

ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه و الزامات حقوقی حاکم بر آنها

* همایون مافی

** زینب فلاح تفتی

چکیده

رشد و توسعه اقتصادی هر کشور مرهون نظام تأمین مالی کارآمدی است که سبب انتقال وجوه سرمایه‌گذاران به سمت بنگاه‌های اقتصادی و پروژه‌های عمرانی می‌گردد. نظام تأمین مالی که در بستر بازارهای مالی اعم از بازار پول و بازار سرمایه شکل گرفته است، واسطه‌های مالی مناسب خود را جهت نیل به هدف مذکور می‌طلبد. شرکت‌های تأمین سرمایه از جمله واسطه‌های مالی نوظهور در بازار سرمایه کشور می‌باشند که نظام حقوقی حاکم بر آنها تا کنون تبیین و ارزیابی نگردیده است. در این نوشتار ضمن شناخت ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه به بررسی الزامات حاکم بر این شرکت‌ها و چالش‌های مرتبط با آن خواهیم پرداخت. در پایان ساختاری مطلوب برای شرکت‌های تأمین سرمایه متناسب با سیاست‌های کلان اقتصادی و همپایه توسعه این نوع از نهادهای مالی در سایر کشورها پیشنهاد می‌نماییم.

کلیدواژه‌ها: شرکت تأمین سرمایه، نهاد مالی، نظام تأمین مالی، بازار سرمایه.

hmynmافی@yahoo.com

* عضو هیأت علمی دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری

** دانشجوی دوره دکتری حقوق خصوصی دانشگاه مازندران (نویسنده مسئول) zeinab.falah@yahoo.com

مقدمه

در میان بازارهای مالی، تأمین مالی از طریق بازار سرمایه روز به روز توسعه می‌یابد و مورد ترجیح بنگاه‌های اقتصادی قرار می‌گیرد. شرکت‌های تأمین سرمایه از جمله نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه هستند که به تأمین مالی شرکت‌ها و تخصیص منابع به سرمایه‌گذاری‌های مولد و پربازده کمک می‌نمایند.

بنگاه‌های اقتصادی امکان انتشار و عرضه عمومی اوراق بهادار بدون کمک شرکت‌های تأمین سرمایه را دارند اما در عمل، بیشتر این شرکت‌ها از خدمات این گونه شرکت‌ها استفاده می‌کنند،^۱ چراکه شرکت‌های تأمین سرمایه هزینه انتقال منابع مالی از پس‌اندازکنندگان به وام‌گیرندگان را کاهش می‌دهد و با عرضه اطلاعات به آنها موجب کاهش ریسک تأمین مالی می‌شوند.^۲

در دوره پیش از انقلاب اسلامی ایران، با توجه به شناسایی ضرورت استفاده از خدمات تأمین مالی برای پروژه‌ها و طرح‌های اقتصادی، برخی از بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری امکان انجام خدمات تأمین مالی را در اساسنامه خود پیش‌بینی کرده بودند. از آن جمله می‌توان به بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران، بانک توسعه و سرمایه‌گذاری ایران، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران و شرکت خدمات مالی ایران اشاره نمود.^۳ لیکن شرکت تأمین سرمایه‌ای که به صورت تخصصی صرفاً به فعالیت‌های تأمین مالی بپردازد، وجود نداشت و ارائه خدمات تأمین مالی به‌عنوان یک فعالیت فرعی مورد نظر بود.

شرکت‌های تأمین سرمایه در دنیا «بانک‌های سرمایه‌گذاری» نامیده می‌شوند و مهم‌ترین فعالیت بانک‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از پذیره‌نویسی و عرضه عمومی سهام، اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار.^۴ دلیل انتخاب این عنوان، فعالیت اصلی آنها در گردآوری وجوه صاحبان پس‌اندازها و سرمایه‌گذاران، تجهیز و اختصاص آن به تأمین مالی پروژه‌های مولد اقتصادی می‌باشد. ترجمه تحت‌اللفظی «بانک‌های سرمایه‌گذاری» تا حدی گمراه‌کننده است؛ چراکه شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذار یا بانک

1. Megginson, William; and Scott Smart, Introduction to Corporate Finance, 2008, p. 203.

۲. تقوی، مهدی، نهادهای پولی و مالی بین‌المللی، نشر پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ دوم، ۱۳۸۴، ص. ۶.

۳. برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به:

- جعفری‌سرشت، داود؛ و علی جهانخانی، «مؤسسات تأمین سرمایه و ضرورت ایجاد آن در ایران»، فصلنامه تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، شماره ۴، ۱۳۷۳.

4. Fleuriet, Michel, Investment Banking Explained, McGraw-Hill, 2008, p. 13.

نیستند یعنی نه مانند بانک‌های تجاری و صندوق‌های پس‌انداز، سپرده دیگران را جمع‌آوری می‌کنند و نه وجوه خود را برای سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند.^۱ در گذشته اجتماع دو فعالیت بانکداری و خدمات تأمین مالی در کشورهای اروپایی و آمریکا در یک نهاد غیرمجاز بود. اما امروزه این‌گونه ممنوعیت‌ها مرتفع شده است. در توجیه اجتماع این دو نوع فعالیت عنوان شده است:

«از آن جایی که هم بانکداری و هم خدمات تأمین مالی مبتنی بر تجزیه و تحلیل اطلاعات هستند، اعمال این دو فعالیت به‌طور همزمان می‌تواند کارآمدتر باشد. به‌عنوان مثال اطلاعات به‌دست‌آمده در جریان عملیات بانکداری و دادن وام به یک شرکت می‌تواند در جریان خدمات تأمین مالی (چون انتشار سهام آن شرکت) نیز مفید باشد. عکس آن نیز صحیح است.»^۲ معتقدین به ضرورت تفکیک فعالیت بانکداری و خدمات تأمین مالی هم مفاسدی از قبیل امکان تعرض منافع به هنگام اجتماع دو فعالیت را دلیل می‌آورند.^۳

وجوه تمایز بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه را می‌توان در موارد زیر بیان نمود:

- بانک‌ها به‌عنوان نهاد فعال در بازار پول تحت نظارت بانک مرکزی قرار دارند؛ در حالی که شرکت‌های تأمین سرمایه، فعال در بازار سرمایه هستند و تحت نظارت شورای عالی بورس و اوراق بهادار و همچنین سازمان بورس قرار دارند.
- بانک‌ها در قالب حساب‌های پس‌انداز و جاری، وجوه مردم را جمع کرده و قبول سپرده می‌کنند. از سوی دیگر در قالب قراردادهای جداگانه منابع مالی خود را در اختیار فعالان اقتصادی به صورت ارائه تسهیلات و وام قرار می‌دهند. کلیه ریسک‌های مربوط به عدم بازپرداخت تسهیلات اعطایی توسط اشخاص بر عهده خود بانک‌ها بوده و زبانی متوجه حساب‌های سپرده مردم نخواهد شد. در صورتی که شرکت‌های تأمین سرمایه صرفاً خدمات مالی ارائه داده و واسطه مالی میان اشخاص نیازمند وجوه نقد و سرمایه‌گذاران هستند و

۱. جهانخانی، علی؛ و علی پارساییان، مدیریت مالی، انتشارات سمت، ۱۳۷۹، ص. ۱۲.

2. Iannotta, Giuliano, Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services, Berlin, Springer, 2010, p. 6.

۳. برای مطالعه بیشتر، ر. ک: شمس‌الهی، محسن، رژیم حقوقی حاکم بر بانک‌های سرمایه‌گذاری آمریکا، گزارش تحقیقاتی سازمان بورس، ۱۳۹۲.

لذا ریسکی متوجه شرکت‌های تأمین سرمایه در عملیات تأمین مالی نمی‌باشد.

- بانک‌ها تسهیلات خود را با سررسید بلندمدت در اختیار بنگاه‌های اقتصادی می‌گذارند اما شرکت‌های تأمین سرمایه، اوراق بهادار با عمر کوتاه را جهت تأمین مالی عرضه می‌کنند.
- بانک‌ها تکلیف قانونی در خصوص ارائه مشاوره به شرکت‌ها پیرامون نحوه تأمین مالی ندارند؛ حال آنکه یکی از موضوع‌های فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، ارائه مشاوره‌های تخصصی می‌باشد (ماده ۳ نمونه اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه).
- بانک‌ها در مقابل پرداخت وام و ارائه تسهیلات، کارمزد و سود دریافت می‌کنند، اما شرکت‌های تأمین سرمایه صرفاً کارمزد ارائه خدمات یا همان حق‌الزحمه را اخذ می‌نمایند.

با شناخت تفاوت‌های بانک و شرکت‌های تأمین سرمایه در نظام حقوقی ایران، در این نوشتار ضمن تبیین ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه و الزامات حقوقی حاکم بر فعالیت آن در بند اول تحت عنوان ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه به سئوالات زیر پاسخ داده خواهد شد: در وضعیت کنونی تشکیل شرکت تأمین سرمایه در چه قالبی صورت می‌گیرد و قالب کارآمد چه شرکتی می‌باشد؟ آیا تجمیع فعالیت تأمین مالی و همچنین بانکداری در قالب یک شرکت تجاری در بازار سرمایه مناسب می‌باشد؟ موضوع فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه چیست؟ مفهوم تعهد پذیرهنویسی به‌عنوان مهم‌ترین موضوع فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه چیست؟

در بند دوم تحت عنوان الزامات حقوقی حاکم بر شرکت‌های تأمین سرمایه به پرسش‌های زیر پاسخ مقتضی داده می‌شود: راهکارهای حقوقی مسائل مرتبط با اجرایی نمودن الزامات حقوقی از جمله مسأله زمان افشای اطلاعات، مسأله معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی شرکت‌های تأمین سرمایه، حدود صلاحیت هیأت داور در رسیدگی به دعاوی شرکت‌های تأمین سرمایه و بررسی اعتبار تصمیمات مأخوذه هیأت مدیره یا مدیرعامل فاقد صلاحیت نسبت به سهام‌داران و اشخاص ثالث چیست؟

۱. ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه

ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه در نظام‌های حقوقی کشورهای مختلف، متفاوت می‌باشد. در این بند به بررسی نحوه تشکیل این شرکت‌ها، قلمرو فعالیت و انواع آنها می‌پردازیم.

۱-۱. نحوه تشکیل شرکت‌های تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه از مصادیق نهادهای مالی موضوع بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار است که مقنن در بند ۱۸ قانون مذکور آن را بدین نحو تعریف نموده است: «شرکتی است که به‌عنوان واسطه بین ناشر^۱ اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سب‌گردانی، پذیره‌نویسی، تعهد پذیره‌نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار انجام دهد».

