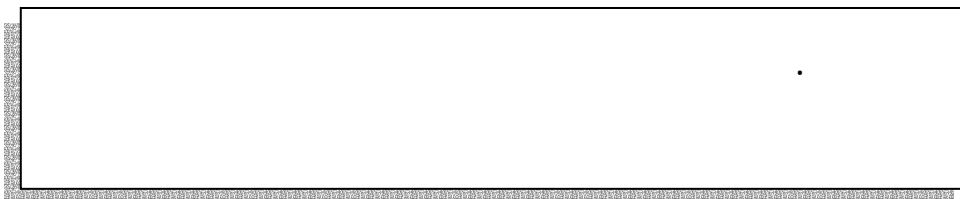
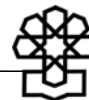


•

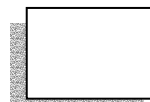
∴

∴

چکیده	۱
مقدمه	۱
۱. تحلیل آماری عملکرد بورس ایران	۲
۲. بررسی عملکرد بورس اوراق بهادار براساس مفاد قانون برنامه چهارم توسعه	۳
۳. موانع پیش روی بازار سرمایه در راستای اجرایی شدن سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی و مفاد قانون برنامه چهارم توسعه	۸
الف) عدم شفافیت و بهنگام نبودن اطلاعات	۸
ب) عدم وجود یا توسعه نیافتگی سازمان‌های خودانتظام	۱۰
ج) نبود فرهنگ عمومی سهام‌داری در بازار سرمایه	۱۳
د) سهم بالای اشخاص حقوقی و نهادهای دولتی و شبه‌دولتی از بازار سرمایه	۱۴
هـ) ساختار بازار سرمایه	۱۵
و) نارسایی‌ها در برخی از قوانین	۱۶
ز) دستکاری در بازار و قیمت‌ها	۱۷
ح) سایر موانع	۱۸
۴. جایگاه بازار سرمایه در سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه	۱۸
۵. ارائه پیشنهاد‌های قانونی برای برنامه پنجم توسعه در راستای اجرایی شدن سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه و اصل چهارم و چهارم قانون اساسی	۱۹
منابع و مأخذ	۲۲



هدف اصلی این گزارش بررسی چالش‌های بازار سرمایه در قانون برنامه چهارم توسعه و ارائه پیشنهاد‌های قانونی برای پنجم توسعه است، در این راستا ابتدا تحلیل آماری عملکرد بورس ایران و عملکرد بورس اوراق بهادار براساس مفاد قانون برنامه چهارم توسعه ارائه و سپس موانع پیش‌روی بازار سرمایه در راستای اجرایی شدن اهداف سند چشم‌انداز، سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی و مفاد قانون برنامه چهارم توسعه بررسی شده است. در خاتمه نیز بعد از معرفی جایگاه بازار سرمایه در سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه، راهکارهای قانونی در این زمینه برای برنامه پنجم توسعه ارائه شده است.



تجهیز بازار سرمایه و تأمین مالی مورد نیاز اجرای پروژه‌های جدید و توسعه پروژه‌های موجود از بخش‌های مهم پیشبرد برنامه‌های توسعه اقتصادی است. در جهان سرمایه‌داری «بورس» به‌عنوان یکی از پیشرفته‌ترین ابزار تکاملی سرمایه به‌شمار می‌رود. بورس جایگاه تبدیل دارایی‌های واقعی به ثروت کاغذی است، زیرا در قبال دارایی واقعی (پول، وجه نقد، آورده غیرنقدی، اموال و...) که سهام‌داران جهت خرید سهام ارائه می‌دهند، ورقه‌ای کاغذی به آنان داده می‌شود که نمایانگر «ثروت سهام» آنان است. اگر بپذیریم که بورس جایگاه «سرمایه و ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری و تولید» یک کشور است حجم عملیات، میزان عرضه سهام و مجموع سود و بازده سهام باید آینه تمام‌نمای وضعیت اقتصادی کشور باشد.<sup>۱</sup>

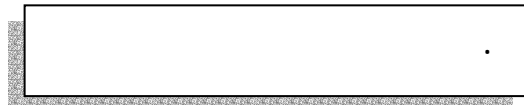
براساس قانون سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی سهام شرکت‌های دولتی صرفاً از طریق بورس اوراق بهادار به بخش خصوصی واگذار می‌شود. براساس بند «۷» ماده (۴۱) قانون

1. International Conference on the coordinated portfolio investment survey (CPIS): Asummary", IMF, September, 2006.



اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه و اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی هیئت واگذاری بنگاه‌های دولتی می‌تواند واگذاری بلوکی بنگاه‌های مذکور را در بورس‌های خارجی انجام دهد. حال آنکه براساس مواد (۹) و (۱۰) آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه سرمایه‌گذاران خارجی حداکثر می‌توانند ۱۰ درصد سهام شرکت‌ها را در بورس تملک کنند و براساس ماده (۱۲) همان قانون سرمایه‌گذاران خارجی تا ۳ سال اجازه خارج کردن سرمایه خود از بازار سرمایه را ندارند.<sup>۱</sup> حال باید دید با چنین وضعیتی که سایر عوامل و مشکلات نیز در کنار آن قرار دارند، بخش خارجی تا چه میزان حاضر به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار ایران می‌شود؟! آیا فضای موجود کسب‌وکار امکان جذب سرمایه‌های خارجی در بورس اوراق بهادار را فراهم کرده است؟! اگر پاسخ منفی است، چالش‌ها و راهکارهای پیش‌روی بورس اوراق بهادار کدامند؟

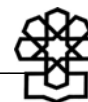
چیزی که مشخص است این است که اگر می‌خواهیم کشور به اهداف چشم‌انداز بیست‌ساله که نوید ایرانی قدرتمند و بهتر را می‌دهد برسد باید بستر اقتصادی مناسب برای این روند آماده شود. سیاستگذاری جدید درخصوص اصل چهارم و چهارم قانون اساسی ابزار و امکانی را در اختیار برنامه‌ریزان و مسئولان، برای تحقق اهداف سند چشم‌انداز قرار می‌دهد که باید آن را مغتنم شمرد.



بررسی متغیرهای عملکردی بورس اوراق بهادار نشان می‌دهد که شاخص قیمت و بازده نقدی (شاخص کل) از ۱۶۵۳/۱ در سال ۱۳۷۶ به ۳۳۷۵۷ در ابتدای اسفندماه سال ۱۳۸۷ رسیده و طی دوره به‌طور متوسط سالیانه ۳۶/۹ درصد رشد کرده است. همچنین شاخص بازده نقدی سهام طی دوره مورد بررسی از میانگین رشد سالیانه‌ای معادل ۱۳/۸ درصد برخوردار بوده است. شاخص‌های مالی و صنعت نیز به‌ترتیب رشد متوسط سالیانه‌ای معادل ۲۳/۱ و ۱۹/۲ درصد را تجربه کرده‌اند (جدول ۱).

روند فوق نشان‌دهنده رشد خوب بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۶ است. اما در سال ۱۳۸۷ کلیه شاخص‌ها رشد منفی داشته‌اند، اما در عین حال نباید از نظر دور داشت که حجم مطلق ارقام چندان بالا نیست. به عبارتی بازار اوراق بهادار هنوز کمتر توسعه یافته بوده و باید تلاش‌های جدی را در جهت ارتقای شاخص‌های آن انجام داد.

۱. قانون آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه، مصوب ۱۳۸۴/۰۳/۱۱ هیئت وزیران، مواد (۹)، (۱۰) و (۱۲).

