

## The Regulatory Framework of the Securities and Exchange Organization in Relation to Self-Regulatory Organizations in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran<sup>1</sup>

Masoud Sharifi<sup>2</sup>, Mohammad Hosein Ghavam<sup>3</sup>, Ali Salehabadi<sup>4</sup>

Received: 2023/11/24

Accepted: 2024/05/26

Research Paper

### Abstract

The Securities and Exchange Organization, as the supervisory body of Iran's capital market, regulates and supervises self-regulatory organizations, financial institutions and publishers. This organization operates through self-regulatory organizations including Tehran stock exchange, over-the-counter, commodity exchange, energy exchange, central depository and settlement of funds and centers by providing a suitable and efficient trading system for the Exchange and settlement of trades. After the comparative study of the regulatory system in the capital market structure of the selected countries, this research intends to root out operational inefficiencies in the communication structure of the Iranian capital market supervisor and self-regulatory organizations through interviews with scientific and executive experts in this field. And while analyzing the existing situation in the current structure of the capital market, using the qualitative content analysis method to provide an operational framework to determine the boundaries of the decisions, powers and actions of the capital market elements in terms of policy, supervision and implementation, in order to detect and eliminate the gaps, Possible overlaps and clashes, especially in regulatory matters, have also been prevented, and while the communication between the elements, the independence of each is also maintained at an optimal level.

**Key Words:** Regulation of Supervisory Body, Self-regulation Organizations  
Qualitative Content Analysis.

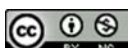
**JEL Classification:** G18, K22.

1. doi: 10.22034/JSE.2024.12341.2213

2. M.Sc. Student, Department of Financial Engineering, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (M.Sharifi@isu.ac.ir).

3. Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (ghavam@isu.ac.ir).

4. Associate Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (Salehabadi@isu.ac.ir).





سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، ویژه نامه اولین همایش ملی بازار سرمایه، زمستان ۱۴۰۲، صص ۲۸۶-۲۴۷

## چارچوب تنظیم‌گری سازمان بورس و اوراق بهادار در ارتباط با تشکل‌های خودانتظام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران<sup>۱</sup>

مسعود شریفی<sup>۲</sup>، محمدحسین قوام<sup>۳</sup>، علی صالح‌آبادی<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۰۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۰۶

مقاله پژوهشی

### چکیده

سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه ایران به تنظیم و نظارت بر تشکل‌های خودانتظام، نهادهای مالی و ناشران می‌پردازد. این سازمان، از طریق تشکل‌های خودانتظام شامل شرکت‌های بورس تهران، فرابورس، بورس کالا، بورس انرژی، سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه و کانون‌ها با فراهم آوردن یک نظام داد و ستد مناسب و کارآمد برای تسویه و پایاپای داد و ستدها فعالیت می‌کند. این پژوهش در نظر دارد پس از مطالعه تطبیقی نظام تنظیم‌گری در ساختار بازار سرمایه کشورهای منتخب، ناکارآمدی‌های عملیاتی در ساختار ارتباطی مقام ناظر بازار سرمایه ایران و تشکل‌های خودانتظام را از طریق مصاحبه با خبرگان علمی و اجرایی این حوزه ریشه‌یابی کند و ضمن آسیب‌شناسی وضعیت موجود در ساختار فعلی بازار سرمایه، با بهره‌گیری از روش تحلیل محتوای کیفی چارچوبی عملیاتی برای تعیین حد و مرز تصمیمات، اختیارات و اقدامات ارکان بازار سرمایه در ابعاد سیاست‌گذاری، نظارت و اجرا ارائه دهد تا ضمن تشخیص و رفع خلاءها، از همپوشانی‌ها و تداخل‌های احتمالی به ویژه در امور نظارتی نیز جلوگیری به عمل آمده و ضمن ارتباط بین ارکان، استقلال هر یک نیز در حد بهینه حفظ شود. مضامین اصلی و فراگیر استخراج‌شده حاصل از این پژوهش عبارتند از: حاکمیت شرعی، الگوی تنظیمی و نظارتی نهاد ناظر و استقلال نظام بورس و اوراق بهادار و تفکیک فرآیندی. در انتهای پژوهش نیز مکانیزم پیشنهادی پژوهشگر برای تنظیم‌گری نهاد ناظر در ارتباط با تشکل‌های خودانتظام با هدف بیهینه‌سازی ساختاری ارائه شده است.

**واژه‌های کلیدی:** تنظیم‌گری نهاد ناظر، تشکل‌های خودانتظام، تحلیل محتوای کیفی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** K22، G18.

doi: 10.22034/JSE.2024.12341.2213

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

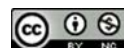
(M.Sharifi@isu.ac.ir)

۳. دانشیار، گروه مدیریت مالی، معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. (ghavam@isu.ac.ir).

۴. دانشیار، گروه مدیریت مالی، معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران. (Salehabadi@isu.ac.ir).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با



رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

## مقدمه

با توجه به نقش مهم بازار سرمایه در توسعه اقتصادی جامعه، نظارت بر این بازار و کنترل فعالیت نهادهای فعال در این بازارها ضرورتی انکارناپذیر است. بورس اوراق بهادار به دلیل اهمیت کنونی می‌تواند نقش محرک و تعیین‌کننده‌ای در شکوفایی اقتصادی کشور ایفا کند. با توجه به سیاست‌های کلی خوداتکایی در کشور و وجود تحریم‌ها، این بازار می‌تواند کمک شایانی در جهت پیشبرد اهداف اقتصادی کشور داشته باشد. از طرف دیگر عدم نظارت و بی‌طرفی دولت در این عرصه، فسادزا بوده و اعتماد عمومی را با چالش جدی روبرو می‌سازد. حجم زیاد سرمایه‌گذاری‌ها در این بازار و نیز فعالیت شرکت‌های مختلف، نظارت جدی دولت را بر این بازار می‌طلبد، البته نظارتی که سبب مداخله مناقشه‌آفرین دولت نشده و باوجود حفظ بی‌طرفی، به تنظیم‌گری بازار بپردازد. تنظیم‌گری یک موضوع فرارشته‌ای است و متخصصان حوزه‌های گوناگونی از جمله اقتصاد، حقوق، علوم سیاسی، مدیریت، سیاست‌گذاری عمومی و حتی روانشناسی، مطالعات زیادی برای بررسی ابعاد مختلف آن انجام داده‌اند و هم‌اکنون از آن به عنوان یکی از وظایف اساسی اقتصادی و اجتماعی دولت یاد می‌شود، بدین معنی که دولت برای تنظیم میزان تولید و توزیع یک کالا، می‌تواند به تعیین ساختار و قواعد حاکم بر بازار بپردازد (امیری و همکاران، ۱۴۰۰، ص ۱۸۲). از نظر بالدوین و همکاران به طور کلی، سه تعریف از تنظیم‌گری در ادبیات اقتصادی آمده است (بالدوین، کیو و لژ، ۲۰۱۲). در حالت بسیار محدود، تنظیم‌گری نوعی از حکمرانی تلقی می‌شود که به منظور نظارت و هدایت بازار توسط سازمان‌های دولتی اعمال می‌شود. در تعریف دوم و وسیع‌تر، تنظیم‌گری انواع تلاش‌های دولت به منظور هدایت بازار را شامل می‌شود. این تعریف در عین حال، دربرگیرنده تعریف اول نیز می‌باشد، زیرا افزون بر نظارت، فعالیت‌هایی نظیر نرخ‌گذاری یارانه و مالیات، بازار توزیع و مالکیت دولتی را نیز در بر دارد. در تعریف سوم از تنظیم‌گری، حوزه آن بسیار گسترده است و در برگیرنده همه‌گونه روش‌های کنترل اجتماعی اعم از آگاهانه و غیر آگاهانه می‌شود (مؤمنی و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۱۸۲).

خودانتظامی یک شیوه کارآمد اعمال کنترل است که از طریق تفویض طیفی از اختیارات در جریان مقررات‌گذاری صورت می‌گیرد و قلمرو اصلی آن در هر جایی است که اعمال

کنترل از درون برای منافع گروهی خاص و در سطح کلان جامعه، مطلوب تر باشد (انصاری و همکاران، ۱۳۹۱، ص. ۱۱۸). در ایران سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه شناخته می شود که به تنظیم و نظارت بر شکل های خودانتظام، نهادهای مالی و ناشران می پردازد. تنظیم گری و نظارت در ساختار بازار سرمایه در جهت حفاظت از منافع سرمایه گذاران، جلوگیری از تقلب و دستکاری در بازار، شفافیت و اعتمادسازی و حفظ استقرار و پایداری بازار اهمیت بسزایی دارد. نقش نظارتی و تنظیم گری بورس ها از دیدگاه تاریخی بخش مهمی از ارزش آن ها به عنوان یک نهاد خود انتظام بوده است. بورس ها نه تنها عملیات بازاری را در اختیار دارند که خریداران و فروشندگان اوراق بهادار را گرد هم می آورد بلکه منابع مهم استانداردها و پادمان هایی هستند که برای تقویت کارایی بازار و ارتقای یکپارچگی بازار طراحی شده اند. پژوهش حاضر سعی دارد با بررسی مدل ها و چارچوب های نوین تنظیمی نهاد ناظر بازار سرمایه در کشورهای منتخب و همچنین شناسایی عناصر موثر بر فرآیند تنظیم و نظارت نهاد ناظر و استفاده از سیستم خودتنظیمی در بازار سرمایه ایران، چالش ها و آسیب های فعلی ساختار ارتباطی سازمان بورس و اوراق بهادار با شکل های خودانتظام را بدست آورده و چارچوبی مطلوب و متناسب با مقتضیات بومی ارائه دهد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ایجاد برخی تغییرات و تحولات اساسی در کارکرد بورس ها به دلیل تسهیل سیستم های معاملاتی جایگزین، افزایش رقابت و یکپارچگی بازار و نیز جهانی شدن موجب بازنگری در برخی استراتژی ها و مدل های تجاری بورس ها شده است. مالکیت عام سازی<sup>۱</sup> عبارت است از فرآیند تبدیل ساختار تعاونی نهادی غیرانتفاعی به شرکت سهامی عام انتفاعی. تغییر ساختار سریع بورس ها از ماهیت شرکت های تعاونی به شرکت های سهامی با مسئولیت نامحدود مؤلفه ای کلیدی در ساختار بازارهای سرمایه در سرتاسر جهان محسوب می شود. نقش نظارتی و تنظیم گری بورس ها از لحاظ تاریخی بخش مهمی از ارزش آن ها به عنوان یک نهاد خودانتظام بوده است. بورس ها نه تنها عملیات بازاری را در اختیار دارند که خریداران و فروشندگان اوراق بهادار را گرد هم می آورد بلکه منابع مهم استانداردها و پادمان هایی هستند که برای تسهیل کارایی بازار و ارتقای یکپارچگی

1. Demutuation

بازار طراحی شده‌اند. نقش‌های نظارتی و تنظیم‌گری بورس‌ها، به اعتبار بازار سرمایه می‌افزاید. اما نقش تنظیم‌گری و نظارتی بورس‌ها با پذیرش بورس به عنوان شرکت درج شده در خود بورس، دچار تضاد منافع می‌شود به طوری که بورسی که انتفاعی است و سهم خود را پذیرش کرده، ممکن است در استاندارد‌گذاری یا نظارت تسهیل شود. پژوهشگران تضاد منافع به وجود آمده را به روش‌های مختلفی دسته‌بندی کرده‌اند. برخی از این تضادها از موارد ذاتی هستند که همواره وجود داشته‌اند اما ممکن است با سهامی شدن شرکت بورس تشدید شوند اما موارد دیگر تضادهای جدیدی هستند که بر اثر سهامی شدن بورس به وجود می‌آیند.

#### جدول ۱. فهرست تضاد منافع احتمالی میان وظایف اجرایی و وظایف نظارتی بورس‌ها

|                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱- تضاد میان وظایف تجاری و نظارتی                                                                                                                                                               |
| اقدام در جهت منافع از طریق حداکثر سازی ارزش سهام آنها در مقابل اقدامات بورس در جهت منافع عمومی به عنوان نهاد خودانتظام                                                                          |
| ۲- تضاد در تأمین مالی تنظیم و نظارت (تخصیص بودجه کافی)                                                                                                                                          |
| ۳- تضاد در اجرا                                                                                                                                                                                 |
| حفظ مقررات و استانداردهای نظارتی عالیه                                                                                                                                                          |
| نظم و دقت در برنامه‌های تنظیمی                                                                                                                                                                  |
| اجرای مستقل الزامات و مقررات                                                                                                                                                                    |
| تصمیمات مستقل در خصوص بازرسی‌ها و مسائل مربوط به اجرائیات                                                                                                                                       |
| تنظیم و نظارت بر مالکان و مشتریان کلیدی که کسب و کار و درآمد بورس از محل منابع آنهاست                                                                                                           |
| تنظیم و نظارت بر کانونهای عضو که قوانین و مقررات بورس جهت حمایت از آنهاست.                                                                                                                      |
| ۴- تضاد در نظارت بر رقبا                                                                                                                                                                        |
| تنظیم و نظارت بر نهادهای معاملاتی که با بورس در فراهم آوردن نقدینگی و نقدشوندگی خدمات معاملاتی در رقابت‌اند.                                                                                    |
| تنظیم و نظارت بر شرکت‌های پذیرفته شده که با بورس در فراهم آوردن خدمات تجاری در رقابت هستند.                                                                                                     |
| ۵- تضاد در درج نماد بورس به عنوان شرکت پذیرفته شده                                                                                                                                              |
| بورس مسئولیت ارزیابی این موضوع را دارد که آیا الزامات پذیرش را رعایت می‌کند یا خیر.                                                                                                             |
| بورس باید معاملات سهام خود را رصد کند و در خصوص نیاز به بررسی یا بازرسی درباره آن تصمیم‌گیری نماید.                                                                                             |
| ۶- تضاد در وظایف خاص تنظیمی و نظارتی                                                                                                                                                            |
| مقررات پذیرش بورس با شرکت‌های پذیرفته شده در رقابت قرار میگیرد- بورس ممکن است ارتباط تجاری با شرکت‌های پذیرش شده داشته باشد - بورس ممکن است با مشتریان اصلی شرکت پذیرفته شده ارتباط داشته باشد. |
| تنظیم نظارت و رصد بازار و اعضا بورس در رقابت با کارگزار معامله گر قرار میگیرد بورس ممکن است با مشتری اصلی کارگزار معامله گر در ارتباط باشد.                                                     |
| تصفیه و پایاپای بازارهای رقیب باید از خدمات تسویه بورس استفاده کنند انحصار در قیمت‌گذاری خدمات نرم‌افزاری                                                                                       |

(منبع: بانک جهانی، ۲۰۰۵)

وظایف خود انتظامی بورس‌ها عموماً از تعیین و اجرای مقررات معاملاتی اجرای بازرسی و پژوهش‌های مرتبط نظارت بر سیستم معاملات برای جلوگیری از سوء استفاده یا تخلف در بازار و ایجاد مقررات حاکم بر رویه‌های اجرایی اعضاء تشکیل شده است. نگرانی که از سوی نهادهای ناظر بیان شده، این است که تلاش برای حداکثرسازی سود و ارزش دارایی سهامداران از طریق سهامی شدن یا خصوصی شدن بورس‌ها با پذیرش هزینه واگذاری نظارت به بورس‌ها امکان‌پذیر خواهد شد. گرچه امکان بروز تضاد منافع هم در بورس‌های غیر انتفاعی و هم در بورس‌های انتفاعی امکان‌پذیر است، اما نگرانی‌ها از این موضوع برخاسته است که آیا بورس سهامی شده اقدامات اجرایی (الزام) به تبعیت از قوانین و مقررات از سوی شرکت‌های پذیرفته شده را انجام خواهد داد و جرایمی برای افراد و شرکت‌هایی که بیشترین درآمد بورس از محل آن شرکت‌هاست تحمیل خواهد کرد یا خیر.