در بازارهای مالی دنیا، اکثر شرکت‌های تأمین سرمایه تا دهه ۱۹۷۰ میلادی به صورت شرکت تضامنی فعالیت می‌کردند.^۲ علت این موضوع را می‌توان تمایل مؤسسان شرکت‌های تأمین سرمایه در جلب اطمینان سرمایه‌گذاران جستجو نمود؛ چراکه با تشکیل شرکت در قالب شرکت تضامنی، مسئولیت شرکاء در مقابل طلبکاران شرکت تا سقف طلب هریک آنان بوده و تضمین کافی برای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه جهت تعامل با شرکت‌های تأمین سرمایه می‌باشد. پس از دهه ۱۹۷۰ میلادی شرکت‌های تأمین سرمایه اقدام به تبدیل شرکت خود به صورت شرکت سهامی عام نموده و به عرضه عمومی سهام خود مبادرت نمودند.^۳ تبدیل شرکت تضامنی به شرکت سهامی عام که میزان مسئولیت شرکاء در آن، کمتر است و از سوی دیگر انتخاب قالب شرکت سهامی عام به‌عنوان شرکتی که سرمایه اولیه آن توسط عموم مردم تأمین می‌شد نشان از اقبال عموم مردم به شرکت‌های تأمین سرمایه و جلب اعتماد اشخاص بوده است.

شرکت تأمین سرمایه در بازار سرمایه ایران به صورت شرکت سهامی خاص تأسیس می‌شود. هرچند تأسیس آن در قالب شرکت سهامی عام و همچنین تعاونی سهامی عام وفق ماده ۲ ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه مصوب ۸۶/۵/۱۵

۱. ناشر: شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند (بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار).

2. Morrison, Allan; and William Wilhelm, "Investment Banking: Past, Present and Future", *Journal of Applied Corporate Finance*, 2007, p 8.

3. Geisst, Charles, *Encyclopedia of American Business*, 2006, p. 228.

شورای عالی بورس ممکن می‌باشد؛ اما تاکنون از سوی اشخاص متقاضی تأسیس شرکت تأمین سرمایه، رغبتی بدان نشان داده نشده است.

به نظر می‌رسد تشکیل شرکت تأمین سرمایه به صورت شرکت تضامنی به لحاظ وجود مسئولیت تضامنی شرکا شرکت در مقابل طلبکاران پس از انحلال شرکت، تضمین مناسبی برای سرمایه‌گذاران در تعامل با شرکت‌های تأمین سرمایه به همراه خواهد داشت. لیکن تمایل مؤسسان شرکت‌های تأمین سرمایه را به تأسیس این نهاد مالی کاهش می‌دهد. دلیل این امر را می‌توان تحلیل اقتصادی مؤسسان در سنجش میزان منافع عایدی آنان از تأسیس شرکت تأمین سرمایه در برابر میزان مسئولیت خود در این نوع شرکت دانست؛ زیرا میزان مسئولیت در شرکت‌های تضامنی نامحدود است، در حالی که تحصیل سود کلان از فعالیت چنین شرکت‌هایی موضوعی محتمل است. لذا می‌توان از قالب‌های دیگر شرکت‌های تجاری از جمله شرکت‌های سهامی خاص و یا با مسئولیت محدود استفاده نمود که انگیزه و رغبت اشخاص را برای تأسیس شرکت تأمین سرمایه افزون کند. البته موضوع حمایت از سرمایه‌گذارانی که در تعامل با شرکت‌های تأمین سرمایه در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند، همچنان مسأله‌ای در خور توجه است که بایستی راهکار مناسب جهت صیانت از حقوق آنان پیش‌بینی شود. در نتیجه، باید دید چه راهکاری در این خصوص وجود دارد. یکی از راهکارهای پیشنهادی آن است که در نمونه قراردادهایی که از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار جهت ارائه خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه به این شرکت‌ها ابلاغ می‌شود، تضمین‌های قراردادی مناسبی برای سرمایه‌گذاران پیش‌بینی شود تا در صورت هرگونه نقض تعهدات این‌گونه از شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران بتوانند خسارات وارده بر خود را از محل تضامین مذکور جبران نمایند.

این راهکار براساس وظیفه قانونی سازمان بورس و اوراق بهادار در اجرای بند ۱۱ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار می‌باشد که مقنن «تخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدامات لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار» را برعهده سازمان بورس نهاده است. سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف سامان‌دهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به‌عنوان یکی از ارکان ناظر بر فعالان اقتصادی در بازار سرمایه به موجب ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار تشکیل گردیده است.

فعالان اقتصادی پیش از شروع به هر نوع فعالیت در بازار سرمایه باید نسبت به اخذ مجوزهای لازم از مراجع ذی‌صلاح، حسب مورد شورای عالی بورس و اوراق بهادار

یا سازمان بورس، اقدام نمایند. از میان نهادهای مالی^۱ صرفاً شرکت‌های تأمین سرمایه و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه، مجوز تأسیس خود را از شورای عالی بورس و اوراق بهادار^۲ دریافت می‌کنند.

اشخاص متقاضی تأسیس شرکت تأمین سرمایه باید دو مجوز تأسیس و فعالیت را دریافت نمایند. نخستین مجوز، مجوز تأسیس است که شورای عالی بورس و اوراق بهادار صادر می‌نماید. در صورت صدور مجوز تأسیس از سوی شورای عالی بورس، مؤسسين موظف هستند که ظرف مهلت معینی شرکت را نزد مرجع ثبت شرکت‌ها ثبت نمایند. در غیر این صورت مجوز تأسیس باطل خواهد شد. مؤسسين پس از اخذ مجوز تأسیس شرکت بایستی مجمع عمومی مؤسس شرکت را تشکیل دهند و نسبت به اخذ مجوز فعالیت از هیأت مدیره سازمان بورس اقدام نمایند.

مسأله اساسی در صدور دو مجوز تأسیس و فعالیت در دو مقطع زمانی آن است که آیا صدور چنین مجوزهای متعددی دارای مبنای قانونی است یا خیر.

مبنای قانونی صدور مجوز تأسیس شرکت تأمین سرمایه بند ۵ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار است. اما صدور مجوز فعالیت مبنای قانونی صریحی ندارد. لیکن سازمان بورس، مبنای صدور مجوز فعالیت را تفسیر ضمنی از مفاد ماده ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ می‌داند که مقرر می‌دارد: «تأسیس بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس و نهادهای مالی موضوع این قانون منوط به ثبت نزد سازمان بورس است و فعالیت آنها تحت نظارت سازمان بورس انجام می‌شود». لیکن با تدقیق در منظور مقرر که موارد صدور مجوز را به صراحت در مواد مختلف قانون بازار اوراق بهادار پیش‌بینی نموده است، در می‌یابیم که چنانچه قانون‌گذار متمایل به وجود مجوزی به نام «مجوز فعالیت» بود همانند مجوز تأسیس به صراحت تعیین حکم نموده و مرجع ذی‌صلاح جهت صدور مجوز فعالیت را نیز مشخص می‌کرد. لذا به نظر می‌رسد

۱. بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، کارگزاران، کارگزار/معامله‌گران، بازارگردانان، مشاوران سرمایه‌گذاری، مؤسسات رتبه‌بندی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های پردازش مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های بازنشستگی را به‌عنوان مصادیق نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه عنوان می‌کند. علاوه بر آن آیین‌نامه اجرایی قانون بازار، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه، شرکت‌های مادر (هلدینگ) و سبدگردان‌ها را به این مصادیق می‌افزاید. از آنجا که ممکن است با گذر زمان و توسعه بازار سرمایه، وجود نهادهای مالی نوین ضرورت یابد، شورای عالی بورس مجاز به تعیین و اعلام نهادهای مالی دیگری شده است.

۲. شورای عالی بورس و اوراق بهادار، بالاترین رکن بازار سرمایه است که تصویب سیاست‌های کلان آن بازار را بر عهده دارد.

که صدور مجوزهای متعدد با ترتیبات اداری مختلف سبب پیچیدگی فعالیت در بازار سرمایه و مخالف اصل سرعت در تجارت خواهد بود و مناسب است که مجوزهای فاقد مبنای قانونی حذف گردد.

۱-۲. قلمرو فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه و انواع آن

قلمرو فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه در نمونه اساسنامه آن به دو بخش فعالیت اصلی و فعالیت فرعی محدود گردیده است. پذیره‌نویسی، تعهد پذیره‌نویسی و تعهد خرید اوراق بهادار در عرضه‌های ثانویه در حدود امکانات مالی شرکت تأمین سرمایه یا از طریق تشکیل سندیکا با سایر نهادهای مشابه از مصادیق فعالیت‌های اصلی شرکت^۱ می‌باشد. بنابراین، اجرای تعهدات شرکت تأمین سرمایه برای انجام فعالیت‌های موضوع اساسنامه به دو صورت انفرادی و جمعی پیش‌بینی شده است که بالطبع مسئولیت انفرادی و مسئولیت جمعی را حسب مورد برای شرکت‌های مذکور به همراه خواهد داشت.

از میان موضوع‌های مذکور، پذیره‌نویسی و تعهد پذیره‌نویسی دو فعالیت مربوط به بازار اولیه در بازار سرمایه می‌باشد. بازار اولیه مکان فیزیکی خاصی نیست، بلکه مفهومی اعتباری از اصطلاحات متداول در بازار سرمایه می‌باشد و به بازاری اطلاق می‌گردد که نخستین عرضه اوراق بهادار جدیدالانتشار در آن صورت می‌پذیرد تا منابع مالی حاصل از پذیره‌نویسی اوراق در اختیار ناشر قرار داده شود.

پذیره‌نویسی در واقع فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن مطابق قرارداد است که برای نخستین بار در قانون بازار اوراق بهادار تعریف شد. پذیره‌نویسی فرآیندی نوین نبوده و وفق لایحه اصلاح قانون تجارت از سالیان پیش در عرضه عمومی سهام شرکت‌های سهامی عام به هنگام تأسیس یا افزایش سرمایه صورت می‌پذیرفت. اما مفهوم اصطلاح «تعهد پذیره‌نویسی» و همچنین عملیات مرتبط با آن با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در نظام حقوقی و مالی ایران پا به عرصه بازار نهاد.

«تعهد پذیره‌نویسی» به معنای تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت پذیره‌نویسی به فروش نرسد.^۲ با قرار گرفتن این عملیات به‌عنوان فعالیت اصلی در اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه، این قبیل شرکت‌ها می‌توانند

۱. بند الف ماده ۳ نمونه اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه.

۲. بند ۲۹ ماده ۱ قانون بازار.

پیش از شروع فرآیند پذیره‌نویسی و عرضه عمومی اوراق بهادار با انعقاد قرارداد با ناشران متعهد گردند که چنانچه تمامی اوراق بهادار منتشره ظرف مهلت مقرر قانونی از سوی عموم خریداری نشد با پایان مهلت مذکور، تعهد خود را در خریداری اوراق به فروش نرسیده، انجام دهند.