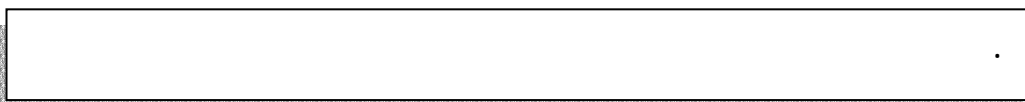


		( )		( )	
1393.9	4114.9	1653.1	1653.1	1653.1	1376
1275.8	4048.2	1538	2055	1911.9	1377
1945.9	4683.6	2206.2	2447.4	3266.3	1378
2621.8	6347.3	2978.3	2898.1	5221.4	1379
3254.8	8497.9	3758.8	3299.3	7502	1380
4642.9	8986	5062.8	3704.7	11345.9	1381
10060.1	23202.6	11379.4	3933.2	27074.9	1382
9215	34205.1	12113	4198.1	30762	1383
7427.3	20941.4	9459.4	4692.2	26849.8	1384
7752	20770.4	9821	5182	30786	1385
7967	20883	10082	5934	36193	۱۳۸۶
۶۱۷۳	۲۰۵۵۳	۷۹۶۷	-	*۳۳۷۵۷	۱۳۸۷
<b>19.2</b>	<b>231</b>	<b>207</b>	<b>138</b>	<b>369</b>	

: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک داده‌ها و اطلاعات سری زمانی اقتصادی، سال‌های مختلف.

\* مربوط به تاریخ ۱۳۸۷/۱۲/۰۱ بوده و از مآخذ زیر استخراج شده‌است.

(وزارت امور اقتصادی و دارایی، گزارش شماره ۵۱۵۱۰، مورخ ۱۳۸۸/۰۴/۳۱ با عنوان «تحولات بازار سرمایه کشور در سال‌های اخیر»، ص ۴).

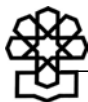


در این بخش، عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار درخصوص ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه ارزیابی می‌شود. در این راستا براساس جدول ۲ اهداف برنامه و عملکرد سازمان مذکور ارائه شده است.

1. کلیه مطالب این بخش به نقل از گزارش زیر است:

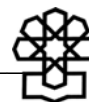
صمد عزیزنژاد، ارزیابی عملکرد قانون برنامه چهارم توسعه (۳) (حوزه بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری خارجی)، دفتر اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، شماره مسلسل ۱۰۲۵، ۱۳۸۶، صص ۲-۵.

البته آمار مورد نیاز برای سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ نیز به دلیل در دسترس نبودن تحلیل نشده است.



( )

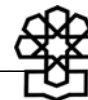
<p>در سال ۱۳۸۴، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، در راستای سیاست پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم مبنی بر گسترش جغرافیایی بورس از طریق راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای و استانی به افتتاح تالارهای منطقه‌ای کیش (۱۳۸۴/۲/۵)، همدان (۱۳۸۴/۲/۱۱)، قم (۱۳۸۴/۵/۵)، قزوین (۱۳۸۴/۶/۶)، کرمانشاه (۱۳۸۴/۸/۱۶)، سمنان (۱۳۸۴/۹/۱۰) و بندرعباس (۱۳۸۴/۱۰/۲۲) اقدام کرده و با آغاز فعالیت رسمی تالارهای مزبور، تعداد تالارهای منطقه‌ای فعال به ۲۱ تالار افزایش یافته است. همچنین در این سال، با هدف گسترش شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی، ۱۶ مجوز جدید کارگزاری، ۱۳ مجوز تالار اختصاصی و ۱۰۵ مجوز شعبه مناطق به متقاضیان واجد شرایط اعطا شده‌است.</p> <p>در سال ۱۳۸۵، سیاست پیش‌بینی شده در قانون برنامه چهارم مبنی بر گسترش جغرافیایی بورس از طریق راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای و استانی توسط سازمان بورس و اوراق بهادار متوقف شده و این سیاست با تأکید بر ایجاد تالارهای استانی توسط بخش خصوصی پیگیری شد. براین اساس در این سال دو تالار اراک و گلستان با تصویب هیئت دولت توسط بخش خصوصی افتتاح شده و فعالیت رسمی خود را آغاز کردند. با شروع فعالیت این دو تالار منطقه‌ای، تعداد تالارهای منطقه‌ای فعال در سال ۱۳۸۵ به ۲۳ تالار رسید. لازم به ذکر است در پی اجرای قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و ایجاد شرکت بورس اوراق بهادار تهران، از بهمن‌ماه سال ۱۳۸۵ اداره بورس‌های منطقه‌ای به شرکت بورس محول شد. همچنین در این سال، با هدف گسترش شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی، ۴ مجوز تالار اختصاصی و ۳۰ مجوز شعبه مناطق به متقاضیان واجد شرایط اعطا شده است</p>	<p>» « ( ) :</p> <p>شورای بورس مکلف است، اقدام‌های ذیل را در طول سال‌های برنامه چهارم به عمل آورد:</p> <p>گسترش جغرافیایی بورس از طریق راهکارهای مناسب از جمله راه‌اندازی تالارهای منطقه‌ای، استانی، ایجاد شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی</p>
<p>براساس بند «ج» ماده (۹۵) قانون برنامه سوم توسعه و تنفیذ آن در جزء الف بند «۲» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه مبنی بر ایجاد بورس‌های کالا در کشور، سازمان بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۷۹، به بررسی و طراحی ساختار سازمانی، سازوکار اجرایی و انواع قراردادهای قابل داد و ستد به روی محصولات موضوع فعالیت بورس‌های کالا در قالب مطالعه امکان‌سنجی «ایجاد بورس‌های کالا» پرداخت. مطالعات تکمیلی و تخصصی ایجاد بورس فلزات اساسی در سال ۱۳۸۰ انجام شد که حاصل آن زمینه‌ساز ایجاد و راه‌اندازی بورس فلزات و بورس کالای کشاورزی در سال ۱۳۸۲ بوده است</p> <p>در سال ۱۳۸۵ و در راستای اجرای قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذر ۱۳۸۴، به منظور ساماندهی فعالیت بورس‌های کالایی، بحث ادغام بورس‌های فلزات اساسی و</p>	<p>ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی (بورس کالا)</p>



<p>کالای کشاورزی و تشکیل بورس کالای ایران در قالب شرکت سهامی عام مطرح شد و سازماندهی و اداره بورس کالا به صورت متشکل، سازمان یافته و خودانتظام به منظور انجام معاملات کالاهای پذیرفته شده و اوراق بهادار مبتنی بر کالای پذیرفته شده توسط اشخاص ایرانی و غیرایرانی به عنوان فعالیت اصلی شرکت سهامی بورس کالای ایران تعریف شده است. براین اساس در سال ۱۳۸۵، عملیات اجرایی تأسیس شرکت بورس کالا پیگیری و اساسنامه این شرکت در تاریخ ۱۳۸۵/۱۲/۱۷ به تصویب مجمع عمومی مؤسس شرکت و در تاریخ ۱۳۸۶/۱/۱۹ به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده است</p>	
<p>بورس</p> <p>ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس</p> <p>در قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، «بازار خارج از بورس» به عنوان بازاری در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن برپایه مذاکره صورت می گیرد، تعریف شده است و براین اساس بستر قانونی ایجاد بازار خارج از بورس از طریق اخذ مجوز فعالیت از شورای عالی بورس و اوراق بهادار و ثبت و نظارت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار فراهم شده است؛ در همین حال مطالعات برای راه اندازی بازار خارج از بورس در حال انجام است و با توجه به اهمیت موضوع و اثرگذاری قابل ملاحظه آن بر بورس اوراق بهادار تهران و شرایط روز اقتصادی، موضوع زمان بندی راه اندازی این بازار در دست بررسی است</p>	
<p>دو مرحله حاضر، بورس اوراق بهادار تهران، عضو فدراسیون جهانی بورس های اوراق بهادار* و فدراسیون بورس های اوراق بهادار اروپایی-آسیایی** است. به لحاظ مسیر سطح همکاری با فدراسیون های مورد اشاره، بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای فعالیت فدراسیون بورس های اوراق بهادار اروپایی-آسیایی به عنوان عضو مؤسس این فدراسیون و از طریق مشارکت فعال در کمیته و گروه های کاری به عنوان عضو یا رئیس گروه و کمیته اجرایی، همواره نقش برجسته ای ایفا کرده است. دومین و یازدهمین اجلاس سالانه این فدراسیون توسط بورس اوراق بهادار تهران به ترتیب در اصفهان و شیراز برگزار شده است. بورس اوراق بهادار تهران در جلسات فدراسیون جهانی بورس های اوراق بهادار نیز شرکت می کند و با اعضای آن همواره به تبادل اطلاعات می پردازد و از تجربیات و اطلاعات موجود آنها در طراحی نهادها و بازارهای جدید بهره می گیرد. در ضمن بورس اوراق بهادار تهران از انتشارات دوره ای این فدراسیون ها جهت پیشبرد اهداف خود استفاده می کند. ارتباط با بورس یونان نیز در خصوص انتقال اطلاعات و تجربیات، اخیراً در دستور کار سازمان قرار گرفته است</p>	<p>برقراری ارتباط با بورس های منطقه ای و جهانی به منظور مبادله اطلاعات و پذیرش متقابل اوراق بهادار</p>



