

## حقوق و تکالیف ناشران اوراق بهادار

حمید جودکی<sup>۱</sup>، جمشید میرزایی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری حقوق خصوصی (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد خرم آباد

### چکیده

انسان امروزی تلاش می کند تا بخشی از درآمد خود را پس انداز نموده و در مواقع ضروری از ذخیره به عمل آمده بهره مند گردد. دولتها موسسات و شرکت ها نیز تمایل دارند جهت تامین منابع مالی و کاهش نقدینگی و مهار تورم و انجام پروژه های مهم و همچنین توسعه اقتصاد، از پس اندازها و نقدینگی های اندک اشخاص استفاده کرده و با بهره برداری از منابع مالی موجود ضمن رونق تولید و تقسیم سود بین خود و صاحبان سرمایه به اهداف عالی و درآمد و کسب سود نیز نائل آیند. در این فرایند دسته ای از اشخاص با صدور و انتشار اوراق بهادار در صدد جمع آوری منابع مالی موجود و دسته ای دیگر خواستار سرمایه گذاری در مکانی امن و سود آور هستند که در نهایت منجر به آغاز رابطه حقوقی بین ناشر و متقاضیان اوراق بهادار خواهد شد. این رابطه قراردادی که مبتنی بر اصل لزوم و صحت است برای ناشران این اوراق حقوق و تکالیف مهمی از قبیل شفافیت، رازداری، عدم افشاء هویت دارنده اوراق و غیره را رقم می زند که هر کدام واجد آثار و ضمانت اجرای خاص خود می باشند. این مقاله بر آن است تا حقوق و تکالیف ناشران اوراق بهادار را احصا نماید.

**واژه های کلیدی:** اوراق بهادار، حقوق، تکالیف، شرکت های سهامی، ناشر

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه:

تحولات دنیای تجاری مدرن، اسنادی را خلق کرده است که اگر چه ماهیت آنها متفاوت از اسناد تجاری به معنای اخص است اما عرف تجاری و نیازهای بازار این اسناد را به عنوان شبه اسناد تجاری تلقی کرده و جهت تسهیل تجارت و نقل و انتقال آن ها برخی از مقررات حاکم بر اسناد تجاری به معنای اخص را بر آنها بار کرده است.

امروزه باید اذعان داشت که بررسی اوراق بهادار در نظام تامین مالی ایران سودمند خواهد بود. با توجه به اینکه قانون تجارت در جریان اصلاح است و مبحث اوراق بهادار و ماهیت این اوراق در پیش نویس این قانون یکی از مباحث مهم و چالش برانگیز بوده است. امروزه تئوری حقوق و تامین مالی (Law and Finance) بر اهمیت حمایت قانونی از سرمایه گذاران و مالکان اوراق بهادار برای توسعه بازارهای سرمایه تاکید می کند (Aganin Alexander) Volpin Paolo History of Corporate Ownership in Italy 2003 p 6

انچه اهمیت دارد این است که قانون گذاران و مخصوصاً قضات به عنوان توزیع کنندگان عدالت در جامعه قادر باشند تا به نتایج اقتصادی تصمیمات خویش آگاه بوده و تاجایی که ممکن است به طور واضح و بدون ابهام در مورد وضعیت حقوقی نهادها تصمیم گیری کنند. این بدین معنی است که در صورت امکان و شناخت وضعیت موجود، حقوق و تکالیف افراد به گونه ای تنظیم شود که مطلوب ترین استفاده را ممکن سازد و هنگامی نیز که کاراترین شرایط ناشناخته است باید موانعی که در مسیر حصول کارایی قرارداد با کاهش هزینه های انتقال حقوق مالکیت و همچنین هزینه های اجرای قانون مرتفع گردد.

نهاد مالکیت به طور عام در مورد همه انواع اموال و به طور خاص در خصوص اوراق بهادار با توجه به عرف و سنت و تاریخچه مبادلات این اوراق که در طول تاریخ تجربیات، انباشته شده و به شکل امروزی درآمده و سنتهای پیشین را تحت تاثیر قرار داده شکل گرفته است. اگر حقوق به اندازه کافی حقوق و تکالیف سرمایه گذاران را مورد توجه قرار ندهد مجبورند راهکاری جایگزین را ابداع کنند به آن متوسل شوند و آن را بعنوان عرف بپذیرند. تبیین ماهیت حقوقی اوراق بهادار از جهت فراهم شدن امکان مقایسه ای آنها با اسناد تجاری به معنای اخص از جمله چک، سفته و برات و تطابق حقوق و تکالیف دارندگان این اسناد با دارندگان اوراق بهادار بسیار موثر است. چرا که اگر بتوان ماهیت این اوراق را در قالب حقوق اسناد توجیه کرد شاید قوانین خاص حقوقی به این اسناد تسری پیدا کند و باعث افزایش یا کاهش مسئولیت دارندگان و یا ناشران این گونه اوراق گردد. در همین راستا مهمترین رهیافت این است که به ماهیت اوراق بهادار پی برد و دانست ماهیت این اوراق چیست. در اصل ماهیت این اوراق از این جهت که آیا عین هستند و در نتیجه باید در حوزه حقوق اموال مورد بررسی قرار گیرند یا حق هستند و نقل و انتقال آنها باید تابع حقوق تعهدات و انتقال دین و طلب بوده و در حوزه حقوق قراردادها مورد بررسی قرار گیرد حائز اهمیت است. پس از دانستن ماهیت است که تبیین حقوق ناشر و دارنده و تکلیف هر دو مشخص شده و بر اساس آن ضمانت اجرای گوناگون نیز برای آن تعریف می گردد.

۱: مفاهیم

### ۱.۱. اوراق بهادار:

اوراق بهادار اسناد مثلی هستند که به وسیله شرکتها، دولتها سازمانهای خصوصی و عمومی و بین المللی به منظور تامین مالی برای اجرایی شدن پروژه ها و یا تجارت منتشر می شوند. این اوراق به کاهش هزینه تامین مالی ناشران کمک می کند

(micheler, 2009, p13) بند ۲۴ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ اوراق بهادار را اینگونه تعریف می کند ((هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین یا منفعت آن باشد شورا اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. اوراق بهادار اعم است از سهام شرکتها و اوراقی که برای تامین مالی آنها منتشر می شود. تعریف کامل تری که از اوراق بهادار ارائه شده عبارت است از اوراق بهادار اعم از اسناد کاغذی و غیر کاغذی هستند که دارای ارزش مالی و نماینده سرمایه شرکت بوده یا برای تامین مالی شرکتها منتشر می شوند. این اوراق ممکن است ناشی از رابطه قراردادی ناشر با سرمایه گذار باشد و این رابطه قراردادی تا زمان حیات آنها موجود باشد یا صرفا منشاء آنها قرارداد بوده و بعد از جداشدن از منشاء خود مستقلا مال محسوب می شوند. بنابر این اصطلاح اوراق بهادار محدود به سهام شرکت های بورسی نیست و کلیه اوراقی که دارای ارزش مالی باشند اوراق بهادار هستند. این مسئله را از عنوان این اوراق که درای بها و ارزش هستند می توان دریافت (شوشی نسب، ۱۳۹۲، شماره ۲)

مطابق یک تعریف دیگر اوراق بهادار که از آن به ابزار مالی، دارایی مالی، دارایی نامشهود نیز تعریف میگردد ورقه با ارزش و قابل مبادله ای است که به جهت اعتبار دولت یا سندیت از یک دارایی مشهود (فیزیکی) ارزش مبادلاتی پیدا کرده است (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۳۳)

