

# بازار سرمایه، ضرورت اصلاح و بهبود فضای کسب و کار

دکتر علی رحمانی

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۸/۵/۲

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۸۸/۵/۱۶

## چکیده

نظام‌های مالی به دو گروه بانک محور و بازار محور طبقه‌بندی می‌شوند. در نظام‌های بانک محور، تجهیز پس‌اندازها و تخصیص اعتبارات از طریق بانک انجام می‌شود. در نظام‌های بازار محور، بازار سرمایه با ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور به پس‌اندازکنندگان، منابع لازم جهت فعالیت‌های اقتصادی را تأمین، و به انباشت سرمایه و توسعه اقتصادی کمک می‌کند. این دو نظام در بسیاری از کشورها وجود دارند، ولی وزن آنها در کشورهای مختلف متفاوت است. نظام مالی ایران اگر چه بانک محور است، ولی ایجاد، استقرار و حفظ یک بازار سرمایه کارا، شفاف و سالم یکی از ضرورت‌های اصلاح و بهبود فضای کسب و کار کشور می‌باشد و در مقابل، توسعه، اندازه و عمق بازار سرمایه متأثر از این فضا است. بازار سرمایه ایران در سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و قانون مربوط،

\* استادیار دانشگاه الزهراء (س).

برنامه چهارم توسعه و نیز در سیاست‌های کلی برنامه پنجم مورد توجه جدی قرار گرفته است. کارآمدی این بازار و برآورده کردن انتظارات از آن، مستلزم شناخت تأثیر فضای کسب و کار کشور بر آن و در مقابل اثرگذاری آن بر اصلاح و بهبود فضای کسب و کار می‌باشد. این مقاله با هدف ارائه این شناخت تدوین شده است.

در این مقاله، نخست اهمیت نظام مالی و توسعه مالی بررسی شده است. سپس بازار سرمایه توصیف شده است. عوامل مؤثر بر بازار سرمایه شامل: محیط قانونی، محیط اقتصادی، محیط فرهنگی و اجتماعی، فناوری اطلاعات و ارتباطات، و فناوری پرداخت و تسویه تحلیل و شرایط فعلی ایران و فرصت‌های بهبود در ارتباط با این عوامل بحث و بررسی شده است. در بخش آخر، پیامد یک بازار سرمایه توسعه یافته از لحاظ دسترسی به سرمایه، نقدشوندگی، توزیع ریسک و هزینه سرمایه توصیف، و وضعیت این متغیرها در بازار سرمایه ایران تحلیل شده است.

**واژه‌های کلیدی:** فضای کسب و کار، بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار

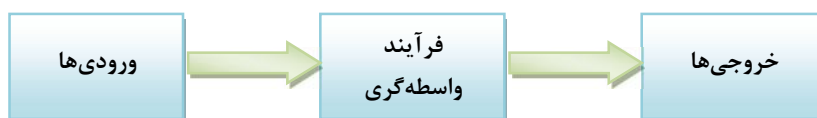
طبقه‌بندی JEL : D53, E02

## ۱. اهمیت نظام مالی

توسعه نظام مالی یک عامل کلیدی رشد اقتصادی است. علی‌رغم پذیرش این موضوع در مباحث اقتصادی، توافق اندکی در مورد چگونگی تعریف و اندازه‌گیری توسعه نظام مالی وجود دارد. طبق تعریفی که در گزارش توسعه مالی مجمع جهانی اقتصاد ارائه شده است، «توسعه مالی، مجموعه عوامل<sup>۱</sup>، خط‌مشی‌ها<sup>۲</sup> و نهادهایی<sup>۳</sup> است که منجر به بازارهای مالی و واسطه‌های مالی اثربخش می‌شود و دسترسی عمیق<sup>۴</sup> و گسترده<sup>۵</sup> به سرمایه و خدمات مالی را فراهم می‌کند.»

توسعه مالی بر اساس عواملی چون اندازه، عمق، دسترسی، کارایی و ثبات سیستم مالی شامل بازارها، واسطه‌ها، دامنه‌های دارایی‌ها، نهادهای و مقررات اندازه‌گیری می‌شود. هرچقدر درجه توسعه مالی بیشتر باشد، وجود خدمات مالی که اجازه تنوع‌بخشی ریسک را می‌دهد گسترده‌تر خواهد بود. طبق این تعریف، توسعه مالی یک فرآیند است که ورودی‌ها، پردازش‌ها و خروجی‌هایی دارد که در نمودار شماره (۱) ارائه شده است.

نمودار (۱) توسعه نظام مالی



- |  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- محیط نهادی</li> <li>- تخصیص کارای سرمایه</li> <li>- تنوع‌بخشی و توزیع ریسک</li> <li>- محیط کسب و کار</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- موجود بودن سرمایه</li> <li>- دسترسی به سرمایه</li> <li>- اندازه و عمق بازار</li> <li>- تنوع دارایی‌های مالی</li> <li>- دسترسی به خدمات مالی</li> </ul> |
|--|---|

<sup>1</sup>- Factors

<sup>2</sup>- Policies

<sup>3</sup>- Institutions

<sup>4</sup>-Deep

<sup>5</sup>-Broad

<sup>6</sup>-Availability

فرآیند واسطه‌گری شامل طیف گسترده‌ای از واسطه‌های مالی از جمله بانک‌ها، مؤسسات مالی غیربانکی، بورس‌ها، فرابورس‌ها و بیمه‌ها می‌باشد که در بازار پول، بازار سرمایه و بازار بیمه فعال می‌باشند.

این سؤال اساسی مطرح است که چرا بازارهای مالی و واسطه‌های مالی وجود دارد؟ تئوری‌های اقتصادی دو دلیل عمده ارائه می‌کنند: هزینه‌های اطلاعات و هزینه‌های معاملات.

بازارها و واسطه‌های مالی می‌توانند وظایف مختلفی را انجام دهند، از جمله

۱- تسهیل معاملات<sup>۱</sup>، پوشش<sup>۲</sup>، تنوع‌بخشی<sup>۳</sup> و تجمیع<sup>۴</sup> ریسک

۲- تخصیص پس‌اندازها و منابع به پروژه‌های سرمایه‌گذاری مناسب

۳- نظارت بر مدیران و ترویج کنترل و راهبری شرکتی

۴- تحرک‌بخشی به پس‌اندازها به نحو کارا

۵- ارائه خدمات بیمه‌ای

۶- تسهیل مبادلات کالاها و خدمات

در همه موارد فوق، بازارها و واسطه‌های مالی موجب کاهش هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی می‌شوند. سؤال دیگر این است که چگونه بازارها و واسطه‌های مالی بر عملکرد و رشد اقتصادی تأثیر می‌گذارند و به‌طور کلی‌تر به رفاه و رونق اقتصادی کمک می‌کنند؟ این کار، عمدتاً از طریق تأثیر بر انباشت سرمایه (نرخ سرمایه‌گذاری) و بر نوآوری‌های فناوری انجام می‌شود. توسعه مالی، بیشتر منجر به تحرک پس‌اندازها و تخصیص آن به پروژه‌های سرمایه‌گذاری با بالاترین بازدهی می‌شود. با تخصیص سرمایه به پروژه‌های سرمایه‌گذاری درست و تشویق راهبری شرکتی سالم، نرخ نوآوری فناوری و رشد بهره‌وری افزایش می‌یابد. در نتیجه، معیارهای مستقیم عملکرد اقتصادی شامل: نرخ رشد اقتصادی، نرخ انباشت سرمایه، نرخ رشد بهره‌وری و نرخ نوآوری فناوری از توسعه مالی متأثر می‌شود.

بازارها و واسطه‌های مالی از روش‌های دیگری که ارتباط مستقیم به رشد اقتصادی ندارد نیز به خانوارها و بنگاه‌ها خدمت می‌کنند. دسترسی مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان به بازارهای مالی و خدمات بانکی و اعتباری می‌تواند فقر را کاهش و اشتغال را افزایش

<sup>1</sup>-Trading

<sup>2</sup>-Hedging

<sup>3</sup>- Diversification

<sup>4</sup>- Pooling

دهد. اهمیت تأمین مالی خرد<sup>۱</sup> را می‌توان از این لحاظ مورد توجه قرار داد. این دسترسی به مصرف‌کنندگان اجازه می‌دهد مصرف خود را طی زمان از طریق سرمایه‌گذاری یا استقراض هموار سازند و رفاه خود را با وجود شوک‌های موقت حقوق و دستمزد و درآمد تثبیت کنند. با کمک به تنوع‌بخشی سرمایه‌گذاری و انتخاب پرتفوی، واسطه‌ها و بازارهای مالی، بازدهی پس‌اندازها را افزایش و از فرصت‌های درآمد و مصرف بالاتر اطمینان می‌دهند.

موجود بودن و دسترسی به سرمایه، بیانگر درجه دسترسی پس‌اندازکنندگان و استفاده‌کنندگان سرمایه به خدمات مالی است. اندازه و عمق یک مسأله سطح کلان و دسترسی یک موضوع خرد است و به صورت لاینفکی به تجهیز و تخصیص سرمایه که محرک رشد اقتصادی است مرتبط هستند. عمق و اندازه، معمولاً برحسب متغیرهای مختلف مالی مانند ارزش بازار سهام یا حجم سپرده‌های بانکی به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شوند.

اندازه سیستم مالی از این لحاظ نیز مهم است که اندازه بزرگتر، باعث توانایی بیشتر آن برای سود بردن از صرفه‌جویی مقیاس می‌شود، زیرا هزینه‌های ثابت در فعالیت‌های واسطه‌گری مالی زیاد است. سیستم مالی بزرگتر به معنی تخصیص بهتر ریسک و افزایش سطح انباشت سرمایه فیزیکی و انسانی است که منجر به نرخ رشد بالاتر می‌شود. معیارهای دسترسی شامل موجود بودن سرمایه مخاطره‌پذیر، دسترسی به بازار سهام، دسترسی به اعتبار و دسترسی به وام می‌باشد.