تنظیم‌گری در معنای عام خود، انواع مداخلات دولت را شامل می‌شود که برای تحقق اهداف حاکمیت به کار می‌روند. هدف از این مداخله‌ها، ایجاد کنترل عمومی بر ارائه‌دهندگان خدمات برای تضمین منفعت عمومی است یعنی نفعی که عاید همه ذینفعان و عموم جامعه می‌شود و تأمین آن از جمله اصلی‌ترین فلسفه‌های تشکیل حکومت‌ها محسوب می‌شود. هرچند موضوع تنظیم‌گری به صورت سنتی نخست در حوزه اقتصادی و با رویکرد بازار مطرح بوده، اما به تدریج به سایر حوزه‌های عمومی و مسائل اجتماعی نیز وارد شده و در حال حاضر به حکمرانی در حوزه‌های مختلف اجتماعی، سیاسی و فرهنگی نیز تعمیم یافته است (نظام مالی تنظیم‌گری، گزارش‌های مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۳۹۷). چهار مدل شناخته شده پیرامون تنظیم‌گری در بازار سرمایه وجود دارد که برای پیاده کردن هر یک از آن‌ها بستر ویژه‌ای نیاز است زیرا هریک از این مدل‌ها دارای یک پارادایم ویژه هستند. چهار مدل بالا به شرح زیر هستند:

#### ۱. مدل نهادی<sup>۱</sup> (معروف به سیلو یا عمودی یا بخشی)

در این الگوی نظارتی که با سابقه‌ترین الگوی نظارتی نیز محسوب می‌شود برای هریک از انواع مؤسسات مالی شامل بانک، شرکت بیمه و یا مؤسسات فعال در بازار سرمایه با توجه به هویت حقوقی<sup>۲</sup> متفاوت آن‌ها، نهاد ناظر جداگانه‌ای تعیین می‌شود. این الگو بر پایه تقسیم

1. Sectoral  
2. Legal Status

وظایف میان نهادهای ناظر بنا شده است و مقام ناظر در هر بخش وظیفه نظارت احتیاطی بر فعالیت‌های بنگاه‌ها و بازارهای مرتبط را در راستای تحقق ثبات و سلامت مالی و همچنین هدایت کسب و کارها در آن بخش بر عهده دارد (اشمالو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵، ص ۸).

## ۲. مدل یکپارچه یا متحد<sup>۲</sup>

در الگوی یکپارچه یک تنظیم‌گر واحد هم بر سلامت و ثبات مالی بنگاه‌های مالی از منظر تنظیم‌گری احتیاطی خرد و کلان نظارت دارد و هم تنظیم‌گری تمام انواع کسب و کارهای مالی را بر عهده دارد. مقام ناظر در این الگو می‌تواند بانک مرکزی یک کشور و یا نهاد مخصوص و مستقل دیگری خارج از بانک مرکزی باشد (مارتینز و رز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳، ص ۲).

## ۳. مدل دوقله‌ای<sup>۴</sup>

این مدل برای بهره‌گیری از تمام مزایا و کارایی‌های مدل یکپارچه طراحی شده است و در عین حال تضاد ذاتی قوانین و مقررات مرتبط با صحت و ایمنی مؤسسه، حمایت از سرمایه‌گذاران و شفافیت را مد نظر قرار می‌دهد. این مدل را رهیافت تنظیم بر اساس اهداف عینی نیز نامیده‌اند. در این مدل، به منظور عدم بروز تضاد منافع بین اهداف، دو نهاد نظارتی مجزا مشخص می‌شدند. براساس این ساختار، 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 بازار سرمایه و دیگری مسئولیت هدایت و نظارت بر کسب و کارها را بر عهده می‌گیرد (گروه سی<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸، ص ۱۴).

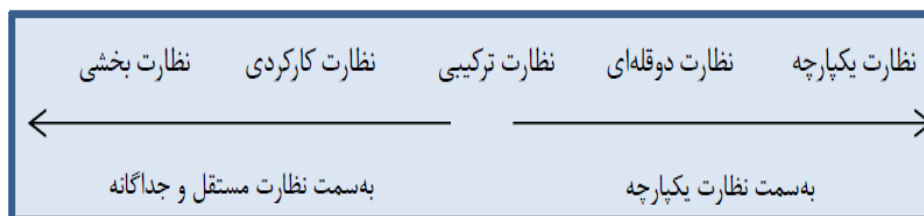
## ۴. مدل دورگه یا مبتنی بر وظیفه یا کارکردی<sup>۶</sup>

برخلاف مدل نهادی که بر وضعیت قانونی شرکت‌ها متمرکز است، این مدل بر فعالیت‌های هر شرکت متمرکز می‌باشد. بر این اساس، فعالیت شرکت است که تحت نظارت قرار می‌گیرد

1. Schmulow  
2. integrated  
3. Martínez and A. Rose  
4. twin peaks  
5. The Group of Thirty  
6. functional

نه خود شرکت یا نهاد. نهادهای نظارتی متعددی وجود دارند که امور نظارتی را به اجرا در می‌آورند و بنگاه‌های اقتصادی تحت نظارت ملزم به گزارش‌دهی به نهادهای جداگانه‌ای هستند. در این الگو اعمال نظارت از سوی مقام ناظر بر اساس نوع خدمات یا محصولات مالی بدون توجه به ماهیت حقوقی مؤسسه ارائه دهنده خدمات صورت می‌گیرد. بدین ترتیب، هریک از انواع کسب و کار مالی، تنظیم‌گر کارکردی خاص خود را دارد، به طوری که اگر بنگاهی درگیر ارائه خدمات مالی متنوع باشد، مشمول تنظیم‌گری‌های متعدد خواهد بود. به عنوان 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 افزون بر سلامت مؤسسه مالی به دلالت‌های فعالیت آن بر ثبات مالی نیز توجه داشته و همچنین به تنظیم‌گری و نظارت بر رفتار کسب و کار مؤسسات مالی نیز می‌پردازد (اشمالو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵، ص ۱۵).

الگوهای یادشده را می‌توان بین دو طیف اصلی در نظر گرفت. در یک طرف، ساختار کاملاً مستقل و جدا با تعداد زیادی نهادهای متخصص در حوزه نظارت و در طرف دیگر تنها یک مقام ناظر مسئولیت نظارت بر کلیه بخش‌های مالی را بر عهده دارد اما کشورهایی که تمایل به گرایش به دو طرف طیف ندارند، الگویی میانی و بین این دو طیف برای نظارت و مقررات‌گذاری بر بخش مالی تشکیل داده‌اند (اورسکی و پاوکوویچ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴، ص ۶۴). شکل ۱ طیف الگوهای نظارتی را نشان می‌دهد.



شکل ۱. طیف الگوهای نظارتی

(منبع: منظور و همکاران، ۱۳۹۹، ص ۱۶۱)

1. Schmulow

2. Oreski and Pavkovic

مطالعات انجام شده در ایران بیشتر به بررسی ساختار تنظیمی بازار سرمایه از منظر حقوقی پرداخته‌اند و رویکردهای ارائه‌شده پیرامون این موضوع منجر به حل مسائل و آسیب‌های ساختاری بازار سرمایه به شکل عملیاتی نشده است. همچنین تنها بررسی پژوهش‌های خارجی از آن جهت که معیارهای سیاسی و قانونی متفاوتی دارند لزوماً سازگاری و تناسبی با سازوکار بازار سرمایه ایران ندارند. از طرفی چگونگی ارتباط نهاد ناظر بازار سرمایه با بورس‌های تحت نظارت در سال‌های اخیر یکی از چالش‌ها و مشکلات اساسی این بازار به حساب می‌آید و گاهی منافع ذی‌نفعان بازار را تحت تأثیر قرار داده است. هدف پژوهش حاضر این است که بهره‌گیری از تجارب جهانی پیرامون تنظیم‌گری و استفاده از سیستم خودتنظیمی در نظام‌های بازار سرمایه کشورهای منتخب و همچنین آسیب‌شناسی و استخراج چالش‌های فعلی تنظیم‌گری نهاد ناظر و تشکلهای خودانتظام، چارچوبی مطلوب و متناسب با مقتضیات بومی بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران ارائه دهد.

پژوهش‌های داخلی صورت گرفته در موضوع تنظیم‌گری در بازار سرمایه، به شرح زیر است:

جدول ۲. بررسی پژوهش‌های داخلی انجام گرفته در حوزه یادشده

| ردیف | پژوهشگران        | سال  | عنوان و هدف پژوهش                                                                        | نتیجه پژوهش                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------|------------------|------|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱    | جوانمردی و الهام | ۱۴۰۲ | مبانی توجیه تنظیم‌گری در مواجهه با تخلفات بازار سرمایه                                   | تنظیم‌گری به عنوان مدلی توافقی میان فعالان بازار سرمایه است که با اراده جمعی خود، صلاحیت رگولاتور جهت وضع و اعمال مجازات انضباطی در این حوزه را تعیین کرده‌اند. سازمان بورس و اوراق بهادار باید نهادی غیرانتفاعی و غیردولتی باشد تا بتواند اهداف تعیین شده برای تشکیل آن را برآورده کند. بنابراین وضع و اعمال مجازات انضباطی برای متخلفین این حوزه هیچ تعارضی با اصول و قواعد کیفری و نیز اصل تفکیک قوا ندارد. |
| ۲    | کریمی نیک        | ۱۴۰۰ | چالش‌های اجرای اصول خودانتظامی در نظام حل و فصل نظام بازار سرمایه                        | شناسایی چالش‌ها، راهکارهایی در جهت اصلاح نظام فعلی حل و فصل اختلافات                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| ۳    | نجفی و دیگران    | ۱۳۹۹ | مطالعه تطبیقی ساختار و الگوی نظارت بر نهادهای مالی در بازار سرمایه ایران و کشورهای منتخب | بیشتر کشورهای جهان از الگوی نظارت مبتنی بر مقررات، که عمدتاً به بررسی عملکرد تاریخی نهادهای مالی در مقطعی از زمان پرداخته و مبتنی بر معاملات بوده به سمت الگوی نظارت مبتنی بر ریسک که تمرکز آن نظارت مستمر و فرایند محور است، سوق یافته‌اند                                                                                                                                                                    |
| ۴    | اسدی و دیگران    | ۱۳۹۸ | مفهوم و جایگاه تنظیم‌گری اقتصادی با تأکید بر پاسخگویی به جرایم بورسی                     | ارزیابی روش‌های عدالت کیفری سستی و تنظیم‌گری اقتصادی در پاسخ‌دهی به جرایم و تخلفات بورسی                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

| ردیف | پژوهشگران       | سال  | عنوان و هدف پژوهش                                                                                 | نتیجه پژوهش                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------|-----------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۵    | انصاری و دیگران | ۱۳۹۶ | تحلیل ساختار حقوقی نهادهای خود انتظام در بازار سرمایه ایران با مطالعه تطبیقی در نظام حقوقی آمریکا | سرچشمه و شاکله قانونی نهادهای خودانتظام، هم در نظام حقوقی ایران و هم آمریکا، از طریق مجلس قانون گذاری به وجود آمده است و تصمیم های هیئت دولت نقش مستقیمی در این رابطه ندارد. همچنین از نظر شیوه تشکیل، تعلیق و انحلال این قبیل نهادهای، بین نظام حقوقی ایران و آمریکا تفاوت بارزی دیده نمی شود، به جز اینکه در آمریکا به دلیل وسعت گسترده تر بازار اوراق بهادار و حجم بیشتر مسئولیت های نهادهای خود انتظام، تفویض اختیاراتی به برخی نهادهای مشابه صورت گرفته است.                                                                                                                       |
| ۶    | رهبر            | ۱۳۹۵ | حفظ استقلال نظام بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران                                          | نظام بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به عنوان یک نهاد تنظیم گر مالی مستقل، در بعد استقلال ساختاری دارای نواقصی است که می تواند کارکرد مؤثر آن را با اختلال جدی روبرو سازد. افزون بر نقش پررنگ وزیر امور اقتصاد و دارایی که تأثیر گسترده ای بر استقلال شورای عالی بورس و سازمان بورس دارد، مشکلات ساختاری از جمله عدم تضمین شغلی اعضای شورای عالی بورس نیز از عواملی است که باید در نظام بازار بورس و اوراق بهادار اصلاح شود. در کنار این موارد، ایجاد نظام اداری پاسخگو و شفاف برای سرمایه گذاران به خصوص در موارد رسیدگی به شکایات و تخلفات، استقلال در نظارت را تقویت می کند. |
| ۷    | داریوندی شوشتری | ۱۳۹۵ | ساختار حقوقی شرکت بورس اوراق بهادار و حدود نظارت بر بازار                                         | شرکت بورس اوراق بهادار ایران در تجربه جهانی بورس های اوراق بهادار به سمت سهامی عام شدن، روند طبیعی و رایج خود را نیموده است و ساختار متعارف یک شرکت سهامی عام را ندارد. ساختار نظارتی حاکم بر بورس اوراق بهادار ایران کمابیش به طور کامل توسط سازمان بورس و اوراق بهادار اجرا می شود و ویژگی های یک سازمان خود انتظام را به شکل رایج آن در بورس های مطرح دنیا ندارد.                                                                                                                                                                                                                    |
| ۸    | فهمی            | ۱۳۹۴ | سازو کار نهاد ناظر بازار سرمایه ایران در مقابله با ناهنجاری ها                                    | ضمن بررسی ساختار حقوقی بازار سرمایه ایران و نقش و جایگاه نهاد ناظر در آن به بررسی مکانیزم های تعریف                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

| ردیف | پژوهشگران | سال  | عنوان و هدف پژوهش                                                                                  | نتیجه پژوهش                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------|-----------|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      |           |      |                                                                                                    | شده برای نهاد ناظر در برخورد با ناهنجاری‌ها با عنایت بر معیارهای بین‌المللی پرداخته است.                                                                                                                                                                           |
| ۹    | حسینی     | ۱۳۹۲ | تحلیل حقوقی-اقتصادی خودانتظامی در بازار سرمایه ایران با مطالعه تطبیقی با نظام حقوقی آمریکا و مالزی | نهادهای خودانتظام در بازار سرمایه ایران، آمریکا و مالزی در همه امور «خودانتظام» نیستند و از جهات مختلفی مانند شکل‌گیری و تصویب دستور العمل‌های لازم تحت نظارت شدید مراجع نظارتی هستند. نهادهای نظارتی و تنظیمی نقش مهمی در حفظ ثبات و یکپارچگی بازار سرمایه دارند. |

