرج در قانون بازار اوراق بهادار تشکیل می‌شود. قانون بازار اوراق بهادار وظایف و صلاحیت‌های متعددی را در شانزده بند برای شورای عالی بورس برشمرده است که چهار مورد از این وظایف، مربوط به مواردی است که قانون به این نهاد مجوز و صلاحیت سیاست‌گذاری و وضع مقررات را اعطا کرده است. برابر این قانون، «شورای عالی بورس» در این‌گونه موارد صلاحیت وضع مقررات را دارد: ۱. اتخاذ تدابیر لازم برای سامان‌دهی و توسعه بازار اوراق بهادار اعمال نظارت عالیه بر اجرای این قانون؛ ۲. تعیین سیاست‌ها و خط‌مشی بازار اوراق بهادار در قالب سیاست‌های کلی نظام و قوانین و مقررات مربوطه؛ ۳. تصویب ابزارهای مالی جدید؛ ۴. پیشنهاد آیین‌نامه‌های لازم برای اجرای قانون بازار اوراق بهادار برای تصویب هیئت‌وزیران (قانون بازار اوراق بهادار، بندهای ۱ تا ۴ ماده ۴). به‌صورت کلی شورای عالی بورس، که بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است، تصویب سیاست‌های کلان آن بازار را برعهده دارد (قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۳).

## ۲-۵. هیئت مدیره بورس

ماده ۷ در ۲۲ بند، وظایف و اختیارات متعدد و گسترده‌ای برای هیئت مدیره سازمان تعریف کرده که در این میان، بندهای ۱، ۲ و ۷ صلاحیت وضع مقررات را در این موارد به هیئت مدیره اعطا کرده است: تهیه و تدوین دستورالعمل‌های اجرایی قانون بازار اوراق بهادار؛ تصویب اساسنامه بورس‌ها، کانون‌ها، و نهادهای مالی موضوع قانون یادشده و تهیه آیین‌نامه‌های لازم برای اجرای قانون و پیشنهاد آن به شورای عالی بورس. در راستای اجرای صحیح این وظایف، براساس اختیارات حاصل از ماده ۵ «آیین‌نامه مربوط به تشکیلات سازمان بورس و اوراق بهادار» و به موجب «مصوبه مربوط به چهارچوب اجرایی کمیته تدوین مقررات»، کمیته‌ای با نام «کمیته تدوین مقررات» به منزله یکی از کمیته‌های زیرمجموعه هیئت مدیره تشکیل شده است. وظایف این کمیته عبارت است از: بررسی دستورالعمل‌ها، آیین‌نامه‌ها، اساسنامه‌ها و لوایح پیشنهادی، گردآوری دیدگاه‌های استادان، کارشناسان و سایر صاحب‌نظران بازار سرمایه و اعمال آن‌ها حسب مورد؛ پیشنهاد انعقاد قرارداد با کارشناسان و صاحب‌نظران به منظور بررسی نکات فنی یا حقوقی مقررات پیشنهادی؛ و در نهایت تدوین نهایی مقررات و پیشنهاد آن‌ها به هیئت مدیره سازمان برای تصویب یا ارائه به شورا یا سایر مراجع ذیربط (مصوبه مربوط به چهارچوب اجرایی کمیته تدوین مقررات، ۱۳۸۵ ش). با توجه به آنچه گفته شد، مشخص می‌شود هیئت مدیره بورس به دلایل زیر درخصوص تصویب موارد جزئی و فنی، اساسنامه بورس‌ها، کانون‌ها، و نهادهای مالی و دستورالعمل‌های اجرایی مربوط به بورس‌ها صلاحیت وضع مقررات دارد. به طور کلی، آنچه از وضعیت مقررات‌گذاری و نظارت در بازار سرمایه می‌توان توصیف کرد این است که نظام نظارت و مقررات‌گذاری و نظارت بر بازارهای مالی بیشتر مبتنی بر نظام بخشی است؛ به نحوی که واحد مقررات‌گذار و ناظر بر بازار پول، بانک مرکزی، واحد مقررات‌گذار و ناظر بر نهادهای بازار سرمایه سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز واحد ناظر بر بازار بیمه، بیمه مرکزی است.

## ۶. علت اصلی توجیه مداخله دولت در بازار سرمایه و مصادیق آن

مروری بر مبانی نظری و دیدگاه مکاتب مختلف درمورد نقش و حضور دولت در اقتصاد نشان داد که اکثر قریب به اتفاق مکاتب مختلف، با دخالت دولت در اقتصاد در شرایط شکست بازار موافق‌اند. یکی از بازارهایی که ممکن است دچار شکست شود و حضور دولت را برای جبران شکست از طریق مقررات‌گذاری و نظارت بطلبد، بازار سرمایه است؛ به نحوی که در بسیاری از متون اقتصادی، نبود دولت مقررات‌گذار را به شکست بازار منجر و در طرف دیگر، شکست بازار را توجیه‌کننده حضور دولت مقررات‌گذار دانسته‌اند. ضمن اینکه پیامدهای منفی حضور دولت به عنوان نهاد مقررات‌گذار و ناظر، می‌تواند خود به شکست بازار منجر شود که این امر تحت عنوان شکست نابازار یا شکست دولت شناخته شده که در ذیل به برخی از موارد آن، که در چند سال اخیر (سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹) با آن مواجه شدیم، اشاره می‌کنیم.

## ۱-۶. دعوت صریح دولت از مردم برای ورود به بورس

دعوت صریح دولت از مردم برای ورود به بورس و اجرای عملیات روانی به دست مسئولان دولتی، نمونه‌ای از دعوت‌های رسمی مسئولان در سخنان رئیس‌جمهور محترم وقت نمایانگر است: «با شرایطی که بورس نشان می‌دهد اوضاع بهتر خواهد شد؛ مردم باید همه چیز را به بورس بسپارند»<sup>۱</sup>. تحلیلگر و کارشناس بازار سرمایه بیان می‌کند که دعوت مردم به بازار سرمایه نوعی بیمه‌کردن آن و نبود ریسک تلقی شد و با این روش میلیون‌ها نفر وارد بازار سرمایه شدند که این موضوع مصداق بارز دخالت در بورس است. وی افزود نه تنها اعضای اقتصادی دولت، بلکه افرادی که در حاکمیت نیز نقش دارند مردم را به بازار سرمایه دعوت کردند و با اعداد و ارقام و تحلیل اعلام کردند که این بازار اکنون مطمئن‌ترین و سودده‌ترین بازار خواهد بود. در این‌گونه اظهارنظرها، که مقامات خودشان را جای کارشناس می‌گذارند و مواردی را مطرح می‌کنند، باعث

1. <https://tejaratnews.com/>

می‌شود مردم رغبت کنند تا به بازارهایی مانند بازار سرمایه وارد شوند. بر کسی پوشیده نیست که دولت در سال گذشته، درآمد زیادی از بازار سرمایه کسب کرده و بخشی از سهام دولتی به مردم واگذار شده است.