## ۲. بازار سرمایه

بازار سرمایه شامل بازار سهام، بازار اوراق بدهی و بازار اوراق مشتقه است که به صورت تحت نظارت و یا آزاد فعالیت می‌کنند. بازار سهام به‌طور معناداری اثر مثبتی بر انباشت سرمایه، رشد بهره‌وری و نرخ رشد اقتصادی فعلی و آتی دارد. به‌طور کلی، تئوری اقتصادی بیان می‌کند که بازارهای سهام رشد بلندمدت را از طریق ترویج تخصیص‌گرایی و تحرک پس‌اندازها به روشی کارا تر به سرمایه‌گذاری‌ها، تشویق می‌کنند. شواهد تجربی نشان می‌دهد، در کشورهایی که ثروتمند هستند، بازار سهام در مقایسه با بانک‌ها فعال‌تر و کارا تر

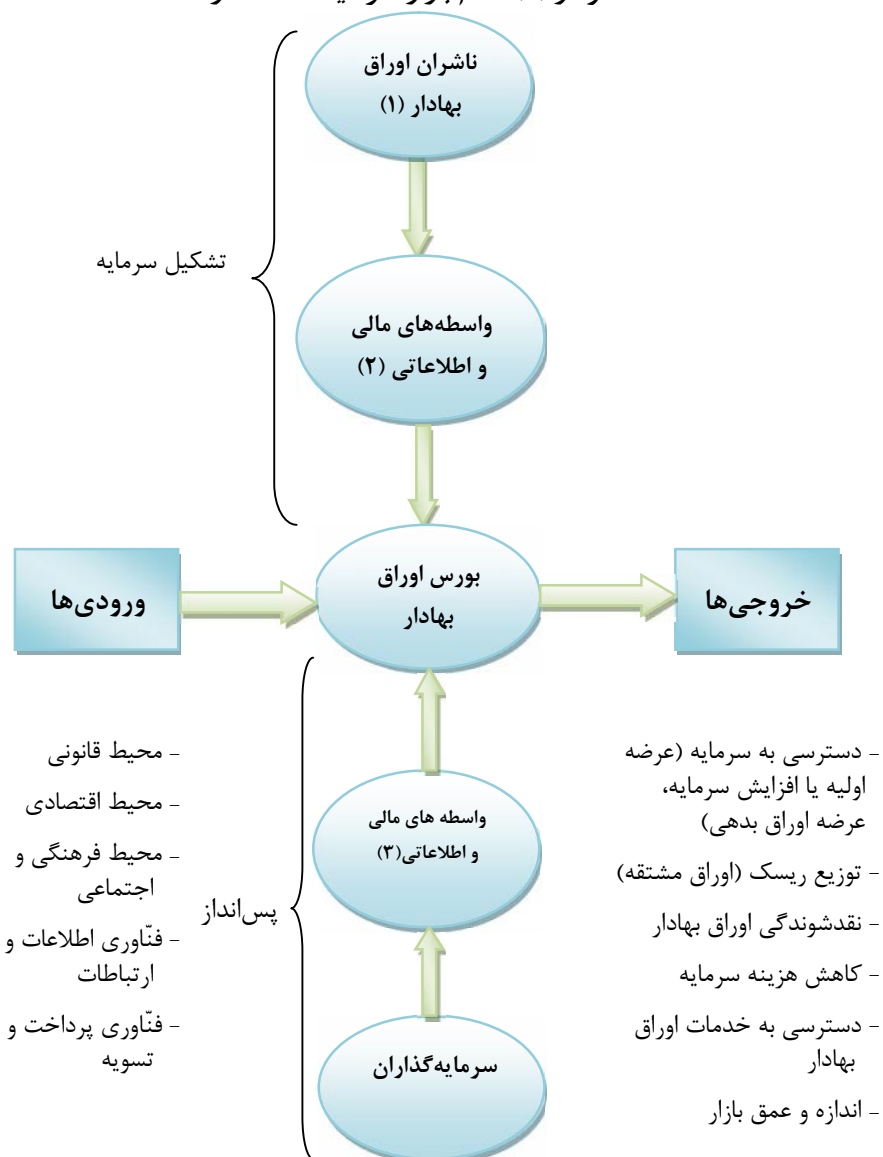
<sup>۱</sup> - Microfinance

است. گسترش بازار اوراق قرضه نیز می‌تواند پیامدهای مهمی برای اقتصاد داشته باشد. بازارهای مشتقه نیز جنبه مهمی از بازار مالی می‌باشند که می‌توانند به نحو قابل توجهی مدیریت ریسک و تنوع‌بخشی ریسک را بهبود بخشند. توسعه بازار مشتقه می‌تواند اطمینان سرمایه‌گذاران بین‌المللی و مؤسسات مالی را برای مشارکت در بازار سرمایه و بازار بدهی افزایش دهد. در اقتصادهای نوظهور، بازارهای مشتقه عمدتاً کوچک هستند. تقویت محیط قانونی و مقرراتی می‌تواند چنین بازارهایی را توسعه دهد که به نوبه خود به فرآیند رشد اقتصادی کمک می‌کند.

در بازار سرمایه ناشران اوراق بهادار اعم از بنگاه‌های اقتصادی، سازمانهای عمومی و دولت، از طریق واسطه‌های مالی، اطلاعاتی و معاملاتی با سرمایه‌گذاران مرتبط می‌شوند. بازار سرمایه شامل سه بخش اساسی بازارها (بورس‌ها، فرابورس‌ها و بازارهای خاص)، نهادها (صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های اوراق بهادار (کارگزاری)، بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه)، مؤسسات رتبه‌بندی و...) و ابزارها (سهام، اوراق بدهی، اوراق مشتقه، سهام طلا و...) می‌باشد. توسعه بازار سرمایه مستلزم توسعه متوازن این سه جز می‌باشد. یک بازار سرمایه توسعه یافته می‌تواند ریسک‌های واقعی اقتصادی را از طریق فراهم کردن امکان‌پذیر شدن سرمایه‌گذاری‌های مناسب و ابزارهای پوششی، و ریسک‌های اطلاعاتی را با افشای کامل و قابل اتکاء اطلاعات کاهش دهد و در نتیجه هزینه سرمایه و هزینه تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی را پایین آورد. از طرفی، سرمایه‌گذاران (پس‌انداز کنندگان) نیز با قبول سطح معینی از ریسک، بازدهی مطلوب را به دست خواهند آورد. اگر بخواهیم بازار سرمایه را توسعه دهیم و کارکرد آن را به‌عنوان یکی از نظام‌های مهم برای توسعه اقتصادی و بهبود کسب و کار فضای کشور بهینه و اثربخش نماییم، ضرورت دارد بر عناصر داخلی و محیطی مؤثر بر آن متمرکز شویم. در نمودار شماره (۲) نظام بازار سرمایه تحت نظارت<sup>۱</sup> که به‌عنوان بازار یا بورس اوراق بهادار شناخته می‌شود، ارائه شده است.

<sup>۱</sup> - Regulated Capital Market

## نمودار (۲) نظام بازار سرمایه تحت نظارت



۱- ناشران شامل بنگاه‌های اقتصادی، سازمان‌های عمومی (شهرداری‌ها و ...) و دولت می‌باشند.

۲- این گروه از واسطه‌ها شامل: شرکت‌های تأمین سرمایه، مؤسسات رتبه‌بندی سهام، رتبه‌بندی اوراق قرضه و تحلیلگران سمت فروش<sup>۱</sup> می‌باشند.

۳- این گروه شامل مشاوران سرمایه‌گذاری، شرکت‌های کارگزاری و تحلیلگران مالی سمت خرید<sup>۲</sup> یا مستقل می‌باشند.

<sup>۱</sup> - Sell - Side

<sup>۲</sup> - buy - side

در بخش‌های بعدی عوامل مؤثر بر بازار سرمایه و پیامدهای توسعه آن بحث و بررسی می‌شود.

### ۳. عوامل مؤثر بر بازار سرمایه

#### ۳-۱. محیط قانونی

محیط قانونی بازار سرمایه شامل چهار جزء است:

- قانون و ساختار نظارتی
- حمایت از سرمایه‌گذاران
- استانداردها و مقررات حسابداری
- حسابرسی

#### ۳-۱-۱. قانون و ساختار نظارتی

تصویب قانون بازار اوراق بهادار (قبا) در سال ۱۳۸۴، نقطه عطفی در جهت بهبود فضای بازار سرمایه است. براساس این قانون، بازار سرمایه از بازار پول تفکیک و زیر نظر مستقیم وزیر امور اقتصادی و دارایی، به عنوان رئیس شورای عالی بورس و اوراق بهادار فعالیت می‌کند. شورای عالی مسئول سیاست‌گذاری و نظارت عالی، و سازمان بورس و اوراق بهادار نیز، مقام ناظر بازار سرمایه ایران می‌باشد. این قانون همچنین، اجازه تأسیس نهادهای مالی و نیز ایجاد ابزارهای مالی جدید را فراهم می‌کند.

قلمرو و دامنه نظارت نیز، طبق قانون جدید، بسیار گسترده می‌باشد. تدوین آیین‌نامه‌های لازم برای اجرای قانون، صدور، تعلیق و لغو مجوز بورس‌ها، نهادهای مالی و کانون‌ها، ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی، بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات ناشران ثبت شده و همکاری و هماهنگی با مراجع حسابداری و تدوین استانداردها از اختیارات مقام ناظر است. همچنین طبق ماده ۱۹ قبا، با مجوز دادستانی کل کشور، اطلاعات مورد نیاز در چارچوب قانون از سازمانها و شرکت‌های دولتی و اشخاص حقیقی یا حقوقی غیردولتی قابل مطالبه است. طبق ماده ۲۹ قبا، صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیئت مدیره و مدیران، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های



ویژه حسابرسی نهادهای مالی موضوع قانون باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار برسد. بنابراین قوانین و مقررات مربوط به ساختار نظارتی از قدرت و استحکام خوبی برخوردار است و نحوه اجرای آن تعیین خواهد کرد که چقدر این قانون در بهبود محیط قانونی بازار سرمایه کارساز است. اگرچه قضاوت در مورد اجرای قانون زود است ولی علی‌رغم اقدامات زیادی که انجام شده، بخش‌های زیادی از قانون، به دلیل فراهم نبودن شرایط یا فقدان فناوری و مقررات مکمل و یا نبود متقاضی، تاکنون اجرایی نشده است. عضویت سازمان بورس و اوراق بهادار در سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)<sup>۱</sup> می‌تواند به بهبود مقررات بازار سرمایه کشور و مدل‌های نظارتی سازمان بورس کمک کند. همچنین بسیاری از کشورها همکاری با بازار سرمایه ایران را منوط به عضویت در آن سازمان نموده‌اند و بنابر این یکی از اولویت‌های سازمان بورس می‌تواند عضویت در سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار باشد.