در بازار سرمایه سایر کشورها، تعهد پذیره‌نویسی به دو صورت، تعهد پذیره‌نویسی کامل^۱ و تعهد پذیره‌نویسی مبتنی بر تلاش (بهترین تلاش‌ها)^۲ صورت می‌پذیرد. در تعهد پذیره‌نویسی کامل، شرکت تأمین سرمایه در برابر دریافت قسمتی از مبلغ اوراق بهادار مورد انتشار، مسئولیت عرضه عمومی اوراق بهادار بنگاه اقتصادی (ناشر) را می‌پذیرد؛ بدین صورت که تمام یا قسمتی از اوراق بهادار مورد انتشار بنگاه اقتصادی را خریده و سپس خود اقدام به فروش می‌کند، لذا ریسک به فروش نرسیدن اوراق بهادار را برعهده می‌گیرد. اما در تعهد پذیره‌نویسی مبتنی بر تلاش (بهترین تلاش‌ها)، شرکت تأمین سرمایه صرفاً تمام تلاش خود را برای فروش اوراق بهادار بنگاه اقتصادی (ناشر) کرده و تنها به میزان اوراق بهادار فروخته‌شده، حق‌الزحمه دریافت می‌کند. بنابراین تمام ریسک‌های عدم فروش اوراق بهادار عرضه‌شده بر عهده خود بنگاه اقتصادی (ناشر) می‌باشد.^۳

در نظام حقوقی ایران تعهد پذیره‌نویسی با تغییرات محدودی به صورت تعهد پذیره‌نویسی کامل صورت می‌پذیرد نه تعهد پذیره‌نویسی مبتنی بر تلاش (بهترین تلاش‌ها)، بدین نحو که پیش از عرضه عمومی اوراق بهادار، شرکت تأمین سرمایه کل اوراق بهادار را نمی‌خرد؛ بلکه پس از عرضه عمومی اوراق بهادار نسبت به خرید اوراق بهادار فروخته‌نشده اقدام می‌نماید. به نظر می‌رسد که علت انتخاب تعهد پذیره‌نویسی کامل در حقوق ایران، ایجاد تضمین مناسب برای تکمیل فرآیند پذیره‌نویسی در بازار سرمایه می‌باشد؛ به نحوی که بنگاه اقتصادی ریسک عدم فروش اوراق بهادار عرضه‌شده خود را به نحو مطمئنی پوشش دهد.

ایرادی که بر انتخاب شیوه تعهد پذیره‌نویسی به صورت کامل در نظام حقوقی ایران وارد است این است که با الزام ناشر اوراق بهادار به استفاده از این روش پذیره‌نویسی، هزینه‌های انتشار و عرضه اوراق بهادار برای شرکت‌های سهامی افزایش

1. Underwriting Firm Commitment
2. Best Efforts Underwriting
3. Greene, Edward, "Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System", The Notre Dame Law Review, Vol. 56, 1981, p. 762.

می‌یابد، زیرا این قبیل شرکت‌ها پیش از انتشار اوراق بهادار بایستی با شرکت‌های تأمین سرمایه قرارداد منعقد کنند تا شرکت‌های مذکور متعهد پذیره‌نویس در انتشار سهام آنان باشند. از آنجا که شرکت تأمین سرمایه در تعهد پذیره‌نویسی به صورت کامل، تعهدی از نوع تعهد به نتیجه در خرید تمامی اوراق بهادار پذیره‌نویسی نشده از سوی عموم خواهد داشت. لذا به هنگام انعقاد قرارداد در مقابل ایجاب ناشر تنها در قبال اخذ مبالغ کلان مبادرت به قبول می‌نماید.

از سوی دیگر مبالغ غالب پروژه‌های تأمین مالی شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق بهادر، هنگفت و بسیار سنگین می‌باشد که در صورت عدم خریداری اوراق از سوی عموم، تعهد پذیره‌نویسی آن نیز سنگین بوده و در توان مالی یک شرکت تأمین سرمایه نمی‌باشد. به همین دلیل سازمان بورس مقرراتی را در خصوص کفایت سرمایه شرکت‌های تأمین سرمایه‌ای که مبادرت به تعهد پذیره‌نویسی اوراق بهادار می‌نمایند، کرده است.^۱

راهکار کاربردی دیگر آن که چند شرکت تأمین سرمایه با یکدیگر کنسرسیوم تشکیل دهند و کنسرسیوم مذکور با ناشر قرارداد منعقد کند تا هر کدام متعهد به خرید میزانی از اوراق بهادار که در عرضه عمومی به فروش نرسیده است شوند. در حقوق آمریکا نیز برای قراردادهای کنسرسیوم میان شرکت‌های تأمین سرمایه جهت تأمین مالی بایستی مقررات مربوط به کفایت سرمایه مصوب کمیسیون اوراق بهادار آمریکا (SEC) رعایت گردد.^۲

امکان اجرای این راهکار در اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه تحت اصطلاح «تشکیل سندیکا با سایر نهادهای مشابه» پیش‌بینی شده است. در واقع با تشکیل سندیکا یا کنسرسیوم، امکان اجرای تعهدات شرکت‌های تأمین سرمایه به صورت جمعی مهیا می‌شود و مسئولیت جمعی نیز میان شرکت‌های مذکور نسبت به اشخاص ثالث حاکم خواهد بود. انواع مختلف مسئولیت جمعی اعم است از مسئولیت اشتراکی، مسئولیت نسبی و مسئولیت تضامنی. تفاوت انواع مختلف مسئولیت جمعی در میزان و نحوه مسئولیت میان مسئولین می‌باشد.

بدین ترتیب چنانچه در قرارداد ناشر اوراق بهادار با کنسرسیومی که متشکل از چند شرکت تأمین سرمایه است، نوع و میزان مسئولیت هریک از اعضای کنسرسیوم

۱. دستورالعمل الزامات کفایت سرمایه نهادهای مالی مصوب ۹۰/۷/۳۰ هیأت مدیره سازمان بورس.

2. Gutterman, Alan, The legal Considerations in Business Financing: A Guide for Corporate Management, Greenwood Publishing Group, 1994, p. 192.

تعیین نشده باشد، بایستی به این سؤال پاسخ داد که بر چه مبنایی هریک از شرکت‌های تأمین سرمایه متعهد به خرید اوراق بهادار فروخته نشده، خواهد بود؟ به نظر می‌رسد چند راه برای تعیین نوع و میزان مسئولیت شرکت‌های تأمین سرمایه وجود خواهد داشت: نخست اینکه مسئولیت از نوع اشتراکی باشد و اوراق بهادار فروخته‌نشده به تعداد شرکت‌های تأمین سرمایه عضو کنسرسیوم تقسیم شود تا میزان مسئولیت هریک از اعضای کنسرسیوم تعیین گردد.

دوم آنکه مسئولیت نسبی بوده و میزان مسئولیت «به نسبت» تعیین گردد، اما ملاک در این نسبت نیز بایستی تبیین شود. آیا باید ملاک نسبت، سرمایه شرکت‌های تأمین سرمایه عضو کنسرسیوم باشد؛ بدین نحو که هر کدام به نسبت سرمایه خود متعهد به خرید اوراق بهادار فروخته نشده باشد. دلیل انتخاب ملاک میزان سرمایه را می‌توان چنین توجیه نمود که میزان سرمایه برای تعهد پذیره‌نویسی مهم بوده و مبحث «کفایت سرمایه» و به تبع آن تشکیل کنسرسیوم به همین سبب بوده است. ملاک دیگر در تعیین نسبت می‌تواند قرارداد ناشر با کنسرسیوم باشد، بدین نحو که میزان مسئولیت هریک به صورت درصدی از اوراق بهادار فروخته‌نشده تعیین گردد به‌عنوان مثال در کنسرسیوم متشکل از شرکت‌های تأمین سرمایه الف، ب و ج توافق شود که شرکت تأمین سرمایه الف متعهد به خرید ده درصد، شرکت تأمین سرمایه ب متعهد به خرید هفتاد درصد و شرکت تأمین سرمایه ج متعهد به خرید بیست درصد اوراق بهادار فروخته نشده باشند.

سومین راه، شناخت مسئولیت تضامنی برای هریک از اعضای کنسرسیوم است. بدین صورت که ظرف مهلت مقرر از سوی ناشر، کنسرسیوم متعهد به خرید کل اوراق بهادار فروخته‌نشده باشد. چنانچه کنسرسیوم به تعهد خود عمل نکند، ناشر بتواند با مراجعه به مراجع قضایی به طرح دعوی علیه هریک از اعضای کنسرسیوم یا تمامی آنها یا چند شرکت از شرکت‌های عضو کنسرسیوم پرداخته و الزام به خرید اوراق بهادار فروخته‌نشده را درخواست نماید.

از میان راه‌حل‌های مذکور، با توجه به شناسایی اصل مسئولیت اشتراکی در نظام حقوقی ایران به هنگام سکوت قانون یا طرفین قرارداد بایستی هریک از شرکت‌های تأمین سرمایه را به میزان مساوی با سایرین، مسئول خرید اوراق بهادار فروخته‌نشده دانست. لیکن مناسب به نظر می‌رسد که شرکت‌های تأمین سرمایه به هنگام تشکیل کنسرسیوم قراردادی را میان خود منعقد نمایند که نوع مسئولیت جمعی خود در مقابل ناشر اوراق بهادار را تعیین کنند. بدین ترتیب، نوع و میزان مسئولیت

هریک از شرکت‌های تأمین سرمایه نیز حسب مورد با تعیین نوع مسئولیت تبیین می‌گردد.

در فرآیند پذیره‌نویسی توسط شرکت تأمین سرمایه نیز می‌توان همچون تعهد پذیره‌نویسی، تشکیل کنسرسیوم داد چراکه این امر سبب توزیع ریسک میان چند شرکت و تسهیل فرآیند عرضه عمومی اوراق بهادار در سراسر یک کشور می‌گردد. ترکیب کنسرسیوم و تعداد اعضای آن بسته به میزان عرضه اوراق بهادار، نوع آن، شهر یا کشور مکان عرضه متفاوت خواهد بود.

علاوه بر انجام فعالیت‌های فوق، برخی از خدمات تخصصی در بازار سرمایه تحت عنوان فعالیت‌های فرعی شرکت‌های تأمین سرمایه در اساسنامه این شرکت‌ها قرار گرفته است. فعالیت‌هایی از قبیل از کارگزاری/معامله‌گری^۱، سبذگردانی^۲ و بازارگردانی^۳ که فعالیت‌های مربوط به بازار ثانویه می‌باشد. بازار ثانویه به بازاری اطلاق می‌گردد که نقل و انتقال اوراق بهادار پس از انتشار و عرضه عمومی در آن صورت می‌گیرد. بازار بورس اوراق بهادار و بازار فرابورس از مصادیق بازار ثانویه می‌باشند.

از دیگر فعالیت‌های فرعی شرکت‌های تأمین سرمایه، مهندسی مالی به معنای طراحی ابزارهای نوین مالی است به نحوی که ارزش افزوده جدیدی ایجاد نموده، بازدهی را بالا برده یا ریسک‌ها را کاهش دهد. با افزایش تنوع ریسک‌ها در فضای کسب‌وکار تجارت داخلی و همچنین تجارت بین‌الملل، نیاز به مدیریت ریسک و پوشش ریسک مناسب روزبه‌روز بیشتر می‌شود. بنابراین نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در مهندسی مالی با توجه به شناختی که از فعالان اقتصادی و نیازهای آنان دارند، برای بازار سرمایه حیاتی خواهد بود.