<p>در سال ۱۳۸۵ و در پی تشکیل سازمان بورس و اوراق بهادار، درخواست عضویت به سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار ارائه شد. این درخواست هم‌اکنون در حال بررسی است و ارتقای استانداردهای توسعه بازارهای داخلی، نظارت مؤثر بر داد و ستدهای اوراق بهادار بین‌المللی و ایجاد استانداردهای ویژه برای ارتقای سلامت بازارها از مهمترین اهداف عضویت در این سازمان است. همچنین در این سال و در راستای برقراری ارتباط و آشنایی با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی و ارکان بازار سرمایه، بازدید گروهی فعالان بازار سرمایه از ارکان بازار در سایر کشورها برنامه‌ریزی و هماهنگ شده و براین اساس بازدید از ارکان بازار سرمایه کشورهای امارات متحده عربی و مالزی صورت گرفته است. این برنامه در سال ۱۳۸۶ نیز پیگیری می‌شود. همچنین در این سال یادداشت تفاهمی میان سازمان بورس و اوراق بهادار ایران و کمیسیون اوراق بهادار مالزی و نیز شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت بورس کوالالامپور به امضا رسیده است. از مفاد این یادداشت تفاهم می‌توان به فراهم کردن امکان پذیرش سهام شرکت‌های ایرانی در بورس مالزی اشاره کرد</p>	
<p>به منظور ایجاد شبکه ملی داد و ستد الکترونیک اوراق بهادار، نرم‌افزار جدید معاملاتی اعم از نرم‌افزار هسته اصلی داد و ستد، نرم‌افزارهای مرتبط برای پوشش نیازهای سپرده‌گذاری، تسویه و پایاپای و نیز سخت‌افزارهای لازم، سازگار با سیستم جدید، پس از برگزاری یک مناقصه بین‌المللی از شرکت فرانسوی Atoseuronext در فروردین سال ۱۳۸۴ خریداری شد. سازمان بورس و اوراق بهادار درصدد است، سامانه کارگزاری دیگری نیز به منظور گردآوری و ثبت سفارش‌های خرید و فروش اوراق بهادار به صورت الکترونیکی خریداری کند. با راه‌اندازی این دو سامانه، امکان داد و ستد الکترونیک در سطح ملی و حذف محدودیت استقرار جغرافیایی بورس فراهم خواهد شد. در سال ۱۳۸۵، مطالعات مربوط به بومی‌سازی و راه‌اندازی سامانه‌های مزبور و هماهنگی‌های لازم با طرف قرارداد خارجی جهت نصب و راه‌اندازی انجام شده است</p> <p>با این حال باید توجه داشت فراهم آمدن این امکان منوط به ایجاد زیرساخت‌های فنی و مخابراتی مورد نیاز توسط وزارت ارتباطات و فناوری اطلاعات، تدوین و اجرای راهکارها، ضوابط و مقررات مربوط به عملیات بانکی به منظور تسهیل معاملات اوراق بهادار و تسویه وجوه ناشی از معاملات توسط بانک مرکزی و پیاده‌سازی قانون تجارت الکترونیک از سوی وزارت بازرگانی خواهد بود. بدین منظور در آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران که در تاریخ ۱۳۸۵/۶/۲۰ به تصویب شورای عالی بورس و اوراق</p>	<p>« ( ) »: شورای بورس موظف است نسبت به طراحی و راه‌اندازی شبکه ملی داد و ستد الکترونیک اوراق بهادار، در چارچوب نظام جامع پرداخت و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی آن اقدام نماید</p>



بهادار رسیده، موادی مبنی بر لزوم برقراری هماهنگی‌های لازم بین سازمان بورس و اوراق بهادار با نهادهای مورد اشاره، پیش‌بینی شده است.***	
در راستای اجرایی کردن بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه مبنی بر فراهم آوردن امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور، آیین‌نامه‌ای در مورد سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار که توسط وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تدوین شده بود، در خرداد ماه ۱۳۸۴ به تصویب هیئت وزیران رسید و براساس این آیین‌نامه در طی سال ۱۳۸۵، ۴ کد معاملاتی برای فعالیت و داد و ستد سرمایه‌گذاران خارجی در بورس تهران اختصاص داده شده است و ارزش خرید و فروش سهام از طریق این چهار کد معاملاتی تا ۱۳۸۵/۱۲/۲۹، ۲۳۶,۹۰۵,۳۴۷,۵۳۹ ریال بوده است.	« ( ) »: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی موظفند، با طراحی و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی لازم، امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور و بین‌المللی کردن بورس اوراق بهادار تهران فراهم کند

سازمان بورس و اوراق بهادار، نامه شماره ۲۳۶۶۳، مورخ ۱۳۸۶/۰۹/۱۲.

\* World Federation of Exchanges (WFE)

\*\* Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEAS)

\*\*\* براساس ماده (۱۱) آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، «راهکارها، ضوابط و مقررات مربوط به عملیات بانکی که معاملات اوراق بهادار و تسویه وجوه ناشی از معاملات را تسهیل می‌کند، به پیشنهاد سازمان به تصویب شورا می‌رسد. مصوبات شورا جهت اجرا به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ابلاغ و بانک مرکزی موظف است در چارچوب اختیارات قانونی و مقررات بانکی خود، ترتیبات اجرای مصوبات شورا را فراهم کند». همچنین در ماده (۱۲) این آیین‌نامه تصریح شده است «وزارت ارتباطات و فناوری اطلاعات مکلف است زیرساخت‌های فنی و مخابراتی مورد نیاز جهت توسعه بازار اوراق بهادار که به درخواست سازمان به تصویب شورا رسیده باشد، ظرف مدت حداکثر یک‌سال ایجاد کند. گزارش عملکرد و برنامه‌های مذکور توسط این وزارتخانه به هیئت دولت ارسال می‌شود».

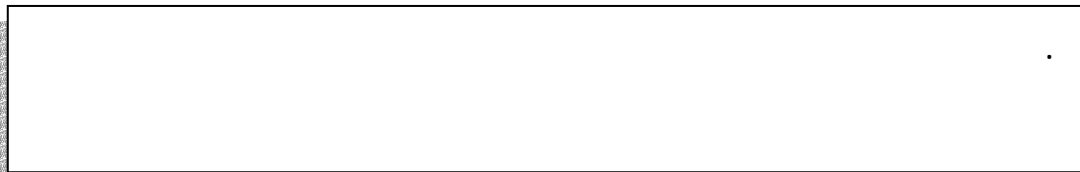
با عنایت به بررسی تطبیقی عملکرد سازمان بورس و اوراق بهادار در جدول ۲، به‌نظر می‌رسد:

۱. عملکرد سازمان بورس و اوراق بهادار درخصوص گسترش جغرافیایی بورس در راستای جزء ۱ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه بوده است.
۲. عملکرد سازمان بورس درخصوص گسترش بازارهای تخصصی (بورس کالا) درجهت اجرای جزء ۲ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه بوده است.
۳. سازمان مذکور درخصوص ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس در مقایسه با الزامات جزء ۳ بند «الف» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اقداماتی انجام داده اما کافی به‌نظر نمی‌رسد.
۴. سازمان بورس و اوراق بهادار تلاش‌هایی را در راستای برقراری ارتباط با بورس‌های منطقه‌ای و جهانی انجام داده یا درحال انجام است، اما طی این دوره عملکرد منجر به نتیجه ملموس و مؤثری در بورس مشاهده نمی‌شود (جزء ۴ بند «الف» ماده (۱۵) فوق‌الذکر).