## ۲-۶. دستکاری دامنه نوسان سهام به صورت هدفمند

در زمینه دستکاری دامنه نوسان سهام به صورت هدفمند و انجام معاملات سهام برخی از شرکت‌های دولتی با هدف افزایش حجم تقاضا در نمادهای دولتی گفتنی است در تصمیمی که هیئت‌مدیره سازمان بورس در اسفندماه سال ۱۳۹۸ اتخاذ کرده بود قرار بود دامنه محدودیت نوسان از ۵ به ۲ درصد کاهش یابد زمان اجرای این تصمیم ۱۷ اسفند بود؛ اما این تصمیم به اجرا نرسید و توسط وزیر اقتصاد در مقام رئیس شورای عالی بورس، که مدعی بود در جریان تصمیم هیئت‌مدیره سازمان بورس نبوده، منتفی شد. باین حال، به نظر می‌رسد شاپور محمدی در مقام رئیس وقت سازمان بورس، این تصمیم را در راستای کنترل رشد هیجانی شاخص اتخاذ کرده بود که با دخالت مستقیم دولت و شخص وزیر اقتصاد، این تصمیم لغو شد.

## ۳-۶. دستکاری سیاست‌های پولی از جمله کاهش نرخ سود بانکی به منظور ارتزاق دولت از بورس

نتایج برخی تحقیقات حاکی از آن است که سیاست پولی در بازدهی سهام تأثیر دارد. از جمله این تحقیقات می‌توان به تحقیق چامی<sup>۱</sup>، کوزیمانو<sup>۲</sup>، و فولنکمپ<sup>۳</sup> اشاره کرد که هارن در پژوهش خود آن‌ها را ذکر کرده است. این محققان بیان می‌کنند که بازار سهام متأثر از سیاست پولی است و در دو دهه اخیر، میزان تأثیرپذیری آن افزایش داشته است (پورحیدری و همکاران، ۱۳۸۷، ص ۸۷). «دولت منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق بورس تأمین کرد؛ اما ضمناً تیر خلاص را هم به سرمایه‌های مردم در بورس زد.» وزیر اقتصاد گفت: در ۱۰ ماه امسال ۵۰۰ هزار میلیارد تومان در بازار سرمایه برای دولت تأمین مالی شده است؛ این درحالی است که کل تأمین مالی بازار سرمایه در سال گذشته، ۲۶۴ هزار میلیارد تومان بوده است.

## ۴-۶. اعمال تأثیر در روند بازار بورس به روش‌های گوناگون

مجاز و متوقف کردن معاملات سهم‌های مختلف بازار، قطعی‌های متمادی و نبود امکان سفارش‌گیری سامانه‌ها، دستور کاهش شدید اعتبارات کارگزاری‌ها برای ایجاد فشار فروش بیشتر، ابلاغ مصوبه سازمان در خصوص نصاب سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت به صف‌های فروش متوالی و ریزش هرچه بیشتر بازار تداوم بخشید.

## ۵-۶. دستکاری قیمت سهام شرکت‌ها از طریق قیمت‌گذاری‌های دستوری

دستکاری عبارت است از مداخله عمدی در فرایند عرضه و تقاضای آزاد اوراق بهادار این عمل اغلب به منظور فریب‌دادن یا گمراه کردن سرمایه‌گذاران از طریق کنترل با تأثیر صوری و غیرواقعی در قیمت اوراق بهادار یا فعالیت بازار صورت می‌گیرد (Ghorbani et al, 2010, p. 305)، در زمانی که بازار سرمایه وارد فاز اصلاحی شده بود. گاهی شاخص کل روند مثبت به خود می‌گرفت؛ اما شاخص هم‌وزن همچنان منفی بود. این اتفاق در برهه‌هایی رخ می‌داد که دولت شرکت‌های حقوقی را وادار به حمایت از بورس می‌کرد؛ اما این حمایت‌ها فقط در تعدادی از نمادها، که به شاخص‌ساز معروف‌اند و اتفاقاً نمادهای دولتی نیز هستند، رخ می‌داد.

1. Chami  
2. Cosimano  
3. Fullenkamp

## ۶-۶. برکنارکردن رئیس سازمان بورس به علت مخالفت با رشد بی‌رویه بورس

«عمق کم بازار سرمایه و ظرف کوچک آن برای سیل خروشان پول‌های ورودی به بورس سبب ایجاد تورم در قیمت نمادهای بورسی خواهد شد.» این را می‌توان خلاصه آخرین نظرات شاپور محمدی رئیس سابق سازمان بورس معرفی کرد: «اما دولتمردان که بورس را مأمنی برای کسری بودجه خود می‌دیدند نه تنها وی را برکنار کردند، بلکه بدون عمق بخشیدن به بازار هر روز مردم را برای ورود به بورس تشویق کردند. اما در همان زمان برخی کارشناسان این دخالت دولت در بازار سرمایه را منتهی به ریزش تاریخی بورس می‌دانستند»<sup>۱</sup>.

## ۷. تأثیر مقررات‌گذاری در کارایی بازار سرمایه

همان‌طور که در مباحث پیشین اشاره شد، مقررات‌گذاری عبارت است از مداخله دولت در اقتصاد برای تنظیم بازار و افزایش کارایی آن که عمدتاً از طریق وضع قوانین و مقررات صورت می‌گیرد (Zarei et al., 2013, p. 4). مقررات‌گذاری و مداخله دولت در بازار سرمایه چنانچه به صورت صحیح و کارشناسی صورت گیرد، سبب بهبود کارایی بازار سرمایه شده و چنانچه به صورت غیرکارشناسی انجام گیرد، آثار و نتایج نامطلوبی خواهد داشت که در ذیل به آن‌ها پرداخته شده است.

