مجله اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹٤، صفحات ۱۳٦-۱۱۹

سخنرانی

بررسی نظام‌های نظارتی در بازارهای مالی

سیدمحمدجواد فرهانیان:

یکی از موضوعاتی که در حال حاضر وزارت امور اقتصادی و دارایی و به‌طورکلی اقتصاد کشور با آن روبرو است؛ بحث نظام تأمین مالی است. مطالعات اقتصادی و بررسی تجربه سایر کشورها نشان می‌دهد توسعه مالی بر رشد و توسعه اقتصاد کشورها اثرگذار بوده و بی‌شک کشورهایی که اقتصاد پیشرفته‌ای دارند از بازارهای مالی توسعه‌یافته‌ای برخوردارند.

از این منظر اگر به چالش‌ها و مشکلات اقتصاد کشور نگاه کنیم یکی از مشکلاتی که با آن روبرو هستیم توسعه‌نیافتگی بخش مالی اقتصاد کشور است. علی‌رغم اقدامات سازنده‌ای که از اجرای برنامه چهارم توسعه آغاز شد هنوز نظام مالی کشور دچار ضعف‌ها و ناهمگونی‌هایی است که برنامه‌های کمّی رشد اقتصادی را از دستیابی به رقم‌های هدفگذاری شده‌اش ناکام می‌گذارد. به این منظور در پروژه‌های کلانی که تحت‌عنوان "مگا پروژه" در وزارت امور اقتصادی و دارایی برای اقتصاد کشور تعریف و طراحی‌شده دو محور بهبود نظام تأمین مالی و اصلاح نظارت بر آن به سیستم مالی کشور مربوط است. در این مجال به موضوع نظام نظارت و معماری مناسب آن برای کشورمان می‌پردازیم.

طی چند سال گذشته مطالعاتی در حوزه نظام‌های نظارت بر بازارهای مالی انجام‌شده است که هدف از این مطالعات شناسایی بهترین راهکار برای نظارت است.

درحال حاضر نقش و جایگاه نظارت بر بازارهای مالی در اقتصاد، تا چه حد حائز اهمیت است؟ در پاسخ باید گفت نگرانی‌ها در این زمینه به‌قدری است که حتی نظام‌های سیاسی را دگرگون می‌نماید. بحث بر سر این است که نظارت یا تنظیم، کدام‌یک باید بر بازار حاکم باشد یا چارچوب تنظیم و نظارت همزمان چگونه باید باشد. برای پاسخ به این پرسش‌ها در زمینه کنترل و نظارت بازارهای مالی نیاز به بررسی بیشتر بحران‌های گذشته است. اولین گزارش رسمی، جهت تبیین و توصیف بحران مالی سال‌های (۲۰۰۹-۲۰۰۷) در سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردید،[1] این گزارش اطلاعاتی مقدماتی از نظارت بر سیستم‌های مالی در اختیار ما قرار می‌دهد؛ همچنین لزوم جمع‌آوری

۱. موجود بر روی تارنمای مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (www.rdis.ir)

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

منابع و مطالعه در زمینه بررسی ساختارهای نظارتی و نیز جهت‌دهی سیستم نظارتی در بازارهای مالی را برای ما روشن می‌کند. این‌دست گزارش‌ها در پی تبیین علل وقوع بحران در بازارهای مالی بود، البته علل بروز بحران به شکل جامع‌تر با تدوین کتبی نظیر بحران مالی: چه کسانی مقصرند؟ اثر هاوارد دیویس[1] به‌خوبی تبیین شد (هاوارد دیویس سال‌ها رئیس مدرسه اقتصاد لندن و اولین رئیس FSA[2] بوده است). در این کتاب و گزارش‌ها به نقش سیاست‌های دولت‌ها، اثر سیاست‌های پولی دولت آمریکا، سیاست‌های تشدیدکننده نوسانات بازار، بی‌مسئولیتی در تولید اوراق مشتقه، وام‌های رهنی، باورهای غلط سیاستگذاران و مدیران و حتی اخلاق سخن به میان آورده‌اند. با این همه دلایل که همه ذینفعان بازارهای مالی و بخش واقعی اقتصاد را مقصر می‌داند آیا سیاست مقررات‌زدایی کارامد است؟ (سیاست مقررات‌زدایی از دهه ۱۹۸۰ مبتنی بر دیدگاه‌های فریدمن توسط ریگان و تاچر اجرا شد). نه دخالت مطلق نه بی‌تفاوتی، پس راهکار چیست؟ به‌طور ویژه پرسشی که اینجا مطرح می‌شود این است که دخالت دولت در برابر بحران در بازارهای مالی تا چه اندازه‌ای باید باشد؟

در این خصوص دو دیدگاه متفاوت در دو طیف وجود دارد:

الف. گروهی از نظام سرمایه‌داری به شکل کلاسیک آن معتقد هستند که دولت نباید در بازار دخالت داشته باشد، به این دلیل که بازار خودتصحیح‌گر است، یعنی اعتقاد بر این است که کسی (حتی دولت) نباید در بازار دخالت کند. اگر بازاری بیش از اندازه رشد کرده باشد قطعاً باید اصلاح شود و به سطح تعادل خود برگردد (و این کار بدون آسیب به بنیان‌های نظام سرمایه‌داری خواهد بود).

ب. در مقابل گروه مخالفی قرار دارند که با شیوه توزیع درآمد، مصرف و تولید نظام سرمایه‌داری مشکل دارند و بیان می‌کنند که شکست بازار به حدی خواهد شد که سیکل‌ها و نوسانات شدید خودبه‌خود باعث از بین رفتن نظام سرمایه‌داری می‌شود (چه باید کرد؟ نظام جایگزین دخالت مطلق نهاد حاکمیتی را پیش نهاد می‌کند).

به‌عبارت دیگر دو طیف و فکر متفاوت وجود دارد، یک‌طرف لیبرالیسم مطلق و دیگری سوسیالیسم. یکی بر توانایی درونی نظام سرمایه‌داری برای خروج از بحران‌ها و غلبه بر مشکلاتش تأکید دارد و دیگری این موضوع را بدون دخالت دولت در شئون اقتصاد ممکن نمی‌داند. یک سو آزادی بازار را بیمه‌گر آینده آن و دستاوردش را انتخاب بهینه می‌شمرد، دیگری شکست بازار را حتمی می‌داند و نتیجه‌اش را فلاکت (ضد رفاه) اجتماعی!

---

۱. ترجمه این اثر به نام "مقصران بحران مالی" در سال ۱۳۹۲ توسط انتشارات بورس منتشر گردیده است.

