



Listed Stock Tradings: Legal Basis

Maryam Ebrahimi(PhD)

مبانی حقوقی بیع سهام در بورس

نویسنده: دکتر مریم ابراهیمی







نام کتاب: مبانی حقوقی بیع سهام در بورس

مجری طرح: مرکز مالی ایران

نویسنده: دکتر مریم ابراهیمی

چاپ اول ۱۳۹۲. شمارگان ۱۵۰۰. قیمت: ۱۵۰۰۰ تومان

مشخصات ظاهری: ۲۹۵ ص.

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۱۸۵-۰۶۲-۲

ناشر: نشر نوای مدرسه با همکاری مرکز مالی ایران

کلیه حقوق این اثر برای تامین سرمایه سپهر و مرکز مالی ایران محفوظ است

تقدیم بہ ہمسرم

۱۳	پیشگفتار
۱۴	مقدمه
۱۷	فصل اول - معرفی بازار اوراق بهادار
۱۹	گفتار اول - پیشینه‌ی تاریخی بورس
۲۵	روند تاریخی شکل‌گیری معاملات در بورس تهران
۲۷	گفتار دوم - نهادهای نظارتی
۳۶	گفتار سوم - تشکل‌های خودانتظام
۴۳	فصل دوم - ماهیت حقوقی سهام و انتقال آن در بورس
۴۵	گفتار اول - ماهیت حقوقی سهام پذیرفته شده در بورس
۴۷	بند اول - سهام: یک ورقه بهادار
۴۹	بند دوم - انتقال سهم: انتقال عین یا تعهد؟
۵۴	بند سوم - سهام: حق عینی یا دینی؟
۶۲	نتیجه بحث
۶۳	گفتار دوم - انتقال مالکیت سهام در بورس
۶۴	بند اول - انواع معاملات سهام براساس عرف بورس
۶۴	۱- معاملات عادی (خرد) و بلوک
۶۶	۲- معاملات عمده
۷۲	بند دوم - ماهیت نقل و انتقال مالکیت سهام در بورس
۷۴	۱- مضاربه
۷۸	۲- عقد مستقل
۷۹	۳- بیع
۸۰	بند سوم - اوصاف عقد بیع سهام
۸۰	۱- عقد تملیکی
۸۱	۲- عقد لازم
۸۱	۳- عقد معلق

۸۵	۴- عقد تشریفاتی.....
۸۷	فصل سوم- نقش مقررات در معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده
۸۹	گفتار اول- اصل نظارت.....
۹۳	بند اول- مبانی نظارت دولت بر بازار
۹۴	۱- مکتب اقتصادی کلاسیک
۹۵	۲- مکتب اقتصادی نئوکلاسیک
۹۷	۳- مکتب اقتصادی کینز.....
۹۸	بند دوم- شیوه‌های نظارت بر معاملات در بورس.....
۱۰۰	۱- وضع مقررات
۱۰۴	۲- تضمین اجرای مقررات: هیأت داوری، مراجع رسیدگی به تخلفات.....
۱۰۷	۳- محدودیت‌های ویژه معاملات در بورس (تحدید اصل آزادی قراردادها)
۱۱۹	گفتار دوم- اصل شفافیت بازار
۱۲۲	بند اول- قوانین و مقررات حاکم بر الزام ناشران به منظور افشای اطلاعات.....
۱۲۳	۱- افشای اطلاعات در بازار اولیه.....
۱۲۵	۲- افشای اطلاعات در بازار ثانویه
۱۳۳	بند دوم- مسئولیت‌های ناشی از نقض اصل شفافیت بازار.....
۱۳۴	۱- مسئولیت مدنی
۱۳۷	۱-۱. تقصیر
۱۴۵	۱-۲. ضرر ناشی از عدم افشای اطلاعات
۱۴۶	۱-۳. رابطه سببیت.....
۱۴۷	۲- مسئولیت کیفری.....
۱۴۹	فصل چهارم- قواعد حقوقی حاکم بر انعقاد بیع سهام
۱۵۲	گفتار اول- ملزومات بیع سهام در بورس.....
۱۵۳	بند اول- ثبت سهام نزد سازمان.....
۱۵۶	تشریفات ثبت