۶. اقدام مؤثری در سازمان بورس اوراق بهادار درباره بند «ب» ماده (۱۵) قانون برنامه در راستای راهاندازی شبکه ملی داد و ستد الکترونیک اوراق بهادار مشاهده نمی‌شود. شاید یکی از علت‌های آن نیز ضعف زیرساخت‌های مخابراتی و مانند آن باشد. اما این امر از مسئولیت و لزوم تلاش بیشتر سازمان بورس نمی‌کاهد.

۷. درخصوص بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه، مبلغ سرمایه‌گذاری خارجی جذب شده در بازار سرمایه بسیار اندک است. البته عوامل مختلفی در این زمینه دخیل بوده‌اند.



بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار) در ایران جایگاه مناسبی به‌عنوان یک بازار سرمایه توسعه‌یافته ندارد. به‌عبارت دیگر این بازار با توجه به وضعیت خاص اقتصاد ایران که متعاقب ابلاغ سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی پدید آمده است، نمی‌تواند پاسخگوی نیازهای سرمایه‌گذاران باشد. می‌توان گفت یک بازار سرمایه، زمانی مطلوب تلقی می‌شود که:

الف) انتقال وجوه را در زمان‌های مختلف و بین افراد مختلف با سهولت و حداقل هزینه، ممکن کند.  
ب) ابزارهایی متنوع را برای مدیریت مالی فراهم کند.

ج) تجمیع و تخصیص منابع مالی اعم از بزرگ و کوچک را میسر کند.

د) اطلاعات کامل را در دسترس همه شرکت‌کنندگان قرار دهد.

ه) در بازار سرمایه رقابت وجود داشته باشد، به گونه‌ای که هیچ‌یک از شرکت‌کنندگان در

بازار، قدرت تعیین قیمت را نداشته باشند یا به‌عبارتی همه قیمت‌پذیر باشند.

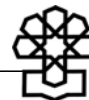
و) از حداقل ریسک برخوردار باشد.

با توجه به این خصوصیات باید به‌دنبال موانعی باشیم که باعث شده‌اند تا بازار سرمایه در

ایران نتواند مطلوب باشد. بنابراین در ادامه به بررسی موانع پیش روی بازار سرمایه در ایران خواهیم پرداخت.

(

عدم رعایت عدالت در توزیع اطلاعات و عدم دسترسی همزمان و یکسان همه افراد به آنها و نیز



قابل درک نبودن آنها برای عامه مردم، موجب پیدایش رانتهای اطلاعاتی می‌شود. بدیهی است اطلاعات مهم باید توسط شرکت‌ها به‌موقع به بازار سرمایه داده شود. زمانی که بازارهای سرمایه در ابتدای سال ۲۰۰۰ به اوج خود رسیدند، ورشکستگی و رسوایی پاره‌ای از شرکت‌ها، به‌تدریج اعتماد سرمایه‌گذاران را نسبت به مسئولیت گزارش‌دهی اطلاعات ضعیف کرد و موضوع اعتماد عمومی به کیفیت اطلاعات گزارش شده، مطرح شد.<sup>۱</sup>

اطلاعات مهم و ضروری شرکت‌های حاضر در بورس را می‌توان به سه دسته زیر طبقه‌بندی کرد:<sup>۲</sup>  
- اطلاعات و گزارش سالانه شرکت‌ها (شامل سود و زیان و ترازنامه و حساب‌های مالی شرکت در دوره یک‌ساله)،

- اطلاعات کوتاه‌مدت یا ماهیانه (از جمله میزان فروش، حجم تسهیلات دریافتی و سود پیش‌بینی شده از سوی شرکت و ...)،

- اطلاعات موردی درباره حوادثی که به‌طور یقین بر قیمت سهام شرکت و در نتیجه بر ارزش بورس اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد (مانند خرید مواد اولیه به قیمت گران و آتش‌سوزی و امثال اینها).  
باید دید چه دلایلی وجود دارند که باعث می‌شوند تا گزارش‌ها یا اطلاعات ارائه شده شفاف نباشند. برخی از اوقات، مدیران شرکت‌ها برای حفظ موقعیت شرکت و یا از روی احتیاط از ارائه اطلاعات صحیح خودداری می‌کنند. در اکثر کشورهای جهان که بازارهای سرمایه از شفافیت لازم برخوردار هستند،  
« »

. در بازار سرمایه ایران هنوز

چنین امکاناتی وجود ندارد و این وظیفه را کارگزاران بازار که وظیفه اصلی آنها چیز دیگری است برعهده دارند که مناسب هم نیست.

موضوع دیگر، کشور است که باعث می‌شود تا شرکت‌ها برای کاهش بار مالیاتی خود به ارائه گزارش‌های خلاف واقع مبادرت کنند. علاوه‌بر این، ارائه گزارش‌های مالی غیرشفاف می‌تواند تعمدی نبوده و مربوط به عوامل خارج از شرکت باشد.

<sup>۲</sup> باشد. اطلاعاتی که افشای آنها موجب کاهش ارزش شرکت‌ها شود را اطلاعات مالکانه می‌نامند. در این موارد، شفافیت اطلاعات شرکت‌ها سبب می‌شود تا توجه دولت به شرکت‌های سودآور زیاد شده و در مواردی مصادره‌هایی رخ دهد. همچنین

1. Dipiazza, Jr. Samuel, A. and Eccles, Robert G. "Building Public Trust, The Future of Corporate reporting John Willeg & sons", 2002, pp.10-12.

2. پیشین، صص ۲۰-۲۳.

3. Proprietary Costs



باعث می‌شود تا توان سودآوری و اسرار تجاری شرکت برای رقبا آشکار شده و هزینه‌های مالکانه افزایش یابد. هر اندازه که حقوق مالکیت<sup>۱</sup> در کشورها کمتر به رسمیت شناخته شود و دولت‌ها تمایل به مصادره اموال اشخاص حقیقی و حقوقی داشته باشند، به همان اندازه هزینه‌های مالکانه و انگیزه پنهان‌کاری اطلاعات برای حفظ ثروت بیشتر خواهد بود. همچنین هر قدر قوانین حمایت‌کننده حقوق مالکیت معنوی<sup>۲</sup> ضعیف باشد، هزینه‌های مالکانه از بعد رقابتی بیشتر و انگیزه‌های عدم افشای اطلاعات نیز بیشتر خواهد بود.

توسط شرکت‌ها و افراد است.

تمرکز یکجای قدرت سیاسی و اقتصادی، مالکیت گسترده دولت در شرکت‌ها و دستکاری سیاسی قوانین توسط شرکت‌های قدرتمند برای حفظ قدرت در مقابل رقبای جدید، از این دسته هستند. علاوه بر این، سیستم قضایی ضعیف در کشورها از دیگر دلایل پنهان‌کاری اطلاعات است.

نگاهی به موارد فوق نشان می‌دهد که عدم افشای اطلاعات صحیح در بازار سرمایه در کشور ما تا حدود بسیاری ناشی از همین عوامل باشد. از آنجا که در سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، بخشی از واگذاری‌ها مربوط به شرکت‌های دولتی است که در قالب بورس اوراق بهادار عرضه می‌شوند. برای نیل به اجرای موفقیت‌آمیز برنامه‌های واگذاری در راستای اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی باید علاوه بر موارد فوق،

به این منظور باید شرکت‌های دولتی، اطلاعات کامل و جامعی از وضعیت مالی، وضعیت فروش، بهای تمام شده، بازار فروش، وضعیت شرکت در میان شرکت‌های رقیب، برنامه‌ها و طرح‌های آتی و هر اطلاعاتی که بتواند بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر باشد را به بورس اوراق بهادار عرضه کنند. این اطلاعات باید توسط کارشناسان مجرب مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و پس از حصول اطمینان نسبت به صحت و اعتبار آن، گزارش مدونی از طریق سایت‌های تخصصی، روزنامه‌ها و مجلات در اختیار عموم قرار گیرد.