بخشی از پژوهش‌های خارجی صورت گرفته پیرامون تنظیم‌گری در بازار سرمایه به این شرح است:

#### جدول ۳. بررسی پژوهش‌های خارجی انجام گرفته در حوزه یادشده

| ردیف | پژوهشگران                                       | سال  | عنوان و هدف پژوهش                          | نکات پژوهش                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------|-------------------------------------------------|------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱    | مرکز استراتژی تنظیم مقررات آمریکا <sup>۱</sup>  | ۲۰۲۳ | چشم‌انداز تنظیمی بازار سرمایه <sup>۲</sup> | با وجود حجم موضوعات جدیدی که توسط نهادهای تنظیم‌گر مالی در سال گذشته انجام شده است، موضوعات جدید دیگر در چشم‌انداز سال ۲۰۲۳ از جمله اصلاحات اساسی در تعامل دیجیتال شرکت‌ها و اقدامات امنیت سایبری باید در نظر گرفته شود.                                                                               |
| ۲    | کارگروه نوسازی بازار سرمایه کانادا <sup>۳</sup> | ۲۰۲۱ | گزارش پیشنهادی تنظیمی <sup>۴</sup>         | پژوهش حاضر تفکیک حوزه نظارت و اجرا (تفکیک نقش‌های سازمانی) از منظر حکمرانی را موجب کاهش تضاد منافع معرفی می‌کند. در این پژوهش پیشنهاد ایجاد یک دادگاه داوری جداگانه در ساختار فعلی کمیسیون اوراق بهادار کانادا ارائه می‌دهد به گونه‌ای که هیچ عضوی از دادگاه در هیئت مدیره نهاد ناظر حضور نداشته باشد. |

1. CENTER for REGULATORY STRATEGY AMERICAS

2. Capital markets regulatory outlook

3. Capital Markets Modernization Taskforce

4. Final Report

| ردیف | پژوهشگران                     | سال  | عنوان و هدف پژوهش                                               | نکات پژوهش                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------|-------------------------------|------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۳    | دل بریو و دیگران <sup>۱</sup> | ۲۰۱۰ | درک مقررات: تئوری، استراتژی و عمل <sup>۲</sup>                  | با وجود تنظیم گیری سخت تر در کشور انگلستان، افرادی که از اطلاعات خاصی بهره می‌برند، توانسته‌اند سودهای غیرعادی بیشتری نسبت به مردم اسپانیا، کسب کنند. این موضوع سبب شده است که کارایی در بازارهای هر دو کشور کاهش یابد. البته مطابق این مطالعه، تنظیم گری در این کشورها توانسته است، از طریق افزایش شفافیت و تصحیح سریع قیمت‌ها بر کارایی اثرگذار باشد. |
| ۴    | کو یونگ گوان <sup>۳</sup>     | ۲۰۰۲ | رویکردهای نظارتی و تنظیمی در بازارهای سرمایه جهانی <sup>۴</sup> | سه گزاره کلی که تنظیم گران باید مطابق با خواسته‌های بازارهای سرمایه جهانی با آنها هماهنگی داشته باشند را مطرح می‌کند: نیاز به همکاری نظارتی بین حوزه‌های قضایی انگیزه فزاینده برای استانداردهای بین‌المللی چگونگی پاسخ‌دهی تنظیم گران در جهت تسهیل نوآوری و رشد مداوم بازار سرمایه                                                                      |
| ۵    | ویمستری و گوررو <sup>۵</sup>  | ۲۰۰۰ | نظارت مالی یکپارچه: تجربیات در کشورهای منتخب <sup>۶</sup>       | در این تحقیق با توجه به هر متغیر، رویکردهای نظارتی (یکپارچه و تخصصی) با یکدیگر مقایسه شده و میزان کارایی و اثربخشی آنها با توجه به ساختار قانونی و اقتصادی هر کشور مورد بررسی قرار گرفتند.                                                                                                                                                              |

### ساختار نظارتی و تنظیمی نهاد ناظر و شکل‌های خودانتظام در نظام بازار سرمایه کشورهای منتخب

در این قسمت ساختار کلان تنظیم‌گری و نظارت در بازار سرمایه و همچنین ساختار شکل‌های خودانتظام در کشورهای منتخب دنیا مورد بررسی قرار می‌گیرند.

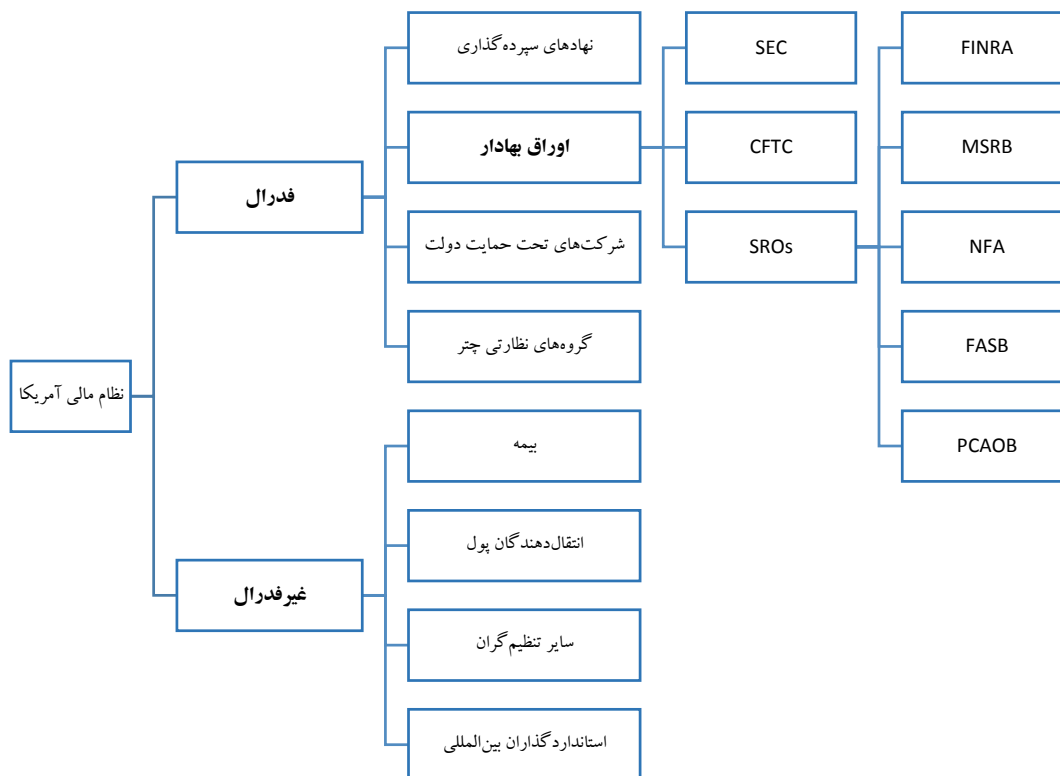
1. Robert Baldwin, Martin Cave, Martin Lodge
2. Understanding regulation: theory, strategy, and practice
3. Koh Yong Guan
4. Regulatory approaches in global capital markets
5. Edgardo Demaestri & Federico Guerrero
6. Integrated Financial Supervision: Experiences in Selected Countries

### بازار سرمایه آمریکا

کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۱</sup> مسئولیت تنظیم بازار سرمایه از جمله نظارت بر سازمان‌های خودانتظام<sup>۲</sup> را بر عهده دارد. چارچوب نظارتی کمیسیون بورس و اوراق بهادار در رابطه با شکل‌های خودانتظام برای ترویج شفافیت، انصاف و کارایی در بازار سرمایه طراحی شده است. شکل‌های خودانتظام ملزم به رعایت قوانین و مقررات تعیین شده توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار هستند و برای اطمینان از رعایت آن‌ها، تحت بازرسی منظم قرار می‌گیرند. کمیسیون بورس و اوراق بهادار دستورالعمل‌هایی را برای عملکرد شکل‌های خودانتظام مقرر کرده است. این دستورالعمل‌ها شامل الزامات ثبت، ساختار سازمانی، حاکمیت شرکتی، صلاحیت پرسنل و منابع مالی می‌شود. شکل‌های خودانتظام همچنین باید قوانین رفتاری را برای اعضای خود ایجاد کنند و رویه‌هایی را برای نظارت بر انطباق با این مقررات اتخاذ کنند. ساختار نظارتی بازار سرمایه آمریکا بدین صورت است که دو نهاد ناظر به نام کمیسیون بورس و اوراق بهادار و کمیسیون معاملات آتی کالا<sup>۳</sup> مسئولیت نظارت بر بازار سرمایه را بر عهده دارند. کمیسیون بورس و اوراق بهادار بر اساس قانون، مسئولیت تنظیم و نظارت بر بازار آتی، اختیار معامله، قرارداد آتی و سواپ<sup>۴</sup> (تاخت‌ها) معاملات اوراق بهادار را بر عهده دارد و از سوی دیگر کمیسیون معاملات آتی کالا مسئولیت تنظیم و نظارت بر بازار آتی، اختیار معامله و سواپ معاملات کالایی را بر اساس قانون بورس‌های کالایی<sup>۵</sup> بر عهده دارد و نهاد ناظر تا سطح زیادی برای مقررات‌گذاری بازارها به نهادهای خود انتظام تکیه می‌کنند. نهادهای خود انتظام شامل بورس‌ها، شرکت‌های تسویه، سازمان تنظیم مقررات صنعت مالی (فینرا)<sup>۶</sup>، هیئت مقررات اوراق بهادار شهرداری<sup>۷</sup>، هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۸</sup>، هیئت نظارت بر حسابداری شرکت‌های دولتی<sup>۹</sup> و انجمن ملی آتی<sup>۱۰</sup> هستند. فینرا نظارت بر کارگزار/ معامله‌گران را بر عهده دارد، در حالی که انجمن ملی آتی نظارت بر کلیه نهادهای مالی در بازارهای آتی و سواپ را بر عهده دارد (نجفی و

- 
1. Securities and Exchange Commission (SEC)
  2. Self-Regulatory Organization (SRO)
  3. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)
  4. swap
  5. Commodity Exchange Act (CEA)
  6. Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)
  7. Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB)
  8. Financial Accounting Standards Board (FASB)
  9. Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)
  10. National futures Association (NFA)

همکاران، ۱۳۹۹، ص ۴۵۹). به طور کلی نهادهای تنظیم گر در نظام مالی آمریکا و جایگاه بازار سرمایه در آن به شرح شکل زیر است:



شکل ۲. نهادهای تنظیم گر در نظام مالی آمریکا  
(منبع: مارک لایونته<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳)

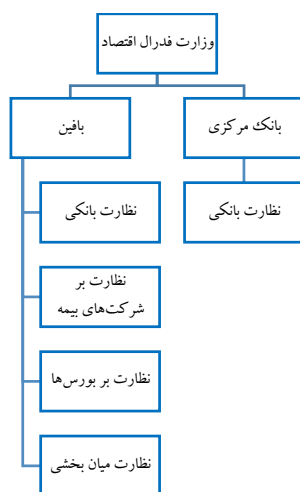
در تفکیک وظایف بین بورس و نهاد ناظر ایالات متحده گرچه کمیسیون بورس و اوراق بهادار مسئولیت نهایی نظارت بر بازارهای اوراق بهادار آمریکا و فعالان آن را بر عهده دارد، اما خط مقدم نظارت بر معاملات و وظیفه نظارت بر انطباق اعضا با مفاد قانونی و استانداردهای تعیین شده بر عهده بورس ها است. بیشتر وظایف نظارتی که باید در خط مقدم تنظیم و نظارت قرار گیرند به عهده بورس هاست و نهادهای نظارتی اصلی، نظارت عالی بر روند بازار دارند. در ایالات متحده وظایف

1. Marc Labonte

نظارتی بورس نیویورک میان دو تشکل خودانتظام مقررات بورس اوراق بهادار نیویورک<sup>۱</sup> و نهاد تنظیم و نظارت بر صنعت مالی (فینرا) سهم‌بندی شده است و به نوعی نظارت بر بازار و اعضا برون سپاری شده است. این در حالی است که نهاد ناظر اصلی بازار سرمایه یعنی کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیز بر فرآیند عمومی بازار، ناشران پذیرفته شده، نهادهای خودانتظام و ... نظارت دارد. براساس قانون اسناد و مدارک الزامی باید هم برای بورس و هم برای نهاد ناظر ارسال شود.

### بازار سرمایه آلمان

بافین<sup>۲</sup> نهاد نظارتی مالی فدرال آلمان است که بر بانک‌ها، نهادهای ارائه‌کننده خدمات مالی، شرکت‌های بیمه و نهادها و معاملات بازار سرمایه نظارت می‌کند. هدف از نظارت مالی این است که عملکرد صحیح، ثبات و یکپارچگی بازار مالی آلمان را تضمین کند. بافین یک نهاد دولتی و فدرال است که بودجه آن مستقل از بودجه فدرال بوده و از طریق کارمزدها و وجوهی که از نهادهای تحت نظارت گرفته می‌شود، تأمین مالی می‌شود. شکل زیر ساختار کلی نظام تنظیم و نظارت در بازار مالی آلمان را نشان می‌دهد (دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی و بازرگانی وزارت امور اقتصادی و دارایی، ۱۳۹۵، ص ۵۲).