### ۳-۱-۲. حمایت از سرمایه‌گذاران

این سؤال مطرح است که چه عواملی باعث توسعه سرمایه‌گذاری در سهام و کاهش تمرکز مالکیت می‌شود؟ براساس شواهد تجربی، حمایت از سرمایه‌گذاران موجب می‌شود که افراد بیشتری پس‌اندازهای خود را وارد بازار سرمایه کنند. براساس گزارش بانک جهانی، رتبه ایران در حمایت از سرمایه‌گذاران در بین ۱۷۸ کشور، ۱۵۸ می‌باشد. طبق این گزارش، نیوزلند، سنگاپور، هنگ‌کنگ و مالزی به ترتیب رتبه‌های ۱ تا ۴ را به خود اختصاص داده‌اند. شاخص‌هایی که بانک جهانی برای حمایت از سرمایه‌گذاران تعریف کرده است و امتیاز ایران در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

#### جدول (۱) شاخص‌های حمایت از سرمایه‌گذاران

شاخص	رتبه ایران	MENA <sup>(۱)</sup>	OECD <sup>(۲)</sup>
میزان افشا	۵	۵/۹	۶/۴
مسئولیت مدیران	۴	۴/۸	۵/۱
سهولت پیگیری قضایی توسط سهامداران	۰	۳/۶	۶/۵

۱- خاورمیانه و شمال آفریقا ۲- کشورهای سازمان همکاری اقتصادی و توسعه

1-International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

سازمان بورس و اوراق بهادار، تلاش‌های گسترده‌ای در زمینه بهبود افشا به عمل آورده است و نتایج خوبی نیز حاصل شده است که به نظر می‌رسد به دلیل ضعف اطلاع‌رسانی و ارتباطات بین‌المللی و عدم انعکاس به مراجع مربوط، در ارزیابی رتبه ایران منظور نشده باشد. به هر حال، اصلاحاتی که در دیگر کشورها به عمل آمده است، می‌تواند به‌عنوان الگو و نمونه مورد استفاده قرار گیرد.

مکزیگ با تدوین قانون جدید بازار اوراق بهادار، پوشش حمایتی خوبی را برای سرمایه‌گذاری فراهم کرده است. نقاط قوت این قانون به شرح زیر است:

- افشای گسترده معاملات با اشخاص وابسته

- وضع تعهدات صریح برای هیئت مدیره و مدیران شرکت

- سهولت دسترسی به محاکم در مواردی که سرمایه‌گذاران خسارت می‌بینند.

حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران در بلغارستان از سال ۲۰۰۲، روند رشد اخراج شرکت‌ها از بورس را متوقف کرد و منجر به افزایش ارزش شرکت‌ها گردید.

در گرجستان معاملات با «اشخاص وابسته» باید به تصویب مجمع یا هیئت نظارت برسد. علاوه بر این، شرکت ملزم است فوراً کمیسیون اوراق بهادار را از معامله با اشخاص وابسته مطلع گرداند و جزییات معامله، شرایط آن و هرگونه تضاد منافع را در وبگاه خودش یا در وبگاه بورس اوراق بهادار گرجستان منتشر کند. این اطلاعات همچنین باید در گزارش سالانه منظور شود. اصلاحات گرجستان همچنین به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا از مدیران، در مقابل اقداماتی که سبب ضرر و زیان شده است شکایت کنند. سرمایه‌گذار برای دریافت خسارت، کافی است ثابت کند معامله می‌توانست با شرایط و وضعیت بهتری انجام شود.

موزامبیک، قانون تجارت جدیدی را تصویب کرده است که جایگزین قانون سال ۱۸۸۸ می‌شود. در قانون جدید، پیگیری بدکرداری مدیران و سهامداران کنترل‌کننده به چهار روش، ساده‌تر شده است. اول، اجازه دعاوی مشتقه را می‌دهد، دعاوی که سهامداران اقلیت می‌توانند در مقابل مدیران به نام شرکت اقامه کنند. دوم، لیست تفضیلی از وظایف مدیران در ارتباط با شرکت ارائه شده است. سوم، قانون مسئولیت‌های مشخص برای سهامداران کنترل‌کننده تعیین کرده است. از جمله اخذ تصویب هیئت مدیره برای تصمیماتی که ممکن است به شرکت صدمه بزند. این رهنمودها برای سهامداران کنترل‌کننده در دنیا بی‌نظیر است. در نهایت، قانون جدید حق بررسی مدارک شرکت را به سرمایه‌گذاران

می‌دهد. اگر مدیران مانع شوند، سرمایه‌گذاران می‌توانند از بازرسان دولتی، تقاضای بررسی مدارک را نمایند. این اصلاحات نمره موزامبیک را در شاخص میزان مسئولیت مدیران از ۲ به ۴ و در شاخص سهولت پیگیری حقوق توسط سهامداران از ۶ به ۹ افزایش داده است. یک وکیل موزامبیک می‌گوید، هر چقدر اطلاعات بیشتر باشد، شانس پیروزی در دادگاه بیشتر می‌شود.

حمایت از سرمایه‌گذاران، نقطه شروع اصلاحات برای بسیاری از کشورها می‌باشد. کشورهای کمتر توسعه یافته بهتر است شروع کسب و کارها را تسهیل، ثبت مالکیت را ساده و قانون وثایق<sup>۱</sup> را تقویت کنند. بسیاری از کشورها مسیر را اشتباه رفته‌اند. مثلاً در موزامبیک، بورس ماپتو در سال ۱۹۹۹ تأسیس شد قبل از اینکه در قوانین معاملات، سرمایه‌گذاری و تجارت اصلاحات لازم به عمل آید. در نتیجه فقط یک شرکت داخلی، یک شرکت بین‌المللی، و پنج اوراق قرضه، در آن فهرست شده است. وقتی کشوری پایه‌ها و زیرساخت‌ها را دارد، می‌تواند از سرمایه‌گذاران حمایت کند. هنگ‌کنگ ستاره اصلاح‌گران بوده است.

برخی اصلاحات اثربخش عبارت است از:

- بازکردن فعالیت‌های شرکت برای مذاقه سرمایه‌گذاران
- الزام به تصویب معاملات با اشخاص وابسته توسط سهامداران غیر ذی‌نفع
- دادگاه‌های قوی برای رسیدگی به شکایات سرمایه‌گذاران
- شفافیت معاملات شرکت‌ها
- استفاده از اینترنت برای توزیع اطلاعات مالی و مالکیت
- مالزی و تایلند، سخت‌ترین قواعد افشای اطلاعات را دارند و افشاهای برخه<sup>۲</sup> زیادی را در مورد معاملات با اشخاص وابسته قبل از اینکه مجمع تشکیل شود، الزامی کرده‌اند.
- سایر مقررات حمایت از سرمایه‌گذاران شامل موارد زیر می‌باشد:
  - انتخاب هیئت مدیره
  - افشا حقوق و مزایای مدیران
  - مقررات تصاحب شرکت‌ها
  - حقوق سهامداران اقلیت و جزء

<sup>۱</sup>- Collateral

<sup>۲</sup>- Online

در واقع دو نوع حمایت برای سرمایه‌گذاران وجود دارد:

#### ۱. افشاء اطلاعات

۲. الزامات تصویب معاملات با اشخاص وابسته و حق اقدام قانونی برای سهامداران

#### اقلیت

کشورهایی که هر دو حمایت را داشته‌اند، بازار سهام فعال‌تر، صرف بلوک سهام (تفاوت قیمت رایج سهام و قیمت معاملات عمده سهام) کوچک‌تر و نرخ بالاتر پذیرش‌های جدید را داشته‌اند. رابطه مستقیمی بین میزان حمایت سرمایه‌گذاران و ارزش بازار سهام به GDP و نیز تعداد شرکت‌های فهرست شده جدید وجود دارد.

بررسی وضعیت ایران نشان می‌دهد که ضعف‌های عمده‌ای از لحاظ حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران وجود دارد. طی دو سال گذشته، بیش از ۸۰ شرکت از بورس اوراق بهادار تهران اخراج شده‌اند. معاملات با اشخاص وابسته و خروج دارایی‌ها و سود به ضرر سهامداران اقلیت، یکی از دلایل زیان‌دهی و اخراج شرکت‌ها از بورس بوده است. شفاف نبودن حقوق و مزایای مستقیم و غیرمستقیم مدیران، عدم مسئولیت قانونی مدیران و سهامداران کنترل‌کننده و مشکلات پیگیری حقوقی و اقامه دعوی، سهامداران اقلیت را بسیار آسیب‌پذیر نموده است. این ضعف بزرگی است که با تدوین قانون حمایت از سرمایه‌گذاران، ایجاد صندوق جبران خسارت سرمایه‌گذاران، وضع مقررات تصاحب<sup>۱</sup>، وضع مقررات راهبری شرکتی و تعریف مسئولیت‌های مدیران و سهامداران کنترل‌کننده و رویه‌های کاهش تضاد منافع میسر است. در بررسی لایحه قانون تجارت که در حال حاضر در کمیسیون اقتصادی مجلس شورای اسلامی در دست بررسی است، باید به این موارد توجه ویژه‌ای صورت گیرد. این اصلاحات باعث بهبود رتبه ایران در حمایت از سرمایه‌گذاران خواهد شد.

اگر عموم مردم که به عنوان سهامداران اقلیت و خرد وارد بازار سرمایه می‌شوند، مورد حمایت قرار نگیرند، بازار سرمایه نخواهد توانست به نحو مؤثر تجهیز سرمایه نماید و دسترسی به سرمایه برای ناشران و نقدشوندگی اوراق بهادار با چالش جدی مواجه خواهد شد.