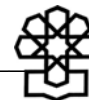
(

«نظارت و قانونگذاری از مهمترین مباحث در بورس‌های اوراق بهادار محسوب می‌شود. مواردی همچون ساختاردهی استانداردهای قانونی، اطلاع‌رسانی مناسب، تعمیق و بهبود نقدینگی بازار و حضور مداوم و اطمینان‌بخش سرمایه‌گذاران از مهمترین دغدغه‌هایی است که قانونگذاران را

---

1. Property Rights

2. Intellectual Property Rights



تشویق و ترغیب می‌کند تا بتوانند ساختار قانونی مناسبی را که قابلیت اجرایی بالایی داشته باشد را برای گروه‌ها و سازمان‌های مختلف فعال در بورس اوراق بهادار فراهم سازند.

را نام برد که

تشکیل بازارهای خارج از بورس اوراق بهادار<sup>۱</sup> از عمده‌ترین اهداف آنهاست.

در کشور ما تا سال ۱۳۸۶ بازارهای خارج از بورس وجود نداشته و حتی در قانون تأسیس بورس اوراق بهادار (مصوب ۱۳۴۵) نیز صحبتی از آن‌ها به میان نیامده بود. در بند «۸» ماده (۱) قانون جدید بازار اوراق بهادار که در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۱ به تصویب مجلس شورای اسلامی و شورای نگهبان رسیده است، این بازارها معرفی شده‌اند و در سال ۱۳۸۷ اولین بازار خارج از بورس راه‌اندازی شده است.<sup>۲</sup> به عبارتی می‌توان گفت ضرورت ایجاد این بازارها در قانون برنامه سوم توسعه (ماده ۹۴) این قانون، به صراحت، ایجاد شبکه رایانه‌ای بازار سرمایه را جهت انجام داد و ستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطح ملی و پوشش خدمات اطلاع‌رسانی در سطح ملی و بین‌المللی متذکر شده است) و نیز قانون برنامه چهارم توسعه (طبق ماده ۱۵) این قانون، شورای بورس مکلف شده است تا در وهله نخست، بازار سرمایه را از طریق راه‌اندازی بورس‌های منطقه‌ای و استانی، ایجاد شبکه کارگزاری و پذیرش کارگزاران محلی از نظر جغرافیایی گسترش دهد، همچنین در این ماده به مقولاتی نظیر ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی، بازارهای خارج از بورس، ارتباط با بورس‌های جهانی برای تبادل اطلاعات و پذیرش متقابل اوراق بهادار تأکید شده است)، مد نظر بوده است. باید توجه داشت که امروزه در کشور ما شرکت‌های بسیاری وجود دارند که توانایی رسیدن و برآورده کردن الزامات پذیرشی بورس‌ها را ندارند. آمارها در کشور نشان می‌دهد، از مجموع بیش از ۳۰۰ هزار شرکت ثبت شده در کشور، تنها کمتر از ۵۰۰ شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرش شده‌اند. مراحل سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار ایران به این ترتیب است که ابتدا سرمایه‌گذار خارجی درخواست خود را براساس قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی تکمیل و آن را به همراه مدارک لازم به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی و اقتصادی ایران تحویل می‌دهد.

از طرفی علیرغم وجود قوانین لازم برای جلب و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، رغبت چندانی برای سرمایه‌گذاری خارجی در کشور ما دیده نمی‌شود. این مسئله دلایل متعددی دارد که خود می‌تواند موضوع بحث مفصل دیگری باشد. اما در بخش قوانین و مقررات به ذکر چند نمونه از

1. Over the Counter

2. بند «۸» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴: بازارهای خارج از بورس، بازاری است در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد.



معضلات بسنده می‌کنیم.<sup>۱</sup>

۱. طبق ماده (۳) آیین‌نامه بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۳/۱۱ هیئت وزیران، سرمایه‌گذاران خارجی مکلف شده‌اند ظرف حداکثر یک‌سال پس از اخذ مجوز نسبت به انتقال کل وجوه به داخل کشور اقدام کنند. در صورت عدم انتقال کل وجوه به داخل کشور یا عدم سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، ظرف این مدت مجدداً باید مجوز اخذ کند. با توجه به فرآیند زمان‌بر اخذ مجوز و ورود سرمایه به کشور به‌نظر می‌رسد این مهلت بسیار کوتاه است.

۲. طبق ماده (۴) همین آیین‌نامه، سرمایه‌گذار خارجی منحصراً در دارایی‌هایی می‌تواند سرمایه‌گذاری کند که در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند. چنان‌که قبلاً اشاره شد، بسیاری از شرکت‌ها در کشور ما شرایط حضور در بورس اوراق بهادار و پذیرش را ندارند، به این ترتیب این مورد هم می‌تواند مانعی در برابر سرمایه‌گذاران خارجی باشد.

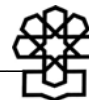
۳. در ماده (۸) آیین‌نامه مزبور، ضوابط ورود، خروج و نگهداری اصل و سود سرمایه‌های خارجی آمده است. براساس این ماده، تمامی ضوابط حاکم در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه‌های اجرایی آن و نیز مقررات ارزی کشور، در این مورد مصداق دارد. برای مثال برای خروج سود سرمایه‌گذاری، مصوبه هیئت سرمایه‌گذاری خارجی و نیز تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی لازم است که این امر، کار را برای سرمایه‌گذاران خارجی پیچیده می‌کند.

همچنین تملک اموال غیرمنقول توسط سرمایه‌گذاران خارجی ممنوع است، که این مسئله نیز انگیزه‌های سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش می‌دهد.

۴. در ماده (۹) آیین‌نامه بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۳/۱۱ هیئت وزیران، برای سرمایه‌گذاری خارجی‌ان سهام شرکت‌ها، سقف تعیین شده است؛ به گونه‌ای که حداکثر سقف سهام خریداری شده در هر شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، نباید از ۱۰ درصد تعداد کل سهام آن شرکت تجاوز کند. در مورد اوراق مشارکت نیز رویه مشابهی وجود دارد. وجود این محدودیت‌ها سبب می‌شود تا سرمایه‌گذاران خارجی به دلیل عدم مشارکت و نفوذ در هیئت مدیره شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری خودداری کنند.

۵. علاوه بر این، طبق ماده (۱۲) آیین‌نامه مزبور، خروج اصل و عایدات سرمایه‌گذار خارجی در بورس اوراق بهادار حتی در صورت تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی و نیز رعایت سایر ضوابط

1. مریم کشتکار، بورس اوراق بهادار تهران، اصلاح ساختار و بازنگری در قوانین و مقررات، مجله برنامه و بودجه، شماره‌های ۶۰ و ۶۱، ۱۳۸۴، صص ۱۱۵-۱۵۲.



لازم، منوط به گذشت حداقل سه سال از سرمایه‌گذاری است، که زمانی طولانی است و با توجه به چشم‌انداز سیاسی کشور در صحنه بین‌المللی معیار مناسبی برای جذب سرمایه‌های سرمایه‌گذاران خارجی نیست.

۶. از دیگر موارد مهم، می‌توان به مفاد ماده (۱۴) آیین‌نامه بند «ج» ماده (۱۵) قانون برنامه چهارم توسعه اشاره کرد که در آن حسابرسی عملکرد فعالیت سرمایه‌گذار خارجی در بورس اوراق بهادار توسط حسابرس معتمد سازمان بورس اوراق بهادار انجام می‌شود، که این مسئله در مواردی می‌تواند مشکلاتی را ایجاد کند. همچنین حل و فصل اختلافات طبق ماده (۱۹) قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، در دادگاه‌های داخلی انجام می‌شود، مگر آنکه در موافقتنامه‌های دوجانبه با دولت متبوع سرمایه‌گذار، در مورد شیوه دیگری توافق شده باشد. در این مورد هم به نظر می‌رسد چشم‌انداز روشنی برای سرمایه‌گذاران خارجی وجود ندارد و آنها ترجیح می‌دهند یک دادگاه بین‌المللی در این باره قضاوت کند».