## ۲.۱. مفهوم ورقه بهادار

سکیوریتیز (Loca or partes) جمع سکیوریتی (securities) است که به معنای تضمین، امنیت، ایمنی، وثیقه، و در جمع به معنی اسناد و اوراق بهادار آمده است (حق شناس، ۱۳۸۷، ص ۱۵۰۰) علت انتخاب چنین نامی برای این اوراق این است که به طور معمول مجموعه ای از داراییها یا مطالبات ناشر این اوراقا وثیقه و پشتوانه صدور این اوراق می باشد. معادل فرانسوی آن تیترفینانسیر (titres)، فوند (fond) یا ولور موبیلیرو (valeurs mobilières) در معنای حقوق مالی، سرمایه یا ارزش قابل نقل و انتقال می باشد. تقسیم بندی اوراق بهادار در دو بخش و بخش نخست اوراق بهادار بدهی از قبیل اوراق بهادار رهنی، اوراق قرضه کوتاه مدت و بلند مدت و بخش دوم اوراق بهادار سرمایه ای از قبیل سهام شرکتها نشان از وجود چنین پشتوانه ای دارد. در حقوق ایران واژه سکیوریتیز به ورقه بهادار ترجمه شده است. این ترجمه ترجمه دقیقی نیست. ورقه بهادار در معنای لغوی به معنای کاغذ دارای بها و ارزش است. کاغذ دارای بها به این معناست که آن کاغذ فی نفسه دارای ارزش بوده و اگر از بین برود گویی که عین یا مالی از شخص تلف شده است و حق شخص نسبت به مال در مقام ثبوت از بین رفته است. با این دیدگاه مضیق ورقه بهادار مصادیق محدودی پیدا می کند. و شاید بتوان گفت که مصداق آن به پول منحصر می شود. مقصود از بهادار بودن این دسته از اوراق، اوراق بهادار به مفهوم اعم است. بنابر این پول ذیل عنوان ورقه بهادار می گنجد اما از مصادیق سکیوریتیز و اوراق بهادار به مفهوم اخص نمی باشد. این در حالی است که برای مثال در خصوص سهام شرکتها در صورت از بین رفتن ورقه بهادار صاحب ورقه می تواند تقاضای صدور المثنی نماید و حق او در مرحله ثبوت از بین نمی رود اما همچنان این اوراق سکیوریتیز هستند. در یک مفهوم کلی سکیوریتیز دارای ویژگی های اساسی زیر هستند: قابلیت معامله ثانویه، نقد شوندگی بالا، معامله در بازارهای مالی از قبیل بورس اوراق بهادار، تعلق سود و ریسک شمولی و دارا بودن وصف تجریدی به صورت کامل یا ناقص (شوشی نسب، پیشین، ص ۱۱۹). که البته ممکن است اوراق بهادار ویژگی های دیگری هم داشته باشند.

به هر حال از دیرباز این ترجمه مصطلح گردیده و در قوانین مختلف از جمله قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ این اصطلاح در معنای سکیوریتیز به کار رفته است. بند ۲ ماده یک قانون تاسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ اوراق بهادار را اعم از سهام شرکتهای سهامی و اوراق قرضه صادر شده از طرف شرکتها و شهرداری ها و موسسات وابسته به دولت و خزانه داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال باشند می دانست. لایحه اصلاح قانون تجارت که در حال حاضر در کمیسیون حقوقی و قضایی مجلس مطرح است نیز تنها از اوراق مشارکت و سهام شرکتها به عنوان بارزترین مصادیق اوراق بهادار و البته تحت عنوان اسناد تجاری یاد کرده است. همچنین بند ۲۴ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۸۴ اوراق بهادار را هر نوع ورقه یا مستندی تلقی می کند که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشند. بدین ترتیب اوراق بهادار اصولاً اموالی هستند که میتوانند بدون هیچ گونه تشریفات قابل معالیه باشند.

در عرف تجاری آنچه متبادر از اوراق بهادار است، سهام شرکت های بورسی، اوراق مشارکت و اوراق صکوک می باشند اما در اغلب موارد آنچه که در عرف تجاری ذیل عنوان اوراق بهادار به معنای اخص مطرح است صرف نظر از اوراق مشارکت منتشره توسط بانکها، اوراقی است که تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار داشته و در بازار بورس ایران مورد داد و ستد واقع می شود و اعم از سهام شرکتهای بورسی و فرابورسی و اوراق مشارکت، اوراق مسکن، ورقه حق تقدم و صکوک اجاره است.

#### ۳.۱. ناشر:

دستگاه دولتی یا غیر دولتی که مجاز به انتشار اوراق مشارکت است، دولت شرکت های دولتی، شهرداری ها، موسسه ها و نهادهای عمومی غیر دولتی، موسسه های عام المنفعه، همچنین شرکت های سهامی عام و خاص، و شرکت های تعاونی تولیدی میتوانند ناشر اوراق باشند. در مدل فعلی اوراق از قبیل اوراق مشارکت نقش بانی و ناشر برعهده یک رکن می باشد. (شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص ۶۳)

#### ۴.۱. دارنده اوراق بهادار:

دارنده اوراق بهادار یعنی شخصی که اوراق بهادار در ید وی می باشد در هر نوع از اوراق بهادار می تواند وصف حقوقی خاصی داشته باشد. بدین معنا که الزاماً دارنده این اوراق مالک اوراق نبوده و بر اساس نوع اوراق نقشی حقوقی متصف به صفت اوراقی که در دست دارد می باشد. در اوراق بهادار اسلامی دارنده این اوراق صرفاً یک بهره گیر نیست، بلکه با توجه به نوع اوراق بهادار در طرح تامین مالی که برای بانی صورت می گیرد نقش مستقیم دارد. به عنوان مثال در اوراق مشارکت نقش دارنده اوراق نقش یک شریک است و در اوراق اجاره نقش دارنده نقش یک مستاجر با حقوق و تکالیف مرتبط با ورقه است.

#### ۵.۱. مالک اوراق بهادار:

مالکیت دارنده بر اوراق بهادار بیانگر داشتن منافع نسبی یا مستقیم در یک دارایی یا مجموعه ای از دارایی ها است که مجموعه ای از حقوق را برای درنده به عنوان مالک دارایی به همراه می آورد. در اوراق بهادار اولین حق ناشی از خرید این اوراق باری سرمایه گذاران تحقق حق مالکیت در دارایی مبنایی اوراق می باشد بدین معنا که پرداخت مبلغ اسمی مندرج

در آن توسط خریدار به ناشر موجب می گردد دارنده مالک یک مجموعه ای از دارایی ها یا منافع حاصل از دارایی و یا ذینفع یک پروژه یا یک فعالیت سرمایه گذاری خاص گردد. مالکیت اوراق بهادار خود به دو قسم مالکیت مستقیم و مالکیت غیر مستقیم تقسیم می شود .

#### ۶.۱. مالکیت مستقیم

در سیستم مالکیت مستقیم اوراق بهادار به شکل کاغذی از سوی ناشران منتشر شده به همان صورت نیز در دست سهامداران نگهداری میشود (Donald, 2007, p.2) بنابر این مالکیت اوراق بهادار به صورت مستقیم از ناشر به سرمایه گذار منتقل میشود. در چنین سیستم هایی سرمایه گذاران ابزارهای مالی با ناشر ارتباط مستقیم دارند به این معنا که اوراق آنها در سیستم ناشر ثبت شده و شخصا یا توسط امین خود متصرف گواهی نامه های کاغذی هستند که نماینده تعداد اوراق بهادار تحت تملک آنها می باشد. به عبارت دیگر می توان گفت مالکیت مستقیم اوراق بهادار عبارت است از رابطه قراردادی بین ناشر و سرمایه گذار که مبتنی بر صدور گواهی نامه های کاغذی اوراق بهادار بوده و ممکن است واسطه هایی نظیر شرکت سپرده گذاری مرکزی نقش نسویه معاملات را برعهده داشته و آنها را به عنوان امین نگهداری کنند. در این سیستم مالکیت سهامدار در دفتر ناشر به ثبت رسیده و در خصوص اوراق بهادار بی نام این اوراق به قبض سهامدار داده می شود. کشورهای عضو اتحادیه اروپا از جمله چین، برزیل و ژاپن از جمله کشورهای دارای مالکیت مستقیم هستند. (Hubert de vauplane, 2010, p.4)