### ۱-۷. شفافیت

شفافیت موضوعی اساسی در طراحی و تنظیم بازار است. به نظر می‌رسد بخش بزرگی از مشکلات اقتصادی کشور ناشی از عدم شفافیت در بازار بورس است و بسیاری از شرکت‌های دولتی، خصوصی و نیمه‌خصوصی سعی می‌کنند برای تعارض منافع خود، تا جایی که امکان دارد عدم شفافیت را سرلوحه کار خود قرار دهند که البته با مقررات‌گذاری‌هایی که طی سالیان قبل انجام شده تا حدود زیادی بازار سرمایه به نسبت قبل شفافیت بیشتری داشته و همین امر در میزان معاملات به چشم می‌خورد. به‌طورکلی به نظر می‌رسد که تعارض منافع بزرگ‌ترین دلیل عدم شفافیت تمام بنگاه‌های اقتصادی کشور از بنگاه‌های خرد تا کلان، از خصوصی تا دولتی و نیمه‌خصوصی است. برخی مدیران علاقه دارند در سایه عدم شفافیت کارهای خود را پیش برند و منافع خود و هیئت مدیره را تا جایی که می‌توانند بر منافع شرکت در ارجحیت قرار دهند. به همین علت، وضعیت بسیاری از شرکت‌های بزرگ غیرشفاف است و از همه مهم‌تر، عملکرد این شرکت‌ها تحت نظارت دستگاه‌های نظارتی نیز قرار ندارد تا خطاهایشان به حداقل ممکن برسد.

### ۲-۷. کشف قیمت

مقررات‌گذاری صحیح در بازار سرمایه، که به تنظیم بازار انجامیده، در حفظ تعادل بین عرضه و تقاضا در این بازار نقش مهمی ایفا می‌کند. نکته مهم آن است که این مقررات به صورت هدفمند طراحی شوند و چهارچوب مقررات‌گذاری برای بازارهای سرمایه باید در راستای تضمین کافی رقابت، تدوین و اجرا شود (Ilie et al., 2007, p.1). مقررات‌گذاری‌ای که رقابت را محدود کند، در بهره‌وری و کارایی بازار تأثیر منفی می‌گذارد؛ کشف قیمت محصولات در تقابل عرضه و تقاضا مانع از رانت و فساد می‌شود که این موضوع گام مهمی در راستای شفاف‌سازی در نظام اقتصادی کشور بوده و گذرگاهش بورس کالا است. هر اطلاعاتی که وارد ساختار بازار سرمایه می‌شود، می‌تواند برنامه‌ریزی‌های لازم را برای وضعیت عرضه و تقاضای آن، میزان نیاز داخلی کشور و توسعه فعالیت‌ها ایجاد و در نهایت زمینه رشد تولید و سرمایه‌گذاری را فراهم کند. وجود قیمت‌گذاری دستوری<sup>۲</sup> یکی از مشکلاتی است که از گذشته اقتصاد کشور با آن روبه‌رو بوده است و هنوز هم با آن مواجه است. این موضوع به ضرر تولیدکننده

1. <https://www.tabnak.ir/fa/news/1029961/>

۲. برای مثال شورای رقابت در اردیبهشت ماه امسال (۱۴۰۲) قیمت هفده خودروی موتوژی را مصوب کرد و نکته مورد توجه در مورد قیمت‌های مصوب این بود که قیمت این خودروها بین ۱۰۰ تا ۸۰۰ میلیون تومان کمتر از قیمت کارخانه‌ای خودروها اعلام شد. پس از اعلام قیمت‌های مصوب، با وجود اینکه موتوژکاران انتقاداتی به قیمت‌های مصوب شورای رقابت داشتند، اما وزارت صمت و شورای رقابت اعلام کردند که اعمال مصوبه شورای رقابت لازم الاجرا است و بنابراین موتوژکاران مکلف‌اند که قیمت‌های مصوب را اعمال کنند.

و مصرف‌کننده است. مفهوم از بین رفتن قیمت‌گذاری دستوری در مکانیزم بورس کالا این است که انتفاع درخور توجهی به تولید بازگردد. برای این امر، می‌توان به عرضه خودرو در بورس کالا اشاره کرد که اخیراً اتفاق افتاد و با بایدها و نبایدهای بسیاری از جمله اصرار مجلس تا مقاومت وزارت صمت برای اجرای این روش همراه بود. نکته جالب این است که بارها کارشناسان تأکید کرده‌اند استفاده از بورس کالا به شفاف‌شدن قیمت‌ها منجر می‌شود؛ این درحالی بود که قیمت خودرو در مسیر کارخانه تا بازار آزاد با تفاوت بسیاری همراه بود و واسطه‌گری در این بازار یک‌هتازی می‌کرد. پس در گام اول، عرضه خودرو در بورس می‌توانست بر کاهش واسطه‌گری اثر گذارد؛ اما در این میان، وزارت صمت چندی پیش با لغو عرضه خودرو در بورس بر استفاده از سامانه یکپارچه فروش خودرو تأکید داشت. این موضوع شائبه نفوذ واسطه‌ها را در وهله اول ایجاد کرد. درحالی‌که با عرضه خودرو در بورس و حذف واسطه‌ها، قیمت خودرو به سمت کشف قیمت رفته و می‌توانست به واقعی‌شدن قیمت‌ها کمک کند؛ اما در گام بعدی، عرضه خودرو در بورس به کاهش ضرر و زیان خودروسازان منجر می‌شد. شرایط امروز صنعت خودروی کشور به نحوی است که تولید برخی خودروها برای خودروسازان زبانی بیش از ۵۰ درصد به همراه داشته؛ اما با عرضه مستقیم در بورس می‌توانست شاهد کاهش این زیان بود. در نهایت استفاده از این ابزار می‌توانست زیان انباشته ۱۱۷ هزار میلیاردی خودروسازان که نتیجه سیاست‌گذاری‌های نادرستی بوده و همچنان نیز ادامه دارد، با عرضه در بورس کالا متوقف شود. عرضه خودرو، که اخیراً صورت گرفته، نشان می‌دهد که بورس می‌تواند محلی برای شفاف‌سازی قیمت به نفع تولیدکننده و مصرف‌کننده باشد؛ اما نکته جالب این است که با وجود تلاش‌های وزارت صمت برای سامان‌دهی بازار خودرو و الزام عرضه خودروسازان در سامانه یکپارچه فروش، متقاضیان رضایت چندانی از این سامانه ندارند. در واقع در سال‌های اخیر، سیاست‌گذاری‌های وزارت صمت برای بهبود شرایط در بازار خودرو با شکست و نارضایتی همراه بوده و تنها به زیان خودروسازان منجر شده است. برای مثال در فروش قبلی و اختلال سامانه و خطا در اعلام نتایج تعهد بالایی خارج از برنامه فروش برای ایران‌خودرو ایجاد شد که این شرکت برای رضایت مشتریان مجبور به اجرای تعهدات خود شد. در واقع فقدان زیرساخت درست از سوی وزارت صمت به ضرر خودروساز تمام شد. اجرای سیاست‌های وزارت صمت جذب نقدینگی برای خودروسازان را سخت کرده است؛ زیرا پیش از این، خودروسازان با فروش هفتگی این نقدینگی را جذب می‌کردند؛ اما اکنون با اجرای این سیاست، ورود این نقدینگی با مشکلاتی مواجه شده است. اصرار وزارت صمت به عرضه خودرو در سامانه یکپارچه فروش نه تنها دردی از صنعت خودرو دوا نکرده؛ بلکه بر مشکلات افزوده است؛ درحالی‌که با عرضه در بورس کالا، می‌توان شاهد بهبود قیمت‌ها و کاهش زیان خودروسازان بود و این یعنی رضایت تولیدکننده و مصرف‌کننده. همچنین در سال‌های گذشته در حوزه فولاد، سالانه حدود هفت هزار میلیارد تومان رانت در اقتصاد کشور توزیع شده و به دست دلالان رسیده است؛ بنابراین تولیدکننده و مصرف‌کننده هیچ انتفاعی از آن نبرده‌اند.

