

نگاهی به وظایف و تکالیف ناشر اوراق بهادار در بازار اولیه در قبال سرمایه گذاران

حمید جودکی^۱؛ عبدالمحمد کردی^{۲*}؛ جمشید میرزایی^۳

۱. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران.

۲. استادیار، گروه حقوق، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران (نویسنده مسئول).

۳. استادیار، گروه حقوق، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران.

چکیده:

ناشران اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان مهم بازار اوراق بهادار شناخته می شوند. وجود مزایای بسیار در این بازار بر آن شده است که شرکتهای عديده ای انگیزه لازم را برای حضور در این بازارها به دست آورده و وارد بازارهای مالی شوند. تا با ارائه اوراق بهادار خود، هم سرمایه خود را افزون نموده و هم از سایر مزایای موجود استفاده نمایند. در این راستا با توجه به منافعی که از این رهگذر به دست می آورند لاجرم بایستی به گونه ای رفتار نمایند که حقوق سهامداران و سرمایه گذاران در این بازار حفظ شده و باعث خسران ایشان نشوند. رفتار متناسب حقوقی ناشران در کنار سایر ارکان بازار اوراق بهادار می تواند این مهم را متجلی نموده تا سرمایه گذاران با کمترین آسیبی در این بازار روبرو شوند. بی شک شناخت تکالیف قانونی ناشران توسط ایشان و همچنین سرمایه گذاران به عنوان مهمترین رکن بازار سرمایه ضمن ترسیم بازاری شفاف و کارآمد باعث افزایش سرمایه گذاری و همچنین اعتماد عمومی و اصلاح اقتصاد جامعه خواهد شد. بررسی این وظایف و مسئولیتها که بخشی از آن به عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و بخشی دیگر برعهده ناشر می باشد در این نوشتار به عنوان نقطه ثقل قرار گرفته تا با تبیین مهمترین تکالیف ناشران در قبال سرمایه گذاران و تطبیق مهمترین بخشهای آن با حقوق امریکا و فرانسه بتوان متناسب با این تکالیف مسئولیتهای قانونی برای آنها در نظر گرفت.

کلید واژگان: جبران زیان، سرمایه گذاری، بورس، ناشر، بازار اولیه

۱- مقدمه

سازمان بورس و اوراق بهادار یک موسسه عمومی غیر دولتی می باشد^۱ که توسط هیئت مدیره مدیریت می شود این سازمان زیر نظر شورا بر اجرای قوانین و مقررات، تنظیم و تدوین مقررات و ایفای سایر وظایف تعیین شده در قانون نظارت می کند. از مجموع وظایف سازمان بورس وظایف نظارتی آن عبارتند از: نظارت بر حسن اجرای قوانین و مقررات^۲، اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از

^۱ بند یک، دو، سه، ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

^۲ ماده دو قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

وقوع تخلفات در بازار اوراق، بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت های ثبت شده نزد سازمان، که موارد یاد شده رکن مهم وظایف بوده و با توجه به حساسیت های خاص سرمایه گذاری در این بازار کوچکترین کوتاهی در انجام این وظایف باعث خسران و زیان هزاران سرمایه گزار در بورس خواهد شد.

یکی از مهمترین ویژگیهای بورس اوراق بهادار خود انتظام بودن آن است^۳. مهمترین ویژگی نهادهای خود انتظام برخورداری این نهادها از استانداردهای حرفه ای و اخلاقی است. به بیان دیگر نهادهای خود انتظام مجازند برای حسن انجام وظایف و تنظیم فعالیتهای حرفه ای خود، ضوابط و استانداردهای حرفه ای و انضباطی لازم را وضع و اجرا نمایند^۴ بی شک عدم رعایت این ضوابط از سوی سازمان بورس که برخی ناظر به خود سازمان و برخی ناظر بر شرکت های ناشر هستند ضمان اور بوده و باعث بروز مسئولیت مدنی برای آنان خواهد بود و جبران زیان سرمایه گزاران بر عهده ایشان خواهد بود.

شرکتهای ناشر نیز همانگونه که بیان شد برای استفاده از مزایای قانونی بیشمار بازار سرمایه وارد این بازار شده و اقدام به انتشار اوراق بهادار می نمایند. بی شک اگر عدم نظارت نهادهای ناظر خصوصا سازمان بورس بر ناشرین اوراق بهادار نباشد شرکتهای پذیرفته شده در بورس به خود اجازه تخلفات عدیده منتهی به ازبین رفتن سرمایه سرمایه گذاران را نخواهند داد. شناخت برخی از مهمترین این وظایف و مسئولیتها و قراردادن آن در کنار وظایف سازمان بورس به عنوان نهاد ناظر می تواند برای افراد مختلف خصوصا سرمایه گذاران مفید بوده و حضور سرمایه گذاران را در این بازار تشویق نماید. از طرفی شناخت این تکالیف مهم و کارآمد می تواند در صورت بروز تخلف ضمانت اجرای کیفری و حقوقی مترتب بر آن را نیز در بر داشته باشد. اگر مسئله تکالیف ناشر در این حوزه شناسایی گردد سایر موارد نیز مشخص گردد.

۲- مفاهیم و مبانی

نظر به اینکه بازار اوراق بهادار یک بازار تخصصی و ناظر بر واژه های خاص اقتصادی و حقوقی می باشد شناخت مفاهیم و مبانی کاربردی در این بازار برای مطالعه کنندگان ضروری و لازم است. آشنایی با مکانیسم بازار و ابعاد حقوقی آن بدون شناخت مهمترین ارکان آن و آشنایی اولیه با مفاهیم آن ممکن نبوده و حتی اولین اصول برای سرمایه گذاران در این بازار نیز همین امر می باشد.

۲-۱ مفهوم شناسی واژگان، کلیات و مفاهیم موضوع در حقوق ایران

در این فصل به تمام مفاهیم مرتبط با موضوع رساله، حقوق، تعهدات، مسئولیتها و قوانین مرتبط با بازار اولیه و موارد مورد بحث به طور مفید و به اختصار به نحوی که درفصول آینده بی نیاز از طرح آنها باشیم درحقوق ایران پرداخته تا در ادامه و با آشنایی با این مفاهیم کاربرد آنها در این نوشتار برای پژوهشگران قابل تحلیل و تبیین باشد.

از آنجا که تعریف مسئولیت برای هر شخص حقیقی یا حقوقی بدوا با وظایف و مسئولیتهای وی آمیخته و متناجس است ناگزیر باید در این رهگذار با وظایف و مسئولیتهای نهاد های مرتبط آشنا شده تا در ادامه بتوان به تکالیف وی و نهایتا بارنمودن مسئولیت

^۳ بند ۶ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

^۴ (بند ۵ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار)

برای وی تلاش کرد. در این حوزه نیز بدوا آشنایی با مفاهیم مهمی که در این نوشتار مورد مذاقه قرار می گیرد لازم بوده و می طلبد مفاهیم مورد بحث قرار گرفته و متعاقبا وظایف و مسئولیت های آن بررسی گردد.

۲-۲ بازار اولیه:

بازار اولیه^۵ محلی است که شرکتها برای اولین بار سهام و اوراق قرضه جدیدشان را برای عموم و سرمایه گذاران به قیمت اسمی به فروش می گذارند. هر معامله ای پس از آن شامل بازار ثانویه می شود. نماد بازار اولیه در ایران بانک و نماد بازار ثانویه بورس است.

بازار اولیه محل فعالیت شرکت هایی است که سهام خود را برای اولین بار در معرض فروش قرار داده اند. این شرکت ها به تازگی وارد بورس شده اند و قصد دارند برای تامین سرمایه مورد نیاز خود بخشی از سهامشان را به فروش برسانند. در بازار اولیه فروش سهام از طریق پذیره نویسی انجام می شود. به این معنا که بانک یا موسسه مجازی که نماینده شرکت است، اقدام به پذیره نویسی اوراق بهادار می کند.

توجه داشته باشید که در بازار اولیه فروشنده همان شرکتی است که سهام را برای فروش عرضه کرده است. بعد از فروخته شدن اولین سهام ها، شما باید از سرمایه گذاران قبلی که سهام را خریداری کرده بودند، اوراق بهادار هر شرکت را خریداری کنید. اینجا جایی است که بازار ثانویه شکل می گیرد. در بازار ثانویه خریداران و فروشندگان افراد حقیقی هستند؛ یعنی سرمایه گذارانی که قبلا در مرحله پذیره نویسی سهام شرکت ها را خریده اند، برای فروش سهام خود باید از طریق این بازار اقدام کنند، تفاوت بازار اولیه و ثانویه در همینجا مشخص می شود. در اینجا دیگر شرکت به عنوان فروشنده نقشی ندارد و این سرمایه گذاران هستند که برای خرید و فروش سهام با یکدیگر طرف معامله قرار می گیرند.

بر همین اساس می توان گفت که همه معاملات به جز پذیره نویسی در بازار بورس، در بازار ثانویه انجام می شود و افراد برای به دست آوردن سرمایه اولیه یا افزایش آن باید اقدام به معامله سهام خود در این بازار بنمایند. مهم ترین ویژگی بازار اولیه این است که سرمایه گذاران در آن سهام را بدون واسطه و دقیقا از خود شرکت یا نماینده مجاز آن خریداری می کنند. به همین دلیل هم هست که قیمت سهام در این بازار کمتر است.

این بازار محل مناسبی برای شرکت های تازه وارد به بورس است. این شرکت ها اغلب نمی دانند که چگونه باید فعالیت خود را در بازار آغاز کرده و قیمت سهام خود را تامین کنند. سازمان های فعال در این بازار در خصوص ساختار مالی بازار بورس دانش کافی دارند و می دانند که چه مقداری از سهام را به چه قیمتی بفروشند. به همین دلیل سازمان دهی مناسبی بر روی اوراق بهادار عرضه شده انجام می شود. علاوه بر این شرکت ها با ورود به بازار اولیه مطمئن هستند که بخش مشخصی از سهام آن ها با قیمت ثابت به فروش می رسد و از تامین سرمایه مورد نیاز خود مطمئن می شوند.

^۵ PRIMARY MARKET

۲. بند ۹ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار بازار اولیه را اینگونه تعریف نموده است از بازار اولیه: بازاری است که اولین عرضه و پذیره نویسی اوراق بهادار در آن انجام می شود و منابع حاصل از عرضه اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار می گیرد.^۶

همچنین اگر قصد عرضه اوراق بهادار جدید را داشته باشند، می توانند مجدداً از طریق نمایندگان متخصص و آشنا به ساختار بازار، این کار را انجام دهند و بدون ضرر وارد بازار مالی جدید شوند. پس باید گفت: در بازار اولیه شرکتها پذیره نویسی و تأسیس می شوند و در بازار ثانویه سهام شرکتهای پذیرفته شده معامله میشوند. پس شرکتها به طور مستقیم سرمایه مورد نیاز خود را از طریق فروش سهام به مردم تأمین می کنند. که این کار از طریق پذیره نویسی انجام می شود. پذیره نویسی از طریق بانکی که نماینده شرکت است یا سایر موسسات مجاز صورت می گیرد. در این بازار فروشنده اوراق همان شرکت عرضه کننده سهام است.

عرضه عمومی اولیه یا همان ((IPO))⁷ نمونه ای از یک بازار اولیه است که اوراق بهادار شرکت برای اولین بار به عموم و بدون سابقه قیمت گذاری قبلی عرضه می شود. به زبان ساده تر به روز اول عرضه سهام شرکتی که برای اولین بار وارد بورس شده است اصطلاحاً عرضه اولیه می گویند. در طول این زمان درصدمشخصی از کل سهام یک شرکت برای نخستین بار از طریق بورس اوراق بهادار و توسط سرمایه گذاران بر اساس قیمت کارشناسی خریداری می شود. این اولین فرصتی است که سرمایه گذاران می توانند از طریق خرید سهام یک شرکت در سرمایه آن سهیم شوند. اما در روز عرضه اولیه سهام هیچ نقدینگی یا منابعی به شرکت تزریق نمی شود. سرمایه سهام یک شرکت از وجوه حاصل از فروش سهام آن در بازار اولیه تشکیل می شود. اصولاً برای عرضه های اولیه در روز اول یک مقدار مشخص تعیین می کنند که نمی توان در آن روز بیشتر از این مقدار سهام شرکت را خریداری کرد.

