

مقدمه

بند اول: شناخت بازار مالی

۱. پیشرفت اقتصادی با توسعه بازار مالی

پیشرفت اقتصادی مستلزم تجهیز و تخصیص بهینه منابع است؛ بدین معنا که باید با سازوکار مناسب، وجوه مازاد در اختیار عموم جمع آوری شود و در راه رشد و توسعه اقتصادی مورد استفاده قرار گیرد. در واقع، رشد اقتصادی مستلزم تولید، و تولید مستلزم سرمایه گذاری است. برای اینکه سرمایه گذاری به میزان کافی و به شیوه صحیح صورت گیرد و وجوه به جای استفاده در فعالیتهای سفته بازان در امور تولیدی به کار گرفته شوند نیازمند توسعه بازار مالی هستیم. کارکرد اصلی بازار مالی تسهیل فرایند تأمین مالی است که خود منتج به توسعه اقتصادی می شود.^۱ بدین ترتیب، توسعه و رشد بازارهای مالی از پیش نیازهای اساسی رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری محسوب می شود. مطالعات امروزی به خوبی رابطه میان توسعه یافتگی و کارایی و پیشرفت بازارهای مالی را به اثبات رسانده اند و کشور ما نیز از این قاعده مستثنا نیست.^۲ به علاوه، بر اساس بازده مورد انتظار از انواع فعالیتهای اقتصادی، خریداران و فروشندگان در بازارهای مالی تصمیم می گیرند که چگونه وجوه میان دارایی های مختلف تقسیم شود و این امر به بهبود فرایند قیمت یابی و کارایی بازار کمک می کند. به همین دلیل برای معامله دارایی های مالی، بازار مالی شکل گرفته است.

۱. کازرونی، علیرضا، «نقش بازار مالی در تجهیز منابع لازم برای توسعه»، ص ۱۷۰-۱۷۳؛ مشایخ، شهناز و محبوبه جعفری، «بازار مالی ایران در مقایسه با بازارهای جهان»، ص ۳۴.

2. Bailey, Roy, *The Economics of Financial Markets*, p. 2.

عرب مازار، علی اکبر و زینب آهنگر، «بررسی اثر توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی ایران طی دوره ۱۳۷۳-۱۳۸۳»، ص ۶۹-۷۰.

۲. جایگاه بازار مالی در میان انواع بازارها

بازار به معنای محلی است که در آن خریداران و فروشندگان با یکدیگر مواجه می‌شوند و معاملات خود را انجام می‌دهند. این محل پیش‌تر صرفاً فیزیکی بود اما امروزه بازار می‌تواند الکترونیکی باشد و محل جغرافیایی مشخصی نداشته باشد. در یک تقسیم‌بندی اصلی، انواع بازارهای موجود در اقتصاد را می‌توان به بازار محصولات و بازار عوامل تولید تقسیم کرد. بازار محصولات کالاهای ساخته‌شده و خدمات را دربر می‌گیرد و بازار عوامل تولید نیروی کار و سرمایه را شامل می‌شود. بازار مالی بخشی از بازار عوامل تولید محسوب می‌گردد و در برابر بازار واقعی قرار می‌گیرد.^۱

بخش واقعی اقتصاد بیان‌کننده جریان کالاها و خدمات از تولیدکنندگان به مصرف‌کنندگان و نیز جریان نیروی انسانی از عرضه‌کنندگان نیروی انسانی به تولیدکنندگان است. بخش مالی اقتصاد نیز شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیه پس‌اندازکنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به سمت سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها و خدمات یا دولت است. این دو بخش باید همگام با یکدیگر رشد و حرکت کنند و نتیجه این همگامی رشد و توسعه اقتصادی است. بدین ترتیب، بازار مالی به معنای بازاری است که در آن صاحبان سرمایه وجوه و سرمایه مورد نیاز را به متقاضیان می‌پردازند. در این بازارها دارایی‌های مالی مبادله می‌شوند. برای شناخت مفهوم دارایی مالی کافی است به مفهوم دارایی واقعی و فیزیکی توجه کنیم. دارایی‌های واقعی همچون گندم، برنج، و اتومبیل به طور مستقل واجد ارزش بوده و پاسخگوی نیازی از نیازهای انسانی هستند، حال آنکه دارایی‌های مالی همچون سهام، اوراق مشارکت و سایر انواع اوراق بهادار فاقد ارزش ذاتی هستند و ارزششان به دارایی نهفته در پس آن‌ها وابسته است. بنابراین، دارایی‌های مالی از انواع دارایی‌های غیر ملموس مانند سپرده‌های بانکی، پول نقد یا سهام شرکت‌ها هستند که در بازارهای مالی قابلیت دادوستد داشته و نسبت به دارایی‌های غیر مالی، قابلیت نقدشوندگی بیشتری دارند. بر این اساس، بازار مالی بازاری است که در آن دارایی‌های مالی مبادله می‌شود.^۲

۳. انواع بازارهای مالی

بر اساس تقسیم‌بندی‌های رایج، بازار مالی به سه بازار پول، سرمایه و بیمه تقسیم می‌شود. در

۱. فیوزی، فرانک و دیگران، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ص ۱۷.

۲. همان، ص ۲۳.

