

نیازهای مقرراتی بازار سرمایه ایران

دکتر حسین کدخدایی^۱

مقدمه

هدایت نقدینگی و تجهیز پس اندازهای هدفمند به حمایت قانونی از صاحبان اینگونه وجوه وابسته است. توسعه فرهنگ سهامداری در بعضی از کشورها مرهون قوانین مترقی و اطمینان بخش بازار سرمایه بوده و شرکتها حضور خود در بورس را با شهرت، اعتبار اجتماعی و حرفه‌ای و دسترسی آسانتر به منابع اعتباری و مالی قرین می‌دانند. سرمایه‌گذاران و سهامداران نیز، در سایه مقررات حمایتی و تحکیم مبانی اقتصادی، سرمایه‌گذارهای بلند مدت مانند خرید اوراق بهادار را ترجیح می‌دهند. تا چند دهه قبل، حتی در کشورهای توسعه یافته، معاملات سهام از رونق و اطمینان لازم برخوردار و عملیات بورس اوراق بهادار کاملاً شناخته شده نبود. اکنون اوراق بهادار در متن زندگی اقتصادی مردم وارد شده و به صورت فراگیر بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذارها را بخود اختصاص داده است. این تحول در نتیجه تحکیم و توسعه مقررات میسر گردیده، به طوری که با ایجاد زمینه‌های قانونی لازم، بورس

۱- استاد مدعو در دانشگاه امام صادق (ع) و دانشکده صنعت نفت.

اوراق بهادار تحت نظارت دولت و بشکل یک سازمان غیردولتی، ایجاد تسهیلات و امتیازات، حفظ مناسبات بین خریدار و فروشنده، و تأمین حیثیت تجاری معامله‌گران را به عهده دارد.

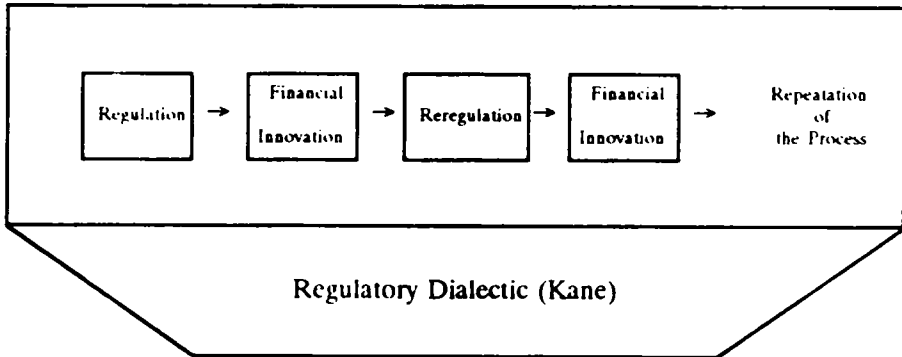
از جنبه نظری، علماء اقتصاد از آدام اسمیت (Smith) تا میلتن فریدمن (Friedman) تدوین و تحکیم مقررات را به عنوان اهرم مداخله مؤثر دولت در اقتصاد. به رسمیت شناخته‌اند. هنری والیچ (Vallich-۱۹۶۵) در مقاله بخش عمومی و خصوصی در تقابل با هم (Public Versus Private) تأکید نموده که تأمین حداکثر کارایی سیستم اقتصادی به عوامل متعددی وابسته بوده و از مهمترین این عوامل، مقررات حاکم بر سیستم اقتصادی است. در همین رابطه فریدمن (Friedman, 1956) به نقش دولت به عنوان تعیین‌کننده حقوق دارایی و شاخص‌ترین عامل تغییر مقررات اقتصادی نظر داشته و در بین ۱۴ مورد وظایف دولت، از نقش قانون‌گذاری سیستمهای مالی و تولیدی نام می‌برد. آدام اسمیت (Smith-۱۷۷۶) نیز با اشاره به وظایف دولتها در تعیین مقررات مالی و اقتصادی. از تثبیت قانونی نرخ بهره، به عنوان عامل بازدارنده انحرافات مالی یاد می‌کند.

به استناد تجارب دهه‌های اخیر، تغییرات قوانین متأثر از نوسان نرخ سود، تورم و مالیاتها، عوامل عمده تحول آفرین در بازارهای مالی، بوده است. رفع مسائل مالی پیچیده‌ای که در نتیجه این ناپایداریها بوجود آمده، نیازمند بکارگیری روشهای مالی نوین (Financial Innovation) و طراحی مالی (Financial Engineering) می‌باشد که بعضاً تغییر در ساختار مقرراتی را به همراه دارد. تحقیقاتی که در شکل شماره ۱ و جدول شماره ۱ خلاصه گردیده، بیان‌کننده عوامل زمینه‌ساز تجدید مقررات در دهه‌های اخیر می‌باشد. مطابق

1- Phelps, Edmund.s. *Private Wants & Public Needs*, New York, N. W. Norton & Co.Inc. University of Pennsylvania, 1959, P.43.

۲- همان منبع ص ۱۱۵

3- Koontz, H. & Gable, R.W., *Public Control of Economic Enterprise*, McGraw Hill-Book Co. INC. 1956, P. 10.