#### ۷.۱. مالکیت غیر مستقیم

در سیستم مالکیت غیر مستقیم دیگر رابطه مستقیم بین ناشر و سرمایه گذاران وجود ندارد بلکه ماهیت آن عبارت است از رابطه مستقیم سرمایه گذار با شرکت سپرده گذاری یا کارگذاران و رابطه غیر مستقیم سرمایه گذار با ناشر. در این نوع مالکیت نهاد واسط مالک اسمی اوراق بهادار شده و اوراق از تملک او خارج نمی شود بنابر این نوع جدیدی از مالکیت در حوزه اوراق بهادار پایه گذاری شده که در آن سرمایه گذار اوراق را در تصرف نداشته و صرفا مالک حقوق ناشی از آنها از جمله حق رای و حق سود است. سوئیس و امریکا از مله کشورهایی هستند که این نوع مالکیت را به رسمیت شناخته اند. (garcimatin, op, cit, p.3&4)

در ایران سیستم مالکیت مستقیم اوراق بهادار حاکم است و اصولا چنین تقسیم بندی از مالکیت مشاهده نمی شود به این معنا که شرکتها ابتدا سهام خود را نزد شرکت سپرده گذاری می گذارند و نگاه این اوراق با واسطه سپرده گذاری و کارگزاران به سرمایه گذاران فروخته می شود. (باقری، ۱۳۹۲، شماره ۲)

#### ۲. ماهیت اوراق بهادار:

علی رغم گذشت چندی از دادوستد اوراق بهادار در نظام حقوقی و اقتصادی ایران لیکن همچنان ماهیت حقوقی این اوراق محل بحث و نزاع میان حقوقدانان است. اولاً به دلیل تنوع این اوراق صدور حکم واحد پیرامون ماهیت تمامی اوراق منطبق بر اصول و آموزه های حقوقی نبوده و باید ضمن بررسی مصداقی هر یک از اوراق با توجه به کارکرد آنها ماهیت آنها را بررسی و

آنگاه ضمن تطبیق با مبانی حقوقی اظهار نظر نمود. استفاده بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران از ابزارهای مالی اسلامی یا صکوک که صدور و انتشار آنها با ادعای ابتدای آنها بر قراردادهایی است که اعتبارشان در حقوق اسلامی به رسمیت شناخته شده است و بررسی علت اعتبار این اوراق و معاملات راجع به آنها و نیز تبیین ماهیت

این ابزارها و احکام و آثار قراردادهای منشاء صدور آنها از منظر فقهی و حقوق موضوعه و هم از لحاظ عملی و نظری می‌طلبد تا ماهیت آنها تبیین گردد و انگهی بدون تبیین ماهیت این اوراق صحبت از حقوق و تکالیف ناشران این اوراق بیهوده بوده چراکه اصولاً حقوق و تکالیف بر مبنای ماهیت آنها بار می‌شوند. به عنوان نمونه سهام شرکتها یکی از برجسته ترین اوراق قابل دادوستد در بازار اوراق بهادار است. در مورد اینکه سهام در زمره اموال غیر مادی توصیف می‌شوند یا مال مادی و ملموس هستند اختلاف نظر وجود دارد برخی حقوقدانان معتقدند سهام با نام که نقل و انتقال آنها باید در دفتر سهام شرکت ثبت شود جزء دیون و اموال غیر مادی محسوب می‌شوند اما سهام بی نام که به صورت سند در وجه حامل تنظیم می‌شوند و دارنده آنها مالک ورقه شناخته می‌شود، از آنجا که نقل و انتقال این اوراق با قبض و اقباض به عمل می‌آید و دین در سند تجسم یافته است باید آنها را از این لحاظ جزء اموال مادی به شمار آورد (الماسی، ص ۳۰۲) حال با مذاقه در این تفاوت درخواهیم یافت که تکلیفی که دارنده اوراق با نام جهت ثبت این اوراق دارد ناظر به ماهیت این اوراق است و عدم تکلیف ثبت در اوراق بی نام نیز ناظر بر ماهیت این اوراق می‌باشد.

## ۱.۲. انواع اوراق بهادار :

سخن گفتن از حقوق و تکالیف ناشران بدون شناخت اجمالی از انواع اوراق بهادار شاید آنچنان که شایسته فهم و درک است میسر نخواهد بود بر همین مبنا ابتدا سخنی اجمالی از انواع اوراق ارائه و در گفتار بعدی حقوق و تکالیف ناشران این اوراق ارائه می‌گردد.

در یک تقسیم بندی کلی اوراق بهادار به دو دسته اصلی یعنی اوراق بهادار دارای وصف تجریدی و اوراق بهادار عادی تقسیم می‌شوند. اگر ورقه بهاداری با قبض و اقباض و یا ظهر نویسی قابل نقل و انتقال باشد و عرف یا قانون از دارنده با حسن نیت در مقابل مالک اصلی حمایت کند که به آن اوراق بهادار دارای وصف تجریدی می‌گویند. دسته بندی دیگر اوراق **بهادار بدهی و اوراق بهادار سرمایه ای است**. اوراق بهادار را از منظر دارایی های پشتوانه آنها به دو دسته اوراق بهادار بدهی و سهام شرکتها تقسیم می‌کنند. اوراق قرضه از جمله اوراق بدهی و تعهدات مالی هستند که در شکل گواهی و توسط قرض گیرندگان برای تامین مالیشان صادر می‌شود. اوراق بدهی خود به دسته های مختلفی از جمله اوراق بدهی تضمین شده و اوراق بدهی تضمین نشده تقسیم می‌شوند. مصادیق این اوراق شامل انواع مختلفی از جمله اوراق قرضه با پشتوانه دارایی، اوراق قرضه بدون پشتوانه دارایی، سند طلب، سند تجاری، سپرده می‌گردد. دسته بندی دیگری از اوراق عبارتند از **اوراق بهادار با پشتوانه دارایی و اوراق بهادار با پایه دارایی** اوراق بهادار دارایی پشتوانه اوراقی هستند که اعتبار خود را از دارایی های پشتوانه آن اخذ می‌کنند منتها این دارایی ها اموال مشخصی نبوده بکله اعم هستند از اموال ملموس و یا غیر ملموس ناشر. بنابر این اوراق بهادار سند مالکیت دارایی خاصی به شمار نمی‌آیند. دسته بعدی **اوراق بهادار با پشتوانه رهن می‌باشند**. اوراق بهادار با پشتوانه رهن نوعی اوراق بهادار با پشتوانه دارایی هستند که پشتوانه آنها به جای وام یا مطالبات شرکت وثیقه یا مجموعه ای از وثائق هستند که در قالب اموال ملموس غیر منقول به رهن وام دهنده شده و یک سند رهن برای آن