### ۳-۷. امنیت در تسویه

از دیگر آثار وضع قوانین و مقررات‌گذاری در بازار سرمایه، که موجبات افزایش کارایی بازار سرمایه را به همراه داشته است، می‌توان به امنیت در تسویه اشاره کرد. در ایران پس از بسته‌شدن معامله میان خریدار و فروشنده در بازارهای بورس، مرحله اساسی در تکمیل چرخه معاملات، مرحله پایایی یا تعیین تعهدات طرفین و سپس تسویه تعهدات ناشی از معاملات میان خریدار و فروشنده است. دست‌اندرکاران بازارهای سرمایه به منظور رفع این عدم اطمینان، به تسویه مبادلات مالی از طریق شرکت سپرده‌گذاری مرکزی به منزله نهاد واسط و متولی امر تسویه، که وظیفه‌اش اقدامات لازم در راستای تسویه سریع‌تر و راحت‌تر معاملات است، پرداخته‌اند. سمات<sup>۱</sup> به منزله اتاق پایایی<sup>۲</sup> بازار سرمایه ایران عمل می‌کند (Hosseinzadeh & Alaei, 1400, p. 2). بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه اتاق پایایی، اتاق را واحدی می‌داند که تسویه و پایایی از طریق آن

۱. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در راستای تسویه معاملات بورس اوراق بهادار اقداماتی مانند ثبت و سپرده‌گذاری اوراق بهادار، اخذ وثیقه از فعالان در بازار، ایجاد صندوق ضمانت

تسویه و غیره را انجام می‌دهد.



صورت می‌گیرد. اتاق در برخی موارد، به‌عنوان واحد یا بخشی از بازاری است که مسئولیت تسویه آن را به عهده دارد و در برخی موارد، به‌منزله نهاد مستقل و جدای از بازار مربوطه، فقط به امر تسویه معاملات آن بازار می‌پردازد (Han Kim & Singal, 2000, p. 26).

به‌طور کلی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی از نظر نقش حقوقی، نهاد معامله‌گر نبوده است؛ بلکه محاسبه‌گر است که بعد از محاسبه حقوق و تعهدات به وکالت از متعهدان و با جابه‌جایی اعتبارات از شبکه بدهکار به شبکه بستانکار، اقدام به تسویه معاملات می‌کند و در صورت استتکاف متعاملان از پرداخت مابقی وجوه، به اجرای تعهدات از محل تضمین‌ها به نفع متعهد له مباردت می‌ورزد؛ بدین ترتیب سمات در انجام معاملات صحن هیچ نقشی ندارد و بعد از آن نیز در مرحله تسویه، تعهدات طرفین را قبول نمی‌کند. سمات مسئولیت مستقل در تسویه تعهدات را برعهده ندارد؛ بلکه فقط در نقش «وکیل متعهد له» به‌منظور تسویه تعهدات وی اقدام می‌کند؛ مسئولیت اجرای تعهدات برعهده کارگزاران و معامله‌گران است و سمات تعهد مستقلی در اجرای تعهدات معامله‌گران ندارد؛ ولی در عمل تلاش می‌کند از همه ابزارها از جمله منابع موجود در «صندوق تضمین تسویه» استفاده کند تا در روند تسویه اختلالی ایجاد نشود؛ در نتیجه سمات در تسویه معاملات هم در مقام مدیر و ناظر به مدیریت و نظارت بر فرایند تسویه می‌پردازد و هم به‌منزله نهاد تسویه با ماهیت وکیل متعهد به تسویه تعهدات و پایاپایی وجوه مباردت می‌ورزد (Hosseinzadeh et al., 1400, p. 19).

#### ۴-۷. کنترل تورم در جامعه با مقررات‌گذاری صحیح

اساساً بحث تورم کاملاً پولی است و به‌طور مشخص به سیاست‌های پولی و مالی دولت بازمی‌گردد. در این میان، بورس به‌عنوان معیار و درجه‌ای از وضعیت پولی (تجارت و تولید) در کشور، به شرطی که فعال بوده و سودآوری داشته باشد، توأم با اینکه بتواند پاسخ‌گوی بخشی از تقاضای ایجادشده باشد، طبعاً به کاهش تورم و رشد تولید کمک می‌کند. دولت باید در راستای افزایش سودآوری، جذب سرمایه و به‌نوعی سرمایه‌گذاری بیشتر بنگاه‌های اقتصادی، تولیدی و تجاری کشور موانع را شناسایی و برای حذف آن‌ها اقدام کند. طبعاً با بهره‌گیری از چنین فرایندی اعتماد جامعه سرمایه‌گذار و به‌طور کلی عموم مردم، به بازار سرمایه بازخواهد گشت. در پی چنین رویدادی، مردم از جایگاه مقابله‌گر به سرمایه‌گذار تبدیل می‌شوند. در حقیقت این مهم به لحاظ میزان شفافیت و دخالت در بازارهای مختلف، که بنگاه‌ها در آن فعال هستند، به سیاست‌های بلندمدت دولت بازمی‌گردد. طبیعتاً هر اندازه که شفافیت بیشتر بوده و به‌نوعی اختلالاتی که در بازار هدف بنگاه‌ها ایجاد می‌شود از سوی دولت کاهش یابد، طبعاً منابع بیشتری به بورس منتقل خواهد شد. طرف مقابل این قضیه نیز صادق است؛ به‌طوری‌که دولت با مقررات‌گذاری نادرست موجبات بسته‌شدن دست بنگاه‌های اقتصادی را فراهم می‌کند و سبب رکود و خروج هزاران میلیارد نقدینگی از بازار سرمایه شده و همین امر خود زمینه‌ساز افزایش تورم است؛ برای مثال می‌توان به مقررات‌گذاری غیرکارشناسی اخیر دولت در افزایش قیمت خوراک پتروشیمی‌ها اشاره کرد. پس از آن‌که بخشنامه و مقررات مربوط به افزایش نرخ خوراک پتروشیمی‌ها منتشر شد، شاخص بورس به‌شدت نزولی شد؛ به‌گونه‌ای که دولت را وادار به اصلاح مصوبه خود کرد. طبق محاسباتی که در سازمان بورس انجام شده است، با توجه به اصلاح قیمتی و افزایش درآمد دولت از این محل، متقابلاً حدود ۹ درصد از سود شرکت‌های تولیدی بورس در سال ۱۴۰۲ کاسته شده است. به بیان دیگر، نرخ جدید سود شرکت‌های بورسی را از حدود ۶۴۰ همت<sup>۱</sup> به ۴۹۰ همت کاهش داده است.

