

## بررسی کارکرد و ساختار حقوقی صندوق سرمایه‌گذاری

علی اکبر جعفری ندوشن<sup>۱</sup>

### چکیده

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بعنوان یک نهاد مالی در بازار سرمایه ایران، یکی از جدیدترین ساختارهای حقوقی مشارکتی است، که با وجود پاره‌ای شباهت‌ها با قالب‌های حقوقی متعارف در وجوه خاصی نیز از آنها متمایز می‌گردند. بررسی کارکردهای حقوقی و مجموعه روابط و ساختار حاکم بر آن، علاوه بر اینکه ما را در تبیین ماهیت، آثار و نتایج حقوقی نهاد مالی مزبور یاری می‌دهد، به تحلیل و تحکیم حقوق و تکالیف اجزاء و عوامل آن، بویژه سرمایه‌گذاران نیز مدد می‌رساند.

با بررسی روابط حقوقی حاکم بر اجزای صندوق به جهت شخصیت حقوقی مستقل این نهاد مالی به نظریه رکن بودن هر یک از اجزای آن دست یافتیم. معاملات اوراق بهادار بعنوان موضوع فعالیت صندوق‌ها، بیع اموال منقول تلقی گردیده که در قانون تجارت ایران یک عملیات تجاری تلقی می‌گردد و بر همین اساس در تعیین قالب حقوقی متناسب با این عملیات به شرکت‌های تجاری از نوع سهامی آن نزدیک می‌شویم و با بررسی وجوه تشابه و تمایز آنها به الگویی از شرکت‌های تجاری سهامی با سرمایه متغیر دست می‌یابیم که می‌تواند در لایحه جدید قانون تجارت مورد پیش‌بینی قانون گذار قرار گیرد.

**واژگان کلیدی:** صندوق سرمایه‌گذاری، اوراق بهادار، حق مالی، بیع، شرکت تجاری

طبقه‌بندی موضوعی: G23,G28,K22,N25

## ۱- مقدمه

رشد و توسعه اقتصادی در هر کشوری مبتنی بر تمهیدات و زیر ساخت‌های گوناگونی است که در میان آنها، بسترهای متنوع و ایمن حقوقی از اهمیت خاصی برخوردار است. از آنجا که حسب مقتضیات زندگی مدرن و پیچیده امروزی، فعالیت‌های اقتصادی و تجاری بدون مشارکت و معاضدت گروهی چندان میسر نیست. لذا تلاش در ساماندهی حقوقی مشارکت‌های تجاری در قالب قراردادهای یا قالب‌ها و نهادهای حقوقی مشارکتی مختلف که بتواند شرایط و مقتضیات متنوع بازارهای تجاری و مالی را پوشش دهد یک ضرورت دانش حقوق مالی است. از این رو بدون هرگونه تعصب و محافظه‌کاری علمی باید در ضمن وفاداری به اصول و مبانی حقوقی از تلاش‌های علمی در طرح نظریات جدید و خلق سازوکارهای حقوقی متناسب با نیازهای نو در فضای کسب و کار استقبال کرد. در این میان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری بعنوان یک نهاد مالی در بازار سرمایه ایران یکی از جدیدترین اشکال حقوقی مشارکتی است، که با وجود پاره‌ای مشابهت‌های ساختاری و رفتاری با قالب‌های حقوقی متعارف از تمایزات آشکاری با آنها نیز برخوردار است.

ازاین جهت، شناخت این نهاد ذیل بررسی مجموعه مبانی و کارکردها و ساختار حقوقی آن، ضمن آنکه ما را در تبیین ماهیت، آثار و نتایج حقوقی این نهادهای مالی یاری خواهد رساند به تدقیق، تأمین و تحکیم حقوق و تکالیف اجزاء و عوامل آن بویژه سرمایه‌گذاران نیز مدد خواهد رساند.

این نهاد مالی در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ مورد اشاره قرار گرفت و با تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در آذر ماه ۱۳۸۸ با آن که برایش فرض شخصیت حقوقی گردید اما قالب حقوقی روشنی نیافت. لذا در اینجا جهت تبیین شاکله حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری نخست از حیث کارکردشناسی به بررسی جهات یا مبانی حقوقی تأسیس و توسعه آنها می‌پردازیم و آنگاه تحلیل حقوقی ارکان متشکله آنها را در مطالعه تطبیقی با نهاد مشابه اشان در حقوق مالی آمریکا بدست می‌دهیم و النهایه با مطالعه شرایط انطباق‌پذیری آنها با چارچوب‌های حقوقی مرسوم، سعی می‌کنیم به ویژگی‌های قالب حقوقی مناسب این نهاد مالی جدید اشاره کنیم. امیدواریم با تحلیل حقوقی مجموعه مبانی، ساختار و قالب حقوقی این صندوق‌ها، بتوانیم اسباب تبیین آثار حقوقی آن در سپهر حقوق مالی ایران را فراهم کنیم.

## ۲- کارکردهای حقوقی صندوق

اصولاً، کارکرد اصلی نهادهای واسطه‌ای سرمایه‌گذاری آن است که با جذب منابع مالی سرمایه‌گذاران اقدام به سرمایه‌گذاری تخصصی و حرفه‌ای در دارایی‌های مالی مانند سهام و اوراق بهادار سایر شرکت‌ها نموده و بدین واسطه ضمن تأمین سرمایه مورد نیاز آن شرکت‌ها از سود آنها نیز جهت تأمین منافع سرمایه‌گذاران خود بهره‌مند شوند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری که نوعی از این نهادهای واسطه‌ای مالی است به جهت ساختار ساده و کارا، سهولت خرید و فروش سهام یا به عبارت دیگر نقدشوندگی بالای واحدهای سرمایه‌گذاری آنها، کوچک بودن حداقل سرمایه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری، همچنین تنوع فعالیت بر اساس اهداف سرمایه‌گذاران، استفاده از مدیریت تخصصی در اداره سبد، کاهش هزینه‌های کارگزاری عملیاتی در مقایسه با معاملات کوچک سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری از طریق مالکیت در یک سبد مالی متنوع امروزه به یکی از کسب و کارهای غول‌پیکر در جهان محسوب شده و شهرت و محبوبیت آنها در دهه‌های گذشته دارای رشد قابل ملاحظه‌ای بوده است (Anderson, 2005).

اما علاوه بر این کارکردهای مالی و اقتصادی که باعث جذب مردم به سوی سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها می‌شود. از جهت حقوقی نیز تأسیس و توسعه این نهادهای مالی می‌تواند واجد کارکردهای مؤثری باشد که حسب تجارب عملی و نظری به موارد زیر می‌توان اشاره داشت.

### ۲-۱- تنوع، توسعه و انعطاف بخشی ساختارهای حقوقی مشارکت مالی

مبنای نهادهای مختلف مشارکت مالی و تجاری فراهم آوردن زمینه همکاری ضابطه‌مند حقوقی در جهت افزایش کارایی اقتصادی منابع و آورده‌های هر یک شرکت‌کنندگان است. این مشارکت‌ها حسب مقتضیات و کارکردهای مورد نظر در اشکال مختلف جامه حقوقی به خود می‌پوشند و به تبع قالب حقوقی خود، واجد ساختار و آثار متفاوتی می‌گردند. نارسایی عقود مشارکتی و توسعه نیافتگی نهادهای حقوقی مبتنی بر شراکت سازمان یافته در نظام حقوقی ایران، موجب شده تا در مقام تأسیس و توسعه نهادها و ابزارهای جدید مالی و سرمایه‌گذاری که پیش نیاز رشد و گسترش بازارهای مالی است با دشواری‌های نظری و عملی فراوانی روبرو باشیم. به رغم تحولات گسترده حقوقی بویژه در زمینه حقوق شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی، نظام حقوق تجارت ما هنوز در ساختار محدود مقررات تجاری با عمری قریب نیم قرن هرگونه مشارکت اقتصادی را منحصر به عقود معین مشارکتی یا شرکت‌های تجاری محدودی نموده و عملاً اسباب گشایش تأسیسات متکثر حقوقی دیگری را که با

تغییر و ابداع ابزارها و نهادهای جدید حقوقی زمینه مشارکت جذاب تر و افزونتری را فراهم می‌آورند و در کوران عوالم پیچیده بازارهای مالی ضامن حقوق و منافع متعاملین می‌گردد، فراهم نمی‌کند. بدیهی است که بدون اصلاح این شیوه متصلب حقوقی نمی‌توان به رفع همه موانع توسعه پایدار اقتصادی کشور نیز امیدوار بود. از این رو بازار سرمایه که می‌تواند بعنوان منبع مطمئن تأمین مالی، در شریان حیات اقتصادی کشور نقش ایفاء کند در جهت ارتقاء سطح کارآمدی و تأثیرگذاری خود اقدام به تأسیس ابزارها و نهادهای مالی جدیدی نموده که ضمن تنوع بخشی به اشکال مختلف مشارکت های مالی اقتصادی امکان عبور از چارچوب های حقوقی محدود و نارسای مشارکت های تجاری موجود را فراهم می‌آورند و برخی از این نهادهای جدید مشارکتی همچون صندوق های سرمایه گذاری با برخورداری از ساختار بسیط و منعطف، سرعت و سهولت عملیات تجاری مالی مورد نظر سرمایه گذاران و سرمایه پذیران را در بازار سرمایه تأمین می‌نمایند که در خصوص امنیت سرمایه گذاری نیز باید با طراحی چارچوب حقوقی منسجم موجبات امنیت خاطر متعاملین خود را فراهم سازند. از این رو می‌توان یکی از مبانی و کارکردهای تأسیس این نهادهای مالی را، تنوع بخشی و انعطاف پذیری ساختارهای حقوقی مشارکتی در حقوق تجارت ایران دانست که ضمن گسترش قابلیت های بهره مندی از فرصت های تجاری جدید، به گسترش کارایی حقوق مالی و غنای آن می‌انجامد.

## ۲-۲- بومی سازی فقهی - حقوقی نهادهای مالی

یکی از مفاهیمی که بیش از چندین دهه از ظهور آن در ادبیات اقتصاد مالی جهان نمی‌گذرد نظام مالی اسلامی<sup>۱</sup> است. مالیه اسلامی سعی در شناسایی، بررسی و ارائه روشهایی دارد که بتواند در عین کارایی لازم، توانایی جایگزینی با سایر ابزارهای متداول و مرسوم در نظام امروزی مالی در جهان را داشته باشد. در حال حاضر جمعیت مسلمانان در جهان حدود ۱/۶ میلیارد نفر است که در مقام تجارت و سرمایه گذاری و در مواجهه با برخی از قراردادها و نهادهای حقوقی مرسوم در فضای کسب و کار بین المللی با موانع فقهی متعددی روبرو می‌شوند. مثلاً در امر سرمایه گذاری در بسیاری از بانکها و نهادهای مالی با پدیده ربا مواجه اند که بر اساس نظر صریح فقه اسلامی حرام است و رسماً از هرگونه معامله مشمول آن، باید پرهیز کرد. و یا مشارکت در پاره‌ای عقود و یا نهادهای حقوقی مشارکتی رایج در بازارهای پول و سرمایه در سطح بین المللی با موانع دیگر فقهی نظیر قمار، یا غرری بودن روبروست.

1. Islamic Finance

در این بین بطور مثال توسعه نهادهای مالی نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری اسلامی که می‌توانند صندوق‌هایی با سرمایه متغیر باشند و بر روی اوراق بهادار اسلامی مانند اوراق مشارکت، استصناع، مباحه و اجاره، سرمایه‌گذاری کنند. نمونه‌ای از بومی‌سازی نهادهای مالی است چون این اوراق مذکور به جهت تناسب با هدف‌ها و انگیزه‌های مشتریان، میزان نقدشوندگی، درجه کارایی، اثرگذاری روی رشد و توسعه اقتصادی و قابلیت برای سیاست پولی و مالی، می‌توانند در صندوق‌های مشترک به صورت الگوی سرمایه‌گذاری اسلامی معرفی شوند. افزون بر تأمین نقدینگی لازم جهت پرداخت به تأمین‌کنندگان، صکوک اجاره، مباحه، استصناع و مشارکت این قابلیت را فراهم می‌کنند تا مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری جهت کاهش ریسک پرتفوی خود، از ابزارهای نظام مالی اسلامی منتفع شوند. تلاش در جهت ایجاد نهادهای مالی که بتواند زمینه سرمایه‌گذاری غیر ربوی، غیرغرری... و بطور کلی سرمایه‌گذاری موجه فقهی را تسهیل کند و با مبانی فقه اسلامی مطابقت داشته باشد بتدریج زمینه ساز شکل‌گیری و توسعه بسیاری از شیوه‌های نوین مشارکت تجاری در نظام حقوق مالی ایران است. از این روست که بومی‌سازی نهادهای مالی نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و تنوع بخشی و گسترش آنها می‌توان گامی مؤثر در تدوین حقوق مالی اسلامی برداشت<sup>۱</sup>.