صادر می شود که در آن میزان وام و بهره آن و نیز که این وام درای وثیقه عینی می باشد قید میشود. سپس یک بانک سرمایه گذاری یا یک نهاد واسط این اسناد را تبدیل به اوراق بهادار میکند **صکوک دارایی** دسته دیگری از اوراق جدید الصدور می باشند در سالهای اخیر بازار انتشار اوراق بهادار اسلامی یا صکوک رواج یافته و در کشورهای مسلمان و غیرمسلمان جهت جذب سرمایه های مسلمانان در حال فعالیت است. فلسفه اقتصادی سازماندهی بازارهای اوراق بهادار اسلامی نیز استفاده کارا از منابع در جهت تشویق و ترغیب اشخاص خصوصی یا گروهی از آنها به سرمایه گذاری در صنعت و تجارت می باشد. به طور کلی دو نوع ورقه صکوک وجود دارد: صکوک با دارایی پایه و صکوک با پشتوانه دارایی. منظور از صکوک دارایی پشتوانه اوراق بهاداری است که دارایی مبنای انتشار آنها دارایی معین و ملموس بوده و دارنده آنها در سود و زیان شریک است. در حقیقت صکوک دارایی پشتوانه نوعی سند مالکیت نسبت به مال ملموس بوده و دارنده آنها در سود و زیان شریک است اما صکوک دارایی پایه -صکوک هستند که دارایی مبنای انتشار آنها اعم از اموال ملموس یا غیر ملموس بوده و وثیقه تلقی می شود و دارنده آنها فقط در سود شریک است. اما صکوک دارایی پایه صکوک هستند که دارایی مبنای انتشار آنها اعم از اموال ملموس یا غیر ملموس بوده و وثیقه تلقی می شود و دارنده آنها فقط در سود شریک است. در حقیقت صکوک دارایی پشتوانه نوعی سند مالکیت نسبت به مال ملموس بوده و دارنده آنها نسبت به دارایی پشتوانه دارای حقوق مالکانه است در حالی که دارایی موضوع صکوک دارایی -پایه اعم از اموال ملموس و غیر ملموس بوده و دارایی صرفا وثیقه انتشار این اوراق است. **اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه شرکتی** دسته دیگری از اوراق بهادار می باشند اوراق قرضه دولتی اوراقی هستند که کشورها آنها را جهت حمایت از پروژه های حمایتی کشور و پرداخت بدهی های ملی منتشر می کنند. اوراق قرضه شرکتی اوراقی هستند که توسط شرکتهای بخش خصوصی و جهت توسعه تجاری آنها یا تامین مالی مجدد منتشر می شوند. ساختار این اوراق شبیه به اوراق قرضه دولتی است به این معنا که دارای نرخ بهره ثابت بوده و از تاریخ بازپرداخت اصل نیز مشخص است. منتها این اوراق نوعی اوراق بهادار بدهی است که توسط شرکتهای منتشر می شود. نوع و دسته دیگری از اوراق تحت عنوان **اوراق بهادار اسلامی و غیر اسلامی** است. اوراق اسلامی به طور معمول در بردارنده سهم مشاعی از سرمایه دارای سود یا درآمد هستند. سرمایه ای چون اعیان استیجاری، طرح های تجاری، یا صنعتی یا سرمایه گذاری های چند منظوره. بر این اساس اسناد و اوراق بهادار اسلامی باید بر پایه طرح های تجاری، کشاورزی خدماتی یا صنعتی جدیدی با مشارکت سرمایه صاحب کاران این اوراق منتشر شود و چنانچه برای طرح های موجود منتشر شوند باید مالکیت آنها اعم از اینکه مالکیت اعیان، منافع یا حقوق معنوی باشد به صاحبان اوراق منتقل شود. آخرین دسته بندی با عنوان **اوراق بهادار بانام و اوراق بهادار بی نام** است که در طلیعه این نوشتار پیرامون آن سخن گفته شد. با شناسایی این دسته بندی است که اصولا می توان گفت ناشران هر دسته از اوراق با چه حقوقی روبرو و چه تکلیفی را بر دوش می کشند و این مهم میسر نمی گردد مگر با شناخت ماهیت هر دسته از اوراق بهادار. لیکن در نگاه کلی به اوراق بهادار صرف نظر از دسته بندی فوق ناشران این اوراق با حقوق و تکالیفی روبرو هستند که پس از آشنایی اجمالی با این اوراق این حقوق و تکالیف عیان میگردند. (شوشی نسب، ۱۳۹۴، ص ۱۱۳۰ الی ۱۴۰)

## ۲.۲. اوراق بهادار در قوانین ایران :

بر اساس بند ۲ ماده یک قانون تاسیس بورس اوراق بهادار مصوب سال ۱۳۴۵ مصادیق اوراق بهادار منحصر بود در سهام شرکت های سهامی و اوراق قرضه صادر شده از طرف شرکت ها و شهرداری ها و موسسات وابسته به دولت و خزانه داری کل که قابل

معامله و نقل و انتقال بودند. بر اساس بند ۲۴ قانون بازار اوراق بهادار سال ۱۳۸۴ اوراق بهادار مفهوم و مصداقا توسعه و گسترش یافته و شامل هرنوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد. تعریف ارائه شده در قانون جامع به نظر می رسد چرا که دو ویژگی اساسی را برای اوراق بهادار بیان می کند: اولاً متضمن حقوق مالی است ثانیاً قابلیت معامله و نقل و انتقال دارد. مطابق این بند شورای عالی بورس و اوراق بهادار، اوراق بهادار قابل معامله را تعیین و اعلام خواهد کرد. برگرفته از قوانین جاری کنونی سهام شرکت ها، ورقه تعهد سهم یا پذیره نویسی، ورقه یا گواهی حق تقدم سهم، اوراق قرضه، اوراق قرضه رهنی، گواهی سرمایه گذاری، اوراق مشارکت و اوراق مشارکت رهنی، اوراق در بردارنده حقوق مالکانه قابل انتقال (صکوک یا ابزارهای مالی اسلامی) از مهمترین اوراق بهادار به شمار می آیند. (عبدی پور، همان،)

### ۳. حقوق ناشران اوراق بهادار:

هدف و نیاز ناشران از انتشار اوراق بهادار خواه اوراق بدهی و خواه اوراق سرمایه ای تامین مالی می باشد و این مفروض انتشار هر اوراق بهاداری خواهد بود. لذا از آنجا که ناشر نیز عوامل انگیزشی در انتشار اوراق دارد، حقوقی نیز بر آن متصور است که دستیابی به این حقوق انگیزه ناشر را که آن هم مبتنی بر حقوق صاحبان سهام است افزایش می دهد این حقوق هرچند بدواً تحت عنوان حق ارائه نشده اند اما چهره حق گونه آنها مواردی است که ترغیب کننده ناشر به انتشار اوراق بهادار است.

### ۱.۳. معافیت مالیاتی نخستین حق ناشران اوراق :

نخستین حقی که قانونگذار برای ناشران در نظر گرفته است **معافیت مالیاتی** است. بر اساس ماده ۶ و ۷ و تبصره های ذیل قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی شرکت هایی که در بورس پذیرش می شوند از معافیت مالیاتی برخوردارند این معافیت مالیاتی باعث خواهد شد ناشران ترغیب به پذیرش در بورس و انتشار بخشی از سهام خود در بورس اوراق بهادار یا فرابورس شوند. در بخشنامه صادره از سوی سازمان امور مالیاتی به شماره ۷۳۵۱۶/۲۰۰ به مورخه ۱۳۸۸/۱۱/۱۹ مواردی از مقررات قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاستهای کلی اصل ۴۴ قانون اساسی ابلاغ گردیده است: که بر اساس ماده یازده این مقررات نهاد واسط از پرداخت هرگونه مالیات و عوارض نقل و انتقال و مالیات بردرآمد آن دسته از دارایی هایی که تامین مالی آن از طریق انتشار اوراق بهادار توسط این گونه نهادها صورت می گیرد باید در حساب خاصی متمرکز شود و هرگونه برداشت از این حساب باید تحت نظارت و با تایید سازمان صورت گیرد. در ماده ۱۲ همین مقررات بیان شده: درآمد حاصل از فروش دارایی به نهاد واسط برای تامین مالی از طریق عرضه عمومی اوراق بهادار معاف از مالیات است و به نقل و انتقال آن هیچگونه مالیات و عوارضی تعلق نمی گیرد. هزینه استهلاک ناشی از افزایش ارزش دارایی در خرید مجدد همان دارایی توسط فروشنده به هرنحوی که باشد جزء هزینه های قابل قبول مالیاتی نخواهد بود. لازم به ذکر است اوراقی که مشمول این معافیت هستند عبارتند از: اوراق صکوک اجاره، قراردادهای آتی کالا، قرارداد آتی سهام، اوراق اختیار معامله، اوراق استصناع، اوراق رهنی و حق تقدم تسهیلات مسکن است (تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۶، ص ۱۵)



**۲.۳. قابل قبول بودن سود و کارمزد اوراق بهادار:**

بر اساس تبصره ۲ ماده ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، سود و کارمزد پرداختی یا تخصیص اوراق بهادار موضوع تبصره یک این ماده به استثنای سود سهام و سهم شرکت و سود گواهی های سرمایه گذاری صندوقها مشروط به ثبت اوراق بهادار یادشده نزد سازمان جزء هزینه های قابل قبول برای تشخیص درآمد مشمول مالیات ناشر اوراق محسوب میگردد. (ریاحی، ۱۳۹۶، ص ۱۶)

**۳.۳. بخشودگی مالیات کالاهای فروخته شده در بورس کالا:** بر اساس ماده ۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید معادل ده درصد از مالیات بر درآمد حاصل از فروش کالایی که در بورسهای کالایی پذیرفته شده و به فروش می رسد بخشوده می شود. البته این ماده ناظر به ماده ۱۴۳ قانون مالیاتهای مستقیم است که عینادر ماده شش این مقررات درج گردیده است.