به عبارتی در بازار اولیه اوراق بهادار، بنگاه های اقتصادی می توانند تشکیل سرمایه داده و سهام و اوراق قرضه منتشره خود را برای اولین بار در آن عرضه نمایند. همانطور که فوقاً بیان شد از نهادهای فعال در این بازار می توان به بانکهای سرمایه گذاری و موسسات تأمین مالی اشاره نمود.⁸

در این بازار با دو رویداد مهم روبرو هستیم. اول سهام و اوراق قرضه ای که برای اولین بار از سوی بنگاه های اقتصادی منتشر می شود و دوم سرمایه ای که بواسطه انتشار این اوراق در بنگاه های مزبور تشکیل می شود. بدیهی است که داد و ستدهای بعدی بر روی این اوراق عملاً در بازار دوم صورت می پذیرد.

در بازار سرمایه بانکهای متعددی فعالیت می کنند. این بانکها نه سرمایه گذار بوده و نه در نقش بانک ظاهر می شوند اما عرضه خدمات آنها حائز اهمیت است. این بانکها به بنگاه های اقتصادی کمک می کنند تا اوراق بهادار خود را اسانتر در بازار اولیه بفروش برسانند. حتی سرمایه گذاران بزرگ نیز برای کسب اطلاعات بیشتر به این موسسات مراجعه می کنند. تا به اطلاعات ذیقیمتی درباره اسناد و اوراق بهادار بازار دست اول دست یابند. این بانکها معمولاً در بازار دست دوم در نقش معامله گران و کارگزاران اوراق بهادار فعالیت می کنند و در بازار اولیه اوراق بهادار همانند معامله گران بازار خارج از بورس به فعالیت می پردازند.

۲-۳ کاربرد بازار اولیه :

همه شرکتها برای انجام فعالیت های خود به سرمایه نیاز دارند که این سرمایه می تواند به صورت سهام یا وام باشد. به منظور افزایش سرمایه به شکل سهام، یک شرکت می تواند اوراق خود را به عموم مردم بفروشد. وقتی سهام مستقیماً به عموم مردم

⁷ Initial Public Offering

⁸ IMF;2002;ECB2004

فروخته می شود این کار از طریق بازار اولیه بورس انجام می شود. سرمایه گذاران معمولاً در بازار اولیه بورس برای خرید اوراق بهادار مبلغ کمتری به نسبت بازار ثانویه پرداخت می کنند. بازار اولیه هم برای بازار سرمایه و هم برای کل اقتصاد بسیار حیاتی است.

در واقع این بازار محلی است که در آن سرمایه شکل می گیرد. انتشار کلیه اوراق بهادار در بازار اولیه بورس تحت مقررات سخت گیرانه ای قرار دارد. شرکتها در ابتدا باید بیانیه های خود را به کمیسیون بورس اوراق بهادار ارائه دهند و سپس صبر کنند تا پیش از انتشار در عرضه عمومی تائیدیه خود را دریافت کنند. انتشار اوراق بهادار در چنین بازاری به شرکتها این امکان را می دهد تا پیش از وارد شدن به بازار ثانویه سرمایه بیشتری جذب کنند. حق و حقوق سرمایه گذاران نیز بر اساس سهامی که اکنون در اختیار دارند به آنها ارائه می شود. و دیگر سرمایه گذاران نیز می تواند در سهام جدید سرمایه گذاری کنند.

از آنجایی که اکثر منتشر کنندگان اوراق بهادار همیشه درگیر فعالیتهای مربوط به افزایش سرمایه نیستند، ممکن است از تجربه کافی جهت انجام این کار برخوردار نباشند از طرفی هم عرضه کنندگان سرمایه پراکنده هستند و دستیابی به آنها نیازمند وجود سازمان خاصی است، در نتیجه شرکتها برای انتشار اوراق بهادار خود، به سراغ موسسات تامین سرمایه می روند. موسسات تامین سرمایه در طراحی و فروش اوراق بهادار در بازارهای اولیه و ثانویه متخصص هستند. و به عنوان واسطه ای میان منتشر کنندگان و سرمایه گذاران قرار می گیرند. منتشر کنندگان اوراق بهادار خود را به موسسات تامین سرمایه می فروشند. این موسسات برای شرکتهایی که به دنبال افزایش سرمایه آن هم به مقدار زیاد هستند امکاناتی را مانند مشاوره، تضمین و فروش اوراق بهادار و بازار یابی فراهم کنند.

۲-۴. نقش بازار اولیه در عرضه سهام:

نقش بازار اولیه در عرضه سهام یکی از بخش های مهمی است که باعث ایجاد تفاوت در بازار اولیه و بازار ثانویه می شود. می توان گفت که بازار اولیه در پیچه ورود شرکت های مختلف به بازار سرمایه است. این بازار را می توان منبعی مطمئن برای تامین سرمایه مورد نیاز شرکت ها دانست. در این بازار عموماً سرمایه گذاران کلان حضور دارند و اوراق به صورت عمده فروخته می شود تا سرمایه مورد نیاز شرکت در زمانی کوتاه تر تامین شود. بر همین اساس می توان گفت که این بازار اولین محل برای ورود شرکت ها به بازار سرمایه و جذب سرمایه گذاران است. قیمت سهام در این بازار به صورت اسمی و مستقیماً از طریق خود شرکت تعیین می شود و به همین دلیل نوسانات بازار تاثیر چندانی بر روی آن نمی گذارد.

بازار اولیه گاهی با عرضه اولیه نیز همسو می شود. ترادف معنایی این دو گاهی موجب انفکاک این دو از یکدیگر می شود. عرضه اولیه یا عرضه اولیه عمومی به معنای فروش اوراق بهادار به عامه سرمایه گذاران است. معمولاً شرکتها به شکل سهامی خاص تاسیس می شوند. پس از طی دوره ای که فعالیت مستمر و سود اورمی یابند سهامی عام می شوند. هنگامی که سهام این شرکتها برای اولین بار به عامه مردم عرضه می شود عرضه اولیه عمومی شکل گرفته است. در فرایند خصوصی سازی نیز هنگامی که سهام به عامه سرمایه گذاران ارائه می شود اصطلاحاً به آن عرضه عمومی می گویند.

اصطلاح عرضه عمومی اولیه از اواخر دهه ۱۹۷۰ میلادی در متن سخنرانی ها و ادبیات بازار سرمایه وارد شد و رواج یافت.^۹ به طور کلی اولین فروش سهام یک شرکت به عموم مردم را عرضه عمومی اولیه سهام می نامند در ایران عرضه اولیه اوراق بهادار با مفهوم رایج در کشورهای دیگر نداریم. زیرا در کشور های دیگر منظور از عرضه اولیه اوراق بهادار سهام جدیدی است که در بازار اولیه عرضه می شود. اما در ایران با توجه به اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفندماه ۱۳۴۷ بازار اولیه سهام با اجازه صدور اعلامیه پذیره نویسی به شرکت سهامی عام ایجاد گردیده است از این رو سهام جدید فقط به سهامی اطلاق می گردد که برای اولین بار به بازار عرضه می شود و پیش از این سهام این شرکتها در بورس اوراق بهادار وجود نداشته است.

مهمترین مزیت عرضه عمومی اولیه در بازار اولیه تجهیز منابع مالی قابل توجه به صورت وجوه نقدی برای شرکت است. معمولا وجوه جمع آوری شده در عرضه های عمومی به دلیل گستره وسیع آن به مراتب بیشتر از سایر روشها از جمله تامین مالی خصوصی، استفاده از وامها و دغام و تملک است. عرضه عمومی اوراق بهادار اولیه به شرکت فرصت جذب سرمایه به منظور توسعه سازمانی و بنیادی از جمله مدرن سازی تجهیزات تولید، اجرای پروژه های سرمایه ونیز گسترش مالکیت و دارائیه را ارائه می کند. با عرضه عمومی سهام شرکت در بازار اولیه امکان خرید و فروش آسان آن در بازار فراهم می شود. و این ویژگی افزایش جذابیت اوراق بهادار برای سرمایه گذاری را در پی دارد.

۲-۵ قوانین جاری بازار اولیه بورس اوراق بهادار

به طور کلی قانون تجارت به موضوع عرضه عمومی سهام در قالب سه فرایند تاسیس و ثبت شرکت سهامی عام افزایش سرمایه شرکت سهامی عام و تبدیل شرکت سهامی خاص به آن توجه کرده که در ذیل به هریک از آنها پرداخته شده است

۲-۵-۱ تاسیس و ثبت شرکت سهامی عام:

برای تاسیس شرکت های سهامی عام موسسین باید ۲۰ درصد سرمایه شرکت را خود تعهد کرده و لااقل ۳۵ درصد مبلغ تعهد شده را در حسابی به نام شرکت در شرف تاسیس نزد یکی از بانکها سپرده سپس اظهارنامه های به ضمیمه طرح اساسنامه شرکت و طرح اعلامیه پذیره نویسی سهام شرکت که به امضاء کلیه موسسن رسیده باشد در تهران به اداره ثبت شرکت ها و در شهرستانها به دایره ثبت شرکتها و در نقاطی که دایره ثبت شرکتها وجود ندارد به اداره ثبت اسناد و املاک محل تسلیم و رسید دریافت کنند.

هرگاه قسمتی از تعهد موسسین به صورت غیر نقد باشد باید عین آن یا مدرک مالکیت آن را در همان بانکی که برای پرداخت مبلغ نقدی حساب باز شده است تودیع و گواهی بانک را به ضمیمه اظهارنامه و ضامم آن به مرجع ثبت شرکت ها تسلیم نمایند. مرجع ثبت شرکت ها پس از مطالعه اظهارنامه و ضامم آن و تطبیق مندرجات آن با قانون، اجازه انتشار اعلامیه پذیره نویسی را صادر خواهد نمود اعلامیه پذیره نویسی باید توسط موسسین در جراید آگهی گردیده و نیز در بانکی که تعهد سهام نزد آن صورت می گیرد در معرض دید علاقمندان قرار داده شود. ظرف مدتی که در اعلامیه پذیره نویسی معین شده است علاقه مندان به بانک مراجعه و ورقه تعهد سهام را امضا و مبلغی را که نقدا باید پرداخت شود تادیه و رسید دریافت خواهند کرد.

⁹.Ljungqvist et al

پس از گذشتن مهلتی که برای پذیره نویسی معین شده است و یا در صورتی که مدت تمدید شده باشد بعد از انقضای مدت تمدید شده موسسین حداکثر تا یک ماه به تعهدات پذیر نویسان رسیدگی و پس از احراز این که تمام سرمایه شرکت صحیحاً تعهد گردیده و اقلأً ۳۵ درصد آن پرداخته شده است تعداد سهام هریک از تعهد کنندگان را تعیین و اعلام و مجمع عمومی موسس را دعوت خواهند نمود. مجمع عمومی موسس با رعایت مقررات این قانون تشکیل می شود و پس از رسیدگی و احراز پذیره نویسی کلیه سهام شرکت و تادیه مبالغ لازم و شور درباره اساسنامه شرکت و تصویب آن، اولین مدیران و بازرس یا بازرسان شرکت را انتخاب میکنند.

مدیران و بازرسان شرکت باید کتباً قبول سمت نمایند قبول سمت به خودی خود دلیل بر این است که مدیر و بازرس به تکالیف و مسئولیتهای سمت خود که عهده دار آن گردیده اند آگاهند. از این تاریخ شرکت تشکیل شده محسوب می شود هرگونه دعوت و اطلاعیه برای صاحبان سهام تا تشکیل مجمع عمومی سالانه باید در ۲ روزنامه کثیرالانتشار منتشر شود، یکی از این روزنامه به وسیله مجمع عمومی موسس و روزنامه دیگر از طرف وزارت اطلاعات و جهانگردی تعیین می شود اساس نامه ای که به تصویب مجمع عمومی موسس رسیده و ضمیمه صورتجلسه مجمع و اعلامیه قبولی مدیران و بازرسان جهت ثبت شرکت به مرجع ثبت شرکت ها تسلیم خواهد شد در صورتی که شرکت تا شش ماه از تاریخ تسلیم اظهارنامه مذکور در ماده ۶۶ این قانون به ثبت نرسیده باشد به درخواست هر یک از موسسین یا پذیر نویسان مرجع ثبت شرکت ها که اظهارنامه به آن تسلیم شده گواهینامه ای حاکی از عدم ثبت شرکت صادر و به بانکی که تعهد سهام و تادیه وجوه در آن به عمل آمده ارسال می دارد تا موسسین و پذیر نویسان به بانک مراجعه و تعهد نامه و وجوه پرداختی خود را مسترد دارند. در این صورت هر گونه هزینه ای که برای شرکت پرداخت و تعهد شده باشد به عهده موسسین خواهد بود

۲-۵-۲ افزایش سرمایه شرکتهای سهامی عام

شرکت های سهامی عام باید قبل از عرضه کردن سهام جدید برای پذیره نویسی عمومی ابتدا طرح اعلامیه پذیره نویسی سهام جدید را به مرجع ثبت شرکت ها تسلیم و رسید دریافت کنند. آخرین ترازنامه و حساب سود و زیان شرکت که به تصویب مجمع عمومی رسیده است باید ضمیمه طرح اعلامیه پذیره نویسی سهام جدید به مرجع ثبت شرکت ها تسلیم گردد و در صورتی که شرکت تا آن موقع ترازنامه و حساب سود و زیان تنظیم نکرده باشد این نکته باید در طرح اعلامیه پذیره نویسی قید شود.