2. Financial Services Authority

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

در چگونگی برخورد با بحران‌های بازارهای مالی نیز این دو طیف تفکر در تقابل هستند. گروهی معتقدند دولت نباید دخالت کند چون آن‌هایی که در بازار هستند بر اساس تجزیه‌وتحلیل و آگاهی وارد شده‌اند و بالطبع مسئول عواقب تصمیمات خود هستند. گروه دیگری عقیده دارند که دولت باید دخالت کند چون دلیل بحران‌ها (یا آنچه آنان به آن بحران می‌گویند) را ناشی از عوامل سیستماتیک می‌دانند؛ یعنی ناشی از اتفاقات بیرونی که از تسلط و پیش‌بینی افراد خارج است مانند خشکسالی، سیل، جنگ یا سیاست‌های حاکمیتی، به‌علاوه بازارها به یکدیگر وصل هستند و سقوط یک بازار سقوط دیگر بازارها را نیز در پی دارد.

در نتیجه باید گفت بازار بدون مقررات قابل‌تصور نیست (بازی باید قاعده داشته باشد)[1] و این امر کنترل، بازرسی و هدایت بازار را شامل می‌شود؛ منتهی در وضع قواعد رسم بر این است که بیشترین آزادی عمل برای فعالان بازار مهیّا باشد و بازار به ابزارهای بازدارنده از وقوع بحران یا حداقل هشداردهنده نسبت به آن مسلح شود.

وظیفه سیاستگذاران بخش مالی چیست؟

در عمل با توجه به دو طیف حدّی و متناقض نظریه‌پردازی در اقتصاد به‌ناچار باید سیاست محتاطانه‌ای در اقتصاد داشته باشیم. وضع مقررات احتیاطی و اتخاذ سیاست‌های احتیاطی راهکار جدیدی است که برای این منظور پیشنهادشده است (اکنون به‌جای سخن گفتن از مقررات‌زدایی، بازبینی مقررات و کارامد سازی مقررات[2] مطرح است).

سیاستگذاران باید قاعده بازی در بازار را تنظیم کرده و راهبردهایشان برای مقابله و مواجهه با بحران‌ها مشخص باشد، بنابراین استفاده از سیستم کنترلی امری بدیهی است؛ وضع قوانین و مقررات برای پیشگیری از به‌وجود آمدن بحران‌ها و نیز تعیین حدومرز کمک یا دخالت دولت در بحران‌ها نیز ضروری است. به‌عبارتی باید به‌عنوان یک سیاستگذار جایگاه و نقش خود را برای فعالان در اقتصاد مشخص کرده و شیوه نظارت بر بازارهای مالی را معرفی کند. دخالت صرف یا عدم‌مداخله و بی‌تفاوتی به آنچه در بازارهای مالی می‌گذرد نتیجه‌ای جز نارضایتی عمومی و توقف چرخ سرمایه‌گذاری در اقتصاد ندارد.

1. Role of the Game
2. Reregulation Verse Deregulation

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

اولویت با کدام است پیشگیری یا برخورد با تخلف؟

در اکثر کشورها نظام‌های نظارتی بر بورس‌ها و بازارهای سرمایه یک حالت پلیس‌مآبانه دارد. یعنی تا وقتی‌که جرم محرز نشده هیچ‌کس کاری نمی‌کند. هرچند گروهی دیگر عقیده دارند قبل از اینکه جرم روی دهد باید پیشگیری نمود. در سیستم نظارتی فعلی کشور ما نگاه اول حاکم است، اما پیشنهاد این است که سیستم نظارتی کشور باید یک سیاست متعادل در پیش بگیرد (هم نگاه به پیشگیری و هم برخورد با تخلف).

موضوع دیگر توجه به نظارت منفرد یا کلی بر همه بازارهای مالی است. برای پاسخ به این مهم لازم است شناختی از سیستم نظارت بر بازارهای مالی داشته باشیم:

بنای سیستم نظارت بر بازار سرمایه در آمریکا به شکل‌گیری بحران (رکود) بزرگ ۱۹۲۹ برمی‌گردد، یعنی بحران باعث شد وجود یک سیستم نظارتی به ضرورتی انکارناپذیر تبدیل شود. در بحران مذکور عملاً هیچ‌کس نتوانست راهی برای جلوگیری از بحران یا گسترش آن پیشنهاد کند و پس از بحران به این نتیجه رسیدند که علت به‌وجود آمدن بحران لجام‌گسیختگی در بازارهای مالی بوده، درنتیجه بازار مالی نیازمند یک مقام تنظیم‌کننده یا رگلاتور[1] است. البته برای بانک‌ها سیستم نظارتی قدیمی‌تر و باسابقه‌تری وجود داشت.

پس از بحران سال ۲۰۰۸ باز چنین نیازی احساس شد که سیستم نظارتی هم در بازار سرمایه و هم در بازار پول و بیمه دارای ایراداتی بوده است و باید دوباره بازنگری شود. سیستم نظارتی در انگلستان[2] و سیستم نظارتی که در آمریکا متداول بود دستخوش تغییر شد. در حال حاضر قانون (داد فرانک) مبنای نظارت بر بازارهای مالی می باشد. تا دهه ۹۰ قرن گذشته میلادی هیچ ذهنیتی نسبت به اینکه ما چگونه بر بازارهای مالی ازجمله سرمایه نظارت کنیم وجود نداشت و حتی چگونگی تنظیم نیز به‌روشنی تعریف‌نشده بود. در سال ۱۹۹۸ بازارهای مالی چنان بوروکراتیک شده بودند که انگلیسی‌ها بیان کردند باید تمام نظام‌های نظارتی تجمیع شوند؛ یعنی بازارهای پولی، سرمایه و بیمه تحت نظارت یک مقام ناظر قرار داشته باشد، به‌نحوی‌که کارامدی سیستم را در قوای عملیاتی خود بیشتر کند که متأسفانه این سیستم هم نتوانست واکنش و کارایی خوبی داشته باشد.

1. Regulators
2. Financial Services Authority

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

تغییرات در بازارهای مالی به‌حدی سریع بود که عقب افتادن مقام ناظر از تنظیم و نظارت به‌روشنی قابل احساس بود، در بازارهای مالی دیگر شاهد شرکت‌های کوچک و کم‌اهمیت نبودیم بلکه در بازارهای مالی شاهد شرکت‌ها و هلدینگ‌های خیلی بزرگ بودیم که سیستم قدیمی جوابگوی نظارت بر دستورالعمل‌های این شرکت‌ها (که دائماً در حال نوآوری بودند) نبود؛ بنابراین نیاز به نظام‌های نظارتی بسیار وسیع، دقیق و قدرتمند که همپای تغییرات باشند احساس شد؛ به این معنا که نظام‌های نظارتی نیز در برابر این نوآوری‌های مالی و شرکت‌های بزرگ باید مرتباً به‌روز شوند. برای نظارت بر بازارهای مالی به‌روز بودن لازم و ضروری است، چون نظام‌های نظارتی شریان‌های حیاتی بازارهای مالی را در اختیاردارند.