### ۲-۳- تأمین حقوق سهامداران اقلیت

یکی از نواقص حقوق شرکت‌ها در نظام حقوق تجاری ایران، که معمولاً از دیدگاه حاکمیت شرکتی نیز بسیار مورد نقد قرار گرفته است عدم رعایت حقوق سهامداران اقلیت است. از این رو برخی از حقوقدانان معتقدند در اقتصاد کشورهای در حال توسعه، باید با وضع قواعد آمره از سهامداران اقلیت حمایت کرد. نمونه‌ای از این قواعد آمره حمایتی را در استفاده از سیستم رای ادغامی<sup>۲</sup> برای انتخاب مدیران می‌توان جستجو کرد (گاینان، ۱۳۸۶). ماده ۱ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ می‌گوید: شرکت سهامی شرکتی است که سرمایه آن به سهام تقسیم شده و مسئولیت صاحبان سهام محدود به مبلغ اسمی سهام آنها است. در تعریف فوق قانونگذار با هدف و تاکید سه بار کلمه «سهام» را آورده تا به خواننده و ذی‌فئعان گوشزد کند در شرکت سهامی شخصیت سهامداران، تابع تعداد سهام آنها است نه چیز دیگر و یا به زبان بی‌زبانی در اینگونه شرکت‌ها حاکمیت با سهام و یا شرکایی است

1. <http://www.islamic-finance.com> (۱۱/۲/۲۰۱۵)

2. Cumulative Voting

که تعداد سهام بیشتری را دارا هستند. با مراجعه به مواد ۸۶، ۸۸ و ۱۰۳ همین قانون، مشاهده می‌شود که چنانچه شخص یا اشخاص دارنده بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت باشند می‌توانند با انتخاب اعضای هیأت مدیره مورد نظر خود، اداره امور شرکت را به دست بگیرند و سهامداران کمتر از ۵۰ درصد آرا حداکثر کاری که می‌توانند انجام دهند انتخاب یک یا چند نفر (همیشه کمتر از سهامداران بالای ۵۰ درصد) در ترکیب هیأت مدیره خواهد بود. از طرف دیگر از آنجا که وفق ماده ۱۲۱ قانون تجارت و مقررات اساسنامه‌ای عمده شرکت‌های ایرانی مناط اعتبار تصمیمات هیأت مدیره، اکثریت آرای مدیران حاضر در جلسه است بنابراین به طریق اولی سهامداران بیش از ۵۰ درصدی در ترکیب هیأت مدیره سه نفره دارای دو نفر مدیر خواهند بود و یا به تعبیر دیگر تصمیمات هیأت مدیره با آرای موافق همین دو مدیر هم قابل اجرا است. مگر آنکه در اساسنامه برای تصمیمات هیأت مدیره اکثریتی غیر از اکثریت نسبی تعریف شده باشد. از طرف دیگر با فرض رعایت تشریفات قانون تجارت، اداره مجمع عمومی عادی سالانه و یا هرگونه مجمع عمومی عادی به طور فوق‌العاده نیز با سهامداران اکثریتی (در این جا سهامداران ۵۱ درصدی) است. یعنی چنانچه سهامداران ۴۹ درصدی و یا نمایندگان آنها در مجمع با تصمیمات اکثریت هم مخالف باشند و ذیل صورتجلسه مجمع هم مخالفت خود را تصریح نمایند، تصمیمات اکثریتی نافذ و مناط اعتبار است. قانونگذار در شرکت‌های سهامی، اداره امور شرکت و مجمع، اتخاذ تصمیمات را مشابه یک حکومت فرض کرده که بر پایه اراده اکثریت مشروعیت می‌یابد حتی اگر مخالفین ۴۹ درصد هم باشند. بدیهی است این اقلیت در بهترین شرایط با داشتن بیش از ۳۴ درصد آراء می‌تواند در مجمع عمومی فوق‌العاده با اتخاذ رای منفی مانع اتخاذ تصمیمات اکثریت ۵۱ درصدی شوند که آنهم به دلیل تعدد و تفرق اعداد و آرایشان معمولاً کمتر اتفاق می‌افتد و با غیبت و عدم حضور در مجمع عمومی فوق‌العاده این امتیاز را هم از دست می‌دهند و سهامداران اکثریتی با تصویب افزایش سرمایه (در صورت عدم مشارکت سهامدار اقلیت)، می‌توانند درصد سهام خود را بیشتر و سهام اقلیت را کمتر و طی یک فرآیند کوتاه‌مدت چنان عمل کنند که سهامداران اقلیت ۳۴ درصد به بالا به کمتر از درصد فوق کاهش و در نتیجه امتیاز جمع عمومی فوق‌العاده را نیز از دست بدهند. این موضوع در خصوص شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار باعث شده است تا همواره سهامداران اقلیت بویژه سهامداران حقیقی اساساً از مهمترین حقوق خود که حق حضور در مجمع و مشارکت در اخذ تصمیمات اساسی شرکت است به جهت عدم تأثیرگذاری منصرف گردند و ناگزیر به تبعیت از تصمیمات سهامداران عمده شرکت باشند که معمولاً سهامداران حقوقی یا نهادی هستند. بدیهی است که چنانچه این سهامداران خرد و اقلیت بجای مشارکت مستقیم در چنین

شرکت‌هایی اقدام به مشارکت غیر مستقیم بنمایند یعنی با خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت غیرمستقیم مدیران صندوق را بعنوان نماینده خود در مجامع شرکت‌ها قرار دهند. این مدیران هم به جهت تخصص و آشنایی کافی با سازوکار اداره مجامع و هم به جهت برخورداری از حق رأی بیشتر از حضور مؤثرتری در مجامع برخوردار خواهند بود. بدین ترتیب راه حلی بیرونی جهت رفع این دغدغه نظام حاکمیت شرکتی نیز فراهم می‌آید و تا حدودی اسباب تأمین حقوق سهامداران اقلیت نیز فراهم می‌گردد.

## ۲-۴- توسعه حاکمیت شرکتی ترکیبی و مسئولیت اجتماعی نهادهای مالی

امروزه از نظر بسیاری از طرفداران جدی تحول در نظام حقوق شرکتها و سایر نهادهای مشارکت تجاری یکی از مهم ترین اهداف تأسیس و توسعه این اشخاص حقوقی تجاری باید خدمت به منافع جامعه باشد (Green field, 2005). این دیدگاه در واقع نوعی مسئولیت اجتماعی برای اشخاص حقوقی مزبور قائل است. مسئولیت اجتماعی شرکتها و سایر اشخاص حقوقی فعال در بازار یعنی مسئولیت در پاسخگویی به پیامدهای فعالیت‌هایی که جامعه را تحت تأثیر قرار می‌دهد منظور از جامعه در اینجا کلی است و شامل همه ذینفعان این اشخاص می‌گردد. ذینفعان کسانی هستند که نتایج و پیامدهای تصمیمات و اعمال شرکت بر آنها تأثیر می‌گذارد. تعاریف متعددی از این مسئولیت اجتماعی به عمل آمده است به عنوان نمونه کمیسیون جوامع اروپایی<sup>۱</sup> در ۲۰۰۳ مسئولیت اجتماعی شرکتها را مفهومی تلقی نموده است که یک واحد تجاری برای اثراتش برای همه ذینفعان مربوط پاسخگو است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). بر همین اساس امروز بر اساس نظریه حاکمیت شرکتی در تدوین مقررات حقوق شرکت‌های سهامی ضمن توجه به منافع سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران باید منافع سایر گروه‌های ذینفع نیز در نظر گرفته شود که اصطلاحاً از این دیدگاه با عنوان حاکمیت شرکتی ترکیبی و یا همگرایی دو نظریه تفوق سهامداران و ذینفعان در اداره شرکت یاد می‌شود. که مبتنی بر در نظر گرفتن منافع سایر گروه‌های غیر سهامدار در اداره شرکت به منظور حداکثرسازی منافع پایدار و بلند مدت سهامداران است. امروزه در توسعه نظام‌های حقوقی، رویکرد ترکیبی حاکمیت شرکتی بسیار مورد توجه است تا بتوان بطور متوازن هم منافع سهامداران و هم منافع سایر گروه‌های ذینفع را در قواعد و مقررات شرکت‌های سهامی مورد توجه و حمایت و نظارت قرار دارد (عیسانی تفرشی و همکاران، ۱۳۹۲). صندوق‌های سرمایه‌گذاری با

1. Commission of European Communities

شخصیت حقوقی مستقل از سرمایه‌گذاران خود و همچنین اعمال نظام عدم حق رأی سرمایه‌گذاران عادی و بالطبع عدم مداخله در اداره صندوق توسط آنها از یکسو از نفوذ و اقتدار انحصاری سرمایه‌گذاران خارج می‌شود و از سویی دیگر با نظارت‌ها و کنترل‌هایی که توسط ارکان نظارتی و بویژه سازمان بورس و اوراق بهادار در جهت منافع کلی بازار سرمایه بر این نهادهای مالی اعمال می‌گردد، صندوق‌ها را از حیث ساختاری در مقایسه با شرکت‌های تجاری در رعایت منافع سایر ذینفعان برتری می‌دهد. رویکرد اجتماعی و ذینفع محوری را می‌توان در صندوق‌ها از اهدافی که معمولاً برای آنها بر می‌شمارند نیز دریافت. اهدافی نظیر کاهش ریسک سرمایه‌گذاری (ماده ۴ اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری)، کمک به تعمیق و گسترش بازار سرمایه، مهار نقدینگی و تورم، نهادینه کردن سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، ارتقاء سطح مشارکت‌های اقتصادی و اجتماعی مردم و جذب سرمایه‌های خارجی و... (سعیدی و همکاران، ۱۳۸۹). از این رو به نظر می‌رسد از حیث ساختاری و رفتاری این نهادهای مشارکت تجاری در کنار تأمین منافع سرمایه‌گذاران، منافع سایر گروه‌های ذینفع را نیز مطمح نظر دارند و لذا به گسترش مسئولیت اجتماعی اشخاص حقوقی و حاکمیت شرکتی مبتنی بر ترکیب نظریات سهامدار محوری و ذینفع محوری بعنوان نظریه غالب کمک می‌کنند.

## ۲-۵- تأثیر نهادهای نظامند مالی و نظم بازار بر کاهش تخلفات مالی

توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بعنوان نهادهای نظام‌مند بازار سرمایه که براساس ضوابط دقیق، منابع مالی سرگردان جامعه را تجهیز نموده و با هدایت و کنترل آن در بازار مزبور به سرمایه‌گذاری شفاف می‌پردازند و عملیات مالی و سرمایه‌گذاری آنها نیز توسط مراجع نظارتی دائماً نظارت می‌گردد. می‌تواند نقش مؤثری در کاهش تخلفات مالی اعم از فرار مالیاتی، پولشویی و کلاهبرداری و ... ایفاء کنند. از سویی دیگر یکی از دستاوردهای عظیم علم اقتصاد، شناخت «بازار» به عنوان عرصه مبادله داوطلبانه و عادلانه کالاها و خدمات و دارایی‌های مالی بین خریداران و فروشندگان و سرمایه‌گذاران و صاحبان کسب و کار است. در چنین بازار عرضه و تقاضاست که تکلیف قیمت‌ها را تعیین می‌کند و لذا بسیاری از حوادث اقتصادی و مالی با تحلیل‌های ساختاری و رفتاری بازار قابل پیش‌بینی است و از این رو هر شخصی می‌تواند بر اساس پس اندازها و مخارج آتی خود اقدام به پیش‌بینی و برنامه‌ریزی مالی و اقتصادی نماید و از بروز بسیاری از مشکلات اقتصادی و اجتماعی محتمل جلوگیری نماید. در شرایط بازار کارا، رقابتی و شفاف است که اساساً امکان تقلب مالی به حداقل می‌رسد چون قیمت‌ها به



قیمت ذاتی نزدیک می‌گردد و اشخاص به ابتدای چنین بازار شفاف‌تری می‌توانند به تنظیم روابط مالی خود اقدام کنند و اسیر دام کلاهبرداری، یا مشارکت در شرکت‌های هرمی و سایر تخلفات مالی و جرایم اقتصادی دیگر نگردند در سایه چنین بازاری امکان رانت خواری و فساد مالی کاهش یافته و امنیت سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و هزینه تخلفات و جرایم مالی بالا می‌رود و زمینه‌گرایی به سوداگری و سفته‌بازی فروکش می‌کند (Haroon Muhammad Khan, 2007). بورس اوراق بهادار با توسل به نهادهای مالی سرمایه‌گذاری نظیر صندوق‌ها از مصادیق واقعی مفهوم بازار است و در تعمیم و توسعه این مفهوم به سایر بازارها نیز بسیار تأثیرگذار محسوب می‌شود. چون عناصر شفافیت، رقابت و... بعنوان کلیدواژه‌های بازار آزاد در بازارهای سرمایه ظهور و بروز بیشتری می‌یابند و سایر بازارهای مالی و غیرمالی را به تاسی از خود وا می‌دارند.