### شکل ۳. ساختار تنظیم و نظارت در بازار مالی کشور آلمان

(منبع: نجفی و همکاران، ۱۳۹۹)

1. NYSE Regulation

2. Bafin

هدف نخست نهاد نظارتی مالی فدرال آلمان این است که عملکرد صحیح، ثبات و یکپارچگی آلمان را به عنوان یک مرکز مالی در تعامل و همکاری با اتحادیه اروپا و محیط بین‌المللی ارتقا دهد. بافین یک نهاد نظارتی مالی یکپارچه برای بازار مالی آلمان است. این نهاد مسئول نظارت بر نهادهای اعتباری، نهادهای ارائه‌دهنده خدمات مالی شرکت‌های مدیریت دارایی، شرکت‌های بیمه‌ای، صندوق‌های بازنشستگی و معاملات اوراق بهادار است. بافین خودش را به عنوان یک نهاد نظارتی ریسک‌محور و آینده‌نگر در نظر دارد. این نهاد ناظر قاطعانه و خردمندانه برای مشارکت و کمک به عملکرد صحیح، ثبات، پایداری و یکپارچگی سیستم مالی آلمان در چارچوب سیستم نظارتی اروپایی و بین‌المللی و همچنین انجام وظایف قانونی‌اش به بهترین شیوه ممکن عمل می‌کند.

آلمان دارای اقتصادی باز است و از یک سیستم مالی اروپایی و بین‌المللی پایدار و کارا بهره‌می‌برد. بافین معتقد است که به عنوان یک بخش جدایی‌ناپذیر از این سیستم مسئولیت دارد که برای همکاری و مشارکت در نظارت و تدوین مقررات هماهنگ بازارهای مالی و مهیا کردن عزم جدی در توسعه روزافزونش به دیگر نهادهای نظارتی اروپایی و ملی پیوست شود. عضویت در سیستم اروپایی ناظران مالی، همگرایی بازارهای مالی بین‌المللی و پیشرفت بازارهای مالی و سرمایه از جمله چالش‌های جدی فراروی بافین است. به منظور روبرویی با این چالش‌ها، بافین از اصول زیر به عنوان یک قطب‌نما برای هدایت و جهت‌دهی فعالیت‌های نظارتی‌اش استفاده می‌کند:

❖ تمرکز بر اهمیت ریسک سیستمیک در بازارهای مالی؛

❖ دارا بودن هویت اروپایی و بین‌المللی متمایز؛

❖ شفافیت و وضوح؛

❖ کارمندان و کارکنان شایسته؛

❖ حمایت جمعی از مشتریان و سرمایه‌گذاران.

بافین تلاش می‌کند تا فعالیت‌های نظارتی‌اش را در تمام مقاطع زمانی واضح و شفاف سازد. نهادهایی که بافین بر آنها نظارت می‌کند باید به فعالیت‌های نظارتی بافین گره خورده و بافین را به عنوان یک قطب‌نما برای فعالیت‌های خودشان بشمار آورند.

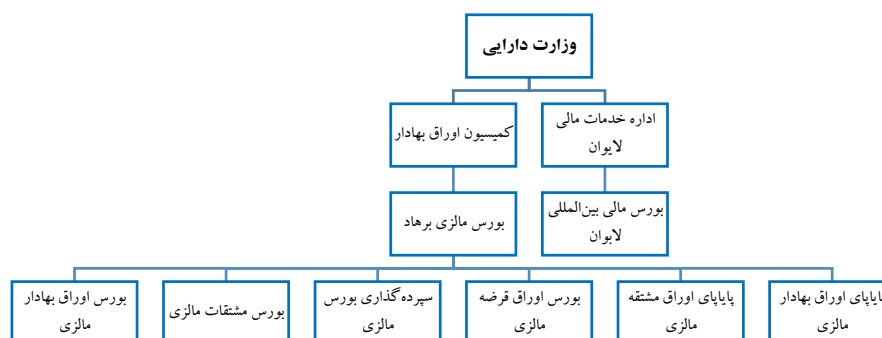
برای تحقق این استراتژی بافین رهنمودهای زیر را رعایت می‌کند:

- دیدارها و مصاحبه‌های نظارتی یک بخش ضروری از فعالیت‌های نظارتی بافین محسوب می‌شود.
- بافین سنج‌های نظارتی تصمیمات گرفته شده و الزامات نظارتی را برای نهادهای تحت نظارت و در صورت لزوم برای فعالان بازار تشریح می‌کند.
- بافین اطلاعات لازم برای نهادهای تحت نظارت و فعالان بازار را از طرق مختلف مانند انتشار اصول راهنمای فعالیت‌های تجاری تا برگزاری دوره‌ها و کارگاه‌ها در اختیار آنان قرار می‌دهد.

### بازار سرمایه مالزی

مرجع اصلی قانون‌گذار بازارهای اوراق بهادار و مشتقه، «کمیسیون اوراق بهادار»<sup>۱</sup> است. این مرجع طبق قانون کمیسیون اوراق بهادار ۹۷۳ تأسیس شده که کاملاً تابع قوانین و مقررات وزارت دارایی مالزی است. بورس مالزی (سهامی عام) تحت نظارت کمیسیون اوراق بهادار و وزارت دارایی می‌باشد که زیر مجموعه آن عبارت است از: شرکت بورس اوراق بهادار (سهامی عام)، شرکت بورس مشتقات (سهامی عام)، شرکت بورس مالی بین‌المللی لابوان، شرکت بورس اوراق قرضه (مسئولیت محدود)، شرکت پایاپای اوراق بهادار (مسئولیت محدود)، شرکت پایاپای اوراق مشتقه (سهامی عام)، شرکت سپرده‌گذاری بورس (مسئولیت محدود)، شرکت نماینده سپرده‌گذاری بورس (مسئولیت محدود)، شرکت اطلاعات بورس (مسئولیت محدود) و شرکت خدمات اسلامی بورس (مسئولیت محدود). ارتباط بین زیرمجموعه‌های بورس مالزی در شکل ۴ آمده است. نکته قابل توجه این است که تمام شرکت‌های زیرمجموعه بورس مالزی به طور ۱۰۰ درصدی متعلق به بورس مالزی هستند. به غیر از شرکت بورس مشتقات (سهامی عام) که ۷۵ درصد از این بورس متعلق به شرکت بورس مالزی و ۲۵ درصد آن متعلق به کالای شیکاگو است.

1. Security Commision



#### شکل ۴. جایگاه شرکت های مرتبط با بورس مالزی در ساختار نظارتی و تنظیمی بازار سرمایه

(منبع: [www.bursamalaysia.com](http://www.bursamalaysia.com))

بورس مالزی که پیشتر به عنوان بورس اوراق بهادار کوالالامپور شناخته می شد، به عنوان «تنظیم کننده خط مقدم بازار سرمایه مالزی عمل می کند و به عنوان یک بورس (تشکل خودانتظام) در نظر گرفته می شود و مسئول فعالیت های مربوط به تنظیم و نظارت بر بازارهای اوراق بهادار و مشتقات است. بورس مالزی بر رفتار اعضای خود نظارت دارد و دارای اختیارات اجرایی است. بر اساس قوانین اصلاح شده که در ۲ می ۲۰۱۳ لازم الاجرا شد، بورس مالزی به دنبال ساده سازی قوانین خود بدون به خطر انداختن منافع سرمایه گذار است.

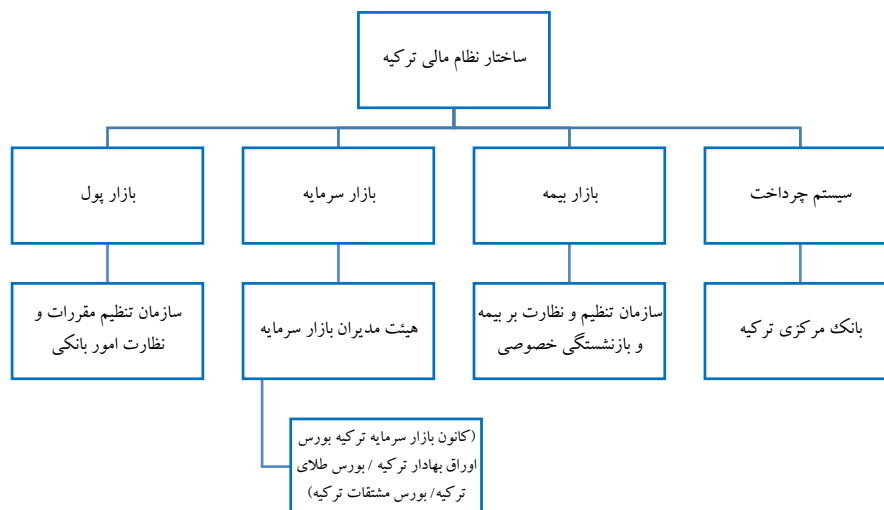
#### بازار سرمایه ترکیه

هیئت مدیره بازار سرمایه اصلی ترین نهاد قانون گذار و نظارتی بر بازارها و مؤسسات اوراق بهادار در ترکیه است. قانون بازارهای سرمایه ترکیه<sup>۲</sup> مصوب ۱۹۸۱ ضمن اعطای این قدرت به هیئت مدیره بازار سرمایه، ساماندهی مقررات بازارها و توسعه ابزارها و نهادهای بازار سرمایه را به عهده این نهاد گذاشته است. هدف اصلی این سازمان انجام اقدامات لازم برای پیشرفت بازارهای سرمایه است. در راستای تحقق این اهداف، عملکرد منصفانه و کارای بازارها، حفاظت از منافع و حقوق سرمایه گذاران، هیئت مدیره بازار سرمایه طیف گسترده ای از مسئولیت ها را بر

1. Capital market board (CMB)

2. Capital market law (CML)

عهده دارد که بسته به مراحل توسعه بازارها و موقعیت اقتصادی کشور و بر اساس اولویت‌ها در زمان‌های مختلف متفاوت است.



#### شکل ۵. ساختار مقرراتی بازار سرمایه ترکیه

(منبع: گورای کوچوکجا اوغلو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲)

کانون بازارهای سرمایه ترکیه<sup>۲</sup> یک تشکل خودانتظام در ساختار بازار سرمایه ترکیه است که در سال ۲۰۰۱ تحت نظارت نهاد ناظر بازار سرمایه ترکیه ایجاد شده و اعضا تشکیل‌دهنده آن مرکب از: شرکت‌های کارگزاری، سبدگردان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، صندوق‌های سرمایه‌گذاری جسورانه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان و بانک‌ها هستند. کانون بازارهای سرمایه ترکیه، هم در ترکیه و هم در خارج از کشور فعالیت‌هایی را برای گسترش و ژرفایش بازار سرمایه ترکیه انجام می‌دهد. همچنین پروژه‌هایی را برای افزایش آگاهی جامعه در مورد نهادها و ابزارهای بازار سرمایه و جلب توجه سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه سازماندهی می‌کند. این کانون موظف به رعایت قوانین وضع شده از سوی نهاد ناظر

1. Güray Küçükkoçaoğlu

2. Turkish Capital Markets Association (TCMA)

بازار سرمایه ترکیه و پیروی از تصمیمات آن است. هیئت مدیره کانون بازارهای سرمایه ترکیه باید متشکل از یازده عضو با ترکیب زیر باشد:

الف) سه عضو از شرکت‌های کارگزاری؛

ب) دو عضو از بانک‌ها؛

ج) دو عضو از شرکت‌های مدیریت دارایی؛

د) یک عضو از صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده؛

ه) یک عضو به نمایندگی از انجمن کارشناسان ارزیابی ترکیه<sup>۱</sup>؛

و) دو عضو مستقل که مجمع عمومی از میان نامزدهای تعیین شده توسط کمیته نامزدی و تعیین شده توسط هیئت مدیره بازار سرمایه انتخاب می‌کند. کمیته نامزدی متشکل از سه نفر یعنی: رئیس هیئت مدیره بازار سرمایه، رئیس هیئت مدیره بورس استانبول و رئیس کانون یا سه نفری است که هر یک توسط افراد بیان شده در بالا تعیین می‌شوند.

پاسخگویی به نیازهای جمعی اعضا و تسهیل همبستگی بین اعضا، جلوگیری از رقابت ناعادلانه بین اعضا، افزایش دانش فنی در حوزه‌های زیرمجموعه، ایجاد منشور اخلاقی حرفه‌ای برای حوزه‌های زیرمجموعه، وضع قوانین و مقررات حرفه‌ای، انجام پژوهش‌ها و ارائه برنامه‌های آموزشی، بررسی شکایات علیه اعضای خود و اطلاع نتایج آن به هیئت مدیره بازار سرمایه و کمک به حل و فصل اختلافات ناشی از معاملات خارج از بورس بین اعضای خود یا بین اعضا و سرمایه‌گذاران از جمله مهم‌ترین وظایف این تشکل خودانتظام به شمار می‌رود.

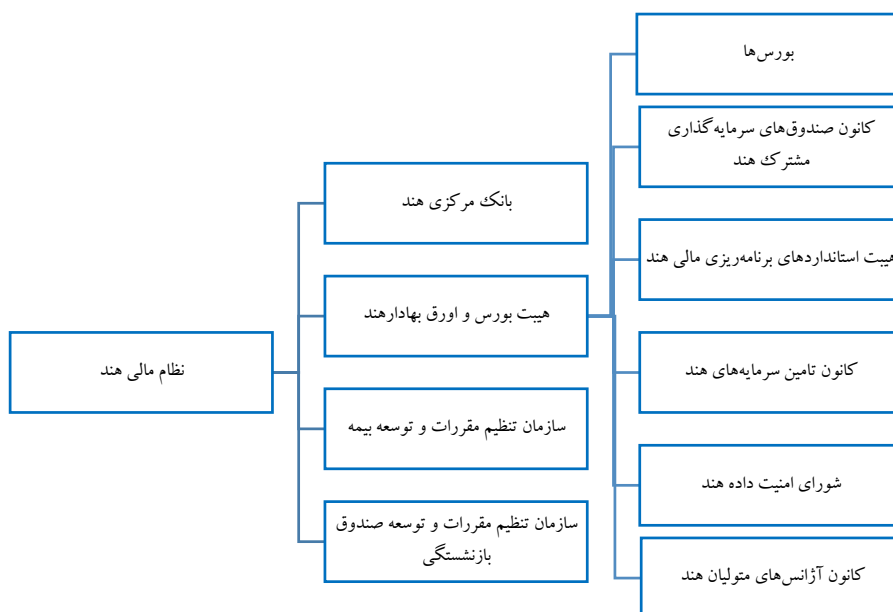
### بازار سرمایه هند

در بازار سرمایه کشور هند، هیئت بورس و اوراق بهادار هند<sup>۲</sup> به عنوان نهاد ناظر بازار در سال ۲۰۰۴ دستورالعملی برای نظارت بر تشکل‌های خودانتظام تدوین کرده است. مخاطب این دستورالعمل، تشکل خودانتظام به عنوان سازمانی از نهادهای مالی، به جز بورس‌های اوراق بهادار تعریف شده است که نمایندگی بخش خاصی از بازار اوراق بهادار را بر عهده داشته و به موجب مقررات وابسته توسط هیئت بورس و اوراق بهادار هند به رسمیت شناخته می‌شوند. شکل ۶

1. Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği (TDUB)

2. Securities and Exchange Board of India (SEBI)

ساختار کلی نظام تنظیم و نظارت در بازار مالی کشور هندوستان را نشان می‌دهد (سینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).