شرکت‌های تأمین سرمایه در نظام مالی کشورهای مختلف با توجه به قلمرو فعالیت آنها به سه نوع شرکت‌های تأمین سرمایه با خدمات کامل^۴، شرکت‌های تأمین سرمایه هلدینگ مالی^۵ و شرکت‌های تأمین سرمایه تخصصی^۶ تقسیم می‌شوند:

۱. کارگزار/معامله‌گر: شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها و یا به نام و حساب خود معامله می‌کند.
۲. سبذگردان: شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص و به منظور کسب انتفاع، به خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه‌گذار می‌پردازد.
۳. بازارگردان: کارگزار/معامله‌گری است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می‌پردازد.

4. Full service
5. Financial Services Holding Company (FSHC)
6. Boutique

- شرکت‌های تأمین سرمایه با خدمات کامل: در تمام فعالیت‌های ممکن شناسایی شده از سوی نظام حقوقی هر کشور برای تأمین مالی، تخصص لازم را داشته و خدمات بسیار متنوعی را به سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی ارائه می‌دهند. درآمد این شرکت‌ها نیز بسیار بالا بوده و به راحتی تحت تأثیر نوسانات اقتصادی بازار سرمایه قرار نمی‌گیرند.
- شرکت‌های تأمین سرمایه هلدینگ مالی: شرکت‌های مذکور علاوه بر کارکردهای شرکت‌های تأمین سرمایه با خدمات کامل به مشتریان خود اعتبار نیز می‌دهند. این شرکت‌ها تحت نظام بانکداری جامع در اروپا و ژاپن وجود دارند که در آن کشورها، بانک‌های بزرگ به صورت همزمان هر دو فعالیت بانکداری و ارائه خدمات تأمین مالی را انجام می‌دهند.
- شرکت‌های تأمین سرمایه تخصصی: این شرکت‌ها صرفاً در یک حوزه از فعالیت‌های مرتبط با شرکت‌های تأمین سرمایه متخصص بوده و تمرکز دارند. این شرکت‌ها در مدیریت دارایی‌ها، مشاوره در خصوص ادغام و تملک شرکت‌ها، تجدید ساختار مالی شرکت‌ها و مؤسسات مالی فعالیت دارند.^۱

۲. ضوابط و الزامات حاکم بر شرکت‌های تأمین سرمایه

شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان یکی از مصادیق نهادهای مالی جزء اشخاص تحت نظارت^۲ نهادهای ناظر بر بازار سرمایه محسوب می‌شود که مقنن الزامات خاصی را همانند سایر اشخاص تحت نظارت برای آن وضع نموده است. در این بند مهم‌ترین الزامات حاکم بر شرکت تأمین سرمایه تبیین می‌شود.

۲-۱. اخذ مجوز تأسیس و فعالیت از ارکان ناظر بازار سرمایه

شرکت تأمین سرمایه بایستی در ابتدا نسبت به اخذ مجوز تأسیس و فعالیت از ارکان ناظر بازار سرمایه (شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس)^۳ اقدام

۱. صادقی، محسن؛ و داود جعفری‌سرشت، نهادهای مالی، جلد دوم، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۸۹، صص. ۶۴۱-۶۴۳.

۲. اشخاص تحت نظارت: کلیه نهادها و تشکلهایی هستند که براساس قانون بازار اوراق بهادار، مجوز تأسیس یا فعالیت خود را از شورای عالی بورس و اوراق بهادار و یا سازمان بورس دریافت نموده باشند. بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس، کانون‌ها، بازارهای مشتقه، بورس‌های کالایی، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه و نهادهای مالی از مصادیق اشخاص تحت نظارت محسوب می‌شوند (ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار).

۳. مواد ۴ و ۷ قانون بازار اوراق بهادار.

نماید. پس از اخذ مجوزهای مذکور، این شرکت‌ها جهت استمرار فعالیت نیز تحت نظارت^۱ مراجع مذکور بوده و بایستی مقررات مصوب از سوی نهادهای ناظر را رعایت کنند.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار بالاترین رکن بازار سرمایه بوده و وضع سیاست‌های کلان جهت انتظام‌دهی به بازار سرمایه، بر عهده شورا است. شرکت تأمین سرمایه نیز به‌عنوان یکی از فعالان بازار حسب مورد مشمول سیاست‌ها و الزامات مصوب شورای عالی بورس قرار گرفته و ارائه خدمات تخصصی آن بایستی در چارچوب ترسیمی از سوی این نهاد سیاست‌گذار قرار گیرد.

یکی از مهم‌ترین ایرادات وارد بر نظارت شورای عالی بورس بر شرکت‌های تأمین سرمایه و همچنین سایر اشخاص فعال در بازار سرمایه این است که ترکیب اعضای شورای مذکور ترکیبی با اکثریت اعضای دولتی و یا منتخب هیأت دولت می‌باشد، در حالی که مطابق یکی از اصول مهم سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)^۲ نهاد ناظر باید از نظر عملیاتی مستقل بوده و در اجرای وظایف و اختیارات خود در مقابل اشخاص فعال در بازار سرمایه پاسخگو باشد. این موضوع از جمله ایرادات مطروحه توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار پیرامون موانع ورود و عضویت ایران در این سازمان جهانی است.

سازمان بورس و اوراق بهادار پس از شورای عالی بورس و اوراق بهادار مهم‌ترین رکن نظارتی بازار سرمایه است. این سازمان که پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار با هدف تفکیک بخش نظارتی بازار سرمایه از بخش اجرایی آن^۳ ایجاد گردیده است، متولی نظارت بر بخش‌های مختلف عملیاتی بازار و فعالان آن بوده و نهادهای واسطه از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه موظف به رعایت مصوبات آن هستند.

چالش مهمی که در وضع مقررات از سوی نهادهای ناظر بر بازار سرمایه وجود دارد، حدود صلاحیت آنان در وضع مقررات و محدود نمودن فعالان در بازار سرمایه از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه است. حدود و ثغور اختیارات نهادهای ناظر در

۱. مواد ۲ و ۲۸ قانون بازار اوراق بهادار.

2. International Organization of Securities Commissions

۲. بخش اجرایی بازار سرمایه شامل بدنه انجام معاملات یعنی بورس‌ها اعم از بورس اوراق بهادار، بورس کالا، بورس انرژی و فرابورس و بازارهای خارج از بورس همچنین بدنه مربوط به تسویه معاملات یعنی شرکت سپرده‌گذاری و تسویه وجوه مرکزی و سایر فعالان در این دو بخش اعم از کارگزاری‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های تأمین سرمایه و ... همچنین ناشران اعم از کلیه شرکت‌های سهامی عام و برخی شرکت‌های سهامی خاص و سرمایه‌گذاران می‌باشند.

مقررات‌گذاری در نظام‌های حقوقی مختلف، محدود به رعایت چارچوب‌ها و معیارهای تعریف‌شده در آن نظام حقوقی است. در نظام حقوقی ایران، وضع مقررات بایستی با رعایت چارچوب مقرر در قوانین به‌معنای خاص یعنی مصوبات مجلس شورای اسلامی صورت پذیرد. بنابراین در صورت نقض حقوق مکتسبه اشخاص در قوانین به واسطه وضع مقررات از سوی نهادهای ناظر بازار سرمایه اعم از شورای عالی بورس و اوراق بهادار و همچنین سازمان بورس، امکان درخواست ابطال آن مصوبات از دیوان عدالت اداری وجود دارد. بدین توضیح که چنانچه حقوق سرمایه‌گذاران اعم از سرمایه‌گذاران داخلی یا خارجی با مصوبات سازمان بورس و یا شورای عالی بورس و اوراق بهادار چه در قالب تصویب آیین‌نامه، دستورالعمل، ضوابط و غیره محدود و یا نقض گردد، در هر صورت قابل ابطال در دیوان عدالت اداری است.

۲-۲. افشای اطلاعات

اطلاعات صحیح مالی در بازار سرمایه واجد نقش بسیار مهمی بوده و در اختیار داشتن آن می‌تواند باعث برتری یافتن دارنده اطلاعات بر سایر رقبا گردد. مقنن با درک اهمیت اطلاعات در بازار سرمایه سعی نموده است که مجرای صحیح افشای اطلاعات را تعیین و هدایت نماید؛ به‌نحوی که سودجویان با سوءاستفاده از آنها باعث تضرر سایر فعالان بازار نگردند. در واقع، به‌منظور اطمینان‌بخشی به سرمایه‌گذاران برای ورود در بازار سرمایه و امنیت سرمایه آنان بایستی بستر مناسب جهت تصمیم‌گیری آگاهانه و انتخاب‌های هوشمندانه برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد؛ به‌گونه‌ای که نتیجه و ماحصل عملکرد افراد، قیمت منصفانه را در بازار سرمایه به ارمغان آورد و در نتیجه بازار کارآمد و با کارایی مطلوب را ایجاد نماید.

به همین دلیل در حقوق ایران، قانون‌گذار به‌منظور ایجاد شفافیت اطلاعات، تشکل‌های فعال در بازار سرمایه را ملزم به انتشار اطلاعات جامع فعالیت و افشای آنها مطابق استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی به سازمان بورس نموده است. سؤال اساسی که پیرامون افشای اطلاعات توسط تشکل‌های فعال در بازار سرمایه از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه مطرح می‌شود آن است که افشای اطلاعات در چه زمانی بایستی صورت پذیرد؟ به‌نظر می‌رسد که باید میان دو دسته از اطلاعات بایستی تفاوت گذاشت. دسته اول اطلاعاتی که همواره محرمانه هستند و جز برای مراجع خاص همانند محاکم دادگستری نباید افشا شوند. از مصادیق این‌گونه اطلاعات می‌توان به

مشخصات مشتریان خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه اشاره نمود. دسته دوم، اطلاعاتی که تا زمان انتشار عمومی باید محرمانه تلقی شوند.

زمان افشای اطلاعات دسته اول، پس از درخواست مراجع صالح با رعایت ضوابط قانونی خواهد بود. لیکن زمان افشا برای دسته دوم از اطلاعات در نظام‌های حقوقی مختلف متفاوت می‌باشد. ماده ۶ دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳ در این خصوص مقرر می‌دارد: «افشای اطلاعات باید در نخستین زمان ممکن صورت پذیرد.» به همین دلیل در هر زمان که خطر استفاده از اطلاعات محرمانه توسط دارندگان پیش از افشای عمومی آن وجود دارد، تأخیر جایز نیست.^۱ الزام به فوریت افشای اطلاعات برای عموم به‌منظور کاهش امکان سوءاستفاده احتمالی دارندگان اطلاعات محرمانه و وقوع معاملات مبتنی بر آن است؛ یعنی کارآمدی مطلوب بازار سرمایه هنگامی تأمین می‌گردد که اطلاعات موردنیاز سرمایه‌گذاران نسبت به وضعیت مالی شرکت‌ها و طرح‌های مختلف توسعه‌ای آن به صورت شفاف و به‌موقع از سوی آنان برای عموم افشا گردد، زیرا مؤلفه‌های مذکور در ارزش اوراق بهادار تأثیرگذار است. در حقوق ایران برای افشای این قبیل اطلاعات، تقسیم‌بندی موضوعی صورت گرفته و برای هر موضوع، مهلتی در دستورالعمل «ثبت، نگهداری و گزارش‌دهی اسناد، مدارک و اطلاعات توسط اشخاص تحت نظارت» مصوب ۱۳۹۰/۲/۲۴ هیأت مدیره سازمان بورس پیش‌بینی شده است.