## ۲-۶- پیشگیری وضعی از جرم با تغییر الگوهای سرمایه‌گذاری

بازار سرمایه با تعبیه سازوکارهای متعددی در صدد جذب و هدایت منابع مالی حاصل از پس‌اندازهای شهروندان به سمت خریدار اوراق بهادار و سایر دارایی‌های مالی کم‌مخاطره است. چون اصولاً مشارکت مردم در اقتصاد برای تشکیل سرمایه نباید از طریق پس‌انداز کردن به شیوه‌های بدوی در کالاهای فیزیکی و دارایی‌های مشهود باشد گرایش به خرید مسکن اضافی، خودروی اضافی، لوازم منزل، سکه، طلا و عتیقه برای سرمایه‌گذاری و حفظ ارزش پول ممکن است در کوتاه‌مدت برای شخص سودمند باشد اما از نگاه دانش مالی برای اقتصاد کشور مهلک است چون این دارایی‌ها غیر فعال و راکد هستند و خلق ثروت نمی‌کنند بلکه به تورم دامن می‌زنند و لذا بازار سرمایه همواره درصدد تبدیل این شیوه ناکارآمد سرمایه‌گذاری به روش‌های مناسب‌تر از جمله دارایی‌های مالی یعنی اوراق بهادار، سهام، حق تقدم اوراق مشارکت، واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد. خرید این دارایی‌ها از نگاه اقتصادی موجب رونق و گردش سرمایه در روند تولید و خدمات و افزایش ثروت ملی و رفاه و امنیت اجتماعی است اما از حیث سیاست جنایی در حقوق جزا نیز چنین شیوه سرمایه‌گذاری اولاً موجب امنیت خاطر و اطمینان نظر از سرنوشت سرمایه‌گذاری است که از مستندات و مدارک مالکیتی کافی برخوردار بوده و ضمانت اجرا هر گونه نقض حقوقی را برابر ضوابط پیش‌بینی نموده است. ثانیاً: نگهداری از اموال و دارایی‌های فیزیکی بویژه لوازم منزل، طلا و مسکوکات و عتیقه‌جات... با دشواری فراوانی همراه بوده و بسیار ناامن و پر مخاطره است و لذا از اصول بدیهی روش‌های پیشگیری وضعی پدیده مجرمانه همواره از بین بردن زمینه‌ها و تمهیدات وقوع

جرم می باشد که در این راستا می توان با اهداف مالی بازار سرمایه هم‌داستان شد و با تبدیل پس اندازهای فیزیکی به پس اندازهای مالی ضمن کمک به توسعه اقتصاد کشور از شرایط امن و مطمئن سرمایه گذاری نیز بهره مند گردید.

## ۲-۷- توسعه طبقه متوسط و ارتقاء امنیت اجتماعی

توسعه نهادهای مالی همچون صندوق‌ها، امکان تجمیع منابع مالی طبقات ضعیف و متوسط را جهت سرمایه گذاری در فرصت‌ها و طرح‌های بزرگ سرمایه گذاری با مزیت نسبی فراهم می کند که فواید آن نصیب خانواده‌های با درآمد متوسط و پایین می شود، از انباشت ثروت در دست عده معدودی می کاهد و امکان مشارکت عمومی مردم در طرح‌های سودآوری پیش می آورد که با برخورداری از منافع آن، بتدریج زمینه ارتقاء سطح معیشتی و بهبود شرایط کیفی طبقات متوسط فراهم می شود. این تدبیر می تواند با کاهش تفاوت‌های فاحش ثروت بین شهروندان از تنش‌ها و نابرابری‌های اجتماعی بکاهد و اسباب امنیت اجتماعی بیشتری را فراهم کند و با ارتقاء سطح توانمندی مالی شهروندان، بتدریج هزینه های سرسام آور تأمین اجتماعی، نهادهای حمایتی و امنیتی و قضایی را کاهش دهد. از سوی دیگر طبقه متوسط را می توان به مثابه مرجع مهمی برای ایجاد انگیزه در انباشت ذخیره‌های سرمایه‌ای در نظر گرفته شود. تمایل این طبقه به تأمین آینده خود و گرایش همواره پیگیرانه آن به بهبود وضع خود، سبب می شود که تمایل پس انداز قدرتمندی در آن وجود داشته باشد. این تمایل دارای پایه‌های مادی قابل اتکا نیز باشد به صورتی که می توان برای نمونه بر صندوق‌های بازنشستگی به عنوان یکی از منابع مهم پس انداز در هر کشور تکیه کرد. با توجه به نکته فوق می توان طبقه متوسط را با یک برنامه‌ریزی منطقی به سمت بازارهای مالی هدایت کرد. این طبقه چون رفتارهایی کاملاً متفاوت با سهامداران بزرگ دارند و چون بسیار محافظه کارتر از آنها عمل می کنند و سرمایه‌های بسیار با ثبات تری را وارد بازار می نمایند که امکان اتکای بیشتری بر آنها وجود دارد (نکوهی، ۱۳۸۳) لذا می توان صندوق‌های سرمایه گذاری را قالب مطلوب آنها در امر سرمایه گذاری تلقی کرد که در بسط و توسعه این طبقه به عنوان پایگاهی مطمئن امنیت و توسعه اجتماعی، سیاسی و اقتصادی تأثیر گذار است.

## ۲-۸- تقویت سرمایه اجتماعی و مشارکت های حقوقی - سیاسی

مردم زمانی که با یکدیگر ارتباط دارند، کارهایی انجام می دهند که به تنهایی قادر به انجام آن نیستند یا برای انجام آن دچار مشکل می شوند. هنگامی که مردم شبکه‌های اجتماعی ایجاد کرده و با اعضای آن شبکه که ارزش‌های مشترکی دارند رابطه برقرار می کنند این شبکه‌ها به عنوان منابعی تلقی می شود

که سرمایه اجتماعی ایجاد می‌کند (فوکویاما، ۱۳۷۸). بدیهی است با این تعریف از سرمایه اجتماعی، بازار سرمایه با برخورداری از ابزارها و نهادهای مالی مشارکتی خود که اصولاً مبتنی بر ساز و کارهای دموکراتیک و تعامل جویانه است نقشی ممتاز در باز تولید سرمایه اجتماعی ایفا می‌کند و چنانچه شهروندان با بهره‌مندی از فرصت‌های مختلف این بازار و به مشارکت طلبیدن سایرین به تقویت روح مشارکت جمعی، جامعه‌پذیری و با آموزش مفاهیم و مبانی اقتصادی و اجتماعی در بازار سرمایه بپردازد، نهادهای مالی چون صندوق‌ها به منع مؤثر تولید سرمایه اجتماعی در جامعه بدل می‌شوند که واجد آثار و نتایج ثمر بخش فراوانی است زیرا زمینه‌های ذهنی هر فرد بتدریج در بستر چنین تعاملاتی شکل می‌گیرد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با ترویج مفاهیم و ارزش‌های مشارکت طلبانه و تمرین آداب دموکراتیک اجتماعی می‌توانند به تولید سرمایه اجتماعی بیفزایند و حسن روابط و اعتماد دوسویه شهروندان را تقویت کنند که در مجموع به سلامت روانی اجتماعی جامعه منجر می‌شود. بنا به نظر اندیشمندان علوم اجتماعی افزایش بسیاری از جرایم و تخلفات و آسیب‌های اجتماعی و ... با مسئله کمبود سرمایه اجتماعی رابطه مستقیم دارد. افزایش چنان مشکلاتی در جامعه ناشی از کم شدن روابط و مناسبات اجتماعی مؤثر است و لذا یکی از راه‌های جلوگیری از جرایم و انحرافات اجتماعی تلاش در توسعه سرمایه اجتماعی از طریق تأسیس نهادهای جمعی مشارکت جویانه با انگیزه‌های جدی است (فوکویاما، ۱۳۷۸). از سویی دیگر میدان مشارکت اقتصادی، اولین و مهمترین عرصه مشارکت‌های حقوقی - سیاسی است. مردم اگر در صحنه اقتصاد که با منافع مستقیم آنها سر و کار دارد مشارکت نکنند نمی‌توان انتظار داشت که در تشکل‌های حقوقی - سیاسی حضور فعال داشته باشند. اگر به شرکت در جلسه مجمع عمومی مجتمع مسکونی که در آن زندگی می‌کنند متمایل نباشند؛ اگر در مجمع عمومی شرکت سهامی یا صندوق سرمایه‌گذاری که سهام آن را خریداری کرده‌اند، حاضر نشوند؛ چگونه می‌توان به مشارکت‌شان در نهادهای سیاسی و حقوق اساسی نظیر انتخابات، احزاب، تشکل‌های حقوقی اجتماعی و بخصوص تشکل‌های غیردولتی (NGO) و مردم نهاد که مبنای جامعه مدنی و توسعه حقوقی سیاسی است امیدوار بود (عبده تبریزی، ۱۳۷۹).

#### ۴- ساختار و قواعد حاکم بر صندوق سرمایه‌گذاری

هرچند بندهای «د» و «ه» ماده ۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، به اختصار به ساختار صندوق‌ها پرداخته است و در بند «د» ماده مزبور بیان میدارد «صندوق به موجب ترتیباتی که در اساسنامه پیش‌بینی می‌شود باید حداقل یک رکن اداره کننده و یک رکن ناظر به عنوان بازرس/

حسابرس داشته باشد». بند «ه» این ماده نیز اشعار می‌دارد که «وظایف، اختیارات و مسئولیت‌های ارکان مذکور و سایر ارکان از قبیل ضامن بر عهده اشخاص حقوقی واجد شرایطی خواهد بود که باید در صندوق قبول سمت نمایند. حدود مسئولیت و اختیارات هر یک از ارکان در اساسنامه تعیین می‌شود. رکن اداره کننده را می‌توان از بین اشخاص حقیقی واجد شرایط تعیین کرد». اما با توجه به اینکه این قانون ضمن بیان کلیات، اساسنامه را به عنوان مرجع مقررات مربوط به ارکان معرفی می‌نماید، لذا ساختار صندوق بر اساس مقررات موجود در اساسنامه نمونه ارائه شده از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار در سه حوزه تصمیم‌گیری، نظارتی و اجرایی قابل تبیین است.