بازار بیمه برخلاف دو بازار پول و سرمایه، تأمین مالی صورت نمی‌گیرد و پوشش ریسک ارائه می‌شود. بازار مالی بر اساس نحوه تأمین مالی و معیار سررسید تعهدات، به بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شود. به عنوان اصطلاحی مالی، بازار پول^۱ به بازار ابزارهای مالی کوتاه‌مدت و میان‌مدت اطلاق می‌گردد و بازار ابزارهای مالی میان‌مدت و بلندمدت بازار سرمایه^۲ نامیده می‌شود. ^۳ به عبارت دیگر، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک به پول است، همچون چک، سفته و برات، که سررسید کمتر از یک سال دارند. در نقطه مقابل، بازار سرمایه به بازار دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیش از یک سال و دارایی‌های بدون سررسید اطلاق می‌شود. صرف نظر از بازار بیمه که نقش مستقیمی در تأمین مالی ندارد، مجموع بازار پول و بازار سرمایه را بازار مالی می‌نامند.^۴ بر این اساس، در بازارهای مالی که در آنها سرمایه در مسیر تولید قرار می‌گیرد و امکان رشد می‌یابد با دو بازار پولی (بانک‌محور) و بازار سرمایه (اوراق بهادارمحور) مواجهیم. با وجود این، در هر دو بازار پول و سرمایه، اوراق بهادار منتشر می‌شوند و تفاوت در سررسید آنهاست، ضمن اینکه اوراق بهادار بازار پول عموماً ریسک کمتر و بازده پایین‌تری دارد.

با وجود این به نظر می‌رسد که در کشور ما به منظور تمایز بازار پول از بازار سرمایه این تقسیم‌بندی به میزان کافی گویا نیست، زیرا تعداد قابل توجهی از ابزارهای مورد استفاده در بازار پول شباهت چشمگیری با ابزارهای مورد استفاده در بازار سرمایه دارند. در بازار پول همچون بازار اوراق بهادار، اوراق مشارکت یا سایر اوراق بهادار با عمر چهار یا پنج ساله صادر می‌گردد، در حالی که، طبق تعریف، چنین اوراقی منحصر به بازار سرمایه هستند. به علاوه، در نظام غربی، عملیات بازار پول عمدتاً بر عقد قرض و بازار سرمایه بر مشارکت استوار است، در حالی که در نظام مالی اسلامی چنین تفکیکی قانوناً متصور نیست. به هر روی باید پذیرفت که تقسیم‌بندی بازار پول و سرمایه بر مبنای یادشده در کشور ما به طور دقیق اجرا نمی‌شود و برای تفکیک این دو بازار از یکدیگر بهتر است بگوییم بازار تحت نظارت بانک مرکزی را بازار پول و بازار تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار را بازار سرمایه می‌نامند. عدم وجود مرز دقیق میان بازار

1. marché Monétaire, money market

2. marché des capitaux, capital market

۳. فیوزی، فرانک، مودیلیانی، فرانکو، فری، مایکل، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ص ۲۵.

۴. همان، ص ۲۵؛ مادورا، جف، بازارها و نهادهای مالی، ص ۱۰.

پول و بازار سرمایه منحصر به کشور ما نیست^۱ و هم‌اکنون بحث از بانکداری جامع^۲ به منظور ارائه انواع خدمات مالی توسط نهاد واحد نیز فراوان است. در واقع به همین دلیل است که تمایز میان بازار پول و بازار مالی در کشورهای مختلف کم‌رنگ شده است. در فرانسه از سال ۱۹۸۴ این دو بازار به یکدیگر نزدیک شدند: از یک سو تنوع ابزارهای مالی مورد استفاده در بازار مالی گسترش یافت و از سوی دیگر عرصه بازار پول برای ورود دیگر فعالان اقتصادی و ابزارهای مالی میان مدت باز شد.^۳

بند دوم: پیشینه بازار اوراق بهادار

۴. ضرورت وجود بازار مبادله اوراق بهادار

گرچه ریشه پیدایش اوراق بهادار به پیش از تشکیل شرکت‌های سهامی بازمی‌گردد، اما با تأسیس و رشد این شرکت‌ها، بحث اوراق بهادار اهمیت و توسعه فزاینده‌ای یافت. با ایجاد شرکت‌های سهامی، مردم اموال و وجوه خود را در اختیار شخصیت حقوقی دیگری به نام شرکت می‌گذارند و به جای آن سندی به نام سهام دریافت می‌کنند. با توجه به اینکه یک سرمایه‌گذار باید این امکان را داشته باشد تا سرمایه خود را در زمان لازم به وجه نقد تبدیل نماید، لذا بازاری برای مبادله این اوراق مورد نیاز بود. در واقع، صرف نظر از لزوم وجود بازار ثانویه برای انواع اوراق بهادار همچون اوراق قرضه و مشارکت، هنگامی که شرکت‌ها عمری دائمی یافتند، مسئله امکان خروج از شرکت و ایجاد بازار ثانویه برای مبادله سهام اهمیت یافت (ر.ک.: شماره ۱۴۸-۱۵۰). در ابتدا این بازار از انسجام چندانی برخوردار نبود، اما با توجه به مزایای وجود بازار متشکل، بورس شکل گرفت.

هدف بازار اوراق بهادار تأمین مالی است. بازار اوراق بهادار وسیله‌ای است تا سرمایه‌های خرد تجمیع و سرمایه‌گذاری توسط اشخاص متخصص نیازمند به وجه نقد تسهیل گردد. اما گاهی نیز بازار سرمایه نه به دنبال تأمین مالی بلکه در پی فراهم آوردن فضایی شفاف و رقابتی برای انجام معاملات است. بورس کالا مثالی از مورد اخیر است؛ در حالی که در بورس اوراق بهادار هر دو هدف پیش‌گفته به صورت توأمان دنبال می‌شود. بازار سرمایه بازاری متشکل است و مقصود از بازار متشکل بازار تحت نظارت و

۱. در خصوص وجود چنین وضعیتی در کشور فرانسه که در آن بانک‌ها ابزارهای میان‌مدت همچون اوراق قرضه قابل معامله منتشر می‌کنند رجوع کنید به:

Bonneau, Thierry & Drummond, France, *Droit des marchés financiers*, p. 13.

