



تحلیل حقوقی تنظیم‌گری بازارهای مالی در ایران با مطالعه تطبیقی ایتالیا



حسین منصوری
مدرس دانشگاه
کارشناسی ارشد حقوق عمومی

چکیده

بازارهای مالی به‌عنوان بخش‌های حیاتی اقتصاد هر کشور، نقش مهمی در تأمین مالی، رشد اقتصادی و توسعه سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. تنظیم و نظارت بر این بازارها برای حفظ ثبات اقتصادی و جلوگیری از وقوع بحران‌های مالی ضروری است. با توجه به تفاوت‌های قانونی، اقتصادی و نهادی در کشورها، بررسی تطبیقی نظام‌های تنظیم بازارهای مالی در ایران و ایتالیا می‌تواند به درک بهتر از کارآمدی این سیستم‌ها و شناسایی نقاط قوت و ضعف آن‌ها کمک کند. این مقاله با هدف مطالعه تطبیقی تنظیم بازارهای مالی در ایران و ایتالیا، به روش تحقیق توصیفی-تحلیلی به تبیین قوانین، مقررات و نهادهای نظارتی این دو کشور پرداخته و شباهت‌ها و تفاوت‌های کلیدی میان آن‌ها را بررسی می‌کند. در ایران، با توجه به ویژگی‌های اقتصادی و نقش دولت در بازارهای مالی، تنظیمات عمدتاً تحت نظارت بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار انجام می‌گیرد. در مقابل، سیستم تنظیم بازارهای مالی در ایتالیا بر اساس ساختار اتحادیه اروپا و نهادهایی مانند بانک مرکزی ایتالیا و کمیسیون ملی شرکت‌ها و بورس شکل گرفته است که بر مبنای اصولی چون شفافیت، رقابت‌پذیری و حمایت



از سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کنند.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که علی‌رغم تفاوت‌های ساختاری و نهادی، هر دو کشور در زمینه‌هایی همچون مقابله با بحران‌های مالی، حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و تقویت شفافیت بازار، نقاط مشترکی دارند. با این حال، تفاوت در رویکردهای اقتصادی، نظام‌های حقوقی و تعاملات بین‌المللی، باعث تفاوت‌های قابل توجه در شیوه تنظیم بازارهای مالی این دو کشور شده است. این مطالعه تطبیقی می‌تواند برای سیاست‌گذاران و محققان در جهت بهبود نظام‌های تنظیم بازارهای مالی و بهره‌گیری از تجربیات موفق کشورهای دیگر سودمند باشد.

کلیدواژه‌ها: تنظیم بازارهای مالی، نظارت مالی، ثبات اقتصادی، بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار، شفافیت مالی، حمایت از سرمایه‌گذاران.

۱. مقدمه

رگولاسیون^۱ و رگولاتوری به معنای تنظیم مقررات و قانون‌گذاری است. اساساً هر بخش را می‌توان نیازمند نهاد تنظیم مقررات تلقی کرد. منظور از مقررات‌گذاری وضع قوانینی است که توسط دولت یا نهادهای تنظیم مقررات (ناظران اقتصادی) در مورد فعالیت‌های مربوط به بازارها و به منظور دستیابی به اهداف اقتصادی-اجتماعی صورت می‌گیرند و به اجرا درمی‌آیند. زیربنای نظری در باب مداخله دولت در امور اقتصادی به‌طور سنتی مبتنی بر نیاز به اصلاح نواقص بازار و نیز توزیع ناعادلانه منابع است. در بازارهای مالی، مقررات‌گذاری نظام مالی می‌تواند به‌عنوان یک عامل بسیار مهم کنترل دولت بر اقتصاد تلقی شود.

انباشت سرمایه و تخصیص منابع مالی یک بُعد ضروری روند توسعه اقتصادی هر کشور را شکل می‌دهد. ویژگی واسطه‌گران مالی و مشارکت‌کنندگان در بازار که تأمین‌کننده این بعد و جنبه‌اند، وجود یک سیستم کنترلی و نظارتی گسترده را باتوجه به دیگر اشکال فعالیت‌های اقتصادی توجیه می‌نماید (Bernet, 2005: 315).

سیستم مقررات‌گذاری شامل چارچوبی است که در آن همه فعالیت‌های مربوط به

۱. regulation



تنظیم مقررات صورت می‌گیرد. این فعالیت‌ها شامل سه محور اساسی به شرح ذیل هستند:

- تنظیم و وضع قوانین و معیارهایی که برای تأثیرگذاری بر رفتار مشارکت‌کنندگان در بازار ضروری است.

- پایش و نظارت بر رفتار و عملکرد مشارکت‌کنندگان در بازار

- وادار کردن مشارکت‌کنندگان در بازار به اجرای قوانین تنظیم مقررات با استفاده از وضع جرایمی برای آن‌ها، زمانی که از اجرای قوانین خودداری می‌نمایند. (Konig, 2003: 3)

۱-۱. اهداف مقررات‌گذاری بازار مالی

در تنظیم بازارهای مالی، سه هدف عمده مورد توجه قرار می‌گیرند: هدف اولیه تنظیم و مقررات‌گذاری بازارهای مالی دستیابی به ثبات اقتصادی است. تضمین ثبات نظام اقتصادی از طریق کنترل‌های عمده بر مبادلات مالی قابل تحقق است.

هدف دوم تنظیم بازار مالی تأمین شفافیت در بازار، واسطه‌ها و نیز حمایت از سرمایه‌گذار در ابزار مالی است. این امر مرتبط با هدف کلی‌تر «برابری در توزیع منابع موجود» است.

و سومین هدف مقررات‌گذاری بازار مالی که خود مرتبط با هدف کلی‌تر کارایی این بازار است، تضمین و تقویت رقابت در بخش واسطه‌های مالی است. تضمین این امر مستلزم وضع مقرراتی برای نظارت بر ساختار رقابت در بازار است (Spulber, 1988: 27).

۲-۱. مدل‌های مقررات‌گذاری بازارهای مالی

نه یک مدل واحد نظری و نه حتی یک رویکرد عملی یکسان در خصوص مقررات‌گذاری و تنظیم بازارهای مالی وجود ندارد. اما در مجموع، می‌توان چهار رویکرد تنظیمی در بازارهای مالی را مطرح نمود:

- مقررات‌گذاری نهادی^۲

۲. Institutional regulation



- مقررات‌گذاری به‌واسطه اهداف^۳
- مقررات‌گذاری به‌واسطه عملکرد^۴
- مقررات‌گذاری از طریق مقررات‌گذار واحد^۵ (Dale, ۲۰۰۳: ۶۴)

۱-۲-۱. مقررات‌گذاری نهادی

در رویکرد نهادی که همچنین به‌عنوان مقررات‌گذاری بر افراد یا بازارها شناخته شده، مقررات‌گذاری درخصوص هر قسم منفرد کارگزاران مالی یا هر بخش واحد و مجزای بازار مالی اعمال می‌شود. به عبارتی، در این نوع مقررات‌گذاری، هر واسطه در بازار مالی یک مقام ناظر و مقررات‌گذار دارد که کاملاً تخصصی است (ibid: ۶۹).

۱-۲-۲. مقررات‌گذاری بواسطه اهداف

این نوع از مقررات‌گذاری مدعی است که همه بازارها و واسطه‌های مالی مشروط و منوط به کنترل بیش از یک مقام ناظر و مقررات‌گذار هستند. به این معنا که هر مقام واحد تنها مسئول یک هدف مقررات‌گذاری است، صرف‌نظر از شکل و ساختار حقوقی واسطه‌ها و نوع کارکردها و فعالیت‌هایی که مشارکت‌کنندگان در بازار انجام می‌دهند. مطابق این مدل و منطبق با اهداف مقررات‌گذاری بازار مالی، که پیش از این بیان شد، یک مقام بر ثبات بازار مالی در حوزه‌های مختلف نظارت می‌کند. مقام دیگر برای تضمین شفافیت بازارهای مالی و مقام سوم جهت تضمین رعایت قواعد رقابت در بازار شکل می‌گیرند (ibid: ۷۱).

