

## بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی برای حمایت و حضور در بازار سرمایه

رضا تهرانی و سیدمجتبی میرلوحی<sup>x</sup>

با توسعه بازار سرمایه و کارکردهایی که بازار سرمایه در اقتصاد دارد می‌توان شرایط اقتصادی و رفاه اجتماعی را فراهم کرد. ایفای نقشهای یادشده در گرو نظارت لازم بر این بازار است که مهم‌ترین وظیفه، بررسی اوراق بهادار می‌باشد. ابزاری که می‌تواند نظارت لازم را فراهم کند، خود از قوانین و مقرراتی که بر بازار سرمایه حاکم است تأثیر می‌پذیرد. در این تحقیق پس از مطالعه قوانین و مقررات و آئین‌نامه‌هایی که در تشکیل نهادهای بازار سرمایه نقش دارند، مصاحبه‌هایی با دست‌اندرکاران این بازار انجام گرفت و سپس مطالعه تطبیقی در مورد جایگاه نظارت در قوانین و مقررات بورسهای مختلف انجام شد. برای دسترسی به اهداف تحقیق، فرضیاتی تدوین و سپس این فرضیه‌ها با پرسش‌نامه مورد آزمون قرار گرفت. بررسی‌ها وجود اشکالاتی در ساختار زمانی و چگونگی ارتباط واحدهای مختلف آن با یکدیگر و همچنین کارایی نداشتن برخی قوانین موجود در این زمینه را نشان می‌دهد.

### ۱. مقدمه

مهم‌ترین وظیفه بورس اوراق بهادار، نظارت بر معاملات اوراق بهادار است. با قوانین و مقررات مطلوب و مناسب و اجرای صحیح آنها می‌توان بستر مناسبی را برای نظارت بر معاملات فراهم کرد. معاملات سهام در بورس اوراق بهادار از یک سو تحت تأثیر رفتار و عمل کارگزاران قرار می‌گیرد و به دلیل داشتن نقش کلیدی در انجام معاملات ضروری است با قوانین مناسب، چگونگی ارتباط با مشتریان، سازمان بورس و سایرین را تنظیم و بر عملیات آنها نظارت لازم را اعمال کرد. از سوی دیگر، قیمت سهام از گزارشهای شرکتهای پذیرفته شده در بورس تأثیر می‌پذیرد که صحت، دقت و انتشار به موقع این گزارشها اساس و پایه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تشکیل می‌دهد. همچنین سایر روابطی که شرکتهای با بورس دارند وظایفی را به عهده آنها می‌گذارد که البته تحقق روابط مطلوب، نیازمند قوانین و مقررات مربوط به خود است. اجزای دیگری نیز بر درستی

---

<sup>x</sup> به ترتیب دکترای مدیریت مالی و عضو هیئت علمی دانشگاه تهران، کارشناس ارشد اقتصاد و از همکاران طرح.

معاملات بازار تأثیر می‌گذارند که با شناخت آنها و تدوین مقررات مورد نیاز می‌توان نظارت لازم را بر بورس اوراق بهادار اعمال کرد.

بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۴۴ با تصویب قوانین مربوط به آن شکل گرفت و مقرراتی را برای کنترل و نظارت مواردی که پیش از این گفته شد ارائه کرد. اما با توجه به تغییرات شگرفی که در حجم معاملات در چند دهه اخیر انجام گرفته و حضور گسترده شرکتهای عضو و مشارکت سرمایه‌گذاران مختلفی که به این بازار روی آورده‌اند، ضروری است که کارایی قوانین نظارتی موجود مورد ارزیابی قرار گیرد و در صورت مشاهده کاستی در آنها اصلاحات مورد نیاز انجام شود تا بازار سرمایه بتواند بهتر و بیشتر به اهداف تعیین شده خود دست یابد.

توسعه بازار سرمایه و کارکردهایی که این بازار در اقتصاد در هر کشور دارد، می‌تواند زمینه‌های لازم برای رشد و توسعه را در آن جامعه فراهم کند. مهم‌ترین کارکردهای بازار سرمایه در برگیرنده انتقال منابع ناکارا به واحدهای تولیدی و خدماتی است که نیازمند این منابع هستند، مانند گسترش مالکیت، تخصیص بهینه منابع و نظایر آن. دستیابی به اهداف یادشده در گرو ایجاد نظارت لازم بر بازار و فراهم کردن شرایطی است که طی آن سرمایه‌گذاران بتوانند بدون هیچ‌گونه دغدغه‌ای در یک بازار کارا سرمایه‌های خود را به کار گیرند. از ویژگیهای بازار کارا، انتشار گسترده اطلاعات و فراهم شدن یک بازار رقابتی است که بر اساس آن سهام به قیمت ذاتی (واقعی) معامله خواهد شد و هیچ کس نمی‌تواند به خاطر داشتن اطلاعات، بازده بیشتری به دست آورد. ایجاد چنین بازاری از طریق نظارت مطلوب بر آن ممکن خواهد شد و این نظارت نیز نیازمند قوانین منسجم و کارایی است که بتواند به بهترین وجه، روابط بین عوامل مختلف و مؤثر در بازار را در راستای اهداف آن تنظیم کند.