**۴.۳. استفاده از منبع دائمی تامین مالی:** سهام عادی مگر در موارد خاص که قانون به صراحت بیان کرده به سررسید نمی رسند. این نوع سهام یکی از منابع دائمی تامین مالی به حساب می آیند. (راس و دیگران، ۱۳۸۷، ص ۲۱۷) در قانون تجارت در مواد مربوط به انحلال این موضوع بیان شده است. این حق برای ناشرین سهام و عرضه کنندگان آن مستنبت از ماده ۱۹۹ قانون تجارت بیان شده است که بار انگیزی آن برای انتشار سهام قابل تامل است.

**۵.۳. عدم التزام به پرداخت سود ثابت:**

دارندگان سهام عادی در صورت سود اور بودن شرکت می توانند به صورت نامحدودی سود تقسیمی دریافت کنند اما پرداخت این سود به هیچ وجه تضمین شده نیست بلکه پرداخت آن و میزان پرداخت آن بوسیله مجمع عمومی عادی شرکت ناشر تعیین می شود. برخلاف پرداخت های بهره به اوراق قرضه چنانچه شرکت قادر به پرداخت سود تقسیمی به سهامداران نباشد با ورشکستگی مواجه نخواهد شد. بنابر این در صورت عدم پرداخت سود تقسیمی و حتی در صورتی که شرکت سود اور باشد ولی بخواهد در پروژه های جدید سرمایه گذاری کند بازهم دارندگان سهام عادی نمی توانند ادعایی برای سود شرکت داشته باشند و این از جمله حقوقی است که برای ناشر در نظر گرفته شده است تا بتواند منافع خود را تامین نماید. (بریگام، گانیسکی و دیوز، ۱۳۸۲، ص ۵۱)

طبق ماده ۸۹ و ۹۰ قانون تجارت مجمع عمومی صلاحیت تعیین میزان سود تقسیمی بین صاحبان سهام را خواهد داشت و در صورت وجود منافع تقسیم حداقل ده درصد آن الزامی است.

۲. ماده ۶: ماده (۱۴۳) قانون مالیاتهای مستقیم مصوب ۱۳۶۶/۱۲/۳ و اصلاحات بعدی آن به شرح زیر اصلاح تبصره (۱) آن حذف و تبصره های (۲) و (۳) به عنوان تبصره های (۱) و (۲) ایقا گردید:

ماده ۱۴۳: معادل ده درصد از مالیات بر درآمد حاصل از فروش کالاهایی که در بورسهای کالایی پذیرفته شده و به فروش می رسد و ده درصد از مالیات بر درآمد شرکتی که سهام آنها برای معامله در بورسهای داخلی یا خارجی پذیرفته می شوند از سال پذیرش تا سالی که از فهرست شرکتهای پذیرفته شده در این بورسها یا بازارها حذف نشده اند با تایید سازمان بخشوده می شود. شرکتهایی که سهام آنها برای معامله در بورسهای داخلی و یا خارجی یا بازارهای خارج از بورس داخلی یا خارجی پذیرفته شود در صورتی که در پایان دوره مالی ب تایید سازمان حداقل بیست درصد سهام شناور ازاد داشته باشند معادل دو برابر معافیهای فوق از بخشودگی مالیاتی برخوردار خواهند شد.

**۶.۳. مسئولیت محدود :**

این ویژگی به این معنی است که سهامداران به میزان مبلغی که در شرکت سرمایه گذاری کرده اند در قبال ضرر و زیان مسئولیت دارند و نه بیشتر و در صورت ورشکستگی و یا افت قیمت دارایی شرکت حداکثر زیان آنها به میزان سرمایه گذاری است که انجام داده اند. با وجود این مسئولیت محدود خارج نمودن ناشر از این محدودیت و بار نمودن تکلیفی مالا یطاق همچون ضامن دانست آن در خصوص ضرر و زیان به طور مطلق حقوق ناشر را به مخاطره انداخته و باید این موضوع را از قواعد آمره شمرد که تراضی بر خلاف آن حقوق ناشر را به مخاطره خواهد انداخت. (ریاحی، ۱۳۹۶ ص ۱۸)

**۷.۳. امکان نقل و انتقال بدون قید و شرط:**

نقل و انتقال سهام عادی تابع موافقت مجامع و یا هیئت مدیره نیست و امکان خرید و فروش آسان از جمله انگیزه های ناشران و جزئی از حقوق آنها می تواند باشد. این موضوع در ماده ۴۱ قانون تجارت بیان شده. این ماده اشعار داشته: در شرکت های سهامی عام نقل و انتقال سهام نمی تواند مشروط به موافقت مدیران شرکت یا مجامع عمومی صاحبان سهام بشود. این نهی مطلق بوده و در جهت حفظ حقوق ناشران کاربرد فراوان دارد چرا که این امر نیز همچنان جزء قواعد آمره است که قابل تخطی نیست.

**۸.۳. مطالبات باقی مانده:**

در صورت ورشکستگی شرکت دارندگان سهام عادی پایین ترین سطح اولویت را نسبت به ادعا بر دارایی های شرکت دارند. یعنی بعد از اینکه مطالبات اولویت دار (پرداخت های مربوط بستانکارانی از قبیل کارکنان شرکت، دارندگان اوراق قرضه، مالیاتهای دولتی، دارندگان سهام ممتاز) پرداخت شد دارندگان سهام عادی می توانند نسبت به دارایی های باقیمانده شرکت ادعا داشته باشند. (راس، وسترفیلد و جردن، ۱۳۸۷، ص ۱۲۱) این ویژگی سبب می شود ریسک انتشار اوراق سهام برای ناشر کمتر از اوراق بدهی باشد و از طرف دیگر ریسک خرید آن برای سرمایه گذار بیشتر خواهد بود. در ماده ۲۲۴ و ۲۲۵ قانون تجارت مطالبات باقی مانده بیان شده است. این نگرش که یکی از حقوق مکتسبه ناشرین است مستنبط از قانون تجارت است می تواند انگیزش منتشران سهام را جهت ارائه اوراق بهادار افزایش دهد.

۲

۳. ماده ۲۲۴: پس از ختم تصفیه و انجام تعهدات و تادیه کلیه دین دارایی شرکت بدو به مصرف بازپرداخت مبلغ اسمی سهام به سهامداران خواهد رسید و مازاد به ترتیب مقرر در اساسنامه شرکت و در صورتی که اساسنامه ساکت باشد به نسبت سهام بین سهامداران تقسیم خواهد شد.

ماده ۲۲۵: تقسیم دارایی شرکت بین صاحبان سهام خواه در مدت تصفیه و خواه پس از آن ممکن نیست مگر آنکه شروع به تصفیه و دعوت بستانکاران قبلا سه مرتبه و هر مرتبه به فاصله یک ماه در روزنامه رسمی و روزنامه کثیرالانتشاری که اطلاعیه ها و آگهی های مربوط به شرکت در آن درج می گردد آگهی شده و لااقل شش ماه از تاریخ انتشار اولین آگهی گذشته باشد.

**۹.۳. مدیریت ریسک:**

از آنجا که طبق تعریف ماده ۲۴ قانون تجارت (سهام قسمتی است از سرمایه شرکت سهامی که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی می باشد) دارنده سهام در منافع و ضرر حاصل از عملیات شرکت سهامی خواهد هرچند میزان تحمل ضرر به اندازه سرمایه گذاری صاحب سهام است ولی از طرف دیگر ناشر اوراق بهادار با انتشار سهام ریسک مالکیت و ریسک سود و زیان شرکت را بین کلیه صاحبان سهام به نسبت سهم شرکت تقسیم می نماید (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹، ص ۲۵۷)

**۱۰.۳. هموار سازی ادغام و تملیک شرکت:**

ناشر اوراق بهادار سهام می تواند به وسیله انتشار درصد قابل توجهی از سهام شرکت زمینه ادغام و تملیک شرکت توسط شرکت های دیگر را فراهم نماید. شرکتی که به صورت سهامی فعالیت می نماید می تواند از طریق ادغام و تملیک مستقیم سهام سهامدارهای شرکت هدف با ارائه پیشنهاد همراه با ادغام برای تملیک بقیه سهام باقی مانده پیشنهاد نشده یا تملیک دارایی های شرکت هدف و توزیع درآمد بین سهامداران شرکت هدف تملیک شود. این حق که برای ناشر در نظر گرفته شده است انگیزه ناشر را در جهت نشر اوراق افزایش می دهد.