۱-۲-۳. مقررات‌گذاری به‌واسطه عملکرد

این مدل تنظیم بازار فعالیت‌ها و کارکردهای اقتصادی انجام‌گرفته در نظام مالی را بررسی و قاعده‌گذاری می‌نماید. نظریه‌پردازانی چون Merton و Bodie اظهار می‌دارند که هر سیستم مالی برای انجام شش عملیات اصلی و پایه در نظر گرفته شده است؛ شامل:

- ارائه راهکارهای تنظیم پرداخت‌ها به‌منظور تسهیل تجارت؛
- فراهم‌سازی مکانیزمی جهت تجمیع منابع و تنوع‌بخشی به فعالیت‌ها؛

۳. regulation by objectives

۴. functional regulation

۵. self-regulator



- ارائه راهکارهای انتقال منابع اقتصادی در طول زمان بین مرزها و در میان صنایع؛
- ارائه راهکارهای مختلف مدیریت ریسک؛
- ارائه اطلاعات قیمت به‌منظور هماهنگ‌سازی تصمیم‌گیری‌های غیرمتمرکز در بخش‌های مختلف اقتصاد؛
- ارائه راهکارهای مواجهه با مشکلات و مسائل انگیزه‌ای موجود، هنگامی که یک طرف معامله در بازار، اطلاعاتی را در اختیار دارد که طرف دیگر از آن‌ها بی‌بهره است. در مدل تنظیم کارکردی، هرکدام از این موارد شش‌گانه بایستی توسط یک نهاد مستقل از کارگزاری که آن کارکرد را انجام می‌دهد، مقررات‌گذاری و تنظیم شود (ibid: ۷۳).

۱-۲-۴. مقررات‌گذاری تک‌گولاتور

این مدل مقررات‌گذاری مبتنی بر وجود تنها یک مقام مقررات‌گذار با مسئولیت کامل درمورد همه بازارها و واسطه‌های مالی است. مقام مقررات‌گذار مسئول همه اهداف مقررات‌گذاری شامل ثبات، شفافیت و حفاظت از سرمایه‌گذار و رقابت خواهد بود (ibid: ۷۶).

۲. بازارهای مالی^۶

به‌طور کلی، اقتصاد هر کشور از دو بخش تشکیل می‌شود. بخش واقعی اقتصاد^۷ که در واقع بیانگر جریان کالاها و خدمات از تولیدکنندگان به مصرف‌کنندگان و نیز نیروی انسانی از مصرف‌کنندگان و عرضه‌کنندگان به سمت تولیدکنندگان است. بخش مالی اقتصاد^۸ نیز شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه پس‌اندازکنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به‌طرف سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها و خدمات یا دولت است. این دو بخش بایستی همگام با یکدیگر رشد و توسعه یابند، چراکه نتیجه این همگامی و همسویی همانا رشد و توسعه اقتصادی خواهد بود (والی‌نژاد، ۱۳۸۱: ۴۰).

۶. financial markets

۷. real sector economy

۸. financial sector economy



بخش مالی هر کشور وظیفه انتقال پس‌اندازها و تخصیص آن‌ها به‌عنوان منابع سرمایه‌گذاری را بر عهده دارد (هادیان، ۱۳۸۲: ۱۱۰). در هر اقتصادی، به اقتضای شرایط و پیشینه آن اقتصاد، بخش مالی دارای ساختار خاص خود است. شناخت ساختار به ما کمک می‌کند تا بتوانیم اجزای تشکیل‌دهنده ساختار و نحوه کارکرد و جایگاه هر یک از اجزا را بشناسیم و بر اساس آن، به نحوه کارکرد کل ساختار آگاهی یابیم. نحوه کارکرد ساختار، امکان توزیع و پیش‌بینی را فراهم می‌کند. تأکید اصلی ما در این پژوهش بر شناخت بازارهای مالی به‌عنوان یکی از اجزای بخش مالی و ساخت مقررات‌گذاری در این بازار است.

۱-۲. تعریف بازار مالی

بنا به تعریف، بازار مالی بازاری است که از طریق آن بتوان منابع مالی موردنیاز را به دست آورد.

مشارکت‌کنندگان اصلی در بازارهای مالی دو گروه‌اند: گروه نخست، خانوارها، افراد و شرکت‌هایی هستند که به‌منظور ارائه وجوه وارد این بازار می‌شوند و اغلب به واحدهای دارای مازاد معروف‌اند.^۹ گروه دوم نیز افراد و شرکت‌هایی هستند که به‌دنبال دریافت و کسب وجوه از این بازارها هستند و به واحدهای دارای کسری^{۱۰} معروف‌اند. به‌علاوه، گاهی نیز دولت‌ها به‌عنوان دریافت‌کننده یا عرضه‌کننده وجوه در این بازارها حضور دارند.

۲-۲. انواع بازارهای مالی

بازارهای مالی را می‌توان با توجه به عوامل مختلف تقسیم‌بندی نمود. از جمله این طبقه‌بندی‌ها می‌توان طبقه‌بندی برحسب نوع حقوق (با درآمد ثابت و با درآمد متغیر)، برحسب سررسید (کوتاه‌مدت یا بازار پول، بلندمدت یا بازار سرمایه)، برحسب نحوه انتشار (بازار اولیه، بازار ثانویه)، برحسب ساختار سازمانی (بازارهای سازمان‌یافته، بازار خارج از بورس)، برحسب گستره مؤسسات (بازار پول، بازار سرمایه، بازار تأمین اطمینان) و... را نام برد (میرجلیلی، ۱۳۸۴: ۱۹).

۹. surplus units

۱۰. deficit units



فصلنامه علمی - تخصصی / سال سوم، شماره ۷ / پاییز ۱۴۰۳

طبقه‌بندی برحسب گستره مؤسسات مالی متداول‌ترین طبقه‌بندی است که برای شناخت بازار مالی از آن استفاده می‌شود. منطبق با تقسیم‌بندی اخیر، انواع بازارهای مالی را می‌توان بدین شرح تعریف نمود:

۲-۲-۱. بازار پول^{۱۱}

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به‌عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه‌مدت و با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت و نقدشوندگی نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به‌سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند (والی‌نژاد، همان).

۲-۲-۲. بازار سرمایه^{۱۲}

بازار سرمایه به هر مکان یا نظامی گفته می‌شود که نیازهای واحدهای تجاری و مقامات دولتی را در مورد وام‌های بلندمدت و میان‌مدت برآورده می‌سازد. در واقع بازار سرمایه منبع اصلی تأمین مالی بلندمدت است و اوراق بهادار بلندمدت - با سررسید بیش از یک سال - در آن مبادله می‌شود. این بخش از بازار مالی نقش مهم‌تری در گردآوری منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای سرمایه‌گذاران واحدهای تولیدی دارد (کدخدایی، ۱۳۷۴: ۲۸).

۲-۲-۳. بازار تأمین اطمینان (بیمه)

بازار تأمین اطمینان زمینه انتقال و توزیع ریسک فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کند و توان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری در بازار پول و به‌ویژه بازار سرمایه را افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر، بازار بیمه ریسک‌های اقتصادی را توزیع می‌کند. این بازار از طریق خلق دارایی‌های مالی جدید و متنوع‌سازی این دارایی‌ها و توزیع آن در میان پس‌اندازکنندگان (سرمایه‌گذاران) که حاضر به پذیرش ریسک یا بازده غیرمطمئن هستند، ریسک فعالیت‌های اقتصادی را کاهش می‌دهند (میرجلیلی، همان: ۲۱).