در مورد اطلاعات افشانشده اشخاص خاص از قبیل مدیران، بازرس و حسابرس شرکت‌ها که تحت عنوان اطلاعات نهانی^۲ از آن یاد می‌شود، اطلاعات مذکور می‌تواند به صورت مستقیم یا غیرمستقیم از سوی دارندگان آن مورد استفاده قرار گیرد. از میان مصادیق مختلف استفاده مستقیم دارندگان اطلاعات نهانی از اطلاعات افشانشده در خصوص انجام معاملات اهمیت ویژه‌ای دارد. این‌گونه معاملات که از آنها تحت عنوان «معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی» یاد می‌شود، دارای وضعیت حقوقی پیچیده‌ای بوده و نیاز به تبیین دارد.

۱. برای مطالعه بیشتر، ر. ک:

- Mackey, Tom, London Stock Exchange Alternative Investment Market (AIM) and Regulation of The Main Market, in: Financial Market and Exchanges Law, Michael Blair (ed), Oxford University Press, London, 2007.

۲. اطلاعات نهانی: هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد (بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار).

یک تحلیل آن است که با توجه به فقدان نص قانونی مبنی بر بطلان معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و یا حتی قابلیت ابطال آن بایستی اصل صحت معاملات را حاکم دانسته و معامله را صحیح قلمداد نمود، همچنان که در معاملات مدیران در شرکت‌های سهامی موضوع مواد ۱۲۹، ۱۳۰، ۱۳۱ و ۱۳۳ لایحه اصلاحی قسمتی از قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ اصل بر صحت معامله مدیران و جبران خسارت از سوی آنان نهاده شده و قابل ابطال بودن صرفاً با رعایت شرایط مصرح قانونی امکان‌پذیر است. تحلیل دیگر آن است که با لحاظ جرم‌انگاری انجام معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی از سوی مقنن در بند ۲ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار معامله مذکور باطل محسوب گردد؛ چرا که ممنوعیت انجام معامله در نظر مقنن به گونه‌ای واجد آثار سوء بوده که ضمانت اجرای کیفری برای آن تعیین گردیده است. لذا خود معامله نیز فی‌نفسه اعتباری نداشته و فاقد آثار می‌باشد.

از میان تحلیل‌های فوق به‌نظر می‌رسد که تحلیل نخست منطبق با قواعد حاکم بر معاملات در حقوق مدنی و همچنین حقوق تجارت بوده و با ثبات معاملات هماهنگ می‌باشد. از سوی دیگر ابطال معاملات در بازار سرمایه با توجه به مکانیزه بودن سیستم معاملات و گردش مالی که در کمتر از لحظه‌ای باعث انتقال اوراق بهادار از دارنده‌ای به دارنده دیگر و سپس انتقالات مکرر بعدی می‌گردد، نظم بازار را مختل می‌کند. رویکرد مناسب آن است که معاملات انجام‌شده، صحیح قلمداد شوند و اشخاص متخلف که مبادرت به استفاده از اطلاعات نهانی نموده و بر مبنای آن معامله کرده‌اند را به جبران خسارات وارده محکوم نمایند.

سؤال دیگری که ممکن است در خصوص افشای اطلاعات نهانی توسط شرکت‌های تأمین سرمایه مطرح شود آن است که چنانچه این شرکت‌ها مشتریان ناآگاه خود را ترغیب به معامله‌ای نمایند که معامله مذکور در صورت انجام توسط خود شرکت مصداق معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی باشد، چنین معامله‌ای چه وضعیتی خواهد داشت؟ ترغیب افراد ناآگاه به انجام معامله از سوی دارندگان اطلاعات نهانی، استفاده غیرمستقیم از اطلاعات نهانی محسوب می‌شود که در حقوق اروپا وفق بند ب ماده ۳ دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳ ممنوع اعلام گردیده است. چنین معامله‌ای فاقد اعتبار می‌باشد. لیکن در در نظام حقوقی ایران چنین منعی وجود ندارد. از این‌رو، به‌نظر می‌رسد که با توجه به صحیح قلمداد شدن خود معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، به طریق اولی معاملاتی که با ترغیب افراد ناآگاه از سوی دارندگان اطلاعات نهانی صورت می‌پذیرد نیز صحیح خواهد بود. در واقع، با اقتباس از نتیجه منطقی

قیاس اولویت که به موجب آن نص قانون در موارد سکوت به دلالت التزامی حکومت می‌کند، می‌توان از حکم به صحت معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی استنباط نمود که ترغیب اشخاص به معاملات از سوی شرکت‌های تأمین سرمایه فاقد ایراد حقوقی بوده و معاملاتی که براساس آن صورت می‌پذیرد نیز صحیح می‌باشد.

سازمان در اجرای وظایف نظارتی خویش پس از کسب مجوز دادستان کل کشور وفق مواد ۱۹ قانون بازار اوراق بهادار و ۱۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مجاز است تا اطلاعات موردنیاز را از کلیه بانک‌ها، مؤسسات اعتباری، شرکت‌های دولتی، دستگاه‌های عمومی و دولتی، از جمله دستگاه‌هایی که شمول حکم نسبت به آنها مستلزم ذکر یا تصریح نام است، و همچنین اشخاص حقیقی و یا حقوقی غیردولتی مطالبه نماید. براساس الزامات مذکور، شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان یکی از اشخاص تحت نظارت سازمان موظف هستند در صورت درخواست سازمان بورس اسناد، مدارک، اطلاعات و گزارش‌های موردنیاز را برای انجام وظایف و مسئولیت‌های قانونی سازمان ارائه نمایند. بدین ترتیب سازمان امکان ارائه اطلاعات به مراجع بین‌المللی پس از اخذ موافقت دادستان کل را دارد. دلیل وضع این اختیار قانونی، الزامات مراجع بین‌المللی مربوط به بازار سرمایه از جمله IOSCO است که جهت پذیرش عضویت ایران در بازارهای سرمایه جهانی، خواستار ارائه اطلاعاتی از سوی نهادهای ناظر بازار سرمایه ایران هستند.

از محاسن مقرر مذکور آن است که چنانچه شخص دارنده اطلاعات، اسناد و مدارک؛ این موارد را جزء اسرار تجاری خود و غیرقابل انتشار اعلام نماید، می‌تواند پس از کسب نظر هیأت مدیره سازمان بورس، اطلاعات را ارائه نکند. نقضیه‌ای نیز بر مقرر قانونی مذکور وارد است زیرا مرجعی که خواهان دریافت اطلاعات است، خود بایستی نسبت به ادعای دهنده اطلاعات مبنی بر «اسرار تجاری بودن اطلاعات» رسیدگی نماید. با این وجود، وجود تعارض منافع میان سازمان بورس و شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان یکی از اشخاصی که باید اطلاعات، اسناد و مدارک مدنظر سازمان بورس را ارائه دهد، سبب می‌شود که نظر سازمان بورس در موارد وجود اصطکاک در منافع، بی‌طرفانه و منصفانه نباشد. به همین دلیل، به نظر می‌رسد که حقوق شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان یکی از اشخاصی که موظف به ارائه اطلاعات به سازمان بورس می‌باشند، در معرض تهدید قرار گیرد. به همین دلیل، مناسب است مرجع قانونی ثالثی که نفع مشترک در اخذ یا ارائه اطلاعات، اسناد و مدارک با یکی از طرفین دهنده یا گیرنده اطلاعات نداشته باشد، در خصوص تجاری بودن یا نبودن اسرار مرتبط با اطلاعات

اظهار نظر کند تا بتوان پیرامون غیرقابل انتشار بودن اطلاعات، اسناد و مدارک اعلام نظر کرد.

حسن دیگر مقرر مذكور این است که به منظور حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه و در تعامل میان آنها و سازمان بورس، سازمان را موظف به محرمانه تلقی نمودن اسرار تجاری اشخاص کرده است. سازمان بورس در صورت افشای غیرقانونی اسرار تجاری اشخاص، مسئول شناخته می‌شود. این ضمانت اجرا باعث کنترل نهاد ناظر بازار سرمایه از اعمال غیرقانونی و تدقیق بیشتر در انجام وظایف می‌گردد.^۱ لیکن ایرادی که بدان وارد است آن است که مسئولیت سازمان بورس در صورت افشای غیرقانونی اسرار تجاری اشخاص، صرفاً مسئولیت به جبران ضرر زیان وارد به ارائه‌دهنده اسناد، مدارک و اطلاعات می‌باشد؛ یعنی به لحاظ تحلیل ماهوی مسئولیت از نوع مسئولیت مدنی می‌باشد، حال آنکه مناسب بود جهت تضمین بیشتر حقوق سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، افشای غیرقانونی اسرار تجاری اشخاص در حکم خیانت در امانت تلقی می‌گردید و مرتکب به مجازات مقرر برای آن در قانون مجازات اسلامی محکوم می‌شد.

در حقوق امریکا، صرفاً افشای اطلاعات مهم ضروری دانسته شده است. کمیسیون اوراق بهادار امریکا، اطلاعات مهم را اطلاعاتی می‌داند که به لحاظ منطقی باید پیش از خرید اوراق بهادار ثبت شده به یک سرمایه‌گذار متعارف و محتاط داده شود. به عبارت دیگر ملاک تشخیص مهم بودن، معیار عینی است. ضمناً در خصوص افشای اطلاعات نادرست مسئولیت کیفری و مدنی برای مرتکبان پیش‌بینی شده است.^۲

۲-۳. الزامات ناشی از نوع شرکت تأمین سرمایه

مؤسسان شرکت‌های تأمین سرمایه با مجوز شورای عالی بورس مقرر در «ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه» مصوب ۸۶/۵/۱۵، امکان تشکیل شرکت در قالب شرکت سهامی (عام و یا خاص) و یا شرکت تعاونی سهامی عام را یافتند. در فرضی که شرکت تأمین سرمایه در قالب سهامی عام تأسیس گردد، الزامات و قواعد

۱. علاوه بر الزام قانونی مزبور در مقررات دیگری (غیر از قوانین مصوب مجلس شورای اسلامی) مواردی جهت افشای اطلاعات شرکت‌های تأمین سرمایه به چشم می‌خورد که می‌توان به مواد ۲، ۳ و ۷ «دستورالعمل ثبت، نگهداری و گزارش‌دهی اسناد، مدارک و اطلاعات توسط اشخاص تحت نظارت» اشاره نمود.