### ۳-۱- رکن تصمیم‌گیری

تعیین مدیر، مدیر ثبت، متولی و حسابرس، تصویب صورت‌های مالی و گزارش عملکرد و هرگونه تغییر در اساسنامه و انحلال و بطور کلی هرگونه تصمیم راجع به امور کلان توسط مجمع که بالاترین رکن صندوق قلمداد می‌گردد صورت پذیرد. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تنها یک مجمع وجود داشته و بر خلاف شرکت‌های سهامی چندین مجمع با صلاحیت‌ها و وظایف خاص وجود ندارد و کلیه تصمیمات مهم در صندوق‌ها انحصاراً توسط مجمع واحد اتخاذ می‌گردد. در حقوق آمریکا نیز وظیفه سیاست‌گذاری و اتخاذ تصمیمات کلان در خصوص صندوق‌ها بر عهده مجمع می‌باشد. بر اساس اساسنامه مجمع در هر زمان با دعوت مدیر صندوق یا متولی یا دارندگان بیش از یک پنجم واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز صندوق یا سازمان بورس و اوراق بهادار قابل تشکیل می‌باشد. اما چنانچه این اشخاص نسبت به دعوت مجمع اقدام نکردند آیا هر ذینفعی می‌تواند جهت برگزاری مجمع از مراجع قانونی اقدام کند این موضوعی است که اساسنامه نسبت به آن ساکت است ولی به نظر می‌رسد با توجه به اینکه سازمان بورس و اوراق بهادار در اعداد اشخاص مجاز به دعوت مجمع می‌باشد این امکان فراهم می‌باشد که در صورتیکه هر ذینفعی با دلایل و مستندات کافی دعوت به تشکیل مجمع از سازمان را درخواست کند در صورت احراز دلایل موجه سازمان اقدام به دعوت مجمع بنماید. مطابق ماده ۳۰ اساسنامه نمونه، تنها دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز یا نمایندگان قانونی آنها، حق حضور در جلسه مجمع صندوق را دارند. در آمریکا بر خلاف حقوق ایران، کلیه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، مانند سهامداران دیگر شرکت‌ها از حقوقی چون حق رأی، انتخاب مدیران، تغییر در اهداف و سیاست‌های صندوق<sup>۱</sup> و

۱. ماده ۱۳ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری (<http://www.ICI.org>)

حق دسترسی به صورت‌های مالی و قرار دادها<sup>۱</sup> برخوردار می‌باشند. بر خلاف مقررات صندوق‌ها در ایران، حقوق یک سرمایه‌گذار عادی تنها در امکان خروج از آن در صورت عدم تمایل به تغییرات اعمالی صندوق خلاصه نمی‌شود. بدیهی است این موضوع که در جلسات مجمع تنها سهامداران ممتاز حق رأی داشته باشند، دارای محاسن و معایبی است. حسن آن اینست که این امر باعث سهولت در اتخاذ تصمیم و کاهش هزینه‌های ناشی از تشکیل مجامع و تشریفات مربوط به آن می‌گردد. که از این حیث با توجه به ساختار بسیط صندوق‌ها و تسهیل سرمایه‌گذاری، متناسب به نظر می‌رسد. اما از حیث اصول حاکمیت شرکتی و رعایت حقوق دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، محل انتقاد است و پیش-بینی حق رأی در مسائل اساسی صندوق برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی نابجا نمی‌نماید. بدین منظور شاید پیش‌بینی دو مجمع عادی و فوق العاده که در اولی صرفاً امور معمولی و ادواری صندوق نظیر عزل و نصب ارکان اجرایی و حسابرسی و مدت مأموریت و حق الزحمه آنها و تصویب صورت‌های مالی و استماع گزارشات و تعیین روزنامه کثیرالانتشار مورد تصمیم‌گیری قرار می‌گیرد و در مجمع عمومی فوق‌العاده که به تصمیم‌گیری در موارد غیر معمول و اساسی صندوق نظیر تغییر در مواد اساسنامه و یا انحلال آن که به ندرت اتفاق می‌افتد، می‌پردازد می‌توان با حضور همه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری اعم از عادی و ممتاز با حق رأی یکسان تشکیل گردد. بویژه آن که این امر می‌تواند موجب تشویق سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌های کلان که به تصمیم‌گیری‌ها اهمیت زیادی می‌دهند، گردد.

در خصوص تشکیل جلسات مجمع صندوق‌ها در اساسنامه نمونه، دوره زمانی معینی پیش‌بینی نگردیده است. این موضوع که مجمع تنها در موارد نیاز به اخذ تصمیم، از سوی اشخاص واجد شرایط دعوت می‌شود از این حیث که می‌تواند عنداللزوم موجب اخذ تصمیمات لازم در اداره صندوق گردد مناسب است، اما بهتر این بود که قانونگذار مانند تشکیل مجامع عمومی عادی در شرکت‌های سهامی که می‌باید حداقل سالی یکبار تشکیل شوند<sup>۲</sup>، در خصوص صندوق‌ها نیز به این موضوع اشاره می‌نمود که چنانچه هیچ یک از این اشخاص در ظرف یکسال مالی، نسبت به دعوت مجمع اقدام ننمودند، این مجمع حداقل یکبار جهت بررسی عملکرد صندوق در طی یکسال مالی صندوق تشکیل گردد.

۱. ماده ۱۵ قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری (<http://www.ICI.org>)

۲. ماده ۸۹ لایه اصلاحی قانون تجارت

### ۳-۲- رکن اجرایی

عملیات اجرایی صندوق بطور عمده توسط دو جزء مدیر و مدیر یا مدیران سرمایه‌گذاری به اجرا در می‌آید که هر یک از آنها با ایفای نقشی خاصی، در اداره صندوق مؤثر می‌باشند. در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران، اداره صندوق به وسیله مدیر صورت می‌گیرد. که این رکن اداره‌کننده را می‌توان از میان اشخاص حقیقی یا حقوقی انتخاب نمود. از آنجایی که مدیر رکن اجرایی و اداره‌کننده صندوق‌ها می‌باشد، می‌تواند به موجب اختیار موجود در بند «ه» ماده ۴ قانون توسعه ابزارها در نهادهای مالی، از میان اشخاص حقیقی واجد شرایط نیز انتخاب شود و لازم نیست که حتماً مانند سایر ارکان از میان اشخاص حقوقی انتخاب گردد. در حالیکه در امیدنامه و اساسنامه نمونه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی واگذاری این مسئولیت به اشخاص حقیقی صورت نگرفته است و این رکن صندوق نیز همچنان با ساز و کار اشخاص حقوقی، مورد نظر تدوین‌کنندگان اساسنامه و امیدنامه بوده است و چنانچه بنا بر مفاد این ضوابط و رویه معمول صرفاً اشخاص حقوقی امکان مدیریت صندوق‌ها را داشته باشند باید بین امیدنامه و اساسنامه صندوق‌ها و بند «ه» ماده ۴ قانون توسعه ابزارهای نهادهای مالی قائل به نوعی مغایرت بود که در حل این تعارض طبیعتاً با عنایت به سلسله مراتب قوانین و مقررات بند ماده ۴ بر مفاد اساسنامه و امیدنامه حاکم است و لذا می‌توان به امکان واگذاری این سمت به اشخاص حقیقی نیز نظر داد.

البته تفسیر دیگری که می‌توان در اینجا جهت حل تعارض مقررات مزبور به کار گرفت آنکه منظور بند «ه» ماده ۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی از عبارت «رکن اداره‌کننده» شاید «مدیران سرمایه‌گذاری» بوده است که در اساسنامه نیز صراحتاً به اشخاص حقیقی واگذار گردیده، در این صورت به ناچار باید «اداره کردن» صندوق را صرفاً اداره پرتفوی (سبد سهام) تلقی کرد و سایر امور مربوط به مدیریت صندوق را امور اجرایی و نه اداری آن قلمداد نمود حال آنکه مدیر صرفاً مجری نمی‌باشد و تدبیر و اداره جزء لاینفک تعریف حقوقی آن است. در شرح وظایف و مسئولیت‌هایی نیز که برابر ماده ۴۰ اساسنامه نمونه برای مدیر برشمرده شده است در بسیاری از موارد با مفهوم مصطلح مدیریت و اداره امور همخوانی دارد. در هر رو چنانچه این تفسیر را نپذیریم و همچنان به استناد بند «ه» ماده ۴ قانون توسعه نهادها و ابزارهای مالی ... قائل به مدیریت صندوق‌ها توسط اشخاص حقیقی هم باشیم این موضوع یکی از تمایزات بارز صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران با ایالات متحده آمریکا می‌باشد، بدین صورت که در کشور آمریکا اداره صندوق‌های سرمایه‌گذاری، توسط هیئت مدیره صورت می‌پذیرد. این هیئت مدیره، توسط سهامداران برای مدیریت صندوق انتخاب شده و در وهله

اول نقش آن نظارتی است. هیأت مذکور که از ترکیب دو گروه مدیران مستقل و مدیران ذینفع یا وابسته تشکیل شده است، مسئولیت سرپرستی و نظارت کلی بر فعالیت‌های صندوق، تصمیم‌گیری اساسی، تدوین آیین‌نامه‌ها و نظارت بر عملکرد نهادهای مرتبط با صندوق را بر عهده دارند (سعیدی و همکاران، ۱۳۸۹). هیأت مدیره نوعاً در مدیریت روزانه امور صندوق دخالتی نمی‌کند، بلکه مدیریت این امور را به مشاور سرمایه‌گذاری صندوق یا مدیرانی می‌سپارد که با این صندوق قرارداد دارند. انتخاب مدیران وابسته به شرکت مدیریتی در این کشور، دارای یک تضاد منافع داخلی است. قانون ۱۹۴۰ در این کشور ایجاب می‌نماید که حداقل ۴۰ درصد از اعضای هیأت مدیره، مدیران «مستقل» باشند یعنی افرادی غیر از وابسته‌های شرکت مدیریتی، مشاورین سرمایه‌گذاری، توزیع‌کننده اصلی، مشاور حقوقی یا هر یک از اعضای یک واسطه، در واقع مقصود از مدیر مستقل در این صندوق‌ها مدیری است که هیچ گونه وابستگی با خود صندوق، مشاور سرمایه‌گذاری و سایر ارکان ندارد و جز در حد حقوق خود از نتیجه عملکرد صندوق منتفع نمی‌شود. بر این استقلال در اصلاحیه قانون ۱۹۷۰ شرکت‌های سرمایه‌گذاری نیز تأکید شده است. در این اصلاحیه گروهی تحت عنوان مدیر «بی‌طرف»<sup>۱</sup> شناخته شده‌اند، مجموعه قوانینی برای این گروه تعیین شده و میزان متفاوتی از اکثریت آراء مدیران بی‌طرف برای تصمیماتی مثل تأیید قراردادهای مشاوره‌ای و موافقت نامه‌های توزیع، مشخص شده است. همچنین در سال ۲۰۰۴، کمیسیون بورس و اوراق بهادار، قوانین خود را به گونه‌ای اصلاح نموده که صندوق‌های سرمایه‌گذاری را ملزم می‌سازد که با تکیه بر مفاد معافیتی قوانین کمیسیون، ۷۵ درصد از مدیرانشان مستقل بوده و رئیس هیأت‌مدیره نیز یک مدیر مستقل باشد. علاوه بر مدیران مستقل، چنانچه ذکر شد، تعدادی از مدیران نیز ذینفع یا وابسته به صندوق هستند که به مدیرانی اطلاق می‌گردد که از بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری توسط مجمع انتخاب می‌شوند و نفع مستقیم در عملکرد و نتایج فعالیت صندوق دارند (Gremillion, 2005).

در ایران نیز اداره شرکت‌های سهامی موضوع قانون تجارت به وسیله هیأت‌مدیره‌ای که از میان صاحبان سهام انتخاب شده‌اند صورت می‌پذیرد. در این شرکت‌ها در واقع مسئولیت اداره کلی شرکت با هیأت‌مدیره و اداره عملی شرکت با مدیرعامل است و در واقع هیأت‌مدیره به طور مستقیم در اداره شرکت دخالت نکرده بلکه اصول کلی مدیریت را ترسیم می‌کند، در حالی که تعیین راه‌کارهای عملی و اجرای آنها به عهده مدیرعامل است. اما با توجه به ساختار متفاوت صندوق‌ها که در طراحی برنامه‌ها و پیشبرد آن در مجمع صندوق تنها صاحبان گواهی‌های سرمایه‌گذاری ممتاز حق اظهار نظر و

1. Disinterested

رأی دارند و آنها نیز پس از انتخاب این سیاست‌ها، یک شخص حقیقی یا حقوقی را به عنوان عامل اجرایی آن انتخاب می‌نمایند. در واقع مجمع مزبور وظیفه تعیین سیاست‌های کلی را به تنهایی انجام می‌دهد و مدیر با توجه به سیاست‌های اتخاذی، زمینه اجرای مناسب آن را فراهم می‌نماید، این در حالیست که در آمریکا مجمع و هیأت مدیره، هر دو به عنوان رکن سیاست‌گذاری عمل می‌کنند. اما در اینجا با توجه به اینکه تشکیل هیأت مدیره و اخذ تصمیمات در آن مستلزم صرف هزینه و زمان مضاعفی علاوه بر مجمع شناخته شده در طراحی صندوق‌ها سعی بر پرهیز از تشریفات و هزینه‌های غیر ضروری و تشکیل ساختاری ساده و کارآمد گردیده، به نیازی به انتخاب این هیأت مدیره و اخذ تصمیم از سوی آنان ندیدند.