شکل ۶. ساختار کلی نظام تنظیم و نظارت در بازار مالی کشور هندوستان

(منبع: مجله بین‌المللی مدیریت و فناوری اطلاعات، ۲۰۱۳)

بر این اساس، تشکلهای خودانتظام در بازار سرمایه هند به شرح زیر مشخص شده‌اند: کانون شرکت‌های تامین سرمایه‌های هند<sup>۲</sup>: این نهاد برای اعمال نظارت کلی بر اعضای خود در زمینه رعایت قوانین و مقررات قانونی مربوط به تامین سرمایه‌ها و سایر فعالیتهای آنان و تنظیم استانداردهای حرفه‌ای<sup>۳</sup>، ارائه خدمات کارآمد<sup>۴</sup> و ایجاد شیوه‌های استاندارد<sup>۵</sup> در بانک‌داری تجاری و خدمات مالی، توسط هیئت بورس و اوراق بهادار هند به رسمیت شناخته

1. Singh
2. Association of Investment Bankers of India (AIBI)
3. To set up professional standards
4. For providing efficient services
5. Establish standard practices

شد. انجمن تامین سرمایه‌های هند در مشورت با هیئت بورس و اوراق بهادار هند در جهت بهبود انطباق با الزامات قانونی به شیوه‌ای سیستماتیک کار می‌کند.

کانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هند<sup>۱</sup>: هیئت بورس و اوراق بهادار هند مشاوره‌های منظمی را با این کانون در مورد مسئولیت آن‌ها برای نظارت احتیاطی بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری در پرتو مقررات مقام ناظر و مسائل مختلفی که بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیرگذار است، انجام می‌دهد.

کانون شرکت‌های متولی هند<sup>۲</sup>: این کانون در پی ابلاغ مقررات متولیان در سال ۱۹۹۷ وسط هیئت بورس و اوراق بهادار هند به ثبت رسیده است. بورس و اوراق بهادار هند در خصوص ساده‌سازی شیوه‌های متولی‌گری و اطمینان از اینکه متولیان نمی‌توانند جدا از سیستم‌های تسویه و پایاپای عمل کنند، تعاملاتی با کانون شرکت‌های کاستودین ایجاد کرده است. این نهاد نیز هر از گاهی به نمایندگی از مشتریان خود که بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی خارجی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک داخلی، مؤسسات مالی، شرکت‌ها و افراد با سرمایه بالا هستند که مشکلات پیش روی متولیان را به هیئت بورس و اوراق بهادار هند اطلاع‌رسانی می‌کند.

کانون ثبت‌کنندگان هند<sup>۳</sup>: این کانون یک شکل خودانتظام برای ثبت‌کنندگانی مانند بانک یا شرکت‌های امانی است که مسئولیت ثبت و نگهداری سوابق، اسناد و مدارک دارندگان اوراق قرضه و سهامداران پس از ارائه اوراق بهادار توسط ناشر به عموم مردم را بر عهده دارند.

بر اساس دستورالعمل نظارت بر شکل‌های خودانتظام، هر یک از کانون‌ها یا انجمن نهادهای مالی که مایل است به عنوان یک شکل خودانتظام شناخته شود، باید مطابق با قانون شرکت‌ها (۱۹۵۶)، شرکت خود را ثبت کرده و سپس درخواست خود برای گرفتن مجوز را به هیئت بورس و اوراق بهادار هند ارائه دهد. همچنین، مدارک و مستنداتی مانند اساسنامه شرکت، اعضای هیئت مدیره، شرح اختیارات مدیر و چگونگی انجام وظایف، شرح اختیارات و وظایف کارکنان، شرایط پذیرش اعضا و شیوه احراز صلاحیت آن‌ها و همچنین شرایط تعلیق و لغو عضویت اعضا و... نیز باید به همراه درخواست به هیئت بورس و اوراق بهادار هند ارائه شود.

1. Association of Mutual Funds in India (AMFI)

2. Association Of Custodial Agencies Of India (ACAI)

3. Registrars Association of India (RAIN)

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی است. در این پژوهش ابتدا با استفاده از روش پژوهش توصیفی و مطالعه تطبیقی، تجربه کشورهای مختلف در ارتباط با موضوع پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس شیوه‌نامه مصاحبه طراحی می‌شود و به روش پیمایش نظرات خبرگان در مورد آسیب‌های وضع موجود شناسایی می‌شود و در نهایت از طریق روش تحلیل محتوا و رویکرد کیفی آن عناصر موثر بر فرآیند تنظیم‌گری در بازار سرمایه و چالش‌های پیرامون آن‌ها شناسایی و سپس راهکار مناسب برای رفع آسیب‌های یادشده ارائه می‌شود. با توجه به آن که داده‌های جمع‌آوری شده از جنس متن هستند، از روش تحلیل محتوای کیفی<sup>۱</sup> به منظور واکاوی و تجزیه و تحلیل اطلاعات استفاده می‌شود. تحلیل محتوای کیفی را می‌توان روش پژوهش برای تفسیر ذهنی محتوایی داده‌های متنی از طریق فرآیندهای طبقه‌بندی نظام‌مند، کدبندی و تم‌سازی یا طراحی الگوهای شناخته شده دانست (هسیه و شانون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). تحلیل محتوای کیفی با واکاوی مفاهیم، اصطلاحات و ارتباطات بین این مفاهیم سعی در برداشت و آشکار کردن الگوهای نهان در مصاحبه‌ها، مشاهدات و اسناد مکتوب دارد (مومنی راد و همکاران، ۱۳۹۲، ص. ۱۸۷). هدف این روش شناسایی مهم‌ترین طبقه‌ها و مقوله‌ها در یک متن و کشف کردن واقعیت اجتماعی نهان در آن است. از طریق کدگذاری و مقوله‌بندی می‌توان از توسعه یک نظریه یا مدل جدید حمایت کرد یا نظریه‌های موجود را به بوته آزمایش گذاشت و درستی و نادرستی آن‌ها را بررسی کرد. تحلیل محتوای کیفی افزون بر تحلیل داده‌ها، ارتباط بین مشاهدات را مورد پرسش و ارزیابی قرار می‌دهند. در این پژوهش، برای تجزیه و تحلیل داده‌های به‌دست‌آمده از مصاحبه‌ها، از روش کدگذاری و مقوله‌بندی داده‌ها مبتنی بر رویکرد تحلیل تم استفاده شد. این روش به عنوان روش تحلیل تطبیقی مداوم یا تجزیه و تحلیل همزمان داده‌ها<sup>۳</sup> شناخته شده است. در این روش، داده‌های جدید همزمان با تمام داده‌های دیگر مقایسه شدند تا محوریت مطلوب در بین تمام داده‌ها آشکار شود. تعداد مشارکت‌کنندگان در پژوهش کنونی برابر سیزده نفر است و خبرگان مورد مصاحبه با روش گلوله برفی انتخاب شدند. نوع

- 
1. Qualitative content analysis
  2. Hsieh & Shannon
  3. Constant Comparative analysis

انتخاب مشارکت کنندگان در پژوهش حاضر مبتنی بر هدف<sup>۱</sup> است. زیرا افرادی به عنوان مشارکت کننده انتخاب شده‌اند که نسبت به پدیده مورد نظر (تنظیم‌گری سازمان بورس و اوراق بهادار در ارتباط با تشکلهای خودانتظام) اشراف اطلاعاتی و تجربه کاری دارند یا دیدگاه‌های خاصی درباره آن دارند یعنی آگاهان اصلی<sup>۲</sup> در این زمینه به شمار می‌روند. پس از تحلیل هر مصاحبه با مشخص شدن نقاط مبهم یا ضعف الگو و مقوله‌ها، نفر بعدی با توجه به تخصص مورد نیاز برای رفع و اصلاح نقاط ابهام یا ضعف انتخاب شد.

فرایند تحلیل داده‌ها در این پژوهش استوار بر مراحل تئوری داده بنیاد<sup>۳</sup> است. در این روش تحلیل داده‌ها در سه مرحله کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری گزینشی انجام می‌شود. کدگذاری مصاحبه‌ها به موازات انجام مصاحبه‌ها صورت گرفت به این معنی که پس از انجام هر مصاحبه داده‌های آن مصاحبه مورد کدگذاری قرار می‌گرفت تا از طریق کدگذاری داده‌ها، امر دسته‌بندی و تفسیر آن‌ها صورت پذیرد. با کدگذاری چند مصاحبه نخست پژوهشگر چارچوب ذهنی ابتدایی را ایجاد کرد و با انجام مصاحبه‌های بعدی، با استفاده از کدهای جدید به دست آمده چارچوب ذهنی را توسعه داد. این فرایند تا زمانی ادامه یافت که اشباع اطلاعاتی حاصل شد و مصاحبه‌ها به پایان رسید. طبقه‌بندی داده‌ها با اطلاق کدهای جداگانه و مرور پیاپی و ادغام کدهای مشابه انجام گرفت تا کدهای اصلی تولید شوند (کوربین و استراوس<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷).

### یافته‌های پژوهش

داده‌های حاصل از مطالعه تطبیقی تجارب کشورهای منتخب در پژوهش حاضر و همچنین مصاحبه‌ها پیاده‌سازی و پس از آن فرآیند کدگذاری در نرم‌افزار MAXQDA10 صورت پذیرفت. در فرایند کدگذاری باز، در مجموع از مصاحبه‌های انجام گرفته ابتدا ۲۸۰ کد شکل گرفت. جدول زیر به صورت نمونه شیوه استخراج مقولات را نمایش می‌دهد.

- 
1. Purposeful
  2. Key Informants
  3. Grounded Theory
  4. Corbin & Strauss

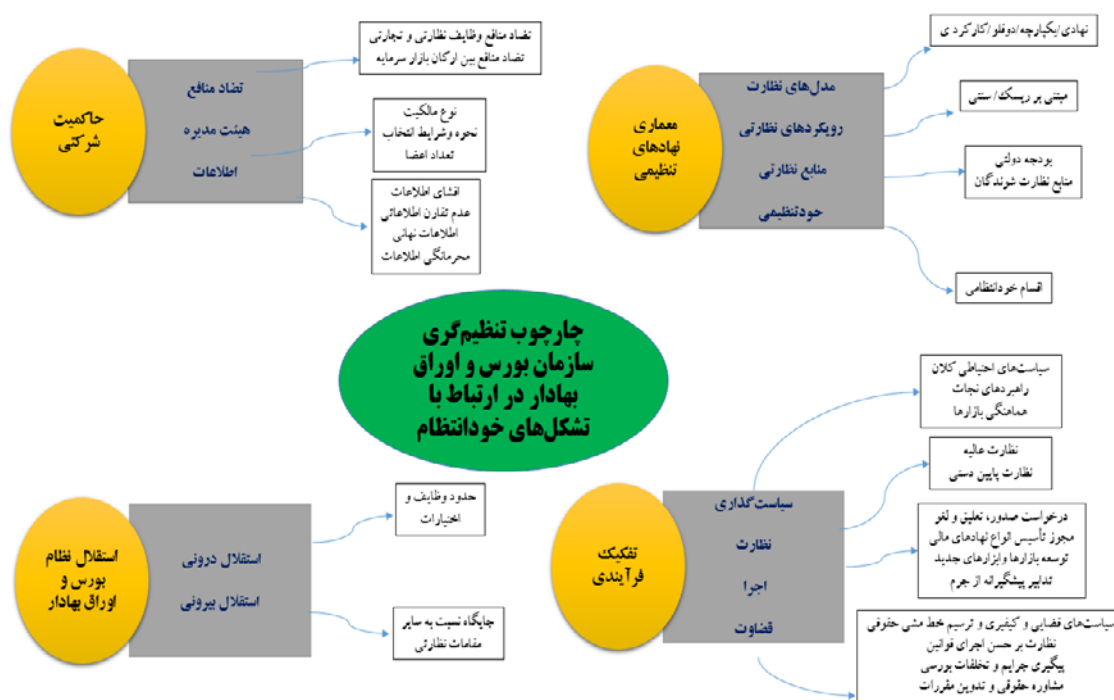
جدول ۴. شیوه کدگذاری و استخراج مقولات از اسناد مکتوب

| محتوا                                                                                                                                                                                                | خرده مقوله                                                       | مقوله اصلی                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| Complex and fragmented oversight Agencies involved in regulating the financial markets...                                                                                                            | مدل‌های تنظیمی و نظارتی                                          | معماری چینش نهادهای تنظیمی |
| Duplicate reviews and Inconsistent oversight...                                                                                                                                                      | تناقض و تقابل قانونی بازارها                                     | استقلال ارکان نظارتی       |
| Germany uses an integrated model in its financial system...                                                                                                                                          | الگوها و رویکردهای تنظیمی                                        | معماری چینش نهادهای تنظیمی |
| در بازار سرمایه هند هیئت مدیره تشکل خودانتظام باید متشکل از ۹ مدیر باشد که از بین آن‌ها ۵ مدیر به پیشنهاد هیئت بورس و اوراق بهادار هند و ۴ نفر بقیه توسط اعضای تشکل خودانتظام انتخاب می‌شوند         | هیئت مدیره تشکل‌های خودانتظام                                    | حاکمیت شرکتی               |
| مجلس شورای اسلامی در اصلاح قانون بازار بر تدوین اصول حکمرانی شرکتی و مدیریت تعارض منافع در سطوح مختلف شرکت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و با تأیید شورای عالی بورس و اوراق بهادار تأکید کرده است. | مدیریت تعارض منافع                                               | حاکمیت شرکتی               |
| در کشور ما، بازار سرمایه یک تنظیم‌گر (شورای عالی بورس) دارد و یک نهاد ناظر (سازمان بورس و اوراق بهادار)...                                                                                           | الگوهای تنظیمی و نظارتی                                          | معماری چینش نهادهای تنظیمی |
| اینکه نهادهای دیگر انقدر راحت در حوزه رگولاتوری و مقررات‌گذاری و نظارت در بازار سرمایه دخالت می‌کنند نقض صلاحیت‌های انحصاری قانون بازار اوراق بهادار است.                                            | خلا قانونی و ساختاری اختیارات و قدرت نهادهای تنظیمی بازار سرمایه | استقلال ارکان نظارتی       |
| در ایران تاکنون قانون و محدودیتی در رابطه با پدیده درب گردان تدوین و اعمال نشده است.                                                                                                                 | تضاد منافع وظایف تجاری و نظارتی                                  | حاکمیت شرکتی               |

| محتوا                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | خرده مقوله                                                      | مقوله اصلی    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------|
| در بسیاری از کشورهای پیشرفته،<br>کانون ها وظایف عملیاتی و نظارتی<br>گسترده ای را برعهده داشته و بسیاری<br>از اقداماتی که هم اکنون در ایران در<br>حوزه کارگزاران، توسط نهاد ناظر<br>انجام می شود، توسط تشکل هایی<br>مشابه کانون کارگزاران انجام می<br>شود. به عنوان مثال در آمریکا، نهاد<br>قانون گذاری صنعت مالی<br>(FINRA). | ساحت اجرایی تشکل های خودانتظام                                  | تفکیک فرآیندی |
| کانون بازار سرمایه ترکیه (TCMA)<br>نمی تواند به فعالیتی غیر از اهداف<br>تأسیس خود و مواردی که برای آن<br>مشخص شده پردازد                                                                                                                                                                                                     | دامنه اختیارات تشکل های خودانتظام<br>در بازار سرمایه            | تفکیک فرآیندی |
| اطلاعات دارایی مشاع سهام داران<br>محسوب می شود. بنابراین توصیه<br>شده سهام داران و سرمایه گذاران به<br>حقوق خود آشنا باشند تا بتوانند حق<br>خود را در مجامع عمومی...                                                                                                                                                         | تبادل اطلاعات توسط نهاد ناظر                                    | حاکمیت شرکتی  |
| در بازار سرمایه مالزی در مواردی که<br>تشکل خودانتظام تشخیص دهد که<br>هرگونه تأخیر در تصمیم گیری<br>احتمالاً به منافع عمومی لطمه وارد<br>کرده یا برای حمایت از سرمایه<br>گذاران ضروری است، تشکل<br>خودانتظام می تواند بدون فرصتی برای<br>استماع، تصمیم خود را اتخاذ نماید.                                                    | قدرت و اختیار تشکل های خودانتظام<br>در ارتباط با نهاد ناظر اصلی | تفکیک فرآیندی |