همچنین انتظار می‌رفت افزایش نرخ‌ها حدود ۵۰۰ همت در ارزش بازار کل بورس اثر داشته باشد؛ اما این تأثیر بیشتر بود و باعث شد به‌جای ۵۰۰ همت، ۲۵۰۰ همت بر ارزش بازار تأثیر بگذارد. به عبارت دیگر، از ۱۷ اردیبهشت زمان تصویب تغییر نرخ تا حدود پایان تیرماه ۱۴۰۲، ۲۵۰۰ همت از ارزش بازار سرمایه کاسته شده است.

به‌طور کلی گفتنی است که در زمینه تأثیر بازار سرمایه در کنترل تورم کشورهایی که دارای نرخ تورم بالا هستند، دچار نوسانات بالای بازار سهام نیز هستند. افزایش قابل پیش‌بینی نرخ تورم می‌تواند توسعه بازار سرمایه و بازدهی واقعی را کاهش دهد (Abiri, 2005, p. 54). مطالعات

۱. همت مخفف عبارت «هزار میلیارد تومان» است.



تجربیی بوید و همکاران در سال ۲۰۰۱، ثابت کرده است که نرخ تورم به‌طور منفی با بازارهای مالی و سرمایه‌ای در ارتباط است؛ به‌طوری که تشدید تورم و افزایش نرخ آن کارایی و عملکرد بازار سرمایه را به‌شدت کاهش می‌دهد. مباحث نظری در حال گسترش در این حوزه، سازوکارهایی را شرح داده است که به‌موجب آن، حتی افزایش پیش‌بینی ناپذیر نرخ تورم با توانایی بخش مالی در تخصیص بهینه منابع تداخل دارد (Salimifar, 1391, p. 59).

## ۸. چالش‌های ساختار مقررات‌گذاری و نظارت در ایران

ساختار تنظیم مقررات و نظارت بر بازار سرمایه در ایران، نهادی با برخی ویژگی‌های الگوی کارکردی است که بررسی شد؛ براین‌اساس، گفتنی است که چالش‌های ساختار مقررات‌گذاری و نظارت بر بازار سرمایه در ایران را می‌توان به شرح ذیل توضیح داد:

### ۸-۱. نبود الگوی مقررات‌گذاری ساختارمند در بازار سرمایه

الگوی مقررات‌گذاری، که در حال حاضر در بازار سرمایه جریان دارد، از یک‌سو شباهت زیادی به الگوهای نظارتی بخشی دارد و از سوی دیگر، به الگوهای نظارتی کارکردی مشابهت دارد و لذا می‌توان آن را با مسامحه، الگوی ترکیبی دانست. همان‌طور که اشاره شد، الگوی مقررات‌گذاری فعلی در بازار سرمایه ایران، ترکیبی از الگوهای نظارتی بخشی و کارکردی است. در این الگو، وظایف نظارتی بین نهادهای مختلف با توجه به نوع اوراق بهادار، بازار یا فعالیت خاص توزیع می‌شود.

#### ۸-۱-۱. نهادهای مرتبط در ساختار مقررات‌گذاری

۱. شورای عالی بورس: عالی‌ترین مرجع تصمیم‌گیری در بازار سرمایه ایران است که وظایف کلیدی مانند تدوین سیاست‌ها، تصویب مقررات و نظارت بر عملکرد نهادهای اجرایی را برعهده دارد (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ماده ۱).
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار: نهاد اجرایی اصلی در بازار سرمایه است که وظایف عملیاتی مانند صدور مجوز، نظارت بر فعالیت‌ها و اجرای مقررات را برعهده دارد (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ماده ۵).
۳. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران: نهاد ناظر نظام بانکی و پولی کشور است که وظایف نظارتی بر فعالیت‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری را برعهده دارد (قانون پولی و بانکی جمهوری اسلامی ایران، ماده ۲).
۴. سایر نهادهای نظارتی: نهادهای دیگری مانند بیمه مرکزی ایران و سازمان بورس کالا نیز در چهارچوب وظایف و اختیارات خود بر بخش‌های خاصی از بازار سرمایه نظارت می‌کنند.

#### ۸-۱-۲. نحوه فعالیت نهادها

۱. شورای عالی بورس: این شورا جلسات خود را به‌صورت دوره‌ای برگزار می‌کند و با حضور نمایندگان نهادهای مختلف دولتی و بخش خصوصی، به بررسی و تصویب سیاست‌ها، مقررات و دستورالعمل‌های مربوط به بازار سرمایه می‌پردازد. (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ماده ۳)؛
۲. سازمان بورس و اوراق بهادار: این سازمان با استفاده از ابزارهای مختلف نظارتی مانند بازرسی، حسابرسی، بررسی‌های دوره‌ای و مستمر بر فعالیت‌های نهادهای بازار سرمایه، ناشران، معامله‌گران و سایر بازیگران بازار نظارت می‌کند (قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ماده ۷)؛

۳. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران: این بانک با استفاده از ابزارهای نظارتی مانند نسبت کفایت سرمایه، نسبت ذخایر قانونی، و ضوابط مربوط به اعطای تسهیلات، بر فعالیتهای بانکها و مؤسسات اعتباری نظارت می‌کند (قانون پولی و بانکی جمهوری اسلامی ایران، ماده ۴۰)؛

۴. سایر نهادهای نظارتی: نهادهای دیگری مانند بیمه مرکزی ایران و سازمان بورس کالا نیز با استفاده از ابزارهای نظارتی خاص خود بر فعالیتهای مربوط به بازار کالا و مشتقات مالی نظارت می‌کنند.

در الگوی نظارتی کارکردی، وظایف نظارت براساس فعالیتهای خاص در بازار سرمایه، فارغ از نوع اوراق بهادار یا بازار، به نهادهای ناظر مختلف تفویض می‌شود.