بخش دیگری از رکن اجرایی در صندوق، مدیران سرمایه‌گذاری هستند که سیاست‌گذاری و تعیین خط‌مشی سرمایه‌گذاری صندوق و تصمیم‌گیری در مورد خرید، فروش یا حفظ مالکیت دارایی‌های صندوق بعهده دارند. این جزء صندوق‌ها در ایران تا حدودی به رکن مشاور سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> در حقوق آمریکا نزدیک است. در آمریکا صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت بیرونی اداره می‌شوند و این مدیریت بیرونی به دو صورت انجام می‌پذیرد؛ صورت اول بدین گونه است که صندوق‌ها مستقلاً با هر یک از ارائه‌دهندگان خدمات رکن منقذ می‌نمایند و این ارائه‌کنندگان، خدمات معینی را به صندوق ارائه می‌دهند که بخش اعظم این قراردادها نیازمند نظارت و تصویب هیأت مدیره است. حالت دوم که اکثر صندوق‌ها نیز بر اساس آن عمل می‌کنند بدین گونه است که یک قرارداد کلی جهت دریافت مجموعه کاملی از خدمات، با مشاوران سرمایه‌گذاری منعقد می‌شود و سپس مشاور حسب نیاز صندوق نسبت به انعقاد قرار داد با سایر مؤسسات اقدام می‌نماید. البته جهت تأیید این قراردادهای فرعی لازم است اکثریت هیأت مدیره از مدیران مستقل و غیرذینفع باشند. شیوه دوم از مطلوبیت بیشتری برخوردار است زیرا یک شرکت متخصص متشکل از گروه‌های حرفه‌ای در امور مالی و سرمایه‌گذاری عملیات را بر عهده گرفته، ضمن اینکه مسئولیت اصلی بر عهده مشاور سرمایه‌گذاری است و می‌توان در تمامی موارد به مشاور سرمایه‌گذاری به عنوان پیمانکار اصلی مراجعه نمود. البته واقعیت اینست که در این کشور، صندوق به واسطه ابتکار شرکت مشاور سرمایه‌گذاری راه‌اندازی می‌شود و در واقع همین شرکت است که صندوق را پایه‌گذاری و هیأت مدیره آن را انتخاب می‌کند و سپس این هیأت مدیره، شرکت مشاور سرمایه‌گذاری را به عنوان مدیر سبد اوراق بهادار انتخاب می‌نماید (سلطانی، ۱۳۹۰). مشاور سرمایه‌گذاری در حقوق آمریکا وظیفه تأمین نیروی انسانی

---

1. Investment Advisor



مورد نیاز، تنظیم امیدنامه و روزآمد کردن آن در پایان سال مالی و پیشنهاد آن به هیأت‌مدیره صندوق و نهاد ناظر بازار سرمایه، مدیریت مستقیم یا غیرمستقیم صندوق، جمع‌آوری، ثبت و نگهداری روزانه کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مرتبط با صندوق، اخذ تصمیم در مورد خرید و فروش اوراق بهادار، ارزیابی عملکرد سبد اوراق بهادار و محاسبه خالص ارزش روز دارایی‌ها و اعلام به سرمایه‌گذاران، نهاد ناظر و عموم مردم را بعهدہ دارد. البته لازم به ذکر است که مشاور سرمایه‌گذاری و کارکنان وی مشمول محدودیت‌های مختلف به ویژه در خصوص انجام معاملات با صندوق تحت مدیریت می‌باشند (Haslem John A, 2003). به نظر می‌رسد رکن مشاور سرمایه‌گذاری در حقوق آمریکا نقشی عام‌تر از مدیر سرمایه‌گذاری در حقوق ایران دارد. لازم به ذکر است در قوانین فعلی ما در خصوص انجام معاملات در صندوق، چنین محدودیت‌های معاملاتی در نظر گرفته نشده است در حالی که به نظر می‌رسد توجه به آن به واسطه اهمیت موضوع ضروری می‌باشد.

### ۳-۳- رکن نظارتی

عملکرد مدیران از جانب رکنی دیگر که از سوی سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود مورد بررسی و ارزیابی قرار می‌گیرد که متشکل از دو جزء متولی و حسابرس می‌باشد. متولی، رکن نظارتی است که توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود. مطابق بند الف از ماده ۲۲ اساسنامه نمونه، متولی در زمان تصدی خود به این سمت نمی‌تواند مالک واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق باشد که به نظر می‌رسد با توجه به وظیفه نظارتی متولی سهامدار بودن او ممکن است در مواردی مانع اعمال نظارت دقیق باشد یا زمینه تبانی با دیگر ارکان صندوق را در جهت حفظ منافع شخصی فراهم آورد. در ایالات متحده نیز قانون ۱۹۴۰ الزامات خیلی خاصی در مورد حفاظت یا سرپرستی سرمایه‌ها بر صندوق‌ها اعمال می‌نماید و بیان می‌دارد که صندوق‌ها باید اوراق بهادار خود را در اختیار یک "امین<sup>۱</sup> شایسته" قرار دهند که این امین می‌تواند ۱- بانک ۲- عضو بورس ملی اوراق بهادار<sup>۲</sup> ۳- خود شرکت ۴- یک شرکت تسویه وجوه<sup>۳</sup> باشد. تعدادی از بخش‌های قانون ۱۹۴۰ و قوانین تابعه آن الزاماتی را تعیین می‌کنند که باید در هر مورد رعایت شود. در عمل، در این کشور بسیاری از مجموعه صندوق‌ها امروزه از بانک‌ها برای بخش عمده‌ای از خدمات امین خود استفاده می‌کنند (Gremillion, 2005).

1. Custodian

2. Member Of A National Securities Exchange

3. Central Clearing System

در حقوق فرانسه نیز این نکته پیش‌بینی شده که اموال صندوق به امین که خود شرکت متمایز است و بر اساس لیستی از اشخاص حقوقی که مورد تأیید وزارت اقتصاد است سپرده می‌شود. امین در اساسنامه تعیین شده و باید در فرانسه اقامت داشته باشد. وظیفه امین اطمینان از صحت تصمیمات صندوق است و واگذاری این وظایف به دیگری نافی مسئولیت وی نخواهد بود (ماده ۱۶-۲۱۴ L. قانون پولی-مالی).<sup>۱</sup>

حسابرس صندوق، جزء نظارتی دیگری است که از بین مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و توسط متولی، جهت تأیید به مجمع صندوق معرفی می‌گردد. تا کلیه وظایف حسابرس صندوق را طبق اساسنامه و مقررات و با رعایت اصول، استانداردها و ضوابط حسابرسی که به تصویب مراجع ذی صلاح رسیده است، به انجام رساند.<sup>۲</sup> قابل ذکر است که مسئولیت حسابرس در انجام وظایف خود مسئولیت شخصی است که به موجب بند ۳ ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه سال ۱۳۸۴، مسئولیت بررسی و اظهار نظر در خصوص مستندات و اطلاعات را بر عهده دارد که در واقع با توجه به اینکه حسابرس یک شخصیت حقوقی است، نماینده آن شخص حقوقی، مسئولیت این امر را بعهده خواهد داشت. در ایالات متحده آمریکا نیز حسابرس<sup>۳</sup> یکی از ارکان صندوق می‌باشد. بدین صورت که قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ این کشور الزام می‌نماید که هر شرکتی که سهام خود را در معرض عموم قرار می‌دهد باید با حسابداران مستقل وارد عمل شود که اظهارنامه‌های مالی سالانه شرکت را مورد حسابرسی قرار دهند. بر اساس بخش ۳۲ الف قانون ۱۹۴۰ همچنین لازم است که هیئت مدیره شرکت سرمایه‌گذاری به طور سالانه برای انتخاب حسابداران رأی‌گیری کند که این انتخاب عموماً با رأی سهامداران تأیید می‌شود. حسابرسی شرکت سرمایه‌گذاری، یک اقدام تخصصی است که حسابرسان را ملزم می‌سازد با قوانین برقرار شده برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک آشنا باشند (Gremillion, 2005). رکن حسابرس در ایالات متحده آمریکا وظیفه بررسی، تطابق و هماهنگی ثبت‌ها و گزارش‌های مالی صندوق با قوانین و استانداردهای حسابداری و سپس ارائه گزارش به مدیران را بر عهده دارد. در فرانسه، حسابرس به وسیله هیأت مدیره یا مدیرعامل پس از موافقت نهاد ناظر بازار سرمایه انتخاب می‌شود. این حسابرس موظف به رعایت اسرار تجاری نسبت به نهاد ناظر بازار بوده و باید به محض اطلاع از نقض قوانین و مقررات در صورتی که دارای اثر قابل توجه در وضعیت مالی، دارایی و یا نتیجه فعالیت صندوق باشد و یا در صورتی که

1. <http://www.legifrance.gouv.fr> (Version consolidée au 11 juillet 2014)

۲. تبصره ۱ ماده ۴۵ اساسنامه نمونه

3. Auditor

حساب‌ها مشروط یا مردود اعلام شده باشد موارد مزبور را به آگاهی نهاد ناظر برساند (برگرفته از بند ۵ ماده ۱۷-۲۱۴ L قانون پولی و مالی فرانسه)<sup>۱</sup>.

#### ۴- قالب حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

نهاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، برای اولین بار در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ پایه‌گذاری و در بند ۲۰ ماده یک این قانون، ضمن ارائه تعریفی، این نهاد به رسمیت شناخته شد. بند ۲۰ ماده مزبور بیان می‌دارد «صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌باشد و مالکان آن به نسبت سرمایه‌گذاری خود، در سود و زیان صندوق شریک‌اند.» مطابق این تعریف، صندوق نهاد مالی محسوب می‌گردد که به سرمایه‌گذاری در حوزه اوراق بهادار می‌پردازد سرمایه‌گذاران نیز به نسبت مشارکت خود در سود و زیان شریک می‌گردند. بنابراین قانون بازار اوراق بهادار، نهادی با این مشخصات کلی که متداعی نوعی مشارکت بود مطرح نمود ولی در هیچ یک از مواد دیگر آن در خصوص ماهیت این ساختار حقوقی بحثی به میان نیامد. در واقع قانون، نهادی را به رسمیت شناخت که قالب حقوقی و به تبع آثار و نتایج حقوقی آن ناشناخته بود. مع الوصف، به جهت نقش و تأثیری که این نهاد مالی در توسعه و کارآیی بازار سرمایه داشت، تمایل به ایجاد چنین صندوق‌هایی نضج گرفت. در این میان، با عنایت به صراحت قانون و به منظور اجرایی نمودن ایده تأسیس این صندوق‌ها، سازمان بورس و اوراق بهادار در چارچوب وظایف و اختیارات تفویضی بند ۷ ماده ۷ قانون بازار، اقدام به تدوین اساسنامه و امید نامه در خصوص صندوق‌ها کرد هرچند که از حیث حقوقی این سوال اساسی همچنان مطرح بود که قانونگذار در ایجاد این صندوق‌ها چه قالب حقوقی را در نظر داشته است؟ زیرا با وجود تأسیس ساختار مبتنی بر ارکان سه‌گانه تصمیم‌گیری، اجرایی و نظارتی و اینکه سرمایه‌گذارانی با تأمین سرمایه صندوق، در سود و زیان حاصل از مشارکتشان شریک هستند. نوع مشارکت آنها که تاکنون در نظام حقوقی ایران در چارچوب‌های حقوقی متعارفی نظیر شرکت‌های تجاری و مؤسسات غیرتجاری ... رایج بوده است، همچنان در ابهام ماند. به عبارتی دیگر قالب حقوقی صندوق‌ها محل پرسش بود که با عنایت به مبانی و کارکردها و ساختار حقوقی آن بیان شد ذیل عناوین زیر به تحلیل آن می‌پردازیم.