آنگاه پس از کدگذاری اسناد متنی، طبقه بندی اولیه ای از داده ها انجام شد و مفاهیم حاصل از کدگذاری در ۴ مقوله جای گرفتند. در این مرحله، مقوله های مستخرج از کدگذاری باز بر اساس جهت گیری ها، تناسب، ماهیت و بار معنایی با یکدیگر ادغام شد. چهار مولفه و عامل حیاتی برای ارائه چارچوب تنظیم گری سازمان بورس و اوراق بهادار در ارتباط با تشکل های

خودانتظام به همراه کدهای مربوطه در مصاحبه‌ها نشان داده می‌شوند. سپس هرکدام از این مولفه‌ها با اشاره به برخی از گفته‌های مشارکت‌کنندگان به گسترده‌گی روشن‌سازی می‌شوند.



شکل ۷. چارچوب عوامل موثر بر فرآیند تنظیم‌گری سازمان بورس و اوراق بهادار در ارتباط با تشکلهای خودانتظام

## شرح مولفه‌های مستخرج از کدگذاری

### ۱. حاکمیت شرکتی

دستورالعمل حاکمیت شرکتی در مهر ماه ۱۴۰۱ توسط هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب رسید و دستورالعمل سابق مصوب تیر ۱۳۹۷ ملغی‌الاندر شد. این دستورالعمل برخلاف دستورالعمل سابق که تنها ویژه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس بود شامل سایر ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس نیز می‌شود و شامل الزاماتی در ارتباط با اعضای هیئت مدیره، مدیرعامل و مجامع عمومی صاحبان سهام است. اما به طور کلی از دستورالعمل حاکمیت

شرکتی تفسیر واحدی نمی‌توان برداشت کرد. در واقع بسیاری از شرکت‌ها تفاسیر متفاوتی در خصوص بیشتر بندهای این دستورالعمل خواهند داشت و سازوکار مشخصی برای شیوه ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ارائه نشده است. به نظر می‌رسد مسئله حاکمیت شرکتی در ایران بیشتر مسئله رفع تکلیف سیاست‌گذار بوده است تا تلاش برای رسیدن به یک چارچوب نظام‌مند و جامع. مصادیق گوناگون تضاد منافع در بخش حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه، لزوم نظارت در این بازار را یادآور می‌شود. همچنین در سطح گزارشگری عدم افشای دقیق اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی، بهره‌گیری از اطلاعات نهانی در معاملات، عدم رعایت اصل محرمانگی اطلاعات از چالش‌های اساسی این حوزه در بازار سرمایه به شمار می‌روند. برخی نقاط ضعف دستورالعمل حاکمیت شرکتی به شرح زیر است:

#### جدول ۵. نقاط ضعف دستورالعمل حاکمیت شرکتی

| شماره | نقاط ضعف دستورالعمل حاکمیت شرکتی                                                                                                                                                                                                                    |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ۱     | در خصوص کمیته‌های حاکمیت شرکتی بسیاری از موارد تهی از محتوا و صرفاً رویه‌هایی شکلی به خود می‌گیرند. مادامی که کمیته‌های حاکمیت شرکتی تحت سیطره هیئت مدیره قرار دارد و اعضای آن‌ها را هیئت مدیره انتخاب می‌کند صحبت از استقلال تصمیمات مفهومی ندارد. |
| ۲     | عدم تعریف متغیرهای کلیدی عملکرد شفاف پیرامون هریک از ابعاد حاکمیت شرکتی به منظور جلوگیری از تفاسیر شخصی و اختیاری در هنگام پیاده سازی آن                                                                                                            |
| ۳     | ضمانت اجرایی مبهم در خصوص پیاده سازی موارد ذکر شده به عنوان مثال در بحث عضویت فرد مستقل در کمیته‌ها چه نهادی ناظر و کنترل‌گر است؟ و چه تنبیهی در این خصوص در نظر گرفته شده است که سهام داران خرد متضرر نگردند؟                                      |
| ۴     | عدم در نظر گرفتن برخی مولفه‌های اصلی مانند درب گردان و مصادیق تضاد منافع                                                                                                                                                                            |
| ۵     | عدم تعریف سطح اهمیت که آیا تشخیص سطح اهمیت بر اساس استانداردهای حسابداری صورت می‌گیرد یا خیر؟                                                                                                                                                       |

حاکمیت شرکتی به عنوان الگویی بسیار مهم برای کاهش ریسک‌های مالی و عملیاتی سازمان‌ها و همچنین تعالی آن‌ها در بلندمدت شمرده می‌شود. سیر تکاملی حاکمیت شرکتی نشان از اهمیت این اصل در نظام اقتصادی کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه دارد. این چارچوب در نظام قانون‌گذاری ایران، به رغم وجود دانش و تجربه موفق جهانی، همواره همراه با سلیقه و اعمال نظرات شخصی بوده است. دستیابی به چارچوبی نظام‌مند و قابل اتکا در زمینه حاکمیت شرکتی تنها زمانی رقم خواهد خورد که به آن به دید یک مساله حیاتی نگریست و به سمت تعریف متغیرهای کمی، مقیاس‌پذیر، ساده و قابل پیاده‌سازی رفت.

## ۲. معماری چینش نهادهای تنظیمی و نظارتی در بازار سرمایه

با تصویب قانون بازار اوراق بهادار و تشکیل نظام جدید بازار اوراق بهادار، عملاً یک نهاد تنظیم‌گر یا قانون‌گذار جدید برای این بازار با نام سازمان بورس و اوراق بهادار ایجاد شد و درست است که گفته می‌شود نهاد عمومی غیردولتی است اما در عمل نهاد حاکمیتی محسوب می‌شود. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار نیز توسط شورای عالی بورس و با حکم وزیر اقتصاد تعیین می‌شوند. بنابراین در انتخاب و حضور اعضای شورای عالی بورس، دولت، به ویژه قوه مجریه نقش پررنگی و غالب در انتخاب مستقیم و غیرمستقیم اعضا دارد (مولایی و علی محمدیان، ۱۴۰۲، ص ۹). ارکان اجرایی نهاد ناظر بازار سرمایه به عنوان یک نهاد غیردولتی، تشکلهای خودانتظام خصوصاً بورس‌ها هستند و برخی شرکتهایی که کار پشتیبانی انجام می‌دهند، مانند شرکت مدیریت فناوری، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه، قانون کارگزاران، قانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، رایان بورس که سامانه کدال را دارد. در این بین هم نهاد ناظر و هم بورس‌ها دارای بخش نظارتی هستند. بخشی از نظارت‌ها در ساختار بازار سرمایه ایران توسط نهادهای خودانتظام انجام می‌گیرد که در همه سطوح این نظارت وجود دارد.

شورای عالی بورس اوراق بهادار و سازمان بورس اوراق بهادار با وجود تفکیک شدن وظایفشان در قانون، در بعضی از امور به صورت هم عرض حرکت کرده که سبب شده از انجام وظایف ذاتی و قانونی خود دور شوند. این مساله زمانی تأثیرات خود را بیشتر نمایان می‌کند که میزان شفافیت در تصمیم‌گیری‌ها و اعلام آن به عموم جامعه و نهادهای تخصصی و نیز دور از دسترس بودن شورای عالی بورس، وجود داشته باشد. چراکه با تعریف وظیفه پاسخگویی شورای عالی بورس به صورت مداوم، می‌توان این نهاد را به نقد کشیده و در خصوص انحرافات عملکردی آن، طلب پاسخ کرد. شورای عالی بورس و اوراق بهادار به عنوان عالی‌ترین رکن بازار اوراق بهادار از سویی وظیفه تصویب سیاست‌های کلان این بازار را بر عهده داشته و از سوی دیگر نیز به حسن عملکرد سازمان بورس به عنوان تنظیم‌گر بازار سرمایه کشور، نظارت دارد. اما به باور کارشناسان بازار سرمایه در مصاحبه‌های متعدد، در بعضی از امور، وظایف این دو با یکدیگر درگیر شده و سبب می‌شود که هدف مقرر در قانون، دست یافته نشود. بنابراین لزوم پاسخگویی این نهاد به منظور اصلاح معایب موجود، به شدت حس می‌شود. از طرف دیگر شورا به صورت مستقیم بر عملکرد سازمان بورس و اوراق بهادار نظارت دارد و در همین راستا

نقش مجمع عمومی سازمان را نیز بر عهده دارد. به طور کلی شورا، وظیفه پایش عملکرد سازمان را بر عهده داشته و بر اجزای مختلف بازار هم اشراف دارد. البته وظایف شورا به این امر محدود نشده و اقداماتی مانند تصویب مقررات را نیز بر عهده دارد. شورا به صورت مستقیم در فعالیت‌های روزانه بازار، یا فراز و فرود قیمت‌ها و در هیچ مساله دیگری دخالت ندارد. از طرف دیگر دخالت سازمان در عملکرد بازارها تا جایی پذیرفتنی است که این دخالت برای نگهداری از درستی عملکرد بازارها یا جلوگیری از وقوع تخلف و نقض قوانین و اصول باشد اما اگر سازمان بخواهد دخالت خود را بیشتر کند به هیچ عنوان قابل قبول نیست. همچنین با توجه به فقدان مقررات لازم الاجرا درخصوص شکایت از اقدامات و فعالیت‌های نهاد ناظر، ضروری است آیین‌نامه‌ای نیز درخصوص نوع تخلفات و شیوه برخورد با اعضای سازمان بورس و اوراق بهادار با هدف حفظ حقوق اشخاص و فعالان بازار سرمایه تدوین شود. در نتیجه چنین صحیح نهادها مهم‌تر از انتخاب الگوی تنظیم و نظارت در اقتصاد هر کشور است.

پیرامون مبحث خودتنظیمی در بازار سرمایه به نظر می‌رسد تعریف قانون بازار از حوزه اختیارات تشکل خودانتظام با مصوبات شورا، سازمان و آنچه در عمل اتفاق افتاده متفاوت است زیرا قانون بازار در هیچ یک از موارد به تأیید یا تصویب اختیارات حرفه‌ای و انضباطی تشکل‌ها توسط سازمان نداشته اشاره‌ای است. اما آنچه در عمل رخ داده بیشتر این مقررات توسط سازمان به تأیید و تصویب رسیده است و همچنین بر خلاف تصریح قانون، اختیار محدودی به منظور رسیدگی به تخلفات اعضای خود دارد که این از پاسخگویی اعضا به تشکل کاسته است. بنابراین با وجود این تعارض بین قانون بازار و مصوبات سازمان، مشخص نیست چه شکلی از اشکال خودانتظامی در بازار سرمایه ایران حاکم است و به همین دلیل الگوی مشخصی در تنظیم وجود نداشته و موجب سردرگمی ارکان بازار شده است. از طرفی به جهت وجود چنین تعارضی امکان درخواست ابطال مصوبات سازمان از دیوان عدالت اداری وجود نخواهد داشت. بسیاری از اقتصادهای پیشرفته به سمت خودتنظیمی مبتنی بر بازار حرکت کرده‌اند و از تشکل‌های خودانتظام به عنوان مکمل سیستم‌های نظارتی سنتی و از بالا به پایین استفاده می‌کنند. در بازار سرمایه ایران، قانون بازار اوراق بهادار مفهوم تشکل خودانتظام را معرفی کرده است اما یک چارچوب معین و توسعه‌یافته برای تبیین کارکرد و چگونگی بهره‌گیری از این سیستم وجود ندارد. همچنین دامنه عملکرد این تشکل‌ها نیز نامشخص است. البته شرط بهره‌برداری مناسب از سیستم خودتنظیمی، توسعه و بلوغ ساختاری بازار سرمایه است.