<sup>۱</sup> - Takeover

### ۳-۱-۳. استانداردها و مقررات حسابداری و حسابرسی

کیفیت استانداردهای حسابداری و حسابرسی بر شفافیت اطلاعاتی، اعتماد سرمایه‌گذاران و هزینه سرمایه تأثیر دارد. تقریباً بخش عمده کشورهای جهان، از استانداردهای حسابداری بین‌المللی استفاده می‌کنند یا برنامه‌ای برای پذیرش آن ارائه کرده‌اند. حتی در آمریکا، که مقاومت زیادی در مورد پذیرش استانداردهای بین‌المللی وجود داشت، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آن کشور، به ناشران خارجی که عرضه خصوصی دارند، اجازه تهیه اطلاعات مالی با استانداردهای بین‌المللی را داده است و هیئت استانداردهای حسابداری مالی آن کشور اعلام کرده است که تا سال ۲۰۱۴ همگرایی کامل با استانداردهای بین‌المللی صورت خواهد گرفت.

در ایران، مسئولیت تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی با سازمان حسابرسی می‌باشد که زیرمجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی است. اگر چه این سازمان از استانداردهای بین‌المللی به عنوان الگو در تدوین استانداردهای ملی بهره می‌گیرد، ولی برنامه مشخصی برای همگرایی وجود ندارد. فقدان استانداردهای حسابداری در زمینه ابزارهای مالی، طرح‌های بازنشستگی با مزایای معین (در دفاتر کارفرمایان)، سود هر سهم، و استاندارد صنایع استخراجی و معادن، چالش‌های جدی برای بازار سرمایه ایجاد کرده است. سازمان بورس و اوراق بهادار و نیز بورس اوراق بهادار تهران بارها پشتیبانی خود را از تلاش‌هایی که در جهت همگرایی با استانداردهای بین‌المللی صورت گیرد، اعلام نموده‌اند. طبق ماده ۴۲ قانون بازار اوراق بهادار، ناشران اوراق بهادار موظف هستند که صورت‌های مالی را طبق مقررات، استانداردهای حسابداری و گزارش‌دهی و آیین‌نامه و دستورالعمل‌های اجرایی که توسط سازمان بورس ابلاغ می‌شود، تهیه کنند. از این لحاظ سازمان بورس، اختیارات قانونی کافی برای ترویج استانداردهای بین‌المللی را دارد. اهمیت این همگرایی از این لحاظ است که شرکت‌های ایرانی که برای جذب سرمایه خارجی تمایل به ورود به بورس‌های خارجی دارند، ملزم می‌شوند صورت‌های مالی خود را، طبق استانداردهای بین‌المللی تهیه و حسابرسی نمایند و این، به معنی افزایش هزینه‌های شرکت، و افزایش هزینه سرمایه می‌باشد. حتی برخی از شرکت‌ها، برای اخذ اعتبار خارجی، مجبور به عقد قرارداد با مشاوران مالی و حساب‌برسان خارجی برای تهیه صورت‌های مالی خود بر مبنای استانداردهای بین‌المللی شده‌اند که علاوه بر تحمل هزینه، زمان زیادی را که می‌توانست صرف اجرای پروژه‌ها شود، از دست داده‌اند. سرمایه‌گذاران خارجی نیز که

تمایل به خرید سهام شرکت‌های ایرانی دارند، باید هزینه‌های اضافی برای تحلیل صورت‌های مالی و درک استانداردهای ایران پردازند و از طرفی، به دلیل آنکه کیفیت این استانداردها را نمی‌دانند، ریسک اطلاعاتی اوراق بهادار ایرانی را بالاتر ارزیابی و صرف ریسک بالاتری را می‌طلبند و از این طریق هزینه‌ها افزایش می‌یابد. قابل ذکر است سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار نیز، بر کیفیت افشای اطلاعات مبتنی بر استانداردهای بین‌المللی حسابداری صحنه گذاشته است.

سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان حسابرسی، همچنین باید با طرف‌های بین‌المللی و هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابرسی و اعتباردهی (IAASB)<sup>۱</sup> برای همگرایی استانداردهای حسابرسی ایران و استانداردهای بین‌المللی حسابرسی همکاری کنند. در سیاست‌های کلی برنامه پنجم، بر حضور هدفمند و فعال در مجامع بین‌المللی تأکید شده است و جا دارد سازمان حسابرسی، حضور مؤثر در هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابداری و نیز هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابرسی و اعتباردهی را در برنامه کار خود قرار دهد. سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند با عضویت در مجمع بین‌المللی نظارت بر حسابرسان مستقل (IFIAR)<sup>۲</sup> به بهبود استانداردهای حسابرسی و نظارت بر حسابرسان کمک کند.

### ۳-۱-۴. حسابرسی

مؤسسات حسابرسی مستقل با فراهم کردن اطمینان معقول در مورد صورت‌های مالی شرکت‌های سهامی عام، نقش کلیدی در بازار سرمایه ایفا می‌کنند. وجود مؤسسات حسابرسی قوی و به لحاظ اقتصادی پایدار، که در سطح بین‌المللی و در بورس‌های مختلف شناخته شده و مورد اعتماد باشند برای بازارهای سرمایه داخلی و خارجی بسیار حیاتی است. اگر خدمات حسابرسی مستقل، کارا و اثربخش نباشد، سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها و بازار سرمایه صدمه خواهند دید. حیات حرفه حسابرسی توسط عوامل مختلفی تهدید می‌شود که برخی از آنها عبارتند از:

- انتظارات غیرواقعی در مورد دقت صورت‌های مالی و همچنین محدودیت‌های ذاتی حسابرسان برای کشف تقلبات تبانی گونه.

<sup>۱</sup>-International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB).

<sup>۲</sup>-International Forum of Independent Audit Regulators (IFIAR).

- فقدان مقررات مشخص در مورد مسئولیت‌های قانونی حسابرسان در مقابل سرمایه‌گذاران و نبود پوشش‌های بیمه‌ای تجاری برای ریسک‌های ناشی از دعاوی

- موانع بین‌المللی شدن حرفه حسابرسی و عدم شناخت آن در خارج از مرزها  
- کوچکی مؤسسات حسابرسی، فقدان تخصص‌گرایی و عدم انباشت سرمایه انسانی

در سال‌های اخیر، تصویب قانون حسابداران رسمی، راه را برای ایجاد یک تشکل حرفه‌ای خود انتظام باز نموده است، اما انتظارات برآورده نشده است. با تصویب دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار توسط شورای عالی بورس و اوراق بهادار، جریان نظارت دولت بر حسابرسی به ایران نیز رسیده است. استقلال حسابرسان، صراحت گزارش‌های آنها و عدم توجه کافی به معاملات با اشخاص وابسته در گزارش‌های حسابرسی، ضعف کنترل‌های داخلی و فقدان نظام راهبری شرکتی از چالش‌های اصلی بازار سرمایه ایران می‌باشد. بی‌تردید حسابرسان می‌توانند از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی و بهبود شفافیت و افشا شرکت‌ها، هزینه سرمایه را کاهش دهند. همچنین با رسیدگی به کنترل‌های داخلی و کشف نقاط ضعف آن، می‌توانند جلوی کج اخلاقی مدیران را بگیرند و از این طریق، از سرمایه‌گذاران حمایت نمایند.

### ۲-۳. محیط اقتصادی

محیط اقتصادی در کشورها می‌تواند بازدارنده، خنثی، و یا پیش‌برنده فعالیت‌های اقتصادی باشد. بانک جهانی، هر ساله، گزارشی در خصوص چگونگی کسب و کار<sup>۱</sup> منتشر می‌کند که برخی از معیارهای ارائه شده در آن گزارش، که مرتبط با بازار سرمایه ایران است، به اختصار بررسی می‌شود.

#### ۱-۲-۳. شروع کسب و کار

رتبه ایران در این شاخص در بین ۱۷۸ کشور، ۷۷ می‌باشد. اصلاحاتی که در اداره ثبت شرکت‌ها به عمل آمده است، از جمله، مکانیزه نمودن ثبت شرکت‌ها و استاندارد کردن مدارک لازم برای ثبت شرکت توانسته است به بهبود وضعیت کمک کند. با اجرای قانون

<sup>۱</sup> - Doing Business

جدید بازار اوراق بهادار، شرکت‌های سهامی عام که سرمایه آنها بیش از ده میلیارد ریال می‌باشد، برای ثبت شرکت و نیز افزایش سرمایه، باید مجوز قانونی از سازمان بورس و اوراق بهادار اخذ نمایند. حداکثر مدت تعیین شده برای بررسی مدارک و پاسخ به متقاضیان، ۴۵ روز می‌باشد. مقررات جدید، از لحاظ افزایش مدارک، افزایش مراجع و افزایش مدت زمان ثبت، رتبه ایران را بدتر خواهد کرد، با این وجود، مقررات در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌باشد. سازمان بورس با تصویب دستورالعملی، امکان استفاده از مشاوران حرفه‌ای (شرکت‌های تأمین سرمایه، کارگزاری‌ها، مؤسسات حسابرسی معتمد و شرکت‌های مشاوره‌ای) را برای تسریع کار و عدم نیاز به مراجعه متقاضی فراهم کرده است. سازمان بورس می‌تواند با استاندارد کردن مدارک لازم و نیز مکانیزه نمودن سیستم و حداقل کردن نیاز به مراجعه متقاضی و نیز کاهش زمان لازم، به بهبود وضعیت ایران کمک کند.

یکی از معیارهای دیگر، حداقل سرمایه قانونی است. در تعیین حداقل سرمایه قانونی حمایت از طلبکاران، حمایت از شرکت برای جلوگیری از ناتوانی پرداخت و ورشکستگی و حمایت از مصرف‌کنندگان برای جلوگیری از ارائه کالا و خدمات کم کیفیت مورد توجه است. به نظر می‌رسد در بازار سرمایه، حداقل سرمایه قانونی با اهداف دیگری تعیین شده است. حداقل سرمایه برای تشکیل برخی از نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه (هزار میلیارد ریال) و کارگزاری‌ها (بیست یا پنجاه میلیارد ریال) با هدف کنترل تقاضاها و به عنوان یک مانع ورود به صنعت تعیین شده است. این موضوع بر دسترسی عموم به خدمات مالی، افزایش رقابت و توسعه بازار سرمایه تأثیر منفی دارد و به موقعیت ایران در ارزیابی جهانی آسیب می‌زند.