نهادهای ناظر مرتبط:

۱. **نهاد ناظر بر صدور اوراق بهادار:** این نهاد وظایف نظارتی بر فرایند صدور اوراق بهادار، از جمله بررسی صلاحیت ناشران، ارزیابی ریسک اوراق، و اطمینان از رعایت الزامات افشا را برعهده دارد؛ مثل کمیسیون اوراق بهادار؛

۲. **نهاد ناظر بر معاملات:** این نهاد وظایف نظارتی بر فعالیتهای معاملاتی در بازار سرمایه، از جمله نظارت بر کارگزاران، معامله‌گران و سامانه‌های معاملاتی را برعهده دارد؛ مثل سازمان بورس؛

۳. **نهاد ناظر بر تسویه حساب:** این نهاد وظایف نظارتی بر فرایند تسویه حساب معاملات اوراق بهادار، از جمله اطمینان از تسویه به موقع و صحیح معاملات و مدیریت ریسک‌های مربوط به تسویه حساب را برعهده دارد (مثال: نهاد تسویه اوراق بهادار)؛

۴. **نهاد ناظر بر مدیریت ریسک:** این نهاد وظایف نظارتی بر مدیریت ریسک توسط نهادهای مختلف بازار سرمایه، از جمله ناشران، کارگزاران و معامله‌گران را برعهده دارد؛ مثل واحد نظارت بر ریسک در سازمان بورس.

نهادهای ناظر در این الگو از ابزارها و روش‌های مختلفی برای انجام وظایف نظارتی خود استفاده می‌کنند:

۱. نهادهای ناظر مقررات و الزامات مربوط به هر فعالیت خاص را تدوین و ابلاغ می‌کنند؛

۲. بازرسی‌ها و حسابرسی‌های دوره‌ای و مستمر از نهادهای تحت نظارت برای بررسی انطباق آن‌ها با مقررات؛

۳. رصد و پایش مستمر فعالیتهای از طریق سیستم‌های نظارتی و فناوری اطلاعات برای شناسایی فعالیتهای مشکوک؛

۴. در صورت مشاهده تخلف یا عدم انطباق با مقررات، اعمال اقدامات اجرایی مانند صدور اخطار، جریمه، جریمه یا لغو مجوز و حتی پیگیری قانونی.

الگوی تنظیم‌گری ترکیبی در ایران از نوع ساختاریافته و نظام‌مند نیست؛ چراکه در موارد زیادی با هم‌پوشانی‌ها و شکاف‌های نظارتی آشکار مواجه است. یکی از نمونه‌های هم‌پوشانی در الگوی مقررات‌گذاری فعلی ایران، نظارت بر فعالیتهای بازارگردانی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی است. درحالی‌که بانک مرکزی وظایف نظارتی کلی بر نظام بانکی و پولی را برعهده دارد، سازمان بورس و اوراق بهادار وظایف نظارتی ویژه و خاص (specific) بر فعالیتهای بازارگردانی در بورس اوراق بهادار را برعهده دارد. این امر ممکن است به ناهماهنگی و عدم انسجام در نظارت بر این فعالیتهای منجر شود. همچنین فقدان یک نظام نظارت یکپارچه و جامع، که کلیه بخش‌ها و فعالیتهای بازار سرمایه را پوشش دهد، ممکن است به ایجاد خلأهای نظارتی و افزایش ریسک‌های سیستمی منجر شود. در این الگو، حجم بسیار بالایی از دارایی‌های نظام مالی ایران در حوزه نظام بانکی کشور قرار دارد. همراه با تحولات نظام بانکداری در جهان، بانک‌های ایران نیز از کارکرد ساده واسطه‌گری و جوه به «مؤسسات بزرگ مالی» تغییر هویت یافته‌اند و اغلب فعالیت خود را از واسطه‌گری و جوه به سایر فعالیتهای در دو بازار سرمایه و بیمه گسترش داده‌اند؛ درحالی‌که فعالیتهای خارج از بازار پول آن‌ها، تحت نظارت قوی بانک مرکزی قرار ندارد. توسعه بانکداری سایه در ایران، با بهره‌برداری از شکاف‌های نظارتی موجود، قابلیت بروز ریسک سیستمی را در نظام مالی افزایش داده است.

## ۲-۸. تضاد در اهداف بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار

درخصوص آن دسته از نهادهای مالی که به‌طور هم‌زمان توسط بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار یا بیمه مرکزی مقررات‌گذاری و نظارت می‌شوند، نکته مهم این است که در اقدامات سه نهاد ناظر تضادی وجود نداشته باشد. این درحالی است که بروز ناهماهنگی در زمینه مقررات‌گذاری و نظارت بر بانک‌ها اخیراً با پیامدهای منفی زیادی همراه بوده است.

در حال حاضر، سازمان بورس و اوراق بهادار خود را حامی حقوق سهام‌داران و به‌خصوص سهام‌داران خرد می‌داند. به استناد ماده (۲) قانون بازار اوراق بهادار، یکی از اهداف مهم ایجاد شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس و اوراق بهادار حمایت از سرمایه‌گذاران عنوان شده است.

در مقابل، بانک مرکزی خود را در برابر سپرده‌گذاران و نه سهام‌داران مسئول می‌داند. به تعبیری، سهام‌داران مسئولیت اداره مناسب بانک از طریق تعیین مدیران و بازرسان تلقی می‌شوند. عمده‌وظیفه بانک مرکزی درخصوص بانک‌ها در حال حاضر به نظارت احتیاطی خرد مربوط می‌شود که می‌توان دو هدف مهم برای آن قائل شد: یکی جلوگیری از شکست بانک‌ها بر اثر تأثیرات سلسله‌وار آن در سایر نهادهای مالی و دیگری تضمین حقوق سپرده‌گذاران در نظام بانکی؛ لذا در شرایطی که بانک مرکزی اقدامات سخت‌گیرانه‌ای را از سال ۱۳۹۵ در مورد صورت‌های مالی برخی بانک‌ها در نظر گرفته و تمام هزینه‌های این سخت‌گیری را متوجه سهام‌داران کرده است. این موضوع از منظر سازمان بورس و اوراق بهادار پذیرفته نیست؛ زیرا تبعات سنگینی را متوجه سهام‌داران خرد کرده؛ بدون این که اطلاعی از وضعیت موجود داشته و در آن ایفای نقش کرده باشند.