شکل شماره ۱- عوامل زمینه‌ساز تغییر مقررات (فرآیند دیالکتیک مقرراتی)

نظریه کین (Kane - ۱۹۸۱) تحت عنوان فرایند «دیالکتیک مقرراتی» (Regulatory Dialectic)، مقررات به ایجاد نوآوریهای مالی منجر شده، ورود ابداعات و نوآوریها بی‌اثر شدن یا تضعیف مقررات قبلی را به دنبال داشته و در نتیجه چنین شرایطی سیاستگذاران اقتصادی به فکر چاره افتاده و تجدید قانون (Reregulation) صورت می‌گیرد و این فرآیند مرتباً تکرار می‌گردد. طبق تحقیقات خلاصه شده در جدول شماره ۱ منشأ تغییر مقررات را باید در زمینه‌هایی چون تکامل و توسعه بازارها، محدودیت آفرینی بعضی مقررات، و تخلفات جستجو کرد. انگیزه‌های این تغییرات و نوآوریها را عواملی مانند افزایش درآمد، کاهش هزینه، دستیابی به ارزش فعلی خالص مثبت، و تسهیل و توسعه خدمات و بازارها تشکیل می‌دهد. از جانب دیگر، پویایی مقررات بیشتر در کشورهایی مشاهده شده که با توسعه سهامداری روزافزون مواجه بوده و درصد قابل توجهی از مردم در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کرده‌اند.

به دلیل اهمیت مسأله، بررسی مقایسه‌ای مقررات حاکم بر بازار سرمایه ایران، به عنوان رساله دوره دکتری، مورد پژوهش قرار گرفت. تحقیق مزبور که بر زمینه‌های اساسی مقررات با

۱- به عنوان نمونه‌ای بارز از توسعه سهامداری، در انگلستان از هر ۲ نفر یک نفر سهامدار شرکتها می‌نماید.

Financial Innovations

<p>Researchers</p>	<p>- میلر، سیلبر (Miller-Silber): عوامل مقرراتی و مالیاتی - کین (Kane): دیالکتیک مقرراتی - ون هورن (Van Horne): تکامل و توسعه بازار سرمایه - فینرتی (Finnerty): یازده گروه عوامل شامل تغییر مقررات - اسکوسن، فرانسیس (Skousen, Francis): تقلبات، تخلفات، اختلالات بازار (Market Disorder) شامل: Price Manipulation Short Sales Wash Sales Cornering the Market Churning Pools Insider Trading</p>	<p>تحقیقات انجام شده در رابطه با نوآوری مالی</p>
<p>Results</p>	<p>۱- تقلیل و توزیع ریسک - افزایش ریسک پذیری ۲- افزایش بازده ۳- کاهش هزینه‌های مالیاتی، معاملاتی، فعالیتی ۴- ایجاد مکانیزمهای تأمین مالی با ارزش فعلی خالص مثبت $NPV > 0$ ۵- تکامل و کارایی بیشتر بازارها</p>	<p>انگیزه‌های نوآوری مالی</p>
<p>Examples</p>	<p>Future Contracts - قراردادهای آتی دارای نتایج شماره ۱ و ۳ Zero-Coupon Bonds - اوراق قرضه بدون بهره دارای نتایج شماره ۱ و ۳ Floating Rate Notes - اوراق با نرخ شناور دارای نتیجه شماره ۱ Extendible Notes - اوراق قابل تمدید دارای نتیجه شماره ۳ SWAP - مبادله قرارداد آتی با آتی دارای نتایج شماره ۱ و ۵ Equity - Linked CDS - سپرده‌های بانکی بانازده شناور مطابق شاخص بورس دارای نتایج شماره (۲) و (۴)</p>	<p>برخی موارد نوآوری مالی</p>

عناوین:

۱- شفافیت اطلاعات

۲- مکانیزمها و عوامل توسعه بخش بازار (تسهیلات و مؤسسات)

۳- کنترل، نظارت و تأمین اطمینان استوار بود، ارزیابی و شناسایی کاستی‌های قانونی بازار سرمایه ایران را امکان‌پذیر نمود. از یافته‌های پژوهش مزبور چنین استنباط می‌گردد که بازار سرمایه ایران با خلاء اطلاعات دقیق، بهنگام و سهل‌الوصول مواجه بوده، از جنبه مکانیزمهای معاملاتی و عوامل توسعه بخش بازار و همچنین مقررات مبتنی بر نظارت و تأمین اطمینان نیازمند تحول می‌باشد.

ارزیابی کلی - زمینه‌های تحول ساختار مقرراتی

بازار سرمایه ایران از جهات مختلف نیازمند تحول مقرراتی است. از جهت شفافیت اطلاعاتی، اطلاعات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران معمولاً نابهنگام، غیرپویا و ناکافی است. رویدادهای اثرگذار بر سطح قیمت اوراق بهادار شرکتها، در اسرع وقت به بورس منعکس نشده و اطلاعات مبنی بر معاملات اوراق بهادار توسط اشخاص دارای دسترسی به اطلاعات محرمانه (Insider) فراهم و در دسترس نمی‌باشد. از سوی دیگر تعداد نشریات و

۱- اطلاعات اولیه از ۳۴ کشور، شامل تعداد قابل توجهی از کشورهای در حال توسعه، دریافت و بررسی مقایسه‌ای براساس مقررات بازار سرمایه کشورهای آلمان، آمریکا، دانمارک، آرژانتین، هندوستان، فنلاند، لهستان و مالزی انجام گردید.