1. <http://www.legifrance.gouv.fr> (Version consolidée au 11 juillet 2014)

#### ۴-۱- تحلیل و امکان سنجی قالب حقوقی

از آنجا که در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران با پرداخت وجه نقد و خرید گواهی سرمایه‌گذاری، وجوه خود را با سایرین به اشتراک می‌گذارند و در نهایت سود و زیان ناشی از این سرمایه‌گذاری بین همگی به نسبت واحدهای سرمایه‌گذاری تقسیم می‌گردد صندوق سرمایه‌گذاری، در واقع صندوقی اجتماعی از اوراق بهادار و جوهی است که مالکیت مجموعه آن نیز به سرمایه‌گذاران مختلف تعلق دارد. لذا آن چه در اینجا ناگزیر می‌نماید در هم آمیختن حق مالکیت اشخاص مختلف به منظور رسیدن به یک نوع یگانگی مالکیتی است که می‌تواند در قالب نوعی مشارکت جمعی به سرانجام برسد. «در تعریف شرکت نیز می‌توان گفت که شرکت عقدی است که به موجب آن دو یا چند شخص بمنظور تصرف مشترک و تقسیم سود و زیان و گاه مقاصد دیگر، حقوق خود را در میان می‌نهند تا به جای آن مالک سهمی مشاع از این مجموعه شوند.» (کاتوزیان، ۱۳۷۶) قانون مدنی نیز در ماده ۵۷۱ شرکت را این گونه تعریف می‌کند؛ «شرکت عبارت است از اجتماع حقوق مالکین متعدد در شیء واحد به نحو اشاعه». اما شکل تحول یافته و کامل شرکت در حقوق کنونی صورتی است که در آن مالکیت‌های جزء، اصالت خود را از دست می‌دهند و در یک مالکیت جمعی و مشترک ادغام می‌شوند، اجتماع مالکیت‌ها، وجودی جداگانه می‌یابد که از آن به «شخصیت حقوقی» تعبیر می‌کنند. با این وجود گاه اتحاد مالکیت‌ها به کمال نمی‌رسد بلکه به حالت اجتماع در می‌آید، بی‌آنکه اصالت هر کدام از بین برود. در هر حال، شرط ایجاد شرکت، مزج و آمیختگی حقوق چند مالک در هر جزء از مال مشترک و انتشار هر حق در مجموع اجزاء است که این حالت اجتماع، امتزاج را اشاعه می‌نامند (کاتوزیان، ۱۳۸۴). در این صورت که اصطلاحاً با شرکت مدنی روبرو هستیم و مالکیت هر ذره مال و در نتیجه مجموع آن به شریکان تعلق دارد. مجموعه مالکان و حقوق آمیخته آنان شخصیتی جدای از شریکان ندارد و مالکیت در جهان اعتبار، چهره فردی دارد (کاتوزیان، ۱۳۸۶). در این شرکت که فاقد شخصیت حقوقی است، هر چند تا قبل از قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۸/۹/۲۵ قابل طرح و بررسی بود اما با توجه به صراحت ماده ۲ قانون فوق‌الذکر که بیان می‌دارد: «سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف است صرفاً با مجوز سازمان، صندوق‌های موضوع بندهای (۱۹) و (۲۰) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موضوع بند (۱) ماده (۱۴) قانون «ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن» - مصوب ۱۳۸۷/۲/۲۵<sup>۵</sup> و سایر صندوق‌هایی را که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند، ثبت

نماید. این صندوق‌ها از تاریخ ثبت دارای شخصیت حقوقی می‌باشند» از این زمان به بعد دیگر تصور صندوقی که بدون شخصیت حقوقی باشد و به ساختار شرکت مدنی نزدیک گردد منتفی شد. ضمن آن که درباب موضوع فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز چون عمدتاً به امر خرید و فروش اوراق بهاداری پرداختند<sup>۱</sup>. باید دید که آیا این فعالیت، جزو اعمال تجاری محسوب می‌گردد یا خیر؟ مطابق بند ۱ ماده ۲ قانون تجارت، خرید یا تحصیل هر نوع مال منقول به قصد فروش یا اجاره از مصادیق فعالیت‌های تجاری قلمداد می‌شود. از آنجایی که حقوقدانان، اسناد در وجه حامل و حقوق مالی دیگر مانند دیون، سهم الشرکه و حقوق معنوی را نیز مال منقول تلقی می‌کند (کاتوزیان، ۱۳۸۶). برخی بیان می‌دارند که «علاوه بر کلیه اموال منقولی که صراحتاً در قانون مدنی ذکر شده است اموال دیگری را هم منقول محسوب می‌شوند مانند مطالبات، اوراق تجاری، سهام اوراق قرضه، حقوق مالکیت تجاری و ... را نیز باید مشمول اموال منقول قرار داد» (ستوده تهرانی، ۱۳۷۶). می‌توان گفت نقل و انتقال اوراق بهادار در واقع مصداق بارز بند ۱ ماده ۲ قانون تجارت است. بند ۱ از ماده ۲، خرید و تحصیل هر نوع مال منقول به قصد فروش یا اجاره را از جمله فعالیت‌های تجاری می‌داند و از آن جا

<sup>۱</sup> . قانون گذار در ماده ۲۴ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴، اوراق بهادار را هر نوع ورقه یا مستندی که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال است معرفی کرده و تعیین مصادیق آن را به عهده شورای عالی بورس اوراق بهادار نهاده است. رایج ترین مصداق اوراق بهادار سهام شرکت‌های سهامی عام است که بر اساس ماده ۲۴ لایحه اصلاحی قانون تجارت؛ «قسمتی از سرمایه شرکت است که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد. ورقه سهم سند قابل معامله‌ای است که نماینده تعداد سهامی است که صاحب آن در شرکت دارد.» برخی از حقوقدانان ظاهراً بر اساس مفاد این ماده سهم را دارای دو معنی دانسته‌اند یکی حقوق و تعهداتی که شریک در یک شرکت دارد و دیگری ورقه بهاداری که نه تنها این حق را تأیید می‌کند بلکه نماینده آن است (ستوده تهرانی، ۱۳۷۶، ۱۰۶). در نتیجه براساس این دیدگاه حق مالکیت بر سهم حق دینی تلقی نشده و نوعی حق عینی است که به مال معینی یعنی ورقه سهام تعلق می‌گیرد. نظرات موافق این دیدگاه متأثر از حقوق آلمان نیز وجود دارد (ابراهیمی، ۱۳۹۱، ۱۳۷). نظر دیگری نیز شرکت را مال عینی و ملموس نمی‌داند بلکه یک مفهوم ذهنی و اعتباری می‌شناسد. یعنی نوعی مالکیت مشاع بین سهامداران پدید می‌آید که موضوع آن نه یک عین مادی خارجی، بلکه یک مال اعتباری است. مالی که وجود آن در عالم اعتبار فرض می‌شود و مالکیت آن بر اساس «ارزش تجارت در جریان آن» تقویم و محاسبه می‌شود و ارزش معاملاتی هر سهم نیز به عنوان جزئی از ارزش این کل در بازار سهام تعیین می‌گردد (عبیدی پور، ۱۳۹۱، ۱۳۸). عده دیگری از صاحب‌نظران نیز بر این اعتقادند که چون با تأسیس شرکت و تولد شخص حقوقی، مالکیت آورده‌ها به شخص حقوقی انتقال می‌یابد، سهامداران دیگر سهمی از مال شرکت ندارند بلکه حداکثر توصیف حقوقی رابطه آنها با شرکت این است که آنها در حقوق خاصی همانند حق برخورداری از سود سالانه سهام حق حضور در مجامع، حق تقدم ناشی از افزایش سرمایه و حق تملک باقیمانده سرمایه و دارایی شرکت پس از انحلال و تصفیه است سهم هستند (کاتوزیان، ۱۳۸۶، ۵۹ و عرفانی، ۱۳۷۴، ۳۰). بنابراین بر اساس این دیدگاه که موجه تر به نظر می‌رسد؛ سهم یک حق مالی است که چون سهامدار این حق را بر عهده شرکت به عنوان یک شخص حقوقی دارد می‌بایست آنرا یک نوع حق دینی دانست که در حقوق ما، مال غیر مادی یا حقوق مالی دینی محسوب می‌شود که بنا به نظر برخی از فقها نقل و انتقال آن می‌تواند بیع محسوب شود (طباطبایی یزدی، ۱۳۷۸، ق ۱۱۶؛ امام خمینی، ۱۳۶۳، ۵۳). همچنان که لایحه اصلاحی قانون تجارت در موارد متعددی از جمله مواد ۳۵، ۳۶، ۳۷، ۳۸، ۴۵، ۴۶، ۱۷۱، ۱۷۳، ۱۷۸ به واژه ابتیاع یا فروش سهام اشعار دارد کما اینکه در قانون بازار اوراق بهادار بند ۱۶، ۲۶، ۲۷، ۲۸، ۲۹ ماده یک آن به همین مفهوم صراحت دارد و عرف و رویه قضایی نیز مؤید چنین نظریه است (سواد کوهی، ۱۳۸۸، ۸۴).

که اوراق بهادار از جمله اموال منقول محسوب می گردند. لذا خرید و فروش آنها نیز ذاتاً عملی تجاری محسوب گردیده و به موجب آن فعالیت صندوق نیز تجاری می باشد.

با این وصف یکی از ساختارهای واجد شخصیت حقوقی در قانون تجارت مؤسسات غیر تجاری هستند که بر اساس ماده ۵۸۴ قانون تجارت؛ «تشکیلات و مؤسساتی که برای مقاصد غیر تجاری تأسیس شده یا بشوند از تاریخ ثبت در دفتر مخصوصی که وزارت عدلیه معین خواهد کرد شخصیت حقوقی پیدا می کند» قابلیت انطباق خود را با صندوق های سرمایه گذاری از دست می دهند بویژه آنکه ماده یک آیین نامه اصلاحی ثبت تشکیلات و مؤسسات غیر تجاری مصوب ۱۳۳۷ اذعان می دارد که «مقصود از تشکیلات و مؤسسات غیر تجاری مذکور در ماده ۵۸۴ قانون تجارت، کلیه تشکیلات و مؤسساتی است که برای مقاصد غیر تجاری از قبیل امور علمی و ادبی و یا امور خیریه و امثال آن تشکیل می شود اعم از آنکه مؤسسين و تشکیل دهندگان قصد انتفاع داشته یا نداشته باشند». لذا در جستجوی ماهیت حقوقی این نوع مشارکت قائم به شخصیت حقوقی که واجد وصف تجاری نیز می گردد ناگزیر به ساختار حقوقی شرکت های تجاری از نوع سهامی، نزدیک می شویم و بدین منظور وجوه شباهت و قرابت این دو نهاد را در موارد متعددی که به تجانس شکلی و ماهوی آنها می انجامد بررسی می کنیم.

#### ۴-۲- وجوه شباهت صندوق ها با شرکت های سهامی

الف) شخصیت حقوقی مستقل صندوق ها مستلزم آن است که آنها نیز همچون شرکت های تجاری بر اساس ماده ۵۸۸ قانون تجارت، دارای تمامی اختیارات و البته تکالیف شخص حقیقی به استثناء حقوق و تکالیفی که بالطبع فقط متعلق به انسان است باشند. لذا صندوق ها نیز به موجب این ماده می بایست دارای نام و نشان، اقامتگاه، اهلیت، تابعیت، دارایی و مسئولیت باشند که تا حدودی در اساسنامه نمونه پیش بینی گردیده و ابهام در پاره ای از این ممیزات به جهت عدم مغایرت اصولی با مقررات شرکت های تجاری قابل اقتباس و یا استناد است.

ب) در باب موضوع فعالیت صندوق های سرمایه گذاری نیز چون عمدتاً به امر خرید و فروش اوراق بهادار می پردازند و مطابق بند ۱ ماده ۲ قانون تجارت، خرید یا تحصیل هر نوع مال منقول به قصد فروش یا اجاره از مصادیق فعالیت های تجاری قلمداد می شود. از آنجا که حقوقدانان، اسناد در وجه حامل و حقوق مالی دیگر مانند دیون، سهم الشرکه و حقوق معنوی را نیز مال منقول تلقی می کند. لذا این نهاد مالی نیز همچون شرکت های سهامی می تواند یک شخصیت حقوقی تجاری تلقی شود.

ج) بر اساس ماده ۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، در ازای سرمایه‌گذاری در صندوق‌ها، گواهی سرمایه‌گذاری بانام صادر می‌شود و مسئولیت سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها محدود به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری آنها است، موضوعی که با صراحت بیشتری در ماده ۱۸ اساسنامه نمونه این صندوق‌ها نیز تأکید شده است. فی الواقع این همان مطلبی است که در ماده یک لایحه اصلاحی ۱۳۴۷ قانون تجارت در تعریف شرکت سهامی بدان اشاره شده است و حاکی از شباهت ساختار سرمایه و مسئولیت سرمایه‌گذار در این دو نهاد مشارکت تجاری است.

د) همانطور که در بخش پیشین گذشت از حیث ساختار حقوقی نیز با برخورداری صندوق‌ها از ارکان سه‌گانه تصمیم‌گیری (مجمع)، اجرایی (مدیران) و نظارتی (بازرس یا حسابرس)، نوعی همسانی با شرکت‌های سهامی مشاهده می‌شود بخصوص آن که کار ویژه‌های این ارکان نیز واجد شباهت زیادی با یکدیگرند.

ه) نقل و انتقال سهام در شرکت‌های سهامی نیز بطور نسبی در صندوق‌ها پذیرفته شده است. چون واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز که مشابهتی با سهام ممتاز در شرکت‌های سهامی دارد با برخورداری از بسیاری از حقوق سهام، همواره قابل نقل و انتقال است و واحدهای سرمایه‌گذاری عادی نیز گرچه قابل انتقال به غیر نیست اما با پیش‌بینی امکان ابطال و یا استرداد همواره به نوعی امکان فروش آن فراهم است و لذا نظام نقل و انتقال سهام و حتی ثنویت سرمایه‌گذاران عادی و ممتاز در صندوق‌ها نیز از در شرکت‌های سهامی با اندکی تفاوت برقرار است.