2. Stowell, David, An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity, Academic Press, 2010, p. 23.

کلی حاکم بر شرکت‌های سهامی عام در کنار الزامات خاص حاکم بر شرکت‌های تأمین سرمایه بایستی از سوی شرکت‌های تأمین سرمایه رعایت گردد.

پیچیدگی حقوقی زمانی است که شرکت تأمین سرمایه در قالب شرکت تعاونی سهامی عام تأسیس گردد، زیرا شرکت تعاونی سهامی عام براساس بند ۹ ماده ۱ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی^۱ نوعی شرکت سهامی عام تعریف شده است که با رعایت قانون تجارت و محدودیت‌های مذکور در قانون فوق الذکر تشکیل می‌شود. بنابراین رعایت سه نوع الزامات اعم از قواعد کلی حاکم بر شرکت‌های سهامی عام، قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و الزامات خاص شرکت‌های تأمین سرمایه (وفق قانون بازار اوراق بهادار، قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و سایر مقررات مربوطه) در این موارد ضروری می‌باشد. مسأله حائز اهمیتی که در صورت تشکیل شرکت تأمین سرمایه در قالب شرکت تعاونی سهامی عام می‌تواند ایجاد چالش نماید، مراجع ذیصلاح جهت نظارت بر اجرای صحیح الزامات حاکم بر شرکت‌های مذکور است. بدین توضیح که شرکت‌های سهامی عام تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت‌های تعاونی تحت نظارت وزارت تعاون، کار و رفاه اجتماعی قرار دارند. مراجع ناظر مذکور جهت اعمال نظارت بایستی ضمن اعمال تکالیف قانونی خود، موجبات ایجاد اختلال در عملکرد اجرایی شرکت‌های تأمین سرمایه را با نظارت‌های واجد همپوشانی خود فراهم نیاورند.

در مبحث پذیره‌نویسی سهام شرکت تأمین سرمایه‌ای که در قالب سهامی عام و یا تعاونی سهامی عام تشکیل می‌شود، الزام مهم این است که مؤسسين پیش از عرضه عمومی سهام بایستی نسبت به ثبت اوراق بهادار مذکور نزد سازمان بورس^۲ اقدام نمایند. نحوه نقل و انتقال سهام این‌گونه از شرکت‌های تأمین سرمایه با تصویب ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه، تغییرات حائز اهمیتی نموده است. بدین معنا که کلیه معاملات اوراق بهادار آنها بایستی فقط در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هریک از آنها صورت پذیرد و ضمانت اجرای عدم رعایت ترتیبات مذکور، فقدان اعتبار معامله پیش‌بینی شده است.

سؤال اساسی آن است که «فقدان اعتبار معاملات اوراق بهادار» در بازارهایی غیر از بازار بورس و فرابورس به منزله بطلان معاملات یا بطلان نسبی (یعنی صحیح میان طرفین قرارداد و غیرقابل استناد در مقابل ثالث) و یا قابل ابطال است؟ به‌نظر

۱. قانون مذکور مبدع قالب شرکت تعاونی سهامی عام در نظام حقوقی ایران است.

۲. ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار.

می‌رسد که حکم بطلان نسبی و همچنین قابلیت ابطال نیاز به نص صریح قانونی داشته باشد. از میان وضعیت‌های مربوط به معاملات که عبارت‌اند از صحت، بطلان، فسخ، قابلیت ابطال و بطلان نسبی. آنچه می‌تواند با ماهیت حقوقی «فقدان اعتبار معامله» مذکور در ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه هماهنگ باشد، بطلان معاملات اوراق بهاداری است که خارج از بازارهای بورس و فرابورس صورت می‌پذیرد.

نقل و انتقال سهام شرکت‌های تأمین سرمایه که در قالب سهامی خاص ثبت می‌شوند، دارای ویژگی متمایز از قواعد حاکم بر نقل و انتقال سهام شرکت سهامی خاص در قانون تجارت نمی‌باشد. صرفاً ماده ۱۲ نمونه اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه (در قالب سهامی خاص) پیش‌بینی کرده که سهام‌داران عمده^۱ شرکت باید مورد تأیید سازمان بورس باشند؛ لذا هرگونه نقل و انتقال سهام یا پذیره‌نویسی‌های جدید ناشی از افزایش سرمایه شرکت که موجب شود شخصی به یک سهام‌دار عمده تبدیل شود، بایستی قبلاً توسط خریدار و یا نماینده وی به سازمان بورس اعلام و به تأیید آن برسد. ضرورت تأیید سازمان بورس نسبت به سهام‌داران عمده شرکت‌های تأمین سرمایه محل ایراد است؛ بدین توضیح که نقل و انتقال سهام عمده در شرکت‌های تأمین سرمایه با محدودیت مواجه می‌گردد. موضوعی که یکی از اصول حاکم بر شرکت‌های سهامی که همان اصل سرمایه‌محور بودن شرکت است را با چالش مواجه می‌کند، به گونه‌ای که همچون شرکت‌های تضامنی یا شرکت‌های نسبی، اعتبار و شخص خریدار سهام شرکت موضوعیت می‌یابد. از سوی دیگر، اینکه مرجع نظارتی به‌عنوان شخص ثالث وارد فرآیند نقل و انتقال سهام یک شرکت و تأیید یک طرف شود، ممکن است با اصل بی‌طرفی نهاد ناظر در بازار سرمایه مخالف بوده و موجبات ایجاد انحصار در ارائه خدمات مالی توسط برخی اشخاص گردد.

۲-۴. تأیید ارکان مدیریتی و مواد مهم اساسنامه شرکت تأمین سرمایه از سوی نهاد ناظر

نهادهای مالی از جمله شرکت تأمین سرمایه همانند سایر اشخاص حقوقی می‌توانند مسائل بنیادین خود از قبیل موضوع فعالیت شرکت، میزان سرمایه یا انتخاب مدیران را از طریق ارکان قانونی شرکت (اعم از مجامع عمومی و هیأت مدیره) تصمیم‌گیری نموده و یا تغییری در آن ایجاد کنند. لکن مقنن به این دلیل که نهادهای

۱. سهام‌دار عمده: سهام‌داری است که به همراه اشخاص وابسته به خود حداقل ۱۰ درصد سهام شرکت را داشته باشد (ماده ۱ اساسنامه نمونه شرکت‌های تأمین سرمایه).

مذکور به‌عنوان درگاه ورودی اشخاص به بازار سرمایه محسوب می‌شوند و وجوه عموم را در اختیار می‌گیرند، ملاحظاتی را در این خصوص منظور نموده است. ملاحظاتی از قبیل تأیید صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیأت مدیره و مدیران، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرسی در خصوص شرکت‌های تأمین سرمایه.

در خصوص مدیران نهادهای مالی شامل اعضای هیأت مدیره و مدیر عامل، مقنن مقرر نموده که باید فاقد محکومیت قطعی مؤثر بوده و از صلاحیت حرفه‌ای لازم برخوردار باشند. مرجع انتخاب‌کننده موظف است در صورت فقدان یا سلب صلاحیت حرفه‌ای مدیران از انتخاب آنان به سمت‌های مذکور خودداری نموده و یا مدیران انتخاب‌شده را از آن سمت برکنار نماید. مقنن جهت اجتناب از اعمال سلیقه نهاد ناظر بر بازار سرمایه به هنگام تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران پیش‌بینی کرده است که شرایط و معیارهای صلاحیت حرفه‌ای صرفاً از حیث تحصیلات و سوابق تجربی مرتبط و همچنین نحوه سلب صلاحیت آنان مطابق مقررات مصوب شورا صورت پذیرد. تأکید مقنن بر لزوم تأیید «صلاحیت حرفه‌ای» نشان از تعیین حدود و ثغور مداخله قانونی نهاد ناظر بر بازار سرمایه در نحوه انتخاب مدیران نهادهای مالی از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه دارد؛ به صورتی که این مداخله را صرفاً در مسائل حرفه‌ای و تخصصی بازار سرمایه مجاز دانسته است. این تدبیر از سوی مقنن جهت احتراز از اعمال سلیقه سیاسی در انتخاب مدیران نهادهای اجرایی و ارائه‌دهنده خدمات مالی در بازار سرمایه صورت گرفته است.

موضوع تأیید صلاحیت مدیران نهادهای مالی در نظر قانون‌گذار چنان‌چنان حائز اهمیت بوده که مجدداً در ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه مطرح گردیده است. در این قانون نیز تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران نهادهای مالی بر مبنای مقرراتی نهاده شده است که به تصویب شورای عالی بورس و اوراق بهادار می‌رسد. در این راستا دستورالعمل «تأیید صلاحیت حرفه‌ای مدیران نهاد مالی» به تصویب شورای عالی بورس رسیده است که با جمع مقررات فوق‌الذکر، صلاحیت حرفه‌ای هر یک از اشخاص حقیقی داوطلب تصدی پست مدیریت در شرکت تأمین سرمایه باید قبل از انتصاب و قبولی سمت عضویت در هیأت مدیره یا مدیر عاملی به تأیید کمیته‌ای با عنوان کمیته تأیید صلاحیت‌ها برسد. صلاحیت حرفه‌ای مدیران شرکت تأمین سرمایه وفق مقرره مذکور در سه حیطة سوابق تجربی، سوابق تحصیلی و صلاحیت علمی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

سئوالی که در اینجا مطرح می‌شود این است که چنانچه اعضای هیأت مدیره یا مدیرعامل شرکت‌های تأمین سرمایه، صلاحیت لازم وفق قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه را نداشته باشند یا در دوران تصدی مدیریت صلاحیت حرفه‌ای مذکور را از دست بدهند، تصمیمات مأخوذه توسط آنان در مقابل سهام‌داران و اشخاص ثالث چگونه خواهد بود. قانون بازار اوراق بهادار و قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸ پیرامون موضوع مذکور ساکت است، اما به نظر می‌رسد که با لحاظ ماده ۱۲۶ لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت که مقرر می‌دارد: «اشخاص مذکور در ماده ۱۱۱ نمی‌توانند به مدیریت عامل شرکت انتخاب شوند و همچنین هیچ‌کس نمی‌تواند در عین حال مدیریت عامل بیش از یک شرکت را داشته باشد. تصمیمات و اقدامات مدیرعاملی که برخلاف مفاد این ماده انتخاب شده است، در مقابل صاحبان سهام و اشخاص ثالث معتبر و مسئولیت‌های سمت مدیرعامل شامل حال او خواهد شد.» بتوان چنین استنباط نمود که تصمیمات مأخوذه توسط مدیران فاقد صلاحیت حرفه‌ای در مقابل سهام‌داران و اشخاص ثالث معتبر می‌باشد چراکه مصادیق ممنوعیت‌های مقرر در ماده ۱۱۱ لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت یعنی حجر، ورشکستگی، داشتن محکومیت قطعی به جرایمی چون سرقت، کلاهبرداری و اختلاس در فقدان صلاحیت مدیر تردیدی ایجاد نمی‌کند. لیکن تصمیمات مدیران فاقد صلاحیت در مقابل سهام‌داران و اشخاص ثالث معتبر شناخته می‌شود. بنابراین در فقدان صلاحیت حرفه‌ای مدیران وفق قوانین و مقررات بازار سرمایه به طریق اولی حکم اعتبار تصمیمات استنتاج می‌گردد.