۲- اشخاص دارای دسترسی به اطلاعات محرمانه شرکتها و بازار سرمایه را سهامداران عمده، مدیران و مسؤولین شرکتها به عنوان مالکین ذی‌نفع، و دیگر اشخاص شامل واسطه‌گران بازار و گردانندگان سکیلات اقتصادی مانند بورس یا بانکها و ... تشکیل می‌دهند. در بعضی از کشورها مانند آرژانتین یا مالزی اینگونه اشخاص ملزم به تکمیل و تسلیم اظهارنامه در مقاطع زمانی مختلف:

الف - ده روز پس از احراز موقعیت (نصدی یکی از مشاغل حساس مدیریتی، مالی،

بولتن‌های اطلاعاتی مربوط به سرمایه‌گذاری اوراق بهادار در ایران بسیار اندک است. مکانیزم‌های معاملاتی و عوامل توسعه بخش بازار سرمایه ایران نیز مواجه با مشکلاتی به شرح زیر می‌باشند:

- ۱- تأخیر چند ماهه برای اخذ ورقه سهام که کمبود نقدینگی سهام را به دنبال دارد
- ۲- فقدان استانداردهای مدون برای انجام معاملات
- ۳- عدم پراکندگی کافی مالکیت سهام
- ۴- فقدان معاملات اعتباری سهام
- ۵- عدم مشارکت انواع دلآلان بویژه بازارسازان در بورس تهران
- ۶- تعداد محدود شرکتهای سرمایه‌گذاری و وابستگی بخش عمده این شرکتها به شبکه بانکی

۷- عدم تنوع اوراق بهادار

۸- طولانی بودن زمان انجام سفارشات خرید و فروش سهام.

از دیدگاه نظارت و تأمین اطمینان، توسعه بازار سرمایه ایران بدون تحولات مقرراتی، بویژه از جنبه حمایتی امکان‌پذیر نمی‌باشد. با وجود بخش اعظم فعالیتهای اقتصادی و تعداد قابل توجه مؤسسات تحت کنترل دولت، قسمتی از مسأله از عدم صراحت قانونی وظایف بازارساز ناشی شده و استفاده از شبکه‌های حسابرسی به منظور کنترل و کشف موارد خلاف، نیازمند رفع ابهام و تجدید نظر در بخش هفتم قانون تجارت می‌باشد. علی‌رغم برخورداری از مؤسسات حمایت از تولیدکننده یا مصرف‌کننده، مؤسسه یا مؤسساتی ویژه تحت عنوان

سهامداری عمده)،

ب - ماهیانه

ج - سالیانه می‌باشند و میزان اوراق بهادار در احصای و تعبیرات عددی در اظهارنامه‌های مرور درج می‌گردد.

۱- شاخص آمار، تعداد اسگود مؤسسات تابع بر دو هزار واحد، و میزان فعالیت بخش دولتی در مجموعه فعالیتهای اقتصادی حدود ۸۵ درصد می‌باشد.

حمایت از سرمایه گذار که تأمین و جبران انواع خسارات را به عهده داشته باشد در ایران وجود ندارد. مشکل قانونی دیگر این است که مسؤلیت اداره امور مربوط به پول و سرمایه بر طبق قوانین موجود به عهده بانک مرکزی و وزارت امور اقتصادی و دارایی است در حالی که برای تقنین و نظارت بر حُسن اجرای معاملات و عملیات بازار سرمایه، مرجع مستقلی مانند کمیسیون اوراق بهادار نیاز است که در بسیاری از کشورها تحت عنوان SEC شکل قانونی یافته است.

بازار سرمایه ایران همچنین فاقد مقررات در موارد زیر می باشد:

- ۱- عدم تعریف معاملات مخدوش، تخلفات، انواع اختلالات بازار (Market Disorders) و همچنین نامشخص بودن ممنوعیت یا مجازات متناسب برای آنها.
- ۲- خلاء مقررات بازدارنده انواع دستکاری قیمت‌ها^۲، عدم کنترل و نظارت بر فعالیت اشخاص دارای دسترسی به اطلاعات محرمانه و ممنوعیت آنها از مبادرت به معاملات سهام.
- ۳- تشدید مجازات مربوط به تهیه و انتشار صورتهای مالی جعلی، عرضه غیرقانونی سهام، کنترل معاملات سهامداران عمده.
- ۴- فقدان قانون جامع شرکتهای سرمایه گذاری، در برگیرنده عملیات مجاز و اقدامات ممنوعه آنها.
- ۵- خلاء مؤسسه استانداردهای مالی، فقدان زمینه رسمی کنترل و تأیید عملیات شرکتهای توسط حسابرسان.
- ۶- نیازهای قانونی مبنی بر تحکیم استقلال بانک مرکزی، آزادسازی نرخ بهره، تغییر ترکیب شورای پول و اعتبار، تجدید ارزیابی و طبقه بندی پرتفوی بانکها.
- ۷- تقویت قانونی صندوقها و مؤسسات بازنشستگی در زمینه های: استقرار سیستمهای جدید حسابرسی عملیات، سقف بندی وجوه قابل سرمایه گذاری، اعلام وضعیت جریان

1- Securities Exchange Commission

- ۲- موارد نشگانة دستکاری مِمبها که در سار کشورها نحره شده، در معهد ۸۲ رساله تسریح گردیده است.