تأسیس و فعالیت بسیاری از نهادهای مالی نیاز به اخذ مجوز از سازمان بورس دارد. در سال ۲۰۰۸، رتبه ایران در صدور مجوز در بین ۱۷۸ کشور، ۱۶۴ بود. روش‌های اجرایی، شرایط تأسیس و فرآیند رسیدگی به تقاضاها باید استاندارد شود تا به سادگی، کاهش زمان و کاهش هزینه بیانجامد. براساس ماده ۱۷ قانون اصل ۴۴، مصوب تیر ۱۳۸۷، همه دستگاه‌های اجرایی، شوراهای اسلامی شهر، شهرداری‌ها و مجامع و اتحادیه‌های صنفی، ملزم شده‌اند تا مقررات ناظر بر صدور پروانه‌ها و مجوزهای سرمایه‌گذاری و کسب و کار را بازنگری نمایند تا با حذف مجوزهای غیرضروری و اصلاح روش‌ها، پاسخ متقاضی را ظرف ده روز بدهند و مدارک مورد نیاز و وجوه قانونی مربوط را اخذ و حداکثر ظرف یک ماه مجوز را صادر نمایند. البته حتی با اجرای این قانون، در صورتی که مراجع متعدد درگیر



صدور مجوز باشند یا نیاز به مجوزهای متعدد باشد، به نظر می‌رسد بهبود چشمگیری در رتبه ایران حاصل نشود. یکی از موضوعات اساسی که بازار سرمایه ایران از آن رنج می‌برد، عدم تدوین و اعلام سیاست‌های سرمایه‌گذاری شفاف از سوی دولت در موارد مصرح در بند (الف) سیاست‌های کلی اصل ۴۴ می‌باشد. هنوز در مورد معادن، تأمین خوراک صنایع پتروشیمی، نیروگاه‌ها و خط‌مشی کشور در مورد جذب سرمایه در صنایع بزرگ ابهامات جدی وجود دارد. این عدم شفافیت باعث تأخیر در صدور مجوزها و آغاز کسب و کارهای جدید یا توسعه شرکت‌های موجود خواهد شد.

### ۲-۲-۲. ثبت و انتقال مالکیت دارایی‌های مالی

رتبه ایران در این شاخص ۱۴۳ می‌باشد. علی‌رغم الزامات قانون تجارت در مورد ثبت نقل و انتقال سهام در دفاتر ثبت شرکت‌ها، براساس ابتکارات حقوقی بورس، این کار به روش الکترونیکی انجام می‌شود. سهام شرکت‌ها نیز در شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه سپرده می‌شود و با استفاده از گواهی سپرده سهام، نقل و انتقال‌ها صورت می‌گیرد. بورس در صدد است با ترویج امضای الکترونیکی، نسبت به حذف کاغذ سهام اقدام کند. در بسیاری از بورس‌های دنیا، از معاملات سهام کاغذدایی شده است. بورس عراق نیز از ۲۲ فوریه ۲۰۰۹ اقدام به کاغذدایی از نقل و انتقال سهام پنج شرکت بزرگ بورسی نموده است و تصمیم دارد به سرعت، آن را به کل شرکت‌های بورسی تعمیم دهد.

هزینه‌های نقل و انتقال سهام در بورس نسبتاً پایین می‌باشد. در مورد نقل و انتقال اوراق مشارکت نیز شرایط مشابهی وجود دارد ولی در مورد نقل و انتقال سهام (واحد‌های سرمایه‌گذاری) صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اوراق سرمایه‌گذاری اجاری (صکوک) و اوراق مشتقه، ابهامات جدی وجود دارد و نیاز به تدوین مقررات و روش‌های اجرایی می‌باشد. حتی مبانی حقوقی و قانونی کافی در مورد برخی از نهادهای مالی مذکور در قبا وجود ندارد. در بازار خارج از بورس، ثبت و انتقال مالکیت با مشکلات بیشتری مواجه می‌باشد.

### ۳-۲-۳. نظام پرداخت مالیات

در سوئد، تمامی مالیات‌ها اعم از مالیات شرکت، مالیات ارزش افزوده، مالیات حقوق و دستمزد به صورت برخط و در یک فرم، اظهار و پرداخت می‌شود و در بلاروس ۱۲۴ صفحه

باید تکمیل شود. در برخی کشورها پرداخت مالیات مستلزم حضور در اداره مالیات و صرف وقت می‌باشد. دفعات مراجعه به اداره مالیات در ایران نیز زیاد می‌باشد. برای مالیات حقوق، مالیات اجاره، مالیات ماده ۱۰۴ و مالیات ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌های مستقیم و جدیداً مالیات ارزش افزوده، باید اظهارنامه‌های جدایی تنظیم شود و هر کدام نیز مواعد قانونی و محل پرداخت متفاوتی دارند. در مواردی دیده شده است که سازمان امور مالیاتی، برای دریافت مالیات نقل و انتقال سهام، طرفین معامله را به منظور احراز هویت، و نه دریافت مالیات، به حوزه مالیاتی احضار کرده است. نویسنده حداقل در یک مورد شاهد بوده است که سرمایه‌گذار خارجی برای یک نقل و انتقال جزئی سهام، ملزم به عزیمت به ایران و حضور در حوزه مالیاتی شده است. با این وجود، نرخ‌های مالیاتی در مقایسه با بقیه دنیا مناسب است.

یکی از مشکلات فعلی، ابهام در مالیات ابزارهای مالی جدید مثل صکوک و سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام، مستغلات و طلا و ارز می‌باشد و توسعه این ابزارها را با چالش مواجه کرده است. مالزی با برقراری مزیت‌های مالیاتی برای این نوع ابزارهای مالی توانسته است سرمایه زیادی را از طریق انتشار صکوک و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مستغلات جذب کند. اگر دولت پیامدهای درجه دوم و سوم توسعه این ابزارها را بر اقتصاد و حتی درآمدهای مالیاتی در نظر گیرد، مالیاتی بر نقل و انتقال و درآمد حاصل از این ابزارها وضع نخواهد کرد و برخورد یکسانی با ابزارهای بازار پول و سرمایه خواهد داشت.

### ۴-۲-۳. تعطیل کردن کسب و کار

در ایران، مقررات ورشکستگی به عنوان باب یازدهم قانون تجارت در سال ۱۳۱۱ تدوین شده است. در سال ۱۳۱۸ نیز قانون تصفیه امور ورشکستگی تصویب شده است. تعطیلی کسب و کار متأثر از عوامل زیر است:

۱. نگرش اجتماع به ورشکستگی

۲. نحوه برخورد قانونی با ورشکستگان

به دلیل اینکه بخش عمده‌ای از کسب و کارها در بخش غیررسمی می‌باشد، اصلاحات ورشکستگی چندان در اولویت قرار نگرفته است. اهداف اصلاحات در قانون ورشکستگی در دیگر کشورها به شرح زیر است:

- اولین هدف، حداکثر کردن کل مبالغ دریافتی توسط طلبکاران، کارکنان،

سهامداران، دولت (مالیات) و دیگر ذی‌نفعان است.

- دومین هدف، ترمیم یک مؤسسه قابل دوام (زنده ماندنی) و تصفیه یک مؤسسه غیرقابل دوام است.
- سوم، فراهم کردن انتقال آرام و قابل پیش‌بینی در اولویت ادعاها است، وقتی که شرکت از وضعیت مالی خوب به وضعیت مالی بد سیر می‌کند و بنابراین ریسک سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.

خروج راحت‌تر به معنی ورود راحت است. یک سیستم ورشکستگی خوب به اعتباردهندگان نیز این اطمینان را می‌دهد که اگر امور خوب پیش نرفت، آنها شانس بازیافت پولشان را دارند. بنابراین آنها احتمالاً بیشتر وام می‌دهند و کمتر وثیقه می‌خواهند. ضعف مقررات ورشکستگی، ریسک و هزینه‌ها را افزایش می‌دهد و بر توسعه بازار سرمایه و به‌خصوص توسعه بازار بدهی تأثیر منفی دارد. به نظر می‌رسد در تدوین لایحه قانون تجارت، به اهمیت اصلاحات در مقررات ورشکستگی توجه کافی صورت نگرفته باشد و ضرورت دارد مجلس در بررسی آن، کاستی‌های مرتبط با این بخش را بر طرف کند. در مجموع، می‌توان نتیجه گرفت که محیط اقتصادی تأثیر مستقیمی بر سودآوری و ریسک شرکت‌ها دارد و می‌تواند ریسک و بازدهی بازار سرمایه را متأثر کند. این به نوبه خود، بر جذب سرمایه‌گذاران به بازار و اندازه و عمق آن تأثیر داشته و به‌طور متقابل بر هزینه‌های تأمین مالی و سودآوری شرکت‌ها تأثیر خواهد گذاشت. یک محیط اقتصادی پیش‌برنده سود شرکت‌ها را افزایش، ریسک‌های اطلاعاتی و اقتصادی را کاهش و پس‌انداز و انباشت سرمایه و توسعه اقتصادی را تسهیل می‌کند.

### ۳-۳. محیط فرهنگی و اجتماعی

شرایط اجتماعی، فرهنگ پس‌انداز، سرمایه‌گذاری، نگرش به کارآفرینان و شفافیت، بر توسعه بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. ایران کشوری اسلامی است و اولین سؤال، شرعی بودن فعالیت‌های بازار سرمایه است. خوشبختانه این توافق بین بسیاری مراجع مذهبی وجود دارد که خرید سهام، از این لحاظ که منجر به مشارکت در سود یا زیان یک فعالیت اقتصادی مشخص می‌شود، منطبق با شرع است. مراجع اهل سنت، بخصوص در سیستان بلوچستان نیز، بر شرعی بودن معاملات سهام تأکید دارند ولی مشروعیت سود سهام را که شرکت‌ها پرداخت می‌کنند، منوط به چگونگی تحصیل و شفاف کردن آن نموده‌اند.