۱۱. money market

۱۲. capital market



۲-۲-۴. بازارهای مالی در ایران

به‌طور کلی اقتصاد ایران در طول ۳۰ سال اخیر، فرازونشیب‌های گوناگونی را تجربه کرده است. در دهه نخست پس از انقلاب ایران، مسائل انقلاب و جنگ و فشارهای متعدد سیاسی و اقتصادی داخلی و خارجی مطرح بود و پس از جنگ، به‌علت فراهم شدن بستر مناسب برای ایجاد تحول اقتصادی و سیاسی، برنامه‌های توسعه کشور در قالب برنامه‌های پنج‌ساله تدوین و به مرحله اجرا گذاشته شد. این برنامه‌ها بیشتر اصلاح ساختارهای اقتصادی را هدف گرفته بودند و سعی و تلاش برنامه‌ریزان ناظر بر فراهم ساختن الزامات تحقق یک توسعه پایدار از طریق حرکت به سمت آزادسازی نظام قیمت‌ها، تخصیص بهینه منابع و اصلاحات قانونی و نهادی و گسترش مشارکت بخش خصوصی بوده است.

با این وصف، برنامه‌های یادشده نتوانسته‌اند اقتصاد ایران را از یک اقتصاد با ویژگی‌های مطلوب توانمند در رقابت، پویا، نیرومند و انعطاف‌پذیر برخوردار کنند. علاوه بر این، اقتصاد ایران طی دهه‌های گذشته، از یک بازار پولی کارآمد و پویا برای تجهیز و تخصیص بهینه منابع و خصوصاً ارائه خدمات موردنیاز جهت دستیابی به رشد پایدار غیرتورمی و نیل به ثبات مالی و تأمین نیازهای سایر بخش‌ها و به‌ویژه بخش واقعی اقتصاد محروم بوده است.

آن‌چنان که در مباحث پیشین گفته شد، کوتاه‌مدت بودن اعتبارات و مطالبات مالی ویژگی بازار پول است. در ایران بازار پول سازمان‌یافته که ابزارهای مالی کوتاه‌مدت در آن مبادله شوند، وجود ندارد. همچنین در ایران، بازار تأمین اطمینان (بیمه) متشکل نیز وجود ندارد. تنها شق دیگری از انواع مختلف بازارهای مالی، یعنی بازار سرمایه، در ایران شکل گرفته است. با عنایت به این نکته که بخش سرمایه‌ای در هر کشوری عمدتاً در فعالیت بورس اوراق بهادار جلوه‌گر می‌شود، بازار سرمایه ایران نیز از این قاعده مستثنا نیست و بورس اوراق بهادار به‌عنوان نهاد اصلی بازار سرمایه، در ایران به رسمیت شناخته شده است. تعریف این نوع بازار در بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مورد توجه قرار گرفته است.



طبق این بند: بورس اوراق بهادار، بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران، یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون دادوستد می‌شود.

۲-۲-۵. بازارهای مالی در ایتالیا

در ایتالیا بخش‌های بانکداری، اوراق بهادار و بیمه به‌نحو فزاینده‌ای در مفهوم بازارها ادغام شده‌اند. در قوانین مالی ایتالیا، تعریفی از بازار پول ارائه نشده است، اما دو بازار بورس اوراق بهادار و بازار بیمه بدین شرح تعریف شده‌اند:

بازار بورس اوراق بهادار: اشاره به سیستمی برای معامله اوراق بهادار دارد که نشان‌دهنده حقوق یا مالکیت صاحبان سهام و اوراق بهادار، یا مالکیت شرکت‌های محل صدور آن است. این بازار برای تجارت ابزار مشتقه و نیز برای اوراق قرضه و اوراق یورو در ایتالیاست. همچنین بازاری است که در دیگر سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت فعالیت می‌کند.

بازار بیمه: به‌سادگی به‌معنای «بازار خرید و فروش بیمه» است. مصرف‌کنندگان، یا گروه‌ها بیمه را به‌منظور مدیریت ریسک از شرکت‌های بیمه‌ای خریداری می‌کنند که پوشش‌های بیمه‌ای را برای خطرات خاص ارائه می‌دهند (قانون شماره ۵۷۶ مصوب ۱۹۸۲).

۳. نهادهای تنظیم‌کننده بازارهای مالی

در اغلب کشورها، تنظیم‌کنندگان مقررات توسط دولت انتخاب می‌شوند و در مواردی نیز بودجه لازم توسط دولت تخصیص داده و کنترل می‌شود. در بسیاری از حالات، اصولاً مرزبندی میان دولت یا حتی نهاد قانون‌گذار و نهاد تنظیم مقررات بسیار دشوار است. مجالس کشورها معمولاً قوانینی وضع می‌کنند که در کل کشور و در همه بخش‌ها لازم‌الاجراست. دولت‌ها نیز بر اساس این قوانین، اقدام به تدوین مقررات جزئی‌تری می‌نمایند. درعین حال، نهادهای تنظیم مقررات در یک حوزه معین چارچوب‌ها و ضوابط لازم را تعریف می‌کنند.



مركز پژوهش‌های اقتصادی

۳-۱. نهادهای تنظیم‌کننده بازار مالی در ایران

بر اساس ماده ۸ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب اردیبهشت ۱۳۴۵، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان تنها رکن اجرایی با شخصیت حقوقی مستقل غیرانتفاعی، مسئولیت اداره بورس را بر عهده گرفت. این سازمان را هیئت‌مدیره هفت نفره‌ای اداره می‌کرد که توسط مجمع عمومی اعضا انتخاب می‌شدند. هیئت‌مدیره هم دبیرکل بورس را به‌عنوان بالاترین مقام اجرایی انتخاب می‌کرد. نظارت بر فعالیت سازمان کارگزاران بورس ایران بر عهده شورای بورس به‌عنوان بالاترین رکن تصمیم‌گیری و مسئول و ناظر حسن اجرای قانون تأسیس بورس اوراق بهادار قرار داشت.

با تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار در یکم آذر ۱۳۸۴، ساختار قانونی بازار با تغییراتی روبه‌رو شد. بازار اوراق بهادار ایران بر اساس قانون جدید بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، به دو بخش نظارتی و اجرایی تقسیم می‌شود.

بخش نظارتی که نهادهای مقررات‌گذار بازار بورس در آن تعبیه شده‌اند، شامل شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار است. شورای بورس بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است. این شورا از وزیر امور اقتصاد و دارایی، وزیر بازرگانی، رئیس کل بانک مرکزی، رؤسای اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون، رئیس سازمان، دادستان کل کشور، نماینده کانون و سه خبره مالی از بخش خصوصی تشکیل می‌شود (ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار).

سازمان بورس و اوراق بهادار نیز دارای هیئت‌مدیره‌ای متشکل از پنج عضو است که از میان افراد امین و دارای حسن شهرت و تجربه در رشته مالی، منحصراً از کارشناسان بخش غیردولتی به پیشنهاد رئیس شورا و با تصویب شورا انتخاب می‌شوند (ماده ۶ قانون بازار اوراق بهادار).

۳-۲. نهادهای تنظیم‌کننده بازارهای مالی ایتالیا

نهادهای مقررات‌گذار در بازارهای مالی ایتالیا شامل چهار نهاد اصلی هستند که در بخش‌های مختلف بازارهای مالی، اعمال قواعد تنظیمی می‌نمایند. نهادهای مذکور به شرح ذیل‌اند:



Bol^{۱۳}: بانک مرکزی ایتالیا بر اساس فرمان تقنینی ۴۴۹ مصوب ۱۰ آگوست ۱۸۹۳ و در نتیجه ادغام سه بانک محلی آن زمان تأسیس شد.