2. universal banking

3. Loc cit.

مقررات گذاری شده است. معاملات کالا و اوراق بهادار در یکی از بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس یا به صورت استثنایی در خارج از این دو طبق مقررات مصوب سازمان بورس اوراق بهادار و سایر مراجع ذی‌ربط انجام می‌شود.

بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و منسجم و مصداق بارز بازار سرمایه است. اما مورد معامله در بورس همیشه اوراق بهادار نبوده است و در گذشته‌ها - و البته به میزان کمتر در حال حاضر - کالا نیز به عنوان موضوع معامله بورس بوده است. در قرن نوزدهم که شرکت‌ها اقدام به عرضه سهامشان به عموم کردند تفکیک میان بورس اوراق بهادار^۱ و بورس کالا^۲ به تدریج شکل گرفت و گسترش یافت.^۳

۵. تشکیل بورس و تأمین مالی بازار سرمایه محور

در خصوص اینکه اولین بورس اوراق بهادار کجا و چه زمانی ایجاد گردید اقوال مختلفی وجود دارد. در این میان به ایجاد اولین بورس در سال ۱۴۰۹ در بروژ^۴ یا در سال ۱۵۳۱ در آنتورپ^۵ اشاره شده است، اما از آنجا که در این بازارها عموماً برات، ارز و مطالبات مبادله می‌شدند، باید گفت اولین بورس اوراق بهادار در سال ۱۶۱۱ میلادی در آمستردام شکل گرفته است؛ بورسی که سهام کمپانی هلندی هند شرقی در آن به میزان زیادی مورد خرید و فروش واقع شد. مزایای این بازار متمرکز، از قبیل نقدشوندگی و کشف قیمت، سبب توسعه این بازار و ایجاد بورس‌های متعدد شد. به این ترتیب دیگر بورس‌ها در کپنهاگ (سال ۱۶۱۹ م.)، پاریس (سال ۱۷۲۴ م.)، وین (سال ۱۷۷۱ م.)، لندن (سال ۱۷۷۳ م.) و نیویورک (سال ۱۷۹۲ م.) به تدریج ایجاد شدند.^۶ تردیدی نیست که میان این بازارها و بورس به مفهوم امروزی فاصله قابل توجهی وجود داشته است. با پیشرفت‌های صنعتی در قرن نوزدهم، نیاز به سرمایه افزایش یافت و شرکت‌ها اقدام به انتشار حجم قابل توجهی از اوراق بهادار نمودند که این امر منجر به رشد بازار سرمایه شد.

البته بازارهای سرمایه در تمام کشورها به یک میزان رشد نکردند. در برخی کشورها تأمین مالی از طریق بانک بر استمداد از بازار سرمایه غلبه داشت؛ امری که هنوز هم در کشور ما به روشنی ملاحظه می‌شود. زمانی که بازار سرمایه رشد نیافته است، منابع مالی محدود و عموماً

1. bourse de valeur mobilière, stock exchange

2. Bourse de commerce, commodity exchange

3. Bonneau, Thierry & Drummond, France, *Droit des marchés financiers*, p. 10.

4. Bruges

5. Antwerp

6. Mathias M. Siems, *The Foundations of Securities Law*, p. 146.

منحصر به وجوهی است که بانک‌ها می‌توانند در اختیار شرکت‌ها قرار دهند. با گسترش بازار سرمایه، محدودیت در تأمین منابع مالی کاهش می‌یابد. همچنین ریسک فعالیت شرکت و بانک از یکدیگر جدا می‌گردد و عملکرد نامناسب یکی تأثیر کمتری بر دیگری می‌گذارد. به علاوه از آنجا که بازار پولی عموماً بازاری ریسک‌گریز است، بازار سرمایه می‌تواند امکان جذب سرمایه در بخش‌های دارای ریسک بیشتر، از جمله سرمایه‌گذاری خطرپذیر،^۱ را فراهم کند. نفوذ و توسعه بازار سرمایه به عوامل متعددی همچون مسائل سیاسی، خط‌مشی اقتصادی، جغرافیا و منابع طبیعی، آموزش و قواعد حقوقی بستگی دارد. اما بازار سرمایه نیز نمی‌تواند به عنوان حاکم بلامنازع، منبع منحصر تأمین مالی باشد. تأمین مالی از طریق بانک و بورس هریک مزایا و معایبی دارد و شرکت‌ها باید با نیازسنجی دقیق در این زمینه تصمیم بگیرند. در واقع، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و بازار پول را می‌توان به بال‌های پرنده تشبیه نمود و در لزوم استفاده از هریک از این دو بازار نباید افراط کرد.

به تدریج با توجه به اهمیت بازارهای مالی در رشد و توسعه اقتصادی کشورها، نقش دولت‌ها در نظارت بر این بازارها پررنگ گردید. تولد حقوق بازار سرمایه در دنیا به شکل نظام‌مند به سال ۱۹۳۳ با تصویب قانون اوراق بهادار^۲ در ایالات متحده امریکا بازمی‌گردد. تا پیش از بحران اقتصادی بزرگ سال ۱۹۲۹ میلادی، مقررات قانونی به منظور حمایت کافی از سرمایه‌گذاران وجود نداشت. در اکتبر همین سال که بازار سرمایه سقوط کرد، ارزش حدود ۵۰ میلیارد دلاری اوراق بهاداری که در طول سال‌های پیش از این عرضه شده بود به نصف رسید و متعاقب آن، اعتماد عمومی به بازار سرمایه کاهش یافت. این موضوع آشکار بود که اعاده حیثیت بازار سرمایه منوط به اعاده اعتماد مردم به این بازار است و در این راستا کنگره پس از شناسایی و تبیین مشکلات و راه‌حل‌های آن، در سال ۱۹۳۳ قانون اوراق بهادار را به تصویب رساند. این قانون سازوکاری در سطح فدرال برای تنظیم عرضه عمومی اوراق بهادار و به عبارت دیگر بازار اولیه، مقرر نمود. یک سال بعد، در قانون بورس اوراق بهادار،^۳ مقررات بازار ثانویه، کارگزاران، معامله‌گران، بورس‌ها و سایر موضوعات تدوین گردید. همچنین کنگره با این قانون، کمیسیون بورس و اوراق بهادار را تأسیس نمود که از آن پس کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۴ نامی جهانی و تداعی‌کننده تصویر اعمال دقیق و جامع مقررات اوراق بهادار شد.

1. venture capital
 2. Securities Act 1933
 3. Securities Exchange Act 1934
 4. Securities and Exchange Commission (SEC)

در کشور ما ریشه پیدایش بورس به سال ۱۳۱۵ هجری شمسی بازمی‌گردد. در این زمان شخصی بلژیکی به نام وان لوترفلد پس از انجام مطالعات لازم، اساسنامه‌ای برای بورس تهیه کرد؛ اما تلاش‌های وی به دلیل وقوع جنگ جهانی در آن زمان به ثمر ننشست. در نهایت در سال ۱۳۴۵ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار به تصویب رسید. با تصویب این قانون، فعالیت بورس اوراق بهادار در ۱۵ بهمن ۱۳۴۶ با انجام چند معامله در مورد سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز شد و ۱۰۵ شرکت در فاصله سال‌های ۱۳۴۶ تا ۱۳۵۷، در بورس پذیرفته شدند.^۱ با پیروزی انقلاب اسلامی در سال ۱۳۵۷، قوانین متعددی تصویب شد که شرکت‌های مختلف بخش خصوصی را ملی اعلام نمود و منتهی به کوچک شدن قابل توجه بخش خصوصی گردید.^۲ در نتیجه، بورس تهران دچار رکود قابل توجهی شد. با شروع جنگ تحمیلی در سال ۱۳۵۹، فعالیت بورس اوراق بهادار بیش از پیش محدود گردید. با خاتمه جنگ، در نیمه دوم سال ۱۳۶۸ فعالیت بورس احیا و از شرایط رکودی پیشین خارج شد.^۳ در سال‌های اخیر نیز بورس برحسب شرایط سیاسی و اقتصادی موجود فراز و نشیب‌های متعددی را پیموده است.

بند سوم: ماهیت حقوق بازار سرمایه

۶. تبعیت از قواعد حقوق خصوصی

هدف اصلی حقوق بازار سرمایه فراهم آوردن فضایی مناسب، شفاف و کارا برای تأمین مالی است. بدین منظور ناشران به انتشار اوراق بهادار در بازار اقدام می‌کنند و با واسطه نهادهای مالی، معاملات اوراق بهادار صورت می‌پذیرد. شرکت‌ها به عنوان ناشران اوراق بهادار تحت قواعد حقوق تجارت که خود از زیرشاخه‌های حقوق خصوصی است تشکیل می‌شوند و فعالیت می‌کنند. انتشار و عرضه اوراق بهادار نیز تابع قواعد مربوط به معاملات و انعقاد قراردادهاست که خود از مصادیق بارز قواعد حقوق خصوصی است. رابطه میان فعالان بازار اوراق بهادار از جمله ناشران و نهادهای مالی با سرمایه‌گذاران عموماً در قالب قراردادها تعریف می‌شود که خود زیرشاخه حقوق خصوصی هستند و به ویژه با رعایت

۱. کدخدایی، حسین، *مبانی مقررات بازار سرمایه*، ص ۲۴.

۲. از جمله «لایحه قانونی اداره امور بانک‌ها» در سال ۱۳۵۸ که ادغام و ملی شدن بانک‌های خصوصی را مقرر نمود و نیز اصل ۴۴ قانون اساسی که عمده فعالیت‌های بزرگ اقتصادی را در قالب دولتی قرار داد.

۳. کدخدایی، حسین، *مبانی مقررات بازار سرمایه*، ص ۲۵-۲۸.

قواعد قانون مدنی تنظیم می‌شوند. همچنین، فعالیت اصلی در بازار سرمایه، خرید اموال منقول به قصد فروش و کسب و منفعت است که بر اساس بند ۲ ماده ۱ قانون تجارت، عمل تجارتي شناخته می‌شود. به علاوه، عمل بسیاری از فعالان بازار از جمله کارگزاران بورس در قانون تجارت از مصادیق اعمال تجارتي است. با این حال، حقوق بازار سرمایه را نمی‌توان شاخه‌ای از حقوق خصوصی دانست.

۷. غلبه قواعد حقوق عمومی

حقوق بازار سرمایه حقوق فعالان و خدمات مالی است؛ یعنی حقوق بازار سرمایه به دنبال تنظیم قواعد حاکم بر فعالان بازار اوراق بهادار و فعالیت‌های قابل انجام در این بازار است. از یک طرف، در بازار اوراق بهادار تنها اشخاص معینی امکان فعالیت دارند و از طرف دیگر، تنها خدمات و فعالیت‌های خاصی قابل انجام هستند که سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار را مقدور می‌سازند و تسهیل می‌نمایند.

بدین ترتیب، از یک سو، حقوق بازار سرمایه حقوق خدمات مالی است؛ از جمله این فعالیت‌ها جمع‌آوری و تحلیل داده‌های مالی، ارائه مشاوره سرمایه‌گذاری، مدیریت دارایی‌های دیگران و انجام معاملات اوراق بهادار است. خدمات مالی ارائه‌شده توسط نهادهای فعال در بازار تابع قواعد معینی است که لزوماً با قواعد حقوق خصوصی انطباق ندارد. برای مثال، گرچه قراردادها اصولاً عقود رضایی هستند که با توافق طرفین منعقد و اجرا می‌گردند، قراردادهای منعقد در بازار سرمایه طبق نظامات کاملاً معین انجام می‌شوند و طرفین در انجام و اجرای توافقات دو یا چندجانبه آزادی کمی دارند.

از سوی دیگر، از آنجا که به منظور حمایت از مشتریان و تضمین پایداری و صحت عملکرد نظام مالی، دسترسی به این قبیل خدمات تنها از طریق اشخاصی امکان‌پذیر است که مجاز به ارائه خدمات مالی در بازار سرمایه هستند، حقوق بازار سرمایه حقوق فعالان این عرصه نیز هست. این اشخاص تحت نظارت دقیق نهاد ناظر بازار سرمایه هستند و ورود و فعالیت آن‌ها در این بازار با مجوز و موافقت نهاد ناظر صورت می‌پذیرد. فعالان بازار اوراق بهادار که ناشران اوراق بهادار، نهادهای مالی و تشکلهای خودانتظام هستند، تنها می‌توانند با مجوز نهاد ناظر تشکیل شوند. فعالیت این اشخاص نیز تحت نظارت دقیق نهاد ناظر است و از آزادی‌چندانی برای انجام فعالیت‌های خود برخوردار نیستند. به دلیل ماهیت خاص بازار اوراق بهادار و اهدافی که از ایجاد این بازار دنبال شده است، قواعد حقوقی

حاکم بر فعالان بازار - که عموماً اشخاص حقوقی با ماهیت شرکت هستند - نمی‌تواند با قواعد عمومی حاکم بر شرکت‌ها یکسان باشد.

جایگاه نظم عمومی در حقوق بازار سرمایه چشمگیر است. دلیل این امر لزوم حمایت از سرمایه‌گذاران در بازار و پایداری نظام بازار سرمایه کشور است. بازار اوراق بهادار در کنار بازار پول از پایه‌های اصلی تأمین مالی و در نتیجه رشد و توسعه اقتصادی کشور محسوب می‌شود، لذا هرگونه خدشه به تمامیت و انسجام این بازار منافع عموم را به خطر می‌اندازد. بنابراین، قواعد این شاخه از حقوق پیوند نزدیکی با قواعد حقوق عمومی دارد و فعالان بازار نمی‌توانند، ولو با رضایت یکدیگر، از این قواعد درگذرند. رعایت نظم عمومی و قواعد بازار اوراق بهادار عموماً با سه ابزار ۱) ضمانت اجراهای حقوق خصوصی از قبیل بطلان عمل حقوقی و پرداخت خسارت، ۲) مجازات انضباطی و ۳) مجازات کیفری مورد حمایت قرار می‌گیرد.

بازار اوراق بهادار تابع اصول معینی است که اهم آن‌ها امنیت، شفافیت، تساوی و رقابت منصفانه میان سرمایه‌گذاران است و حقوق بازار سرمایه باید تحقق این اهداف را تضمین کند. هدف نهایی این اصول نیز حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است؛ یعنی در تعاملات میان سرمایه‌گذاران - به ویژه سرمایه‌گذاران خرد - از یک سو و ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران عمده از سوی دیگر کمتر تعادلی یافت می‌شود و طرف اول موقعیت کاملاً ضعیف‌تری دارد. سرمایه‌گذاران جزء نه به اطلاعات کافی دسترسی دارند همانند آنچه مدیران شرکت و سهام‌داران عمده از آن مطلع هستند و نه اصولاً دارای دانش، انگیزه و توانایی حقوقی و مالی کافی برای دفاع از حقوق خود در این حوزه هستند. سرمایه‌گذاران خرد از آنجا که نقشی در اداره شرکت ندارند، به اطلاعات مهم مربوط به ورقه بهادار نیز دسترسی ندارند و از این لحاظ نیازمند حمایت قانون‌گذار برای ایجاد تعادل هستند. همین موضوع در رابطه میان نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران نیز در اغلب موارد ملاحظه می‌شود. انواع معاملات در بازارهای مالی میان نهادهای مالی و سرمایه‌گذارانی صورت می‌پذیرد که عموماً دارای قدرت چانه‌زنی کمتری هستند و حمایت از ایشان حضور پررنگ نهاد ناظر را در نحوه تنظیم و اجرای این قراردادها ایجاب می‌کند. اصل سنتی پذیرفته‌شده در حقوق قراردادها که بر مبنای آزادی اراده طرفین و توانایی هر یک از ایشان در حفظ منافع خود بنا نهاده شده است در بازار اوراق بهادار کارایی ندارد و لازم است روابط طرفین در بازار متشکل سرمایه طبق ساختاری متفاوت با حقوق سنتی قراردادها طرح‌ریزی شود. همچنین از

آنجا که ایجاد بورس و بازار متشکل دارای اهداف معینی است و تحقق این اهداف نیازمند رعایت مقرراتی اضافه بر قواعد عمومی معاملات است، نهاد ناظر بازار سرمایه مقررات دیگری را نیز برای اجرای مناسب تر وظایف بورس ها تدارک دیده است. بنابراین، برای اینکه بازار سرمایه وظیفه خود در تأمین مالی فعالیت های اقتصادی را به خوبی ایفا نماید، نیازمند مقرراتی جامع در این زمینه است. از این جهت است که مقررات گذاری و تنظیم بازار سرمایه و به بیان دیگر، حقوق بازار سرمایه از اهمیت بسیار برخوردار است و حقوق بازار سرمایه شاخه ای متمایز از حقوق خصوصی محسوب می شود. در واقع گرچه حقوق بازار سرمایه گاهی، به ویژه در رابطه میان سرمایه گذاران و اشخاص تحت نظارت، تابع قواعد حقوق خصوصی محسوب می شود، اصولاً غلبه با قواعد حقوق عمومی است.^۱

بند چهارم: منابع حقوق بازار سرمایه

۸. قوانین

اولین سند قانونی در راستای نظام مند کردن بازار سرمایه در ایران قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵/۲/۲۷ است. در این قانون بورس اوراق بهادار به عنوان بازار خاص تعریف شده است که در آن دادوستد اوراق بهادار توسط کارگزاران بورس طبق مقررات قانون انجام می گیرد. شورای بورس، هیئت پذیرش اوراق بهادار، سازمان کارگزاران بورس و هیئت داوری بورس به عنوان ارکان و ستون پایه های بورس معرفی گردیدند (ماده ۲ قانون تأسیس بورس). ریاست شورای بورس بر عهده رئیس کل بانک مرکزی قرار داشت (ماده ۳ قانون تأسیس بورس). قانون یادشده گرچه در زمان خود راه را برای توسعه تأمین مالی و معامله سهام و اوراق قرضه به عنوان دو ابزار مهم مالی باز نمود، اما با گذشت زمان، نقایص آن بیشتر آشکار گردید. در این قانون، ابزارهای مالی به سهام و اوراق قرضه محدود بود و از سوی دیگر میان نهاد اجرایی و نظارتی بازار، تفکیکی وجود نداشت. با پیروزی انقلاب اسلامی، شورای نگهبان استفاده از اوراق قرضه را نیز غیر شرعی اعلام کرد، تا اینکه با تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در سال ۱۳۷۶، راه برای انتشار اوراق مشارکت به عنوان جایگزین اوراق قرضه هموار شد. در گام بعدی مواد ۹۴ و ۹۵ قانون برنامه سوم توسعه مصوب ۱۳۷۹/۱/۱۷ مجلس شورای اسلامی بر ایجاد شبکه رایانه ای برای انجام

۱. برای ملاحظه دیدگاهی مشابه در همین زمینه رجوع کنید به: باقری، محمود، نقش حقوق شرکت ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی سازی، ص ۱۳۲.

الکترونیکی معاملات بازار سرمایه تأکید نمودند و راه‌اندازی بورس‌های منطقه‌ای، بورس کالا و نیز قابل معامله نمودن سایر ابزارهای مالی در بورس را مجاز دانستند. متعاقباً ماده ۱۷ «قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور» مصوب ۱۳۸۲/۵/۲۶، انتشار اوراق مشارکت برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را تحت شرایط معین اجازه داد. پس از آن، قانون برنامه چهارم توسعه مصوب سال ۱۳۸۳ نیز ماده ۱۵ خود را به مبحث بورس اختصاص داد تا راه برای گسترش بازار سرمایه در کشور بیش از پیش هموار شود. تا سال ۱۳۸۳، بازار اوراق بهادار به همراه بازار پول، تحت نظارت بانک مرکزی قرار داشت تا اینکه با تصویب قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی، نظریه تفکیک بازار پول از سرمایه شکل قانونی پیدا کرد. بدین منظور ماده ۳ قانون مذکور ریاست شورای عالی بورس را مستقیماً بر عهده وزیر امور اقتصادی و دارایی نهاد تا بازار اوراق بهادار از نظارت مستقیم بانک مرکزی خارج شود.

تحول مهم در قوانین بازار سرمایه کشور در سال ۱۳۸۴ رخ داد. با توجه به ضرورت‌های اقتصادی، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به عنوان قانون مادر در حوزه حقوق بازار سرمایه در اول آذر ۱۳۸۴ به تصویب رسید که ثمره اصلی آن تولد سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر بازار سرمایه با سیاست‌گذاری شورای عالی بورس و اوراق بهادار بود. با تصویب این مقرر، قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۴۵ نسخ گردید. این قانون با هدف حمایت حداکثری از حقوق سرمایه‌گذاران و ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارا، انتشار هرگونه اوراق بهادار را به ثبت نزد سازمان با رعایت مقررات منوط کرده و عرضه عمومی این گونه اوراق به هر طریق، بدون رعایت مفاد قانون بازار را ممنوع اعلام کرد (مواد ۲ و ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار). متعاقباً و به منظور رفع کاستی‌های این قانون که در عمل ملاحظه شده بود، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای اجرای سیاست‌های اصل چهارم و چهارم قانون اساسی در تاریخ ۲۵ آذر ۱۳۸۸ به تصویب رسید. این روند در سال ۱۳۹۰ با تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه ادامه یافت.