مرجع ثبت شرکت ها پس از وصول طرح اعلامیه پذیره نویسی و ضامم آن و تطبیق مندرجات آن ها با مقررات قانونی اجازه انتشار اعلامیه پذیره نویسی سهام جدید را صادر خواهد نمود و اعلامیه پذیره نویسی سهام جدید باید علاوه بر روزنامه کثیرالانتشاری که آگهی های شرکت در آن نشر میگردد اقلأً در ۲ روزنامه کثیرالانتشار دیگر آگهی شود و نیز در بانکی که تعهد سهام در نزد آن به عمل می آید در معرض دید علاقمندان قرار داده شود.

در اعلامیه پذیره نویسی باید قید شود که آخرین ترازنامه و حساب سود و زیان شرکت که به تصویب مجمع عمومی رسیده است در نزد مرجع ثبت شرکت ها و در مرکز شرکت برای مراجعه علاقه مندان آماده است. خریداران ظرف مهلتی که در اعلامیه پذیره نویسی سهام جدید معین شده است و نباید از دو ماه کمتر باشد به بانک مراجعه و ورقه تعهد سهام را امضا کرده و مبلغی را که باید پرداخت شود تادیه و رسید دریافت نمایند. پس از گذشتن مهلتی که برای پذیرایی نویسی معین شده است و در صورت تمدید

بعد از انقضای مدت تمدید شده هیئت مدیره حداکثر تا یک ماه به تعهد پذیره نویسان رسیدگی کرده و تعداد سهام هر یک از تعهد کنندگان را تعیین و اعلام و مراتب را جهت ثبت و آگهی به مرجع ثبت شرکت ها اطلاع خواهد داد.

هرگاه پس از رسیدگی به اوراق پذیره نویسی، مقدار سهام خریداری شده بیش از میزان افزایش سرمایه باشد هیئت مدیره مکلف است ضمن تعیین تعداد سهام هر خریدار دستور استرداد وجه سهام اضافه خریداری شده را به بانک مربوطه بدهد هرگاه افزایش سرمایه شرکت تا ۹ ماه از تاریخ تسلیم طرح اعلامیه پذیره نویسی مذکور در ماده ۱۷۴ به مرجع ثبت شرکتها به ثبت نرسد به درخواست هر یک از پذیره نویسان سهام جدید، مرجع ثبت شرکت که طرح اعلامیه به آن تسلیم شده است گواهینامه های حاکی از عدم ثبت افزایش سرمایه شرکت صادر و بانکی که تعهد سهام و تادیه وجوه در آن به عمل آمده است ارسال می دارد تا اشخاصی که سهام جدید را پذیر نویسی کرده اند به بانک مراجعه و وجوه پرداختی خود را مسترد دارند.

در این صورت هر گونه هزینه ای که برای افزایش سرمایه شرکت پرداخت یا تعهد شده باشد به عهده شرکت قرار می گیرد. وجوهی که به حساب افزایش سرمایه تادیه می شود باید در حساب سپرده مخصوص نگهداری شود. تامین توقیف و انتقال وجوه مذکور به حساب های شرکت ممکن نیست مگر پس از به ثبت رسیدن افزایش سرمایه شرکت

۲-۵-۳- تبدیل شرکت سهامی خاص به شرکت سهامی عام:

شرکت سهامی خاص در صورتی می تواند به شرکت سهامی عام تبدیل شود که اول موضوع به تصویب مجمع عمومی فوق العاده شرکت سهامی خاص رسیده باشد ثانياً سرمایه آن حداقل به ميزانی باشد که برای شرکت های سهامی عام مقرر شده و یا شرکت سرمایه خود را به میزان مذکور افزایش دهد.

ثالثاً دو سال تمام از تاریخ تاسیس و ثبت شرکت گذشته و دو ترازنامه آن به تصویب مجمع عمومی صاحبان سهام رسیده باشد. رابعاً اساسنامه آن با رعایت مقررات این قانون در مورد شرکت های سهامی عام تنظیم یا اصلاح شده باشد. شرکت سهامی خاص باید ظرف یک ماه از تاریخی که مجمع عمومی فوق العاده صاحبان سهام تبدیل شرکت را تصویب کرده است صورتجلسه مجمع عمومی فوق العاده را به ضمیمه مدارک لازم به مرجع ثبت شرکت ها تسلیم کند.

در آگهی تبدیل شرکت باید کلیه مندرجات اعلامیه تبدیل شرکت ذکر گردد و قید شود که اساسنامه شرکت و دو ترازنامه و حساب سود و زیان آن مربوط به دو سال قبل از اتخاذ تصمیم نسبت به تبدیل شرکت و همچنین صورت دارایی شرکت و اموال منقول و غیر منقول آن در مرجع ثبت شرکت ها و در مرکز شرکت برای مراجعه علاقه مندان آماده می باشد. آگهی تبدیل شرکت باید علاوه بر روزنامه کثیرالانتشاری که آگهی های شرکت در آن درج میگردد اقلاً در یک روزنامه کثیرالانتشار دیگر نیز آگهی گردد

۲-۵-۴- تبدیل شرکت سهامی خاص به عام از طریق افزایش سرمایه

مرجع ثبت شرکت ها در این مورد پس از وصول تقاضا و مدارک مربوط به تبدیل شرکت سهامی خاص به شرکت سهامی عام و تطبیق آنها با مقررات قانونی در صورتی که شرکت بتواند با افزایش سرمایه از طریق پذیره نویسی عمومی به شرکت سهامی عام

تبدیل شود اجازه انتشار اعلامیه سهام را صادر خواهد نمود. در اعلامیه پذیره نویسی باید شماره و تاریخ اجازه نامه مزبور قید گردد. در صورتی که سهام جدیدی که به ترتیب مذکور در ماده قبل عرضه شده است تمام تادیه نشود شرکت نمی تواند به شرکت سهامی عام تبدیل گردد.

شرکتهای سهامی موجود در تاریخ تصویب این قانون که بخواهند از طریق افزایش سرمایه شرکت سهامی عام تبدیل شوند باید سهام جدید خود را که در نتیجه افزایش سرمایه به وجود می آید با رعایت مقررات این قانون برای پذیره نویسی عمومی عرضه نمایند. در صورتی که سهام جدیدی که به ترتیب مذکور عرضه شده است تمام تعهد نشود و مبلغی که باید بر طبق مقررات این قانون تادیه گردد تادیه نشود شرکت نمی تواند به شرکت سهامی عام تبدیل گردد.

۲-۶-۲- ناشر (ناشر اوراق)

طبق تعریف، ناشر اوراق بهادار شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می کند.^{۱۰} به عنوان مثال، منظور از ناشر هر سهم، خود شرکت است و ناشر اوراق خزانه دولتی، وزارت امور اقتصادی و دارایی است. مهمترین نکته ای که از این تعریف بر می آید شخص حقوقی بودن ناشر است. این مهم در ماده یک از قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذر ۱۳۸۴ مشهود است. مصرف کننده ها، بنگاه های تولیدی و تجاری و دولت ها اغلب منابع مالی در دسترس برای رسیدن به اهداف، پرداخت بدهی یا معاملات دیگر را ندارند و باید از طرق مختلف، پولی را که آنها برای خود نیاز دارند به دست آورند. به فرایندی که عاملان اقتصادی این میزان منابع مالی را به دست می آورند تامین مالی می گویند.^{۱۱} تامین مالی در بازارهای سرمایه، تامین بلندمدت وجه نقد از طریق انتشار اوراق بهادار در یک بازار دارای مقررات میباشد.^{۱۲} اوراق بهاداریک ابزار قابل معاوضه و قابل تبدیل به پول نقد است. که نشان دهنده ارزش مالی می باشد. اوراق بهادار می تواند به صورت بدهی ((اوراق قرضه یا اسناد خزانه)) به صورت سرمایه ((سهام عادی)) و یا ترکیبی (اوراق بهادار با مشخصه ای شبیه به بدهی و سهام همانند سهام ممتاز یا قابل تبدیل) باشد.

خاستگاه اصلی تامین مالی در کشور از طریق بازار سرمایه بورس و اوراق بهادار و بازار اولیه خواهد بود. در بازار اولیه دو گروه اصلی قرار دارند گروه اول ناشران اوراق بهادار هستند و دسته دوم سرمایه گذاران در این اوراق بهادار هستند. باید توجه داشت مفهوم اوراق بهادار و ابزار مالی در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران معادل هم در نظر گرفته شده است و اوراق بهادار هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد.

انتشار اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار عبارت است از صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی و عرضه عمومی طبق تعریف آن در قانون عرضه اوراق بهادار منتشر به عموم جهت فروش است بنابراین عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه دو نوع است نوع اول عرضه عمومی اوراق بهادار است که به آن انتشار اوراق بهادار گفته می شود و به عموم سرمایه گذاران و خریداران عرضه می گردد نوع دوم عرضه خصوصی است که عبارت است از فروش مستقیم و اوراق بهادار اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه گذاران نهادی است.

^{۱۰} بند ۱۲ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

^{۱۱} هافمن، ۱۹۵۷، ص ۶۵-۶۶

^{۱۲} مرتون، ۱۹۹۵

۲-۶-۱- نقش ناشر.

شرکت متقاضی پیشنهاد دهنده مشارکت عموم در اجرای طرح سرمایه گذاری است. برای تحقق انتشار اوراق، شرکت باید تقاضای مجوز خاص کند. شرکت ناشر وقتی می تواند مبادرت به انتشار اوراق کند که در بورس پذیرفته شده باشد^{۱۳}. تبصره ۱: ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مقرر کرده است که ناشر باید درخواست مجوز انتشار را به بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تقدیم کند.

درخواست باید متضمن توجیهات کامل اقتصادی، فنی و مالی باشد، همراه با تنضمین ناشر به بانک عامل و تأیید گزارش توجیهی توسط عامل ((ماده ۵ آیین نامه اجرایی قانون نحوه اوراق مشارکت)). ماده ۲۶ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، پیش بینی کرده است که: «از تاریخ لازم الاجرا شدن این قانون، وظایف و اختیارات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران موضوع ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، به سازمان (بورس و اوراق بهادار) واگذار می شود». بدین ترتیب صدور مجوز انتشار اوراق مشارکت، از این پس با سازمان بورس و اوراق بهادار است که با همان شرایط منعکس در ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت در اعطای مجوز اقدام می نماید.

ناشر مؤلف است، به منظور بررسی طرح از سوی سازمان بورس حداقل گزارشهای حسابرسی سه دوره مالی پیش از انتشار اوراق را به سازمان بورس ارائه کند (ماده ۲۹ آیین نامه اجرایی قانون). در صورتی که ناشر شرکت دولتی باشد، قبل از ارائه درخواست به سازمان بورس، انتشار باید به تصویب مجمع عمومی یا شورای عالی شرکتهای مربوطه برسد (تبصره ۱ از ماده ۴ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت) همین تکلیف را در شرکتهای دیگر به موجب آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت دارند (ماده ۲۸). تاریخ، شرایط و مراحل انتشار و عرضه اوراق مشارکت نیز باید در درخواست ناشر پیشنهاد شود (ماده ۹ آیین نامه اجرایی قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت).

صرف نظر از نقش ناشر در بازار اولیه وظایفی برای ناشر به موجب دستور العمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس ارائه گردیده است که کلیه ناشران مکلف به انجام آن هستند.