نوآوری در بازارهای مالی به اهدف سودآوری در این بازارها صورت می‌گیرد. از سوی دیگر توجه به این بازارها روزبه‌روز افزایش پیدا می‌کند، اما اگر حجم نوآوری‌ها از حدی عبور کند که فاصله بین ارزش ذاتی نوآوری‌های مالی و پشتوانه موضوعات مالی -که بالطبع باید به هم وصل و وابسته باشند- زیاد شود، ریسک بی‌ارزش شدن دارایی مالی افزایش خواهد یافت. این فاصله به‌تدریج با پیچیده شدن مشتقات مالی زیادتر خواهد شد، آنگاه بین ارزش ابتدایی و ارزش مالی نمی‌توان رابطه‌ای برقرار کرد. در صورت تمرکز و علاقمندی بر این دسته ابزارهای نوین مالی و افزایش ارزش آن‌ها مواجه خواهیم بود، بدون آن‌که ارزش دارایی واقعی پشتوانه آن‌ها افزایش‌یافته باشد؛ این به‌معنای شکل‌گیری حباب غیرقابل‌اجتنابی است و ترکیدن آن شاید به سیاهچاله نقدینگی منجر شود (تعداد افرادی که متضرر می‌شوند خیلی زیاد بوده و آسیب بسیار جدی به بخش واقعی اقتصاد وارد خواهد شد).

توضیح بیشتر اینکه ما در بخش واقعی اقتصاد بسترهایی داریم که بر اساس این بسترها لازم است یک‌سری ابزارهای مالی طراحی شود. هرچقدر ابزارهای مالی مشتق (هر چه ابزارهای مالی جزئی و خردتر) شوند حلقه اتصالشان به دارایی پایه یا منبع اولیه کمرنگ‌تر می‌شود. این موضوع حتی در ابزارهای مالی اسلامی نیز صادق است؛ یعنی اگر از روی ابزارهای مالی اسلامی ابزار مشتقه دیگری ساخته شود این ریسک به‌وجود خواهد آمد. به‌عنوان‌مثال درصورتی‌که ابزار صکوکی همچون صکوک اجاره داشته باشیم که مبتنی بر یک دارایی واقعی طراحی‌شده است، اگر روی این صکوک اجاره‌ای آپشنی (اختیار معامله) تعریف شود، از جبران تغییر نرخ اجاره، لزوماً این آپشن به دارایی اصلی و بازده آن وصل نیست و اگر به این منوال به فرض صندوقی دارایی‌اش این آپشن‌ها باشد دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق ارتباط کمرنگ‌تری با اصل دارایی پایه صکوک مورد نظر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

خواهند داشت.[۱] همان‌طور که گفته شد بیم اصلی آنجاست که فاصله بین ارزش‌های ذاتی و ارزش‌های مالی زیاد شود، در چنین مواقعی اگر حباب بازار مالی بترکد تعداد افرادی که متضرر می‌شوند خیلی بیشتر خواهند بود. در اصل آن چیزی که باعث چنین حبابی شده به‌صورت متوازن و مناسب توزیع نخواهد شد.

امروزه نگاه جدیدی به اهداف تنظیم و نظارت در بازارهای مالی حاکم شده است. به‌طورکلی پرسیده می‌شود چه باید کرد که مشکلات گذشته در بازارهای مالی مرتفع شوند، آن چیزی که در مطالعات ما احصاء شد، ۴ هدف عمده است که شاید بتوان اهداف بیشتری به آن اضافه کرد.

مطابق ماده (۲) قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴، سازمان بورس و اوراق بهادار با هدف حمایت از مشتریان و سرمایه‌گذاران و حفظ کارایی منصفانه در بازارها و همچنین حسن اجرای قانون تنظیم‌شده است.

اگر با دقت ماده مذکور را بررسی کنیم متوجه خواهیم شد که ما دو هدف از هدف‌های اساسی بازارهای مالی و نظارت بر بازارهای مالی را در سیستم قانونی کشور نداریم که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود. برای نظارت بر بازارهای مالی باید به این چهار هدف، توجه ویژه داشته باشیم.

اهداف چهارگانه تنظیم و نظارت بر بازارهای مالی:

- ایمنی و صحت مؤسسات مالی[۲]
- کاهش ریسک سیستمی[۳]
- کارایی و منصفانه بودن بازارها[۴]
- حمایت از مشتریان و سرمایه‌گذاران[۵]

چنانچه مقرر شود که سیستم نظارتی در قالب پروژه‌ای بررسی گردیده و پیشنهادهایی ارائه دهد باید اهداف فوق مورد توجه جدی قرار گیرد.

هریک از اهداف فوق به‌صورت خلاصه به شرح ذیل است:

---

۱. مخاطره اصلی ایجاد ابزارهای غیر ترازنامه‌ای یا زیرخط است. این امر باعث می‌شود شروط کفایت و الزاماتی که باید توسط شرکت‌ها رعایت شود به‌نوعی رعایت نگردد و این ابزارها در محاسبه الزاماتی که توسط مقام ناظر چک و کنترل می‌شود به‌حساب نیاید. شاید مثال کامل‌تر، ابزارهای پوشش ریسک نکول بازپرداخت وام‌ها باشد که توسط بانک‌های سیستم غیر اسلامی به‌کار گرفته می‌شوند.

2. Safety & Soundness of Financial Institutions
3. Mitigation of Systemic Risk
4. Fairness and Efficiency of Markets
5. Protection of Costumers and Investors

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

ایمنی و صحت مؤسسات مالی[1]

منظور از هدف تنظیم و نظارت بر ایمنی و صحت مؤسسات دربرگیرنده ترکیبی از قوانین و مقررات مصوب، بررسی‌ها و ارزیابی‌های احتیاطی بیشتر در کنار تأکید بر ترغیب و تشویق به‌جای اقدام اجرایی مانند جریمه و تحریم است. به این‌صورت که در بحث توسعه بازار همیشه انتظار برای بازاریان مشوق‌هایی است که داده می‌شود. به‌عنوان‌مثال کاهش نرخ مالیات‌های مستقیم یا ارزش‌افزوده از این موارد است. همچنین برای اینکه مردم تشویق شوند در کنار آن مشوق‌ها باید موارد احتیاطی نیز در جهت حفظ و صیانت از اموال سرمایه‌گذار انجام شود. در واقع باید سیاست‌های احتیاطی کلان تنظیم و اجرا شود.