## ۳-۸. فقدان استقلال کافی نهادهای نظارتی

نهادهای تنظیم مقررات و نظارت بر بازارهای مالی در کشور، باوجود تفاوت‌هایی که از نظر ساختار مالی و اداری دارند نکته نسبتاً مشترکی در مورد آن‌ها وجود دارد که ضعف در استقلالشان است. در جهان امروز، استقلال نهادهای تنظیمی و نظارتی از دولت و نهادهای سیاسی اصلی پذیرفته شده تلقی می‌شود که تضمین‌کننده کارایی آن‌هاست. به عبارت دیگر، برای اینکه نهادهای مزبور وظایف نظارتی خود را به‌نحو مؤثر و غیرسوگیرانه به انجام برسانند، باید در قالب مؤسسه‌ای تخصصی و بدون اثرپذیری از نهادهای سیاسی باشند. استقلال جنبه‌های مختلفی دارد و البته مسئله‌ای نسبی است و ممکن است از کشوری به کشور دیگر متفاوت باشد. از لحاظ ساختار اداری، سازمان بورس و اوراق بهادار در ایران از استقلال نسبی برخوردار است. از جنبه نهادهای تنظیم مقررات در نهاد شورای عالی بورس و اوراق بهادار اغلب از اعضای دولتی تشکیل شده‌اند و از این منظر، استقلال کافی ندارند؛ ولی از لحاظ مالی نیز سازمان بورس و اوراق بهادار مستقل‌اند.

## ۴-۸. خلأ نظارت بر صندوق‌های بازنشستگی

مهم‌ترین دلیل اهمیت صندوق‌ها و طرح‌های بازنشستگی به‌عنوان چالش‌های مقررات‌گذاری در بازار سرمایه به نقش تعیین‌کننده آن‌ها در بازارهای مالی، به‌ویژه بازار سرمایه مربوط می‌شود که مواردی مانند حجم و منابع دارایی‌ها، گردش مالی و عملیات سرمایه‌گذاری، سیاست‌ها و راهبردهای سرمایه‌گذاری، مقررات حسابداری سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت ریسک صندوق‌ها را در بر می‌گیرد.

ساختار نظارتی صندوق‌های بازنشستگی در بین کشورها متفاوت است؛ ولی به‌طور کلی شامل سه ساختار نظارت پیکارچه، نیمه‌پیکارچه و تخصصی می‌شود. باوجود اهمیت بالای تنظیم مقررات و نظارت بر صندوق‌های بازنشستگی در ایران، در این زمینه خلأ وجود دارد. در حال حاضر، به استناد اصلاح مواد (۶) و (۷) قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، صندوق‌ها موظف شده‌اند صرفاً اطلاعات خود را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کنند؛ اما در برخی موارد، از این امر امتناع یا گزارش خلاف واقع ارائه می‌دهند و به‌طور کلی می‌توان گفت خلأ نظارت در این حوزه به‌نحوی سبب بروز عدم شفافیت شده است.

## نتیجه‌گیری

قوانین و مقررات ابزارهای حقوقی هستند که برای نظارت بر بازار آزاد به کار گرفته می‌شوند. معمولاً دولت با وضع مقررات، برخی قراردادهای ناعادلانه و غیرقانونی را محدود می‌کند و به دنبال اصلاح عدم تعادل‌هایی است که ممکن است در نتیجه عملکرد بازار حاصل شود. در جمهوری اسلامی ایران نیز براساس «قانون بازار اوراق بهادار»، که قانون حاکم درخصوص تمامی بورس‌های کشور است، «شورای عالی بورس» و «هیئت مدیره بورس» صلاحیت وضع مقررات در بازار سرمایه را دارند که این امر ناشی از «ساختار نهادی» در حوزه بازار سرمایه است؛ البته برخی جنبه‌های الگوی کارکردی نیز در ایران استفاده می‌شود که بر مبنای آن، مداخله دولت در بازار سرمایه اجتناب‌ناپذیر است و می‌تواند از طریق مقررات‌گذاری بر کارایی آن بیفزاید یا کارایی بازار سرمایه را با مخاطرات جدی مواجه سازد. مقررات‌گذاری در بازار سرمایه با چالش‌هایی از قبیل نبودن الگوی مقررات‌گذاری ساختارمند، تضاد در اهداف بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، نبود استقلال کافی نهادهای نظارتی و... مواجه است؛ در نتیجه وجود نهاد متخصصی که از تحولات پدیدآمده آگاه بوده و براساس آن، بتواند به موقع با ابزار مقررات‌گذاری در بازار تأثیر مستقیم گذارد و همچنین بر آن نظارت دقیق داشته و ضمانت اجرای آن را نیز اعمال کند در این شرایط به شدت احساس می‌شود؛ از این رو پیشنهاد می‌شود:

اولاً برای بهبود نظارت بر بازارهای مالی و رفع مشکلات آن‌ها، از دو جنبه مکمل اقدام شود: اولاً تقویت اقدامات نظارتی و تقویت ضمانت‌های اجرایی در چهارچوب ساختار موجود نظارتی و دوم اصلاح ساختار و نظام مقررات‌گذاری.

ثانیاً برای حفظ ثبات مالی و انجام‌دادن مقررات‌گذاری و نظارت احتیاطی کلان، هیئتی تحت عنوان «هیئت ثبات مالی» تشکیل شود و ابزارها و اختیارات کافی در این زمینه، برای این هیئت فراهم شود. لازمه این امر آن است که کلیه نهادهای مالی دارای اهمیت سیستمی، اعم از بانک‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های کارگزاری، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی و نظام‌های پرداخت و تسویه تحت اشراف تنظیم‌گری و نظارت احتیاطی کلان این هیئت قرار گیرد. وظیفه این نهاد در درجه اول، هماهنگی و اطلاع‌رسانی فعالیت‌های نهادهای ناظر احتیاطی خرد در تمام بخش‌های خدمات مالی، برای حفظ ثبات مالی اقتصاد در سطح کلان و جلوگیری از اقدامات متناقض و موازی با یکدیگر است و در درجه دوم، اتخاذ سیاست‌هایی با ثبات و هماهنگ برای اداره بازارهای مالی و جلوگیری از وقوع بحران‌های مالی و انجام‌دادن اقدامات اصلاحی در راستای پیشگیری و مقابله با این بحران‌هاست. این هیئت بر تصمیمات این نهادها نظارت می‌کند و دستورالعمل‌ها و پیشنهادهایی برای جلوگیری از وقوع ریسک سیستمی به این نهادها ابلاغ می‌کند و دارای حق وتو در برابر تصمیمات این نهادهای مسئول است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## منابع