۲-۶-۲- وظایف ناشر:

همانطور که بدوا بیان شد شرح وظایف ناشر در دستورالعمل انضباطی مذکور معین شده است. بر اساس این دستور العمل وظایف ناشر در چند بخش مورد تاکید قرار گرفته است. بخش اول به وظایف ناشر در خصوص ارسال اطلاعات و رعایت حقوق سهامداران پرداخته است. در بخش دوم وظایف ناشر در خصوص برگزاری مجامع عمومی اشاره شده است و در بخش نهایی نیز ضمانت اجراهای تخطی از موارد فوق بیان شده است که در ادامه به این وظایف به صورت مبسوط خواهیم پرداخت. لازم به ذکر است وظایف اشاره شده نافی وظایف قانونی، شرعی و عرفی ناشر در این مهم نبوده است و مسئولیتهای مختلف قانونی در این راستا قابل اشاره و بررسی است که این امر نیز مغفول نخواهد ماند.

۲-۶-۳- مفهوم انتشار

¹³ ماده ۱ آیین نامه ماده ۱۷ قانون تنظیم بخشی از مقررات تسهیل نوسازی صنایع کشور.

مقصود از انتشار مطابق بند ۲۵ ماده ۱ قانون بازار صدور اوراق بهادار برای عرضه عمومی است بنابراین در هر جا که اوراق بهادار به عموم عرضه گردد انتشار تحقق یافته است عرضه عمومی را باید از عرضه خصوصی و عرضه محدود جدا کرد منظور از عرضه خصوصی مطابق بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار ((فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه گذاران نهادی^{۱۴} است)) عرضه محدود نیز مطابق ضوابط نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر فرآیند تاسیس و افزایش سرمایه شرکتهای سهامی عام مصوب ۱۳۸۶ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار به معنای عرضه سهام جدید به سهامداران فعلی ناشی از افزایش سرمایه شرکتهای سهامی عام و با رعایت ماده ۱۵۸ لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت بدون سلب حق تقدم می باشد. منظور از عرضه عمومی^{۱۵} مطابق بند ۲۶ ماده ۱ قانون بازار: عرضه اوراق بهادار منتشرشده به عموم جهت فروش است. مطابق ماده ۲ ضوابط یاد شده عرضه سهام جدید در یکی از موارد زیر عرضه عمومی محسوب می گردد

عرضه سهام شرکتهای سهامی عام در شرف تاسیس، عرضه سهام ناشی از افزایش سرمایه شرکت سهامی عام با سلب حق تقدم سهامداران فعلی، عرضه سهام پذیره نویسی نشده در مهلت استفاده از حق تقدم در افزایش سرمایه شرکتهای سهامی عام، انتشار و عرضه اوراق بهادار محدود به شرکتهای سهامی عام نیست در واقع انتشار سایر انواع اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت و دیگر انواع صکوک منحصر به شرکتهای سهامی عام نیست و سایر شرکت ها نیز می توانند در چارچوب قوانین و مقررات از جمله قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت و مصوبات سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام به انتشار اوراق بهادار نماید بنابراین بند الف ماده ۹۹ قانون برنامه پنجساله کلیه ناشران اوراق بهادار اعم از شرکتهای سهامی عام و غیر آن را که مطابق مقررات می تواند اقدام به انتشار اوراق بهادار نمایند در بر می گیرد و تمامی ایشان مکلف به ثبت اوراق بهادارپیش از سازمان می باشد

۲-۶-۴- اقدامات ناشر در انتشار اوراق:

نخستین گامی که ناشر اوراق بهادار برای این امر باید بردارد سازماندهی انتشار جدید اوراق بهادار است. سازماندهی انتشار جدید اوراق بهادار نیازمند بررسی قابلیت و چشم انداز پروژه های جدید است. یکی از عناصر مهم این سازماندهی دانش کافی درخصوص ساختار مالی است که شامل الزامات و در دسترس بودن حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی به سهام، اوراق کوتاه مدت و نسبت نقدینگی است که همه این موارد باید در خصوص انتشارات جدید اوراق بهادار به دقت مورد بررسی قرار گیرند. سازماندهی انتشارات جدید اوراق بهادار به تحقیق و تجزیه تحلیل پیشنهادهای جدید برای انتشار اشاره دارد در این راستا شرکتهای تخصصی وجود دارند که این وظایف را انجام می دهند و به عنوان حامیان انتشار عمل می کنند. این شرکتها در واقع پس از بررسی های لازم با استفاده از نام خود پشتهوانه انتشار اوراق بهادار را تضمین می کنند. این تحقیقات مقدماتی نیازمند مطالعه دقیق جنبه های فنی، اقتصادی مالی و قانونی شرکتهای صادره کننده اوراق است. و پس از تایید این موارد آن شرکت برای انتشار سهام در بورس صلاحیت کسب می کند.

گام دوم در این راستا تضمین اوراق بهادار است. به این معنی که خرید مقدار مشخصی از سهام منتشر شده جدید با یک قیمت ثابت تضمین می شود. تضمین کنندگان نقش بسزایی برای موفقیت در انتشار اوراق بهادار ایفا می کنند. آنها فروش اوراق بهادار

^{۱۴} مصوبه مربوط به سرمایه گذار نهادی مصوب ۱۳۸۶ هیئتمدیره سازمان بورس.

^{۱۵} PUBLIC OFFERING

منتشر شده را در صورتی که مورد قبول عموم واقع نشوند تضمین می کنند. به همین دلیل ریسک شرایط عدم اطمینان را از بین می برند. خدمات تضمین هم برای شرکت و هم برای عموم حائز اهمیت است. شرکتها دریافت پولشان را تضمین می کنند و سرمایه گذاران نیز از استرس دور می شوند.

توزیع اوراق بهادار جدید سومین گام در این میدان است. فروش اوراق بهادار به سرمایه گذارنهایی با عنوان توزیع شناخته می شود این یک کار تخصصی است که توسط کارگزاران و معامله کنندگان اوراق بهادار اجرا می شود و آنها ارتباطی منظم و مستقیم را با سرمایه گذاران برقرار خواهند کرد. در واقع سهام برای اولین بار در معرض عموم قرار می گیرد.

تعریف عرضه کنندگان اوراق بهادار بورس ای عرضه کنندگان اوراق بهادار عبارتند از اشخاص حقوقی عمومی یا حقوق خصوصی که اوراق بهادار آنها به استانداردهای قانونی مربوط به پذیرش و عرضه اوراق بهادار بورس را داشته است معیار تشخیص بررسی بودن عرضه کنندگان اوراق بهادار و رعایت کامل مقررات بورسی آیین نامه ها و ضوابط پذیرش اشخاص حقوقی در بورس اوراق بهادار است رعایت کامل مقررات بورسی آیین نامه ها و ضوابط پذیرش اشخاص حقوقی در بورس اوراق بهادار است از جمله این مقررات داشتن تابعیت ایرانی در ایران ثبت شدن سهامی عام بودن سهام عادی داشتن با نام بودن سهام حق رای داشتن سهام پرداخت پر شدن ۱۰۰ درصدی بهای اسمی گذشتن از تاریخ بهره برداری داشتن سرمایه دست کم ده میلیارد ریال است

۲-۷- سازمان بورس:

۲-۷-۱- نگاهی به بورس اوراق بهادار و وظایف قانونی آن :

بورس اوراق بهادار برابر بند ۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ((بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله گران طبق مقررات این قانون، مورد داد و ستد قرار می گیرد)) نکته ای که در این تعریف مبهم بوده و نیاز به بررسی داشته و لازمه شناسایی بازار است خود انتظام بودن در این تعریف است. می توان گفت خود انتظامی روشی برای نظام مند ساختن امور مربوط به یک حرفه، صنعت، تجارت و غیره به شمار می رود در این شیوه که دست اندرکاران مجموعه واحد فعالیت می کنند دور هم جمع شده با توافق یکدیگر به ایجاد مقررات و قواعدی که مبنای رفتار آنها است اقدام می کنند. (پریست، ۱۹۹۸). خود انتظامی در مفهوم اخص، در فعالیت های اقتصادی به ویژه بازار سرمایه مطرح است و موید ما برای این گفته، بررسی تفصیلی مفهوم این لغت در فرهنگ لغت های عمومی (مایور ۲۰۰۹، کاستلو ۲۰۰۱) و تخصصی (بلک ۲۰۰۳، گارنر ۲۰۱۰) است که متاثر از مصادیق بسیار آن در بازار سرمایه هستند.

خود انتظامی همچنین شیوه ای کارآمد برای اعمال کنترل است که از طریق تفویض طیفی از اختیارات در جریان مقررات گذاری صورت میگیرد و قلمروی اصلی آن در هر جایی است که اعمال کنترل از درون برای منافع گروهی خاص و در سطح کلان جامعه مطلوب تر باشد. از همین رو میبینیم که از این شیوه افزون بر بازار سرمایه در کانون وکلای دادگستری، کانون کارشناسان رسمی، کانون مهندسان و انجمن ها و گروه هایی از این دست نیز به فراخور خود استفاده شده است.

همانگونه که فوقا بیان شد قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذر ماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی در بند ۲ ماده ۱ در تعریف بورس اوراق بهادار، آن را بازاری متشکل و خود انتظام می داند که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و معامله

گران طبق مقررات این قانون مورد دادوستد قرار می‌گیرد. سپس قبل از تعریف تشکل خود انتظام در بند ۵ ماده ۱ همین قانون ابتدا به ذکر مصادیق از این مفهوم می‌پردازد و در ادامه یعنی بند ۶ ماده یک به طور صریح تشکل خود انتظام را معرفی می‌کند. همینطور ماده ۳ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶ هیئت وزیران در رابطه با تشکل خود انتظام این گونه بیان داشته است که ((بورس‌ها، کانون‌ها، بازارهای خارج از بورس و شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه تشکل خود انتظام محسوب می‌شوند مصادیق سایر تشکل‌های خود انتظام توسط شورا تعیین می‌شود))

درباره تعریف ارائه شده از اصطلاح خود انتظامی حتی نسبت به جعل این اصطلاح که ترجمان واژه ((self-regulation)) است گفته شده است که این جعل اصطلاح و متعاقب آن تعریف ارائه شده از سوی قانونگذار ایران به خوبی تبیین کننده ابعاد این اصطلاح نوظهور نیست و اینکه با کلیت نظام حقوقی ایران نامانوس است. (باقری، ۱۳۹۰)

در آمریکا بعد از بحران بزرگ^{۱۶} سال ۱۹۲۹ قوانین فدرال حاکم بر سر بازار سرمایه و نهادهای مالی تصویب شدند. چهار قانون فدرال اصلی حاکم بر بازار سرمایه آمریکا یعنی قوانین اوراق بهادار^{۱۷} ۱۹۳۳، قانون بازار اوراق بهادار^{۱۸} ۱۹۳۴، قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ و قانون مشاوران سرمایه‌گذاری ۱۹۴۰ شرایط نظارت بر بازار ثانویه اوراق بهادار و نهادهای مالی بازار اوراق را مورد حکم قرار دادند. کمیسیون اوراق بهادار و بازار (SEC) که به موجب قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ تاسیس شده است، اعمال قوانین فدرال حاکم بر بازار سرمایه را بر عهده دارد.

در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ قانونگذار آمریکا تشکل خود انتظام را در بخش سوم این قانون بدین صورت معرفی می‌کند ((اصطلاح سازمان خود انتظام به معنای هر نوع بازار ملی اوراق بهادار، انجمن به ثبت رسیده اوراق بهادار یا نهاد ثبت شده مبادله اوراق بهادار است یا هر نهادی است که صرفاً برای اهداف در نظر گرفته شده این قانون مانند هیئت دولتی برنامه‌ریزی قانونی اوراق بهادار شکل گرفته باشد)) از این رو می‌بینیم که قانون آمریکا بیشتر به ذکر مصادیق پرداخته و درباره مفهوم این اصطلاح تعریفی ارائه نداده است و البته در همین قانون در بخش چهارم کمیسیون اوراق بهادار و بازار را معرفی می‌کند و آن را یک مرجع دولتی فدرال ناظر بر فعالیت‌های نهادها می‌داند

به موجب ماده ۲ آن نیز شورا (شورای عالی بورس) و سازمان (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 به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل می‌شوند که جملگی به عنوان نهادهای ناظر و البته برنامه ریز در سطح کلان می‌باشند

¹⁶ The GRATE DEPRESSIO

¹⁷ Securities Act of 1933

¹⁸ Exchange Act 1934

۲-۷-۲- شورای عالی بورس :

شورای عالی بورس به موجب ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار، بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاستهای کلان آن بازار را بر عهده دارد. این شورا در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف سامان‌دهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون با ترکیب، وظایف و اختیارات مقرر در آن قانون تشکیل شده است و مسئولیت نظارت بر فعالیت و رسیدگی به شکایت از سازمان بورس و اوراق بهادار را در کنار سایر وظایف قانونی مقرر بر عهده دارد.