### ۳. استقلال نظام بورس و اوراق بهادار

منظور از استقلال این است که ارکان بازار سرمایه قادر باشند وظیفه و صلاحیتی را که برعهده دارند بدون هرگونه مزاحمت یا محدودیت انجام دهند. استقلال یکی از لوازم مهم در مورد مسائل حرفه‌ای است و ویژه بازارهای مالی هم نیست. اساساً ساختار بازار سرمایه ایران به گونه‌ای است که در عمل نفوذ اعضای دولت و وزارت اقتصاد در شورای عالی بورس و اختیارات وزیر اقتصاد در انتخاب اعضای شورا و هیات‌مدیره سازمان بورس، هرگونه استقلال سازمان بورس را زیر سوال برده و راه را برای مستقل شدن این سازمان ناهموار کرده است. تکرر مقام‌های ناظر در بازار سرمایه یکی از چالش‌های اساسی این حوزه به شمار می‌رود. در صورتی که یکپارچگی قوانین، آیین‌نامه و دستورالعمل‌ها بین سه بازار و گاهی سازمان‌های مختلف در یک بازار وجود داشته باشد، سرعت عمل و اجرای بهینه پروژه‌ها در سطح خرد و کلان فراهم می‌شود. این مساله گاهی باعث فقدان یکپارچگی در اجرای برنامه‌ریزی‌های کلان کشور می‌شود. به عنوان مثال در اجرای تامین مالی یکی از شرکت‌ها بعد از صدور موافقت اصولی انتشار اوراق بهادار، شرکت مدیریت دارایی مرکزی، برای پذیرش دارایی مبنای انتشار نکاتی را مطرح می‌کند که کار را زیر سوال می‌برد. دخالت‌ها و اختیارات شورای عالی رقابت در عرصه ورود خودرو به بورس کالا، الزام سازمان خصوصی‌سازی به انتشار برخی اطلاعات توسط باشگاه پرسپولیس و استقلال، تناقض سیاستی سازمان امور مالیاتی در شناسایی سود و حتی گاهی تقابل قانونی سه بازار مالی نشان‌دهنده این است که هنوز استقلال نظام بورس و بازار سرمایه مناقشاتی دارد. قدرت تنظیمی بالای سازمان بورس و تأثیر آن بر تضعیف استقلال و اختیارات شکل‌های خودانتظام در بازار سرمایه، ویژگی‌های مثبت و مطلوب شکل‌ها را کم رنگ کرده است که از مهم‌ترین این ویژگی‌ها می‌توان به انطباق‌پذیری شکل‌ها اشاره کرد که متأسفانه با شرایطی که اکنون در بازار ما وجود دارد قوانین و مقررات با فرآیندی کند و پیچیده روبرو شده است. در نتیجه منطبق و به روز نیستند و عملاً شکل خودانتظام کارکرد اصلی خود را از دست داده است. همچنین یکی از مسائلی که باعث عدم کارایی شکل‌های خودانتظام می‌شود انگیزه کم ناشی از تکیه و اعتماد زیاد بر دخالت دولت است که کوتاهی و تفریط در تنظیم را در پی دارد. با توجه به مقررات موجود و نقش پررنگ سازمان بورس و اوراق بهادار، امروزه بیشتر شکل‌های خودانتظام چشم به اقدام نهاد ناظر دوخته‌اند و ابتکار عمل را در دست ندارند. در کنار این موضوع، تخصص‌گرایی و کمینه شدن مقاومت از مزایای شکل خودانتظام به شمار

می‌رود که متأسفانه در نتیجه تمام آنچه بیان شد، این مزایا در بازار ما مغفول مانده‌اند. نظام بورس و اوراق بهادار از دو بعد باید دارای استقلال باشد. بعد اول، نگاه درونی بدین معنا که طبق همین ساختار بازار سرمایه فعلی حدود وظایف و اختیارات هر کدام از ارکان شامل نهادهای نظارتی و تشکلهای خودانتظام به شکل دقیق معین شده باشد. از بعد بیرونی به معنای استقلال ارکان نظارتی و تنظیمی بازار سرمایه نسبت به سایر نهادهای ناظر است. به ویژه در سال‌های اخیر مناقشاتی بین سازمان بورس و سایر نهادها اعم از شورای عالی رقابت، سازمان خصوصی‌سازی، سازمان حمایت از مصرف‌کنندگان و سازمان امور مالیاتی و... به وجود آمده است که برخی مصادیق آن را بیان کردیم.

#### ۴. تفکیک فرآیندی

این پرسش تعیین‌کننده که مرز بهینه نظارت و حدود اختیارات عاملان اجرایی کجاست، پس از گذشت سالیان زیاد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار، هنوز به باور برخی کارشناسان از چالش‌های اساسی بازار سرمایه ایران محسوب می‌شود. اگر نهاد ناظر وظایف نظارتی خود را به جد پی نگیرد، سرمایه‌گذاران خرد را بی‌پناه و در میان انبوهی از خطرات پیش‌بینی‌ناپذیر، وارهاخته است. همچنین مقام ناظر نه تنها نگهبان بازار سرمایه که از آن مهم‌تر هادی این بازار به سوی مرزهای دست‌نیافته است. نقش هدایت‌گری و توسعه‌دهندگی سازمان بورس بی‌شک هم‌سنگ و حتی گران‌سنگ‌تر از نقش نظارتی آن است. از دیگر سو اگر ناظر دامنه فعالیت عاملان اجرا را بیش از آنچه لازم است، محدود کند و از آن مهم‌تر قدرت تصمیم‌گیری در مورد چگونگی فعالیت را از آنان بستاند، خود را تبدیل به ناظر و مجری هر دو با هم و عامل اجرا را بدل به معاون اجرایی خود کرده است. نکته کلیدی در قانون بازار اوراق بهادار، خودانتظام دانستن بسیاری از عوامل اجرایی بازار سرمایه است. به بیان دیگر از دید قانون‌گذار، عاملان اجرا نه تنها اجراکننده مقررات وضع‌شده توسط نهاد ناظر که خود تصمیم‌گیرندگان در مورد چگونگی اجرای فعالیت‌های خویش شناخته شده‌اند. با مراجعه به مطالعه پژوهش و بررسی وظایف نظارتی که برای تشکلهای خودانتظام وجود دارد، می‌توان بیان داشت که بیشتر وظایف نظارتی که باید در خط مقدم تنظیم و نظارت قرار گیرند به عهده تشکلهای خودانتظام است و نهادهای نظارتی اصلی، نظارت عالی بر روند بازار دارند. از پایه وظیفه اصلی حمایت از سرمایه‌گذاران، ارتقای کارایی بازار، هماهنگ‌سازی بازار و جلوگیری از تخلفات و پیگیری آن بر عهده نهاد ناظر اصلی بازار محسوب می‌شود اما استاندارد‌گذاری، نظارت بر فعالان بازار، تعیین

رویه‌های اجرایی، مقررات‌گذاری برای بازار، بررسی فرآیند انطباق با قوانین و مقررات و ... از جمله وظایف تشکلهای خودانتظام به شمار می‌رود. به بیان دیگر عاملان اجرا باید بتوانند خود بخشی از قواعد اجرایی را نیز تعیین کنند. این امر می‌تواند با اهداف توسعه‌ای سازمان بورس نیز هم‌راستا باشد. توسعه مقوله‌ای است که از پایه بر توان اندیشه استوار است. هر آنچه بازیگران بیشتری از میدان بازار سرمایه توان اندیشه‌ورزی داشته باشند، این بازار با سرعت بیشتری به سوی توسعه گام برخواهد داشت. بدین سان به گمانی که به یقین بسیار نزدیک است، از نگاهی دوباره به مرزبندی‌های نظارتی و اجرایی برای شتاب بخشی به روند توسعه بازار سرمایه ایران گریزی نیست. در این فرآیند باید به خودانتظام بودن عاملان اجرای بازار سرمایه نگاهی تازه داشت.

### راهکارهای سیاستی و اجرایی

در این مرحله با مراجعه با مطالب ذکر شده مرتبط با تجربه‌های جهانی در مورد تنظیم‌گری در بازار سرمایه و استفاده از سیستم خودتنظیمی و همچنین رجوع به مضامین استخراج شده و عناصر تشکیل دهنده چارچوب تنظیم‌گری و نظارت در بازار سرمایه با استفاده از روش تحلیل محتوا و بازبینی کلی آن‌ها که آیا با یکدیگر انسجام و ارتباط کافی را دارند یا خیر، بررسی‌ها انجام گرفت و در ادامه راهکارهای سیاستی و اجرایی در جهت دستیابی به بازار سرمایه چابک و کارآمد با توجه به مولفه‌ها و شاخص‌های مستخرج از فرآیند کدگذاری پیشنهاد می‌شود.

### الف) تاسیس هیئت ثبات مالی

چارچوب نظارتی نهاد ناظر باید به اندازه کافی انعطاف پذیر باشد تا به فعالان بازار اجازه دهد به تغییرات اجتناب ناپذیر به شیوه‌ای نوآورانه، به موقع و حساس پاسخ دهند. همانگونه که بیان شد تکرر نهادهای نظارتی در نظام مالی، تقابل قانونی بازارهای مالی و خلاءهای مقرراتی و ساختاری بازار سرمایه فعلی استقلال و جایگاه نظام بورس و اوراق بهادار را زیر سوال برده است. از طرفی بر اساس مصاحبه‌های صورت گرفته در پژوهش حاضر به نظر می‌رسد تغییرات گسترده سازمانی با توجه به ساختار فرهنگی کشور ما به راحتی مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد و فرایندی زمان بر است. بنابراین در گام نخست باید درباره نبود نهاد متولی سیاست‌های احتیاطی کلان چاره‌ای بیندیشیم و در این بین مهم‌ترین رکن بحث، ایجاد کمیته یا هیئت نظارت بر ثبات مالی برای اتخاذ سیاست‌های احتیاطی و ابلاغ آن به ناظران فعلی است. بر اساس مکانیزم پیشنهادی، مقامات ناظر از طریق هیئت ثبات مالی به یکدیگر متصل و هماهنگ

می کردند. ساختار هیئت ثبات مالی می تواند متشکل از وزیران اقتصادی کابینه دولت، رئیس بانک مرکزی، بیمه مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار باشد. وظیفه این نهاد در درجه اول، هماهنگی و اطلاع رسانی فعالیت های نهادهای ناظر احتیاطی خرد در تمام بخش های خدمات مالی، برای حفظ ثبات مالی اقتصاد در سطح کلان و جلوگیری از اقدامات متناقض و موازی با یکدیگر است. در درجه دوم گرفتن سیاست هایی با ثبات و هماهنگی برای اداره بازارهای مالی و جلوگیری از وقوع بحران های مالی و انجام دادن اقدامات اصلاحی در جهت پیشگیری و مقابله با این بحران ها است. این هیئت بر تصمیمات نهادهای ناظر نظارت می کند و دستورالعمل ها و پیشنهادهایی برای جلوگیری از وقوع ریسک سیستمی به این نهادهای مسئول ابلاغ می کند و دارای حق و تو در برابر تصمیمات این نهادهای مسئول است. در حال حاضر برخی تصمیمات سیاستی در عرصه اقتصادی و مالی مانند نرخ گذاری ها (نرخ بهره، نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ مالیات...) در کلیه بازارها به ویژه بازار سرمایه تاثیر گذار است. از طرفی محافظت از حقوق سرمایه گذاران از جمله وظایف اصلی نهاد ناظر بازار سرمایه به شمار می رود. این نهاد از طریق این سازوکار می تواند دامنه استقلال و اختیارات نهادهای ناظر اقتصادی از جمله سازمان بورس و اوراق بهادار را در جایگاه اصلی خود قرار دهد.



شکل ۸. جایگاه هیئت ثبات مالی در نظام تنظیم گری مالی ایران

### ب) وجود نهاد ناظر واحد بازار سرمایه

در نظام حقوقی بازار سرمایه ایران، عدم تفکیک دقیق میان وظایف تقنینی، نظارتی و اجرایی نهادهای ناظر بازار سرمایه (شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار) منجر به تداخل وظایف و گاهی موازی کاری میان آنها شده است و از سوی دیگر تداخل برخی از این وظایف با وظایف تشکلی‌های خود انتظام دلیل اصلی مشکلات اجرایی است با توجه به این که شورای عالی بورس در الگوی یادشده نهادی فاقد کارکرد مطلوب بوده و هزینه معاملاتی زیادی را به بازار سرمایه وارد کرده و نه تنها بسیاری از وظایف آن در تداخل با وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار است (به طور مثال بند ۱ ماده ۴ پیش نویس قانون جدید به نظارت عالیه شورا بر اجرای قانون اشاره می‌کند در حالی که بند ۲ ماده ۳ نیز نظارت بر اجرای قوانین را برعهده سازمان قرار داده است)، بلکه تفاوت بین نظارت سازمان و نظارت عالیه شورا مشخص نیست (حتی دبیرخانه آن نیز در سازمان مستقر است)، بنابراین مناسب است ضمن حذف آن در اصلاحات قانون بازار اوراق بهادار، تنها یک نهاد ناظر مستقل غیردولتی به تنظیم‌گری در بازار سرمایه سپرداد. در چنین الگویی برخی از وظایف فعلی مقامات ناظر تغییر می‌یابد، اما به شکل کلی وظیفه این مقامات نظارت بر رویه‌های بازار ذی ربط است. افزون بر آن اجرای سیاست‌ها و دستورهای هیئت ثبات مالی نیز به وظایف آنها اضافه می‌شود. وظایف شورای عالی بورس شامل اعمال تقنینی، نظارتی و اجرایی می‌شود و بخشی که انجام آن در تداخل با وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار بوده یا انجام آن توسط سازمان امکان پذیر است به طور مستقیم به سازمان محول شود. نظارت بر حسن اجرای قانون بازار سرمایه، تصویب ابزارهای مالی جدید، انتخاب اعضای هیأت داوری و تعیین حق الزحمه آنان می‌تواند به تنهایی توسط سازمان انجام شود، از سوی دیگر وظایفی همچون تهیه و تدوین آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های لازم که پیش از این به پیشنهاد شورا به تصویب هیأت وزیران می‌رسید، زین پس به پیشنهاد سازمان به تصویب هیأت وزیران برسد. بخش دیگر وظایف شورا که انجام آن‌ها توسط سازمان میسر نیست حسب مورد برعهده هیئت ثبات مالی به عنوان عالی‌ترین مقام اجرایی بازارهای مالی قرار گیرد. به طور مثال انتخاب اعضای هیأت مدیره و بازرس/حسابرس سازمان، نظارت بر فعالیت سازمان، تصویب نوع و میزان وصولی‌های سازمان و نظارت بر آن و ...

وظایف شورای عالی بورس شامل اعمال تقنینی، نظارتی و اجرایی است. بنابراین پیشنهاد می‌شود بخشی که انجام آن در تداخل با وظایف سازمان بورس و اوراق بهادار بوده یا انجام آن

توسط سازمان امکان پذیر است به طور مستقیم به سازمان سپرده شود. پس با توجه به ساختار کمابیش دولتی نهاد ناظر بازار و عدم پیش بینی سازوکار نظارت بر سازمان بورس و اوراق بهادار، مناسب است که قانون گذار نسبت به تعیین دقیق وظایف نهاد ناظر و حدود و ثغور آن با تشکلهای خود انتظام اقدام کند و با ادغام شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار، نهاد ناظر واحدی که نهادی کاملاً غیردولتی و مستقل است را به وجود آورد.