نقدینگی، پرتفوی سرمایه‌گذاری و تمهیدات آتی.

۸- تعریف و شناسایی قانونی اشخاص دارای دسترسی به اطلاعات محرمانه و مشخص کردن اقدامات غیرمجاز آنها.

۹- برقراری شرایط قانونی اطمینان‌بخش در فعالیت و عملیات شرکتهای سرمایه‌گذاری با ایجاد تمهیدات زیر در روابط و اقدامات این شرکتها:

الف - عدم تغییر هدفها و رشته فعالیت بدون جلب موافقت سهامداران،

ب - ممنوعیت آنها از خرید سهام سایر شرکتهای سرمایه‌گذاری،

ج - الزام شرکتهای سرمایه‌گذاری به استفاده از روشهای مالی استاندارد،

د - تعیین حدود تنوع‌پذیری پرتفوی داراییهای شرکت شامل وجوه نقد، سرمایه‌گذاریهای فیزیکی و مالی.

نیازهای مقرراتی

نتایج بررسی مقایسه‌ای، موارد مختلف نیازهای مقرراتی بازار سرمایه ایران را به شرح زیر مشخص نمود:

الف - نیازهای مقرراتی به منظور افزایش شفافیت اطلاعاتی:

- بازنگری و توسعه مقررات فعلی بازار سرمایه با هدف تأمین اطلاعات کامل، دقیق و بهنگام و برقراری سیستم گزارش‌دهی و افشاء اطلاعات با دسترسی سریع و آسان.

- تشکیل مؤسسه استانداردهای مالی و نظارت بر تدوین گزارش‌دهی مالی

- الزام تهیه و تنظیم چهارگروه اطلاعات جامع، در عناوین زیر، توسط شرکتها

۱- خلاصه وضعیت (Prospectus) - کتابچه اطلاعاتی در برگیرنده اطلاعات اساسی در معرفی شرکت، رئوس مطالب قابل درج در کتابچه اطلاعاتی (Prospectus) در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

۲- گزارش جاری (ادواری) که به دنبال وقوع تحولات مهم مانند تغییر در مالکیت شرکت، ضرورت پیدا می‌کند.

عمده اطلاعات قابل ارائه در کتابچه اطلاعاتی خلاصه وضعیت (Prospectus)

مشخصات انواع اوراق بهادار منتشر شده توسط شرکت متقاضی.
 نحوه واگذاری غیرتقدی اوراق بهادار.
 ساختار سرمایه .
 خلاصه عملیات ۵ سال گذشته (اطلاعات مالی مقایسه‌ای).
 ساختار سازمانی شرکت متقاضی .
 گستردگی شرکت (نماینده‌ها بویژه واحدهای دارای سهم شرکت که بیشتر از ده درصد).
 بازاریابی، رقابت، انواع تولید، منابع و مواد خام.
 هزینه‌های تحقیقات.
 مشخصات اموال و داراییهای فیزیکی مهم، بدهیهای بلندمدت، تعهدات و بدهیهای مالی و قانونی
 و قراردادهای شرکت، که پس از پذیرش شرکت یا عرضه سهام بقوت خود باقی خواهد ماند.
 مشخصات کامل مدیران، کارکنان ارشد و سهامداران عمده.
 منافع احتمالی مدیریت یا دیگر افراد در معاملات شرکت.
 دارایی مشهود خالص هر سهم.
 مشخصات اشخاص طرف معامله (فروش شرکت) بویژه مشتریان معاملات بالغ بر ۵ درصد.
 صورتهای مالی و نمودارها.

جدول شماره ۲ - رئوس اطلاعات مهم کتابچه خلاصه وضعیت

۳- گزارش فصلی (سه ماه یکبار) شامل مجموعه‌ای از اطلاعات مالی و مدیریتی.

۴- گزارش سالیانه، اطلاعات جامع از فعالیت شرکت، گردش عملیات، تغییر داراییها و بدهی‌ها، ترکیب سهامداران و سایر اطلاعات اساسی.

- استقرار بخش مشاوره و اطلاعات و همچنین مشاور سرمایه‌گذاری (Investment Advisor) در بورس یا به صورت تشکیلات جداگانه، به منظور تهیه گزارشات و اظهارنامه‌های رسمی شرکتها و سرمایه‌گذاران، تهیه و تنظیم اوراق و اطلاعات استاندارد، ارائه مطالب در خصوص درجه‌بندی اوراق بهادار، و دیگر زمینه‌های نیازمند به مشاوره سرمایه‌گذاری.

- تهیه بروشور یا بولتن اطلاعاتی راهنمای سرمایه‌گذاری با ارائه اطلاعات کاملی از بازار

سرمایه در یک مجموعه کثیرالانتشار کوچک تحت عنوان "Facts & Figures".
 - استقرار ترمینال پردازش الکترونیکی - کامپیوتری اطلاعات بازار سرمایه و پایه گذاری مرکز اطلاع رسانی سرمایه گذاری .