قانون سرمایه‌گذاری ۱۹۹۸ ایتالیا مسئولیت‌های تنظیمی را به‌ویژه در رابطه با تضمین ثبات در بخش بانکداری و اوراق بهادار بر عهده بانک مرکزی ایتالیا قرار داده است (angelini, ۲۰۰۳: ۲۲۱).

Consob^{۱۴}: کمیسیون ملی برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بر اساس فرمان تقنینی ۲۱۶ مصوب ۷ ژوئن ۱۹۷۴ ایجاد شد و یک مقام اداری مستقل دارای شخصیت حقوقی و استقلال کامل است. این نهاد به تنظیم قواعد، تجویز رسمی، نظارت و کنترل فعالیت‌های مرتبط با بازارهای مالی ایتالیا می‌پردازد و اهداف اصلی آن حمایت از سرمایه‌گذاران و تضمین شفافیت و اثربخشی بازار سهام ایتالیا است (ibid: ۲۳۰).

Anti-trust: مقام ضد رقابت بر اساس قانون ضد رقابت سال ۱۹۹۵ ایجاد شد. این مقام به منظور تضمین رقابت در دو حوزه بازار پولی و بازار اوراق بهادار و با هدف ایجاد چارچوب تنظیمی جدیدتر و مؤثرتری برای سرمایه‌گذاران رسمی در این دو حوزه پیش‌بینی شده است (Ciocca, D, ۱۹۹۸: ۹۰۰).

Isvap^{۱۵}: قانون شماره ۵۷۶ مصوب ۱۹۸۲ و دستورالعمل تقنینی شماره ۵۸ مصوب ۱۹۹۸ و قانون ادغام واسطه‌های مالی چارچوب نهادی برای مقررات‌گذاری و نظامات بازار بیمه ایتالیا مقرر نموده‌اند. این قوانین به‌طور مفصل نهاد Isvap و اختیاراتی را که این نهاد بر عهده دارد مطرح نموده و نیز نهادها و موضوعات تحت نظارت Isvap را مشخص نموده‌اند. پس از این قوانین، دستورالعمل تقنینی شماره ۲۹ وزارت امور اقتصاد و دارایی مصوب ۲۰۰۹ در خصوص واسطه‌های مالی غیربانکی و نیز مقررات بانک مرکزی ایتالیا مصوب ۲۰۰۹ در خصوص واسطه‌های مالی غیربانکی نیز برای تنظیم فعالیت بازار بیمه، اختیاراتی را برای Isvap بر شمرده‌اند (angelini, ibid: ۲۳۷).

۱۳. Bank of italy

۱۴. Commissione Nazionale per le Societ e la Borsa – (Companies and stock exchange commission)

۱۵. Istituto per Vigilanza sulle Assicurazioni Private di Interesse Collettivo (the Institute for Control of Private Insurance Companies)



۴. رویه‌های کلی تنظیم در بازارهای مالی

خطوط کلی تنظیم بازارهای مالی در هر کشور را می‌توان از نظام اقتصادی-مالی حاکم بر هر کشور و قواعد موجود در عرصه مالی آن کشور استنباط نمود.

۴-۱. رویه‌های کلی تنظیم بازار مالی در ایران

آن‌چنان که در بخش نهادهای مقررات‌گذار ذکر شد، در بخش بازار سرمایه، طبق قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، شورای بورس بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاست‌های کلان آن بازار را بر عهده دارد. حوزه صلاحیت این شورا به‌عنوان نهاد ناظر و مقررات‌گذار اصلی بازار بورس، طبق ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار در ۱۶ بند مندرج شده است که اختیارات تنظیمی آن شامل موارد ذیل است: اتخاذ تدابیر لازم جهت سامان‌دهی و توسعه بازار اوراق بهادار و اعمال نظارت عالی بر اجرای این قانون؛

- تعیین سیاست‌ها و خط‌مشی بازار اوراق بهادار در قالب سیاست‌های کلی نظام و قوانین و مقررات مربوط؛

- تصویب ابزارهای مالی جدید؛

- صدور تعلیق و لغو مجوز فعالیت بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و شرکت‌های تأمین سرمایه؛
- اعطای مجوز به بورس به‌منظور عرضه اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته‌شده خود و بازارهای خارجی؛

- اعطای مجوز به بورس جهت معاملات اشخاص خارجی در بورس؛

- سایر اموری که به تشخیص هیئت وزیران به بازار اوراق بهادار مربوط است. همچنین سازمان بورس و اوراق بهادار که به‌عنوان زیرمجموعه شورا عمل می‌کند، به‌منظور اجرای صحیح قانون بازار اوراق بهادار با شورا تعامل دارد که بر تمام فعالان بازار سرمایه نظارت می‌کند و اقدام به وضع پاره‌ای مقررات تنظیمی می‌نماید.

طبق ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، این سازمان از طریق تهیه آیین‌نامه‌های لازم و نیز تهیه و تدوین دستورالعمل‌های اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، ثبت و صدور



فصلنامه علمی - تخصصی / سال سوم، شماره ۷ / پاییز ۱۴۰۳

فصلنامه علمی - تخصصی / سال سوم، شماره ۷ / پاییز ۱۴۰۳

مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار و نظارت بر آن، درخواست صدور تعلیق و لغو مجوز تأسیس به بورس‌ها و سایر نهادهایی که تصویب آن‌ها بر عهده شورا است، صدور تعلیق و لغو مجوز تأسیس کانون‌ها و اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار، اتخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدامات لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار، تصویب سقف نرخ خدمات و کارمزدهای بورس و سایر نهادهای موضوع قانون بازار اوراق بهادار و... بر بازار سرمایه نظارت می‌کند و برای حوزه‌های مختلف مقررات می‌گذارد.

۲-۴. رویه کلی تنظیم بازار مالی ایتالیا

قوانین مربوط به بازارهای مالی در ایتالیا، خطوط کلی تنظیم این بازارها را به‌ویژه از دهه ۱۹۸۰ به در سطح گسترده‌ای اصلاح نموده‌اند. قواعد کلی تنظیم مبتنی بر ایجاد ساختارهای جدید در بازارهای مالی، معرفی روش‌های جدید معاملاتی و ارائه موازینی جهت کاهش ریسک‌های اعتباری، بازاری و نقدینگی است. طبق این رویه‌ها، دیگر ایجاد، سازمان‌دهی و تنظیم بازارها به ارکان عمومی واگذار نمی‌شود. قواعد وضع شده در این خصوص، چارچوب حقوقی نوینی را برای تنظیم بازارهای مالی پیشنهاد می‌کند که مبتنی بر اصول کلی هستند؛ نظیر بانکداری و سرمایه‌گذاری به‌عنوان فعالیت‌های کارآفرینی، رقابت، نظارت بر امر ثبات، هدایت مؤثر و حمایت از سرمایه‌گذاران، انعطاف‌پذیری قواعد و آزادی در مشارکت بین‌المللی در بازارهای مالی (Guiso, 2003: 32).