(

بازار سرمایه در کشور ما بازاری در حال توسعه و رو به تکامل است. اصلاح ساختار نظارتی و اجرایی، تزاید و تنوع واسطه‌های مالی، تعمیق بازار اوراق بهادار و دیگر اهداف توسعه بازار سرمایه، بدون توجه به بسط و گسترش فرهنگ و ارتقای دانش عمومی مرتبط با آن، امکانپذیر نخواهد بود.<sup>۲</sup>

برآوردهای کارشناسان نشان می‌دهد، از تعداد کل سهام‌داران بین ۳ تا ۱۰ درصد (یعنی حدود ۱۰۰ تا ۳۰۰ هزار نفر) در بازار سرمایه فعال هستند<sup>۳</sup> و از حقوق خود آگاهی دارند. باید توجه داشت حضور گسترده مردم در بازار سرمایه در صورتی که با شناخت و آگاهی آنان همراه باشد، می‌تواند بر عمق بازار سرمایه بیفزاید و آنها را از سود ناشی از فعالیت در این بازار، منتفع سازد.

، در بهبود خدمات واسطه‌های

مالی که از جمله ابزارهای توسعه بازارهای مالی محسوب می‌شوند نیز نقش دارد. ارتقای سطح دانش عمومی و فرهنگ بازار سرمایه در میان عموم مردم و به‌ویژه سهام‌داران به‌عنوان متقاضیان خدمات واسطه‌های مالی، کیفیت عملکرد این نهادها را افزایش می‌دهد. در صورتی که کارگزاران،

1. Knill, April, M, "Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Smaller Firm Financing Gap around the World?", University of Maryland at College park, August, 2004, pp.5-6.

2. مجمع تشخیص مصلحت نظام، روندها و چالش‌های ساختاری بازار مالی ایران با تأکید بر عملکرد سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۵، مرکز تحقیقات استراتژیک، معاونت پژوهش‌های اقتصادی، شماره مسلسل ۶-۸۶-۱-۰۴، شهریور ۱۳۸۶، صص ۱۹-۲۱.

3. ، ص ۲۷.



مشاوران و دیگر واسطه‌های مالی با مشتریانی در تعامل باشند که از دانش کافی در حیطه بازار سرمایه برخوردار هستند، نظارت بیشتری بر عملکرد خود احساس می‌کنند و خود را ملزم به پاسخگویی و ارائه خدمات مناسب‌تر می‌دانند.<sup>۱</sup>

(

طی چند دهه گذشته همواره شرکت‌ها و مؤسسات دولتی، بیشترین سهم را در معاملات بورس اوراق بهادار به خود اختصاص داده‌اند، درحالی که این شرکت‌ها و مؤسسات به‌عنوان بازارساز وارد بازار شده‌اند، اما به‌جای تثبیت بازار با اقدامات آگاهانه و غیرآگاهانه، بر آشفتگی بازار سرمایه دامن زده‌اند. برای مثال از اول سال ۱۳۸۶ تاکنون که آمار واگذاری‌های صورت گرفته به شکل عرضه سهام بلوکی در اختیار قرار گرفته است، سهام ۸۲ شرکت به ارزش حدود ۳۶ هزار و ۹۷۹ میلیارد ریال در قالب سهام بلوکی به بخش غیردولتی واگذار شده است. اگر چه به لحاظ کمیت، طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۸ سهام ۸۲ شرکت به‌صورت بلوکی واگذار شده و ترکیب متنوع خریداران را شاهد هستیم، اما اندازه شرکت‌ها، درصد و ارزش سهام واگذار شده آنها با یکدیگر تفاوت زیادی دارد.

. ( )

/ ( )

بررسی‌ها نشان می‌دهد که تعداد محدودی از شرکت‌ها، بخش عمده‌ای از ارزش کل سهام بلوکی واگذار شده از سال ۱۳۸۶ را خریداری کرده‌اند.

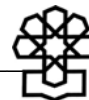
( )

(( ) )

۲

۳.

1. رضا کیانی، سازوکار اجرایی طرح سهام عدالت، ماهنامه بورس، شماره ۵۱، خرداد ۱۳۸۵، صص ۲۳-۲۶.  
2. اگر خرید سهام شرکت‌های واگذار شده توسط همه نهادهای شبه‌دولتی را در نظر بگیریم، درصد سهم این نهادها از کل واگذاری‌ها بسیار بیشتر از ۴۶ درصد است.  
3. سیدهادی موسوی‌نیک، گذر از اقتصاد دولتی به شبه‌دولتی، مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، گزارش شماره ۹۹۱۵، مهرماه ۱۳۸۸، ص ۱۳.



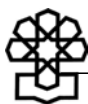
(

براساس قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴/۹/۱)، در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارآیی اوراق بهادار و نظارت بر حسن اجرای قانون مذکور، شورای عالی بورس و اوراق بهادار با ریاست وزیر امور اقتصادی و دارایی تشکیل شده است. این شورا وظایف متعددی دارد که در اینجا با توجه به ارتباط موضوع، به برخی از آنها اشاره می‌شود. انتخاب اعضای هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، انتخاب اعضای هیئت داور، اعطای انواع مجوزها (مجوز عرضه اوراق بهادار خارجی، مجوز عرضه اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های خارجی و...)، نظارت بر فعالیت سازمان و رسیدگی به شکایات و... از جمله وظایف این شورا است. در ماده (۵) این قانون، سازمان مؤسسه‌ای عمومی غیردولتی تعریف شده است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل بوده و از محل کارمزدهای دریافتی و سهمی از حق پذیرش شرکت‌ها در بورس و سایر درآمدها، اداره می‌شود. نکته قابل توجه این است که اعضای هیئت مدیره این سازمان، توسط شورای عالی بورس و اوراق بهادار و با پیشنهاد رئیس شورا انتخاب می‌شوند. با توجه به اینکه مؤسسه مزبور غیردولتی است؛ انتخاب اعضای هیئت مدیره توسط یک شورای دولتی و با پیشنهاد یک وزیر دولتی (به‌عنوان رئیس شورا)، عملاً آن را از حالت غیردولتی بودن خارج می‌کند. به‌عبارتی افراد منتخب در هیئت مدیره سازمان، اقتدار لازم را نداشته و در هر لحظه می‌توانند توسط وزیر امور اقتصادی و دارایی برکنار شوند. در مورد شورای عالی بورس و اوراق بهادار نیز باید گفت که این شورا دولتی است. البته در دولتی بودن این شورا اشکالی وجود ندارد (در اکثر کشورهای دنیا این شورا دولتی است)؛ اما وقتی بدانیم که بخش اعظم معاملات بازار اوراق بهادار نیز توسط نهادها و شخصیت‌های حقوقی دولتی یا وابسته به دولت انجام می‌شود و یا اینکه بیشتر شرکت‌ها و مؤسسات پذیرفته شده و یا فعال در بورس، دولتی هستند، شورای مزبور نمی‌تواند نقش خود را به‌عنوان حمایت‌کننده و تضمین‌کننده سلامت بازار به خوبی انجام دهد.

یکی از مؤثرترین ابزارهای کنترل ریسک قصور واسطه‌های بازار،<sup>۱</sup> توسط بورس‌های اوراق بهادار یا نهادهای تسویه است. این صندوق با هدف پوشش تعهداتی از قبیل؛ تسویه داد و ستدها، ورشکستگی کارگزاران بورس اوراق بهادار و تخلفات کارگزاران از محل سهم مشارکت کارگزاران، معامله‌گران و اعضای اتاق پایاپای و سپرده‌گذاری عضو بورس، عواید حاصل از سرمایه‌گذاری وجوه صندوق، سهم مشارکت بورس‌های اوراق بهادار و نهاد تسویه، هزینه دیرکرد بازپرداخت دیون صندوق و تسهیلات بانکی و سیاست‌های بیمه، تشکیل می‌شود.<sup>۲</sup>

1. Guarantee Fund

2. پیشین، صص ۱۷-۱۸.



(

یکی دیگر از مشکلات پیش روی بازار سرمایه در کشور ما، نارسایی و یا نبود قوانین و در مواردی پیچیدگی و ابهام در آنهاست. این مسئله نه تنها در مورد بورس اوراق بهادار، بلکه در بسیاری از مسائل دیگر نیز وجود دارد. برای مثال، مقررات مربوط به شرکت‌های سهامی در قانون تجارت بسیار ناقص است؛ به‌گونه‌ای که مردم اطمینان کافی برای خرید سهام شرکت‌ها را ندارند.