در بازاری که سرمایه‌گذاران احساس ناامنی کنند و ریسک سرمایه‌گذاری افزایش یابد بازده سرمایه‌گذاری نیز افزایش خواهد یافت. هنگامی که دستیابی به چنین بازاری برای سرمایه‌گذار مقدور نباشد، بازار را ترک کرده و سرمایه یا به نهادهای غیراقتصادی سرازیر می‌شود یا از کشور خارج می‌شود که در هر دو صورت نتایج نامطلوب اقتصادی را به همراه خواهد داشت.

## ۲. نظارت بر بازار سرمایه

نظارت بر بازار سرمایه به شکلهای مختلفی انجام می‌شود که عبارت‌اند از نظارت بر ورود شرکتهای، نشر اطلاعات، بازار، شرکتهای، کارگزاران. شرکتهایی می‌توانند در بورس حضور پیدا کنند که علاوه

### بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۶۷

برداشتن ویژگیهای شرکتهای سهامی عام از توانایی لازم در سودآوری برخوردار بوده و نظام مالی آنها توانایی انتشار اطلاعات مورد نیاز سرمایه گذاران را داشته و ابهامهای اساسی در وضع مالی آنها وجود نداشته باشد.

در صورتی که کنترلهای لازم در مرحله ورود شرکتهای انجام نشود، بازار سرمایه با اوراق بهاداری مواجه است که به خاطر ارائه نکردن صورتهای مالی و بودجه صحیح دچار ابهامهای اطلاعاتی است. همچنین به سبب وجود مخاطرات در آن صنعت یا ناتوانی در سودآوری لازم، قیمت سهام کاهش یافته و در پی آن بازده مورد انتظار سهامداران نیز کاهش می یابد و معاملات این سهم با مشکلات بسیاری روبه رو خواهد شد.

### ۳. نظارت بر نشر اطلاعات

یکی از تمهیدات مهم بازار بورس این است که گروهی به اطلاعات خاص دسترسی پیدا می کنند که با استفاده از آن اقدام به خرید و فروش سهام کرده و به این ترتیب می توانند به بازدههای غیرعادی دست یابند. از سوی دیگر، افرادی که توانایی دسترسی به این اطلاعات را ندارند با از دست دادن منافع خود روبه رو خواهند شد و بازار بورس را ترک خواهند کرد. بنابراین نظارت لازم بر بازار بورس، برای مواردی ضروری است:

الف- نظارت بر محتوای اطلاعات منتشر شده توسط شرکتهای به گونه ای جامع، آن چنان که تمامی اطلاعات مورد نیاز سرمایه گذاران را برای تصمیم گیری در برگیرد.

ب- نظارت بر زمان انتشار اطلاعات تا هر نوع تغییر در مواردی که موجب تغییر در EPS می شود، به موقع در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد.

ج- نظارت بر صحت اطلاعات منتشر شده و استفاده از ابزاری که بر میزان اعتماد بر صورتهای مالی بیفزاید.

### ۴. نظارت بر کارگزاران

یکی از عوامل مؤثر در بازار بورس، عملیاتی است که کارگزاران انجام می دهند. نظارت لازم در این زمینه اطمینان یافتن در موارد زیر است:

الف- احراز شرایط لازم در عضویت آنها در بورس،

ب- رعایت مقررات بورس در انجام معاملات،

ج- رعایت ضوابط لازم در ارتباط با مشتریان و احترام به حقوق آنها،

د- سوء استفاده نکردن از وجوهی که مشتریان در اختیار آنها قرار می‌دهند،  
ه- اجرای نظام مالی مناسب با فعالیت کارگزاری و ارائه صورتهای مالی حسابرسی شده.

### ۵. نظارت بر بازار

در علمیات بازار ممکن است گروهی با بورس بازی شرایطی را فراهم کنند که موجب سوء استفاده آنها از بازار شود، نظیر انتشار اطلاعات نادرست و شایعات در بازار یا اقدام به عملیاتی که به کاهش یا افزایش غیرمنطقی قیمت سهام و فاصله گرفتن قیمت معاملاتی از قیمت ذاتی سهام منتهی می‌شود، به طوری که پس از کاهش غیرمنطقی سهام، اقدام به جمع آوری آن کرده و با افزایش غیر معمول قیمت، اقدام به عرضه و فروش سهام می‌کنند. در این مورد نیز مسئولان بازار باید از ابزاری استفاده کنند تا امکان چنین اقداماتی در بازار ممکن نباشد. بنابراین ضروری است که بازار سهام در شرایط ذیل، کنترل شود:

الف- تغییرات عمده قیمت سهام در فواصل زمانی کوتاه،

ب- تغییرات قیمت سهام که توجیه منطقی و کافی ندارد.

### ۶. نظارت بر شرکتها

یکی دیگر از حیطه‌های نظارتی بورس، نظارت بر شرکتهاست. این نظارت در بخشهای زیر انجام می‌شود:

الف- نظارت بر تشکیل مجامع عمومی به منظور اطمینان از تشکیل این مجامع بر اساس قانون تجارت،

ب- اطمینان یافتن از تعیین حسابرسان مورد تأیید بورس،

ج- بررسی گزارشهای حسابرسی به منظور اطمینان یافتن از وضع صورتهای مالی منتشر شده،

د- نظارت بر پرداخت به موقع سود سهامداران،

ه- اطمینان از رعایت موارد مربوط به افزایش سرمایه،

و- اطمینان یافتن از ارائه گزارشهای مربوط به سود هر سهم (EPS) و گزارشهای میان دوره‌ای.