**۱۱.۳. امکان تامین سرمایه بدون تغییر مالکیت:**

در صورتی که ناشر در صدد افزایش سرمایه و یابه عبارت دیگر تامین مالی از طریق آورده جدید داشته باشد صاحبان قبلی سهام نسبت به سرمایه گذاران جدید حق تقدم دارند که این حق تقدم به عنوان یکی اوراق بهادار شناخته می شود و قابل نقل و انتقال است این مهم در ماده ۱۶۶ قانون تجارت تصریح شده است. این ماده بیان می کند. در خرید سهام جدید صاحبان سهام شرکت به نسبت سهامی که مالکند حق تقدم دارند و این حق قابل نقل و انتقال است. مهلتی که طی آن سهامداران می توانند حق تقدم مذکور را اعمال کنند کمتر از ۶۰ روز نخواهد بود.

**۱۲.۳. عدم رجوع به ناشر قبل از سررسید:**

ماهیت اوراق بدهی به گونه ایست که مواعد پرداخت اصل و بهره اوراق مشخص است و سرمایه گذاران نمی توانند قبل از سررسید به ناشر جهت وصول مطالبات خود رجوع کنند. به عبارت دیگر ناشر می تواند مدیریت نقدینگی مناسبی بر سرمایه در گردش شرکت و پرداخت مطالبات داشته باشد.

**۱۳.۳. حق تعیین قیمت بازاری:**

بر اساس تبصره دو ماده ۱۱۲ آیین نامه اجرایی بندهای (الف)، (ب)، (ج) و (د) تبصره ۵ قانون بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور فروش اوراق منتشره در بازار سرمایه به قیمت بازار (بنا به درخواست ناشر) مجاز است. این امر بدین معنی است که ناشر حق دارد

اوراق منتشره خود را به قیمت روز بازار ارائه نماید و هیچ نهادی حق تعیین یا قیمت گذاری اصطلاحاً دستور در این امر را نداشته و این مهم از حقوق بارز ناشر محسوب می شود.

۱۴،۳. ایجاد شرایط خاص برای مالکان: با توجه به تقدم حقوق مالی اوراق قرضه بر مالکان شرکت (سهام داران عادی) ناشر می تواند شرایط مندرج در اوراق قرضه شرکت را به گونه ای طراحی کند که میزان پرداخت سود سهام عادی را محدود کند. اینگونه شرایط می توانند هزینه سرمایه متعلق به سهام عادی را افزایش دهند (tuckman & serrat, 2011, p233)

#### ۴. تکالیف قانونی ناشران اوراق بهادار:

##### ۱،۴. تکلیف اساسی بانی (ناشر) برای انتشار اوراق بهادار:

شخص بانی نهادی است که مطابق بند ج ماده ۱ دستور العمل انتشار اوراق بهادار برای تامین مالی خود اوراق بهادار منتشر می کند. شخص بانی باید شرکت تجاری یا شخص عمومی دولتی باشد. شرکت تجاری شرکتی است که با موضوع انجام فعالیت تجاری تشکیل شده باشد. شخص تجاری مطابق ماده ۲ دستور العمل انتشار اوراق باید شرکت سهامی یا تعاونی باشد. بانی به تنهایی امکان انتشار اوراق بهادار ندارد و باید از طریق نهاد واسطه که به لحاظ حقوقی وکیل بانی در امر انتشار اوراق به حساب آمده و از سوی وی اوراق منتشر و به فروش می رسد صورت گیرد. بانی اوراق بهادار اسلامی به تناسب اینکه چه نوع اوراق بهاداری است نقش متمایز از دیگر اوراق بهادار دارد. پس اساسی ترین تکلیف برای انتشار اوراق بهادار تکلیف وجود شخص حقوقی تجاری است که در صورت فقدان این شرط یعنی (حقوقی و تجاری بودن) اساساً انتشار اوراق میسر نخواهد بود.

##### ۲،۴. تکالیف ناشران بر اساس دستور العمل انطباطی سازمان بورس و اوراق بهادار:

بر اساس دستور العمل صادره از سوی بورس اوراق بهادار که به عنوان دستور العمل انطباطی پذیرفته شده از آن یاد می شود وظایف و تکالیفی برعهده ناشر قرار گرفته است. در فصل دوم این دستور العمل تحت عنوان وظایف ناشر تکالیف احصا شده ناشر را بیان نموده است. در ماده ۲ دستور العمل آمده است که: ناشر مکلف است قانون، مقررات و وظایف ذکر شده در این دستور العمل را رعایت کرده و برای کسب اطمینان از این موضوع رویه ای اثر بخش و مستقیم را اجرا کند ..

ناشر باید صورتهای مالی و اشخاص تحت کنترل خود را همواره به حسابرس معتمد جهت رسیدگی تحویل نماید. همچنین ناشر مکلف است صورتهای مالی را به گونه ای تهیه نماید که حسابرسی و بازرسی قانونی نسبت به آنها گزارش مردود یا عدم اظهار نظر ارائه ننماید. (ماده ۴ دستور العمل) ناشر مکلف است سود تقسیم شده مصوب مجمع عمومی را طبق برنامه اعلام شده و بارعایت مهلت قانونی به سهامداران پرداخت نماید. تبصره یک ماده ۵ دستور العمل نیز ناشر را موظف نموده خط مشی تقسیم سود را مطابق مقررات همزمان با اطلاعات پیش بینی درآمد هر سهم به سازمان اعلام نماید. تبصره ۲ همین ماده اشعار داشته ناشر موظف است جدول زمان بندی پرداخت سود نقدی پیشنهادی توسط هیئت مدیره را حداقل ده روز قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی افشا نماید. در صورتی که مجمع عمومی عادی سود نقدی بیشتری را نسبت به پیشنهاد هیئت مدیره تصویب نماید جدول زمان بندی پرداخت سود نقدی می بایست متناسب با آن اصلاح و حداکثر ظرف سی روز پس از تاریخ

مجمع افشا گردد. نکته دیگری که به تسهیل امور سهامداران مرتبط است موضوع معنونه در تبصره سوم ماده ۵ دستورالعمل است که قید گردیده: ناشر موظف است جهت تسهیل امور سهامداران انجام کلیه اقدامات شرکتی خود از جمله توزیع سود را در صورت قبول شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به آن شرکت واگذار نماید. در صورت عدم قبول شرکت سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجود ناشر مکلف است سود سهامداران را از طریق واریز به حساب بانکی اعلام شده از سوی آنها یا از طریق حساب بانکی واسطه پرداخت نماید و با درخواست سهامدار صورت حساب نحوه محاسبه مطالبات وی را در اختیار او قرار دهد.

در ماده ۶ دستورالعمل بیان شده ناشر نمی تواند مبالغی تحت عنوان حق مدیریت، حق الزحمه نظارت و نظایر آن به سهامدار یا سهامداران عمده تخصیص و یا پرداخت نماید.

از حیث پیش بینی بودجه نیز مقرر گردیده ناشر مکلف است بودجه و پیش بینی عملکرد سالانه خود را بر اساس مفروضات معقول تهیه نماید و در صورتی که تفاوت با اهمیتی بین پیش بینی ارائه شده و پیش بینی قبلی و یا نتایج عملکرد واقعی وجود داشته باشد دلائل توجیهی لازم را در مورد علل این تفاوت ارائه نماید (ماده ۷) همچنین در صورت تصویب و اجرای طرح های توسعه و یا در صورت انتشار اوراق بدهی یا سرمایه، ناشر موظف است سازمان را از چگونگی و مراحل اجرای طرح های مربوط مطلع نموده و با ذکر جزئیات طرح از قبیل میزان هزینه های انجام شده، درصد کار انجام شده و پیش بینی میزان هزینه آتی منابع مالی لازم جهت اجرای طرح، زمان احتمالی بهره برداری از طرح، تاثیر در سود آوری و سایر اطلاعات با اهمیت در خصوص طرح مزبور را مطابق فرم های سازمان به همراه اظهار نظر حسابرس در مورد آن، هر شش ماه یکبار و حداکثر شصت روز پس از پایان دوره شش ماهه به سازمان ارسال نماید.