کاهش ریسک سیستمی[2]

برای شفاف شدن موضوع، تعریف بانک ران (Bank Run) ارائه می‌گردد. وقتی اعتماد مردم به سیستم بانکی از بین برود، آن‌ها برای برداشت سپرده‌های خود به‌سوی بانک‌ها هجوم می‌آورند، به این حالت بانک ران گفته می‌شود. برای جلوگیری از چنین ریسک‌هایی باید اقدامات زیر را انجام داد - رصد و کنترل عملکرد کلی نظام مالی به‌عنوان یک کل و در نتیجه کاهش ریسک سیستمی - بانک‌های چندملیتی، صندوق‌های پوشش ریسک، شرکت‌های سرمایه‌گذار در اوراق بهادار و شرکت‌های بیمه‌ای نقش‌آفرینانی مهم به‌حساب می‌آیند. علاوه بر این، زیرساخت‌های بازار نیز از لحاظ سیستمی مهم محسوب می‌شوند، به‌خصوص نظام‌های پرداخت و تسویه و پایاپای وجوه در ریسک سیستمی مدنظر قرار می‌گیرند.

کارایی و منصفانه بودن بازارها[3]

در بازارهای کارا دو شاخص مهم باید موجود باشد:

- نظارت بر قیمت‌گذاری کارا که با در دسترس قرار داشتن اطلاعات مرتبط حاصل می‌شود، اجتناب از معامله با اشخاص وابسته و رفتارهایی که ضد رقابتی هستند؛ یعنی باید بازار همگن باشد. تنظیم‌گران بازار تلاش می‌کنند تا این هدف را از طریق موظف کردن مؤسسات به افشای اطلاعات اصلی چه درباره کسب‌وکار و چه در ارتباط با عملکرد مالی، افشای قیمت اوراق بهادار خریداری‌شده یا به فروش رفته، یا دیگر اطلاعاتی که برای سرمایه‌گذاران مهم جلوه می‌کند، حاصل نمایند.

1. Safety & Soundness of Financial Institutions
2. Mitigation of Systemic Risk
3. Fairness and Efficiency of Markets

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

– به‌طور کلی یک بازار زمانی می‌تواند برای یک سرمایه‌گذار جذاب باشد که تمام خصوصیات بازار رقابتی کامل به نحوی در آن مشاهده شود. به‌عبارت دیگر یعنی بازار شفاف و پاسخگو باشد و عمل به قواعد بازی (مقررات و قوانین) در عالی‌ترین سطح صورت گیرد. به‌عنوان مثال به‌هنگام بودن اطلاعات، یکی از راهکارهای افزایش شفافیت بازار است. فارغ از ضعف‌های موجود در انتشار اطلاعات فعالان بازار، یکی از سردرگمی‌های ما در تصمیم‌گیری در بازارها به‌خاطر عدم شفافیت و عدم آشنایی مقامات ناظر بازارهای مالی، سازمان‌ها و نهادهای مالی کشور با یکدیگر است.

به‌عنوان‌مثال سازمان بورس از سیاست بانک مرکزی بی‌اطلاع است یا بیمه از سیاست‌های بانک‌ها مطلع نیست. گام اول هماهنگی و همراهی نظارت در بازارهای مالی است. ما در پی ابزارهایی هستیم که نتیجه مطلوب و کارایی و همچنین منصفانه بودن بازارهای مالی را توأمان مهیّا کند.

حمایت از مشتریان و سرمایه‌گذاران[1]

امروزه ذینفعان و سیاستگذاران دنیا به‌دنبال قوانینی هستند که بتوانند از سرمایه‌گذاران خرد حمایت کنند. به‌طوری‌که در مواردی که الزامات شفافیت به‌تنهایی کفایت نمی‌نماید، سرمایه‌گذاران از طریق قوانینی که رفتار منصفانه و استانداردهای عالی انجام کسب‌وکار از سوی واسطه‌های مالی را ملزم می‌سازند مورد حمایت قرار می‌گیرند (بنابراین باید در سیستم نظارتی جدید به ساختار حمایت از مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران همراه با ابزارهای لازم اجرایی توجه ویژه‌ای شود).

مدل‌های تنظیم نظارت و همچنین رفتار این مدل‌ها چگونه است؟

چهار مدل شناخته شده وجود دارد که جهت پیاده کردن هریک از آنها بستر ویژه ای نیاز است؛ زیرا هریک از این مدل‌ها دارای یک پارادایم ویژه می‌باشند.

یکی از عوامل اصلی برای اتخاذ مدل تنظیمی، درجه اهمیت هر یک از اهداف چهارگانه فوق برای مقام قانون‌گذار می‌باشد. عواملی همچون تکامل تاریخی، ساختار نظام مالی، ساختار سیاسی و سنتی و اندازه کشور و بخش مالی موجب اتخاذ مدل‌های مختلف در نظام نظارتی کشورها شده است. در ایران به‌دلیل برخورداری از مسائل خاص فرهنگی لازم است این مدل‌ها را بومی‌سازی شده ارائه نماییم.

چهار مدل فوق به‌شرح ذیل می باشند:

– مدل نهادی (معروف به سیلو یا عمودی)[2]

– مدل یکپارچه یا متحد[3]

1. Protection of Costumers and Investors
2. Institutional, Silo or Vertical
3. Unified or Integrated Model

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

- مدل قله‌های دوقلو یا افقی[1]
- مدل دو رگه یا مبتنی بر وظیفه[2]

مدل نهادی (معروف به سیلو یا عمودی)[3]

مدل نهادی چیست؟ یعنی برای بازارهای مالی یک مقام ناظر وجود دارد که بر حسب وظیفه و چارچوب آن بازار عمل می‌کند. نظارت در ایران بر اساس چنین مدلی می‌باشد سازمان بورس بر بازار سرمایه و بانک مرکزی بر بازار پول و بیمه مرکزی بر بیمه‌ها و نهادهای زیرمجموعه خود نظارت می‌کنند. در این مدل هیچ‌یک از نهادها باهم ارتباط قوی ندارند، این مدل چندان کارا نیست. در این مدل رشد بازارها جدا از همدیگر سیاستگذاری و تحلیل می‌شود و به این دلیل کارا نیست، چون در عمل برنامه‌ریزی رشد هریک از بازارها نیاز به هماهنگی با عوامل رشد دیگر بازارها دارد.

به‌طور خلاصه در این مدل نهادهای ناظر مجزا برای بازارهای پول، سرمایه و بیمه وجود دارد.

معایب مدل نهادی

- عدم هماهنگی و تجانس استفاده از قوانین و مقرراتی که از سوی قانونگذاران مختلف در حوزه‌های متفاوت وضع شده‌اند و چالش هماهنگی میان سازمانی
- عدم وجود یک تنظیم‌گر با دیدی ۳۶۰ درجه نسبت به فعالیت تجاری نهادی که برای کل بازار تنظیم شده است.