### ۷. روش تحقیق و فرضیه‌های تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، از نوع تحقیق کاربردی است و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها یک تحقیق توصیفی است. مطالعه نظری در قسمت بررسی وضع موجود نشان می‌دهد که یکی از عوامل مؤثر

## بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۶۹

در بازار سهام، عملکرد کارگزاران و چگونگی فعالیت آنهاست. بنابراین فرضیه‌ای به این شرح تدوین شده است:

**فرضیه اصلی ۱:** قوانین موجود در زمینه نظارت بر فعالیت کارگزاران در بورس تهران از کفایت لازم برخوردار است.

موارد مهمی از فعالیت کارگزاران نیاز به نظارت دارند مانند پذیرش کارگزاران در بورس، میزان اشتغال به کار آنها در بورس، چگونگی ارتباط کاری آنها با مشتریان. بنابراین فرضیات فرعی ذیل تدوین شده است:

**فرضیه فرعی (۱-۱):** قوانین موجود در مورد فعالیت کارگزاران، نظارت لازم را تأمین می‌کند.

**فرضیه فرعی (۱-۲):** قوانین موجود در مورد روابط کارگزاران با مشتریان نظارت لازم را تأمین می‌کند.

یکی دیگر از مسائل مهمی که بورس باید بر آن نظارت داشته باشد چگونگی پذیرش شرکتها و حفظ روابط و انجام وظایفی است که این شرکتها باید در برابر بورس و بازار سهام انجام دهند. در این زمینه نیز فرضیه اصلی ۲ تدوین شده است.

**فرضیه اصلی ۲:** قوانین موجود در مورد نظارت بر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از کفایت لازم برخوردار است. این فرضیه شامل فرضیه فرعی ذیل می‌باشد:

**فرضیه فرعی (۲-۱):** قوانین موجود در مورد پذیرش شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران نظارت لازم را تأمین می‌کند.

**فرضیه فرعی (۲-۲):** قوانین موجود در مورد انتشار اطلاعات شرکتها، نظارت لازم را تأمین می‌کند.

**فرضیه فرعی (۲-۳):** قوانین موجود در مورد تشکیل مجامع عمومی و سایر فعالیتهای شرکتها (در ارتباط با سهامداران) نظارت لازم را تأمین می‌کند.

مجموعه شرایطی که می‌تواند نظارت لازم را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند شامل تنظیم قوانین مناسب و نظارت بر اجرای دقیق آنهاست و چنانچه قوانین، متناسب با شرایط و فرهنگ حاکم بر بازار سرمایه نباشد یا افراد خود را ملزم به رعایت آن ندانند امکان کنترل بازار سرمایه وجود نخواهد داشت. فرضیه‌ای نیز در این مورد تدوین شده است.

**فرضیه اصلی ۳:** نظارت مطلوب بر اجرای قوانین در بورس اوراق بهادار وجود دارد.

جامعه آماری پژوهش عبارت است از متخصصان، کارشناسان، کارگزاران و تمامی کسانی که برای فعالیت در بورس اوراق بهادار تهران از آگاهی لازم برخوردار هستند. نمونه آماری، از بین افرادی است که جامعه آماری را تشکیل می‌دهند. به روش نمونه‌گیری تصادفی خوشه‌ای، تعداد ۷۵ نفر به عنوان نمونه انتخاب شدند. شیوه جمع‌آوری اطلاعات به روشهای گوناگونی انجام شده است:

الف) برای بررسی وضع موجود، تمامی قوانین و مقررات و آئین‌نامه‌های مورد استفاده در بورس تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

ب) قوانین و مقررات بورسهای مختلف جهان که از اینترنت به دست آمده، مطالعه شده و مواردی که مربوط به مقررات در مورد راهکارهای نظارت بر بورس بوده جمع‌آوری و طبقه‌بندی شده است.

ج) مصاحبه‌هایی با مسئولان و کارشناسان واحدهای مختلف بورس، تعدادی از کارگزاران و محققان و پژوهشگرانی که در زمینه بورس فعالیت دارند انجام شده است.

د) برای آزمون فرضیه‌ها، جمع‌آوری اطلاعات از طریق پرسش‌نامه صورت گرفته است. قلمرو موضوعی این پژوهش عبارت است از بررسی قوانین و مقررات مربوط به حمایت و نظارت بر بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن طی سالهای ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ در نظر گرفته شده است. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قلمرو مکانی این تحقیق می‌باشد که برای تجزیه و تحلیل اطلاعات در آزمون فرضیه‌ها، از آزمون  $t$  و نرم افزار SPSS استفاده شده است.

#### ۸. مطالعه تطبیقی سیستم‌های نظارتی در کمیسیونهای بورس

با مطالعه تطبیقی قوانین بورسهای مختلف از جمله کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده (SEC)، کمیسیون نظارت بر بورس اوراق بهادار ژاپن (SESC)، کمیسیون قانونگذاری اوراق بهادار چین (CSRC)، کمیسیون بورس اوراق بهادار پاکستان و کمیسیون بورس اوراق بهادار سری‌لانکا نتایجی حاصل شده است.

مقایسه تطبیقی بین کمیسیونهای بورس اوراق بهادار در مورد هدف اصلی تحقیق و همچنین تعداد اعضاء و شیوه انتخاب آنها انجام شده که نتایج آن را می‌توان در جدول شماره (۱) مشاهده کرد.

بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۷۱

**جدول شماره ۱. مقایسه تطبیقی کمیسیونهای بورس اوراق بهادار از نظر هدف اصلی و اعضای کمیسیون**

مدت انتخاب (سال)	فرد یا نهاد انتخاب کننده اعضا	تعداد اعضا (نفر)	رسالت و هدف اصلی	سال تأسیس	کمیسیون
۵	رئیس جمهور	۵	- تصویب قوانین مربوط به اوراق بهادار	۱۹۳۴	کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده (SEC)
۳	نخست وزیر	۳	- نظارت بر بورس اوراق بهادار - حمایت از سرمایه گذاران - حفظ انسجام بازارهای اوراق بهادار	۱۹۹۲	کمیسیون نظارت بر بورس اوراق بهادار ژاپن (SESC)
	شورای ایالتی	۸	- هدایت بازارهای اوراق بهادار براساس قوانین سرپرستی و قانونگذاری اوراق بهادار و بازار معاملات پیمانهای آتی	۱۹۹۲	کمیسیون قانونگذاری اوراق بهادار (CSRC)
۵ تا ۷	دولت مرکزی	۵	- ارتقای بازار سرمایه کارا و فعال - توسعه بخش شرکتها - حمایت از سرمایه گذاران	۱۹۹۷	کمیسیون بورس اوراق بهادار پاکستان
۳	وزیر دارایی	۱۰	- تنظیم بازار اوراق بهادار در حیطه های بورس - سهام کارگزاران و معامله گران سهام - حمایت از سرمایه گذاران	۱۹۸۷	کمیسیون بورس اوراق بهادار سری لانکا

مأخذ: سایتهای اینترنتی در قسمت منابع

**۹. مطالعه تطبیقی قوانین مربوط به افشای اطلاعات**

**الف) مقررات مربوط به ایالات متحده:** ایالات متحده در قوانین بورس به افشاگری توجه کافی کرده است. مقررات مربوط به این موضوع در دو قانون مهم قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ مشهور به قانون بورس آمده است: این قانون ضروری می داند که سرمایه گذاران از اطلاعات کافی و دقیق درباره اوراق بهادار توزیع شده بین عامه مردم با خبر شوند (مالی، ۱۹۸۶) در این قانون اقدامات و اعمال فریبکارانه، اطلاع نادرست و کلاه برداری در فروش اوراق بهادار ممنوع است. کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) مسئولیت و قدرت نظارت بر اجرای این دو قانون را داراست.

**ب) مقررات در آلمان:** در آلمان نیز برای نظارت بر بازار سرمایه از مقررات افشای اطلاعات استفاده می‌کنند. شرکتهای عضو بورس باید اطلاعات مهم درباره فعالیتهای خود را در اختیار مردم قرار دهند و هر شرکتی که بخواهد عضو بورس شود باید اطلاع‌نامه<sup>۱</sup> مربوط (جزوه‌ای که اطلاعات کافی در مورد اوراق بهادار عرضه می‌کند) را تهیه و کمیته پذیرش بورس آن را تأیید کند. علاوه بر آنها شرکتها باید گزارشهای سالانه و شش ماهه در مورد فعالیت خود را منتشر کنند. هر چند در حال حاضر در این کشور قانونی در مخالفت با معاملات محرمانه به اطلاعات اصلی وجود ندارد اما اتحادیه‌های صنعتی این عمل را منع می‌کنند و محرمانه به اطلاعات را وادار می‌کنند تا تعهداتی را امضا کنند و اگر تخلفی نشان دهند اقدامات انضباطی در مورد آنها اعمال می‌شود. (بریچا، ۱۹۹۱)<sup>۲</sup>.

**مقررات در ژاپن:** در این کشور وزارت دارایی مسئولیت تنظیم بازار اوراق بهادار را برعهده دارد. قوانین این کشور اختیارات مستقیم و وسیعی را به این وزارتخانه داده است. نظام ژاپن از روش افشاگری به عنوان نوعی روش تنظیم بازار استفاده می‌کند. وزارت دارایی از طریق دفتر اوراق بهادار که به موجب قانون بورس اوراق بهادار تأسیس شده می‌کوشد بازار اوراق بهادار را به بازاری رقابت‌آمیز و منصفانه تبدیل کند. به همین منظور دفتر اوراق بهادار در پی تضمین این است که متقاضیان سهام به جریان پیوسته از اطلاعات مورد نیاز دسترسی دارند. وزارت دارایی از طریق دفتر اوراق بهادار و بانک مرکزی ژاپن (BOJ)<sup>۳</sup> معاملات افراد محرم<sup>۴</sup> را جریمه می‌کند. (ویلیام کارپ، ۱۹۹۰)<sup>۵</sup>.

در بخش‌نامه سال ۱۹۷۴ شرکتها ملزم به افشای فوری اطلاعات شده‌اند. کمیته یادشده در مورد سیاست افشای فوری اطلاعات، قوانین خاصی تدوین کرده و در ۱۹۹۹ به تصویب رسانده است. در این قانون به تعریف اطلاعات، زمان افشا، روش افشا و شرایط نقض قانون اشاره شده است. در صورتی که شرکت طی دو سال اطلاعات ناقص ارائه دهد از فهرست بازار حذف خواهد شد.