مطابق این دستورالعمل در صورتی که عملکرد شرکت در پایان سال مالی منتج به زیان خالص یا عملیاتی شده باشد ناشر مکلف است حداکثر ظرف دو ماه پس از ارائه صورت های مالی حسابرسی شده سالانه دلائل زیان دهی و برنامه آتی خود را برای رفع موانع و سود آور شدن شرکت به سازمان ارائه نماید (ماده ۹ دستورالعمل) ایضا ناشر مکلف است اطلاعات خود را ظرف مهلت مقرر و در قالب فرم های معین به صورت الکترونیکی و یا کتبی به طریقی که سازمان مشخص می کند به سازمان ارائه نماید.

#### ۳،۴ وظایف ناشر در خصوص برگزاری مجامع عمومی:

ناشر مکلف است مکان برگزاری مجمع را به نحوی تعیین نماید که امکان حضور سهامداران و به ویژه سهامداران جزء فراهم گردد. در صورت انتشار آگهی دعوت تغییر تاریخ و مکان برگزاری مجمع منوط به انتشار آگهی جدید حد اقل ده روز قبل از برگزاری مجمع می باشد. در صورتی که ناشر در نظر داشته باشد شهر مکان برگزاری مجمع را نسبت به سال قبل تغییر دهد باید قبل از انتشار آگهی مراتب را به سازمان اعلام نماید. بر اساس ماده ۱۲ دستورالعمل فوق اشاره ناشر موظف است قبل از برگزاری مجمع عمومی فوق العاده به منظور انجام هرگونه تغییر در مفاد اساسنامه موافقت سازمان را با تغییرات پیشنهادی اخذ نماید.

تصمیمات اتخاذ شده در مجامع عمومی ناشر باید در جهت حفظ منافع و رعایت حقوق تمام سهامداران به طور یکسان باشد (ماده ۱۵) همچنین ناشر مکلف است با توجه به وضعیت نقدینگی و توان پرداخت سود و با ارائه دلایل و توضیحات کافی حداکثر سود قابل تقسیم را در یادداشت های همراه صورت های مالی حسابرسی شده سالیانه افشا نماید. و حسابرس معتمد نیز موظف است در مورد آن اظهار نظر نماید در شرکت هایی که ملزم به تهیه صورت های مالی تلفیقی می باشند اعلام حداکثر سود قابل تقسیم و تصمیمات تقسیم سود باید مبتنی بر صورت های مالی تلفیقی باشد. ناشر موظف است حداکثر سود قابل تقسیم را بر اساس سود قابل تقسیم طبق صورت سود و زیان تلفیقی یا صورت سود و زیان شرکت اصلی هر کدام که کمتر باشد و بالحاظ نمودن توان پرداخت سود محاسبه و افشا نماید (ماده ۱۷ دستور العمل).

#### ۴.۴. ضمانت اجرای عدم انجام تکالیف فوق از سوی ناشر:

فصل سوم دستور العمل صادره به تنبیهات و تخلفات صورت گرفته از سوی ناشر در عدم رعایت دستور العمل مجری حکایت دارد. در ماده ۲۱ دستور العمل تنبیهات انضباطی بیان شده که عبارتند از تذکر کتبی به ناشر و مدیر ارشد آن، تذکر کتبی به ناشر و مدیر ارشد و درج در پرونده، اخطار کتبی به ناشر و درج در پرونده، محرومیت از انجام بخشی از فعالیت ها، تعلیق، یا لغو مجوز ناشر و یاسهمدار عمده ناشر در صورتی که ناشر یا سهامداران عمده آن نهاد مالی باشند. صلب صلاحیت مدیران ناشر و یا سهامدار در صورتی که ناشر یا سهامداران عمده آن نهاد مالی باشد، توقف موقت معاملات اوراق بهادار ناشر در بورس و نهایتا تعلیق یا لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر در بورس و اعلام عمومی آرای انضباطی صادر شده .

#### ۴.۵. تکالیف ناشر در مورد اطلاعات نهانی :

بر اساس بند یک ماده ۶ دستور العمل اروپایی ناشران ابزارهای مالی مکلف به افشای اطلاعات مربوط به اوراق بهادار خود و انتشار عمومی اطلاعات در اسرع وقت هستند. بر اساس بند ۲ این ماده هر ناشری می تواند با مسئولیت خود در افشای عمومی اطلاعات نهانی تاخیر نماید به گونه ای که به منافع مشروع و قانونی او لطمه وارد نشود. مشروط بر اینکه چنین ترک فعلی برای عموم مردم گمراه کننده نباشد و ناشر بتواند مطمئن بودن آن اطلاعات و سو استفاده نکردن از آنها را تضمین کند (عبدی پور، ص ۱۲۰). دولتهای عضو می توانند در مقررات خود چنین ناشری را مکلفند کنند که مراجع صلاحیت دار را از تصمیم خود مبنی بر تاخیر در انتشار عمومی اطلاعات نهانی مطلع سازند. بر اساس بند سه ماده ۶ ناشران مکلفند فهرست کسانی را که اطلاعات نهانی در اختیار آنهاست به مراجع ذیصلاح ارائه کنند .

در حقوق ایران دستور العمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس، ناشران اوراق بهادار عرضه شده در بورس را مکلف ساخته تا اطلاعات لازم را به طور مستمر به سازمان گزارش کنند و همزمان به شیوه هایی که سازمان تعیین میکند برای اطلاع عموم منتشر سازند. در فصل سوم این دستور العمل اطلاعات لازم الاجرا به تفصیل بیان گردیده است و در ماده ۱۳ ناشران را موظف به افشای فوری اطلاعات مهم نموده و عمده مصادیق اطلاعات مهم را بر شمرده است .

بر اساس ماده ۱۶ دستور العمل در صورتی که تاخیر در افشای اطلاعات موضوع ماده ۱۵۸ به اشاعه اطلاعات مزبور یا داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی یا فعالیت نامتعارف بازار منجر شود ناشر مکلف به افشای فوری آن اطلاعات است .



بر اساس بند ۱۲ ماده ۲۵ دستور العمل پذیرش اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶ از جمله مدارک لازم برای بررسی درخواست پذیرش اوراق بهادار در بورس فهرست و مشخصات دارندگان اطلاعات نهانی شرکت موضوع تبصره یک ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار است و بر اساس ماده ۳۶ دستور العمل ناشران اوراق بهادار همواره موظف به افشای کامل و به موقع اطلاعات هستند و ضمانت اجرای تکالیف ناشران در مورد کامل و به موقع بودن اطلاعات با توجه به مواد ۳۸ و ۴۱ دستور العمل حسب مورد تعلیق یا لغو پذیرش است.

#### ۶.۴. تکالیف ناشر در قانون بورس و اوراق بهادار :

در قانون بورس و اوراق بهادار تکالیف قانونی ناشر نخستین بار در ماده ۲۲ این قانون بیان شده است. در این ماده آمده است ناشر موظف است تقاضای ثبت اوراق بهادار را همراه با بیانیه ثبت و اعلامیه پذیره نویسی جهت اخذ مجوز عرضه عمومی به سازمان تسلیم نماید. همچنین در تبصره دو ماده ۲۳ قانون یاد شده آمده ناشر موظف است حداکثر ظرف ۱۵ روز پس از اتمام مهلت عرضه عمومی سازمان را از نتایج توزیع و فروش اوراق بهادار از طریق که سازمان معین خواهد نمود مطلع نماید. نحوه برخورد ناشر در خصوص عدم فروش کامل در اعلامیه پذیره نویسی مشخص می شود. از حیث وظیفه ناشر در ارائه صورت های مالی ماده ۴۲ اشعار داشته است: ناشر اوراق بهادار موظف است صورت های مالی را طبق مقررات قانونی، استانداردهای حسابداری و گزارش دهی مالی و ایین نامه ها و دستور العمل های اجرایی که توسط سازمان ابلاغ می شود تهیه کند. از حیث مسئولیت جبران خسارت زیان دیدگان نیز ماده ۴۳ بیان نموده: ناشر و ..... مسئول جبران خسارت وارده به سرمایه گذارانی هستند که در اثر قصور، تقصیر، تخلف یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع در عرضه اولیه که ناشی از فعل یا ترک فعل های آن باشد متضرر گردیده اند. آخرین تکلیف در فصل پنجم قانون تکلیف ناشر به ارائه صورت های مالی است. چنانکه بیان شده هر ناشری که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان دریافت کرده است مکلف است صورت های مالی سالانه حسابرسی شده، صورت های مالی میان دوره ای شامل صورت های مالی ۶ ماهه حسابرسی شده و گزارش هیئت مدیره به مجامع و اظهار نظر حسابرسو اطلاعاتی که اثر با اهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه گذاران دارد اعلام نماید.