مقررات کلی تنظیم که در قوانین مختلف مالی ایتالیا صریحاً یا تلویحاً به آن‌ها اشاره شده است، شامل موارد ذیل‌اند:

- وضع قواعد احتیاطی و استانداردهای اعتباری برای مدیریت واسطه‌ها؛
- تعیین حدود اختیارات مقامات جهت انجام امور اساسی در حوزه فعالیت بازارها؛
- وضع قواعدی جهت نظارت بر کیفیت مدیریت بانک‌ها و سایر نهادهای فعال در بازارهای مالی از طریق دسترسی و تجزیه و تحلیل داده‌ها؛
- وضع قواعدی جهت مدیریت بحران؛



سازمان ملی حمایت از مصرف‌کنندگان

- تقویت فعالیت‌های کارآفرینی شرکت‌ها؛
- تعیین حمایت‌های مستقیم و غیرمستقیم از سرمایه‌گذاران؛
- زمینه‌سازی بیشتر برای بازارها جهت سرمایه‌گذاری (ibid: ۳۵-۳۷).

۵. رویه‌های تنظیمی خاص بازارهای مالی

در این خصوص، قواعد جزئی‌تری که به صورت تفصیلی نظام بازارهای مالی را مورد توجه قرار داده‌اند، مطرح می‌گردند.

۵-۱. رویه‌های خاص تنظیمی بازار مالی ایران

در بحث از رویه‌های خاص تنظیم بازار سرمایه در ایران، مجموعه قوانین و مقررات ناظر بر تشکل‌های فعال در بازار سرمایه و نیز قواعد ناظر بر عملیات بازار سرمایه مدنظر است.

۵-۱-۱. قواعد ناظر بر تشکل‌های فعال در بازار سرمایه

بدیهی است نخستین مرحله در شکل‌گیری بازار سرمایه موضوع ایجاد تشکل‌ها و نهادها و ابزارهای سازنده بازار مالی و قواعد ناظر بر توسعه ابزارهای مالی است.

۵-۱-۱-۱. قواعد ناظر بر ایجاد تشکل‌ها در بازار مالی

در ایران تشکل‌های فعال در بازار سرمایه شامل بازار بورس، بازار فرابورس، نهاد‌های مالی، کانون‌ها و سایر تشکل‌ها هستند. قوانین و مقررات حاکم بر بازار مالی ایران، ضمن تعیین نهاد صالح و ناظر بر ایجاد تشکل‌ها در بازار مالی به شرح قواعد موجود در این خصوص پرداخته‌اند. آن‌چنان که در خطوط کلی تنظیم بازار مالی در ایران مطرح شد، طبق بند ۱ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار از جمله وظایف شورای بورس، اتخاذ تدابیر لازم جهت سازمان‌دهی و توسعه بازار اوراق بهادار است.

نیز طبق بند ۵ همین ماده، تصویب صدور، تعلیق و لغو مجوز فعالیت در بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و شرکت‌های تأمین سرمایه از دیگر وظایف این شورا است.

بندهای ۵ و ۶ و ۷ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار به اختیارات هیئت‌مدیره سازمان



فصل نامه علمی - تخصصی / سال سوم، شماره ۷ / پاییز ۱۴۰۳

بورس در درخواست صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس بورس‌ها اشاره نموده است و همچنین به سایر نهادهایی که تصویب آن‌ها بر عهده شورا است و نیز صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس کانون‌ها و نهادهای مالی موضوع قانون را که در حوزه عمل مستقیم شورا نیست.

سایر موادی که تنظیم‌گر چگونگی ایجاد تشکل‌های فعال در بازار سرمایه ایران هستند، به شرح ذیل‌اند:

- ماده ۲۹ قانون بازار اوراق بهادار در باب صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیئت‌مدیره و مدیران، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرسی نهادهای مالی موضوع قانون؛

- ماده ۳۳، ۳۴ و ۳۸ قانون بازار اوراق بهادار در باب شروع به فعالیت برخی نهادهای مالی و چگونگی کناره‌گیری موقت یا دائمی نهادهای مالی از فعالیت؛

- ماده ۵۳ قانون بازار اوراق بهادار در خصوص تکلیف فعالان بازار اوراق بهادار به ایجاد کانون؛

- آیین‌نامه اعطای مجوز و فعالیت کارگزار به‌عنوان یکی از نهادهای مالی موضوع قانون در باب مقررات حاکم بر ایجاد و لغو مجوز کارگزاری؛

- دستورالعمل صدور مجوز تأسیس و فعالیت کارگزار در بورس؛

- دستورالعمل وظایف و اختیارات شرکت بورس اوراق بهادار تهران در خصوص کارگزاری‌های عضو در باب اختیارات بورس در رابطه با ایجاد و فعالیت کارگزاری‌ها؛

- دستورالعمل اجرایی بازسازی سهام به‌انضمام قرارداد بازسازی سهام در خصوص انجام فعالیت‌های بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران، از جمله شرایط و مراحل اعطای مجوز بازارگردانی؛

- دستورالعمل تأسیس صندوق زمین و ساختمان مصوب ۸۸ در خصوص تعیین شرایط لازم برای تأیید ارکان پیشنهادی صندوق و صدور موافقت اصولی تأسیس صندوق توسط سازمان؛

- آیین‌نامه ارائه خدمات مشاوره و سب‌گردانی اوراق بهادار و قرارداد نمونه آن؛



- دستورالعمل صدور مجوز و فعالیت مشاور پذیرش و ضوابط استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار؛

- مصوبه الزام به استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار؛
شرایط اعطای مجوز و شرایط تعلیق و لغو مجوز فعالیت از جمله موارد مندرج در آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اخیر است.

۵-۱-۱-۲. قواعد ناظر بر ایجاد ابزارهای مالی

علاوه بر وضع مقرراتی به منظور ایجاد تشکلهای فعال در بازار مالی ایران، ایجاد و توسعه ابزارهای مالی نیز موضوع دیگر مقررات‌گذاری نهاد تنظیم بازار است. در این خصوص، به قوانین و مقرراتی اشاره می‌شود که به منظور تعیین انواع ابزارهای مالی و نیز چگونگی ورود آنها به بازارهای مالی وضع شده‌اند:

- بند ۴ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار؛
- ماده ۶ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار؛
- مصوبه ابزار مالی اوراق اجاره مصوب شورای عالی بورس؛
- مصوبه ابزار مالی قراردادهای آتی و مقررات مربوط به معاملات قراردادی مصوب شورای عالی بورس؛

- قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب مجلس شورای اسلامی.

۵-۱-۲. قوانین و مقررات ناظر بر عملیات بازار

مجموعه این قوانین و مقررات نیز در حوزه جزئی‌تر، یعنی قوانین و مقررات ناظر بر پذیره‌نویسی و عرضه سهام و قواعد ناظر بر انجام معاملات قابل بررسی است.

۵-۱-۲-۱. قواعد ناظر بر پذیره‌نویسی و عرضه سهام

بندهای ۲۶ و ۲۷ و ۲۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار به تعریف اصطلاحات عرضه عمومی و عرضه خصوصی و پذیره‌نویسی پرداخته‌اند.

سپس مواد بعدی قانون بازار اوراق بهادار و نیز سایر مقررات و دستورالعمل‌های موجود به شرح ذیل، قواعد مربوط به پذیره‌نویسی را تنظیم کرده‌اند و اختیار تنظیم این قواعد را بر عهده شورای عالی بورس و نیز هیئت‌مدیره سازمان بورس نهاده‌اند.