**د) مقررات در انگلستان:** در نیمه دهه ۱۹۸۰ که دوره آزادسازی همه جانبه و تجدید ساختار صنعت اوراق بهادار بود، دولت انگلستان رعایت افشاگری را به عنوان راهکار اصلی در تنظیم بازار اوراق بهادار الزامی کرد. بخش مهم این تجدید ساختار، قانون خدمات مالی ۱۹۸۶ بود. این قانون مسئولیت عام افشاگری را برقرار می‌کند و آنها را در مورد هر شرکت داخلی یا خارجی ناشر سهام یا اوراق بهادار به کار می‌گیرد. بر این اساس، شرکتها موظف هستند اطلاعات جامعی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند.

---

1. Prospectus  
 2. O.W. Brycha (1991)  
 3. Bank of Japan  
 4. Insider  
 5. Edward William karp (1990)



## بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۷۳

این قانون، جرایمی را برای مقامات شرکتی که با انتشار اطلاعات گمراه کننده، اختلال در بازار ایجاد کنند تعیین کرده است. قانون خدمات مالی مسئولیت تنظیم فعالیتهای مالی را بر عهده وزارت بازرگانی و صنعت (DTI)<sup>۱</sup> نهاده است. این وزارتخانه بخش مهم این وظیفه را به عهده هیئت نظارت بر اوراق بهادار و سرمایه گذاری (SIB)<sup>۲</sup> گذاشته و بر معاملات سهام نظارت دارد. در عین حال مسئولیت جلوگیری از معاملات مجریان و تنبیه آنان را نیز بر عهده دارد (کریمر، ۱۹۹۰).<sup>۳</sup>

### ۱۰. نتایج تحقیق

با توجه به بررسی های انجام شده در قوانین و مقررات، نتایج زیر حاصل شده است:

#### ۱۰-۱) ساختار نظارتی بورس

مهم ترین اشکالی که در ساختار نظارتی بورس مشاهده می شود، ساختار سازمانی و چگونگی ارتباط واحدهای مختلف آن با یکدیگر است. این سازماندهی نیز مبتنی بر قانون بورس مصوب سال ۱۳۴۵ است.

سازمان بورس اوراق بهادار تهران از ارکان مختلفی مانند شورای بورس تشکیل شده است. عملیات اجرایی بورس را سازمان کارگزاران انجام می دهد که این سازمان از هیئت مدیره و دبیر کلی تشکیل شده که آنها را کارگزاران انتخاب می کنند. کارگزاران مهره های اصلی عملیات این بازار هستند و بخش مهم نظارتی در این بازار، نظارت بر اعمال و رفتار کارگزاران است. این نظارت را افرادی انجام می دهند که خود، منتخب همین کارگزاران هستند. از این رو در بورس تهران سازمان نظارت کننده و سازمان اجرایی تفکیک نشده اند و اغلب با یکدیگر تداخل دارند. در حالی که با توجه به اهمیت مسئله نظارت بر بورس، باید سازمان نظارت کننده کاملاً جدا از سازمان اجرایی باشد. خوشبختانه در پیش نویس قانون جدید بورس، این مهم مورد توجه قرار گرفته است.

#### ۱۰-۲) آزمون فرضیه های تحقیق

الف- در فرضیه فرعی (۱-۱) قوانین موجود در مورد فعالیت کارگزاران، نظارت لازم را تأمین می کند.

---

1. Department of Trade and Industry (DTI)  
2. Securities and Investment Board (SIB)  
3. Harriet Creamer (1990)

جدول شماره ۲. موارد ممنوع و مجازات‌های در نظر گرفته شده در قوانین کشورهای مختلف

شرح	آفریقای جنوبی	آلمان	اسپانیا	استرالیا	انگلستان	امریکا	ایتالیا	تایلند	ترکیه	پاراگوئه
موارد ممنوع										
انتشار اطلاعات گمراه کننده	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
عملی که باعث گمراه شود	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
انتشار اطلاعات تحریفی	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
تحریک کننده دادوستد صوری				✓	✓	✓		✓		
سوء استفاده از اطلاعات ممتاز				✓	✓					✓
مجازات: جریمه نقدی	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
مجازات کیفری حبس (سال)	۵	۳	۵	۵	۷	✓	۳	۲	۵	۲
تعلیق یا توقف معاملات				✓	✓	✓				
انفصال خدمت و محرومیت				✓			✓	✓	✓	✓
تذکر علنی و افشای معامله				✓						
توقف و ابطال پروانه				✓			✓	✓		
مأخذ قانونی در قوانین کشورهای مختلف										
بخش	۸۸	۳۷	۹۹۷۹۹۸	۴۷	۱۰۹۱۷	۱۸۱ تا ۱۸۷				۱۶۵
قانون بورس (سال)	۱۹۸۵	بورس آلمان	قانون شرکتها	قانون انگلستان	۱۹۳۳	قانون بازارهای مالی				قانون بورس

مأخذ: سایتهای اینترنتی در قسمت منابع.

## بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۷۵

نتایج نشان می‌دهد که آماره آزمون مقدار  $0/561$ - بوده و این میزان کمتر از مقدار بحرانی آماره  $t$  یعنی  $1/671$  است ( $0/561 < 1/671$ ) بنابراین در منطقه  $H_0$  قرار داریم و فرضیه  $H_0$  تأیید و به عبارت دیگر با سطح معنی‌دار بودن پنج درصد و با درجه اطمینان ۹۵ درصد فرضیه  $H_1$  رد می‌شود.