ب - نیازهای مترادفی در رابطه با توسعه تسهیلات و مؤسسات

- ایجاد کمیسیون اوراق بهادار (SEC) با اختیارات وسیع در زمینه تدوین آئین نامه و نظارت بر آنها، با بهره گیری از خبرگان رشته مالی، فنی، حقوق و آنالیستهای اوراق بهادار. این کمیسیون متشکل از چهار واحد به صورت تشکیلات مستقل نیمه قضایی با ۵ عضو هیأت مدیره که به مدت ۵ سال انتخاب می شوند اداره می شود. تدوین مقررات بازار سرمایه تدوین استانداردها و اصول مالی حسابداری و حسابرسی، انجام بازرسی های ادواری، اخذ گزارشات ادواری و قیمت گذاری خدمات اوراق بهادار از جمله وظایف این کمیسیون می باشد. جایگاه و عناوین کمیسیون اوراق بهادار در برخی از کشورهای مورد مطالعه در جدول شماره ۱-۳ و ۲-۳ ارائه شده است.

کشور	عنوان کمیسیون اوراق بهادار
برزیل	The Brazilian Securities Commission (BSC)
استرالیا	The Australian Securities Commission (ASC)
مکزیک	National Securities Commission (NSC)
پرتغال	The Securities Market Commission (CMVM)
آمریکا	Securities Exchange Commission (SEC)
آرژانتین	Comission Nacional de Valores (CNV)
نروژ	The Banking Insurance & Securities Commission (BISC)

جدول شماره ۱-۳ - کمیسیون اوراق بهادار در بازارهای سرمایه

کشور	مقررات اوراق بهادار	کارگزاران و واسطه‌های مالی سرمایه‌گذاری	مشاورین سرمایه‌گذاری	شرکتهای سرمایه‌گذاری	عملیات معاملاتی	کنترل تخلفات و تابی‌ها	مربده‌ها	عرصه عمومی سهام
آلمان	CB	CB	CB	CB	SRO	SRO	MF	SRO
آمریکا	SEC	SRO	SEC	SEC	SRO	SEC	SEC	SEC
هندوستان	SEC	SRO	SEC	SEC	SRO	SEC	SEC	SEC
کره	SEC	SRO	---	---	SRO	---	SEC	SEC
نابلد	SEC	SEC	---	---	SEC	---	SEC	SEC
زکبه	SEC	SEC	---	---	SRO	---	---	SEC

SEC: Securities Exchange Commission

کمیسیون اوراق بهادار

SRO: Self Regulatory Organization

سازمانهای خودگردان مقرراتی

CB: Central Bank

بانک مرکزی

MF: Ministry of Finance

وزارت امور اقتصادی و دارایی

جدول شماره ۲-۳ - مقررات مالی بر حسب مسؤولان مربوطه - در کشورهای مختلف

- جایگزینی و تغییر قانون بورس اوراق بهادار به یک قانون جامع اوراق بهادار

(Securities Act) در برگیرنده کلیه معاملات اعم از داخل یا خارج بورس و با اهداف:

- ۱- حرکت بسوی بازار کارا
- ۲- حمایت از سرمایه‌گذاری و مقابله با تخلفات
- ۳- تأمین اطلاعات کافی، دقیق و بهنگام
- ۴- تعیین مقررات و مکانیزم فعالیت واسطه‌های بازار
- ۵- تأمین قدرت و اختیار قانونگذاری برای کمیسیون اوراق بهادار
- ۶- پیش‌بینی جرائم مختلف و مسؤولیت مدنی برای تخلفات

- ۷- پیش‌بینی معیارهای مشخص مدیریت نامطلوب در شرکتهای متقاضی ثبت.
- ایجاد تسهیلات شامل معافیت‌های مالیاتی و گمرکی، سیستم اعتباری و خرید اقساطی سهام با تعیین سقف سپرده اولیه، پذیرش شرکتهای دارای سهام طبقه‌بندی شده (مانند سهام فاقد حق رأی) در بورس
- تغییر سازمان بورس به یک سازمان بازرگانی غیرانتفاعی و غیردولتی تابع قانون تجارت و متشکل از کارگزاران رسمی اوراق بهادار به عنوان اعضاء
- استقرار انواع واسطه‌های اوراق بهادار بویژه بازارسازان (Market Makers) به منظور:
- ۱- ارائه منطقی قیمت و ایجاد بازار برای اوراق بهاداری که در رابطه با آن فعالیت دارند
 - ۲- انجام سفارشات به قیمت محدود
 - ۳- مبادرت به خرید یا فروش اوراق بهادار و ایجاد چرخش و تحرک لازم در معاملات در شرایط فقدان خریدار یا فروشنده
 - ۴- اقدام به منزله یک کاتالیست و ایجاد رابطه بین خریداران و فروشندگان
- انجام تغییراتی در مقررات تأسیس شرکتها بویژه امکان بازخرید سهام توسط شرکتهای مربوطه
- ایجاد تنوع در بازار سرمایه با تجدیدنظر در مفاد فصل ۴ قانون تجارت، انتشار انواع قرضه‌های قابل تبدیل به سهام، قرضه‌های با بازده شناور مطابق با نوسانات تورم.
- شناور و آزادسازی نرخ سود بانکی و قابلیت انتقال و معامله گواهی سپرده‌های مدت‌دار بانکی (CDs)
- تأمین ضمانت اجرایی و الزام قانونی شرکتها برای تحویل برگه سهام در مدت قانونی ۷ روز و در صورت امکان تقلیل به ۵ یا ۳ روز، استفاده از مکانیزم سهام وکالتی، تملک ظاهری سهام تحت نام کارگزار و نگهداری اسناد و سهام در محل جدا از محل معاملات، تعیین خسارت برای تأخیر در تسویه و برقراری جریمه نقدی برای کارگزاران متخلف به تعداد روزهای تأخیر.
- معافیت کامل مالیاتی (مالیات بردرآمد) برای شرکتهای سرمایه‌گذاری، تعیین و محاسبه مالیات متعلق به سهامداران براساس سود تقسیم شده بجای سود قابل تخصیص به آنها، تغییر