قانون تجارت در جهت انتظام بازار اولیه و عرضه عمومی سهام نیز کاستی‌هایی دارد که برخی در چارچوب قانون بازار اوراق بهادار مرتفع می‌گردند و برخی نیز باید در آیین‌نامه‌های مربوط دیده شوند. برای مثال:

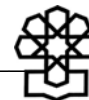
- مواد قانونی مذکور، تنها ناظر بر مرحله ثبت شرکت بوده و اصولاً نظارتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی عام پس از عرضه عمومی و در جهت حمایت از سرمایه‌گذاران و سهام‌داران جزء ندارد.

- الزامات افشای اطلاعات جهت عرضه عمومی برای تصمیم‌گیری منطقی سرمایه‌گذاران، ناکافی است و اعلامیه پذیره‌نویسی شامل اطلاعات صوری شرکت و عرضه عمومی است و سرمایه‌گذاران بالقوه را از وضعیت مالی شرکت، مصارف وجوه و برخی اطلاعات مهم برای سرمایه‌گذاری، آگاه نمی‌کند.

- با توجه به اینکه بسیاری از اطلاعات مهم، در اعلامیه پذیره‌نویسی بیان شده در قانون تجارت، پیش‌بینی نشده است، برای جلوگیری از عدم اشتباه و تداخل، به‌نظر می‌رسد، ضروری است که این اطلاعات تحت یک عنوان خاص و به‌عنوان یک سند مجزا در طی آیین‌نامه‌ای، تعریف و الزامی شود. در قوانین کمیسیون بورس اوراق بهادار کشور آمریکا، این اطلاعات تحت عنوان امیدنامه<sup>۱</sup> شناخته می‌شود.

- با توجه به الزامات قانون جدید بازار اوراق بهادار، فرآیند عرضه سهام مشروطه در مواد مختلف قانون تجارت ناقص است؛ در صورتی که آیین‌نامه‌ها به‌ناچار باید با رعایت قانون تجارت، فرآیند عرضه را تنظیم نمایند.

- نقص عمده قوانین قبلی، عدم ضمانت اجرایی قانون و مقررات انضباطی تعریف و تعیین شده برای موارد نقض و به‌خصوص اعمال فریبکارانه است. البته بخش ۱۱ از فصل اول قانون تجارت و همچنین مواد (۲۴۳) الی (۲۶۹) این قانون، اختصاص به مقررات جزایی برای موارد نقض مواد قانونی مختلف دارد، که فقط به دو نوع حبس و جریمه نقدی محدود می‌شود؛ اما با توجه به نقایص و ابهامات موجود و میزان جرائم نقدی مقرر، قانون فعلی کارآیی لازم را برای جلوگیری از تخلف از



قانون، تقلب و اعمال فریبکارانه ندارد. در این راستا، مواد (۴۶) الی (۵۲) فصل ششم قانون جدید بازار اوراق بهادار، نقایص موجود در قانون تجارت را مرتفع کرده است.

(

شواهد بیانگر آن است که بحث دستکاری بورس اوراق بهادار از جمله چالش‌های موجود فراروی بازار سرمایه در اوایل قرن بیستم بوده و امروزه به دلیل تصویب قوانین مناسب و سازوکارهای نظارتی اثربخش، بسیاری از اشکال دستکاری در ابزار بورس اوراق بهادار در کشورها محدود شده است. لکن در اغلب بازارهای نوظهور و در حال توسعه، به واسطه ضعف در نظام‌های قانونی و سازوکارهای نظارتی، هنوز هم اشکال عمده‌ای از دستکاری‌ها وجود دارد که موجب عدم تکامل بازار سرمایه و نبود اعتماد عمومی به این بازارها شده است.

)

نظر در مورد شرکت‌ها، آنها را با قیمت بالاتر به فروش می‌رسانند)، یا دستکاری بر مبنای عمل<sup>۲</sup> (که در آن دستکاری‌کننده قیمت اوراق بهادار، ابتدا اوراق بهادار را تملک کرده و سپس قیمت پیشنهادی برای تملک اوراق بهادار را اعلام می‌کند، که در این شرایط قیمت اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار افزایش یافته و دستکاری‌کننده اوراق، قادر است اوراق خود را بفروشد) و دستکاری بر مبنای معامله<sup>۳</sup> (در این روش، گروهی از معامله‌گران به وسیله خرید و بعد فروش و بدون توسل به انتشار اطلاعات گمراه‌کننده و یا انجام هر نوع رفتار، قابل مشاهده عمومی در ارزش‌داری تغییر ایجاد می‌کنند، که شناسایی و کشف این نوع دستکاری بسیار مشکل است). این روش‌ها از شایع‌ترین انواع دستکاری در قیمت‌ها هستند.

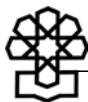
در بازار سرمایه ایران و در قانون بازار اوراق بهادار، سازوکارهای بازدارنده دستکاری قیمت‌ها وجود ندارد. به‌طور کلی به‌دلیل ضعف نظام‌های قانونی، امکان شناسایی و برخورد با دستکاری‌کنندگان قیمت در بورس اوراق بهادار وجود ندارد. وجود مشکلات ساختاری در بورس اوراق بهادار، از قبیل؛ نبود تنوع در ابزارهای مالی، کم‌عمق بودن بازار، نبود ابزارهای مدیریت ریسک و ... موجب شده است تمایل به دستکاری در قیمت‌ها افزایش یابد.<sup>۴</sup>

1. Manipulation

2. Action-Based Manipulation

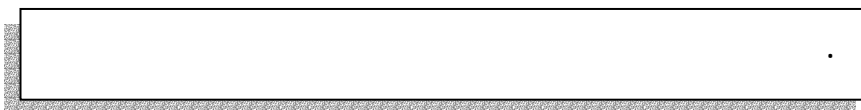
3. Trade-Based Manipulation

4. میرفیض فلاح شمسی و علی تیموری‌شندی، طراحی الگوی پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۷، پاییز ۱۳۸۴، صص ۱۱۵-۱۴۴.



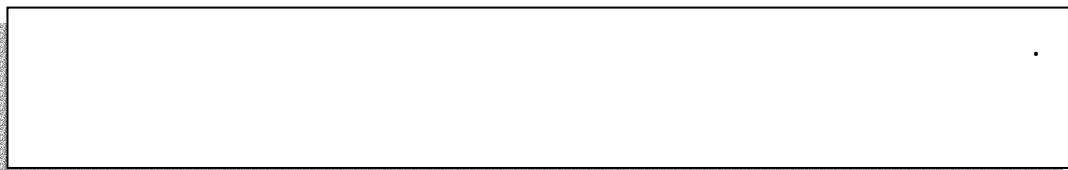
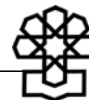
(

- از دیگر موانع پیش روی بازار سرمایه می‌توان به عدم تنوع ابزارهای مالی اشاره کرد.
- تعداد اندک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از دیگر مشکلات است. به این ترتیب، ضوابط مربوط به پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار باید اصلاح شود و بازارهای خارج از بورس نیز باید تشکیل و تقویت شوند.
- از دیگر موانع پیش روی بازار سرمایه این است که به دلیل عدم گسترش کافی شبکه‌های الکترونیکی در بازار سرمایه، بخش عمده‌ای از معاملات به شیوه سنتی انجام می‌شود. به این ترتیب نقل و انتقال سهام بسیار کند و زمان‌بر است و از این رو انعطاف لازم در عرضه و تقاضای سهام بسیار محدود است.
- همچنین عدم مشخص بودن چگونگی عرضه و تقاضای ثانویه سهام عدالت، علاوه بر ابهام در نحوه واگذاری این سهام از دیگر مشکلاتی است که بازار سرمایه را تهدید می‌کند. سهام عدالت در شکل فعلی که مشخص‌کننده شرکت خاصی نیست، می‌تواند سند بدهی سنگین دولت حاضر و دولت‌های آینده باشد.