۲-۷-۳- جایگاه حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار :

سازمان بورس و اوراق بهادار برابر ماده ۵ قانون بازار اوراق بهادار، مؤسسه عمومی غیر دولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل می باشد و وظیفه نظارت بر حسن اجرای این قانون و مقررات مربوط، اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار، اتخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدامات لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار، بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، از زمره مهمترین وظایف آن مرکز طبق ماده مزبور می باشد.

۲-۷-۴- چشم‌انداز، مأموریت و نقشه استراتژی سازمان بورس و اوراق بهادار :

" سازمانی پویا، چابک و اثربخش در راهبری و سیاست‌گذاری بازار سرمایه با هدف دستیابی به بازاری منصفانه، کارا، منظم و پویا و بهره‌مند از ابزارها، نهادها و بازارهای مالی پیشرفته " بعنوان " چشم انداز " - " حفظ، تقویت و توسعه بازار سرمایه با ثبات، شفاف، منصفانه و کارآ از طریق نظارت بر حسن اجرای قوانین و مقررات مرتبط، کنترل و مدیریت ریسک فراگیر، انجام پژوهش‌های توسعه‌ای و کاربردی، ایجاد زیرساخت‌های مقرراتی و فناوری اطلاعات، ارتقای جایگاه بین‌المللی، توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری و ارتقای سواد مالی " بعنوان " مأموریت " و نیز " ساماندهی، حفظ و تقویت و توسعه بازار سرمایه " بعنوان " نقشه استراتژی " سازمان بورس و اوراق بهادار در سایت رسمی آن سازمان (<https://www.seo.ir/>) اعلام شده است.

مسئولیت قانونی شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار :

حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارآمد اوراق بهادار و نظارت بر حسن اجرای این قانون، اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار و نیز اتخاذ تدابیر ضروری و انجام اقدامات لازم به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار، از جمله وظایف اساسی و قانونی سازمان بورس و اوراق بهادار طبق قانون بازار اوراق بهادار به مانند وظایف مقرر در قانون مزبور نسبت به شورای عالی بورس بر شمرده شده است.

۲-۷-۵- مروری بر بورس فرانسه وامریکا

۱: بورس فرانسه:

بازار بورس و اوراق بهادار پاریس که معامله گران سنتی اصطلاحاً آنرا بورس de paris می نامند بزرگترین بازار مالی کشور فرانسه است که سابقه تاسیس این بازار به سال ۱۵۴۰ یعنی زمان شکل گیری بورس لیون باز میگردد. تاسیس بازار بورس جدید (د پاریس) در اوایل قرن نوزدهم زمینه ساز آغاز عصر مدرن در بازارهای مالی این کشور بود.

بورس قدیمی پاریس یک بازار انحصاری و محدود بود هرچند برخی از ظواهر بازار قدیم در دوره جدید نیز همچنان به چشم می آمدند. اما بورس د پاریس جدید به یک محل عمومی برای خرید و فروش اوراق بهادار تبدیل شد. حدوداً دو قرن بعد نیز موجی از تغییرات ساختاری جدید و عمیق در این بازار آغاز شد. در دهه ۱۹۸۰ میلادی بورس فرانسه به منظور همگام شدن با بازارهای مالی بزرگ جهان و اروپا علی الخصوص بورس لندن سیستم معاملات الکترونیکی را راه اندازی نمود و از سال ۱۹۹۸ به یک بازار تمام الکترونیک تبدیل شد. نهایتاً بورس فرانسه در سال ۲۰۰۰ به منظور تشکیل اولین بورس یک پارچه اروپایی با بورسهای بروکسل و آمستردام ادغام شد که امروز بنام (euronextn) شناخته می شود

از همان نخستین سالهای معاملات سهام که در اواخر قرن هفدهم میلادی آغاز شد و هنوز تالارهای بورس برای این معاملات پدید نیامده بودند ضرورت به نظم در آوردن این معاملات تحت یک رژیم حقوقی حس گردید. یکی از دلایل این ضرورت برخورد با رفتارهای متقلبانه ای بود که می توانست به امنیت سرمایه سهامداران لطمه وارد سازد. اولین قانون در زمینه بورس همانی است که در سال ۱۶۹۷ در فرانسه به تصویب رسید تا از انجام معاملات توسط کارگزارانی که دست به معاملات متقلبانه زده بودند یا در معاملات اعضای داخلی شرکتها که اطلاعات نهانی داشتند شرکت کرده بودند جلوگیری شود. به موجب آن قانون از آن پس تنها کارگزارانی مجاز به انجام معاملات بودند که پروانه اخذ کنند و سوگند یاد کنند که مطابق موازین قانونی رفتار خواهند کرد.

۲: بورس آمریکا:

در سال ۱۹۳۳ پس از آنکه فرانکلین روزولت به ریاست جمهوری رسید (Franklin Delano Roosevelt) کنگره آمریکا در مقابله با بحران اقتصادی و برای جبران نقص قوانین و مقررات بازار اوراق بهادار قوانین جدیدی را وضع نمود. این دو قانون در سالهای ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ به ترتیب تحت عناوین قانون اوراق بهادار و قانون بازار اوراق بهادار به تصویب رسیدند و تاحال حاضر همچنان معتبر و مورد اجرا هستند. هدف این دو قانون بازگرداندن اعتماد به سرمایه گزاران بود تا سرمایه های خود را به بورس و در خدمت اقتصاد کشور بازگردانند. بسیاری از این مواد قانونی مصوب ۱۹۳۳ حول این محور مهم می گردد. که تمامی حقایق راجع به فعالیت شرکتی که سهام آنها در بورس عرضه می گردد باید منتشر شده باشد. مخاطرات احتمالی که منافع شرکت و سهامداران را تهدید می کنند به طور شفاف و کامل و به طور مکرر باید به اطلاع عموم رسیده باشد و از تقلبهای ممکن در این زمینه باید پیشگیری گردد. به موجب این قانون کلیه کارگزاران و دست اندرکاران بورس مکلفند منافع سرمایه گزاران را بالاتر از هر چیز دیگری با رعایت انصاف و صداقت کامل مورد توجه قرار داده و تامین نمایند. قانون مصوب ۱۹۳۴ همین امور را تکمیل کرد و نهاد جدیدی را تحت عنوان کمیسیون اوراق بهادار و معاملات تاسیس نمود و به خزانه داری فدرال نیز اختیاراتی برای تنظیم مقررات اعطای اعتماد به سرمایه گزاران واگذار کرد. با تصویب این قوانین و مقررات بعدی به تدریج نظم حاکم بر بازار اوراق بهادار

توسعه و قوت بیشتری یافت. بنا بر تفحص انجام شده، مهم‌ترین ادبیات قانونی رژیم حقوقی حاکم بر بازارهای مالی این کشور از این قرار است :

-قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰، که فعالیت شرکت‌ها و مشاوران سرمایه‌گذاری را منوط به ثبت در کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) و رعایت مقررات آن دانست .

-قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۶۴ مقررات جدیدی را وضع نمود .

-قانون مجازات معاملات افراد داخلی مصوب ۱۹۸۴ مجازات افرادی را که با در اختیار داشتن اطلاعات نهانی شرکت‌ها به معامله سهام آنها مبادرت می‌ورزند تشدید نمود .

-قانون جبران خسارت اوراق بهادار و قانون اصلاح سهام ارزان مصوب ۱۹۹۰ دامنه رفتارهایی که تقلب یا حتی جرم قابل مجازات تلقی شدند را وسعت بخشید و اختیارات کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) را برای تحمیل ضمانت‌های مدنی نیز افزایش داد .

-علاوه بر اینها قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب سال ۲۰۰۰، قانون معروف به ساربن-اکسلی که در پی رسوایی پرونده شرکت Enron و تحت فشار افکار عمومی به تصویب کنگره رسید، و موادی از قانون شرکت‌ها مصوب ۲۰۰۶ نیز مهم‌ترین تغییرات یک دهه اخیر را تشکیل می‌دهند .

-افزون بر این قوانین، مجموعه آیین‌نامه‌ها و ضوابط مفصل مصوب SEC نیز اهمیت بسیاری دارند. آرای صادره محاکم و آرای صادره SEC در پرونده‌ها و دعاوی طرح شده در این سال‌ها نیز نقش خود را در نظام «کامن‌لا»ی حقوقی آمریکا و توسعه رژیم حاکم بر اوراق بهادار ایفا می‌کنند .

در این قوانین، قانون‌گذار مقررات خود را با ضمانت‌های انضباطی، مدنی و یا کیفری تضمین کرده است که راجع به آنها بیشتر توضیح خواهیم داد. علاوه بر دادگاه‌ها، SEC نیز اختیار دارد برای جبران خسارت زیان‌دیدگان نسبت به تحمیل ضمانت‌های مدنی حکم صادر نماید. همچنین واکنش‌های اداری و انضباطی نظیر لغو موقت یا دائم پروانه فعالیت یا محدودسازی آن نیز مورد استفاده وسیع SEC قرار داشته است. با این همه، قانون‌گذار ناگزیر از توسل به تضمین‌های کیفری بابت تضمین حسن رفتار بازیگران این صنعت بوده است. به رغم آنکه در طول تمامی سال‌های چند دهه اخیر که جرم‌زدایی در سیاست جنایی این کشور مورد توجه قانون‌گذار بوده است، با این حال ضرورت ایجاب کرده است که در این صنعت رفتارهای متعددی به عنوان جرم، هدف مبارزه کیفری قرار گیرند .

طی سالیان گذشته گاهی وقوع برخی از جرائم در زمینه اوراق بهادار در سطح جامعه مورد توجه فراگیر مردم قرار گرفته به موضوع روز مطبوعات و رسانه‌های این کشور بدل شده است. برخی از این جرائم ارتكابی به عنوان تهدیدی برای امنیت اقتصادی کشور تلقی شده‌اند و آثار وسیعی یافته‌اند. پرونده و محاکمات شرکت‌های Tyco، WorldCom و Imclone از جمله مواردی بودند که موجب جلب توجه افکار عمومی آمریکاییان به این جرایم در طی این سال‌ها شدند. اما ماجرای رسوایی شرکت Enron پرونده شگفت‌آوری بود که نه تنها جامعه آمریکا بلکه همه فعالان بازار سرمایه در جهان را بهت زده کرد .

یکی دیگر از پرونده‌های عجیب این سال‌ها به اقدامات یک نوجوان پانزده ساله مربوط می‌شد که توانسته بود با استفاده از اینترنت و از طریق تبلیغات متقلبانه مبلغ دویست و هشتاد و پنج هزار (۲۸۵۰۰۰) دلار سود به دست آورد این جرم هر چند از نظر میزان مال کسب شده به نظر بزرگ نمی‌رسد؛ اما نشان از یک تحول داشت که مورد توجه جرم‌شناسان قرار گرفت. وقوع این جرائم که قربانیان آن سهامداران و سرمایه‌گذاران خرد و کلان از همه اقشار بودند، حس ناامنی و جنجال‌هایی را در این سال‌ها برانگیخت و فشار افکار عمومی خود موجبات برخوردهای شدیدتر بعدی قانون‌گذار را با «تقلب در اوراق بهادار» فراهم آورد. برای فهم نحوه عمل و شیوه‌های تقلب لازم است ساختار بازار اوراق بهادار در آمریکا و فعالان نقش‌آفرین در این بازار را ولو به اختصار بشناسیم.