تشویق مردم به پس انداز و آموزش سرمایه‌گذاری، یکی از موضوعات بسیار اساسی است که در ایران چندان مورد توجه قرار نگرفته است. کمیسیون اروپا در مورد آموزش مالی، مقررات خاصی تدوین و به اجرا گذاشته است. در آمریکا شورای عالی آموزش مالی زیر نظر رئیس‌جمهور فعالیت می‌کند. علاوه بر آن، وزارت خزانه‌داری تشکیلات خاصی برای ارتقای آموزش مالی دارد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار، فدرال رزرو و دیگر نهادهای مرتبط نیز بخش‌های جداگانه‌ای به این مهم اختصاص داده‌اند و آموزش‌ها را به شیوه‌های مختلف از جمله روش مجازی ارائه می‌کنند. در آمریکا حتی بنیاد آموزش سرمایه‌گذاران وجود دارد. اهداف این آموزش‌ها تشویق مردم به سرمایه‌گذاری عقلانی و جلوگیری از مورد سوء استفاده قرار گرفتن مردم است.

در بسیاری از کشورها، گسترش فرهنگ پس‌انداز یکی از اولویت‌های اساسی است و طرح‌های پس‌انداز بازنشستگی، علاوه بر بیمه‌های بازنشستگی، مورد توجه قرار گرفته است. در ایران نیز، اختصاص معادل ۳ درصد حقوق به پس‌انداز کارکنان از سوی کارفرمایان به عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی می‌باشد، ولی تشکیلات مشخصی برای سرمایه‌گذاری این وجوه وجود ندارد. در قانون بازار اوراق بهادار صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان صندوق سرمایه‌گذاری که با استفاده از طرح‌های پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، مزایای تکمیلی را برای دوران بازنشستگی اعضای آن فراهم می‌کند، تعریف شده است. با این وجود، مقررات و روش‌های اجرایی عملیاتی نمودن آن تاکنون تدوین نشده است و کار مؤثری صورت نگرفته است. فقدان آموزش و نبود روش‌های قانونمند تشویق به پس‌انداز، از موانع جدی اقبال عموم به بازار سرمایه و تجهیز منابع از طریق این بازار می‌باشد.

بازار سرمایه و بخصوص بورس اوراق بهادار به درستی تالار شیشه‌ای است. به عبارتی شفافیت، یکی از ویژگی‌های اساسی بورس می‌باشد. اگر بلوغ فکری و سیاسی پایین و حقد و حسادت شدید باشد، کارآفرینان ترجیح خواهند داد از بازار سرمایه برای تأمین مالی استفاده نکنند. با ورود به بازار سرمایه، میزان سرمایه افراد و سود آنها مشخص می‌شود. آیا جامعه سودآوری کارآفرینان را تحمل خواهد کرد و یا آنها را به اجحاف به مصرف‌کنندگان یا رانت‌خواری متهم خواهد کرد؟ در این صورت، آیا مقامات دولتی تصمیم به افزایش قیمت نهادهای دولتی، کنترل قیمت محصولات، وضع تعرفه و دیگر محدودیت‌ها نخواهند گرفت؟ آیا شفافیت باعث افزایش هزینه‌های سیاسی شرکت‌ها نخواهد شد؟ اینها سؤالات اساسی است که پاسخ روشنی برای آن وجود ندارد ولی شواهد گذشته نشان می‌دهد که

نتوانسته‌ایم موفقیت کارآفرینان را بیش از حد معینی بپذیریم.

شفافیت از بعد دیگری نیز مطرح است و آن حقوق و مزایای مدیران است. در بسیاری از کشورها در کنار بازار سرمایه کارا، بازار کار مدیریت وجود دارد. اگرچه در جریان بحران مالی اخیر، مدیران متهم به دریافت حقوق و مزایای بالا شدند، ولی واقعیت این است که مدیریت به‌عنوان یکی از منابع تولید ارزشی دارد و بهای آن پرداخت می‌شود. در ایران به یک سرمربی فوتبال برای یک‌سال بیش از ده میلیارد ریال پرداخت شده است و به بازیکنان فوتبال نیز مبالغ قابل توجهی پرداخت می‌شود. اگر یک مدیر که میلیاردها ریال خلق ثروت کرده است، نیمی از حق‌الزحمه یک سرمربی فوتبال دریافت کند، هیاهوی زیادی بلند می‌شود. در نتیجه، بازار کار مدیریتی شکل نمی‌گیرد و بسیاری از مدیران شایسته ترجیح می‌دهند مدیریت یک شرکت سهامی عام را که سرمایه هزاران نفر را در اختیار دارد، نپذیرند و در برخی موارد پرداخت‌ها غیرشفاف می‌شود. برای مثال، مدیران با ایجاد شرکت‌های زیر مجموعه و عضویت در هیئت مدیره آنها، دریافت‌های دیگری خواهند داشت. بسیاری از کسانی که این روش را نمی‌پسندند، ترجیح می‌دهند چنین مسئولیتی را نپذیرند و این باعث خواهد شد شرکت‌های بزرگ از دسترسی به مدیران لایق و باکفایت محروم شوند و هزینه‌های بی‌کفایتی بر بازار سرمایه تحمیل شود. عدم شفافیت، می‌تواند موجب سلب اعتماد سرمایه‌گذاران شود و از طرفی، شفافیت موجب بروز مشکل برای مدیران موفق شود. چه باید کرد؟ در واقع با مشکل نمایندگی باید بر مبنای راهکارهای علمی که مطرح است، برخورد شود. فرهنگ‌سازی و تدوین مقررات راهبری شرکت شاید به حل این مشکل کمک کند.

یکی دیگر از موضوعات فرهنگی، نگرش به سرمایه‌گذار خارجی است که البته محدود به ایران نیست و در دیگر کشورها از جمله ژاپن دیده می‌شود. با وجود مقررات محدودکننده برای سرمایه‌گذاری و تعیین سقف ده درصد مالکیت اوراق بهادار برای خارجی‌ها، که این نیز یکی از مشکلات است، ولی بسیاری، سرمایه‌گذار خارجی را به مثابه یک چپاول‌گر می‌بینند. این ذهنیت باید اصلاح شود. در جریان تلاش برای پذیرش شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی نیز با یک سؤال اساسی مواجه بودم. اگر شرکت ایرانی در بورس خارجی پذیرش و سهام آن به عموم خارجیان عرضه شود، در صورتی که بخشی از سهام توسط شهروند یکی از کشورهای متخاصم خریداری شود، آیا افشای این موضوع تأثیری بر نحوه برخورد دولت با شرکت ایرانی خواهد داشت؟ آیا حقوق مالکیت

صرفنظر از ملیت و دیگر مسائل، محترم شمرده خواهد شد؟ برای این مسائل نیز باید چاره‌جویی شود و ذهنیت‌های منفی رفع شود.

الگوی فرهنگی تصمیم‌گیری یکی از موضوعات دیگری است که می‌تواند به ثبات مالی بازار و تصور ریسک آن و در نهایت اقبال مردم به بازار سرمایه تأثیر گذارد. در ایران، بیشتر اعتقاد به تصمیم‌گیری شهودی است. حتی افراد باتحصیلات عالی نیز کمتر عادت کرده‌اند که برای اخذ یک تصمیم، اطلاعات کافی جمع‌آوری و تحلیل کنند. این امر، موجب می‌شود که شایعات، اخبار غیررسمی و اطلاعات نهانی تعیین‌کننده باشد و جهت بازار سرمایه یک‌طرفه شود. مشکلی که به شکل پدیده صف‌های خرید و فروش در بورس اوراق بهادار مشاهده می‌شود. با توسعه صنعت مشاوره سرمایه‌گذاری و آموزش حرفه‌ای‌های بازار، باید شرایطی فراهم شود که مدیران سرمایه‌های بزرگ، همانند مردم عادی و غیرحرفه‌ای عمل نکنند. نظارت بر شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بررسی وجود مستندات کافی برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز می‌تواند این مشکل را تخفیف دهد و البته از حقوق سرمایه‌گذاران حمایت کند.

امانت‌داری و احترام به حقوق سرمایه‌گذاران از سوی کارآفرینان یکی از مشکلات جدی است. بسیاری از مدیران و سهامداران عمده، خود را پاسخگوی سهامداران خرد نمی‌دانند. این رفتار در تأخیر در پرداخت سود سهام، عدم گزارش‌دهی و اطلاع‌رسانی به موقع و کافی و نیز معاملات خاص مشاهده می‌شود. اگرچه راه‌حل‌های قانونی برای این مشکلات کارساز است ولی اخلاق تجاری و فرهنگ امانت‌داری مؤثرتر است.

یکی دیگر از مشکلات اساسی بخصوص برای جذب سرمایه از بازارهای جهانی عدم تسلط کافی به زبان انگلیسی است. این مشکل هم در ارتباط با خارجی‌ها و هم در تهیه گزارش‌ها و اطلاعات شرکت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری به زبان انگلیسی مشهود است.

### ۳-۴. فناوری اطلاعات و ارتباطات

یکی از محرک‌های اصلی توسعه بازار سرمایه، فناوری اطلاعات و ارتباطات می‌باشد. پیشرفت‌های فناوری به تشکیل بورس‌های جهانی و ادغام و گسترش بورس‌ها کمک قابل توجهی نموده است. اگر چه در برنامه چهارم توسعه (ماده ۱۵) و نیز آیین‌نامه اجرایی بازار اوراق بهادار، وزارت ارتباطات و فناوری ملزم به تأمین زیرساخت‌های ارتباطی بازار سرمایه شده است و اقدامات مؤثری نیز صورت گرفته است، ولی فاصله زیادی با شرایط مطلوب

وجود دارد. فناوری اطلاعات و ارتباطات، علاوه بر کاهش هزینه‌های اطلاعاتی و معاملاتی، باعث گسترش دسترسی عموم به بازار سرمایه می‌شود. البته نرم‌افزارهای معاملاتی، دفاتر سفارش الکترونیکی، نرم‌افزارهای پردازش و توزیع اطلاعات نیز اهمیت ویژه‌ای دارند. ایران، علی‌رغم برخورداری از نیروهای تحصیل کرده و متخصص در نرم‌افزار، سخت‌افزار و فناوری اطلاعات، در صنعت فناوری بورس جایگاه مناسبی ندارد. این در حالی است که در آسیا، سریلانکا و هند تأمین‌کنندگان بزرگ فناوری بورس می‌باشند.