#### ۷.۴. تکلیف به ثبت اوراق از سوی ناشر:

قانون برنامه پنجم توسعه در حالی از سوی رئیس جمهوری ابلاغ شد که در ماده ۹۹ آن به کلیه اشخاصی که تاکنون نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده اند تکلیف شده است حداکثر ظرف شش ماه پس از ابلاغ این قانون نسبت به ثبت آن نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام کنند. بر اساس این قانون عدم ثبت تخلف محسوب شده و این امر مانع از اجرای تکالیف قانونی برای ناشر اوراق بهادار نخواهد بود. در عین حال ناشران اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس نیز باید اطلاعات مالی خود را بر اساس ترتیبات مقرر در ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران منتشر کنند. در این قانون تصریح شده است: معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان بورس فقط در بورسها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و بارعایت مقررات معاملاتی هریک از آنها حسب مورد امکان پذیر بوده و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است. در این قانون تاکید شده است: تمامی اعضاء هیئت مدیره و مدیر عامل تمامی اشخاص حقوقی که تحت یکی از عناوین نهادهای مالی موضوع قانون بازار اوراق بهادار و یا قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاستهای اصل چهل و چهارم قانون اساسی تا کنون تشکیل شده اند و نزد مرجع ثبت شرکتها در سراسر کشور به ثبت رسیده اند و نیز

آندسته از اشخاص حقوقی که موضوع فعالیت اصلی آنها نهاد مالی است موظفند نهاد مالی خود را نزد سازمان بورس به ثبت برسانند.

### نتیجه گیری

همانگونه که می دانیم در یک عرضه اوراق بهادار در بازار سرمایه دو گروه اصلی ناشر و سرمایه گذار وجود دارد که سرمایه گذاران را می توان به دو گروه سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذاران خرد تقسیم کرد. بدون شک انتشار اوراق زمانی با موفقیت انجام می شود که نیازها و انگیزه های ناشران که مبتنی بر حقوق آنها در انتشار اوراق است به صورت کلی یا به صورت بخش برآورده شود. پیشرفت بازارهای سرمایه در دنیا منوط به انتشار اوراق بهاداری است که نیازها و انگیزه های گوناگون ناشران و سهامداران را برطرف کند. یکی از دلایل مهم عدم کارآمدی نظام سرمایه در ایران وجود قوانین دست و پاگیر برای این نهاد است. همچنان که در بخش تکالیف ناشران بحث شد قوانین مختلفی اعم از قوانین عام و خاص تکالیفی بعضاً مالاطلاق بر ناشر اوراق بهادار بار کرده اند که عملاً نه تنها حمایت از ناشر را به دنبال ندارد بلکه باعث عدم ورود ناشر به بازار سرمایه خواهد شد. استفاده از ظرفیت های سایر کشورهای موفق و تسهیل سازوکار فعالیت در بازار سرمایه با تامین حقوق ناشران اوراق و البته سرمایه گذاران می تواند هدایت سرمایه های مردمی خرد و کلان را به سوی بازار سرمایه و نهایتاً رونق این بازار داشته باشد. اتفاقات اقتصادی سالهای اخیر خود گواهی بر این مدعاست. عدم مقبولیت بازار سرمایه از سوی هر دو طرف باعث ورود سرمایه های سرگردان به سمت بازارهای کاذب گردید تا جایی که نابجایی اقتصادی و سرگردانی اقتصادی باعث افزایش تورم در کشور و گرفتاری فراوان برای صاحبان سرمایه گردید. عدم ثبات اقتصادی و قوانین ناکارآمد و غیر تخصصی باعث عدم رغبت بخش خصوصی به حضور در بازار سرمایه گردید ه است که در صورت اصلاح می توان شاهد توسعه بازار سرمایه بود.

### منابع

- ۱- اخلاقی بهروز، **بحثی پیرامون توثیق اسناد تجاری**، مجله دانشکده حقوق، دوره ۱۳۶۸، ۲۴
- ۲- اسلامی بیگدلی، غلامرضا، شمس، شهاب الدین، چیت سازان، هستی، **نظریه های مالی نوین**، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ اول ۱۳۸۶
- ۳- نفیسه شوشی نسب، **ماهیت حقوقی اوراق بهادار**، نشر میزان، چاپ اول، تابستان ۹۴
- ۴- آرتیس، فیلیپ، **اقتصاد مالی** (مجموعه مقالات)، ترجمه تقوی، مهدی، احمدیان، اعظم، امیری، حسین، نشر علم، چاپ اول، ۱۳۹۰
- ۵- آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب کمیسیون فرعی شورای عالی بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۵
- ۶- پهلوان، حمید، رضوی، سید روح الله، **اوراق صکوک تعریف و ساختار**، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس اوراق بهادار

۷- دادگر، یدالله، مولفه ها و ابعاد اساسی حقوق و اقتصاد، انتشارات پژوهشکده اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس و نور علم، چاپ اول ۱۳۸۹

۸- دستور العمل انتشار اوراق اجاره مصوب ۱۳۸۹، اصلاحیه مورخه ۱۳۹۰ شورای عالی بورس

۹- دستور العمل پذیرش اوراق بهادار، در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۴

۱۰- ستوده تهرانی، حسن، حقوق تجارت، جلد دوم، نشر دادگستر، چاپ سیزدهم، بهار ۱۳۸۸

۱۱- صقری، محمد، حقوق بازرگانی اسناد، جلد دوم، ص ۴۷۵، انتشارات دانشگاه تهران، ۱۳۸۰

۱۲- صفایی، سید حسین، مباحثی از حقوق بین الملل خصوصی، ۱۳۷۴

۱۳- عبدی پور فرد، ابراهیم، مباحث تحلیلی از حقوق تجارت، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، تابستان ۱۳۹۱

۱۴- قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴

۱۵- قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، ۱۳۸۸ مجلس شورای اسلامی

۱۶- نجفی، مهدی، اصول و مبانی بازارهای مالی اسلامی و درسهایی برای ایران، مجموعه مقالات بازارهای مالی اسلامی، چاپ اول ۱۳۸۵

۱۷- جعفری لنگرودی، محمد جعفر، (۱۳۸۴) ترمینولوژی حقوق، تهران، انتشارات گنج دانش

۱۸- رهنمای رود پستی، صالحی، الله کرم، ۱۳۸۹، مکاتب و تئوری های مالی و حسابداری، تهران دانشگاه آزاد اسلامی

۱۹- راس استیون، وسترفیلد، جردن (۱۳۸۷) مدیریت مالی نوین ترجمه جهانخانی علی، انتشارات سمت،

۲۰- تاجمیر ریاحی، حامد، واکاوی انگیزه های ناشران اوراق بهادار، اقتصاد مالی، بهار ۱۳۹۶، شماره ۳

۲۱- ابراهیمی، مریم، مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۳۹۰

۱. Abdullah, Abdul Karim, Asset-backed vs. Asset-based. Sukuk, 2012

2. Aganin, Alexander, volpin, Paolo, History of corporate ownership in Italy 2003

3 Al-Bashir, Muhammad, Al-Amine, Muhammad, sukuk market innovations and challenges Islamic economic studies, vol. 15, No. 2, 2008

4. Ali, Rahil, an overview of the sukuk market ,Hogan lovells (middle east) llp, 2011

5. Bamford colin principles of international financial law oxford university press 2011