۲-۷-۶- کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) و سایر نهادهای نظارتی

نگاهی کوتاه به مهمترین نهاد ناظر در بازار بورس آمریکا این نکته را یادآور می‌کند که قوانین به چه میزان حامی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار این کشور است .. یکی از دستاوردهای قانون مصوب ۱۹۳۴ تشکیل کمیسیونی بود به نام «کمیسیون اوراق بهادار و معاملات» که نقش نظارتی بر بازار و معاملات آن دارد و می‌تواند مقررات لازم از جمله مقررات انضباطی را متناسب با توسعه بازار وضع و اعمال نماید و در موارد تخلف از مقررات، می‌تواند از تدابیر مدنی و تنبیهات اداری استفاده کرده و حکم صادر نماید. با این حال اگرچه کمیسیون مسوول اصلی اجرای قانون اوراق بهادار در سطح فدرال است ولی نمی‌تواند رأس نسبت به محاکمه و تحمیل مجازات کیفری اقدام کند و مواردی را که از نوع اقدامات مجرمانه تشخیص دهد باید به دادگاه ارجاع نماید.

این ارجاع به دو صورت رسمی و غیر رسمی می‌تواند صورت گیرد. در موارد رسمی کمیسیون پرونده‌ای را با گزارش تحقیقات و به طور مفصل برای دادگاه می‌فرستد و در موارد غیر رسمی تنها به گزارش اطلاعات خود از احتمال وقوع جرم اکتفا می‌کند و مابقی تحقیقات را به دادگاه می‌سپارد. ارجاع پرونده به دادگاه می‌تواند همزمان با رسیدگی کمیسیون صورت گیرد تا به موازات کمیسیون، دادگاه نیز جنبه کیفری را مورد رسیدگی قرار دهد. هر چند در عمل در موارد زیادی کمیسیون بعد از ارجاع امر به دادگاه، ادامه رسیدگی و صدور حکم خود را تا پایان محاکمه کیفری به تعویق انداخته است تا از نتایج آن در رسیدگی‌های خود بهره جوید.

یکی از تفاوت‌های مهم شیوه رسیدگی به تخلفات در کمیسیون با دادگاه در آن است که کمیسیون نمی‌تواند متهم را به صورت کیفری احضار نماید، بلکه احضاریه او جنبه اداری دارد. تفاوت مهم دیگر به لحاظ تحصیل دلیل است. کمیسیون امکان تحصیل دلیل جز از طریق تشکیل جلسات و رسیدگی به مدارکی که در اختیار دارد یا از متهم دریافت می‌کند ندارد در حالی که دادگاه می‌تواند از روش‌های مختلف حتی تفتیش اماکن و دفاتر و الزام شهود به حضور در تحقیقات استفاده کند. به همین دلیل است که کمیسیون در مواردی که تحقیقات خود را کامل نیافته است منتظر شده است تا شاید رسیدگی کیفری دادگاه به تحقیقات او کمک نماید. پس از ارجاع پرونده توسط کمیسیون، این دادستان است که تشخیص می‌دهد که آیا رسیدگی کیفری ضرورت دارد یا نه.

با این حال اختیارات کمیسیون برای ارجاع پرونده‌ها به دستگاه قضایی مانع از اختیارات دادستان کل برای آنکه رأس به کشف و تحقیق جرایم اوراق بهادار و ارجاع آنها به دادگاه بپردازد نیست و دادستان می‌تواند بدون ارجاع کمیسیون هم به جرایم رسیدگی نماید. از زمان تاسیس این کمیسیون تاکنون با افزایش حجم معاملات و تعداد افراد سرمایه‌گذار در بازار، نقش موثر این کمیسیون نیز اهمیت روزافزون داشته است.

در کنار این کمیسیون نهادهای دیگری نیز تدریجا تاسیس گردیده‌اند که می‌توان گفت دولتی نیستند و مردم‌نهاد می‌باشند و به اصطلاح یک اتحادیه یا سازمان خودنظم هستند این سازمان‌ها به دست و اراده عوامل بازار برای برقراری نظم بیشتر بین خودشان تاسیس شده‌اند و مقررات تکمیلی اضافه بر قوانین را که برای نظم بخشیدن به کار خود نیاز بدانند وضع می‌کنند و اعضای آن، خود را موظف به اجرای آنها می‌دانند. امروزه سابقه بخشی از آنچه را که در قالب قانون یا مقررات به تصویب مراجع دولتی رسیده است، می‌توان در زمره مقرراتی یافت که قبلا توسط این سازمان‌های خودجوش تصویب گردیده بود. از مهم‌ترین سازمان‌های خودنظم می‌توان از کمیسیون معاملات کالا یا قراردادهای آتی، انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار و انجمن مدیران اوراق بهادار آمریکای شمالی نام برد.

دستاورد مهم دیگر در قوانین مصوب بعدی آن بود که پلیس فدرال (FBI) هم در کشف و شناسایی جرائم اوراق بهادار مأموریت یافت که مداخله کند. این امر به وضوح نشان از توجه جدی قانون‌گذار آمریکایی به اهمیت مبارزه با این تقلبات و جرائم و نگرانی از وسعت آنها دارد.

۲-۸- اقسام سرمایه‌گذار بورس اوراق بهادار با نگاه تطبیقی:

سرمایه‌گذار به دو دسته سرمایه‌گذار خرد (retail investor) یا غیر حرفه‌ای و سرمایه‌گذار نهادی (institutional investor) تقسیم می‌شود (Arnett et al.2011;7) که به شرحی که خواهد آمد سرمایه‌گذاران دسته اول مصرف‌کننده محسوب می‌شوند. (black.2006;22)

سرمایه‌گذار خرد که دارای موقعیت نامتوازنی نسبت به سرمایه‌گذار نهادی بوده و قدرت چانه‌زنی و اقتصادی کمتری دارد. این دسته بندی در حقوق ایران و خصوصا در قوانین مرتبط با بورس به نحو واضحی مشهود نیست. شاید تنها در دستور العملی که در این رابطه از سوی سازمان بورس ارائه شده به این دسته بندی اشاره شده که در آینده این دستور العمل را بررسی خواهیم کرد لیکن در دو کشور آمریکا و انگلستان این دسته بندی به صراحت در قوانین مرتبط با بورس دیده شده است. بند ۲ ماده ۹۱۳ قانون اصلاح وال استریت و حمایت از مصرف‌کننده موسوم به قانون داد فرانک آمریکا (Dodd-frank wall street reform and consumer protection act) مصوب ۲۰۱۰ مخالف قسمت اول تعریف فوق بوده و آنرا مختص شخص حقیقی دانسته اما در ادامه هدف استفاده شخصی را مورد تصریح قرار داده که مشابه آنچه که ارائه نموده ایم می‌باشد.

موضوع اخیر نیاز به اندکی توضیح دارد. هدف مزبور به این معنی است که برای تلقی سرمایه‌گذار به عنوان مصرف‌کننده در بورس نباید خرید و فروش اوراق بهادار شغل اصلی و مستمر او بوده بکله باید مکمل شغل اصلی و پاره وقت او باشد. مانند معلمی که شغل اصلی او تدریس بوده و به عبارتی امرار معاش او از این طریق می‌باشد ولی در کنار این شغل گاهی اوقات در بورس نیز مشغول سرمایه‌گذاری و خرید و فروش اوراق بهادار می‌شود تا مکمل شغل اصلی وی یعنی معلمی باشد. یا وکیلی که وکالت شغل اصلی او بوده اما در کنار آن گاهی اوقات در بورس نیز فعالیت می‌نماید.

لازم به ذکر است که صرف فعالیت پاره وقت معلم و وکیل فوق موجب تخصص او در بازار اوراق بهادار نمی‌گردد. البته اگر اثبات شود او با همین فعالیت غیر مداوم در بورس تخصص پیدا نموده است و مهارت او فراتر از اشخاص عادی است دیگر مصرف‌کننده

بورس تلقی نمی شود اگر چه حرفه اصلی او فعالیت در بورس نیست. بزودی خواهیم دید این تقسیم بندی از سرمایه گذاری در بخش حمایتی و نظارتی و متعاقب آن جبران زیان سرمایه گزاران در بورس بسیار ارزشمند و کارآمد خواهد بود و با چنین تقسیم بندی کارا برگرفته از حقوق مد رن می توان شرایط جبران زیان برخی افراد را در بورس بررسی نمود.

در مقابل سرمایه گزار خرد سرمایه گزار نهادی یا به تعبیر بند ag قسمت یک ماده چهار دستور العمل 2011/61/eu سرمایه گزار حرفه ای قرار دارد. تعریفی که یکی از حقوقدانان کشور ما از سرمایه گزار نهادی ارائه داده است اینست که: سرمایه گزار نهادی شخصی است که به صورت حرفه ای و به عنوان متخصص اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می کند و نیازمند حمایتهایی نیست که سازمان بورس از عموم می نماید (سلطانی، ۱۳۹۵، ۷۴). در قانون بارار سرمایه کشورمان مصوب ۱۳۴۰ کمترین توجه به سرمایه گزار نهادی شده است و تنها در بند ۲۷ ماده یک آن از این عبارت استفاده و عرضه خصوصی اوراق بهادار که دارای تشریفات عرضه عمومی نبوده و سخت گیری های آنرا که برای رعایت عموم سرمایه گزاران است ندارد. تنها نسبت به سرمایه گزاران نهادی ممکن دانسته است. لذا قانون هم به عدم نیاز به حمایت از این دسته از سرمایه گزاران توجه نموده است.

مصوبه مربوط به تعریف سرمایه گزار نهادی هیئت مدیره سازمان بورس مصوب ۱۳۸۶ نیز سرمایه گذاری نهادی را تعریف کرده است برخی از نویسندگان (colik and I saksson; 2014; 95; 96) مهمترین وجه ممیزه سرمایه گذاری نهادی از خرد را حقیقی نبودن سرمایه گزار نهادی دانسته و معتقدند سرمایه گزار نهادی الزاماً شخص حقوقی بودن است که این امر منطقی به نظر نمی رسد. زیرا همانطور که بیان گردید ملاک تشخیص مصرف کننده از غیر آن ویژگی حقیقی یا حقوقی بودن شخص نیست بلکه حرفه ای و ماهر نبودن او بوده و نباید سرمایه گذاری در بورس شغل اصلی وی باشد.

در نتیجه اگر موضوع فعالیت شخص حقوقی مرتبط با بورس نباشد ولی به طور غیر مداوم و در کنار فعالیت اصلی در بورس سرمایه گذاری کند در این صورت او مصرف کننده بورس تلقی خواهد شد. و باید حمایت های خاص قانونی از این شخص صورت گیرد. اگر چه شخص حقوقی است. عقیده اخیر مورد پذیرش مصوبه مربوط به تعریف سرمایه گزار نهادی هیئت مدیره سازمان بورس مصوب سال ۱۳۸۶ کشور ما قرار گرفته است و این امر را اختصاص به اشخاص حقوقی ندانسته و وفق بند ۳ و ۶ خود اشخاص حقیقی را هم شامل می شود. لازم به ذکر است که در مورد شخص این اماره وجود دارد که او به علت تشکیلات منظم و قدرت اقتصادی مناسب ماهر فرض می شود ولی در صورتی که خلاف آن اثبات شود و مخفی گردد که سرمایه گذاری شخص حقوقی در بورس فعالیت اصلی این شخص نبوده و همچنین در امر بورس تبحر ندارد در این صورت مصرف کننده محسوب خواهد شد. در مقابل اصل بر این است که شخص حقیقی غیر حرفه ای است اما در صورتی که ثابت شود او متخصص بوده که دلائل مختلفی می تواند داشته باشد مصرف کننده محسوب نمی شود حتی اگر سرمایه گذاری در بورس شغل فرعی و مکمل او باشد. (قاسمی حامد، یوسف براری).

همانطور که بیان شد به عقیده ما مصرف کننده بورس همان سرمایه گزار خرد می باشد اگر چه این امر متفق القول نبوده و مورد پذیرش برخی حقوقدانان نمی باشد اما در مقابل می توان از عده ای از محققان خارجی و کشورمان نام برد که از جمله موافقان محسوب می شوند. (صادقی، ۱۳۹۴) (hwang; 2011/271) (jickling; 2010/16)

در بررسی تطبیقی موضوع در کشور فرانسه از نظر اخیر تبعیت کرده است. به عنوان نمونه بند ۳ ماده (C1) قانون بازار و خدمات مالی فرانسه مصوب سال ۲۰۰۰ (financial services and markets act 2000) هم سرمایه گزاران بالفعل بازار اوراق بهادار

و هم اشخاص که در آینده ممکن است به سرمایه‌گذاری در بورس بپردازند را مصرف‌کننده می‌داند همچنین در بند ۴ و ۵ ماده (C1) مزبور نیز مصادیق خدمات مالی آمده است که خدمات بورس نیز جزئی از آن است. برخی از محققان (cartwi-ight;2004/5) نیز پا را فراتر نهاده و همه سرمایه‌گذاران اعم از نهادی و خرد را مصرف‌کننده تلقی نموده‌اند و عده‌ای دیگر (w.harvey;2000/8) نیز در تفسیری موسع ویژگی مصرف‌کننده را اختصاص به سرمایه‌گذار بورس ندانسته و سرمایه‌گذار را جزئی از مصرف‌کنندگان بازار سرمایه تلقی کرده‌اند.