۱۵۸	بند دوم - پذیرش و عرضه سهام در بورس
۱۵۹	ضوابط عمومی پذیرش
۱۶۱	ضوابط اختصاصی پذیرش
۱۶۳	ضوابط عرضه اولیه
۱۷۲	بند سوم - الزام به انجام معامله از طریق کارگزاران
۱۷۳	۱- کارگزار کیست؟
۱۷۶	۲- الزامات حرفه‌ای کارگزار
۱۸۰	۳- کارگزاران در سایر کشورها
۱۸۲	گفتار دوم: تراضی متعاقدين در بورس و اهلیت آنها
۱۸۴	بند اول - تراضی متعاقدين در بورس چگونه است؟
۱۸۴	۱- چگونگی اعلام اراده در بورس
۱۸۹	۲- توافق دو اراده در بیع سهام
۱۹۲	۳- اشتباه و آثار آن در بورس
۱۹۶	بند دوم - اهلیت طرفین معاملات سهام و سمت کارگزاران
۱۹۷	۱- اهلیت خریدار و فروشنده
۱۹۹	۲- نمایندگی کارگزار در معامله برای مشتری
۲۰۵	۳- معاملات فضولی توسط کارگزاری
۲۱۳	فصل پنجم - اجرا، عهدشکنی و اعمال خیرات
۲۱۴	گفتار اول - اجرای مفاد معامله سهام پذیرفته شده در بورس
۲۱۵	بند اول - سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه
۲۲۱	بند دوم - اجرای اختیاری عقد: تسویه معامله
۲۲۳	۱- معاملات خرد
۲۲۹	۲- معاملات عمده
۲۳۲	بند سوم - آیا اجرای اجباری عقد در معاملات سهام امکان پذیر است؟
۲۳۲	۱- حق حبس

۲۳۳	۲- ضمان معاوضی.....	▼
۲۳۴	گفتار دوم - عهدشکنی در اجرای معاملات سهام.....	▼
۲۳۵	بند اول- عهدشکنی در معاملات خرد.....	▼
۲۴۴	بند دوم- عدم ایفای تعهدات در معاملات عمده.....	▼
۲۵۶	گفتار سوم- چگونگی اعمال خیارات در بورس.....	▼
۲۵۷	بند اول- خیاراتی که با توجه به شرایط معاملات سهام در بورس اعمال نمی‌شوند.....	▼
۲۵۷	۱- خیار مجلس.....	▼
۲۵۹	۲- خیار حیوان.....	▼
۲۵۹	۳- خیار تاخیر ثمن.....	▼
۲۶۱	۴- خیار رؤیت و تخلف وصف.....	▼
۲۶۲	بند دوم- اعمال سایر خیارات در بیع سهام پذیرفته‌شده در بورس.....	▼
۲۶۳	۱- خیار غبن.....	▼
۲۶۶	۲- خیار تدلیس.....	▼
۲۶۸	۳- خیار تبعض صفقه.....	▼
۲۷۰	۴- خیار تخلف شرط و خیار شرط.....	▼
۲۷۳	۵- خیار عیب.....	▼
۲۷۷	نتیجه	▼
۲۸۳	فهرست منابع	▼
۲۸۴	کتاب، مقالات و پایان‌نامه‌های فارسی.....	▼
۲۸۸	قوانین و مقررات فارسی.....	▼
۲۸۹	کتاب و مقالات انگلیسی.....	▼
۲۹۲	قوانین و مقررات انگلیسی.....	▼
۲۹۲	سایت‌های فارسی و انگلیسی.....	▼

رشد بازار سرمایه در هر اقتصادی، ارتباط نزدیکی با توسعه بازارهای مالی در آن اقتصاد بویژه بازار ثانویه اوراق بهادار دارد. اگر چه اوراق بهادار مدتهاست که مورد استفاده قرار می‌گیرد، لیکن از قرن نوزدهم از اجزای اصلی نظام‌های مالی در اقتصادهای پیشرفته قرار گرفته است. برای بدست آوردن چنین موقعیتی، ضرورت داشت اوراق بهادار بازاری را تصاحب کند که بتواند در آن به قیمتی که سزاوار اعتماد سرمایه‌گذاران باشد، مورد خرید و فروش قرار گیرد؛ بورس‌ها براساس چنین ضرورتی شکل گرفته‌اند. سهام به عنوان یکی از شاخص‌ترین اوراق بهادار قابل معامله در این بازارها، ابزار بسیار قابل انعطافی است که مفهوم دارایی به معنای کهن آن را از تمام محدودیت‌های موقتی و وابسته به مکان رها می‌سازد. تغییر ساده مالکیت سهام در طول زمان و میان سرمایه‌گذاران، بدون اینکه بر استمرار تجارت تأثیر بگذارد از ویژگی‌های ممتاز این ورقه بهادار است.