- امینی، مهدی (۱۳۸۸). قراردادهای آتی در معاملات بورس کالا. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
- پورحیدری، امید و پهلوان، حمید (۱۳۸۷). بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازدهی بورس اوراق بهادار. بورس اوراق بهادار، ۱۸(۱)، ۹۹-۷۱. [لینک](#)
- جعفری لنگرودی، محمدجعفر (۱۴۰۲). ترمنولوژی حقوق (ج. ۱). تهران: انتشارات گنج دانش.
- حسین‌زاده، جواد و علانی، صابر (۱۴۰۰). کارکرد و ماهیت حقوقی عملکرد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه (سمات). دیدگاه‌های حقوق قضایی، ۲۶(۹۴)، ۱-۲۲. [لینک](#)
- خداوردی‌زاده، محمد، کلامی، محمد، ابراهیم‌پور، سجاد و خداوردی‌زاده، صابر (۱۴۰۱). بررسی اثر دخالت‌های دولت در بازار سرمایه ایران: رویکرد غیرخطی خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی. مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۱۱(۴۳)، ۲۳۷-۲۶۱. <https://doi.org/10.22084/aes.2022.25632.3393>
- زارعی، محمدحسین و شمس، عرفان (۱۳۹۲). درآمدی بر مفاهیم و نظریه‌های مقررات‌گذاری اقتصادی. تحقیقات حقوقی، ۱۶(۶۲)، ۴۰-۴۴. [لینک](#)
- سلیمی‌فر، مصطفی، مجتهدی، سبا، حداد مقدم، ملیحه و ژنده‌دل شهرنوی، هدی (۱۳۹۲). بررسی تأثیر تورم بر عملکرد بازارهای مالی در ایران طی سال‌های ۵۲-۸۶. مطالعات اقتصادی کاربردی در ایران، ۸(۲)، ۲۸-۳۳. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.23222530.1391.1.2.7.1>
- شایسته‌مند، حسین و پورزمانی، زهرا (۱۳۹۷). تأثیر اطلاعات نامشهود بر اساس مدل لاکونیشاک، شلیفر ویشنی (LSV) بر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۰(۴۰)، ۱۴۷-۱۵۸. [لینک](#)
- عبدی‌پور فرد، ابراهیم (۱۳۹۳). مباحثی تحلیلی از حقوق تجارت. قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
- عبیری، غلامحسین (۱۳۸۴). درس‌هایی از مهار تورم در کشورهای صنعتی (مطالعه دهه ۱۹۸۰-۱۹۹۰). بانک و اقتصاد، ۸(۵)، ۵۴-۶۰. [لینک](#)
- قربانی، مجید و باقری، عباس (۱۳۸۷). دستکاری بازار اوراق بهادار. پژوهش حقوق، ۱۲(۲۹)، ۳۰۱-۳۲۶. [لینک](#)
- واشقانی فراهانی، رضوان و باقری طادی، مهدی (۱۴۰۱). صلاحیت مقررات‌گذاری (نظامنامه‌ای) قوه مجریه؛ مطالعه موردی: ایران و فرانسه. در مجموعه مقالات کنفرانس بین‌المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق. تهران. [لینک](#)
- هداوند، مهدی (۱۳۸۶). درآمدی بر مقررات‌گذاری اقتصادی. مجلس و پژوهش، ۵۶(۸)، ۲۳-۲۸. [لینک](#)
- تجارت نیوز (۱۳۹۹). مردم باید همه چیز را به بورس بسپارند. بازایی شده از: [لینک](#)
- Barth, J. R., Gerard Caprio, J. R., & Levine, R. (2021). Bank Regulation and Supervision. *Journal of Financial Economic Policy*, 5(2), 1-110. [Link](#)
- Han Kim, E., & Singal, V. (2000). Stock market openings: Experience of emerging economies. *The journal of business*, 73(1), 25-66. <https://doi.org/10.1086/209631>
- Goodhart, C., & Schoenmaker, D. (1995). Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?. *oxford Economic papers*, 47(4), 539-560. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.oep.a042187>
- Han, M. (2015). *Central Bank regulation and the financial crisis: a comparative analysis*. Springer.

- Ilie, L., Horobet, A., & Popescu, C. (2007). Liberalization and regulation in the EU energy market. [Link](#)
- Oreški, T., & Pavković, A. (2014). Global trends in financial sector supervisory architecture. *Recent Advances in Financial Planning and Product Development*, 55-67. [Link](#)
- Schmulow, A. (2015). Approaches to financial system regulation: an international comparative survey. *CIFR Paper*, (53). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2556545>
- Taylor, M. (1995). "Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century. Centre for the study of financial innovation. [Link](#)
- Group of Thirty, The. (2008). *The structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*. Retrieved from [Link](#)

### [In Persisn]

- Pourheidari, O., & Pahlavan, H. (2008). Examining the impact of macroeconomic variables on the return of the stock exchange. *Stock Exchange*, 1(1), 71–99. Retrieved from [Link](#)
- Jafari Langroudi, M. J. (2023). *Legal terminology* (Vol. 1). Tehran: Ganj Danesh Publications.
- Hossein Zadeh, J., & Alaei, S. (2021). The legal nature and function of the Central Securities Depository and Settlement Company (CSDI). *Judicial Legal Perspectives*, 26(94), 1–22. [Link](#)
- Khodaverdizadeh, M., Kalami, M., Ebrahimpour, S., & Khodaverdizadeh, S. (2022). Examining the impact of government interventions in Iran's capital market: A nonlinear autoregressive distributed lag approach. *Applied Economic Studies of Iran*, 11(43), 237–261. <https://doi.org/10.22084/aes.2022.25632.3393>
- Zarei, M. H., & Shams, E. (2013). An introduction to concepts and theories of economic regulation. *Legal Research*, 2(62), 40–44. [Link](#)
- Salimifar, M., Mojtahedi, S., Haddad Moghadam, M., & Zhandehdel Shahrnavi, H. (2013). Examining the impact of inflation on the performance of financial markets in Iran during 1973–2007. *Applied Economic Studies in Iran*, 1(2), 28–33. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.23222530.1391.1.2.7.1>
- Shayestehmand, H., & Pourzamani, Z. (2018). The impact of intangible information based on the Lakonishok, Shleifer, and Vishny (LSV) model on herd behavior of institutional investors. *Accounting and Auditing Research*, 10(40), 147–158. [Link](#)
- Abdipoor Fard, E. (2014). *Analytical topics in commercial law*. Qom: Research Institute for Hawzah and University.
- Abiri, G. (2005). Lessons from inflation control in industrial countries (A study of the 1980s–1990s). *Bank and Economy*, 8(5), 54–60. [Link](#)



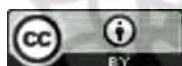
- Ghorbani, M., & Bagheri, A. (2008). Market manipulation in the securities market. *Legal Research*, 12(29), 301–326. [Link](#)
- Vashghani Farahani, R., & Bagheri Tadi, M. (2022). Regulatory authority of the executive branch: A case study of Iran and France. In *International and National Conference on Management, Accounting and Law Studies*. Tehran. [Link](#)
- Hadavand, M. (2007). An introduction to economic regulation. *Parliament and Research*, 56(8), 23–28. [Link](#)
- Tejarat News. (2020). People should entrust everything to the stock market. *Tejarat News*. [Link](#)

---

#### COPYRIGHTS

©2026 by the authors. Published by University of Science and Culture. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

---



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی