

# پژوهشهای حقوقی

شماره ۹

هزار و سیصد و هشتاد و پنج - نیمسال اول

## مقالات

- فراز و فرود حقوق هسته ای جمهوری اسلامی ایران : از شورای حکام تا شورای امنیت
- تشکیل قرارداد در فضای سایبر
- قانون قابل اجرا در حمل و نقل هوایی: بررسی سوانح هوایی فوکر ۲۸ (۱۳۷۳) و سی - ۱۳۰ (۱۳۸۴)
- ممنوعیت حجاب اسلامی در اروپا از نظر موازین حقوق بشر
- جبران خسارات وارده به جمهوری اسلامی ایران به دلیل حملات غیرقانونی ایالات متحد به سکوهای نفتی

## موضوع ویژه : حقوق سرمایه گذاری در ایران

- بررسی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران
- موافقتنامه راجع به اقدامات سرمایه‌گذاری مرتبط با تجارت (موافقتنامه تریمز) و آثار حقوقی الحاق ایران به آن
- ابعاد حقوقی انتقال فناوری از طریق سرمایه گذاری خارجی
- سرمایه‌گذاری خارجی در چارچوب قراردادهای ساخت، بهره برداری و انتقال با نگاهی بر
- قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱
- نظام حمایت از سرمایه گذاران از رهگذر طرح پرداخت غرامت به آنان در حقوق اتحادیه اروپا

## نقد و معرفی

- مصلحت اندیشی هیأت عمومی دیوانعالی کشور در واگذاری رسیدگی برخی جرائم اطفال به دادگاه کیفری استان
- چارچوب حقوقی قطعنامه ۱۶۹۶ شورای امنیت در مورد برنامه هسته‌های جمهوری اسلامی ایران
- نظارت جهانی بر اجرای حقوق بشر: از کمیسیون تا شورای حقوق بشر سازمان ملل متحد





## بررسی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران

دکتر حمیدرضا علومی یزدی\*

**چکیده:** در این مقاله که به دنبال تصویب قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ تدوین شده است، در نظر است تا تحولات بازار سرمایه ایران از حیث ساختار حقوقی، پس از تصویب این قانون و در مقایسه با قانون تشکیل بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ بررسی شود. از اینرو با مقایسه بین دو قانون نقاط قوت قانون جدید و تحولات ایجاد شده به موجب این قانون مورد بررسی و احصاء قرار گرفته است. در بخش دیگری از این مقاله به ابهامات موجود و برخی از نارسایی‌ها از جمله در مورد مقررات و ضوابط حاکم بر بورسهای کالایی و امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه پرداخته شده است.  
**کلیدواژه‌ها:** بازار اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار، بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری خارجی، بورس

### ۱- مقدمه: تفکیک بازار پول از بازار سرمایه

بازار مالی<sup>۱</sup> به بازاری گفته می‌شود که از طریق آن بتوان منابع مالی مورد نیاز را به دست آورد. بازارهای مالی شامل بازار پول، بازار سرمایه، بازار تنزیل و بازار ارز است.<sup>۲</sup>  
در بازار پولی فعال عمده بانکها هستند. بانکها مؤسساتی تجاری هستند که به

\* استادیار دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه علامه طباطبایی

<sup>۱</sup> Financial Market

<sup>۲</sup> فیروزه خلعتبری، مجموعه مفاهیم پولی و بانکی بین‌المللی، تهران، شرکت افست، ۱۳۷۱، ردیف ۱۹۰۵.

جمع‌آوری و تجهیز وجوه مازاد اشخاص و مصرف بهینه آن در جهت سیاست‌های کلی اعتباری و اقتصاد کلان کشور اقدام و همچنین موجبات تسهیل در پرداختها و انجام سایر خدمات بانکی را در چارچوب قوانین فراهم می‌آورند.<sup>۳</sup> به موجب قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱، بانک مرکزی مسؤول تنظیم و اجرای سیاست‌های پولی اعتباری کشور بوده و نظارت بر بانکها و مؤسسات اعتباری و نیز بازار غیرمتشکل پولی را بر عهده دارد.<sup>۴</sup>

بازار سرمایه<sup>۵</sup> عبارت از بازارهای گوناگونی است که در آن بنگاههای تجاری به عنوان واسطه در موضوعات مخصوص تخصص یافته‌اند و بدین منظور سرمایه دراز مدت مورد نیاز می‌باشد.<sup>۶</sup> بازار سرمایه هر مکان یا نظامی است که بتواند نیازهای واحدهای تجاری و مقامات دولتی را در مورد وام‌های بلند مدت و میان مدت برآورده کند.<sup>۷</sup>

هرچند این دو بازار از یکدیگر تأثیرپذیر هستند، اما اثرات اقتصادی و نظام حقوقی جذب و به کارگیری نقدینگی در این دو بازار متفاوت است. وجوهی که از طریق بانکها در بازار پول بکار گرفته می‌شود از طریق بانکها به عنوان واسطه در اختیار متقاضیان قرار می‌گیرد. و از اینرو گردش بیشتری دارد.

در حالی که در بازار سرمایه وجوه مردم مستقیماً به سوی بنگاههای اقتصادی هدایت می‌شود و از این جهت وجوه چرخش کمتری داشته و به مدت طولانی‌تری در اختیار بنگاه قرار می‌گیرد. خرید سهام شرکتها و چرخش سهام در بین مردم، خرید اوراق مشارکت، پذیره نویسی سهام و... از روشهای معمول برای جلب نقدینگی در بازار سرمایه است.

هرچند سرمایه‌گذاری مستقیم و مشارکت مدنی نیز منجر به جذب و تجمیع

<sup>۳</sup> محمودرضا خاوری، *حقوق بانکی*، مؤسسه عالی بانکداری بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، چاپ سوم، ۱۳۷۵، ص ۱۳۷.

<sup>۴</sup> مواد ۱۰ و ۱۱ قانون پولی و بانکی کشور مصوب ۱۳۵۱، قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی مصوب ۱۳۸۳.

<sup>۵</sup> Capital Market

<sup>۶</sup> الکس ژاکلین، هانری تولکان، *مبانی علم اقتصاد*، ترجمه منوچهر فرهنگ، انتشارات دانشگاه ملی ایران، ۱۳۵۴، ص ۶۰۰.

<sup>۷</sup> فیروزه خلعتبری، پیشین، ردیف ۷۹۳.

سرمایه‌ها می‌شود، اما به دلیل اینکه نظام و بازار خاصی برای این قبیل توافقات وجود ندارد و معمولاً سرمایه‌گذاری مستقیم (چه داخلی و چه خارجی و نیز مشارکتهای مدنی بر اساس قراردادهای خاص شکل می‌گیرد، بازار نظام‌مند و متشکلی برای آن تعریف نشده است.

عده‌ای بر این باور بوده و هستند که با توجه به قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب ۱۳۶۲ که عقودی چون مشارکت مدنی و مضاربه را برای بانکها تجویز نموده و اجازه ورود بانکها به عرصه سرمایه‌گذاری را داده است و به بانکها اجازه می‌دهد تا سپرده‌های مردم را در قالب عقودی چون مشارکت مدنی، مضاربه، سرمایه‌گذاری مستقیم و... (تبصره ماده ۳ قانون عملیات بانکی بدون ربا) مورد استفاده قرار دهد، تفکیک بین بازار پول و بازار سرمایه غیرممکن است.

تفکیک بازار پول از بازار سرمایه (صرفنظر از اینکه از جهت مبانی تئوری قابل توجیه باشد یا نه) نخستین بار در ادبیات قانونگذاری ما در ماده ۳ قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی (مصوب ۱۳۸۳) مطرح شد. این ماده مقرر می‌دارد: «به منظور امکان نظارت کامل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بر بازار متشکل و غیرمتشکل پولی و تفکیک بازار پول و سرمایه، ریاست شورای بورس به عهده وزیر امور اقتصادی و دارایی می‌باشد».

لازم به ذکر است که به موجب قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ ریاست شورای بورس بر عهده رئیس کل بانک مرکزی قرار داشت و قانون پولی و بانکی مصوب ۱۳۵۱، ریاست شورای پول و اعتبار را بر عهده رئیس کل بانک مرکزی قرار داده بود. در تبصره ۲ ماده ۸۳ قانون برنامه سوم توسعه، ریاست شورای پول و اعتبار بر عهده وزیر امور اقتصادی و دارایی قرار گرفت که در غیاب او این وظیفه را رئیس کل بانک مرکزی بر عهده می‌گرفت.

اهمیت این دو شورا (شورای پول و اعتبار و شورای بورس) از آن جهت است که شورای پول و اعتبار مقام ناظر بر بازار پول است و شورای بورس عهده‌دار سیاستگذاری‌ها و نظارت بر بازار سرمایه می‌باشد.

بانکها و مؤسسات اعتباری و سایر نهادهایی که به نحوی امر واسطه‌گری وجوه بین سپرده‌گذاران و متقاضیان می‌پردازند، فعالان بازار پولی را تشکیل می‌دهند. در حالی که در بازار سرمایه کارگزاران بورس به هدایت مستقیم سرمایه‌های مردم به

سمت واحدهای تولیدی، صنعتی و خدماتی پرداخته و موجبات استفاده مستقیم سرمایه توسط تولیدکنندگان، صنعت‌گران و ارائه‌دهندگان خدمات را فراهم می‌کنند. در بند «و» ماده ۱۰ قانون برنامه چهارم توسعه، ضمن تعیین اعضای شورای پول و اعتبار قانونگذار مجدداً ریاست شورای مزبور را به رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران باز گرداند.

در هر حال کشمکش بین بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی بر سر ریاست دو شورا و در نهایت قبول جداسازی نظارت و سیاستگذاری بر بازار سرمایه از نظارت و سیاستگذاری بازار پول از طریق واگذاری بازار سرمایه به وزارت امور اقتصادی و دارایی و اداره شورای پول و اعتبار توسط بانک مرکزی توسط قانونگذار، موجب پیدایش دو ساختار حقوقی جداگانه برای بازار پول و سرمایه در کشور ما شد.

بورس که در ابتدای تشکیل در سال ۱۳۴۵ نهادی نوپا بود و حجم اندکی از مبادلات بازار مالی را به خود اختصاص می‌داد، به تدریج با توسعه و ایجاد صنایع متنوع و کارخانجات تولیدی در سالهای پس از آن، و علی‌الخصوص با اوج‌گیری روند خصوصی‌سازی در سالهای اجرای برنامه سوم توسعه (سال ۱۳۷۹ به بعد) به عنوان رقیب مطرحی برای بازار پولی و سیستم بانکی کشور، که قبل از آن کم و بیش از انحصار دولتی بهره می‌بردند، تلقی شد (ایجاد بانکهای حقوقی در سال ۱۳۷۹ و به موجب ماده (۹۲) برنامه سوم تجویز شد) و این تصور را ایجاد نمود که غلبه و نظارت کنترل‌کنندگان بازار پولی بر بازار سرمایه، مانع از رشد و توسعه بازار بورس خواهد بود.

از این جهت ضرورت تدوین مقررات جامعی برای بازار سرمایه در دستور کار قرار گرفت. قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ که در ابتدا تحت عنوان لایحه بازار سرمایه عنوان یافته بود می‌تواند نقطه عطفی برای ایجاد ظرفیتهای قانونی و حقوقی لازم در جهت شکل‌گیری شکوفایی بازار سرمایه‌ای با ویژگی‌های حرفه‌ای و کارآمد باشد.

## ۲- تاریخچه قانونگذاری در مورد بازار سرمایه در ایران

با توجه به اینکه در قانون جدیدالتصویب بازار اوراق بهادار، این بازار شامل بازار

اولیه<sup>۸</sup> و ثانویه<sup>۹</sup>، هر دو می‌شود، بنابراین می‌توان به تصویب قانون تجارت در سال ۱۳۱۱ که در آن تشکیل شرکتهای تجاری از طریق تجمیع سرمایه اشخاص را امکان پذیر نموده است به عنوان یکی از اولین مقررات ناظر بر بازار سرمایه اشاره کرد. پیش از آن قانون مدنی نیز از طریق پیش‌بینی عقود چون شرکت یا مشارکت مدنی (مواد ۵۷۱ الی ۶۰۶ قانون مدنی) و مضاربه (مواد ۵۴۶ تا ۵۶۰ قانون مدنی) مقرراتی را برای به کارگیری سرمایه در فعالیتهای اقتصادی فراهم نموده بود. اما نه قانون مدنی و نه قانون تجارت (مصوب ۱۳۱۱) ایده ایجاد بازاری برای سرمایه را به ذهن تداعی نمی‌کند و در قالب این دو قانون صرفاً مناسبات شخصی و قواعد حقوق مدنی و قراردادی، بر روابط افراد حاکم است.

لایحه اصلاحی قانون تجارت راجع به شرکتهای سهامی مصوب ۱۳۴۷ که به موجب آن عرضه عمومی و پذیره نویسی سهام شرکتهای سهامی عام تجویز شده است و نیز انتشار اوراق قرضه توسط این شرکتها امکان پذیر گردیده از اولین مقررات ناظر به بازار سرمایه به مفهوم جدید آن تلقی می‌شود.

قانون تأسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ نیز با توجه به ضرورت ایجاد ناظر و اداره‌کننده این بازار پاسخ می‌دهد. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ بطور خاص به نظارتها و شیوه کنترل انتشار اوراق مشارکت به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه پرداخته است. از ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور مصوب ۱۳۸۱ که انتشار اوراق مشارکت توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس بدون تضمین دولت و بانک مرکزی را پیش‌بینی کرده است می‌توان به عنوان یکی دیگر از قوانین مؤثر در بازار سرمایه نام برد.<sup>۱۰</sup>

قوانین برنامه سوم و چهارم توسعه اقتصادی هر دو در جهت تقویت بورس و افزایش نقش آن تلاش نموده و از اینرو در قانون برنامه سوم مواد ۹۴ و ۹۵ به بورس

<sup>۸</sup> primary market

<sup>۹</sup> secondary market

<sup>۱۰</sup> آئین‌نامه اجرایی آن که در سال ۱۳۸۳ به تصویب هیأت وزیران رسید، مقررات جامعی راجع به انتشار اوراق مشارکت بیان می‌کند. نک: مجموعه قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار، معاونت پژوهش، تدوین و تنقیح قوانین و مقررات ریاست جمهوری، ۱۳۸۴، ص ۱۳۷.

اختصاص داشته است. در ماده ۹۴ به ضرورت ایجاد شبکه رایانه‌ای بازار سرمایه ایران جهت انجام داد و ستد الکترونیکی اوراق بهادار در سطح ملی و پوشش خدمات اطلاع رسانی در سطح ملی و بین‌المللی توسط شورای بورس حکم داده است و در ماده ۹۵ همان قانون راه اندازی بورسهای منطقه‌ای در سطح کشور و انجام تمهیدات قانونی لازم جهت قابل معامله نمودن سایر ابزارهای مالی در بورس و نیز ایجاد بورس کلایی توسط شورای بورس را تکلیف نموده است.

در برنامه چهارم توسعه نیز شورای بورس در طول سالهای برنامه مکلف به گسترش جغرافیایی بورس، ایجاد و گسترش بازارهای تخصصی (بورس کالا)، ایجاد بازارهای اوراق بهادار خارج از بورس، بین‌المللی کردن بورس و فراهم آوردن امکان جذب سرمایه خارجی در بورس، طراحی و راه اندازی شبکه ملی داد و ستد الکترونیک اوراق بهادار شده است (ماده ۱۵).

و بالاخره قانون بازار اوراق بهادار که در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۱ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسیده و پس از تأیید شورای نگهبان در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۲۲ ابلاغ شده است، آخرین تحول قانونگذاری و مؤثرترین آن در زمینه بازار سرمایه تلقی می‌شود.

در این مقاله با هدف بیان ساختار حقوقی بازار سرمایه ایران به بررسی ویژگی‌های قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ در مقایسه با قانون تشکیل بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ می‌پردازیم. این دو قانون از جهات زیر قابل توجه و مقایسه با یکدیگر می‌باشد:

- ۱- تعاریف و مفاهیم ارائه شده
- ۲- نهادها و ارکان بازار سرمایه
- ۳- گستره و شمول بازار سرمایه
- ۴- چگونگی ایجاد شفافیت در بازار و اهرمهای نظارتی و کنترل
- ۵- مقررات کیفی
- ۶- نواقص و کمبودها و ابهامات

### الف - تعاریف و مفاهیم قانون بازار اوراق بهادار

ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ در ۳۳ بند اصطلاحات و واژه‌هایی را

که در این قانون بکار برده شده، تعریف می‌کند، این در حالی است که قانون تشکیل بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ در ماده ۱ خود صرفاً به ارائه چهار تعریف اکتفا نموده بود. این تغییر هرچند تا حدودی نتیجه تحول در شیوه قانون نویسی است که در دهه‌های اخیر رخ داده و بر این اساس تلاش می‌شود تا قوانین قابل فهم برای عموم و حتی غیرمتخصصان تنظیم شود، اما بیش از آن، نتیجه ارائه مفاهیم جدید، گسترش تخصصی در بازار سرمایه و اضافه شدن بر تعداد بازیگران و فعالان این بازار است.

### ۱. بورس اوراق بهادار

در بند ۳ ماده ۱ قانون مصوب ۱۳۸۴، بورس اوراق بهادار به شرح ذیل تعریف شده است:

«بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون، مورد داد و ستد قرار می‌گیرد.

بورس اوراق بهادار (که از این پس بورس نامیده می‌شود) در قالب شرکت سهامی عام تأسیس و اداره می‌شود.»

شناسایی عناصر این تعریف و تحولی که در مفهوم بازار سرمایه ایجاد نموده است با مقایسه آن با تعریف مذکور در قانون قبلی مصوب ۱۳۴۵ روشن تر می‌شود. در آن قانون، بورس اوراق بهادار «بازار خاصی که در آن داد و ستد اوراق بهادار توسط کارگزاران بورس طبق مقررات این قانون انجام می‌شود» تعریف شده بود. وجه مشترک این دو تعریف این است که در هر دو بورس اوراق بهادار، بازار داد و ستد اوراق بهادار معرفی شده است.

در قانون جدید «بورس» بازاری متشکل و خود انتظام تعریف شده است. هرچند اصلاح «متشکل» در قانون تعریف نشده اما به نظر می‌رسد، منظور از بازار متشکل، بازاری است که دارای یکپارچگی بوده و در واقع اثر هر عرضه و تقاضایی در کل بازار منعکس می‌شود، برای مثال عرضه سهام یا اوراق بهادار در هر نقطه‌ای از



کشور می‌تواند به اطلاع تمامی بازار برسد و خریداری در هر نقطه‌ای از کشور داشته باشد. اما اصطلاح «خود انتظام» را قانونگذار به این نحو تعریف نموده است:

«تشکل خود انتظام، تشکلی است که برای حسن انجام وظایفی که به موجب این قانون بر عهده دارد و همچنین برای تنظیم فعالیتهای حرفه‌ای خود و انتظام بخشیدن به روابط بین اعضا مجاز است ضوابط و استانداردهای حرفه‌ای و انضباطی را که لازم می‌داند با رعایت این قانون وضع و اجرا کند».

اثر این تعریف آن است که اختیار وضع ضوابط و استانداردهای حرفه‌ای و انضباطی به خود بورس داده شده و مقررات داخلی خود را ارکان بورس وضع و تنظیم می‌کنند.

## ۲- کارگزاران بورس

تفاوت دیگر تعریف قانون جدید با قانون قبلی از بازار بورس، در این نکته است که داد و ستد اوراق بهادار علاوه بر توسط کارگزاران، توسط معامله‌گران نیز در این بازار انجام می‌شود.<sup>۱۱</sup>

در تفاوت بین کارگزار و معامله‌گر با مراجعه به بندهای «۱۳ و ۱۴» ماده ۱ قانون جدید باید به این نکته اشاره کرد که کارگزار معاملات خود را «به نام و به حساب دیگران» انجام می‌دهد، اما معامله‌گر می‌تواند اوراق بهادار را به نام و به حساب دیگران یا به نام و حساب خود معامله کند.

## ۳- اوراق بهادار

دیگر تفاوت عمده در تعاریف قانون، تحول در تعریف اوراق بهادار است. در قانون قبلی مصوب ۱۳۴۵ اوراق بهادار بطور حصری احصاء شده بودند، بدون آنکه تعریفی مفهومی از آن ارائه شود.

<sup>۱۱</sup> مقایسه کنید با بند ۳ ماده ۱ قانون مصوب ۱۳۴۵ که معاملات بورس را منحصرأ توسط کارگزاران تجویز می‌کند تفاوت دیگر در مفهوم کارگزاری را می‌توان ضرورت «شخص حقوقی» بودن کارگزاران و معامله‌گران در قانون جدید دانست، در حالیکه در قانون قبلی کارگزار می‌توانست شخص حقیقی نیز باشد (ماده ۱۱) اما در عمل مصوبات شورای بورس فعالیت اشخاص حقیقی را در کارگزاری مقدور ندانسته بود. مجموعه قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار، ص ۴۰.

بند «۲» ماده ۱ قانون مصوب ۱۳۴۵ مقرر می‌داشت:

«اوراق بهادار عبارت است از سهام شرکت‌های سهامی و اوراق قرضه صادر شده از طرف شرکتها و شهرداری‌ها و مؤسسات وابسته به دولت و خزانه داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال باشد».

در قانون جدید از اوراق بهادار تعریف زیر ارائه شده است:

«اوراق بهادار: هر نوع ورقه‌ای است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. شورا اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. مفهوم ابزار مالی و اوراق بهادار در متن این قانون معادل هم در نظر گرفته شده است.»

در این تعریف با ارائه تعریف مفهومی از اوراق بهادار و پرهیز از ذکر مصادیق و منحصر نمودن حکم قانون به مصادیق نامبرده شده، گستره و شمول قانون افزایش یافته و این انعطاف ایجاد شده است که با رواج ابزار مالی جدید و ابداع شده توسط فعالان بازار سرمایه، این ابزار و اوراق با تصویب شورای بورس رسمیت یافته و در بازار سرمایه ایران نیز قابل معامله باشد.<sup>۱۲</sup>

تحول مفهومی دیگری که در این قانون ایجاد شده است، امکان تفکیک بین عین و منافع اوراق بهادار است. این تفکیک در مورد اموال مادی و محسوس نهادی شناخته شده و با سابقه است: بیع مالکیت عین مال معینی را به خریدار انتقال می‌دهد در حالی که در اجاره منافع مال برای مدت معینی به مستأجر تملیک می‌شود. بنا بر تعریف ارائه شده از اوراق بهادار در قانون جدید از این پس علاوه بر معاملاتی که موجب انتقال مالکیت اوراق بهادار می‌شود، شاهد معاملاتی نظیر اجاره، صلح منافع برای مدت معین و وثیقه‌گذاری منافع این اوراق نیز خواهیم بود.

<sup>۱۲</sup> نک: بند ۱۳ ماده ۷ و بند ۴ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ که مقرر داشته پیشنهاد به کارگیری ابزارهای مالی جدید در بازار اوراق بهادار توسط هیأت مدیره سازمان به شورا پیشنهاد می‌شود و تصویب آن بر عهده شورا است.

## ب - ارکان و نهادهای بازار سرمایه

شورای بورس و سازمان بورس اوراق بهادار از مهمترین ارکان بازار سرمایه هستند. ماده ۲ قانون مقرر می‌دارد:

«در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارآیی اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون، شورا و سازمان با ترکیب وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل می‌شود.»

### ۱- شورا

شورا، به عنوان بالاترین رکن بازار اوراق بهادار، عهده‌دار وظیفه سیاستگذاری کلان بازار است.

ترکیب شورا مرکب از وزرای امور اقتصادی و دارایی و بازرگانی، رئیس کل بانک مرکزی، رؤسای اتاق بازرگانی و اتاق تعاون، رئیس سازمان، و دادستان کل کشور یا معاون وی، یک نفر نماینده از طرف کانونها، سه نفر خبره مالی از بخش خصوصی و یک نفر خبره برای هر بورس کالایی می‌باشد.<sup>۱۳</sup> این ترکیب هرچند از حیث وابستگی به دولت، غیردولتی تلقی می‌شود، اما با توجه به اینکه خبرگان مالی و خبره هر بورس کالایی نیز با تصویب هیأت وزیران منصوب می‌شوند منصوبین قوه مجریه به نحو چشمگیری دارای اکثریت هستند.

وظایف شورا بر دو دسته است: دسته اول وظایفی که مرتبط به سیاستگذاری، تعیین خط مشی و ساماندهی و توسعه بازار اوراق بهادار است.<sup>۱۴</sup> دسته دوم وظایفی که در ارتباط با سازمان اوراق بهادار و اداره آن سازمان از قبیل نظارت بر سازمان، تعیین اعضای هیأت مدیره و... بر عهده دارد.

وزیر امور اقتصادی و دارایی از دو جهت بر شورا تفوق دارد، یکی از آن جهت که رئیس شورا است و دیگر آنکه به موجب تبصره ذیل ماده ۴ مصوبات شورا پس از

<sup>۱۳</sup> ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴.

<sup>۱۴</sup> بندهای ۱ تا ۴ و ۱۳ تا ۱۶ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار.

تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی لازم الاجراست. با توجه به این تبصره این ابهام باقی می ماند که اگر وزیر امور اقتصادی و دارایی مصوبات شورا را تأیید نکند، آیا مصوبات لازم الاجرا نخواهد بود؟!

## ۲ سازمان

رکن دوم بازار، سازمان اوراق بهادار است که با شخصیت حقوقی و مالی مستقل با ماهیت مؤسسه عمومی غیردولتی تشکیل می شود. سازمان مقام مدیریت و اجرایی بازار است. سازمان از طریق ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی اوراق بهادار و نظارت بر آن، صدور، تعلیق و یا لغو مجوز تأسیس کانونها و نهادهای مالی موضوع این قانون، تصویب اساسنامه بورسها و کانونها، نظارت بر سرمایه گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی در بورس و... مدیریت بر بازار سرمایه را انجام می دهد. علاوه بر این وظایف، به عنوان رکن اجرایی مکلف به گزارش دهی به شورای بورس و ارائه پیشنهادهای به این شورا نیز می باشد.<sup>۱۵</sup>

## ۳ هیأت داورى

یکی دیگر از ارکان مهم بازار بورس اوراق بهادار، هیأت داورى است که در مواد ۳۶ و ۳۷ قانون برای حل اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، معامله گران، مشاوران سرمایه گذاری، ناشران، سرمایه گذاران و سایر اشخاص ذیربط ناشی از فعالیت حرفه ای آنها، در صورت عدم سازش در کانونها، تشکیل شده است. هیأت داورى متشکل از سه عضو است که یک نفر از آنها از بین قضات به انتخاب رئیس قوه قضائیه و دو نفر دیگر صاحب نظر در زمینه های اقتصادی و مالی با پیشنهاد سازمان و تأیید شورا انتخاب می شوند. ریاست هیأت داورى با نماینده قوه قضائیه است و هیأت دارای دبیرخانه ای است که در محل سازمان تشکیل می گردد. آراء صادر شده توسط این هیأت قطعی و لازم الاجراست و اجرای آن بر عهده اداره ها و دواير اجرای ثبت اسناد و املاک می باشد.

<sup>۱۵</sup> ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴.

#### ۴ کانونها

قانون بازار اوراق بهادار تشکیل کانونهای حرفه‌ای توسط کارگزاران، معامله‌گران، بازارگردانان، مشاوران، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر مجامع مشابه را به صورت خود انتظام و به صورت مؤسسه غیردولتی، غیرتجاری و غیرانتفاعی با هدف تنظیم روابط بین اشخاص فعال در این بازار را تجویز نموده است.<sup>۱۶</sup>

به علاوه ماده ۳۳ قانون مقرر داشته است شروع به فعالیت کارگزاری، کارگزاری، معامله‌گری و بازارگردانی به هر شکل و تحت هر عنوان، منوط به عضویت در کانون مربوط و رعایت مقررات این قانون و آئین‌نامه‌ها و دستورالعملهای اجرایی آن است. تبصره ذیل ماده اضافه می‌کند تا زمانی که کانونهای ذیربط تشکیل نشده است وظایف مربوط به آن کانون را سازمان انجام می‌دهد.

#### ج - گستره و شمول بازار اوراق بهادار

گستره بازار اوراق بهادار به موجب قانون مصوب سال ۱۳۸۴، از چند جهت توسعه یافته است:

##### ۱- توسعه در مفهوم و صادیق اوراق بهادار

همانگونه که قبلاً گفته شد، از طریق توسعه مفهوم اوراق بهادار و امکان به کارگیری ابزار مالی و اوراق جدید در مقایسه با قانون سال ۱۳۴۵ که بطور حصری اوراق بهادار را احصاء کرده بود، توسعه مفهومی اوراق بهادار و امکان شناسایی ابزار مالی جدید در قانون مصوب ۱۳۸۴ گستره و شمول بازار را افزایش می‌دهد.

##### ۲- بازار اولیه و ثانویه

دومین توسعه در گستره بازار، معلول ورود بازار اولیه، علاوه بر بازار ثانویه، در حیطه قانون است. منظور از بازار اولیه، بازاری است که اولین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدید انتشار در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از عرضه در اختیار ناشر

<sup>۱۶</sup> بند ۵ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴.

قرار می‌گیرد.<sup>۱۷</sup> ماده ۲۰ قانون مصوب ۱۳۸۴، عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه را منوط به ثبت آن نزد سازمان بورس اوراق بهادار و رعایت مقررات این قانون نموده است. به علاوه ماده ۲۵ همان قانون، ثبت شرکتهای سهامی عام یا افزایش سرمایه آنها و انتشار اعلامیه پذیره نویسی توسط مرجع ثبت شرکتهای منوط به موافقت سازمان نموده است.

ماده ۲ قانون تأکید دارد که ثبت اوراق بهادار نزد سازمان، به منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات قانونی و مصوبات سازمان و شفافیت اطلاعاتی بوده و به منزله تأیید مزایا، تضمین سودآوری و یا توصیه و سفارش در مورد شرکتهای یا طرحهای مربوط به اوراق بهادار توسط سازمان نمی‌باشد.

همچنین به موجب ماده ۲۶ قانون، وظایف بانک مرکزی در ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۵ به سازمان محول شده است. ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مقرر می‌دارد که بانک مرکزی طرحهایی را که در نظر است برای آنها اوراق مشارکت صادر شود از جهت داشتن توجیه اقتصادی و فنی و مالی بررسی نموده و پس از اخذ تضمین کافی توسط مؤسسه و یا شرکت متقاضی به بانک عامل مجوز انتشار اوراق مشارکت به میزان لازم صادر می‌کند، که هم اکنون این وظیفه بر عهده سازمان بورس قرار گرفته است.

به موجب ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، اوراق مشارکت دولت، بانک مرکزی و شهرداری‌ها، اوراق مشارکت منتشره توسط بانکها و مؤسسات مالی تحت نظارت بانک مرکزی و اوراق بهادار عرضه شده در عرضه‌های خصوصی و سهام شرکتهای سهامی که سرمایه آنان از رقم معینی کمتر است و سایر اوراقی که به نظر شورا نیاز به ثبت نداشته باشند از ثبت نزد سازمان معاف هستند. بازار ثانویه، بازاری است که اوراق بهادار پس از عرضه اولیه، در آن مورد داد و ستد قرار می‌گیرد.<sup>۱۸</sup> بورس دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار را تهیه و به تصویب می‌رساند.

<sup>۱۷</sup> بند ۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴؛ فیروزه خلعتبری، پیشین، ردیف ۳۳۰۱.

<sup>۱۸</sup> فیروزه خلعتبری، پیشین، ردیف ۳۷۲۸.

#### د - ایجاد شفافیت و اطلاع رسانی در بازار و اهرمهای نظارتی و کنترلی آن

ماده ۲ قانون، ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارایی اوراق بهادار را از جمله اهداف تصویب این قانون ذکر نموده است. در ماده ۲۱ نیز ایجاد شفافیت اطلاعاتی هدف لزوم ثبت اوراق بهادار در بازار اولیه نزد سازمان ذکر شده است.

در ماده ۳۱ بورس مکلف شده است فهرست، تعداد و نسبت اوراق بهادار معامله شده در روزهای معامله را طبق ضوابط سازمان تهیه و به اطلاع عموم برساند. فصل پنجم قانون که به اطلاع رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه اختصاص دارد، برای سازمان در ماده ۴۰ و برای بورسها، ناشران اوراق بهادار، کارگزاران، معامله‌گران و... در ماده ۴۱ تکلیف در دسترس عموم قرار دادن اطلاعات مربوط به فعالیت خود را ایجاد نموده است. در ماده ۴۳ ناشر، شرکت تأمین سرمایه، حسابرس و ارزش‌یابان و مشاوران حقوقی ناشر، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذارانی شده‌اند که در اثر قصور، تقصیر، تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع در عرضه اولیه که ناشی از فعل یا ترک فعل آنها باشد، متضرر گردیده‌اند.

سازمان در ماده ۴۴ قانون مجاز شده است که در صورت آگاهی از ارائه اطلاعات خلاف واقع، ناقص یا گمراه‌کننده از طرف ناشر در بیانیه یا اعلامیه پذیرهنویسی، عرضه عمومی اوراق بهادار را در هر مرحله‌ای که باشد متوقف کند.

علاوه بر این، در ماده ۱۷ برای حصول اطمینان از جهت عملکرد اعضای شورا و سازمان، آنان مکلف شده‌اند از فعالیتهای اقتصادی و مالی خود و همچنین مشاغل تمام وقت یا پاره وقت خود را که طی دو سال اخیر به آن اشتغال داشته‌اند یا دارند، به رئیس قوه قضائیه گزارش دهند. در ماده ۱۴ اعضای هیأت مدیره سازمان مکلف شده‌اند فهرست دارایی‌های خود و همه افراد تحت تکفل خود را به شورا گزارش نمایند. اعضای شورا، سازمان، مدیران و شرکای مؤسسه‌ای که حسابرسی سازمان را بر عهده خواهد داشت، مکلف شده‌اند تا از افشای مستقیم یا غیرمستقیم اطلاعات محرمانه‌ای که در جریان اجرای وظایف خود از آن مطلع می‌شوند حتی پس از خاتمه دوران تصدی خود، خودداری کنند.

## ه - مقررات کیفری و انتظامی

فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار تحت عنوان «جرائم و مجازاتها» به احصاء جرائم و تعیین مجازاتهای متناسب با آن برای تأمین امنیت سرمایه پرداخته است.

### ۱- سوءاستفاده از اطلاعات نهانی

سوء استفاده از اطلاعات نهانی یا درونی یکی از مهمترین جرائم در حوزه معاملات اوراق بهادار است. به موجب بند ۱ ماده ۴۶:

«هر شخصی که اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار موضوع این قانون را که حسب وظیفه در اختیار دارد به نحوی از انحاء به ضرر دیگران یا به نفع خود یا به نفع اشخاصی که از طرف آنها به هر عنوان نمایندگی داشته باشد را قبل از انتشار مورد استفاده قرار دهد و یا موجبات افشا و انتشار آنها را در غیر موارد مقرر فراهم نماید به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل شده یا هر دو مجازات محکوم خواهد شد. و همچنین است مجازات هر شخصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید.»

در تبصره ذیل همین ماده دارندگان اطلاعات نهانی در پنج بند به شرح ذیل احصاء شده‌اند:

«تبصره - اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای اطلاعات نهانی شرکت شناخته می‌شوند:

الف: مدیران شرکت شامل اعضای هیأت مدیره، هیأت عامل، مدیرعامل و معاونان آنان،

ب: بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت،

ج: سهامدارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت تکفل خود، بیش از ده درصد (۱۰٪) سهام شرکت را در اختیار دارند یا نمایندگان آنان

د: مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذیربط یا نمایندگان شرکتهای



مادر (هلدینگ) که مالک حداقل ده درصد (۱۰٪) سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند. ه: سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و یا موقعیت خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند.»

لازم به ذکر است قبل از تصویب این قانون به دلیل فقدان نص قانونی لازم برای کنترل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، شورای بورس «آئین‌نامه اجرایی انتشار اخبار معاملات بر اساس اطلاعات درونی» را در تاریخ ۱۳۷۸/۷/۱۹ به تصویب رسانده بود. با توجه به اینکه آئین‌نامه نمی‌تواند وضع مجازات کند، در این مصوبه مقرر شده بود که معاملات اشخاص موضوع این آئین‌نامه توسط دبیرکل سازمان بورس مورد بررسی قرار گرفته و در معاملات غیرمعارف نسبت به انتشار اخبار آن اتخاذ تصمیم خواهد نمود. (ماده ۳) که در تبصره همین ماده مقرر شده بود که در صورت لزوم دبیرکل سازمان بورس می‌تواند پس از کسب موافقت رئیس شورای بورس، موضوع معاملات اشخاص موضوع این آئین‌نامه را از طریق رسانه‌ها به اطلاع عموم برساند و مراتب را به شورای بورس نیز اعلام کند.<sup>۱۹</sup> همانگونه که ملاحظه می‌شود، قبل از تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار ضمانت اجرای قابل ملاحظه‌ای برای سوء استفاده از اطلاعات نهانی وجود نداشت و لذا ماده ۴۶ را می‌توان یکی از فزاینده‌های قابل توجه این قانون دانست.

## ۲-۱ افشای اسرار حرفه‌ای و سایر جرائم

مطابق ماده ۴۸ افشای اسرار حرفه‌ای توسط کارگزاران، معامله‌گران، بازارگردانان و مشاوران، مرتکب را به مجازات مذکور در ماده ۶۴۸ قانون مجازات اسلامی سال ۱۳۷۵ مستحق می‌کند که عبارت است از سه ماه و یک روز تا یک سال حبس و یا به جزای نقدی از ۱،۵۰۰،۰۰۰ ریال تا شش میلیون ریال.

انجام فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری یا بازارگردانی بدون رعایت مقررات این

<sup>۱۹</sup> مجموعه قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار، صص ۹۲ و ۹۳.

قانون، عدم ارائه تمام یا قسمتی از اطلاعات، اسناد و یا مدارک مهم به سازمان و یا بورس که مربوط به آنها بوده، تصدیق مستندات و اطلاعات در اسناد بطور خلاف، هرگونه سوء استفاده همراه با علم و عمد از هرگونه اطلاعات، اسناد و مدارک و گزارشهای خلاف واقع مربوط به اوراق بهادار، مرتکب را به حبس تعزیری از یک ماه تا شش ماه یا به جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو محکوم می‌کند (ماده ۴۹).

ماده ۵۱ قانون مقرر می‌دارد، در صورت ارتکاب به تخلفات مندرج در این قانون توسط اشخاص حقوقی، مجازاتهای پیش‌بینی شده بر حسب مورد درباره آن دسته از اشخاص حقیقی اعمال شود که از طرف اشخاص حقوقی یاد شده، مسؤولیت تصمیم‌گیری را بر عهده داشته‌اند.

بدین ترتیب با به کارگیری اهرمهای ضمانت اجرای کیفی که به اهم موارد آن اشاره شد، امنیت فضای بازار اوراق بهادار توسط قانونگذار تأمین شده است.

### ۳- تخلفات انتظامی

لازم به یادآوری است که رسیدگی به تخلفات انضباطی کارگزاران، معامله‌گران، بازارگردانان، ناشران و سایر اعضای بورس بر عهده هیأت مدیره بورس است. رأی بورس به مدت یک ماه از تاریخ ابلاغ قابل تجدیدنظر در سازمان بوده اما رأی سازمان در این خصوص قطعی است (ماده ۳۵ قانون).

به علاوه خود انتظام بودن کانونها به این معنی است که کانونها نیز می‌توانند بر فعالیتهای حرفه‌ای اعضای خود نظارت نموده و تخلفات حرفه‌ای آنها را مورد مجازاتهای انتظامی قرار دهند.

### و - ابداعات و ابهامات قانون بازار اوراق بهادار

همانگونه که قبلاً گفته شد قانون بازار اوراق بهادار تلاش دارد تا اجمال و کلی‌گویی قانون قبلی را مرتفع کند و با معرفی نهادها و مفاهیم لازم برای ایجاد بازار سرمایه‌ای کامل و فعال و متنوع، جذابیت و انعطاف این بازار را تأمین نماید. اما معرفی این مفاهیم بعضاً به دلیل عدم انطباق با ظرفیتهای حقوقی موجود ابهاماتی را ایجاد کرده است. که ذیلاً به چند نمونه از آنها اشاره می‌شود:

## ۱ سبدهای سهام

در بند ۳۳ ماده ۱ قانون، «سبد» تعریف شده است که به موجب آن «سبد مجموعه دارایی‌های مالی که از محل وجوه سرمایه‌گذاران خریداری می‌شود» است. و «سبگردان» شخصی حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص و به منظور کسب انتفاع به خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار می‌پردازد. اما سبد، به عنوان مجموعه‌ای از دارایی‌ها معلوم نیست که آیا شخصیت حقوقی مستقل دارد و یا نه و ارتباط آن از حیث مالکیت و ترتیبات اداره با سبگردان و سرمایه‌گذاران چگونه است. هرچند ضرورت شروع ترویج روشهای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای که دانش چندانی در مورد بازار سرمایه و کیفیت سهام ندارند امری انکارناپذیر بوده و این امر اقتضا دارد تا با ایجاد شرکتهای سرمایه‌گذاری و یا سبدهای سهام (روشهای غیرمستقیم سرمایه‌گذاری) و با دخالت اشخاص خبره ریسک افراد عامی برای ورود به بازار سرمایه تقلیل داده شود.<sup>۲۰</sup> اما ساختار حقوقی «سبد» دارای ابهاماتی است که باید در صدد رفع آن برآمد.

## ۲ صندوقها<sup>۲۱</sup>

مشابه این ابداع و نیز ابهام، در مورد تعاریف و مفاهیم «صندوق بازنشستگی» و «صندوق سرمایه‌گذاری» وجود دارد.

یکی از موضوعات قابل بحث در نظام حقوقی ایران، شناسایی شخصیت حقوقی برای صندوقها است. صندوقها در نظام حقوقی ایران شکل خاصی از شخصیت حقوقی تعریف شده نیستند و علی‌الاصول باید در یکی از قالبهای مرسوم و متداول قانونی تشکیل یابند. اینگونه صندوقها یا در قالب شرکتهای متداول تجاری به ثبت می‌رسند و در مواردی با حکم قانونگذار در قالب مؤسسات عمومی غیردولتی تشکیل می‌شوند. صندوق بازنشستگی و صندوق سرمایه‌گذاری در بندهای ۱۹ و ۲۰ ماده ۱ قانون به شرح ذیل تعریف شده‌اند:

<sup>۲۰</sup> حسین عبده تبریزی، «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس»، گزارش منتشر نشده به هیأت مدیره بورس.

<sup>۲۱</sup> Funds

«صندوق بازنشستگی: صندوق سرمایه‌گذاری است که با استفاده از طرحهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، مزایای تکمیلی را برای دوران بازنشستگی اعضای آن فراهم می‌کند.

صندوق سرمایه‌گذاری: نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن نسبت به سرمایه‌گذاری خود در سود و زیان شریکند.»

در هر حال این نکته نیاز به توضیح دارد که اینگونه صندوقها صرفاً در قالب شخصیت‌های حقوقی شناخته شده و موجود قابلیت شکل‌گیری دارند و معرفی این مفاهیم به منزله تبعیت صرف از نظامهای حقوقی که برای «صندوقها» شخصیت حقوقی خاصی قائلند، نمی‌باشد.

### ۳- بازار مشتقه

یکی دیگر از مفاهیمی که در بند ۱۱ ماده ۱ ارائه و تعریف شده است، «بازار مشتقه» است، بنا به تعریف بازار مشتقه بازاری است که در آن قراردادهای آتی و اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا داد و ستد می‌شود. لازم به ذکر است که علیرغم ارائه این تعریف، در هیچیک از مواد قانون این اصطلاح به کار برده نشده و لذا این نظر را تأیید می‌کند که تدوین‌کنندگان قانون بیشتر با هدف نهادسازی و معرفی این مفاهیم و تأسیسات حقوقی، این بند را به قانون اضافه کرده‌اند. قراردادهای آتی و یا اختیار معامله بیشتر در بورسهای کالایی رواج دارند و ناظر به فروش کالاهای ساخته نشده و یا اختیار و اولویت معامله در آینده است. اما قرار گرفتن این تعاریف در قانونی که با هدف تنظیم بازار اوراق بهادار تنظیم شده و بورسهای کالایی را در حاشیه مورد توجه قرار داده است، اندکی نامناسب به نظر می‌رسد.

### ۴- بورس کالایی

لازم به ذکر است وضعیت بورسهای کالایی نیز در قانون جدید از وضوح چندانی برخوردار نیست، قانونگذار خود به این قصور واقف بوده و در ماده ۵۸ مقرر می‌دارد تا دولت اقدامات لازم برای فعال کردن بورسهای کالایی و تطبیق آن با این قانون و

ارائه راهکارهای قانونی مورد نیاز را به عمل آورد. اما در هر حال، در حال حاضر به ناچار بورس‌های کالایی نیز از همین نظام تبعیت می‌کنند و خبره مربوط به آنها در هر بورس کالایی در شورای بورس عضویت پیدا می‌کند.

### ز - سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار)

به دنبال مباحثات زیادی که بین کارشناسان مالی، اقتصادی و حقوقی برای امکان جلب سرمایه خارجی در بورس قبل از تصویب قانون جدید وجود داشت، بند «ج» ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه مصوب ۱۳۸۳، بانک مرکزی و وزارت امور اقتصادی و دارایی را موظف به طراحی و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی لازم برای امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور و بین‌المللی کردن بورس اوراق بهادار تهران نمود.

بند ۱۴ از ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، «نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی در بورس» را بر عهده هیأت مدیره سازمان بورس قرار داده است. بدین ترتیب به نظر می‌رسد مجوز قانونی برای ورود خارجی به عرصه بازار سرمایه داده شده است، اما روشهای حمایت از سرمایه‌گذار خارجی و نسبت این قانون با قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱ نامعلوم است.

بدیهی است که یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در کشور سرمایه‌پذیر، اعم از سرمایه‌گذارانی که به روش مستقیم سرمایه‌گذاری می‌کنند یا غیرمستقیم، موضوع حمایت‌های قانونی از سرمایه آنان با توجه به ریسکها و مخاطرات احتمالی متوجه سرمایه‌گذار خارجی است. در ایران قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی در سال ۱۳۸۱ به تصویب رسید، تا بار دیگر پس از قانون جلب و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۴۳، تأیید دوباره‌ای به سرمایه‌گذاری خارجی ارائه کند و با پاره‌ای نوآوری‌ها و حذف موانع اداری، پذیرش سرمایه‌گذاری را تسریع، تشویق و حمایت کند.

در هر حال بستر قانونی برای ورود سرمایه خارجی به کشور و حمایت از آن هم اکنون قانون مصوب ۱۳۸۱ است. بنابراین، با توجه به این نکته که در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ حکمی در مورد چگونگی حمایت از سرمایه‌های

خارجی وارد شده به بازار سرمایه داده نشده است، می‌توان چنین نتیجه گرفت که قانونگذار، حمایت از سرمایه‌گذاران خارجی در قبال ریسکهای سیاسی را بر عهده قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱ قرار داده است. حال باید دید آیا چارچوب ارائه شده در قانون تشویق و حمایت بر ورود سرمایه خارجی در بازار سرمایه قابل انطباق می‌باشد؟

در ماده ۱ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری مصوب ۱۳۸۱، این تعریف از «سرمایه‌گذاری خارجی» ارائه شده است:

«سرمایه‌گذاری خارجی: به کارگیری سرمایه خارجی در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود پس از اخذ مجوز سرمایه‌گذاری.»

مجوز سرمایه‌گذاری نیز بر اساس ماده ۶ قانون برای هر مورد سرمایه‌گذاری صادر می‌شود. از جمع این دو تعریف و نگاه به سایر مقررات قانون این برداشت تقویت می‌شود که در این قانون برای سرمایه‌گذاری خارجی در یک بنگاه معین مجوز صادر می‌شود و تبعاً برای ورود سرمایه خارجی به بورس که طبع آن تحرک و جابجایی سرمایه در بین بنگاهها است، در این قانون ظرفیتی ایجاد نشده است. سایر موارد قانون، از جمله صدر ماده ۲ و همچنین بند ۲ آن قانون که برای سهم ارزش کالا و خدمات تولیدی حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی نسبت به کالاها و خدمات عرضه شده در بازار داخلی در هر بخش حداکثر تا ۲۵٪ و در هر رشته حداکثر تا ۳۵٪ معین شده، نیز مؤید این نظر است که نظر قانونگذار در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی به کارگیری سرمایه خارجی در یک بنگاه معین تولید کالا و یا خدمات بوده است.

به علاوه ماده ۳ قانون تشویق و حمایت که در بندهای «الف» و «ب» شیوه‌های سرمایه‌گذاری خارجی را بیان نموده، ظهوری در شمول بر سرمایه‌گذاری در بازار بورس ندارد. زیرا تبادل از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بند «الف» مشارکت سهمی سرمایه‌گذار در یک واحد اقتصادی معین است و بند «ب» نیز شامل روشهای مختلف تأمین مالی پروژهها نظیر بیع متقابل، ساخت، بهره‌برداری و انتقال و نظایر آن می‌باشد.

لذا به نظر می‌رسد بستر فراهم شده در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، تناسبی با حمایت از سرمایه خارجی که برای ورود به بازار سرمایه و بازار اوراق بهادار جذب می‌شود ندارد. البته این امر به معنای عدم تجویز ورود سرمایه خارجی به بورس نیست، اما نکته این است که آیا پوشش دادن به ریسک‌هایی که معمولاً توسط قانون تشویق و حمایت انجام می‌شود برای سرمایه‌هایی که جذب بورس می‌شوند نیز ممکن است یا خیر؟

به نظر می‌رسد وظیفه‌ای که قانونگذار در بند «ج» ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم بر عهده دولت گذاشته تا راهکارهای قانونی جلب سرمایه خارجی در بورس را تدارک کند، هنوز کاملاً محقق نشده و لذا لازم است طراحی‌های لازم برای حل این مشکل و پاسخ به سؤالاتی از قبیل انجام شود.

ارتباط شورای بورس با هیأت جلب سرمایه خارجی، وظیفه نظارت بر سرمایه خارجی از جهات مختلف، ارتباط سازمان بورس با سازمان سرمایه‌گذاری، چگونگی خروج اصل و سود سرمایه در مواردی که سرمایه‌گذاری در بورس انجام می‌شود از سؤالاتی است که لازم است در طی آئین‌نامه‌ها و شیوه‌نامه‌های اجرایی به آن پاسخ داده شود.

### نتیجه

توسعه بازار سرمایه و حرکت به سوی بازاری که با مقررات حرفه‌ای اداره شود و از اینرو دارای شفافیت و جذابیت برای جذب نقدینگی مردم باشد و بتواند به رقابت سالم با بازار پول و فعالیتهای فزاینده نظام بانکی بپردازد از اهداف قانون بازار اوراق مصوب ۱۳۸۴ است. این قانون با ارائه مفاهیم و تعاریف دقیق و علمی، ایجاد ساختار و سازمان مناسب، وضع اهرمهای نظارتی، جداسازی مقام ناظر از مدیر، تخصصی کردن نقشها و لزوم نظارت بر نقش‌آفرینان این بازار (کارگزاران، معامله‌گران و کانونها)، وضع مقررات کیفی روشن، مقدمات رسیدن به چنین هدفی را فراهم آورده است. این قانون در مقایسه با قانون تشکیل بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ دارای نقاط قوت بسیاری است که به اختصار به آنها اشاره شد، اما ابهاماتی نیز در چند زمینه همچنان وجود دارد. سرنوشت بورسهای کالایی با توجه به اینکه از یکسو قانونگذار نظر به گسترش آنها دارد و از سوی دیگر قانون بازار اوراق بهادار تناسب

چندانی با بورسهای کالایی ندارد، در ابهام به سر می‌برد و رفع ابهام مستلزم تدوین لایحه‌ای جامع برای بورسهای کالایی است. آرمان بین‌المللی شدن بورس و گشایش آن به سوی سرمایه‌گذاران خارجی به عنوان ضرورتی اجتناب‌ناپذیر مورد تأکید قانونگذار در برنامه چهارم توسعه و نیز فعالان و تئوری‌پردازان اقتصادی قرار گرفته است. اما در این قانون که انتظار می‌رفت تلاش مشخصی را برای تحقق این آرمان سامان دهد، جز چند اشاره کوتاه تجویزی، شیوه و سازوکاری ارائه نشده است. رابطه این قانون با قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و ارتباط شورای بورس با هیأت پذیرش سرمایه خارجی و حمایت‌های قابل دریافت برای سرمایه‌گذاران خارجی بورس هنوز هم در ابهام است که انتظار می‌رود وزارت امور اقتصادی و دارایی به عنوان متولی شورای بورس و بازار سرمایه و نیز مسؤول اجرای قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی راهکارهای لازم را اندیشه و ارائه کند.



# JOURNAL OF LEGAL RESEARCH

**VOL. V, NO. 1**

**2006-1**

## **Articles**

- The Pros and Cons on Iran's Nuclear Rights: From IAEA Board of Governors to UN Security Council
- Formation of Contract at Cyberspace
- Applicable Law in Air Transport: Study of Fokker 28 and C-130 Crashes
- Prohibition of Islamic Headscarf in Europe from Human Rights Law Perspective
- Reparation for Damages Caused to Iran by Illegal Attacks of USA to the Iranian Oil Platforms

## **Special Issue: Investment Law in Iran**

- Critical Analysis of Securities and Stock Exchange Act (2005) and Its Effects on Iranian Capital Market
- Study of Trade Related Investment Measures Agreement (TRIMs) and Legal Effects of Iran Accession to It
- Legal Aspects of Transferring Technology via Foreign Investment
- Foreign Investment in Context of B.O.T. Contracts and the Iranian Foreign Investment Promotion and Protection Act
- Investment Compensation Scheme in EU Law

## **Critique and Presentation**

- Expediency of the General Board of the Supreme Court in Referring Juvenile Delinquency to County Criminal Courts
- Legal Context of 1696 Security Council Resolution on Iran's Nuclear Programme
- Universal Monitoring on Compliance with Human Rights: From UN Human Rights Commission to Council of Human Rights



**S. D. I. L.**

**The S.D. Institute of Law**

Research & Study