نظام مالیاتی به سیستم مکانیزه، یکسان و کوتاه کردن زمان اخذ مالیاتها، برقراری معافیت‌های گمرکی (حداقل برای ماشین‌آلات و مواد اولیه) برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس.
- ایجاد تشکل‌های سندیکایی برای معامله‌گران، کارگزاران، کارشناسان مالی و تشکیل انجمن‌های مدیران یا صاحبان سهام.

- ایجاد دوره مالی اختصاصی دانشگاهی برای کارگزاران، در برگیرنده مواد درسی اقتصاد سیاسی، تجزیه تحلیل مالی، قوانین مدنی - تجاری، تکنیک‌های مالی - حسابداری، برقراری تست کتبی احاطه به قوانین بازار سرمایه و مقررات پولی و بانکی برای کارگزاران.
- توسعه تسهیلات قانونی سقف‌بندی شده برای سرمایه‌گذاران خارجی، و در همین رابطه فراهم ساختن زمینه نشر سهام عادی فاقد حق رأی.
- ایجاد مرکز آموزش و تحقیقات سرمایه‌گذاری.
- توسعه شبکه مکانیزه بازار سرمایه با پوشش فراگیر اطلاعاتی، ارتباطی، معاملاتی و نظارتی.
شبکه‌های مکانیزه اطلاعاتی، ارتباطی، معاملاتی و نظارتی بازارهای سرمایه در جدول شماره ۴ گردآوری شده است.

ج - نیازهای مقرراتی در رابطه با کنترل، نظارت و تأمین اطمینان

- شناسایی قانونی و ممنوعیت انواع اختلالات بازار و تخلفات اوراق بهادار شامل:

Price Manipulation	دستکاری قیمت‌ها
Short Sales	پیش فروش سهام
Wash Sales	فروشهای صوری
Corners	قبضه کردن بازار
Churning	گردش غیرضرور بیش از حد حساب مشتری
Pools	تبانی گروه‌های ذی‌نفع
Insider Trading	معاملات اشخاص دارای اطلاعات محرمانه
False Information	تهیه صورتهای مالی جعلی

- تشدید مقررات مربوط به تخلفات شرکتها، از جمله حذف شرکت‌های متخلف از فهرست سهام پذیرفته شده در بورس در موارد: معاملات خلاف، تبانی، تنظیم صورتهای مالی جعلی یا

کشور	انواع سیستمهای مکانیزه و خودکار
برزیل	SENN, DDM (دروس تلفنی عمل کننده و مهنه مازل).
کره جنوبی	SMATS (معاملاتی), KSSC (نسویه معاملات).
هند	ASAS, AIM, HOS, COB (سیستم سیستم معاملاتی اطلاعاتی اوراق بهادار خارجی).
انریش	PATS (معاملاتی).
دانمارک	ELECTRA (معاملاتی - اطلاعاتی).
آرژانتین	The Market Teleinvestment (سیستم خدمات سرمایه گذاری), SCC (نسویه معاملاتی).
اسپانیا	CATS (معاملاتی), SIB (اطلاعاتی).
استرالیا	ASS, SEATS (معاملاتی), SOMA (بازرسی کامپیوتری), FAST (معاملاتی سریع), ISIN (سیستم شناسایی اعضاء), CHESS (نسویه معاملاتی).
فنلاند	HETL, HEX (اطلاعاتی - معاملاتی).
انگلستان	TALISMAN (معاملاتی), SFAQ.
مکزیک	SIBI (اطلاعاتی), SATO (معاملاتی).
سوئد	SAX (معاملاتی), SOX (قرصه), SIX (اطلاعاتی).
تایوان	CATS (معاملاتی), MIS (اطلاعاتی - معاملاتی).
آلمان	IBIS (معاملاتی), BOSS (معاملاتی), KISS (اطلاعاتی) PCKISS (اطلاعاتی شخص).
نیوزلند	TPF (اطلاعاتی ارتباطی با کلیه مادی).
هندوستان	The Screen Trading System (معاملاتی - اطلاعاتی), EPABX (اطلاعاتی - معاملاتی).