مزایای مدل نهادی

- تخصص‌گرایی در هر یک از حوزه‌های مربوطه
- سهولت هماهنگی میان نهادهای ناظر
- شفافیت نظارتی و عدم سردرگمی مشتریان بازارها
- حمایت بهتر از مشتریان و سرمایه‌گذاران

1. Twin Peaks or Horizontal Model
2. Hybrid or Functional Model
3. Institutional, Silo or Vertical

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

مدل یکپارچه یا متحد[1]

در این مدل یک نهاد ناظر واحد بر بازارهای مالی (بازار سرمایه، بیمه و پول) نظارت می‌کند. نهاد ناظر هم نظارت احتیاطی بر شرکت‌ها را انجام می‌دهد و هم بر رویه‌های اجرایی کسب‌وکار نظارت می‌نماید. این مدل نیز دارای معایب و مزایایی می‌باشد و برای اجرایی کردن چنین سیستمی باید بسترهای لازم فراهم شود.

مزایای مدل یکپارچه

- تمرکز ساده و مؤثر نظارت و تنظیم بدون هیچگونه ابهام و سردرگمی یا تضاد میان حوزه اختیارات
- نظارت بهتر بر مدیریت ریسک

معایب مدل یکپارچه

- شکست در نهاد ناظر که به مفهوم اختلال در نظام اقتصادی است.
- عدم چابکی لازم برای نشان دادن واکنش به بحران‌های اقتصادی
- طولانی شدن فرایندهای کارایی و بوروکراسی
- عدم تخصص‌گرایی بهینه

مدل قله‌های دوقلو یا افقی[2]

این مدل برای بهره‌گیری از تمام مزایا و کارایی‌های مدل یکپارچه طراحی گردیده است و در عین‌حال تضاد ذاتی قوانین و مقررات مرتبط با صحت و ایمنی مؤسسه، حمایت از سرمایه‌گذاران و شفافیت را مدنظر قرار می‌دهد. این مدل را رهیافت تنظیم بر اساس اهداف عینی نیز نامیده‌اند. در این مدل، به‌منظور عدم بروز تضاد منافع بین اهداف ابتدایی که در بالا ذکر گردید، دو نهاد نظارتی مجزا مشخص می‌گردند. نهادی که نظارت احتیاطی انجام می‌دهد و نهادی که بر رویه‌های اجرایی کسب‌وکار نظارت می‌نماید.

این مدل مزیت‌های دو روش قبل را داشته و ضمن دید کلی به بازارها، چابکی و تخصص‌گرایی خود را حفظ می‌نماید. عیب این روش هماهنگی بین دو نهاد ناظر و طولانی شدن فرایندهای نظارتی در حیطه‌های مشترک است.

1. Unified or Integrated Model
2. Twin Peaks or Horizontal Model

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

مدل دورگه یا مبتنی بر وظیفه[1]

برخلاف مدل نهادی که بر وضعیت قانونی شرکت‌ها متمرکز است، این مدل بر فعالیت‌های هر شرکت متمرکز می‌باشد. بر این اساس، فعالیت شرکت است که تحت نظارت قرار می‌گیرد نه خود شرکت یا نهاد. نهادهای نظارتی متعددی وجود دارند که امور نظارتی را به‌اجرا در می‌آورند و بنگاه‌های اقتصادی تحت نظارت ملزم به گزارش‌دهی به نهادهای جداگانه‌ای می‌باشند. در این مدل هماهنگی بین نهادهای نظارتی بسیار دشوار است و گزارش‌دهی به نهادهای مختلف می‌تواند دوباره کاری در سیستم به‌وجود آورد و موجب سردرگمی نهادهای گزارش‌دهنده شود.

از مزیت‌های این روش می‌توان به وجود نهادی ناظر برای هر فعالیت اشاره کرد.

به‌دلیل دشواری فعالیت‌ها در این مدل تنها یک کشور را می‌توان تابع آن دانست و آن ایالات متحده آمریکاست.

ساختار تنظیم و نظارت بعد از سال ۱۹۹۸

پیش از آغاز مقررات‌زدایی در بازارهای مالی، به‌طور سنتی نظام‌های اقتصادی از مدل نهادی با سه پایه نهادهای ناظر بر بازار سرمایه، پول و بیمه بهره می‌جستند. با آغاز مقررات‌زدایی در دولت تاچر در سال ۱۹۸۶ و به بار نشستن آن در سال ۱۹۹۷، نهاد ناظر بر خدمات مالی (FSA[2]) تشکیل گردید و نام بانک مرکزی به بانک انگلیس اعطا شد. نهاد ناظر بر خدمات مالی (FSA) نهاد ناظر یکپارچه بر بازارهای پول، بیمه و سرمایه محسوب می‌شد که در کنار بانک مرکزی نظارت بر بانک‌ها را بر عهده می‌گرفت. با این اقدام انگلیس، بسیاری از کشورها نیز اقدام به یکپارچه‌سازی نهادهای نظارتی خود نمودند. از جمله می‌توان آلمان، فنلاند، نروژ، ایسلند، دانمارک، ژاپن و ... را نام برد. لذا از سال ۱۹۹۸ تا بحران مالی (۲۰۰۹-۲۰۰۷) را می‌توان دهه یکپارچه‌سازی تنظیم و نظارت در بازارهای مالی دانست.

پس از بحران مالی (۲۰۰۹-۲۰۰۷) ساختار تنظیم و نظارت دستخوش تغییرات شد، به‌طوری‌که انگلیس و آمریکا پیشگامان تغییرات در نظام تنظیم و نظارت در بازارهای مالی محسوب می‌شوند. با تصویب قانون حمایت از مصرف‌کننده و اصلاح وال استریت موسوم به قانون داد فرانک در ایالات متحده و همچنین تصویب قانون خدمات مالی در انگلیس، معماری نوین تنظیم و نظارت در جهان آغاز گردید. نهاد ناظر بر خدمات مالی در سال ۲۰۱۳ منحل شد و نظام نظارت در بازارهای مالی انگلیس از مدل یکپارچه به مدل قله‌های دو قلو تغییر ماهیت داد. در ایالات متحده نیز برنامه

1. Hybrid or Functional Model
2. Financial Services Authority (FSA)

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

بلندمدتی برای تبدیل نظام دورگه به نظام قله‌های دو قلو چینش شده است. در حال حاضر، شرکت‌های بیمه تحت نظارت بانک مرکزی ایالات متحده برده شدند؛ در نتیجه می‌توان اظهار داشت که اولین گام برای حرکت به‌سوی مدل جدید در این کشور برداشته شده است. با توجه به رخدادهای اخیر، به احتمال زیاد شاهد تغییرات نظارتی در کشورهای دیگر، همچنین ایجاد نهادهایی برای حفظ ثبات مالی و کنترل ریسک سیستمی خواهیم بود.