۹. مقررات

علاوه بر قوانین، آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های فراوانی نیز در زمینه بازار اوراق بهادار به تصویب مراجع ذیصلاح (هیئت وزیران، شورای عالی بورس و اوراق بهادار و هیئت‌مدیره

سازمان بورس و اوراق بهادار) رسیده است که جملگی مقررات حاکم بر بازار سرمایه را شکل می‌دهند. مباحث مربوط به مقررات گذاری و حدود اختیارات شورای عالی بورس و سازمان بورس از مطالب مهم و اساسی حقوق بازار سرمایه به شمار می‌رود و نقش حقوق عمومی در حقوق بازار سرمایه را پررنگ می‌سازد (ر.ک.: شماره ۴۳-۴۶).

۱۰. عرف

حوزه حقوق بازار سرمایه با انبوهی از قوانین، به ویژه مقررات مصوب نهاد ناظر (شورا و سازمان)، مواجه است. این قوانین و مقررات عموماً جنبه آمره دارند و تخطی از آن‌ها با توافق برای طرفین جایز نیست. با وجود این، در موارد متعددی با سکوت مقرراتی مواجه هستیم. در این حالت، علاوه بر منابع قانونی و مقرراتی، عرف شکل گرفته میان فعالان بازار را نیز باید از منابع حقوق بازار سرمایه محسوب نمود. عرف دارای دو عنصر مادی و روانی است. عنصر مادی عرف ناظر به عادت یا رفتاری است که میان مردم رواج یافته و طی مدت زمانی طولانی مورد عمل مداوم و مکرر عموم مردم واقع شده است. در مقابل، عنصر روانی عرف آن اعتقاد و باوری است که مردم یا فعالان یک حوزه خاص پیرامون الزام آور بودن آن رفتار یا عادت دارند. بدین ترتیب مادامی که این اثر روانی ایجاد نشود، نمی‌توان به ایجاد عرف الزام آور معتقد بود.^۱

۱۱. رویه قضایی

علاوه بر عرف، جایگاه مهم رویه قضایی در تبیین و تفسیر مقررات بازار سرمایه و نیز انطباق قواعد عمومی حقوق، به ویژه حقوق مدنی، با قواعد حقوق بازار سرمایه را نیز باید مد نظر داشت. رویه قضایی نیز نوعی از عرف است که میان دادگاه‌ها رواج پیدا می‌کند. در واقع، هنگامی که دادگاه‌ها در موضوعی، رویکرد مشابهی را در پیش می‌گیرند، رویه قضایی به وجود می‌آورند. با همه این اوصاف، رویه قضایی مفهومی مجزا و مستقل از رأی دادگاه است. رویه قضایی عادت دادگاه‌هاست که در نتیجه تکرار آراء حاصل می‌شود. از این جهت رویه قضایی نیز یکی از منابع حقوق به شمار می‌رود.^۲ بدین ترتیب، رویه قضایی

۱. کاتوزیان، ناصر، مقدمه علم حقوق و مطالعه در نظام حقوقی ایران، ص ۱۷۹.

۲. همان، ص ۱۹۲.

در کشورهای دارای نظام حقوق نوشته نیز نقش مهم و اساسی در توسعه قواعد حقوقی بر عهده دارد. در کشور ما همچنان به دلایل متعدد این نقش کم رنگ است؛ هر چند تلاش های مناسبی در سال های اخیر برای توجه به نقش رویه قضایی به عنوان بخشی از منابع حقوق صورت گرفته است. با این حال، از آنجا که رسیدگی به اختلافات بازار سرمایه در صلاحیت هیئت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار قرار می گیرد و اعضای این هیئت به طور تخصصی به اتخاذ تصمیم در پرونده های مطروحه مبادرت می ورزند و آراء مربوطه منتشر می گردند، تشخیص عادات هیئت داورى در صدور آراء دشوار نیست و لذا رویه قضایی در عرصه حقوق بازار سرمایه نقش مهمی بازی می کند.

بند پنجم: عنوان و سازماندهی کتاب

۱۲. واژه شناسی و عنوان کتاب

انتخاب عنوان مناسب برای مجموعه مباحث در خصوص بازار مالی پیش گفته نیازمند بررسی است. گرچه عموماً بازار سرمایه با بورس شناخته می شود و بورس اوراق بهادار نماد اصلی بازار سرمایه است، اما بازار سرمایه مفهومی بسیار وسیع تر از بورس اوراق بهادار است. بازار سرمایه مرکب از انواع اوراق بهادار (از جمله سهام، اوراق مشارکت و ابزارهای مشتقه)، نهادهای مالی (از جمله کارگزاران، صندوق های سرمایه گذاری، شرکت های تأمین سرمایه، بازارگردانان، مؤسسه های رتبه بندی اعتبار، شرکت های پردازش اطلاعات مالی و مشاوران سرمایه گذاری)، تشکل های خودانتظام (از جمله انواع بورس ها) و ناشران اوراق بهادار است؛ ضمن اینکه برخی از انواع اوراق بهادار ممکن است در بازارهای خارج از بورس تحت نظارت مبادله شوند. بر این اساس، به نظر می رسد برای انتخاب عنوانی جامع بهتر است از عبارت «حقوق بورس» دست کشید؛ هر چند نباید از قابلیت درک ساده این مفهوم برای مخاطبان به سادگی عبور کرد.