- بندهای ۱۳ و ۱۴ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار در باب مسئول دانستن شورای عالی بورس جهت اعطای مجوز به بورس به منظور عرضه اوراق بهادار؛
 - بند ۴ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار در باب وظیفه هیئت‌مدیره سازمان بورس به ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار و نظارت بر آن؛
 - مواد ۲۰ تا ۲۵ قانون بازار اوراق بهادار در باب تعیین ضوابط ناظر بر عرضه، ثبت و پذیره‌نویسی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه.
 - دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران در خصوص شرایط پذیرش اوراق بهادار در بازارهای اول و دوم پذیرش سهام عادی پذیرش اوراق مشارکت تعلیق و لغو پذیرش اوراق بهادار؛
 - دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار در باب شرایط ثبت اوراق بهادار و عرضه عمومی آن؛

- مصوبه هیئت‌مدیره سازمان بورس در خصوص عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه؛

- مصوبه شورای عالی بورس در باب شرایط عرضه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری در بورس یا بازارهای خارج از بورس؛
 - دستورالعمل پذیرش کالاها و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران مربوط به پذیرش اوراق بهادار مبتنی بر کالا؛
 - دستورالعمل پذیرش و عرضه اوراق بهادار در فرابورس ایران در خصوص شرایط پذیرش و عرضه سهام در بازارهای چهارگانه فرابورس

۵-۲-۲. مقررات ناظر بر انجام معاملات در بازار مالی

بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لواحق آن، معاملات را خرید یا فروش اوراق بهادار می‌داند که در بورس پذیرفته شده است. هر معامله در صورتی قطعیت می‌یابد که به تأیید بورس برسد.
 مقررات ناظر بر معاملات شامل مقررات مربوط به ساعات و روزهای انجام معامله، طریقه انجام معاملات، حدود و شیوه عملیات کارگزاران، قیمت معاملات اوراق بهادار،



میزان اطلاعاتی که در زمان معامله باید انتشار یابد، زمان انجام سفارش خرید و فروش و سایر شرایط معامله است.

- در راستای تنظیم معاملات و قواعد مربوط به آن نیز مقررات ذیل قابل توجه است:
- آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و لوائح آن؛
- مصوبه چارچوب انتقال عملیات و فعالیت‌های اجرایی سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران در خصوص مقررات حاکم بر تالارهای معاملات و عملیات بازار و عملکرد سامانه معاملات؛
- دستورالعمل اجرایی معاملات عمده نوع اول و دوم مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس؛
- دستورالعمل اجرایی سفارشات الکترونیکی اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در خصوص انجام معاملات و سفارش‌های الکترونیکی؛
- مصوبه ضرورت اخذ تأمین در معاملات عمده؛
- ضوابط ایجاد کد مجازی تجمیعی جهت انجام معاملات عمده؛
- دستورالعمل اجرایی توقف نماد معاملاتی اوراق بهادار با هدف تدوین ضوابط و اختیارات سازمان کارگزاران بورس در خصوص توقف نماد معاملاتی.

۶-۲. رویه‌های تنظیمی خاص بازار مالی ایتالیا

قوانین و مقرراتی که در حوزه‌های مختلف مقررات‌گذاری بازارهای مالی ایتالیا هستند، شامل موارد متعددی می‌شوند. از جمله آنان قانون امور مالی ایتالیا مصوب ۱۹۷۴، قانون بازار آتی ایتالیا مصوب ۱۹۹۱، قانون ادغام بانکداری مصوب ۱۹۹۳، قانون ادغام واسطه‌های مالی مصوب ۱۹۹۸، قانون بانکی ایتالیا مصوب ۲۰۰۲، قانون اقدامات ضد رقابت مصوب ۲۰۰۴، قانون سوءاستفاده از بازار مصوب ۲۰۰۵ و نیز دستورالعمل‌های تنظیمی هریک از نهادهای مقررات‌گذار در ایتالیا.

مجموعه این قوانین و مقررات و دستورالعمل‌ها بخش‌های مختلف بازار مالی ایتالیا را بر مبنای مقررات‌گذاری به واسطه اهداف ثابت، شفافیت و رقابت در بازار پول و سرمایه و مقررات‌گذاری توسط مقررات‌گذار واحد در بازار بیمه تنظیم می‌کند. در اینجا با توجه به عملکرد مقامات تنظیم‌گر ایتالیایی در مقررات‌گذاری بازارها بر



فصلنامه علمی - تخصصی / سال سوم، شماره ۷ / پاییز ۱۴۰۳

مبنای اهداف، رویه‌های تنظیمی خاص در راستای تضمین هریک از اهداف فوق‌الذکر، تشریح می‌شود:

رویه‌های تنظیمی خاص در جهت تضمین ثبات توسط Bol:

- تعیین میزان سرمایه قانونی مورد نیاز جهت انجام فعالیت‌های اقتصادی؛
- وضع محدودیت‌های استقرایی؛
- تعیین میزان ریسک نسبت به سرمایه؛
- تعیین محدودیت‌های سرمایه‌گذاری‌های دارایی؛
- وضع قواعد ضد پول‌شویی؛
- تعیین سیستم‌های پرداخت در نظام مالی؛
- تعیین شرایط اجازه معامله در بانک‌های خارجی به واسطه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری.

رویه‌های تنظیمی خاص جهت تضمین شفافیت در بازار توسط Consob:

- تعیین شرایط و رویه‌های پذیرش مداخلات و شیوه‌های تجاری، استثنائات و تعلیق ناشی از آن؛
- تعلیق الزامات و رویه‌های مربوط به پذیرش و تداوم شمول توزیع‌کنندگان در بازار؛
- مقررات‌گذاری انجام خدمات سرمایه‌گذاری؛
- تعیین حداقل سرمایه مورد نیاز برای شرکت‌های مدیریت بازار و متمرکز نمودن شرکت‌های مدیریتی؛
- وضع الزامات مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نظیر ارائه اطلاعات دوره‌ای (تأیید اظهارات مالی، گزارشات شش‌ماهه و سه‌ماهه) و اطلاعات مربوط به وقایع مهم؛
- انجام اقدامات مربوط به مدیریت متمرکز ابزارهای مالی؛
- تعیین ضوابط مربوط به درخواست‌های پس‌انداز عمومی، درخواست‌های سرمایه‌گذاری و خرید عمومی و نیز پیشنهادات معاملاتی؛
- تعیین چگونگی عملکرد شرکت‌های حسابرسی؛



فصل نامه علمی - تخصصی / سال سوم، شماره ۷ / پاییز ۱۴۰۳

- وضع قواعد حاکم بر عدم تبعیض در رابطه بین واسطه‌های مالی و فروشندگان؛
- وضع قواعد مربوط به ارتقای شیوه‌های سرمایه‌گذاری مالی طرفین.
- رویه‌های تنظیمی جهت تضمین رقابت توسط Anti-trust:**
- تعیین حداقل الزامات موردنیاز جهت ورود به بازارهای مالی؛
- تصویب ورود ابزارهای مالی جدید در بازار مالی؛
- وضع قواعدی جهت جلوگیری از ایجاد اختلالات معاملاتی بین واسطه‌هایی که خدمات مشابه ارائه می‌کنند؛
- وضع قواعد مربوط به ایجاد کانال‌های توزیعی جدید و ارائه تولیدات و خدمات مالی مشابه برای واسطه‌های مختلف؛
- وضع قواعدی به منظور جلوگیری از ورود کارآفرینان ناکارآمد در بازار؛
- وضع قواعد جدید مشارکتی در سرمایه‌گذاری (ciocca, ibid: ۹۰۶).
- رویه‌های تنظیمی خاص در بازار بیمه:**
- در بازار بیمه، Isvap با وضع قواعد تنظیمی به شرح ذیل، به‌عنوان مقررات‌گذار واحد عمل می‌کند:
- چگونگی پذیرش، ثبت و صدور گواهی فعالیت شرکت‌های بیمه؛
- کنترل شعب و نمایندگی‌ها؛
- ارائه گزارشات مالی و فنی؛
- روش مدیریت منابع مالی خارج از بازار بیمه؛
- تعیین حداقل سرمایه موردنیاز برای ثبت شرکت بیمه؛
- تجویز و تعیین مقررات نحوه وضع ذخایر فنی؛
- تعیین ودایع و وجوه تضمین.