جدول شماره ۴ - سیستمهای مکانیزه اطلاعاتی - معاملاتی و نظارتی در بازارهای سرمایه

انتشار اطلاعات خلاف واقع، سوء استفاده اشخاص دارای اطلاعات محرمانه شرکت، انجام اقدامات اساسی بدون اخذ موافقت سهامداران.

- کذبندی اوراق بهادار و کلیه اشخاص دارای اطلاعات اثرگذار بر قیمتها (Insiders) و اخذ گزارشات ادواری (Insider Report) از آنها، تعیین عملیات و فعالیتهای غیرقانونی این اشخاص و تشدید مقررات مبنی بر شرکت مستقیم اینگونه اشخاص در معاملات

(Insider Trading). جدول شماره ۵ به فهرست اقدامات قانونی در رابطه با کنترل معاملات اشخاص دارای اطلاعات اثرگذار بر قیمت‌ها در بازار سرمایه اختصاص دارد.

کشور	اقدام قانونی (مقررات مصوبه)
آمریکا	- تصویب قانون The Insider Trading Sanction Act (ممنوعیت معاملاتی و پیش فروش سهام) در ۱۹۸۴ قانون تشدید محارزات مصوب ۱۹۸۸ الزام گزارشات سه گانه تحت عنوان Insider Report (۱) در بدو احراز موقعیت (مدیر یا سهامدار عمده) (۲) ماهیانه (۳) سالانه
دانمارک	تشکیل کمیته بررسی موارد Insider Trading. ممنوعیت قانونی عوامل مطلع Insider از انتقال اطلاعات - تشدید محارزات (تا ۴ سال حبس)
ایرلند	تصویب قانون تحریم Insider Trading
نروژ	تشدید قانونی محارزات (تا ۶ سال حبس) و تحریم معاملات عوامل مطلع Insider Trading
آرژانتین	الزام ۳ فقره اظهارنامه برای مدیران، حسابداران، سهامداران عمده (ده روز پس از تصدیق، یازدهم هر ماه، سالیانه)
استرالیا	کشف تخلفات قانونی بویژه معاملات مسرعه Insider Trading
هلند	استقرار Coding System به منظور اعمال کنترل و کشف موارد Insider Trading

جدول شماره ۵ - اقدامات قانونی در رابطه با معاملات عوامل دارای اطلاعات اثرگذار بر قیمت‌ها - در بازار سرمایه

- تصویب قوانین و ایجاد تشکیلات نظارتی (Watchdog Committe). کنترل کننده جریان فعالیت شرکتها و معاملات اوراق بهادار در بورس. در جدول شماره ۱-۶ و ۲-۶ خلاصه وضعیت بازارهای سرمایه از حیث استقرار هیأت‌های ناظر بر جریان‌ات بازار و

کشور	صندوق / مؤسسه ایجاد شده
بلژیک	صندوق حمایت مشتریان و کارگزاران Stockbroker's Guarantee Fund
استرالیا	صندوق ملی ضمانت فعالیتهای سرمایه گذاری The National Guarantee Fund
برزیل	صندوق ضمانت خسارات و تحمل ریسک
هندوستان	صندوق حمایت سرمایه گذاران Customer Protections Fund
انگلستان	صندوق تأمین خسارات (از ۱۹۵۰) Compensation Fund
نیوزلند	صندوق حمایت سهامداران
آمریکا	شرکت حمایت سرمایه گذاران اوراق بهادار Securities Investment Protection Corporation (SIPC)

جدول شماره ۱-۶- ایجاد صندوقهای حمایت سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه

صندوقهای حمایت سرمایه گذاری ارائه شده است.

- تهیه و تصویب قانون حمایت از سرمایه گذاران و تشکیل مؤسسه حمایت از سرمایه گذاری (SIPC: Securities Investment Protection Corporation)، در اجرای قانون مزبور.

- تغییرات اساسی در بخش ۷ قانون تجارت، تعریف و تصویب استاندارد ملی حسابرسی (National Auditing Standard)، به رسمیت شناختن تشکیلات حسابرسان و حسابداران به عنوان ارزیابی کننده عملیات شرکتها، و تعیین مرجع رسیدگی به اطلاعات مالی تهیه شده توسط شرکتها، همچنین تحکیم و توسعه نظام جامع (مشابه سازمان نظام پزشکی) جهت نظارت بر حرفه حسابرسی و شناسایی و معرفی افراد واجد شرایط و صلاحیت.

- تدوین مقررات جامع اخذ وکالت (Proxy Solicitation) و تحکیم منافع سهامداران

کشور	نوع هیأت - مقررات نظارتی
برزیل *	The Stock Watch Team
فنلاند	مقررات نظارتی Watch dog Function
استرالیا	شبکه بازرسی کامپیوتری معاملات و تحولات اوراق بهادار SOMA: Surveillance of Market Activity
اسپانیا	The Market Watchdog Committee
انگلستان	The Securities & Investment Board (SIB)
هند	قانون نظارت بر معاملات اوراق بهادار (۱۹۹۱) The Act on the Supervision of the Securities Trading
بلژیک	Prudential Supervision - استقرار بازرسی ویژه وزیر مالیه (اقتصاد - دارایی) در بورس .
سوئد	نظارت Financial Supervisory Authority بر فعالیت بانکها و کارگزاران
نیوزلند	The Market Surveillance Panel متشکل از ۹ عضو (۶ غیرکارگزار، ۳ کارگزار)
هندوستان	از ۱۹۹۲ - هیأت نظارت بورس اوراق بهادار The Securities Exchange Board of India (SEBI)

جدول شماره ۲-۶ - استقرار هیأت‌های ناظر بر جریان‌ات بازار سرمایه

جزء بویژه در رابطه با انتقال حق رأی با شرط آگاهی کامل از دستور جلسه و مفاد وکالتنامه.
- جداسازی کلیه امور بازار سرمایه و اوراق بهادار از بانک مرکزی و واگذاری آن به کمیسیون اوراق بهادار.