گرچه در برخی کشورها همچون فرانسه به دلیل تعاریف مندرج در حقوق داخلی، اصطلاح «حقوق مالی»^۱ برای توصیف مباحث مربوط به بازار سرمایه به کار می رود،^۲ اما در کشور ما چنین استفاده ای می تواند گمراه کننده باشد.^۳ در حقوق ما با توجه به اینکه

1. droit financier, financial law

2. COURET, Alain et al, *Droit financier*, Dalloz, 2008.

۳. برای ملاحظه نمونه هایی از کاربرد مفهوم حقوق مالی رجوع کنید به: سالار نصری، حسین علی، حقوق

مالی، ص ۱۲۷؛ شهابی، رقیه، حقوق مالیه در اسلام، ص ۴۲-۴۳؛ توکلی، احمد، مالیه عمومی، ص ۱۲.

قانون‌گذار از عبارت «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» برای توصیف مجموعه مباحث مربوط به بورس و بازارهای مالی غیر بانکی و غیر بیمه‌ای استفاده می‌کند. ممکن است عنوان «حقوق بازار اوراق بهادار» برای طرح مباحث مناسب به نظر رسد. با وجود این، این اصطلاح نیز از جامعیت کافی برخوردار نیست. توضیح آنکه گرچه بازار سرمایه بازار اوراق بهادار محور است، این بازار از اوراق بهادار فراتر می‌رود و متشکل از اوراق بهادار، بازارهای مبادله اوراق بهادار و اشخاص فعال و تحت نظارت در این بازار (نهادهای مالی، ناشران اوراق بهادار و تشکلهای خودانتظام) است. به علاوه، از حیث اینکه موضوع مبادله در بورس، کالا یا اوراق بهادار باشد می‌توان دو بورس اوراق بهادار و کالا را مورد شناسایی قرار داد. در کشور ما، برخلاف کشورهای دارای بازار مالی پیشرفته، بورس کالا در کنار معامله اوراق بهادار مبتنی بر کالا، محل مبادله دارایی‌های فیزیکی نیز هست، در حالی که در بورس اوراق بهادار، تنها انواع دارایی‌های مالی و اوراق بهادار مبادله می‌شود. امروزه بورس کالا به شکل پیشین کمتر یافت می‌شود و تنها اوراق بهادار در بورس‌ها مبادله می‌شوند. با وجود این، در کشور ما همچنان بورس کالا دارای اهمیت قابل توجهی است و به مرکزی برای کشف قیمت و مبادله کالاهای مهم تبدیل شده است و انتظار می‌رود به مسیر رو به رشد خود ادامه دهد. بر این اساس، بخشی از بورس‌های ما به مبادله دارایی‌های فیزیکی می‌پردازد که در دایره بازار اوراق بهادار قرار نمی‌گیرند و از این لحاظ انتخاب نام حقوق بازار اوراق بهادار برای بررسی مجموع مباحث مطروحه جامع به نظر نمی‌رسد. بر این اساس و برای انتخاب عنوانی جامع برای جمیع مطالب طرح شده در این اثر، عبارت «حقوق بازار سرمایه» مورد استفاده قرار می‌گیرد، زیرا در میان بازارهای مالی، بازار تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، که موضوع بحث این کتاب است، بازار سرمایه نامیده می‌شود (ر.ک.: شماره ۳).

۱۳. سازماندهی مطالب

مباحث ناظر به حقوق بازار سرمایه از گستردگی قابل توجهی برخوردار است و از کتابی که عنوان «حقوق بازار سرمایه» دارد انتظار می‌رود مطالب مربوطه را به میزان کافی طرح و بررسی کند. دانستیم که حقوق بازار سرمایه با قواعد حقوق عمومی ارتباط تنگاتنگی دارد و ضروری است تا نحوه نظارت نهاد ناظر بر این بازار مورد بررسی قرار گیرد (بخش اول). این نظارت بر اشخاص فعال در بازار سرمایه اعمال می‌شود که عموماً مجوز تأسیس و فعالیت

خود را از سازمان دریافت می‌نمایند و خاتمه فعالیت و انحلال ایشان نیز تحت نظارت نهاد ناظر قرار دارد (بخش دوم). از سوی دیگر، «اوراق بهادار» از مفاهیم محوری در بازار سرمایه است. بازار سرمایه به منظور تأمین مالی بلندمدت بنگاه‌ها ایجاد شده است و فرایند تأمین مالی از طریق انتشار ورقه بهادار صورت می‌گیرد. لذا ضروری است قواعد حاکم و انواع اوراق بهادار قابل انتشار در بازار سرمایه بخش جداگانه‌ای از این اثر را تشکیل دهند (بخش سوم). در عین حال، در بازار سرمایه کارا، اوراق بهادار باید به سادگی و البته با رعایت تشریفات معین قابلیت نقل و انتقال داشته باشند. بدین سان، قواعد حاکم بر معاملات اوراق بهادار - و کالا - قسمت مهمی از حقوق بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند (بخش چهارم). حقوق بازار سرمایه و نظارت نهاد ناظر در صورتی به شیوه مؤثر و کارا قابل اعمال است که با ناهنجاری‌های بازار سرمایه به صورت ویژه برخورد شود. سرمایه‌گذاران زمانی اقدام به توسعه سرمایه‌گذاری در این بازار خواهند نمود که حمایت حقوقی لازم از آنها صورت گیرد. بدین ترتیب، علاوه بر اینکه به اختلافات به صورت تخصصی در هیئت داوری رسیدگی می‌شود، نهاد ناظر اجازه تنبیه اشخاص تحت نظارتی را دارد که تخلفات انضباطی مرتکب می‌شوند. همچنین، با پیش‌بینی جرایم خاص بازار سرمایه در قانون، امکان مجازات اشخاصی فراهم آمده است که فعالیت سالم در بازار سرمایه را مختل می‌سازند (بخش پنجم).