۶. قواعد ناظر بر ضمانت اجرا در بازارهای مالی

پس از مقررات‌گذاری نهادهای ذی‌صلاح در حوزه‌های مختلف ایجاد و توسعه بازار، معاملات بازار و فعالیت نهادهای مالی، در صورت عدم رعایت این مقررات، موضوع ضمانت



اجرا قابل طرح است. بدیهی است شرایط نابهنجار و پیدایش سوءاستفاده‌ها و اختلالات ضرورت بهره‌برداری از مقررات نظارتی و حمایتی را به‌طور اجتناب‌ناپذیری تشدید کرده است. در شرایط کنونی، قوانین ناظر بر کشف و شناسایی انواع جرایم و تعیین مجازات متناسب برای آن‌ها زمینه لازم در جهت کنترل بیشتر را فراهم کرده است.

۱-۶. قواعد ناظر بر ضمانت اجرا در بازار مالی ایران

در ایران، ضمانت اجرای موجود در بازارهای مالی بسته به اینکه خودداری یا عدم انجام مقرره حاکم بر هر مرحله عنوان تخلف، اختلاف یا جرم داشته باشد، متفاوت است. لذا در ابتدا ضروری است انواع تخلفاتی که در حوزه بازارهای مالی شناسایی شده است، تبیین شود و سپس قواعد حاکم بر ضمانت اجرای این تخلفات مشخص گردد. انواع مختلف تخلفات در بازارهای مالی طبق مواد مختلف قانونی بدین شرح است:

تخلفات مندرج در ماده ۱۱ آیین‌نامه رسیدگی به تخلفات کارگزاری:

- عدم انجام تشریفات مربوط به انتقال سهام معامله‌شده در مدت ۷ روز پس از انجام معامله؛

- عدم توجه به دستورات اداری سازمان بورس؛

- عدم رعایت اولویت سفارشات خرید و فروش مشتریان به ترتیب تاریخ؛

- عدم پرداخت دیون ناشی از معاملات پس از سپری شدن مهلت مقرر؛

- معرفی خود به‌عنوان نماینده سازمان جز در موارد مشخص شده از طریق

هیئت‌مدیره سازمان بورس؛

- عدم تقبل مسئولیت کارگزاری؛

تخلفات مندرج در دستورالعمل موضوع ماده ۱۸ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار

اوراق بهادار:

- تأخیر در اجرای قوانین و مقررات یا عدم رعایت مهلت‌های مقرر در خصوص انجام

وظایف و مسئولیت‌ها؛

- نقض، عدم رعایت یا عدم اجرای قوانین و مقررات یا عدم رعایت مواد اساسنامه؛

- اجرا یا عدم اجرای آن دسته از تصمیماتی که طبق قوانین و مقررات، نیاز به تأیید،



تصویب، موافقت یا هماهنگی با سازمان دارد.

تخلفات مندرج در دستورالعمل انضباطی ناشران:

- تاخیر در افشای اطلاعات؛
- افشا و درج اطلاعات مربوط به زمان، تاریخ و محل تشکیل معاملات؛
- عدم تطبیق عملیات ناشر با موضوع فعالیت آن؛
- عدم رعایت الزامات مربوط به انجام اقدامات شرکتی؛
- تصویب تغییرات اساسنامه بدون کسب مجوز از سازمان؛

جرایم مندرج در قانون بازار اوراق بهادار:

این جرایم در چند دسته قابل تقسیم‌بندی است:

- ۱- جرایم مربوط به اشخاص دارای اطلاعات محرمانه؛
- ۲- جرایم مربوط به کارگزار، کارگزار/معامله‌گر، بازارگردان و مشاور سرمایه‌گذاری؛
- ۳- جرایم مربوط به سایر اشخاص.

جرایم دسته اول، خود دربردارنده این موارد است:

- استفاده از اطلاعات محرمانه به‌ضرر دیگران یا به‌نفع خود قبل از انتشار عمومی؛
- افشای اطلاعات در غیر موارد مقرر در قانون؛
- معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی.

جرایم قسم دوم نیز شامل این موارد است:

- افشای اسرار اشخاصی که برحسب وظیفه از آن مطلع شده یا در اختیار وی قرار دارد؛

- استفاده از اوراق بهادار و جوهی که برای انجام معامله به فرد سپرده شده برخلاف مقررات و به‌نفع خود.

جرایم مربوط به سایر اشخاص نیز شامل مواردی است، نظیر:

- اقدامات شخص منتهی به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار؛
- ارائه اطلاعات خلاف واقع یا مستندات جعلی به سازمان، یا بورس؛
- خودداری فرد از ارائه تمام یا قسمتی از اطلاعات یا مدارک مهم به سازمان بورس



که به موجب قانون مکلف به این کار است؛
- سوءاستفاده شخص عالماً و عامداً از هرگونه اطلاعات، اسناد و مدارک یا گزارشات
خلاف واقع مربوط به اوراق بهادار به هر نحو.

**۶-۱-۱. قواعد ناظر بر ضمانت اجرای تخلفات
مجازات‌های مندرج در آیین‌نامه رسیدگی به تخلفات کارگزاری مصوب
شورای بورس:**

- تذکر کتبی بدون درج در پرونده کارگزار؛
- اخطار کتبی و درج آن در پرونده کارگزار؛
- تعلیق برای مدت معین و لغو پروانه کارگزاری.
**مجازات‌های مندرج در دستورالعمل موضوع ماده ۱۸ آیین‌نامه اجرایی قانون
بازار اوراق بهادار:**

- اخطار کتبی با درج در پرونده؛
- توبیخ کتبی با درج در پرونده؛
- تعلیق صلاحیت از سمت به مدت شش ماه، یا یک سال یا دو سال؛
- سلب صلاحیت.

مجازات‌های مندرج در دستورالعمل انضباطی ناشران:
- تذکر کتبی، اخطار کتبی به ناشر و مدیران ارشد آن و به سهامدار و سهامداران
عمده ناشر با درج در پرونده؛
- توقیف موقت معاملات اوراق بهادار ناشر در بورس؛
- تعلیق یا لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر در بورس؛
- اعلام عمومی آرای انضباطی صادره.

۶-۱-۲. قواعد ناظر بر ضمانت اجرای جرایم
در خصوص جرایم ارتكابی در بازار سرمایه نیز مجازات‌های پیش‌بینی شده بدین شرح
است:

منطبق با مقررات مندرج در مواد ۴۶ تا ۵۰ قانون بازار اوراق بهادار:



- سه ماه تا یک سال حبس تعزیری یا جزای نقدی معادل ۲ تا ۵ برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل‌شده یا هر دو مجازات؛
- مجازات‌های مقرر در قانون مجازات اسلامی؛
- حبس تعزیری از یک ماه تا شش ماه یا جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل‌شده یا هر دو مجازات.

۳-۱-۶. قواعد ناظر بر اختلافات

- ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار در خصوص رسیدگی به اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار / معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آن‌ها در صورت عدم سازش در کانون‌ها توسط هیئت داور؛

- مصوبه محول شدن وظایف و مسئولیت‌ها در خصوص ایجاد سازش در اختلافات به‌وجودآمده بین فعالان بازار اوراق بهادار به کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار؛
- مصوبه در خصوص مرجع حل اختلافات فعالان بازار اوراق بهادار فاقد کانون مربوطه؛
- دستورالعمل کمیته سازش کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس حاوی شرایط رسیدگی کمیته سازش؛
- ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار در خصوص تعیین هیئت داور به‌عنوان یکی از نهادهای رسیدگی‌کننده به اختلافات.