۲-۵. الزامات ناشی از فعالیتهای تخصصی

شرکت تأمین سرمایه می‌تواند به منظور انجام فعالیتهای فرعی موضوع اساسنامه خود مبادرت به ارائه خدمات تخصصی از قبیل کارگزاری، بازارگردانی و سبدگردانی نماید. هرچند این فعالیتهای، موضوع اصلی فعالیت شرکت تأمین سرمایه به شمار نمی‌رود، لکن بدیهی است که عمل به الزامات خاص این فعالیتهای نیز برای شرکت تأمین سرمایه ضروری می‌باشد.

از دیگر الزامات ناشی از فعالیتهای تخصصی شرکت تأمین سرمایه این است که باید وجوه حاصل از اقدامات تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار را در حساب خاصی متمرکز نماید و هرگونه برداشت از این حساب نیز بایستی تحت نظارت سازمان بورس و با تأیید آن انجام گیرد.^۱ مقنن این الزام را به منظور پیشگیری از سوءاستفاده

۱. ماده ۱۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید.

شرکت‌های تأمین سرمایه از مزایای قانونی برخوردارند که برای این‌گونه شرکت‌ها در خصوص معافیت‌های مالیاتی قابل شده مقرر نموده است. بدین توضیح که مقنن معافیت مالیاتی از پرداخت هرگونه عوارض نقل و انتقال و مالیات بر درآمد نسبت به آن دسته از دارایی‌هایی که تأمین مالی آن از طریق انتشار اوراق بهادار به عموم صورت می‌گیرد را وضع نموده است. از سوی دیگر، جهت مسدود نمودن امکان فرار مالیاتی، شرکت‌های تأمین سرمایه دیگری را در سایر حوزه‌های مالی پیش‌بینی نموده که باید شرکت‌های تأمین سرمایه، وجوه حاصل از اقدامات تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بهادار را در حساب خاصی متمرکز نموده و این حساب و برداشت از آن تحت نظارت نهاد ناظر بر بازار سرمایه یعنی سازمان بورس باشد.

پیش‌بینی معافیت‌های مالیاتی برای شرکت‌های تأمین سرمایه سبب می‌شود که تأمین مالی از طریق بازار سرمایه دارای جاذبه‌های بیشتری در مقایسه با سایر شیوه‌های تأمین مالی بازارهای رقیب باشد و متقاضیان خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه افزایش یابند. افزایش مشتریان نهادهای مالی یکی از نشانه‌های کمی رونق فعالیت اقتصادی جامعه است که منجر به توسعه نهادهای مالی و افزوده شدن تعداد آن برای ارائه خدمات تخصصی می‌شود. این امر رقابت میان شرکت‌های تأمین سرمایه به‌منظور جذب مشتریان و سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد تا با تبلیغات و مطرح نمودن خویش، گوی سبقت را از سایر رقبای برابند.

تبلیغات، در صورتی که در چارچوب ضوابط و مقررات معینی نظام‌مند نگردد، می‌تواند منجر به بسط اطلاعات واهی و گمراه‌کننده از سوی آن شرکت‌ها نسبت به توانایی‌ها و صلاحیت‌هایشان شود. تبلیغات نادرست، تبعات منفی بر بازار سرمایه ایجاد کرده و اطلاعات نادرست ارائه‌شده به سرمایه‌گذار، انتظارات غیرقانونی و نابخجایی را در وی شکل می‌دهد که در بلندمدت موجب عدم رغبت سرمایه‌گذاران نسبت به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه می‌شود. به همین دلیل نهادهای مالی بایستی در خصوص نشر اطلاعات و تبلیغات اوراق بهادار ضوابط سازمان بورس^۱ را رعایت نمایند.

۲-۶. مرجع حل اختلاف

اختلافات میان فعالان بازار سرمایه لزوماً با نقض قوانین و مقررات از سوی آنان توأم نمی‌باشد. به همین دلیل مرجع رسیدگی‌کننده به اختلافات متمایز از مراجع رسیدگی‌کننده به جرایم و تخلفات است. شرکت تأمین سرمایه به‌عنوان یکی از فعالان

۱. ماده ۹ آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار.

بازار سرمایه جهت رفع هرگونه اختلاف ناشی از فعالیت حرفه‌ای خود با سایر اشخاص، موظف به طرح دعوی و یا دفاع در هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار^۱ است. حال آنکه مرجع رسیدگی‌کننده به جرایم، دادسرا و دادگاه و مرجع رسیدگی‌کننده به تخلفات سازمان بورس می‌باشد.

سئوالی که مطرح می‌شود آن است که طرح دعوی شرکت‌های تأمین سرمایه در هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار و یا اقامه دعوی اشخاص علیه شرکت‌های مذکور در هیأت داوری، همانند داوری مصطلح در قانون آیین دادرسی مدنی مبتنی بر توافق است یا اینکه هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار صلاحیت انحصاری در رسیدگی به دعاوی دارد؟ مستنبط از ماده ۳۶ قانون بازار که مقرر می‌دارد: «... در صورت عدم سازش در کانون‌ها توسط هیأت داوری رسیدگی می‌شود» در می‌یابیم که رسیدگی هیأت داوری مبتنی بر توافق نبوده و در صورت عدم سازش در کانون، هیأت داوری صلاحیت ذاتی خواهد داشت.^۲ سئوالی که مطرح می‌شود آن است که آیا طرفین دعوی بعد از مرحله عدم سازش در کانون با وجود صلاحیت ذاتی هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار می‌توانند دعوی خود را به داور یا هیأت داوری منتخب خود ارجاع دهند یا بایستی صرفاً در هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار به دعوی ایشان رسیدگی نمود؟

در پاسخ به سؤال مذکور، دو دیدگاه قابل طرح است. دیدگاه نخست آنکه با لحاظ اصول ۳۴ و ۱۵۹ قانون اساسی اصل بر صلاحیت عام دادگاه‌های دادگستری است و هرگونه تخطی از اصل و پیش‌بینی استثناء نیازمند تصویب قانون است؛ همچنان که جواز مراجعه به داوری در قانون آیین دادرسی مدنی از سوی مقنن تصریح گردیده است. بنابراین با عنایت به صلاحیت ذاتی هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار در رسیدگی به دعاوی فعالان بازار سرمایه، هرگونه تخطی از صلاحیت مذکور مستلزم نص قانونی است؛ در حالی که در قانون بازار اوراق بهادار و سایر قوانین مرتبط چنین جوازی وجود نداشته و موضوع به سکوت برگزار شده است.

۱. اختلافات میان کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار/معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها در صورت عدم سازش در کانون‌ها توسط هیأت داوری رسیدگی می‌شود (ماده ۳۶ قانون بازار).

۲. برای مطالعه بیشتر، ر. ک:

- عیدی پور فرد، ابراهیم؛ پارساپور، محمدباقر؛ و علیرضا رجب‌زاده، «ماهیت حقوقی و صلاحیت‌های هیأت داوری بازار اوراق بهادار»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷، ۱۳۸۹، صص. ۴۰۹-۴۳۵.

دیدگاه دوم مبتنی بر این قاعده کلی حاکم بر آیین دادرسی مدنی است که چنانچه مرجع رسیدگی به دعاوی مدنی توسط مقنن یک مرجع اختصاصی تعیین گردید ولی آیین دادرسی و نحوه رسیدگی در آن مرجع اختصاصی از سوی مقنن تعیین نشد، عموماً قانون آیین دادرسی مدنی بر جریان رسیدگی آن مرجع اختصاصی حاکم خواهد بود. بنابراین، در هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار که آیین دادرسی حاکم بر آن توسط مقنن تعیین نگردیده است نیز عموماً قانون آیین دادرسی مدنی حاکم می‌باشد. لذا، امکان رجوع به داور یا هیأت داورى منتخب طرفین وجود دارد و در صورت عدم توافق، هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار با داشتن صلاحیت ذاتی به دعوی طرفین رسیدگی می‌کند.

ترکیب هیأت داورى متشکل از سه عضو است که یک عضو توسط ریاست قوه قضائیه از میان قضات باتجربه و دو عضو از میان صاحب‌نظران اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان بورس و تأیید شورای عالی بورس انتخاب می‌شوند.

سئوالی که در این مورد مطرح می‌شود این است که چنانچه شرکت‌های تأمین سرمایه در دعاوی مطروحه بخواهند نسبت به جرح یا رد اعضای هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار اقدام کنند، آیا بایستی به احکام جرح داور موضوع مواد ۴۶۶، ۴۶۹ و ۴۷۰ قانون آیین دادرسی مدنی استناد نمایند یا حکم رد دادرسی موضوع ماده ۹۱ قانون آیین دادرسی مدنی بایستی مستند باشد؟ پیرامون آیین دادرسی هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار، قانون و مقررات خاصی وجود ندارد. در مسأله مذکور حسب آنکه ماهیت هیأت داورى را یک مرجع داورى و یا مرجع شبه‌قضایی شناسایی کنیم، پاسخ متفاوت خواهد بود. چنانچه هیأت داورى را یک مرجع داورى قلمداد کنیم، بالتبع اعضای آن نیز داور محسوب می‌شوند و احکام جرح داور موضوع مواد ۴۶۶، ۴۶۹ و ۴۷۰ قانون آیین دادرسی مدنی بایستی اجرا شود. اما در صورتی که هیأت داورى را یک مرجع شبه‌قضایی محسوب نماییم، در این صورت اعضای انتصابی آن مشمول حکم رد دادرسی موضوع ماده ۹۱ قانون آیین دادرسی مدنی می‌شوند. یک راه دیگر آن است که فارغ از ملاک نوع مرجع رسیدگی‌کننده با لحاظ ترکیب اعضای هیأت داورى موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار میان اعضای هیأت داورى تفاوت گذارده و در خصوص عضو قاضی، حکم رد دادرسی موضوع ماده ۹۱ قانون آیین دادرسی مدنی و در مورد سایر اعضا، احکام جرح داور موضوع مواد ۴۶۶، ۴۶۹ و ۴۷۰ قانون آیین دادرسی مدنی اعمال شود. به نظر می‌رسد که دیدگاه دوم موجه‌تر باشد.

از جمله دعاوی مهم مطرح در هیأت داوری به طرفیت شرکت‌های تأمین سرمایه، دعاوی الزام به جبران خسارات می‌باشد که مطابق ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار، شرکت‌های تأمین سرمایه مسئول جبران خسارات سرمایه‌گذاران شده‌اند که بر اثر قصور، تقصیر، تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و یا خلاف واقع در عرضه اولیه، متضرر شوند.