و) صندوق با جمع‌آوری آورده اشخاص، اقدام به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌نماید و افرادی که سرمایه خود را در اختیار صندوق قرار داده‌اند با دریافت گواهی سرمایه‌گذاری، دارنده واحد سرمایه‌گذاری صندوق محسوب شده و در سود و زیان ناشی از آن شریک می‌باشند. این ویژگی صندوق و فعالیتی که در آن صورت می‌پذیرد، قرابت زیادی با ساختار و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری دارد که در قالب شرکت‌های سهامی تأسیس می‌شوند.

ز) اصل لزوم ثابت ماندن سرمایه یا غیر قابل برداشت بودن آن، در مورد شرکت‌های سهامی بدان معنی است که در هیچ موردی نمی‌توان سرمایه شرکت را پایین‌تر از حداقل قانونی آن تعیین کرد (مواد ۱۵۷ به بعد لایحه قانونی ۱۳۴۷) که البته در مورد همه شرکت‌ها صدق می‌کند در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز حفظ حداقل قانونی سرمایه یعنی حداقل واحدهای سرمایه‌گذاری مقرر در امیدنامه ضروری است (ماده ۲۳ اساسنامه نمونه) بدیهی است مفهوم اصل مذکور این نیست که سرمایه نقدی شرکت در هر زمان باید به همان میزان باشد که در زمان تأسیس بوده است. در واقع،

نمی‌توان گفت سرمایه شرکت همیشه در یک سطح باقی می‌ماند؛ چه این سرمایه در حال گردش است و ممکن است به کارهای متعددی اختصاص یابد؛ برای مثال، ممکن است این سرمایه به سبب زیان شرکت کم شود یا اینکه از بین برود به عکس ممکن است به دلیل سود شرکت، بیشتر از آن مبلغی شود که در ابتدا شرکاء آورده‌اند؛ به همین دلیل، باید سرمایه واقعی شرکت را در دارایی آن جستجو کرد. منظور از ثابت ماندن سرمایه یا غیر قابل برداشت بودن آن این است که مبلغ سرمایه همیشه در صورت‌های مالی به عنوان یکی از اقلام بدهی شرکت نوشته شود و نتوان به عنوان سود تمام یا قسمتی از آن را میان صاحبان سهام تقسیم کرد.

ح) شاید مهم‌ترین وجه اختلاف صندوق‌ها با شرکت‌های سهامی متغیر بودن سرمایه آنهاست که به جهت امکان انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری جدید تا حداکثر مجاز مطابق امیدنامه و یا ابطال آنها تا حداقل مجاز مربوطه مدیران صندوق‌ها امکان افزایش تا حد کثر مجاز و کاهش آن تا حداقل مجاز دارند در شرکت‌های سهامی نیز با وجود اینکه افزایش یا کاهش سرمایه از صلاحیت‌های مجمع عمومی فوق العاده است اما به استناد ماده ۱۶۱ لایحه قانونی ۱۳۴۷ این مجمع می‌تواند ضمن تصویب افزایش سرمایه تا سقف معینی، ترتیب انجام آن طی مراحل مختلف به مدیران واگذار کند. در حقوق تجارت فرانسه این انعطاف در شرکت‌های سهامی نیز دیده شده که مثلاً چنانچه در افزایش سرمایه، مبلغی که شرکت برای افزایش سرمایه مقرر کرده حاصل نشود تحت شرایطی افزایش سرمایه تا میزان سهام پذیره‌نویسی شده محقق تلقی شده و به همین میزان سرمایه شرکت تغییر می‌کند و اساسنامه تصحیح می‌گردد (Article L۲۲۵-۱۳۴). در حقوق تجارت فرانسه همچنین در مورد شرکت‌های سهامی خاصی که نقل و انتقال سهام‌شان منوط به موافقت هیأت مدیره است و خروج سهامداران از شرکت با موانعی روبرو می‌گردد یا اساساً خریداری برای سهام مزبور یافت نمی‌شود خود شرکت می‌تواند سهام شریک مایل به خروج را خریداری کند و بعداً آن را به دیگری منتقل کند یا سرمایه خود را به میزان مبلغ سهام خریداری شده کاهش دهد (Ripert, Georges, 2001).

در حقوق تجارت ایران نیز بر اساس بند ب ماده ۲۶ الحاقی لایحه رفع موانع تولید در ۹۳/۱۰/۲۲ از تصویب مجلس شورای اسلامی گذشت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و بازارهای خارج از بورس بر اساس میزان سهام شناور خود در هر یک از بازارهای مذکور و بر اساس مقرراتی که به پیشنهاد سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب می‌رسد می‌توانند تا ۱۰ درصد سهام خود را خریداری و تحت عنوان سهام خزانه در شرکت نگهداری کنند و احتمالاً برابر مقرراتی در قانون مزبور تهیه آن بعهده سازمان بورس و اوراق بهادار نهاده شده این سهام توسط شرکت قابل ابطال هم خواهد بود



همانطور که در سایر کشورها نظیر آمریکا و انگلیس و... قابلیت ابطال آنها نیز به رسمیت شناخته شده است. حال آن که پیش از تصویب این ماده عملیات خرید و فروش و یا ابطال سهام شرکت توسط خودشان به استناد ماده ۱۹۸ لایحه اصلاحی ۱۳۴۷، مجاز نبود و همین ماده مانع اصلی متغیر شناختن سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شد. بنابراین می‌توان گفت با تصویب این ابزار جدید عملاً این نقطه افتراق جدی شرکت‌های سهامی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز از بین رفته و زمینه حقوقی تأسیس شرکت‌های سهامی با سرمایه متغیر نیز تسهیل گردیده است.

#### ۴-۳- شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر

بر اساس جهات پیش گفته وجوه شباهت بسیار زیادی از حیث ساختاری و رفتاری بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سهامی قابل شناسایی است که عملاً زمینه اقتباس‌پذیری آنها را به سهولت فراهم می‌کند. گفتیم که در این میان وجه اساسی تمایز آنها در این است که سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری متغیر بوده و در صورتیکه بخواهیم آن را در قالب شرکت تجاری تأسیس کنیم می‌باید همانند حقوق کشورهای مختلف آن را در قالب یک شرکت سهامی با سرمایه متغیر طرح‌ریزی نماییم. بدیهی است که تأسیس چنین شرکتی در برخی موارد با مقررات حاکم بر شرکت‌های سهامی که تغییر سرمایه در آنها مستلزم برگزاری مجمع عمومی فوق العاده با تشریفات قانونی خاص است، دچار تعارض می‌گردد. در واقع، سهولت تغییر سرمایه در صندوق‌ها که به مدیران اجازه می‌دهد تا با آورده هر سرمایه‌گذاری به هنگام خرید واحدهای سرمایه‌گذاری موجبات افزایش سرمایه صندوق و با ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری به هنگام فروش آن توسط سرمایه‌گذاران اسباب کاهش سرمایه صندوق را فراهم کنند. تأسیس صندوق در قالب شرکت‌های سهامی را با قابلیت متغیر بودن سرمایه ضروری می‌سازد هرچند ممکن است سرمایه صندوق نه قابل بازخرید بلکه قابل معامله در بورس باشد که در این صورت سرمایه صندوق می‌تواند ثابت باشد و بدین لحاظ با اصل ثابت بودن سرمایه شرکت‌های سهامی هم تعارض پیدا نمی‌کند. اما در صندوق‌های غیر قابل معامله در بورس باید ساختاری با قابلیت انعطاف در تغییر سرمایه و فارغ از تشریفات قانونی مجامع پیش‌بینی کرد.

در این راستا می‌توان همانند آنچه در حقوق برخی کشورهای اروپای غربی به خصوص لوکزامبورگ، سوئیس، ایتالیا، اسپانیا، بلژیک، فرانسه رایج است (M.P.Gentili, 2005)، آن را در قالب یک شرکت سهامی با سرمایه متغیر طراحی کرد. این نوع شرکت‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه

متغیر را در فرانسه بصورت مخفف « SICAV »<sup>۱</sup> می‌گویند. در چنین شرکت‌هایی که از همان ساختار و ویژگی‌های یک شرکت سهامی برخوردارند خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری یا همان سهام بر مبنای ارزش واقعی و یا ارزش بورسی انجام می‌شود. مدیریت پرتفوی اوراق بهادار ممکن است بر عهده خود شرکت باشد، ضمن اینکه می‌تواند تحت مسئولیت خود، اداره پرتفوی را به شرکت متخصص دیگری بسپارد. موضوع اخیر تأثیر مهمی بر رژیم حقوقی شرکت نخواهد گذاشت هر چند باید رابطه حقوقی میان مجمع عمومی، هیأت‌مدیره و مدیر عامل و نیز شرکت تخصصی که مدیریت شرکت را بر عهده می‌گیرد تبیین گردد.

وجه تمایز این شرکت‌ها معمولاً در تشریفات قانونی تشکیل مجامع عمومی آنها و احیاناً حدود وظایف و اختیارات آنها ظاهر می‌گردد که می‌توان به منظور تسهیل فعالیت شرکت، چنین الزاماتی را منعطف نمود. بدین ترتیب که همانند آنچه در حقوق فرانسه و بر اساس قانون پولی و مالی<sup>۲</sup> این کشور مقرر گردیده است. برای تشکیل مجمع عمومی سالانه این نوع شرکت‌های با سرمایه متغیر حد نصابی وجود نداشته باشد. به همین ترتیب مجمع عمومی فوق العاده نیز در نوبت دوم، با هر نسبتی بتواند تشکیل گردد (Articles L211-4, L212-3, L214-1) و یا با استفاده از تجربه تأسیس « شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر» در تونس که بر اساس قانون نهادهای سرمایه‌گذاری جمعی<sup>۳</sup> این کشور در قالب شرکت سهامی عام با سرمایه‌ای حداقل یک میلیون دینار تأسیس گردیده و متناسب با خرید و فروش سهام آن توسط سرمایه‌گذاران افزایش یا کاهش می‌یابد. تغییر سرمایه بدون تغییر اساسنامه و بی‌نیاز از تصویب مجمع عمومی فوق العاده صورت گیرد (Titrel, chapitre 1, Article 3-9)<sup>۴</sup>. یعنی تغییر سرمایه را از صلاحیت مجمع عمومی خارج کرد و یا با تصویب کلی افزایش یا کاهش سرمایه بین یک حداقل و حداکثری توسط مجمع، امکان متغیر بودن آن را در دامنه معین فراهم ساخت.

همانطور که در امکان سنجی قالب حقوقی متناسب با ویژگی‌های صندوق گذشت تأسیس حقوقی در چارچوب یک شخصیت حقوقی مستقل و متناسب با مفهوم شرکت‌های سهامی با عنایت به وجوه شباهت و قابلیت انطباق آنها که بتواند سرعت و سهولت و پویایی صندوق‌ها در امر تغییر سرمایه نیز با خود داشته باشد ذیل عنوان «شرکت سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر» بصورت شرکت سهامی عام می‌تواند ضمن تأمین مبانی و اهداف صندوق‌های سرمایه‌گذاری در هويت بخشی حقوقی این نهاد

1. Societies d Investissement a Capital Variable

2. Code Monetaire et Financier

3. Code des Organismes de Placement Collectif

4. www.jurisetunisie.com(2015/2/15)

مالی بر اساس یک قالب شناخته شده حقوقی که از حیث پیش‌بینی کلیه آثار و نتایج حقوقی علاوه بر مقررات لازم از پشتوانه نظری و عملی رویه قضایی ۸۰ ساله شرکت‌های سهامی در ایران نیز برخوردار است، امنیت حقوقی متناسب با نقش تأثیرگذار صندوق‌ها در بازارهای مالی نیز فراهم کند.

## ۵- نتیجه

از تحلیل مبانی و کارکردهای حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تبیین ساختار و شاکله حقوقی آنها در حقوق مالی ایران با عطف نظر به آنچه در خاستگاه این نهاد مالی بازار سرمایه آمریکا می‌گذرد به نتایج زیر دست یافتیم؛

الف) فارغ از کارکردهای مالی و اقتصادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری که مبنای اصلی تأسیس و توسعه آنها به شمار می‌رود از منظر حقوقی نیز راه‌اندازی چنین نهادهای مالی واجد آثار و کارکردهایی است که بخشی از آن می‌تواند معطوف به کارکردهای حقوقی توسعه‌گرا و نهادمند باشد؛ همچون اثری که تأسیس این صندوق‌ها در رفع خلأها و نارسایی‌هایی نهادهای حقوقی موجود در رویارویی با اشکال جدید مشارکت‌های مالی و تجاری ایفاء می‌کند و یا اسباب تنوع، توسعه و انعطاف‌پذیری ساختارهای موجود را فراهم می‌سازد. در واقع حقوق مالی ایران متناسب با نیازهای بازار سرمایه در پرتو تأسیس و ترویج چنین نهادهای مالی با به کارگیری ظرفیت‌های حقوقی موجود و با رعایت مبانی و اصول متعارف حقوقی زمینه بومی‌سازی فقهی و حقوقی سازواره‌های جدید حقوقی را فراهم کرده و به توسعه حقوقی کشور مدد می‌رساند. اما از حیث کارکردهای حقوق عمومی امنیت و انتظام بخشی چنین نهادهای منضبط مالی نقش مؤثری در کاهش تخلفات مالی اعم از فرار مالیاتی، پولشویی و کلاهبرداری و... ایفاء می‌کند، ضمن آنکه چنین مشارکت‌های نظامند حقوقی بعنوان ضامن توسعه سیاسی و اجتماعی و افزایش ضریب امنیت اجتماعی نیز محسوب می‌شوند.