۳-۲-۶. قواعد ناظر بر ضمانت اجراها در بازار مالی ایتالیا

- در بازارهای مالی ایتالیا، طبق اهداف تعریف‌شده در فرایند تنظیم و مقررات‌گذاری بازارها و منطبق با مجموعه قوانین مالی این کشور، تخلفات و جرایم مطرح بدین شرح است:
- تخلفات و جرایم در حوزه ثبات بازارهای مالی:**
- ائتلاف یا تبانی با گروه‌های ذی‌نفع به‌منظور دستکاری قیمت‌ها در بازار مالی؛
- استفاده نامحدود از معاملات اعتباری؛
- انجام فعالیت‌های غیراساسنامه‌ای؛
- تخلفات در فروش استقراضی؛



- دستکاری بازار؛

- صدور صورت‌های مالی یا اعلامیه‌های جعلی؛

- انجام خرید و فروش‌های متعدد به منظور اخذ حق‌العمل اضافی؛

- جعل و سوءاستفاده از اخبار و اطلاعات شرکت‌ها؛

- توصیه معامله بدون آگاهی از ارقام مالی شرکت؛

- تغییر خط‌مشی بدون جلب موافقت سهامداران؛

- مبادرت به عملیات مخدوش؛

- اتکا به استشهاد و نظریه‌های مشتریان؛

تخلفات و جرایم در حوزه شفافیت بازارهای مالی:

- سوءاستفاده از اطلاعات محرمانه برای معامله سهام؛

- افشای اطلاعات محرمانه به نفع دیگر طرف‌های معاملات؛

- نشر و پخش اطلاعات نابه‌هنگام یا خودداری از ارائه اطلاعات؛

- عدم تأیید صورت‌های حسابرسی؛

- معاملات اشخاص دارای دسترسی به اطلاعات اثرگذار بر سطح قیمت‌ها؛

- پنهان‌کاری و عدم افشای معاملات انجام‌شده؛

- ایجاد حساب‌های غیرواقعی، صوری و جعلی؛

- تهیه اظهارنامه‌های جعلی و گمراه‌کننده؛

تخلفات و جرایم در حوزه رقابت در بازارهای مالی؛

- اتخاذ رویه‌های ضدرقابتی؛

- پیش‌فروش سهام یا فروش سهام استقراری؛

- قبضه کردن بازار (احتکار سهام)؛

- بالا بردن حجم اوراق استقراری.

تخلفات و جرایم در بازار بیمه:

- صدور بیمه (تعیین نرخ) بر اساس جریان نقدینگی؛

- رشد سریع حق بیمه؛



- عدم ارائه گزارشات مالی و فنی؛
- نداشتن منابع مالی خارج از شرکت؛
- تأخیر در پرداخت خسارت؛
- عدم تأمین حداقل سرمایه موردنیاز برای تأسیس شرکت و ارائه گزارش خلاف واقع.

- به تناسب تخلفات و جرایم برشمرده، در هریک از حوزه‌های مقررات‌گذاری در بازار مالی ایتالیا مجازات‌های پیش‌بینی شده نیز بدین شرح است:
- توقیف یا ممنوعیت فعالیت در بازار مالی؛
 - ممنوعیت سرمایه‌گذاری در سهام منتشره توسط شرکت؛
 - فسخ توافقات متضمن رویه‌های ضدرقابتی؛
 - عزل مدیران شرکت‌های بیمه‌ای؛
 - دستور به واگذاری سهام یا سرمایه‌بنگاه‌های متخلف؛
 - دستور به شرکت‌های سرمایه‌گذاری به عدم فعالیت در یک زمینه یا منطقه خاص؛
 - وضع محدودیت‌های معاملاتی بر بازار و فعالان آن؛
 - جریمه ۱ تا ۵ سال حبس و مبلغ ۲۵ میلیون تا یک میلیارد لیر در موارد پخش و نشر مسائل گمراه‌کننده و اظهارات منجر به تأثیرگذاری در قیمت؛
 - محدودیت ایجاد بدهی و استفاده از اشخاص غیر عضو شرکت در هیئت‌مدیره.

۷. نتیجه‌گیری

ایجاد فضای اطمینان‌بخش در بازارهای مالی در سایه مقررات تنظیمی و نظارتی امکان‌پذیر می‌شود. روند تدوین مقررات در بازارهای مالی پیشرفته حاکی از افزایش و گسترش مقررات تنظیمی است. بخش عمده‌ای از این مقررات به اقدامات کنترلی و پیشگیرانه در بازار مالی اختصاص دارد. در حال حاضر، در اغلب کشورها، تنظیم‌کنندگان مقررات توسط دولت انتخاب می‌شوند و در مواردی نیز بودجه لازم توسط دولت تخصیص داده و کنترل می‌شود. در بسیاری از حالات، اصولاً مرزبندی



بین دولت یا حتی نهاد قانون‌گذار و نهاد تنظیم مقررات بسیار دشوار است؛ لیکن آنچه بسیار حائز اهمیت است، حرکت به سمت شکل‌دهی یک نهاد مستقل و نیز ذی‌نفع در مبادلات بازار است. تنها یک نهاد مستقل قادر خواهد بود بازاری هدفمند و شفاف ایجاد کند. رسیدگی به چنین استقلالی بستگی به اعتبار و قدرت نهاد تنظیم‌کننده مقررات دارد. قاعدتاً باید این نکته روشن باشد که استقلال نهاد به مفهوم منفک شدن از قوانین حاکم بر کشور نیست؛ چراکه سازمان‌های تنظیم مقررات در مقابل دولت و مجلس مسئول هستند.

منابع

- کدخدایی، حسین (۱۳۷۴). نیازهای مقرراتی بازار سرمایه ایران، تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۵ و ۶، صص ۴۷-۲۷؛
- میرجلیلی، سیدحسین (۱۳۸۴). تحولات و ساختار بخش مالی در اقتصاد جمهوری اسلامی ایران، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق، شماره ۲۵، صص ۳۵-۷؛
- والی‌نژاد، مرتضی (۱۳۸۱). نگاهی به مفهوم واژه بازار در ادبیات اقتصادی و کارکرد بازارهای مالی و بورس، نامه اتاق بازرگانی، شماره ۷، صص ۴۱-۳۸؛
- هادیان، ابراهیم و لیلیا ترکی (۱۳۸۲). توسعه بازارهای مالی و اثر آن بر رشد اقتصادی، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال پانزدهم، شماره ۳؛
- Angelini, P. The Effects Of Regulatory Reform On Ompetition In The Banking Industry, Journal Of Money, Credit And Banking, Pp. ۲۳۷-۲۲۱;
- Bernet, Beat (۲۰۰۵), Towards An Economic Analysis Of Financial Markets Regulation, Swiss Society For Financial Market Research, Pp ۳۲۲-۳۱۳;
- Ciocca, D (۱۹۹۸). Competition And Mergers In The Italian Financial System”, BIS Review, No ۹۹. Pp. ۹۱۱-۸۹۱;
- Dale, R. (۲۰۰۱). Reorganizing The Regulation Industry, Financial Regulation Report, N۲. Pp. ۱۰۴-۷۸;



-Guiso,L(۲۰۰۳). The Italian Financial System: Trends And Perspectives, Law & Economic Research Department Journal, Pp. ۴۴-۱;

-Konig, Anja, Andrew Taylor And Tony Balance (۲۰۰۳) Infrastructure Regulation: Private Participation In Infrastructure, Technische Zusammenarbeit (GTZ) Gmbh Working Paper No. ۱۰, Pp ۵-۳;

-Spulber, D. (۱۹۸۸) Regulation And Markets, Cambridge, MIT Press, Chapter ۱.