در این بخش ارتباط مستقیم و غیرمستقیم سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه با بازار سرمایه در امور اقتصادی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- ۱-۲۱. توسعه سرمایه گذاری از طریق کاهش شکاف پس‌انداز - سرمایه گذاری با حفظ نسبت پس‌انداز به تولید ناخالص داخلی حداقل در سطح ۴۰ درصد و جذب منابع و سرمایه‌های خارجی.
- ۲-۲۱. بهبود فضای کسب‌وکار کشور با تأکید بر ثبات محیط اقتصاد کلان، فراهم آوردن زیرساخت‌های ارتباطی، اطلاعاتی، حقوقی، علمی و فناوری مورد نیاز، کاهش خطرپذیری‌های کلان اقتصادی، ارائه مستمر آمار و اطلاعات به صورت شفاف و منظم به جامعه.
۲۴. ارتقای کمی و کیفی بازارهای مالی (سرمایه، پول و بیمه) با تأکید بر کارآیی، شفافیت و سلامت.
۲۵. تحقق سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی و الزامات مربوط به هر یک از بندها با تأکید بر:
  - ۱-۲۵. حمایت از شکل‌گیری بازارهای رقابتی.
  - ۲-۲۳. برقراری ارتباط کمی و کیفی میان برنامه پنج‌ساله و بودجه‌های سالیانه با سند چشم‌انداز با رعایت شفافیت و قابلیت نظارت.



برای رفع موانع پیش‌روی بازار سرمایه و همچنین تحقق اهداف سیاست‌های کلی برنامه پنجم توسعه و اصل چهل و چهارم قانون اساسی پیشنهادهای قانونی زیر برای برنامه پنجم توسعه ارائه می‌شود:

( )

در راستای رونق هر چه بیشتر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کشور، سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف است صرفاً با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار صندوق‌های موضوع بندهای «۱۹ و ۲۰» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران - مصوب ۱۳۸۴ - و صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع بند «۱» ماده (۱۴) قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن - مصوب ۱۳۸۷ - و سایر صندوق‌هایی را که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند، ثبت نماید. این صندوق‌ها از تاریخ ثبت در اداره ثبت شرکت‌ها دارای شخصیت حقوقی می‌باشند.

( )

معاملات کالا و اوراق بهادار در بورس‌های کالایی و کلیه فعالیت‌های اشخاص در آنها مشمول احکام مندرج در فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران بوده و مرتکبین جرائم مندرج در ذیل فصل مذکور با رعایت ماده (۵۲) همان قانون تحت پیگرد قرار خواهند گرفت.

( )

سازمان بورس و اوراق بهادار موظف است با همکاری نهادهای ذیربط سازوکارهایی را تدوین و اجرا کند که براساس آن سهم بازار سرمایه کشور از تولید ناخالص داخلی (GDP) تا پایان سال آخر برنامه پنجم توسعه از حداقل ۳۰ درصد تجاوز کند.

( )

در صورتی که اوراق بهادار پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار یا بازار خارج از بورس و یا اوراق بهادار مبتنی بر کالا که در بورس کالا پذیرفته می‌شود متضمن سود مصوب، سررسید



شده یا تضمین شده باشد، باید به موقع و در چارچوب مقررات توزیع و پرداخت شود. در صورت خودداری ناشران و شکایت صاحبان اوراق بهادار یا سازمان، موضوع در هیئت داورى قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران طرح و آرای صادره در این خصوص از طریق اجرای احکام دادگاهها قابل اجراست.

( )

برای تحقق سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان بورس موظفند زمینه مشارکت بخش خصوصی واقعی را به نحوی فراهم کنند که سهم بخش یاد شده از سهام مربوط به اصل چهل و چهارم قانون اساسی تا پایان برنامه پنجم توسعه حداقل از ۴۰ درصد تجاوز کند.

( )

در راستای گسترش و تسهیل چرخش اطلاعات مدیران و فعالین در بازار سرمایه کشور، سازمان بورس و اوراق بهادار موظف است «پایگاه اطلاعاتی مدیران بازار سرمایه کشور» را که در نهادهای مالی و یا ناشران اوراق بهادار تحت نظارت شورای عالی بورس و اوراق بهادار سمت یا مسئولیت دارند، ایجاد نماید.

( )

سازمان بورس موظف است طی دو سال اول برنامه پنجم توسعه تالارهای بورس را برای کلیه مراکز استان‌ها احداث و به بهره‌برداری برساند. همچنین شبکه ارتباطی بین این تالارها نیز باید برای کلیه شهرهای کشور فراهم شود تا کلیه شهروندان ایرانی به آن دسترسی کم هزینه داشته باشند.

( )

در راستای جذب و جلب هر چه بهتر سرمایه‌های داخلی و خارجی و تحقق اهداف سند چشم‌انداز، سازمان بورس موظف است با همکاری نهادهای ذیربط از جمله سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران شرایط بهبود فضای کسب و کار در بازار سرمایه، از جمله تسهیل شرایط خرید و فروش سهام، حذف مراحل و مجوزهای اضافی و غیرضروری، شفاف‌سازی فضای معاملات، افزایش حجم و امنیت مبادلات الکترونیکی و... را به طور قانونی و عملیاتی فراهم کند.



( )

سازمان بورس موظف به راه‌اندازی و یا تشویق به راه‌اندازی و همچنین گسترش سازمان‌های خودانتظام نظیر کانون معامله‌گران بورس اوراق بهادار (بازارهای خارج از بورس) طی سال‌های برنامه پنجم توسعه است.

( )

سازمان بورس موظف است اقدامات لازم را به نحو اطمینان‌بخشی جهت ارتباط هر چه بیشتر بورس داخلی با بورس‌های خارجی و نهادهای مالی بین‌المللی در جهت رونق هر چه بیشتر بازار سرمایه کشور و گسترش سرمایه‌گذاری خارجی و تسهیل تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری داخلی از طریق بازار سرمایه و بورس، گسترش دهد.

( )

برای افزایش شفافیت و اعتماد عمومی به بازار سرمایه کشور و در راستای تحقق اهداف سند چشم‌انداز و سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، سازمان بورس موظف است تا پایان سال اول برنامه پنجم توسعه انجمنی را با عنوان «تحلیلگران مالی» راه‌اندازی کند که مشورت‌های لازم را به معامله‌گران سهام در بازار سرمایه ارائه کند.

( )

سازمان بورس با همکاری دستگاه‌های ذیربط موظف به برگزاری و اجرای دوره‌های آموزشی مستقیم و غیرمستقیم در رابطه با ساختار، عملیات اجرایی، شرایط ورود و خروج، شرایط معامله سهام و ... در بازار سرمایه است. این امر در راستای ارتقای سطح فرهنگ عمومی سهام‌داری در بازار سرمایه حداقل باید هر سال یکبار و از طریق اطلاع عمومی برگزار شود.

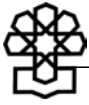
( )

در راستای جلوگیری از دستکاری قیمت‌ها و بازار، سازمان بورس موظف است تا پایان سال دوم برنامه پنجم توسعه اقدامات ذیل را انجام دهد:

الف) افزایش تنوع ابزارهای مالی

ب) افزایش عمق شاخص‌های اصلی بورس

ج) طراحی ابزارهای عملیاتی مدیریت ریسک



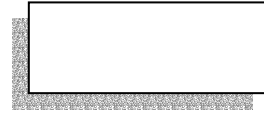
د) طراحی ابزارهای تنبیهی برای متخلفین و اخلاگران در بازار سرمایه متناسب با قوانین

موضوعه

هـ) تلاش در جهت افزایش ورود تعداد شرکت‌های ثبت شده و فعال به تالار اصلی بورس

ز) ارتقای سطح کمی و کیفی شبکه‌های الکترونیکی در بازار سرمایه

ح) معرفی سازوکارهای لازم جهت مبادله سهام عدالت در بازار ثانویه.



در پاورقی‌های گزارش آورده شده است.



:

۴۱. بررسی چالش‌های بازار سرمایه در قانون برنامه چهارم توسعه و ارائه پیشنهادهای قانونی برای برنامه پنجم توسعه

: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

: صمد عزیزنژاد

: محمدحسین قوام

: احمد شعبانی

: معاونت پژوهشی

\_\_\_\_\_:

\_\_\_\_\_:

:

۱. برنامه پنجم توسعه

۲. سند چشم‌انداز

۳. سیاست‌های کلی

۴. عملکرد

۵. چالش‌ها

۶. بورس

۷. بازار سرمایه

// :