### ۳-۵. فناوری پرداخت و تسویه

توسعه سیستم پرداخت الکترونیکی در بورس اوراق بهادار، با همکاری وزارت امور اقتصاد و امور دارایی و بانک مرکزی، از الزامات قانون برنامه چهارم (ماده ۱۵) است. سیستم پرداخت الکترونیکی، هم از لحاظ تسویه معاملات اوراق بهادار و هم از لحاظ پرداخت سود سهام شرکت‌ها، اهمیت ویژه‌ای دارد. در حال حاضر، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، طبق قانون بازار اوراق بهادار در این زمینه مسئولیت دارد و پیشرفت‌های خوبی داشته است. با این وجود، فاصله زیادی با کشورهای دیگر از جمله ترکیه و مالزی مشاهده می‌شود. فناوری پرداخت و تسویه با گسترش بانکداری الکترونیکی و نیز ارتباطات بین‌المللی بانک‌ها بهبود خواهد یافت. به هر حال، ضرورت دارد اقدام خاصی برای بازار سرمایه صورت گیرد.

### ۴. پیامدهای توسعه بازار سرمایه

توسعه بازار سرمایه باعث افزایش دسترسی به سرمایه، افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار، توزیع ریسک و کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. هر یک از این پیامدها در این بخش به تفصیل بررسی شده است.

#### ۴-۱. دسترسی به سرمایه

شرکت‌ها و کارآفرینان می‌توانند تأمین مالی پروژه‌های توسعه و نوآوری خود را از طریق عرضه سهام به عموم<sup>۱</sup>، عرضه خصوصی سرمایه، عرضه اوراق بدهی و اخذ وام بانکی

<sup>۱</sup> - IPO

انجام دهند. اگر بازار سرمایه توسعه یافته باشد، عرضه سهام به عموم می‌تواند بهترین روش باشد. زیرا:

۱. ریسک به نحو مناسبی بین کارآفرینان و سرمایه‌گذاران توزیع می‌شود.
۲. به وثایق و تضمین‌های سنگین که می‌تواند مانع از اجرای بسیاری از پروژه‌های سودآور شود، نیاز نمی‌باشد.
۳. سرمایه‌گذاران می‌توانند به‌جای سپرده‌گذاری در بانک‌ها و دریافت سود نسبتاً ثابت، در فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرسود در بازار سرمایه‌گذاری کنند و بازدهی بیشتری به‌دست آورند.
۴. نظارت‌ها و کنترل‌های بازار و واکنش سرمایه‌گذاران، به کارآفرینان در مورد تصمیماتشان علامت می‌دهند.
۵. شفافیت اقتصادی بیشتر است و همه ذی‌نفعان از جمله دولت می‌توانند سهم خود را به‌درستی دریافت کنند.
۶. مردم‌سالاری و عدالت اقتصادی را میسر می‌کند.

البته بعضی این ایراد را مطرح می‌کنند که عرضه سهام به عموم، موجب می‌شود شرکت‌ها در سال‌های بعد مجبور به تقسیم و پرداخت سود سهام شوند و نتوانند از سود تحصیل شده برای توسعه فعالیت‌هایشان استفاده کنند. در ایران که شرکت‌ها درصد بالایی از سود خود را تقسیم می‌کنند این ایراد تا حد زیادی صحیح است. در شرکت‌های دولتی که سهام آنها به سهام عدالت تخصیص یافته است نیز این مشکل دیده می‌شود و برخی از آنها برای پرداخت سود سهام ناچار به اخذ وام شده‌اند. شرکت‌های ایرانی به استناد گزارش فدراسیون جهانی بورس‌ها، بالاترین نسبت تقسیم سود دنیا را دارند و بخشی از این مشکل ناشی از ضعف مدیریت مالی، نقش کم رنگ هیئت‌مدیره در تصمیمات تقسیم سود، و همچنین عملکرد نامطلوب مدیران در استفاده از سودهای انباشته می‌باشد.

آمار فدراسیون جهانی بورس‌ها بیانگر این است که بخش عمده‌ای از شرکت‌های بزرگ جهان از طریق بازار سرمایه تأمین مالی نمودند. جدول شماره (۲) شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌ها را نشان می‌دهد.



## جدول (۲) شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های دنیا

شرح	۳۱ دسامبر ۲۰۰۷	۳۱ دسامبر ۲۰۰۸
کل شرکت‌های پذیرفته شده (تعداد)	۴۵،۲۷۵	۴۶،۷۰۵
منطقه آمریکا ۱۱ بورس (تعداد)	۱۱،۳۸۴	۱۱،۷۹۰
منطقه آسیا - اقیانوسیه ۱۸ بورس (تعداد)	۱۹،۶۴۸	۲۰،۸۱۹
منطقه اروپا - آفریقا - خاورمیانه ۲۴ بورس (تعداد)	۱۴،۲۲۵	۱۴،۰۹۶
ایران (تعداد)	۳۵۲	۳۵۶
ارزش بازار کل شرکت‌های پذیرفته (میلیارد دلار)	۶۲،۱۶۷	۳۳،۳۱۱
منطقه آمریکا (میلیارد دلار)	۲۴،۳۲۰	۱۳،۸۹۶
منطقه آسیا و اقیانوسیه (میلیارد دلار)	۱۹،۲۷۳	۹،۹۴۸
اروپا - آفریقا و خاورمیانه (میلیارد دلار)	۱۸،۵۷۴	۹،۴۶۷
ایران (میلیارد دلار)	۴۴	۴۹

منبع: فدراسیون جهانی بورس‌ها (WFE)

کاهش ارزش بازار سهام در سال ۲۰۰۸ عمدتاً ناشی از بحران مالی جهانی می‌باشد. در مورد ایران عرضه اولیه چهار شرکت بزرگ (مخابرات ایران، کشتیرانی جمهوری اسلامی، پالایشگاه نفت اصفهان و پتروشیمی فناوران) به افزایش ارزش بازار کمک نموده‌است.

در جدول شماره (۳) میزان سرمایه‌ای که شرکت‌ها از طریق عرضه سهام (عرضه اولیه یا افزایش سرمایه) در بورس‌ها جمع‌آوری نموده‌اند ارائه شده است. این منابع عمدتاً صرف فعالیت‌هایی شده است که موجب انباشت سرمایه در اقتصاد و رشد اقتصادی می‌گردند.

## جدول (۳) سرمایه جمع‌آوری شده با انتشار سهام در بورس‌ها

(ارقام به میلیارد ریال)

سال	کل جهان	منطقه آمریکا	آسیا - اقیانوسیه	اروپا - آفریقا - خاورمیانه	ایران
۲۰۰۸	۷۸۸	۱۸۹	۲۱۷	۳۸۲	۲/۷
۲۰۰۷	۹۰۳	۲۶۴	۳۴۰	۲۹۹	۵
۲۰۰۶	۷۲۳	۱۸۳	۲۰۵	۳۳۵	-
۲۰۰۵	۵۹۷	۲۴۷	۱۴۷	۲۰۳	-
۲۰۰۴	۵۲۸	۱۷۷	۱۴۲	۲۰۹	-

منبع: فدراسیون جهانی بورس‌ها (WFE)

## ۴-۲. نقدشوندگی

یکی از کارکردهای اصلی بازار سرمایه ایجاد بازار ثانویه برای معاملات اوراق بهادار می‌باشد. وجود یک بازار با نقدشوندگی بالا، فشار بر ناشران اوراق بهادار را کاهش می‌دهد و دغدغه آنها را بخصوص در دسترسی به سرمایه و نیز مواجهه با سرمایه‌گذارانی که مایل به نقد کردن سرمایه‌گذاری‌شان می‌باشند، رفع می‌کند. اگر بازار سهام نقدشوندگی بالایی داشته باشد سرمایه‌گذاران نیز نگران آن نخواهند بود که در صورت نیاز به نقدینگی نتوانند اوراق بهادار خود را به فروش رسانند، لذا بابت ریسک نقدشوندگی اوراق بهادار، صرف اضافی مطالبه نخواهند کرد. نقدشوندگی اوراق بهادار، متأثر از عوامل مختلفی است. هر چقدر عمق و اندازه بازار سرمایه گسترش یابد نقدشوندگی اوراق بهادار افزایش می‌یابد.

معیار اصلی برای سنجش نقدینگی، حجم معاملات و سرعت گردش معاملات (حجم معاملات به ارزش بازار) می‌باشد. حجم معاملات ۵۳ بورس عضو فدراسیون جهانی بورس‌ها در سال ۲۰۰۸ بالغ بر ۱۱۳ هزار میلیارد دلار و سرعت گردش سهام حدود ۲/۴ بار (۲۳۸ درصد) بوده است. در همین مدت حجم معاملات در بورس ایران ۱۵/۲ میلیارد دلار (یک ده هزارم جهان) و سرعت گردش سهام ۲۶/۵ درصد بوده است که البته نسبت به سال قبل رشد قابل توجهی نشان می‌دهد. بورس ایران، به لحاظ رشد ارزش بازار یا رشد حجم معاملات و بازدهی، طی هفت ماه متوالی منتهی به دسامبر ۲۰۰۸ در صدر بورس‌های جهان بود. این صدرنشینی ناشی از واگذاری شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ و نیز آسیب‌پذیری کمتر بورس اوراق بهادار تهران از بحران مالی جهانی می‌باشد و البته به نظر نمی‌رسد این وضعیت در سال ۲۰۰۹ استمرار داشته باشد.

برای بهبود نقدشوندگی افزایش میزان سهام شناور آزاد (درصدی از سهام که به‌منظور خرید و فروش در بازار موجود است)، اجازه فعالیت به واسطه‌های مالی خارجی، توسعه معاملات اینترنتی، آزادسازی مدیریت شده حساب سرمایه، بهبود زیرساخت‌های معاملاتی، تنوع‌بخشی به محصولات مالی، استقرار نظام صحیح راهبری شرکتی و بهبود کیفیت شرکت‌های پذیرفته‌شده کار ساز است.