**نتیجه آزمون فرضیه (۱-۱):** با توجه به نتایج به دست آمده، قوانین و آیین‌نامه‌های موجود در بورس در مورد نظارت بر فعالیت کارگزاران نظیر محدودیت خرید سهام، تنظیم دفترها، تعیین بازرس و نظایر آن از کفایت لازم برخوردار نیست.

**آزمون فرضیه فرعی (۱-۲):** قوانین موجود در مورد روابط کارگزاران با مشتریان نظارت لازم را تأمین می‌کند.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون  $t$  از آنجا که آماره آزمون مقدار  $3/060$ - بوده و این میزان کمتر از مقدار بحرانی  $t$  یعنی  $1/671$  است ( $3/060 < 1/671$ ) بنابراین در منطقه عدم رد قرار داریم و فرضیه  $H_0$  را نمی‌توان رد کرد. به عبارت دیگر با سطح معنی‌دار بودن پنج درصد و با درجه اطمینان ۹۵ درصد فرضیه  $H_1$  را نمی‌توان پذیرفت.

**نتیجه آزمون فرضیه فرعی (۱-۲):** با توجه به نتایج به دست آمده، قوانین و آیین‌نامه‌های موجود در بورس در زمینه نظارت بر فعالیت کارگزاران نظیر رعایت حق تقدم مشتریان در خرید سهام، عرضه به موقع سهام به مشتریان، تبانی نکردن در معاملات، حفظ اسرار مشتریان و سوء استفاده نکردن از سپرده‌های سرمایه‌گذاران و مانند اینها، از کفایت لازم برخوردار نیست. همان‌طور که جدول شماره (۳) نشان می‌دهد بیشتر این بی‌کفایتی در مورد واریز وجه حاصل از فروش به حساب مشتری و حفظ اسرار مشتریان صورت گرفته، که نظر کارشناسان، متخصصان و سرمایه‌گذاران را به خود جلب کرده است.

**فرضیه فرعی (۲-۱):** قوانین موجود در مورد نظارت بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از کفایت لازم برخوردار است.

نتایج نشان می‌دهد که آماره آزمون مقدار  $2/364$  بوده و این میزان، بیشتر از مقدار بحرانی  $t$  یعنی  $1/671$  است ( $2/364 > 1/671$ ) بنابراین فرضیه  $H_0$  را نمی‌توان پذیرفت. به عبارت دیگر با سطح معنی‌دار بودن پنج درصد و با درجه اطمینان ۹۵ درصد فرضیه  $H_1$  را نمی‌توان رد کرد.

**فرضیه فرعی (۲-۲):** قوانین موجود در مورد انتشار اطلاعات شرکتها، نظارت لازم را تأمین می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که آماره آزمون مقدار  $1/873$ - است بنابراین در منطقه  $H_0$  قرار داریم و فرضیه  $H_0$  تأیید و به عبارت دیگر با سطح معنی‌دار بودن پنج درصد و با درجه اطمینان ۹۵ درصد فرضیه  $H_1$  رد می‌شود.

**نتیجه آزمون فرضیه فرعی (۲-۲):** با توجه به نتایج به دست آمده، قوانین و مقررات موجود در بورس در مورد نظارت بر چگونگی انتشار اطلاعات شرکتها (شامل ارائه گزارشهای ماهانه تولید و فروش، گزارش EPS پیش‌بینی شده و سایر گزارشهای میان دوره‌ای و همچنین صحت و شیوه انتشار و دسترسی نداشتن افراد خاص به آنها) نظارت لازم را تأمین نمی‌کند. همان‌طور که جدول شماره (۴) نشان می‌دهد بیشترین بی‌کفایتی، قوانینی در مورد گزارشهای میان دوره‌ای است.

**فرضیه فرعی (۲-۳):** قوانین موجود در مورد تشکیل مجامع عمومی و سایر فعالیتهای شرکتها نظارت لازم را تأمین می‌کند.

از آنجا که آماره آزمون مقدار  $1/079$ - بوده و این میزان کمتر از مقدار بحرانی آماره  $t$  یعنی  $1/671$  است ( $1/671 < 1/079$ -) بنابراین در منطقه  $H_0$  قرار داریم و فرضیه  $H_0$  تأیید و به عبارت دیگر با سطح معنی‌دار بودن پنج درصد و با درجه اطمینان ۹۵ درصد، نمی‌توان فرضیه  $H_1$  را پذیرفت.

**نتیجه آزمون فرضیه فرعی (۲-۳):** با توجه به نتایج به دست آمده، قوانین و مقررات موجود در بورس در مورد نظارت بر چگونگی تشکیل مجامع عمومی شرکتها پذیرفته شده، نظارت لازم را تأمین نمی‌کند.

**فرضیه اصلی ۳:** در بورس اوراق بهادار تهران، نظارت مطلوب بر اجرای قوانین، وجود دارد. برای آزمون این فرضیه، فرضیه‌های آماری مورد آزمون قرار می‌گیرد.

**نتیجه آزمون فرضیه اصلی ۳:** با سطح معنی‌دار بودن پنج درصد و با درجه اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه یاد شده مورد تأیید قرار نگرفت و با توجه به نتایج به دست آمده نظارت بر اجرای قوانین از مطلوبیت لازم برخوردار نیست.

بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۷۷

۷۸ مجله اقتصادی سال پنجم شماره‌های ۴۷ و ۴۸

بررسی روشهای تقویت نظامهای نظارتی در بازار سرمایه... ۷۹

جدول شماره ۵. نتایج حاصل از بررسی قوانین و مقررات بورس در زمینه انتشار اطلاعات

ردیف	شرح	قانون بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۴۵)	آیین نامه انضباطی	افشای فوری اطلاعات	مصوبات شورای بورس انتشار اخبار اطلاعات آمدنی	× ضوابط پذیرش
۱	تعریف اطلاعات نهایی و مهم			ماده ۱	ماده ۱	
۲	تفکیک کسانی که به اطلاعات نهایی دسترسی دارند				ماده ۲	
۳	انتشار اخبار معاملات غیر متعارف توسط دبیرکل				ماده ۳	
۴	گزارشهای مالی میان دوره‌ای (سه ماهه): - قراردادهای - طرحهای توسعه - انتشار اطلاعات فوری - طبقه‌بندی اطلاعاتی که فوری		ماده ۱۵ ماده ۱۵ ماده ۱۶			
۵	باید منتشر شوند - معاملات - ضرر و زیان حاصل از افشانکردن به عهده شرکت است - رعایت مقررات مربوط به افشای اطلاعات - مکلف شدن بورس برای ایجاد نهاد انتشار اطلاعات - مکلف شدن بورس برای انتشار اطلاعات دریافتی از حرکتها - تعیین مدت انتشار - مجازات استفاده کنندگان از اطلاعات نهایی			ماده ۲ ماده ۲ ماده ۳ ماده ۳		بند ۷
۶××						

× در مصوبات شورای بورس، به موارد مربوط به این ردیف اشاره‌ای نشده است (به جز بند ۷).

×× در قانون بورس اوراق بهادار (۱۳۴۵) و مصوبات شورای بورس به موارد سطر ششم اشاره‌ای نشده است.

### منابع:

#### الف) فارسی

فدایی نژاد، محمد اسماعیل (۱۳۷۴)، "آزمون شکل ضعیف نظریه بازار کارای سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی، شماره ۵ و ۶، دانشگاه تهران.

نمازی، محمد و زکیه شوشتریان (۱۳۷۴)، "بررسی کارایی بازارس بورس اوراق بهادار ایران" تحقیقات مالی، شماره ۷ و ۸، دانشگاه تهران.

#### ب) انگلیسی

Breycha, O.W. (1991), "German Equity Markets" in *The Global Equity Markets*, Chicago: Probus Publishing Company.

Creamer, Harriet (1990), "Issuing Securities in the United Kingdom", *International Financial Law Review*. No. 54, pp. 21-32.

Fabozzi, J. Frank, Franco Modigliani and Michael G. Ferri (1994), *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Perentice – Hall.

Karp, Edward William and Akira Koika (1990), "The Japanese Corporate Bond Market", in *The Japanese Bond Markets*, Chicago: Probus Publishing Co.

Woites, H. Nanoy (1985), "Regulation of the Securities Markets: Securities and Exchange Commission", Chap. 7 in *Handbook of Financial Markets*, Dow Jones – Irwin.

#### ج) سایتهای اینترنتی

<a href="http://WWW.sec.gov">http://WWW.sec.gov</a>	کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده
<a href="http://WWW.sec.gov.ph">http://WWW.sec.gov.ph</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار فیلیپین
<a href="http://WWW.sec.gov.bd">http://WWW.sec.gov.bd</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار بنگلادش
<a href="http://WWW.sec.gov.lk">http://WWW.sec.gov.lk</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار سریلانکا
<a href="http://WWW.secp.gov.pk">http://WWW.secp.gov.pk</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار پاکستان
<a href="http://WWW.seccom.govt.nz">http://WWW.seccom.govt.nz</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیوزیلند
<a href="http://WWW.sec.or.th/en/index.php">http://WWW.sec.or.th/en/index.php</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار تایلند
<a href="http://WWW.fsa.go.jp/sesc/english">http://WWW.fsa.go.jp/sesc/english</a>	کمیسیون بورس و اوراق بهادار ژاپن
<a href="http://WWW.sec.gov.mk">http://WWW.sec.gov.mk</a>	



جدول شماره ۴. نتایج سؤالات پرسشنامه (سؤالات ۲۷-۲۲)