به طور خلاصه و به استناد نتایج بررسی مقایسه‌ای، به نظر می‌رسد رفع نارساییهای مقرراتی بازار سرمایه ایران، دستیابی به سه بعد مهم و ضروری این بازار یعنی شفافیت

(Transparency)، اطمینان بخشی (Fairness) و کارایی (Efficiency) را تحقق پذیر می سازد. در یک اقتصاد در حال گذر و با برنامه توسعه خصوصی سازی، تحکیم مقررات یک ضرورت قطعی بوده، اجرای موفق این امر نقش بخش دولتی به عنوان سهامدار یا مدیر را کاهش داده، موقعیت دولت در اقتصاد را از «مباشر» به «ناظر» تقویت می نماید.

منابع و مأخذ

- 1- Ayling, D.E., **The Internationalization of Stock Markets**, Gower Press, 1986.
- 2- Bhole, L.M., **Financial Markets & Institutions, Growth, Structure, Innovation**, TaTa McGraw Hill Publishing Co. Ltd., New Delhi, 1982.
- 3- Finnerty, J.D., "Financial Engineering in Corporate Finance", **Financial Management**, Winter 1988, PP. 14-33.
- 4- Francis, J. Clark, **Management of Investments**, McGraw - Hill Singapore, 1988.
- 5- Gardner, E.P.M., **Securitisaton & the Banking Firm**, IEF, Bangor, 1987.
- 6- Gordon, M.j., "Security & Investment: Theory & Evidence", in **The Journal of Finance**, Vol. XIX, Dec. 64, No. 4, PP. 607-619.
- 7- Kane, E.j., "Accelerating Inflation, Technological Innovation, & The Decreasing Effectiveness of Banking Regulation. **Journal of Finance**, May 1981, PP. 355-67.
- 8- Kane, E.J., "Impact of Regulation on Economic Behaviour", **J O F**, May 1981.
- 9- **Koontz, H. & Gable, R.W., Public Control of Economic Enterprise**,

McGraw Hill-Book Co. INC. 1956.

10- Phelps, Edmund, s. **Private Wants & Public Needs**, An introduction to a Current Issue of Public Policy Issues Surrounding the Size & Scope of Government Expenditure, New York, N. W. Norton & Co. Inc. University of Pennsylvania, 1959.

11- Prime, j.H., **Investment Analysis**, 4th (ed), Prentice Hall Inc. Englewood, Cliffs, New Jersey, 1967.

12- Silber, W.L. "The Process of Financial Innovation," **American Economic Review**, May 1983, Vol. 73, No. 2, PP. 89-90.

13- Skousen, L. Fred, "An Introduction to the SEC", 5th (ed), South-Western Publishing Co., Cin Cinati, Ohio, 1991.

14- Van Horne J.C., "Financial Innovations & Excesses", **Journal of Finance**, Vol. 40, No. 3, July 1985, PP. 21-31.

۱۵- آرمان، بهمن، خصوصی سازی، موانع قانونی و ساختاری، **اطلاعات**، ۲۰۲۱۰ - ۷۳/۳/۱۶،

ص ۷.

۱۶- بانک جهانی - گزارش مقدماتی و محورهای مطالعه از بخش مالی و بازار سرمایه در جمهوری

اسلامی ایران، همشهری، شماره ۳۷۸ - ۷۳/۱/۳۱، ص ۴.

۱۷- بلوریان تهرانی، محمد، بورس اوراق بهادار و آثار آن بر اقتصاد بازرگانی کشور،

مؤسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، تهران، ۱۳۷۱.

۱۸- پوریان، حیدر «توالی زمانی بهینه و اعمال تدریجی خصوصی سازی، آزادسازی مالی و

اصلاحات مالی»، در گزارش چهارمین سمینار سیاستهای پولی و ارزی، ۷۳.

۱۹- سازمان برنامه و بودجه، گزیده مقررات شرکتهای دولتی، تهران، سازمان برنامه و

بودجه، ۱۳۷۰.

۲۰- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، گزارش فعالیت بورس اوراق بهادار

تهران، گزارشات مختلف سه ماهه.

-
- ۲۱- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، راهنمای پذیرش سهام شرکتها در بورس .
- ۲۲- عادل، محمدحسین، «پس انداز کننده: تشویق یا تنبیه»، همشهری، شماره ۴۲۷، ص ۴.
- ۲۳- هدایتی، علی‌اصغر، مسائل اساسی در تجربه بانکداری بدون ربا، اطلاعات، شماره ۲۰۰۴ - ۱۳۷۲/۶/۲۲، ص ۶.