### ج) بازتعریف اختیارات و قدرت اجرایی تشکلهای خودانتظام

از سوی دیگر به دلیل تداخل برخی از وظایف نهادهای بالادستی با وظایف تشکلهای خودانتظام برای مدیریت تضاد منافع لازم است. حدود وظایف، اختیارات و ضوابط تشکیل و شیوه نظارت این نهادها در دستورالعملی مستقل تشریح و تبیین شد. به نظر می رسد تشکلهای خودانتظام در بازار سرمایه ایران اختیارات محدودی در حوزه فعالیت های خود دارند و حتی درجه اختیارات تشکلهای خودانتظام (همانند کانون ها در مقایسه با بورس ها) با یکدیگر متفاوتند. در عین حال که اکثریت وظایف شورا به سازمان سپرده می شود، ضروری است اختیارات تشکلهای خود انتظام همچون بورس ها نیز به درستی شناسایی شده و این نهادها به معنای واقعی، خودانتظام باشند. به عبارت دیگر باید سازمان بورس و اوراق بهادار همچون نهادهای ناظر بازار سرمایه سایر کشورها به وظایف تقنینی و نظارتی خود بسنده کرده و از انجام امور اجرایی صرف نظر کند و وظایف اجرایی را به بورس های وابسته بسپارند. این امر نه تنها از ترافیک فعالیت های سازمان کاسته و منجر به حسن جریان امور نظارتی و تقنینی می شود بلکه به علت تخصص و کارکرد مناسب تر تشکلهای خودانتظام در انجام امور اجرایی، تخصیص بهینه منابع را به همراه خواهد داشت. لازم به بیان است یکی از فعالیت های اصلی تشکلهای خودانتظام رسیدگی به تخلفات انضباطی اعضای خود است که ماده ۷۱ قانون بازار اوراق بهادار نیز بر آن صحنه گذاشته و بیان می دارد: “هیأت مدیره بورس به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار/معامله گران، بازارگردانان، ناشران و سایر اعضای خود از هریک از مقررات این قانون یا آیین نامه های ذی ربط طبق آیین نامه انضباطی خود رسیدگی می نماید.” بنابراین اقدام سازمان بورس و اوراق بهادار به نیابت از بورس اوراق بهادار، نه تنها با ذات و ماهیت تشکل خود انتظام و تفکیک آن از نهاد ناظر مابینت دارد، بلکه در صورت حذف شورای عالی بورس و اوراق

بهادار و تفویض اختیارات آن به سازمان بورس و اوراق بهادار، ضروری است این ماده قانونی نیز چه از دیدگاه نظری و چه از دیدگاه عملیاتی احیاء شود.

برای نیل به این راهکار پیشنهاد می‌شود عملیات نظارت بر اعضای تشکلهای خودانتظام، صدور مجوز برای پذیرش، انجام فرآیند رتبه‌بندی اعضا و ارکان فعال در نظام بورس و اوراق بهادار، صدور گواهی‌نامه‌های حرفه‌ای در بازار سرمایه به خود تشکلهای خودانتظام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران واگذار شود.

#### (د) اصلاح ساختار حاکمیتی بازار سرمایه

با توجه به تکامل چشم‌اندازهای تنظیمی و نظارتی در نظام بازار سرمایه، ذینفعان بازار نیاز به تقویت ساختارهای حاکمیتی شرکتی و نظارتی را برای همسویی با بهترین شیوه‌های حاکمیت جهانی ابراز کرده‌اند. برای دستیابی به این اهداف، تغییراتی را در ساختار تنظیم‌گری بازار اوراق بهادار فعلی پیشنهاد می‌کنیم که مدیریت استراتژیک، نظارتی و عملیاتی تنظیم‌گر را مدرن می‌کند. ساختار حاکمیتی نامناسب، نقش نهاد ناظر را به عنوان تنظیم‌گر بازار سرمایه مدرن و رقابتی در سطح جهانی مختل می‌کند. بدین صورت که هیئت مدیره نهاد تنظیم‌گر متمرکز بر نظارت استراتژیک و حاکمیت شرکتی و مدیر عامل آن متمرکز بر اجرای مأموریت و مدیریت عملیاتی (برنامه‌های نظارتی روزانه) باشد. درواقع، جداسازی پست‌های رئیس و مدیر عامل<sup>۱</sup>، گامی توانمند در سازماندهی مجدد جداسازی وظایف نظارتی و دادگامی نهاد ناظر است. از طرفی وجود موقعیت‌های تضاد منافع به صورت بالقوه یکی از عواملی است که می‌تواند منجر به تاثیرگذاری منفی بر فرآیند تنظیم‌گری نهاد ناظر و بهره‌گیری از سیستم خودتنظیمی گردد. از جمله مهم‌ترین موقعیت‌های تعارض منافع در بین نهادهای نظارتی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. مالکیت و سهامداری اعضای هیئت مدیره و سایر کارکنان نهاد ناظر و تشکلهای خودانتظام در نهادهای مالی و ناشران (اتحاد ناظر و منظور)؛
۲. جابجایی مدیران نهاد ناظر و تشکلهای خودانتظام قبل و پس از مسئولیت در نهادهای بازار سرمایه و ناشران (درب گردان ناظر و منظور)؛
۳. اشتغال مستقیم و غیر مستقیم همزمان هیئت مدیره، مدیران و کارکنان ارکان نظارتی در ناشران و نهادهای مالی؛

1. Separating the Chair and CEO positions

۴. اعطای مجوزهای مختلف کارگزاری، سبدگردانی، تامین سرمایه و ... به وسیله سازمان بورس و احتمال وجود انحصار؛
۵. دسترسی به اطلاعات نهانی و احتمال درز دادن اطلاعات به بیرون سازمان به افراد مرتبط با خود.

راهکارهایی از قبیل راهاندازی کمیته مدیریت تعارض منافع (یا دفتر اخلاق) در بازار سرمایه ذیل نهاد ناظر بازار سرمایه، استفاده از سیستم مقررات گذاری و بهره گیری از سیستم اعتماد (تراست) کور<sup>۱</sup> از جمله مواردی است که برای مدیریت تضاد منافع می توان اشاره کرد.

### بحث و نتیجه گیری

کارآمدی ساختار تنظیمی در بازار سرمایه تنها منحصر به مقوله قانون گذاری نیست. همچنین الگوهای تنظیم گری در بازار سرمایه باید متناسب با مولفه های اقتصادی و ساختاری کشورها باشد. در سال های اخیر ناهماهنگی های ساختاری بین نهاد ناظر و تشکلهای خودانتظام، کارایی بازار را تحت تاثیر قرار داده است و در برخی موارد سهامداران و ذی نفعان آن دچار زیان شده اند. در این پژوهش پس از مطالعه تطبیقی و بررسی مکانیزم و مدل های ساختاری تنظیم و نظارت نهادهای ناظر بازار سرمایه و ارتباط آن ها با تشکلهای خودانتظام در کشورهای منتخب و همچنین استخراج چالش های حال حاضر بازار سرمایه ایران حول موضوع یادشده، چارچوب تنظیم گری سازمان بورس و اوراق بهادار در ارتباط با تشکلهای خودانتظام ارائه شد. با استفاده از روش پژوهش تحلیل محتوای کیفی چهار مقوله اصلی چارچوب تنظیم گری سازمان بورس و اوراق بهادار در ارتباط با تشکلهای خودانتظام در بازار سرمایه ایران اکتشاف شد که شامل حاکمیت شرکتی، الگوی تنظیمی و نظارتی، استقلال نظام بورس و اوراق بهادار و تفکیک فرآیندی هستند و مکانیزم پیشنهادی برای نظام تنظیم گری در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران پیشنهاد شد. تاسیس هیئت ثبات مالی، وجود نهاد ناظر واحد بازار سرمایه، اصلاح ساختار حاکمیتی بازار سرمایه و افزایش قدرت اجرایی تشکلهای خودانتظام از جمله پیشنهادهای اجرایی در این پژوهش برای توسعه ساختاری و اثربخشی نظام بورس و اوراق بهادار است.

#### 1. Blind Trust System

بدین معنا که افرادی که در نهادهای نظارتی فعالیت می کنند قبل از پذیرش مسئولیت، سرمایه مدنظر خود را به یک صندوق مورد اعتماد و مشخص شده در سازمان بورس تحویل داده و پس از اتمام این دوره، اصل سرمایه و سود آن را تحویل بگیرند.

## References

- Asadi, H, Mahdavi pour, A. & Rezvani, s. (2019). The concept and position of economic regulation with an emphasis on responding to stock market crimes. *Two quarterly scientific journal of Islamic law research*. Page 473-489. (In Persian)
- Amiri, H, Mobini Dehkordi, M. Kamalian, A. & karnameh Haqiq, M. (2021). Evaluating the effects of regulation of the Iran Commodity Exchange on commodity price fluctuations. *Economic Research Quarterly (Sustainable Growth and Development)*, Year 21, Number 1. Pages 181-209. (In Persian)
- Ansari, A, Esayi Tafarshi, M & Hosseini, M. (2012). Analysis of the legal structure of self-regulating institutions in Iran's capital market with a comparative study in the American legal system. *Financial research*. Volume 15, Number 2. (In Persian).
- Baldwin, R; Cave, M; & Lodge, M. (2012). *Understanding regulation: theory, strategy, and practice*. Oxford University Press on Demand.
- Capital markets regulatory outlook. (2023). CENTER foR REGULATORY STRATEGY AMERICAS
- Center for regulatory strategy Americas, (2023). Capital markets regulatory outlook.
- Corbin, J; & Strauss, A. (2007). Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Council for Innovative Research. (2013). Self Regulatory Organizations in Indian Microfinance Sector. Peer Review Research Publishing System. Journal: International Journal of Management & Information Technology.
- Darivandi Shushtri, Z. (2015). The legal structure of the stock exchange company and the limits of market supervision, Tehran University master's thesis. (In Persian)
- Del Brio, E. B.; de Miguel, A; & Tobar, J. E. (2010). The impact of the stock market regulation on the level of market efficiency: Comparison between Spain and UK. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39(146): 321-342.
- De Luna Martinez J. and Rose T. A. (2003), "International Survey of Integrated . Financial Sector Supervision", World Bank Policy Research Working Paper 3096.
- Demeaestri, Edgardo; Federico, Guerrero. (2000). what are the perils of separating banking regulation from the central bank's orbit in Latin America and the Caribbean? *Journal of financial regulation and compliance: an international journal*.
- Fahimi, H. (2014). The mechanism of Iran's capital market supervisory body in dealing with anomalies, Tehran University master's thesis. (In Persian)
- Grand, J. (1991). The theory of government failure. *British Journal of Political Science*, 21(04): 423-442.
- Guray Kucukkocaoglu. (2012). Turkish capital market regulation. Başkent University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Management Department B219, Bağlica Kampüsü.

- Hamed, M & Farhanian, M. (2015). Regulation and supervision in financial markets, Nawa Madrasah, Stock Exchange Organization. *Islamic research, development and studies center*. (In Persian).
- Hamed, M. (2016). Changing the structure of stock exchanges, ownership structure and surrounding issues. *Islamic research, development and studies center*. (In Persian).
- Hsieh, Hsiu-Fang; & Shannon, Sarah E. (2005). Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative health research*, 15(9), 1277– 1288.
- IMF Country Report No. 11/274 (2011), Germany: Financial Sector Assessment Program—Detailed Assessment of Observance of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulations.
- IMF Country Report No. 15/91 (2015), United States: Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.
- Javanmardi, M & Elham, G. (2023). The basic of justifying regulation in capital market violations. *Stock Exchange Quarterly*, Year 16, Number 62, pp. 319-348. (In Persian).
- Karimi Nik, M. (2021). The challenges of implementing self-regulation principles in the capital market dispute resolution system, master's thesis of Allameh Tabatabai University. (In Persian)
- Koh Yong, Guan. (2002). Regulatory approaches in global capital markets, the MAS Capital Markets Seminar 2002, Singapore.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A; & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1): 3-27.
- Marc Labonte. (2023). Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework. Congressional Research Service.
- Manzoor, D, & Hosseinzadeh Yazdi, S. (2020). Regulation and regulation of the financial system in Iran: a comparative evaluation. *Quarterly Journal of Monetary and Banking Research*. Thirteenth year, number 4. (In Persian).
- Mohammadi, A & Mirzaei, F. (2016). Legal review of the role of self-regulatory organizations in Iran's capital market. The third national conference on modern researches in law and social sciences. (In Persian).
- Moulai, Ayat; Ali Mohammadian, Alireza. (1402). the challenges of the relationship between the Challenges Relationship between “Government” and “Securities & Exchange Organization”; Emphasizing High Exchange Council. *Stock Exchange Quarterly*, year 16, number 63. (In Persian).
- Momeni, F, Ghasemi, A, Shokohi, M & Azimzadeh Arani, M. (2016). Comparative analysis of regulatory economics with regard to the issue of competition rights from the perspective of Islamic economics and conventional economics. *Biquarterly scientific-research journal of Islamic economic studies*, 9th year, first issue: 149-176. (In Persian).
- Momini Rad, A, Aliabadi, Kh, Fardanesh, H & Mazini, Nasser. (2012). Qualitative content analysis in research: nature, stages and validity of results. *Educational Measurement Quarterly* No. 14. Forth year. (In Persian).
- Monzavi, T. (2022). Supervision of self-regulatory organizations in selected countries. *Islamic research, development and studies center*. (In Persian).

- Najafi, R, Madnachi, M, Fallah Shams, M & Saidi, A. (2020). A comparative study of the structure and pattern of supervision of financial institutions in the capital market of Iran and selected countries. *Quarterly scientific research journal of investment knowledge*. Ninth year Number 36. (In Persian).
- Rahbar, N. (2016). Maintaining the independence of the stock market and securities system of the Islamic Republic of Iran. *Comparative Law Studies*, Volume 8, Number 1. (In Persian).
- Rana Singh (2009), Securities market, Published in Economy & Finance, Business.
- Report of Capital Markets Modernization Taskforce, January 2021.
- Reports of Majlis Research Center. (2018). Regulatory financial system and its relationship with the governance system. Public finance studies and management development. (In Persian)
- Schmulow, Andrew D. (2015), "Approaches to Financial System Regulation: An International Comparative Survey", Working Paper, Centre for International Finance and Regulation, *SSRN Electronic Journal*, accessible at: <http://clarityprc.com/category/papers/ssm/>
- Supervisory framework for markets, May 1999, the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions
- The Group of Thirty. (2008), the structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace, Washington, D.C. accessible at: [https://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_StructureFinancialSupervision2008.pdf](https://group30.org/images/uploads/publications/G30_StructureFinancialSupervision2008.pdf)
- [www.bursamalaysia.com](http://www.bursamalaysia.com).