نظام تنظیم و نظارت در انگلیس پس از بحران به این صورت تغییر پیدا کرد، دو نهاد تنظیم احتیاطی (PRA) و نظارت بر اجرائیات مالی (FCA) دو قله مدل نظارتی هستند. محوریت PRA بانک انگلیس است که نظارت بر بانک‌ها و مؤسسات بیمه‌ای را بر عهده دارد. محوریت FCA همان FSA سابق است که نظارت بر بازار سرمایه و همچنین فرایندهای اجرایی را بر عهده دارد. خزانه‌داری انگلیس متولی تنظیم و نظارت بر سیاست‌های پولی است.

پارادوکس نظارت بر بازارهای مالی در ایران

در ایران در حال حاضر نظام تنظیم و نظارت از مدل عمودی یا نهادی بهره می‌برد، به‌طوری‌که هر بازار نهاد ناظری مشخص دارد. در بازار پول بانک مرکزی، بر بازار سرمایه سازمان بورس و اوراق بهادار و بر بازار بیمه، بیمه مرکزی جمهوری اسلامی نظارت می‌کنند. وظیفه هماهنگی میان نهادهای ناظر و تعیین سیاست‌های مالی و پولی بر عهده وزارت اقتصاد و شورای پول و اعتبار می‌باشد.

به‌طور کلی سیستم‌های نظارتی پیشین گذشته‌نگر هستند. هیچ‌یک از مدل‌های موجود در اختیار این مقامات آینده‌نگر[1] نبودند بلکه گذشته‌نگر بوده و با استفاده از تحلیل‌های تکنیکال و بنیادی (فاندامنتال) روندها از جمله قیمت‌ها را بررسی می‌کنند که هیچ‌یک از آنها چندان کارامد نیستند. (شیوه بررسی بر اساس مدل‌های اقتصادی پویا شاید بهتر و کارامدتر باشند). سؤالات زیادی درباره نحوه تنظیم و نظارت بر سیستم‌های مالی در کشور مطرح است که جواب دادن به این سؤالات می‌تواند راهگشا و رافع ابهامات در بازارهای مالی داخلی باشد، به‌عنوان مثال:

– آیا هدف این است که نظارت بر اساس داده‌های گذشته صورت پذیرد یا اینکه بر اساس ابزارهای جدید با نگاهی رو به جلو (آینده‌نگر) این سیستم طراحی شود؟ چطور می‌خواهد ریسک سیستماتیک و چرخه‌های اقتصادی را کنترل کند؟

یک‌سری از ابزارهای در اختیار ناظران کنترل‌کننده نوسان بازار هستند و یک‌سری از ابزارها تشدیدکننده آن.[2] آیا می‌خواهیم معماری تنظیم نظارت بر بازار را بدون توجه و شناخت این

1. Forward Looking
2. Procyclical verse Countercyclical

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

واقعیات تغییر دهیم؟ در رویکرد گذشته‌نگر یا پس‌نگر فقط نمودارها را به‌طور ساده می‌بینیم. پولشویی، سیاست‌های عملیاتی مناسب، مدیریت ریسک عملیاتی، آزمون استرس، گزارش‌های مالی و ... . کلیه موارد ذکر شده بر اساس آمار و اطلاعات گذشته می‌باشند. اما در نگاه پیش‌نگر یا آینده‌نگر که پس از بحران اخیر غالب شده است باید تمام موارد گذشته‌نگر که ذکر شد به‌علاوه اثربخشی هیئت‌مدیره، رویه‌های اجرایی فرهنگی، آزمون‌های فراخورد، بررسی‌های موضوعی، مدل‌های کسب‌وکار، تحلیل‌های احتیاطی کلان و معیارگذاری را در سیستم‌های نظارتی جدید لحاظ کرد. یعنی سیستم‌های نظارتی در عین‌حال که از اطلاعات گذشته سود می‌برند به آینده‌نگری نیز می‌پردازند تا ریسک‌های فعالیت در بازار کاهش یابند.

در اقتصاد سیکل‌های تجاری وجود دارند که در بازارهای مالی این سیکل‌ها همیشه جلوتر از سیکل‌های تجاری یا واقعی رخ می‌دهند، به‌عبارت دیگر انتظارات در بازارهای مالی زودتر شکل می‌گیرد؛ یعنی بورس اوراق بهادار هم دماسنج و هم پیش‌نگر اقتصاد واقعی است. با نگاه کردن به روند بورس می‌توان روند بخش واقعی اقتصاد را در آینده شناخت. اگر به ابزارهای موافق چرخه و ضد چرخه توجهی نشود روند عمومی اقتصاد شوک‌های ناخواسته‌ای را تجربه خواهد کرد. به‌عنوان مثال وقتی در حالت اوج و رونق قرار داریم با توجه به رویکرد گذشته‌نگر معیارهای تعیین‌کننده الزامات، کفایت سرمایه کوچکی (به‌نسبت حجم فعالیت) پیشنهاد می‌کنند؛ در حالی‌که در این حالت ریسک سقوط به‌سمت حضیض چرخه تجاری بالاترین حد ممکن است. این امر تشدیدکننده نوسان است[۱] (این موضوعی بود که در طراحی استانداردهای بازل (۲) مورد توجه قرار گرفت و در بازل (۳) تکوین و تکمیل شد). این حالت اوج و رونق یعنی اوج خوش‌بینی در بازارهای مالی! در مواجهه با خوش بینی بیشتر از حد که حباب قیمت‌ها را رقم خواهد زد مقام ناظر لازم است سیاست و برنامه مشخص و مدونی داشته باشد (جلوی هیجانات بازارهای مالی تا حد امکان گرفته شود مکانیزم کفایت و الزامات تغییر کند).

قبل از بحران اخیر، رویکرد سیاست‌های نظارتی هم‌راستا با چرخه‌های اقتصادی بود. متخصصین نظام بانکی بیان می‌کردند که ارزش‌های بازار باید با هم یکسان و روند بازارها همسوی هم باشند تا بازارهای مالی در کنار بخش واقعی قرار گیرند. در نتیجه هنگام رکود به‌منظور کنترل وضعیت، مقررات سختگیرانه توصیه می‌شد (برای مثال نسبت کفایت سرمایه شرکت‌ها افزایش می‌یافت یا از تزریق نقدینگی به بنگاه به‌دلیل بیم بازنگشتن پول برحذر داشته می‌شد) و هنگام رشد بر عکس

۱. در صورت سقوط بنگاه دردسرهایش بیشتر خواهد بود و دیرتر و با هزینه بیشتر از رکود خارج خواهد شد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

مقررات سهل‌تر و روان‌تر از آب درمی‌آمد! در این حالت مشکلی که به‌وجود آمد همان ایرادی بود که فریدمن از دولت‌ها در برخورد با رکود بزرگ پس از بحران دهه ۱۹۳۰ گرفت. دولت‌ها در رکود بزرگ ۱۹۲۹ به‌جای اینکه دست بنگاه‌ها را برای دسترسی به منابع بازتر کنند بر عکس عمل کردند که خود باعث تشدید بحران در آن زمان شد؛ یعنی ندادن اعتبارات به بنگاه‌ها منجر به تعطیلی بسیاری از بنگاه‌ها و شرکت‌ها شد که بیکاری بیشتر و کمبود عرضه و ... به‌وجود آمد. البته بازارهای سرمایه ماهیتاً ریسکی هستند (نسبت به بازار پول) یعنی در تعیین کفایت سرمایه باید این پذیرش ریسک نیز مدنظر قرار گیرد؛ با این حساب یک سری استانداردهای جدیدی (بازل ۳) استخراج شد و به بانک‌های مرکزی توصیه شد این سیستم را اجرا کنند.