مقنن در عین پایبند بودن به سیاست حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران به‌منظور حفظ سرعت در معادلات بازار و فعال نگه داشتن تمامی بازیگران آن، دو شرط را جهت طرح دعوی در هیأت داوری موضوع ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار مقرر نموده است: شرط نخست آن است که خسارت‌دیدگان حداکثر ظرف مدت یکسال پس از تاریخ کشف تخلف در هیأت داوری طرح دعوی کنند و این موضوع بیش از سه سال از عرضه عمومی اوراق بهادار نگذشته باشد. شرط دوم آن است که فقط اشخاصی که اوراق بهادار ناشر را قبل از کشف و اعلام تخلف خریده باشند، مجاز به طرح دعوی خسارت هستند. در واقع شخصی که بر خلاف مصلحت خویش اقدام به خرید اوراق بهاداری نموده که مسأله‌دار بوده است، هم‌اکنون نمی‌تواند با طرح ادعای خود باعث توقف در چرخه بازار و یا مشغول نمودن مراجع رسیدگی به اختلافات بازار گردد. با این وصف اشخاصی که پس از کشف و اعلام تخلف به خرید اوراق بهادار مذکور اقدام کنند، علاوه بر آنکه امکان استفاده از امتیازات موضوع ماده ۴۳ قانون بازار را ندارند.^۱ در صورت طرح دعوی در مراجع دادگستری نیز به بی‌حقی محکوم می‌شوند، چرا که اقدام ایشان از اسباب سقوط ضمان و مانع ایجاد مسئولیت بر عهده دیگران است.^۲ با وجود این، علم زیان‌دیده به شرایط لازم در جری قاعده اقدام است و جز در موارد منصوص باید از وجود آن اطمینان حاصل کرد.^۳

۱. میرزایی‌منفرد، غلامعلی، سازوکارهای حل‌وفصل اختلافات در بازار سرمایه ایران: با مطالعه تطبیقی در بازارهای سرمایه خارجی، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۷۸، ص. ۸۱.

۲. لطفی، اسداله، موجبات و مسقطات ضمان قهری در فقه و حقوق مدنی ایران، انتشارات مجد، ۱۳۷۹، ص. ۱۸۶؛ کاتوزیان، ناصر، حقوق مدنی؛ الزام‌های خارج از قرارداد: ضمان قهری، نشر مؤسسه انتشارات، ۱۳۷۴، صص. ۱۶۶-۱۶۷.

۳. رامین، محمدعلی، حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۹۲، ص. ۲۰۷.

نتیجه‌گیری

نظام حقوقی حاکم بر فعالیتهای اقتصادی همگام با رشد و توسعه بخش‌های مختلف اقتصادی نیازمند اصلاح ساختاری و ارتقای کیفیت در زمینه کارکردهای اجرایی می‌باشد. الزامات حقوقی وضع‌شده پیرامون تأمین مالی بنگاه‌ها و پروژه‌ها نیز از این امر مستثنی نیستند.

امروزه که تغییرات در نهادهای مالی بالاخص شرکت‌های تأمین سرمایه، گستره جهانی یافته و اصلاح نظام اعمال نظارت، این امکان را به نهادهای مالی داده است که خدمات متنوع‌تری عرضه کنند و بدل به سوپرمارکت‌های مالی شوند^۱، مناسب است که از تفکیک‌های غیرضروری میان فعالیت بانکداری و خدمات تأمین مالی اجتناب شود. البته این اقدام هرگز به معنای بازگشت به دوره‌ای که خدمات تأمین مالی به صورت فعالیت فرعی در کنار فعالیت بانکداری دیده می‌شد، نخواهد بود. بلکه دو فعالیت بانکداری و ارائه خدمات تأمین مالی همپایه و همسنگ، جزء فعالیتهای شرکت‌های تأمین سرمایه قرار گیرد.

اجتماع دو فعالیت مذکور در شرکت‌های تأمین سرمایه مزایای بسیاری را برای توانمند کردن نظام تأمین مالی در کشور خواهد داشت و از مراجعه متقاضیان منابع مالی به بخش بانکی و غفلت از شیوه‌های تأمین مالی جدید از طریق بازار سرمایه خواهد کاست. بازار سرمایه به جهت امکان طراحی ابزارهای مالی جدید در مقایسه با نظام بانکی مرجح بوده و متخصصان بازار سرمایه بالاخص شرکت‌های تأمین سرمایه با مهندسی مالی کارآمد می‌توانند ابزارهای مالی متنوعی را ابداع کنند. نظام‌های تأمین مالی باید جهت کاهش ریسک، وجوه سرمایه‌گذاران را میان ابزارهای مالی تقسیم کرده و به عبارت دیگر «تمام تخم‌مرغ‌های خود را درون یک سبد نگذارند»^۲.

این موضوع ممکن است در بدو امر، دغدغه‌هایی را برای نهادهای ناظر بر بازار پول (اعم از شورای عالی پول و اعتبار و بانک مرکزی) و همچنین نهادهای ناظر بر بازار سرمایه (شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس) ایجاد نماید که هماهنگی مراجع یادشده در اعمال نظارت و وضع مقررات رافع مسائل خواهد بود؛ همچنان که

۱. فیوزی، فرانک؛ مودیلیانی، فرانکو؛ و مایکل فری، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، انتشارات پیشبرد، چاپ سوم، ۱۳۸۹، ص. ۸۸.

2. Nuradi Ridzwan Shah, Bin Mohd, "Islamic Investments and Contemporary Issues in Islamic Banking Products", University Tenaga National Paperwork, 2009, p. 5.

این هماهنگی در مورد اعمال نظارت بر شرکت‌های بیمه از سوی بیمه مرکزی و سازمان بورس دیده شد و برطرف گردید.

از جمله ضروریات هدف مذکور، تهیه نمونه اساسنامه شرکت‌های تأمین سرمایه در قالب شرکت سهامی عام و همچنین تعاونی سهامی عام است. هرچند مبنای قانونی تصویب نمونه اساسنامه مذکور در ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه مصوب شورای عالی بورس وجود دارد، لیکن به منظور فراهم آوردن امکان نظارت نهادهای ناظر بازار پول به همراه بازار سرمایه نیاز به تغییراتی می‌باشد و سایر مقررات مربوط به شرکت‌های تأمین سرمایه نیز بایستی تغییراتی یابد.

با فراهم آوردن بستر لازم جهت تشکیل شرکت‌های تأمین سرمایه در قالب سهامی عام یا تعاونی سهامی عام، امکان تأمین مالی پروژه‌های کلان مهیا می‌شود و نیاز به تشکیل کنسرسیوم چند شرکت تأمین سرمایه کمتر خواهد بود؛ زیرا شرکت‌های سهامی عام به جهت عرضه عمومی سهام خود، دارای دو مزیت نسبت به شرکت‌های تأمین سرمایه در قالب سهامی خاص می‌باشند. نخست آنکه با عرضه عمومی سهام، سرمایه قابل ملاحظه‌ای را ثبت خواهند کرد و کفایت سرمایه لازم جهت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی را خواهند داشت. مزیت دوم شرکت‌های سهامی عام، وجود سهام‌داران از اقشار مختلف به دلیل عرضه عمومی سهام این شرکت‌ها نسبت به شرکت‌های سهامی خاص است که میان اعضای خانواده و آشنایان تشکیل می‌شود، زیرا سهام‌داران متنوع امکان نظارت درونی بر ساختار شرکت را فراهم می‌آورد. با دلایل عنوان‌شده، به نظر می‌رسد که اجتماع فعالیت بانک‌داری و ارائه خدمات تأمین سرمایه در شرکت‌های تأمین سرمایه و در قالب شرکت سهامی عام، موجب پویایی نظام تأمین مالی در کشور خواهد شد.

منابع

- تقوی، مهدی، نهادهای پولی و مالی بین‌المللی، نشر پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ دوم، ۱۳۸۴.
- جعفری سرشت، داود؛ و علی جهانخانی، «مؤسسات تأمین سرمایه و ضرورت ایجاد آن در ایران»، فصلنامه تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، شماره ۴، ۱۳۷۳.
- جهانخانی، علی؛ و علی پارساییان، مدیریت مالی، انتشارات سمت، ۱۳۷۹.
- رامین، محمدعلی، حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۹۲.
- شمس‌الهی، محسن، رژیم حقوقی حاکم بر بانک‌های سرمایه‌گذاری آمریکا، گزارش تحقیقاتی سازمان بورس، ۱۳۹۲.
- صادقی، محسن؛ و داود جعفری سرشت، نهادهای مالی، جلد دوم، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۸۹.
- عبدی پور فرد، ابراهیم؛ پارساپور، محمدباقر؛ و علیرضا رجبزاده، «ماهیت حقوقی و صلاحیت‌های هیأت داورى بازار اوراق بهادار»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷، ۱۳۸۹.
- فبوزی، فرانک؛ مودیلیانی، فرانکو؛ و مایکل فری، مبانی بازارها و نهادهای مالی، ترجمه حسین عبده تبریزی، انتشارات پیشبرد، چاپ سوم، ۱۳۸۹.
- کاتوزیان، ناصر، حقوق مدنی؛ الزام‌های خارج از قرارداد: ضمان قهری، نشر مؤسسه انتشارات، ۱۳۷۴.
- لطفی، اسداله، موجبات و مسقطات ضمان قهری در فقه و حقوق مدنی ایران، انتشارات مجد، ۱۳۷۹.
- میرزایی منفرد، غلامعلی، سازوکارهای حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه ایران: با مطالعه تطبیقی در بازارهای سرمایه خارجی، نشر شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۷۸.
- Fleuriet, Michel, Investment Banking Explained, Mcgraw-Hill, 2008.
- Geisst, Charles, Encyclopedia of American Business, 2006.
- Greene, Edward, "Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System", The Notre Dame Law Review, Vol. 56, 1981.
- Gutterman, Alan, The legal Considerations in Business Financing: A Guide for Corporate Management, Greenwood Publishing Group, 1994.

-
- Iannotta, Giuliano, Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services, Berlin, Springer, 2010.
 - Mackey, Tom, London Stock Exchange Alternative Investment Market (AIM) and Regulation of The Main Market, in: Financial Market and Exchanges Law, Michael Blair (ed), Oxford University Press, London, 2007.
 - Megginson, William; and Scott Smart, Introduction to Corporate Finance, 2008.
 - Morrison, Allan; and William Wilhelm, "Investment Banking: Past, Present and Future", Journal of Applied Corporate Finance, 2007.
 - Nuradi Ridzwan Shah, Bin Mohd, "Islamic Investments and Contemporary Issues in Islamic Banking Products", University Tenaga National Paperwork, 2009.
 - Ritter, Jay, Investment Banking and Securities Issuance, University of the Economics of Finance, 2003.
 - Stowell, David, An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity, Academic Press, 2010.



پروژه نگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
 پرتال جامع علوم انسانی