۳- تکالیف ناشران اوراق بهادار :

ناشران اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه ایران به موجب قوانین مختلف وظایف و تکالیفی را برعهده گرفته‌اند. که نقض هریک از این تکالیف می‌تواند ضمانت اجرای مختلفی را به همراه داشته باشد. با توجه به اینکه مشوقهایی در بازار سرمایه برای ناشران تعیین شده است که ناشران اوراق بهادار با استفاده از این مشوقه‌ها برای حضور پررنگ در این بازار تشویق می‌گردند. بر اساس مبانی حقوقی در برابر هر حقی تکلیفی نیز تعریف شده است. ناشران اوراق بهادار که این مشوقه‌ها را به عنوان حقوق قانونی خود بر می‌شمردند در برابر آن تکالیف مقرر قانونی را بایستی به درستی انجام داده تا باعث ورود خسارات به سرمایه‌گذاران نگردند و اگر در این راستا باعث ورود خسارت گردند جبران خسارت به عنوان ضمانت افعال آنان در بازار سرمایه قابل تعریف است.

۳-۱- وظایف ناشر در خصوص برگزاری مجمع 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 می‌باشد. 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 دستور العمل فوق‌الاشاره ناشر موظف است قبل از برگزاری مجمع عمومی فوق‌العاده به منظور انجام هرگونه تغییر در مفاد اساسنامه موافقت سازمان را با تغییرات پیشنهادی اخذ نماید.

تصمیمات اتخاذ شده در مجمع 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 یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی حسابرسی شده سالیانه افشا نماید. و حسابرس معتمد نیز موظف است در مورد آن اظهار نظر نماید در شرکت‌هایی که ملزم به تهیه صورت‌های مالی تلفیقی می‌باشند اعلام حداکثر سود قابل تقسیم و تصمیمات تقسیم سود باید مبتنی بر صورت‌های 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 هرکدام که کمتر باشد و بالحاظ نمودن توان پرداخت سود محاسبه و افشا نماید (ماده ۱۷ دستور العمل).

۳-۲- تکلیف ناشران برای افشای اطلاعات

تکلیف ناشران^{۱۹} برای افشاء اطلاعات برای برقراری عدالت در بازار سرمایه و حفظ بازاری شفاف منصفانه و کارآمد ضروری است. ناشری که با دسترسی به بازار سرمایه سهام خود را عرضه کرده نه تنها ملزم است در مرحله عرضه اولیه اوراق اطلاعاتی درست و به موقع در اختیار سرمایه گذاران قرار دهد بلکه مکلف است طی زمان حضور خود در بورس با تداوم اجرای این تکلیف نقش خود را در تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار و حفظ بازاری کارا و منصفانه ایفا نماید. در یک بازار سرمایه کارا، قیمت اوراق بهادار به صورت عادلانه تعیین شده و تخصیص سرمایه به صورت بهینه انجام می شود. در این بازار اطلاعات، ارزشمندترین دارایی است عدم وجود اطلاعات همانقدر موجب زیان سرمایه گذاران می شود که برخورداری از اطلاعاتی نادرست یا با تأخیر.

توسعه بازارهای مالی تاثیر با اهمیت آنها بر اقتصاد کشور ها و هدایت بخش عمده ای از سرمایه های اشخاص حقیقی و حقوقی به این بازارها موجب شده تا ابعاد حقوقی جدید فعالیت در بازار سرمایه آشکار شوند. عدالت توزیعی در این میان نقش پررنگتری یافته و در صدد است تا در کنار عدالت تصحیحی^{۲۰} نه تنها به حفظ حقوق اشخاص به این بازارهای کمک کند، بلکه با جلب اطمینان اشخاص در توسعه اقتصادی کشورها نقش موثری را ایفا نماید. قانونگذاران و سیاستگذاران بازار سرمایه در وهله اول به عدالت توزیعی نظر داشتند و کوشیدند تا با برقراری اصولی این بازار زمینه های کمتری برای تجزیه حقوق اشخاص وجود داشته باشد. یکی از این اصول برقراری الزامات مربوط به افشای اجباری اطلاعات در بازار سرمایه است که هدف اولیه آن حمایت از حقوق سرمایه گذاران و در مرحله بعد کسب اعتبار برای بازار ثانویه، کاهش هزینه های مبارزه با سوء استفاده از اطلاعات نهانی و در نهایت افزایش امکان تامین مالی شرکتها در بازار اولیه است. با توجه به ضرورت وجود مقررات افشا در بسیاری از کشورها قوانین و مقررات دقیق و تفصیلی در خصوص افشای اجباری اطلاعات مفاد آن شیوه افشا و در نهایت ضمانت اجراهای ناشی از نقض این مقررات وضع شده است. این ضمانت اجرا ها نوعا سه دسته اند. ضمانت اجرای کیفری، انضباطی (اداری) و مدنی. ضمانت اجرای کیفری و انضباطی مارا از اعمال عدالت تصحیحی بی نیاز نساخته اند. عدالت تصحیحی برای اصلاح و جبران خسارتی است که در نتیجه کار ناشایست به بار می آید و طبیعی است که تکلیف ناشی از اجرای این عدالت و جبران آنچه رخ داده مربوط به شخص خاطی است و با مسئولیت مدنی قرابت دارد. مسئولیت مدنی ناشران و سایر اشخاص مسئول مکملی برای ابزارهای انضباطی و کیفری دولت در زمینه افشای اطلاعات است.

۳-۳- الزام به افشای اطلاعات در بورس آمریکا

بر اساس قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳^{۲۱} شرکت ها به منظور عرضه عمومی اوراق بهادار ملزم به ثبت اطلاعات نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار^{۲۲} هستند. بدین منظور بخش شش قانون اوراق بهادار مراحل را پیش بینی کرده که تکمیل بیانیه ثبت مهمترین آنها می باشد. بیانیه ثبت باید به امضای مدیرعامل ناشر، بالاترین مقام مالی و بسیار دیگری از اشخاصی که نقش مشابهی در شرکت دارند برسد. هر شخصی که بیانیه ثبت را امضا می کند بر اساس بخش ۱۱ قانون دارای مسئولیت میباشد. در بخش ۷ قانون مفاد

به موجب بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می کند. شرکتهای سهامی عام از مصادیق ناشران محسوب می شوند.

در فلسفه ارسطو عدالت کیفری (تصحیحی) توزیعی با دقت تمام از هم جدا شده اند و هرکدام اثر ووظیفه خود را دارد. عدالت توزیعی ناظر به تقسیم عادلانه و همگانی امتیازها و ثروت اجتماعی است و تکلیف ناشی از آن به همه مردم تعلق می گیرد. ولی عدالت کیفری مربوط به مکافات کارناشایسته و جبران خسارت ناشی از آن است (کاتوزیان، ۱۹۶، ۱۳۸۸)

^{۲۱} -Securities Act 1933

^{۲۲} -Securities and Exchange Commission (SEC)

بیانیه ثبت مشتمل بر ۳۲ مورد مشخص شده است و البته به کمیسیون اختیار تغییر مفاد بیانیه ثبت داده شده است. کمیسیون نیز به موجب مقررات تکمیلی و با توجه به صنعت موضوع فعالیت ناشر این موارد را تعیین می کند. در بخش هشتم قانون پیش‌بینی شده که این اطلاعات ظرف بیست روز پس از ثبت نزد کمیسیون اثربخش می شوند و قابلیت اتکا پیدا می کنند. کمیسیون می‌تواند از اثربخشی اطلاعات ناقص جلوگیری کند و در مورد ناشران قابل اعتماد اثربخشی را با روز ثبت اطلاعات همزمان کند. (Soderquist, 2007)

۳-۴- تکلیف ناشرانی که اوراق بهادار منتشر کرده اند

برخلاف مقررات قبلی در بازار سرمایه از جمله آیین نامه افشای اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس مصوب ۱۳۸۱ شورای بورس به موجب صدر ماده ۴۵ نه فقط شرکتهای پذیرفته شده در بورس بلکه هر شرکتی اعم از بورسی و غیر بورسی که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان دریافت کرده مکلف به ارائه اطلاعات می باشد. دامنه ناشران موضوع این ماده توسط بند الف ماده ۹۹ برنامه پنج ساله پنجم توسعه به کلیه اشخاصی که تا کنون نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده اند توسعه داده شده است. در این قانون اینگونه ناشران مکلفند حداکثر ظرف شش ماه از تاریخ انتشار اوراق نسبت به ثبت نزد سازمان اقدام نمایند. لیکن عدم ثبت مانع از اجرای تکالیف قانونی ناشر نیست. والزامات ماده ۴۵ یکی از این تکالیف قانونی است.

بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار ناشر را شخص حقوقی معرفی می کند که اوراق بهادار را به نام خود منتشر کرده است. لذا با توجه به تعریف اوراق بهادار در بند ۲۴ همان ماده علاوه بر ناشرین سهام (شرکت های سهامی عام) ناشر اوراق مشارکت، صکوک و سایر اوراق بهادار قابل معامله، که ممکن است شرکت سهامی عام نباشد مشمول اطلاق این ماده خواهند بود. تنها استثنای موجود ناشران اوراق بهادار معاف از ثبت می باشند که توسط ماده ۲۷ قانون بازار احصا شده اند.

در صدر ماده به دستور العمل اجرایی که توسط سازمان تعیین خواهد شد اشاره شده است. این دستور العمل در سوم مرداد ۱۳۸۶ با عنوان دستور العمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید. این دستور العمل علاوه بر تعیین مصادیق اطلاعاتی که باید افشا شوند. زمان بندی و نحوه انتشار اطلاعات همچنین مصادیق اطلاعات مهم بیان گردیده است که در گفتار بعدی مفصلا به آن خواهیم پرداخت.

۳-۵- تکلیف ناشر به ارائه اطلاعات مهم

آخرین بند ماده ۴۵ به "اطلاعاتی که اثر با اهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه گذاران دارد" اشاره می کند و بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشاء این اطلاعات را اطلاعات مهم تعریف می کند. جهت تشخیص این گونه اطلاعات ضروری است به معیار ارائه شده در بند ۴ ماده ۴۵ توجه نماییم: تاثیر با اهمیت بر قیمت اوراق بهادارناشر و تصمیم سرمایه گذاران. تشخیص اطلاعات دارای اثر با اهمیت بسیار مهم و حیاتی است چرا که عدم ارائه اطلاعات مهم منجر به ارتکاب جرم و مجازات اشخاص مسئول می شود. (بند ۲ ماده ۴۹)

با توجه به اهمیت تشخیص مصادیق اطلاعات با اهمیت، بخش مجزایی در دستورالعمل افشاء به بیان مصادیق اطلاعات مهم اختصاص داده شده است. شرایط متفاوت حاکم بر فعالیت شرکت ها و تنوع موضوع فعالیت آنها موجب تفاوت مصادیق اطلاعات مهم در هر شرکت نسبت به شرکت های دیگر است. از این رو در این بخش از دستورالعمل افشاء بر اساس غلبه، به ذکر برخی مصادیق عمومی و مشترک اکتفا شده است و تشخیص سایر مصادیق در صورت بروز تخلف بر عهده هیئت مدیره شرکت در مرحله رسیدگی قضایی بر عهده دادرس دادگاه خواهد بود.