ب) صندوق‌ها نیز از حیث ساختاری همچون شرکت‌های تجاری از شاکله سه‌گانه تصمیم‌گیری، اجرایی و نظارتی پیروی می‌کنند علی‌رغم تفاوت‌هایی که ناظر به کارویژه‌های تخصصی آنهاست در مقایسه با آنچه در حقوق آمریکا وجود دارد به نظر می‌رسد امکان تطبیق و تقلیل تفاوت‌هایشان با شرکت‌های سهامی فراهم می‌گردد. بطوری در رکن تصمیم‌گیری که در حال حاضر بصورت مجمع واحد متشکل از سرمایه‌گذاران ممتاز است با پیش‌بینی دو مجمع عادی و فوق‌العاده ضمن ارتقاء جذابیت و کارایی می‌توان زمینه تقریب آنها را به شاکله حقوقی شرکت‌ها فراهم کرد. اداره صندوق که در ایران با اشخاص حقیقی یا حقوقی بعنوان مدیر است در آمریکا با هیئت مدیره است که توسط

سهامداران برای مدیریت صندوق انتخاب شده و نقش تصمیم‌گیری، تدوین آیین نامه‌ها و نظارت بر عملکرد نهادهای مرتبط با صندوق را بر عهده دارد. اداره روزانه امور صندوق هم به مشاور سرمایه‌گذاری صندوق واگذار می‌شود که در حقوق ایران با عنوان مدیران سرمایه‌گذاری شناخته می‌شوند و سیاست‌گذاری و تعیین خط‌مشی سرمایه‌گذاری صندوق و تصمیم‌گیری در مورد خرید، فروش یا حفظ مالکیت دارایی‌های صندوق بعهدہ دارند و می‌توانند با عنایت به برون‌سپاری وظایف مزبور بعنوان مشاور سرمایه‌گذاری هم تلقی شوند. حوزه نظارت نیز که در حقوق آمریکا و فرانسه معمولاً به مؤسسات امین نظیر بانک‌ها و غیره سپرده می‌شود در ایران با متولی است که در کنار حسابرس بعنوان نهاد معین نظارتی فعالیت می‌کند و از حیث ساختار و عملکرد وجه شباهت فراوانی با بازرس در شرکت‌های تجاری دارد.

ج) با توجه به مجموعه قوانین، اساسنامه نمونه و بررسی ساختار و ارکان صندوق‌ها و شیوه اداره آن و با توجه به دلایل متعدد حقوقی به نظر می‌رسد این صندوق‌ها می‌توانند در چارچوب خاصی که بیشترین قرابت را با شرکت‌های تجاری از نوع سهامی عام برقرار می‌کند جانمایی حقوقی گردند و در قالب شرکت‌های سهامی با قابلیت سرمایه متغیر زمینه تعیین ساختار حقوقی متناسب با مقتضیات این نهاد مالی را فراهم آورند. موضوعی که باید در لایحه جدید قانون تجارت، پیش از تصویب نهایی مورد نظر قرار گیرد و یا در سایر قوانین در دست تهیه و تصویب مورد پیش‌بینی باشد.

## منابع و مأخذ

۱. ابراهیمی، مریم. غمامی، مجید. (۱۳۹۱). "ماهیت حقوقی سهام پذیرفته‌شده در بورس"، مجله مطالعات حقوق تطبیقی، دوره ۳، شماره ۲.
۲. آملی، میرزاحمد تقی. (۱۴۱۳). کتاب مکاسب و البیع، تقریرات میرزاحسین نائینی، ج ۱، قم، مؤسسه نشر اسلامی.
۳. اسکینی، ربیعا. (۱۳۷۵). حقوق تجارت، تجار و معاملات تجاری، تهران، نشر دادگستر.
۴. اسکینی، ربیعا. (۱۳۷۷). حقوق تجارت: شرکت‌های تجاری، ج ۲، تهران، انتشارات سمت.
۵. اسکینی، ربیعا. (۱۳۸۸). حقوق تجارت، شرکت‌های تجاری، ج ۱، تهران، انتشارات سمت.
۶. الماسی، نجاد علی. (۱۳۸۶). حقوق بین الملل خصوصی، تهران، نشر میزان.
۷. امامی، حسن. (۱۳۶۸). حقوق مدنی، ج ۱، تهران، انتشارات کتابفروشی اسلامیة.
۸. جعفری لنگرودی. (۱۳۵۷). دایره المعارف حقوق مدنی و تجارت، ج ۱، تهران، چاپخانه مشعل آزادی.
۹. جنیدی، لعیبا و نوروزی، محمد. (۱۳۸۸). "شناخت دارندگان اطلاعات نهانی شرکت‌های سهامی عام"، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران، دوره ۳۹، تهران.
۱۰. حساس یگانه، یحیی. برزگر، قدرت .... (۱۳۹۱). "مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، سیر تکامل مفاهیم و تعاریف"، فصلنامه حسابدار رسمی شماره ۱۷.
۱۱. خمینی، روح الله. (۱۳۶۳). کتاب البیع، ج ۱، قم، انتشارات اسماعیلیان.
۱۲. خوبی، ابوالقاسم. (۱۴۱۷ق). مصباح الفقاهه، ج ۲، قم، مؤسسه انصاریان.
۱۳. ستوده تهرانی، حسن. (۱۳۷۶). حقوق تجارت، ج ۱، تهران، نشر دادگستر.
۱۴. ستوده تهرانی، حسن. (۱۳۷۷). حقوق تجارت، ج ۲، تهران، نشر دادگستر.
۱۵. سعیدی، علی وهمکاران، (۱۳۸۹) «نهادهای مالی، جلد اول»، سازمان بورس اوراق بهادار تهران
۱۶. سلطانی، محمد. (۱۳۹۰). "درآمدی بر ماهیت و رژیم حقوقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری"، فصلنامه پژوهش حقوق در سیاست (دانشگاه علامه)، سال سیزدهم، شماره ۳۴.
۱۷. سواد کوهی، سام، هیأت داوری بازار اوراق بهادار، تهران، انتشارات بورس، چاپ دوم، ۱۳۸۸
۱۸. شهری، غلامرضا و حسین آبادی، امیر. (۱۳۷۰). مجموعه نظریات مشورتی اداره حقوقی وزارت دادگستری در مسائل مدنی، تهران، انتشارات روزنامه رسمی.
۱۹. صفار، محمد جواد. (۱۳۷۳). شخصیت حقوقی، تهران، انتشارات نیل.

۲۰. صفائی، سید حسین و قاسم زاده، سید مرتضی. (۱۳۷۵)، حقوق مدنی اشخاص و محجورین، تهران، انتشارات سمت.
۲۱. طباطبائی یزدی، سید محمد کاظم. (۱۳۷۸ق). حاشیه مکاسب، ج ۱، قم، انتشارات اسماعیلیان.
۲۲. عبادی، محمد علی. (۱۳۶۳). حقوق تجارت، تهران، انتشارات گنج دانش.
۲۳. عبدی پور، ابراهیم. (۱۳۹۱). مباحثی تحلیلی از حقوق تجارت، قم، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۲۴. عبده تیریزی، حسین، «موقعیت امروز نهادهای مالی در ایران»، مجموعه سخنرانی‌ها و مقالات دهمین سمینار بانکداری اسلامی، مؤسسه علوم بانکداری، ۱۳۷۹، صص ۱۱۳ و ۱۱۴.
۲۵. عبدی پور، ابراهیم. (۱۳۹۱). مباحثی تحلیلی از حقوق تجارت، قم، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۲۶. عرفانی، محمود. (۱۳۷۴). حقوق تجارت، ج ۲، تهران، مؤسسه نشر جهاد.
۲۷. عرفانی، محمود. (۱۳۸۸). حقوق تجارت، ج ۱، تهران، انتشارات جنگل.
۲۸. عیسیائی تفرشی، محمد. (۱۳۷۸)، مباحثی تحلیلی از حقوق شرکت‌های تجاری، ج ۱، تهران، انتشارات دانشگاه تربیت مدرس.
۲۹. عیسیائی تفرشی، محمد. (۱۳۹۲). تئوری ذینفعان با رویکرد مقررات شرکت‌های سهامی ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۲۳ پاییز ۹۲ سال ششم.
۳۰. فروحی، حمید. (۱۳۷۲). حقوق تجارت، تهران، انتشارات روزبهان.
۳۱. فوکویاما، فرانسیس، «پایان نظم، بررسی سرمایه اجتماعی و حفظ آن»، ترجمه غلامعباس توسلی، تهران، جامعه ایرانیان، ۱۳۷۸، ص ۵۶.
۳۲. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۶۹). قواعد عمومی قراردادها، ج ۲ و ۱، تهران، بهنشر.
۳۳. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۷۶). حقوق مدنی (عقود اذنی - وثیقه های دین)، تهران، شرکت سهامی انتشار.
۳۴. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۷۴). حقوق مدنی، اموال و مالکیت، تهران، نشریلدا.
۳۵. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۷۶). حقوق مدنی، مشارکت‌ها، صلح، تهران، انتشارات گنج دانش.
۳۶. کاتوزیان، ناصر. (۱۳۹۱). عقود معین، ج ۱، تهران، شرکت سهامی انتشار.
۳۷. گاینان، آویل اف. (۱۳۸۶). "قواعد عمومی حقوق شرکت‌ها، مطالعه‌ای برای اقتصادهای در حال گذار"، ترجمه ماشا... بنایاسری، مجله تحقیقات حقوقی دانشگاه شهید بهشتی، شماره ۴۵
۳۸. مقدس اردبیلی، احمد. (۱۴۱۱ق). مجمع الفائدة والبرهان فی شرح الازدهان، ج ۸، قم، انتشارات جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۳۹. مکارم شیرازی، ناصر. (۱۴۱۳ق). انوار الفقاهه، قم، منشورات مدرسه امیرالمومنین (ع).

۴۰. موسوی بجنوردی، سیدمحمد. (۱۳۷۹). "مبحث ربا"، مجله پژوهشنامه متین، شماره ۸، تهران.
۴۱. نکوهی، ناصر. (۱۳۸۳). «طبقه متوسط، ایده‌ها، واژه‌ها»، ماهنامه بورس، شماره ۴۳، ص ۱۲.
42. Greenfield Kent. (2005). "New Principles For Corporate Law." Boston College Law School, Reserch Paper No.73.
43. Anderson, S, Ahmed, P, Mutual Funds(Fifty years of research findings). North Florida: Innovations In Financial Markets And Institution(IFMI). 2005,p141
44. Gremillion, ibid, pp 46-47
45. Keeton & Sheridan. (1993). "law of Trust", Barry Rose
46. Sin, Kam Fan. (1997). "The Legal Nature Of The Unit Trust" Oxford University, Press Inc.
47. M. P. Gentili, S. Jannoni, M. Mastrangelo (2011) The SICAVs — Luxembourg UCITS and non-UCITS investment companies, Bancaria Editrice - Roma
48. Ripert, Georges, Rene Robiot, (2001) ; Traite de Droit Commercial, vol2, 18 edition
49. Haroon Muhammad Khan Tareen, " Economic Crime and Its Effects On The Economy", National Institute Of Public Administration Lahore 2007, P24
50. Haslem John A, Mutual Fund: Portifolio structures, Analysis, Management and Stewardship, Wiley, 2003, p67
51. www.legifrance.gouv.fr (Code Monétaire et Financier, Articles L211-4, L212-3, L214-1, Version consolidée au 18 janvier 2015) (Décret n° 2008-1312 du 12 décembre 2008 pris pour l'application des articles L. 214-19, L. 214-30 et L. 214-34-1 du code monétaire et financier relatifs aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières)
52. www.jurisitetunisie.com (Code des Organismes de Placement Collectif-2014)
53. www.Investopedia.com
54. www.dictionnaire-juridique.com
55. http://www.islamic-finance.com
56. http://www.ICI.org