شماره سؤال	سؤال	خیلی زیاد			زیاد			متوسط			کم			خیلی کم		جمع	
		درصد	فراوانی	درصد تجمعی	درصد	فراوانی	درصد تجمعی	درصد	فراوانی	درصد تجمعی	درصد	فراوانی	درصد تجمعی	درصد	فراوانی	درصد	فراوانیها
۲۲	در مورد "ارائه گزارشهای ماهانه تولید و فروش" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می کند؟	۵	۸/۶	۸/۶	۱۴	۲۴/۱	۳۲/۸	۲۴	۴۱/۴	۷۴/۱	۱۱	۱۹	۹۳/۱	۴	۶/۹	۱۰۰	۵۸
۲۳	در مورد "ارائه گزارش سالانه سود هر سهم (EPS)" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می کند؟	۳	۵/۱	۵/۱	۱۹	۳۲/۲	۳۷/۳	۱۴	۲۳/۷	۶۱	۱۹	۳۲/۲	۹۳/۲	۴	۶/۸	۱۰۰	۵۹
۲۴	در مورد "ارائه گزارشهای مالی میان دوره‌ای" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می کند؟	۱	۱/۷	۱/۷	۱۴	۲۴/۱	۲۵/۹	۲۳	۳۹/۷	۶۵/۵	۱۶	۲۷/۶	۹۳/۱	۴	۶/۹	۱۰۰	۵۸
۲۵	در مورد "صحت گزارشهای ارسالی در بورس" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می کند؟	۱۱	۱۸/۶	۱۸/۶	۱۷	۲۸/۸	۴۷/۵	۱۸	۳۰/۵	۷۸	۱۰	۱۶/۹	۹۴/۹	۳	۵/۱	۱۰۰	۵۹
۲۶	در "مورد انتشار گزارشها توسط شرکتهای" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می کند؟	۶	۱۰/۳	۱۰/۳	۱۷	۲۹/۳	۳۹/۷	۲۱	۳۶/۲	۷۵/۹	۱۱	۱۹	۹۴/۸	۳	۵/۲	۱۰۰	۵۸
۲۷	در مورد "عدم دسترسی افراد خاص به گزارشهای منتشر شده" از قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می کند؟	۱۸	۳۱	۳۱	۲۰	۳۴/۵	۶۵/۵	۸	۱۳/۸	۷۹/۳	۷	۱۲/۱	۹۱/۴	۵	۸/۶	۱۰۰	۵۸



جدول شماره ۳. نتایج سؤالات پرسشنامه (سؤالات ۱۶-۸)

شماره سوال	سوال	خیلی زیاد			زیاد			متوسط			کم			خیلی کم		جمع		
		درصد	تجمعی	فراوانی	درصد	تجمعی	فراوانی	درصد	تجمعی	فراوانی	درصد	تجمعی	فراوانی	درصد	تجمعی	فراوانی	درصد	
۸	در مورد "رعایت حق تقدم مشتریان در خرید سهام توسط کارگزاران" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۴/۳	۱۴/۳	۱۶	۲۸/۶	۴۲/۹	۲۴	۴۲/۹	۴۲/۹	۲۴	۸۵/۷	۴۲/۹	۲۴	۱۲/۵	۹۸/۲	۷	۵۶	۱۰۰
۹	در مورد "عرضه به موقع سهام مشتری توسط کارگزاران" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۲/۱	۱۲/۱	۲۱	۳۶/۲	۴۸/۳	۲۳	۴۸/۳	۳۹/۷	۲۳	۸۷/۹	۳۹/۷	۲۳	۸/۶	۹۶/۶	۵	۵۸	۱۰۰
۱۰	در مورد "ارائه عدم تبانی در معاملات" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۲/۱	۱۲/۱	۳۰	۵۱/۷	۶۳/۸	۱۳	۶۳/۸	۲۲/۴	۱۳	۸۶/۲	۲۲/۴	۱۳	۱۰/۳	۹۶/۶	۶	۵۸	۱۰۰
۱۱	در مورد "حفظ اسرار مشتریان توسط کارگزاران" تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۰/۳	۱۰/۳	۱۲	۲۰/۷	۳۱	۳۱	۳۱	۳۹/۷	۲۳	۷۰/۷	۳۹/۷	۲۳	۲۵/۹	۹۶/۶	۱۵	۵۸	۱۰۰
۱۲	در مورد "نحوه جبران خسارت وارده به مشتریان" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۲۷/۱	۲۷/۱	۱۶	۲۷/۱	۵۴/۲	۱۶	۵۴/۲	۲۷/۱	۱۶	۸۱/۴	۲۷/۱	۱۶	۱۶/۹	۹۸/۳	۱۰	۵۹	۱۰۰
۱۳	در مورد "سوء استفاده از سپرده‌های سرمایه گذاران در جهت منافع شخصی خود یا دیگران" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۵/۸	۱۵/۸	۱۵	۲۶/۳	۴۲/۱	۱۴	۴۲/۱	۲۴/۶	۱۴	۶۶/۷	۲۴/۶	۱۴	۱۷/۵	۸۴/۲	۱۰	۵۷	۱۰۰
۱۴	در مورد "اعطای تخفیف (غیرعادی) به مشتریان توسط کارگزاران" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۲۵/۹	۲۵/۹	۸	۱۴/۸	۴۰/۷	۱۳	۴۰/۷	۲۴/۱	۱۳	۶۴/۸	۲۴/۱	۱۳	۲۵/۹	۹۰/۷	۱۴	۵۴	۱۰۰
۱۵	در مورد تأخیر در واریز وجوه حاصل از فروش سهام به حساب مشتری" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۲/۳	۱۲/۳	۷	۱۲/۳	۲۴/۶	۱۹	۲۴/۶	۳۳/۳	۱۹	۵۷/۹	۳۳/۳	۱۹	۲۸/۱	۸۶	۱۶	۵۷	۱۰۰
۱۶	در مورد "تعیین وثیقه جهت تضمین جبران خسارت" قوانین موجود تا چه میزان نظارت لازم را تأمین می‌کند؟	۱۲/۵	۱۲/۵	۷	۳۲/۱	۴۴/۶	۱۸	۴۴/۶	۳۲/۱	۱۸	۷۶/۸	۳۲/۱	۱۸	۱۷/۹	۹۴/۶	۱۰	۵۶	۱۰۰