۳-۶- نظام مند نمودن معاملات در بورس امریکا

در امریکا قانون بورس اوراق بهادار^{۲۳} به منظور نظام مند کردن معاملات اوراق بهادار در بورس و بازارهای خارج از بورس و جلوگیری از اقدامات ناعادلانه و خلاف انصاف در سال ۱۹۳۴ به تصویب کنگره آمریکا رسید و بارها مورد بازبینی و اصلاح قرار گرفت. یکی از اهداف این قانون نظارت بر فعالیت ناشرانی است که اوراق بهادار آنها به موجب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ ایالات متحده نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار به ثبت رسیده است. این قانون مشتمل بر ۳۹ بخش می باشد. بخش ۱۳ آن به افشای اطلاعات دوره ای و سایر گزارش ها اختصاص یافته است. مطابق بخش ۱۳ ناشرانی که اوراق بهادار آنها به ثبت رسیده است موظف می باشند تا اطلاعات دوره ای خود را به کمیسیون و در صورت پذیرش در بورس داخلی همزمان به بورس و کمیسیون ارائه نمایند. بنابه تصریح این ماده ارائه این اطلاعات به منظور حمایت از سرمایه گذاران و حصول اطمینان از معاملات عادلانه اوراق بهادار می باشد.^{۲۴}

در بند (a) این ماده مصادیق اطلاعاتی که ناشران موظف به ارائه آن هستند از جمله گزارش های سالیانه که در صورت پیش بینی در مقررات باید توسط حسابرسان مستقل حسابرسی شده باشند و گزارش های میان دوره ای مشخص شده اند. بر اساس بند (i) حسابرسی باید منطبق با اصول عمومی حسابرسی و از طریق موسسات عمومی حسابرسی ثبت شده صورت پذیرد. در عین حال این اختیار به کمیسیون داده شده است تا بر اساس مقرراتی که وضع می نماید هر نوع اطلاعاتی را که لازم بداند تعیین کند.

در قسمت ۱ از بند (b) این ماده مقرر شده است که کمیسیون فرم یا فرم هایی را برای دریافت گزارش ها تهیه کند.^{۲۵} این فرم ها راهنمایی خواهند بود برای ناشران و اشخاص کنترل کننده آنها در نحوه تهیه گزارشات و نوع اطلاعاتی که باید ارائه شوند، مانند جزئیاتی که باید در ترازنامه آورده شود یا روش هایی که باید هنگام تهیه گزارش ها، در ارزیابی دارایی ها و بدهی ها، در تعیین

²³ -Securities Exchange Act of 1934

²⁴ -www.sec.gov/about/law

-سازمان بورس و اوراق بهادار نیز فرمهای متعددی را به منظور ارائه گزارشهای ناشران و نهادهای مالی تهیه کرده است /سیستم کدال نیز برای نظام مند کردن ارائه گزارش ها طراحی شده است.

استهلاک یا استهلاک منابع طبیعی^{۲۶}، تمیز بین درآمد مستمر و درآمد غیر مستمر^{۲۷} و تفکیک درآمدهای عملیاتی و سرمایه گذاری به کار گرفته شود. در این بند تصریح شده که در صورتی که هر یک از این اشخاص مشمول قوانین و مقررات دیگری باشند کمیسیون حق وضع مقررات مغایر با آنها را ندارد مگر در مواردی که منافع عموم و حمایت از سرمایه گذاران چنین موضوعی را اقتضا نماید. در مقابل به موجب بند (C) اگر کمیسیون تشخیص دهد که گزارشی برای برخی از شرکت ها قابل اعمال نیست می تواند از آنها بخواهد تا گزارش مقایسه ای تهیه کنند.

۳-۷-وظیفه ناشر در حفظ حقوق سهامداران در ایالات متحده:

برای ناشر بر اساس قوانین موجود در ایالات متحده امریکا وظایفی تقریباً مرتبط با وظایف ناشر در حقوق سرمایه ایران تعریف شده است. با این تفاوت که نظارت بر انجام این تکالیف در بازار سرمایه ایالات متحده بسیار نظام مند تر از قانون سرمایه ایران است. از طرفی سابقه و تجربه سالیان طولانی فعالیت بازارهای بورس امریکا ریسک مخاطرات مالی را کاهش داده است. ذیلاً به برخی از این وظایف که مهمتر و کارآمدتر از سایر وظایف است اشاره می شود:

۳-۸-گزارش دهی دارندگان اطلاعات نهانی و سهامداران عمده

وظیفه ناشر در حفظ حقوق سهامداران در ایالات متحده افشای اطلاعات مالکیتی، هیئت مدیره و مدیران اجرایی و تغییر های اساسی در سهام ایشان بر مبنای دو مولفه تحت قوانین اوراق بهادار فدرال الزامی است. مولفه نخست مربوط به الزام های افشای دوره ای ناشر، تحت قوانین اوراق بهادار فدرال بوده و مولفه دوم به افشای دارندگان اطلاعات نهانی تحت بخش ۱۶ قانون بورس می باشد.

۳-۸-۱-افشای ناشر: افشای ناشر مهمترین وظیفه ایست که قوانین مالی برای ناشر بر شمرده اند. ناشران موظف هستند برای تهیه جدول هایی به منظور افشای سهامداری مدیران شرکت اقدام کنند. این جدول ها شامل خود شرکت، زیر مجموعه ها و شرکت های مادر میشود. در این جدول ها تمامی هیئت مدیره و نمایندگان ایشان با ذکر نام، همچنین مدیران اجرایی که بیشترین پاداش را دریافت کردند با ذکر نام و تمامی هیئت مدیره و مدیران اجرایی به عنوان گروه بدون ذکر نام، بررسی می شوند. اطلاعاتی که در این جدول ها ارائه می شود شامل تعداد و درصد سهام افراد نامبرده هستند. این افشا باید در امید نامه و بیانیه ثبت انجام پذیرد. همچنین حداقل یک بار در سال می بایست به روز شده و در گزارش سالیانه ناشر یا دستور جلسه مجمع ارائه گردد.

بخش ۱۶ قانون بورس: این بخش شامل تمامی هیئت مدیره، مدیران اجرایی ناشر که تحت بخش ۱۲ قانون بورس به ثبت رسیده، میشود. همچنین هر شخصی که بیش از ۱۰ درصد سهام ناشر را در اختیار دارد مشمول این بخش می شود.

²⁶ -Depletion

²⁷ -Recurring and Nonrecurring income

بخش ۱۶ الف: از تمامی افرادی که الزام به گزارش دارند می خواهد ظرف مدت ۱۰ روز از زمان واجد شرایط شدن برای پر کردن و ارائه گزارش اولیه سهامداری اقدام کنند. و بر این اساس دارندگان اطلاعات نهانی می بایست تعداد سهامی که به صورت مستقیم یا غیر مستقیم از آن منتفع می شوند را گزارش کنند. به منظور به روز نگه داشتن این اطلاعات، بخش ۱۶ الزام دارد چنانچه این افراد برای خرید یا فروش اوراق بهادار ناشر اقدام کردند، قبل از پایان روز دوم کاری پس از معامله به گزارش تغییرها اقدام کنند. دارندگان اطلاعات نهانی که در رابطه با گزارش معامله هیشان غفلت کرده، یا معامله هایی داشته اند که مشمول تاخیر در گزارش می شود می بایست گزارش سالیانه حاوی معامله های گزارش نشده خود را ارائه دهند. تمامی گزارش های بخش ۱۶ شامل گزارش اولیه سهامداری، گزارش تغییرهای سهامداری و گزارش سالیانه به صورت الکترونیکی از طریق سیستم ((ادگار)) ارسال می شود. این گزارش بلافاصله پس از ارسال به صورت عمومی منتشر می شود. برنامه گزارش دهی متخلفان در کمیسیون بورس اوراق بهادار روی گزارش های ارسالی پیاده سازی شده و کمیسیون با اتخاذ اقدامات تنبیهی در خصوص متخلفان اقدام می کند.

نتیجه:

با ملاحظه بخشی از شرح وظایف ناشران اوراق بهادار به موجب قوانین مختلف من جمله قانون بازار اوراق بهادار و دستور العمل های صادره از مراجع نظارتی در این حوزه و مذاقه و کنکاش در نحوه اجرای تکالیف مذکور به نظر می رسد، بورس در حال حاضر بیش از حمایت، نیاز به اصلاح برخی زیرساخت ها و قوانین محدود کننده ای دارد که دریک پروسه کاملاً شفاف امکان رصدناشران اوراق بهادار به عنوان یکی از مهمترین ارکان بازار اوراق بهادار وجود داشته باشد.

در بخشی از این نوشتار دریافتیم که در نظام مالی کشورهای فرانسه و انگلستان تفکیک صورت گرفته بین سرمایه گزاران خرد و نهادی و تعریف مشخص و دقیق هریک از این سرمایه گذاران باب پیشگیری از ورود ضرر را باز نموده به گونه ای که سرمایه گذار نهادی در هر صورت نیازمند حمایت قانونی است تا در هنگام ورود به بازار سرمایه حداقل سرمایه اولین و نخستین خود را حفظ نماید و به عبارتی حمایت از سرمایه گذار خرد به یک تکلیف برای ناشران و سایر افراد دخیل در بازار سرمایه شناخته شده است. موضوعی که متأسفانه در قوانین ما در حد یک دستور العمل و آن هم به شکل کاغذی و نه اجرایی مورد بحث قرار گرفته است.

به هر روی تخلفات ناشر از قوانین متنوع موجود ضمان آور بوده و علاوه بر اینکه در برخی قوانین ضمانت اجرای کیفری برای آن تعیین شده ضمان اجرای مدنی نیز قابل تامل است. برقراری شرایط ضمان و متعاقباً ایجاد مسئولیت مدنی متعاقب ورود ضرر به سهامداران می تواند از نتایج نقض عهد ناشران اوراق بهادار باشد.

استفاده از تجربیات کشورهای پیش رفته در این حوزه می طلبد این چنین تفکیکی کارآمد و نظام مند در زمینه بازارهای مالی ایران نیز به شدت مد نظر قرار گرفته و با تفکیک سرمایه گذار خرد از سرمایه گذار نهادی حمایت کارآمدی از سرمایه گذاران خرد که در نظام مالی ایران قربانی بی تدبیری و ناکارآمدی برخی ابزارهای مالی شده اند صورت گیرد.

منابع:

- ۱-سلطانی، م. (۱۳۹۵) حقوق بازار سرمایه، تهران، سمت
- ۲-صادقی مقدم، م. ح.، نوروزی م. نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران، فصلنامه حقوق، دوره ۴۱ شماره ۲ ص ۱۳۱-۱۴۹
- ۳-عبدی پور فرد، (۱۳۹۳) مباحث تحلیلی از حقوق تجارت، قم، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه
- ۴-میرزایی منفرد غ. (۱۳۹۱) حقوق کیفری بازار اوراق بهادار
- ۵-نوروزی م. ۱۳۸۹ مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس، پژوهشهای حقوقی شماره ۱۷
- ۶-تحلیل مبانی فقهی و حقوقی جرائم مرتبط با اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار، ساریخانی، میرزایی منفرد، ۱۳۹۶
- ۷-مسئولیت مدنی ناشی از افشای اطلاعات نهانی در سازمان بورس و اوراق بهادار، ندیمی نو، ۱۳۹۶
- ۸-بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمرو آن در نظام حقوقی ایران، جمالی، آقا میری، سلیمان دهکردی، ۱۳۹۴
- ۹-شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار، جنیدی لیلا، نوروزی، فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی
- ۱۰-تحلیل مسئولیت مدنی شرکت بورس در معاملات اوراق بهادار، انصاری علی، مبین حجت، فصلنامه بورس شماره ده
- ۱۱-بررسی وظایف ناشران اوراق بهادار در حقوق ایرانی، جودکی حمید، فصلنامه حقوق،
- ۱۲-ژورن پ، اصول مسئولیت مدنی، ترجمه مجید ادب، چاپ دوم، انتشارات میزان
- ۱۳Palmiter, A. R. (2008). Securities Regulation: Examples and Explanations. New York: Aspen Publishers.
- ۱۴BAUMAN, J. D. (1979). Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose. Geo. L.J. 935 , 935-989.
- ۱۵Benston, G. J. (1973). Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934. The American Economic Review, Vol. 63, No. 1 , 132-155.
۱۶. BLACK, H. C. (1971). BLACK'S LAW DICTIONARY. WEST PUBLISHING CO
- ۱۷Block, D. J., Barton, N. E., & Garfield, A. E. (1985). Affirmative Duty to Disclose ۱۸Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans. The Business Lawyer, Vol. 40, No. 4 , 1243-1265.



۱۹DENNIS, R. J. (1984). MATERIALITY AND THE EFFICIENT CAPITAL MARKET MODEL: A RECIPE FOR THE TOTAL MIX. WILLIAM AND MARY LAW REVIEW, VOLUME 25 , 372-330.