رویکرد نظارتی پس از بحران یک رویکرد ضد چرخه اقتصادی بود. اکنون بیان می‌شود که سیستم نظارتی و استانداردهای اعمالی روی نهادهای مالی باید هماهنگ با رشد اقتصادی باشد، این به آن معنا است که نمی‌توانیم در موقع رکود سفت و سخت عمل کنیم و اجازه ندهیم نقدینگی در اختیار بنگاه‌ها قرار بگیرد. بی‌شک در انتخاب بنگاهی که قرار است به آن نقدینگی تزریق شود یا اصطلاحاً از سیستم چتر نجات برخوردار شود باید دقت کرد چون منابع نقدینگی در شرایط رکودی بی‌پایان نیست. همچنین توجه کنیم که مشکلات زمان رکود خودبه‌خود منجر به تشدید رکود می‌شود که یکی از این مشکلات الزامات نظارتی و کمبود نقدینگی (یا سرمایه در گردش) بنگاه‌ها است. هرچه در مواقع رکود اقتصادی، بنگاه‌ها راحت‌تر به نقدینگی دسترسی داشته باشند تا بتوانند از حداکثر ظرفیت‌های خود استفاده کنند اقتصاد زودتر از رکود خارج خواهد شد.

چه پارادایمی در نظارت باید برگزیده شود؟

پرسش مهم دیگر در خصوص نوع پارادایم نظارتی مورد نظر در ایران است. به‌طور کلی پارادایم‌های این حوزه ۵ مورد هستند:

- پارادایم اصول‌محور
- پارادایم مقررات‌محور
- پارادایم ریسک‌محور
- پارادایم نهادمحور
- پارادایم نتیجه‌محور

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

سیستم نظارتی[1] (کنترل محدود) که در انگلیس اجرا می‌شد نوعی پارادایم اصول‌محور است، مانند ورزش فوتبال قوانین کاملاً نوشته‌شده که در زمین با یک چارچوب مشخص بازیکنان بازی می‌کنند و داور هم نظارت می‌کند. همه‌چیز بر اساس اصول اولیه پیش‌گفته می‌باشد و تا تخلف آشکاری روی ندهد داور (مقام ناظر) سوت نمی‌زند و بازی را قطع نمی‌کند (گویی همه مقررات را می‌دانند و کسی دنبال فریب نیست، تخلف هم به سادگی قابل مشاهده توسط ناظر است).

در سیستم نظارتی آمریکا فرایند بر اساس پارادایم مقررات‌محور یا فرایندنگر می‌باشد. مانند پیست اسب‌سواری که داور پشت سر بازیگر در حال حرکت است، هر جا تخلف روی دهد بازیگر را از دور مسابقه خارج می‌کنند (پایش مرتباً انجام می‌شود).

به این صورت پرسش دیگر ما این خواهد بود که ما برای سیستم نظارت بر بازارهای مالی کشور دنبال چه چیزی هستیم؛ آیا می‌توانیم در سیستم نظارتی تفویض اختیار به نهادها کنیم. اگر چنین کاری انجام شود به آن نهاد محورمی‌گوییم، یا اینکه نتیجه‌گرا باشیم برای مثال میزان تأمین مالی در یک سال برای یک طرح یا اهدافی از قبل برنامه‌ریزی شده ملاک شود. اینکه از چه راهی و چطور مهم نیست، مهم نتیجه و هدف تهیه تأمین مالی برای هدف و طرح مورد نظر باشد!

سیستم نظارتی ما با سیاست‌های احتیاطی خرد و سیاست‌های احتیاطی کلان چگونه عمل می‌کند؟

سیاست‌های احتیاطی خرد[2] و کلان[3] باید با هماهنگی یکدیگر و همچنین براساس نوع رابطه‌ای که از لحاظ اجرای سیاست‌ها با هم دارند چینش شوند، به‌عبارتی باید یک نهاد هماهنگ‌کننده بین سایر نهادهای دیگر وجود داشته باشد که بتواند سیاست‌ها و رویکردهای نظارتی را بر مبنا و چارچوب واحدی قرار دهد؛ یعنی اثرات این سیاست‌ها باید به‌نحوی باشد که به‌طور مثال کارایی دو نهاد ناظر سازمان بورس و بانک مرکزی که بر بانک‌های بورسی نظارت می‌کنند در بالاترین حد باشد. چه نهادی باید نظارت احتیاطی کلان و چه کسی باید نظارت احتیاطی خرد را انجام دهد؟

همان‌طور که قبلاً بیان شد در حال حاضر سیستم نظارتی خرد در کشور اعمال می‌شود، به‌طوری‌که بانک مرکزی برای بانک‌ها سیاست‌هایی را اعمال می‌کند؛ به‌عنوان مثال ارائه خط‌مشی برای چگونگی اعتباردهی به مشتریان یا حتی تعیین ساعات کار بانک‌ها یا تعطیلی آنها و مقررات

1. Light Touch
2. Micro Prudential Policy
3. Macro Prudential policy

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

موضوعه سازمان بورس و اوراق بهادار نیز برای شرکت‌ها و نهادها عموماً از جنس خرد است و قطعاً بیمه مرکزی نیز برای سازمان‌ها و نهادهای زیرمجموعه خود سیاست‌هایی از این دست وضع کرده است.

در سیستم فعلی ایران اینکه مسئولیت حلقه احتیاطی کلان[1] با کیست و چه کسی باید اجرایش کند معلوم نیست. همچنان که بیان شد اگر سیاست‌های احتیاطی کلان نباشد مشکل ریسک سیستمیک یا بروز فروپاشی[2] در بازارهای مالی امری گریزناپذیر و ناگزیر خواهد بود.