عمق بازار سرمایه ایران را می‌توان بر مبنای نسبت ارزش بازار سهام به تولید ناخالص داخلی سنجید. این نسبت در ایران از سال ۸۴ تاکنون حدود ۱۹ درصد بوده است که در مقایسه با دیگر کشورها پایین است. در پایان سال ۲۰۰۷ نسبت ارزش بازار سهام به تولید

ناخالص داخلی در مالزی ۲۴۶ درصد، ترکیه ۸۰ درصد، کره ۱۴۶ درصد، انگلیس ۱۶۴ درصد و آمریکا ۱۵۰ درصد بود.

### ۳-۴. توزیع ریسک

بازار سرمایه قابلیت توزیع ریسک بین کارآفرینان و سرمایه‌گذاران را دارد. برای سرمایه‌گذاران نیز این فرصت وجود دارد که با تشکیل سبد (پرتفوی) سهام و نیز با اوراق مشتقه این ریسک را باز توزیع کنند. در بورس‌های پیشرفته، در کنار بازار سهام و بازار اوراق بهادار، بازار مشتقات نیز وجود دارد. معمول‌ترین اوراق مشتقه شامل قراردادهای اختیار تک‌سهام یا برحسب شاخص و قراردادهای آتی تک‌سهام یا برحسب شاخص می‌باشد. در آسیا بورس کُره، مقام اول جهان را در معاملات قرارداد اختیار مبتنی بر شاخص (۲/۷۶ میلیارد قرارداد در سال ۲۰۰۸ و ۲/۷۰ میلیارد قرارداد در سال ۲۰۰۷) و بورس ملی هند مقام دوم جهان را در معاملات قراردادهای آتی تک‌سهام (۲۵۵ میلیون قرارداد در ۲۰۰۸ و ۱۷۹ میلیون قرارداد در سال ۲۰۰۷) دارد.

در بورس اوراق بهادار، کارگروه بازار مشتقه مطالعات گسترده‌ای برای ایجاد بازار مشتقه انجام داده است و کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار نیز ابعاد فقهی قراردادهای آتی و قراردادهای اختیار تک‌سهام را بررسی نموده است و به نتایج خوبی رسیده است ولی تا ایجاد این بازار و شناساندن آن به سرمایه‌گذاران راه درازی باید پیموده شود. البته هم بورس کره و هم بورس ملی هند، آمادگی خود را برای کمک به راه اندازی بازار مشتقه ایران اعلام کرده‌اند و می‌توان از تجارب آنها استفاده کرد.

### ۴-۴. هزینه سرمایه

کارآفرینانی که به منابع مالی نیاز دارند هزینه سرمایه روش‌های مختلف تأمین مالی را بررسی می‌کنند و راهکار کم هزینه را در صورت دسترسی انتخاب می‌کنند. یک بازار سرمایه کارآمد می‌تواند هزینه تأمین مالی را برای کارآفرینان کاهش دهد. در بازار سرمایه ایران، در خصوص هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن، مطالعات علمی انجام نشده است، ولی با توجه به نسبت قیمت به سود ( $P/E$ ) شرکت‌ها می‌توان نتیجه گرفت که هزینه سرمایه در بازار سرمایه ایران به‌طور متوسط ۲۵ درصد و بالا است، در حالی که نرخ سود تسهیلات

بانکی در عقود مبادله‌ای ۱۲ درصد (بعد از مالیات ۹ درصد) و عقود مشارکتی متوسط ۲۲ درصد (بعد از مالیات ۱۶/۵ درصد) می‌باشد.

در بسیاری از مراکز مالی دنیا مثل شهر لندن، هر سال هزینه سرمایه بررسی و برای کاهش هزینه اقدامات مؤثری انجام می‌گیرد. در ایران، سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار بابت ریسک تورم، ریسک تغییر سیاست‌های اقتصادی و صنعتی، ریسک نقدشوندگی سهام، ریسک نرخ ارز، ریسک واقعی فعالیت‌های اقتصادی، صرف ریسک مطالبه می‌کنند. از طرفی، نرخ سود بدون ریسک (اوراق مشارکت دولتی) نیز بالا می‌باشد. در چنین وضعیتی فقط سهام شرکت‌های دولتی و براساس الزام قانون در بورس عرضه می‌شود و شرکت‌های خصوصی تمایل به تأمین مالی از بازار سرمایه ندارند. زیرا شرکت‌ها باید هم سهام خود را به قیمت پایین عرضه کنند و هم هزینه‌های ناشی از عمومی شدن شرکت و شفافیت اطلاعاتی را تحمل کنند.

## ۵. نتیجه‌گیری

توسعه نظام مالی، یک عامل اساسی رشد و توسعه اقتصادی است، زیرا به انباشت سرمایه و تسهیل پس‌انداز کمک می‌کند. نظام مالی می‌تواند بانک محور یا بازار محور باشد. در دنیای واقع، کشورها از مزایای هر دو روش بهره می‌گیرند و در بسیاری از موارد این دو در هم تنیده‌اند. به هر حال، در کشورهای پیشرفته نقش بازار سرمایه بسیار پررنگ می‌باشد.

توسعه بازار سرمایه به عنوان یکی از محرک‌های توسعه اقتصادی و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴، نیازمند ایجاد بسترهای قانونی، اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی، فناوری اطلاعات و ارتباطات و فناوری پرداخت و تسویه می‌باشد. ساختار نظارتی مناسب، حمایت از سرمایه‌گذاران، استانداردها و مقررات حسابداری و حسابرسی و عملکرد مطلوب حرفه حسابرسی می‌تواند موجب کاهش هزینه‌های اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی شود و سرمایه‌گذاران و کارآفرینان زیادی را جلب بازار سرمایه نماید.

محیط اقتصادی بر سودآوری و ریسک شرکت‌ها تأثیر دارد و این به نوبه خود، ریسک و بازدهی در بازار سرمایه و جریان جذب منابع را متأثر می‌کند. از طرف دیگر، جذب منابع به انباشت سرمایه و توسعه فعالیت‌های اقتصادی و کارآیی و بهره‌وری می‌انجامد. اگر بازار سرمایه توسعه یابد، دسترسی کارآفرینان به سرمایه از طریق عرضه عمومی سهام و یا

افزایش سرمایه شرکت‌های موجود میسر می‌شود و مردم نیز امکان انتخاب بیشتری برای پس‌انداز دارند و این، باعث رشد اقتصادی و افزایش رفاه اجتماعی خواهد شد. از طرفی کارآفرینان با عرضه سهام به عموم و مشارکت دادن آنها در نتیجه فعالیت‌های اقتصادی، ریسک را توزیع می‌کنند و این فرآیند می‌تواند موجب بهبود نوآوری و ابتکارات شود و فرصت‌های سودآور زیادی را خلق کند.

هزینه سرمایه در بازار سرمایه ایران به دلیل محیط اقتصادی، اختلال‌ها و فرصت‌های آربیتراژ در بازار پول، ابهام در سیاست‌های اقتصادی دولت و دیگر فرصت‌های پرسود، بالا می‌باشد. این موضوع می‌تواند گسترش بخش خصوصی، اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و وقوع انقلاب اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد. بهبود فضای بازار سرمایه ضرورتی غیرقابل اجتناب برای اصلاح و بهبود فضای کسب و کار کشور می‌باشد. به نظر می‌رسد باید کارگروهی در وزارت اقتصاد متولی پروژه بهبود بازار سرمایه شود. خوشبختانه در بند ۲۴ سیاست‌های کلی برنامه پنجم، که اخیراً ابلاغ شده است، ارتقای کمی و کیفی بازارهای مالی (سرمایه، پول و بیمه) با تأکید بر کارآیی، شفافیت و سلامت آنها مورد تأیید قرار گرفته است. در این پروژه باید اهداف و زمان‌بندی مشخص تعریف گردد و از معیارهای بین‌المللی که توسط بانک جهانی، مجمع جهانی اقتصاد، انجمن تحلیلگران مالی (CFA)، مؤسسات بزرگ حسابرسی برای ارزیابی توسعه مالی، شفافیت و سلامت ارائه شده است نیز، بهره گرفته شود. ارتقای کمی و کیفی بازار سرمایه به توسعه اقتصادی و دستیابی به اهداف چشم‌انداز کمک خواهد کرد و به‌طور متقابل کامیابی‌های اقتصادی منجر به افزایش اندازه و عمق بازار سرمایه خواهد شد.

## منابع و مآخذ

### – فارسی

- ۱- بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۷). خلاصه گزارش سند راهبردی بورس اوراق بهادار تهران. از سایت [www.irbourse.com](http://www.irbourse.com).
- ۲- حسینی مقدم، روح‌اله و کریمی، علی عباس. (۱۳۸۷). مقایسه بورس تهران با اعضای فدراسیون جهانی بورس‌های اوراق بهادار در سال ۲۰۰۷. تهران: انتشارات بورس اوراق بهادار تهران.
- ۳- سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار. (۱۳۸۷). عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی در بازارهای نوظهور. (سودابه عینعلی و علی عباس کریمی، مترجمین). تهران: انتشارات بورس اوراق بهادار تهران.
- ۴- فدراسیون جهانی بورس‌ها. (۲۰۰۲). اصول بازار. (امیر پوریان‌سب، مترجم). تهران: انتشارات بورس اوراق بهادار تهران.

### – انگلیسی

1. Afshar, Cyrus & Rose, Paul. (2007). *Capital Market Competitiveness: A Survey of Recent Reports From* [www.law1.northwestern.edu](http://www.law1.northwestern.edu).
2. CFA Institute. (2007). *Financial Market Integrity Index, Center for Financial Market Integrity*. From [www.cfainstitute.org/centre/topics/integrity](http://www.cfainstitute.org/centre/topics/integrity).
3. Ferran, Eilis. (2008). *Capital Market Competitiveness and Enforcement*. From <http://ssrn.com/abstract=1127245>.

- 
4. U.S. Chamber of Commerce. (2007). *Commission on the Regulation of U.S. Capital Market in the 21<sup>st</sup> Century. Report and Recommendations*. From [www.uschamber.com](http://www.uschamber.com).
  5. World Bank .(2009). *Doing Business 2008*. Washington D.C: World Bank and IMF.
  6. World Economic Forum .(2008). *The Financial Development Report*. From [www.weforum.org](http://www.weforum.org).
  7. World Federation of Exchanges. (2009). *Focus*. From [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org).