در مدل‌های نوینِ هدف‌محور، نهادهای ناظر بر مبنای سه رویکرد تنظیم (چینش) می‌شوند:

رویکرد احتیاطی نظارتی خرد، رویکرد نظارتی احتیاطی کلان و نظارت بر ثبات مالی.[3]

در آمریکا، آلمان و سایر کشورها هیئت ثبات تشکیل شده است. این مدل در واقع مدل ارتقایافته مدل دو قلویی است که در کانادا در زمان بحران به‌کار برده شد. در حال حاضر در انگلیس این مدل پذیرفته‌شده و آمریکا نیز پس از اجرای کامل قانون داد فرانک به این سمت خواهد رفت.

جمع‌بندی و ارائه پیشنهادی برای ایران

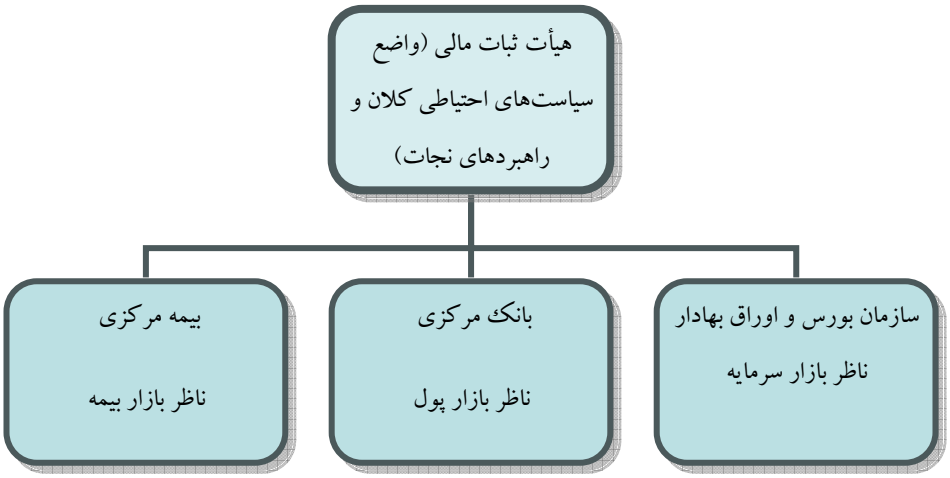
به‌نظر می‌رسد در کشور ما نیز نهاد ناظر برای ثبات مالی و وضع سیاست‌های احتیاطی کلان به‌عنوان سیاستگذار، طراح آینده و تعیین‌کننده الزامات فعالیت و راهبردهای نجات بازارهای مالی و نهاد تنظیمی- نظارتی و اجرایی برای پیاده‌سازی سیاست‌های احتیاطی خرد یا رویه‌ها نیاز داریم.

همچنان که قبلاً بیان کردیم ساختار فرهنگی کشور ما این بیم را پدید می‌آورد که تغییرات گسترده سازمانی به‌راحتی موردپذیرش قرار نمی‌گیرد و فرایندی زمان‌بر است. اگر حکم بر این باشد که همه مقامات نظارتی موجود را یکی کنیم قطعاً خود سازمان‌های فعلی در برابر آن مقاومت نشان می‌دهند. به‌عبارت‌دیگر احتمالاً بانک مرکزی، سازمان بورس و بیمه مرکزی از مخالفان اجرای این تغییر ساختار خواهند بود. لذا پیشنهاد عملیاتی به نظر این است که شاید در اسرع وقت و در گام نخست باید درباره نبود نهاد متولی سیاست‌های احتیاطی کلان چاره‌ای بیندیشیم و در این بین مهم‌ترین رکن بحث، ایجاد کمیته یا هیئت نظارت بر ثبات مالی برای اتخاذ سیاست‌های احتیاطی و ابلاغ آن به ناظران فعلی است.

1. Macro
2. Collaps
3. Stability

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

با توجه به مباحث و پیشنهادهایی که داده شد، ملاحظه می‌شود که انتخاب مدل تنظیم و نظارت و تغییر در سیستم کنونی مورد مناقشه بسیاری خواهد بود. در این راستا هزینه‌های اجرایی تغییرات باید مورد ارزیابی قرار گیرند. در واقع چینش صحیح نهادها مهم‌تر از انتخاب الگوی تنظیم و نظارت در اقتصاد هر کشور است. از طرف دیگر به‌جای تغییرات اساسی در سیستم نظارتی کنونی، شاید بهتر آن است تا در پی حلقه‌های مفقوده برای کاراتر نمودن نظام تنظیم و نظارت در اقتصاد کشور بود؛ نهادهایی همچون شورای ثبات مالی و نهادهای هماهنگ‌کننده که در اغلب کشورها برای هماهنگی تصمیم‌های اتخاذشده از سوی نهادهای گوناگون تأسیس‌شده‌اند یا نگارش تفاهم‌نامه همکاری بین نهادهای ناظر در حیطه تنظیم و نظارت مشترک ازاین‌دست اقدامات عاجل می‌تواند باشد.



بر اساس الگوی پیشنهادی، مقامات ناظر از طریق هیئت ثبات مالی به یکدیگر وصل می‌شوند. ساختار هیئت ثبات مالی می‌تواند متشکل از وزیران اقتصادی کابینه دولت، رؤسای بانک مرکزی، بیمه مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار باشد. در چنین الگویی برخی از وظایف فعلی مقامات ناظر تغییر می‌یابد، اما به شکل کلی وظیفه این مقامات نظارت بر رویه‌های بازار ذی‌ربط است. علاوه بر آن اجرای سیاست‌ها و دستورهای هیئت ثبات مالی نیز به وظایف آن‌ها اضافه می‌شود. در نهایت بر اساس مطالعات انجام‌شده وظایف پیشنهادی برای هیئت ثبات مالی به‌صورت ذیل قابل تبیین است:

- اتخاذ سیاست‌های احتیاطی کلان برای بازارهای مالی و وضع مقررات کنترل‌کننده ریسک سیستمیک (قبل از وقوع بحران)
- هماهنگی بین بازارهای پول، بیمه و سرمایه و همسویی سیاست‌های کلان اقتصادی با کارکرد هریک از بازارهای مالی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]

- هدفگذاری برای کسب حداکثر کارایی و اثربخشی هر بازار مالی با توجه به قدرت جذب پول در هر یک از بازارهای مالی (این بازارها فی‌نفسه به‌نوعی رقیب یکدیگر به‌شمار می‌روند و برای بازی جوانمردانه نیاز به داوری بی‌طرف که منافع عموم جامعه را در نظر می‌گیرد دارند).
- سیاستگذاری، برنامه‌ریزی و راهبری صندوق‌های ثبات بازارهای مالی
- سیاستگذاری نحوه مقابله با بحران‌های مالی (سیاست نحوه مواجهه پس از وقوع بحران)
- و تعیین نقش برای هر یک از بازارهای مالی در راستای اهداف ثبات مالی.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-04]