پیدایش بازارهای مالی سبب شد تا مفهوم قرارداد و حقوق طرفین آن مفهومی تازه بیابد. در دورانی از تاریخ که عقد تنها در قالب‌های پیش ساخته ارائه می‌شد، مطالعات حقوقی و به تبع آن قوانین نیز به آثار این عقود می‌پرداخت و تحلیل حقوق قراردادهای، چندان ضروری احساس نمی‌شد، لیکن شکسته شدن چارچوب‌های سنتی و طرح مسائل ویژه جوامع صنعتی و به ویژه حمایت از اصل آزادی قراردادها که زائیده مکتب اقتصادی کلاسیک بود موجب شد که استنباط و تدوین قواعد حاکم بر عقود خاص جایگاه ویژه‌ای بیابد. تغییر رویکرد حقوقدانان و مقننین در اواخر قرن نوزدهم و اوایل قرن بیستم در مورد قراردادهای و به خصوص قراردادهای مالی ناشی از این وضعیت بوده است. با این حال تحول بازارهای مالی و ابزارهای استفاده شده در آن، در دهه‌های اخیر چنان سرعت یافته که گاه قوانین متأخر نیز چندان کارآمد به نظر نمی‌رسند. در ایران نیز قانون مدنی علی‌رغم آنکه بسیار فاضلانه تدوین شده، ولی حاوی قالب‌هایی است که هشت دهه پیش ساختار بندی شده‌اند. در چنین فضایی نگاهی نو به این ساختارهای کهن، امری اجتناب‌ناپذیر است. اثر پیش‌رو پاسخ به چنین ضرورتی است.

کتاب «مبانی حقوقی بیع سهام در بورس» حاصل دانش علمی و تجربه‌ی عملی مؤلف آن در بازار سرمایه است. پیوندی است میان قانون مدنی به عنوان میراثی گرانبها و اندیشه‌های نو. تلاشی برای شناسایی جایگاه قراردادهای بازار سرمایه در نظام حقوقی سنتی ایران که امروز سخت به آن نیاز مندیم.

حقوق قراردادهای همواره طرفین معامله را برابر تلقی کرده است ولی وضعیت فعالیت و سرمایه‌گذاری در دنیای مدرن به نوعی است که طرفین در وضعیت برابر قرار ندارند و حقوق قراردادهای نمی‌تواند از طرف ضعیف حمایت کند. از اینرو دخالت دولت در اینگونه روابط قراردادی، امری اجتناب‌ناپذیر شده است.

بورس یکی از برجسته‌ترین حوزه‌های دخالت حقوق عمومی در حقوق خصوصی است. حقوق قراردادهای در بورس متأثر از مقررات متعددی است که از سوی مقامات عمومی وضع شده‌اند. این مقررات، قراردادهای را از شروع گفتگوهای مقدماتی برای معامله، تا نحوه تراضی طرفین، اوصاف مبیع، نحوه اجرای قرارداد، نقض تعهدات و اعمال خیارها تحت تاثیر قرار داده است. در حقوق قراردادهای ضمانت اجراها نوعاً پسینی است لیکن مقررات در بورس به دنبال این است که ضمانت اجراها را پیشینی کند و از معامله خلاف مقررات در مرحله انعقاد جلوگیری کند. اما این امر مانع از این نمی‌شود که رابطه‌ای بین حقوق قراردادهای و مقررات حاکم بر معاملات در بورس وجود نداشته باشد.

اهمیت روزافزون بورس در نظام اقتصادی ایران و افزایش تعداد اشخاص حقیقی و حقوقی که مبادرت به انجام معاملات می‌کنند موجب شده تا تبیین ماهیت حقوقی معاملات سهام از اهمیت دوچندانی برخوردار باشد. بازار سرمایه ایران در گذشته بازار کوچکی محسوب می‌شد و اختلافات به صورت کدخدانمنشی حل و فصل می‌گردید، بنابراین طرفین معاملات کمتر به قواعد حقوقی حاکم بر معاملات سهام نیاز پیدا می‌کردند. گسترش بازار و ذینفعان آن در سال‌های اخیر موجب شده تا اختلافات در میان سرمایه‌گذاران، ناشران و کارگزاران بیشتر شود و به دنبال آن تعداد اختلافاتی که به مراجع قضایی شعبه قضایی ارجاع می‌شود، افزایش یابد. قضات در دعاوی مختلف با چالش‌های مختلفی مواجه می‌شوند و وکلای نیز به دلیل ناآشنایی

با قواعد حقوقی معاملات کمک چندانی به موکل خود و قاضی رسیدگی کننده نمی نمایند. رشد و تعمیق بازار سرمایه نیز موجب افزایش ضرورت اطمینان خاطر ذینفعان از آثار حقوقی اقداماتشان می شود. رفع نیاز تامین مالی ارزان قیمت شرکت های سهامی عام از طریق بازار سرمایه مستلزم جلب اعتماد سرمایه گذاران به این بازار است. بنابراین شناخت ماهیت حقوقی معاملات، قواعد حقوقی حاکم بر آنها و تطبیق و بررسی معاملات سهام با قواعد عمومی قراردادهای بازار سرمایه امروز است. بررسی پیشینه موضوع نشان می دهد خلاء جدی در این زمینه در ادبیات حقوقی ایران وجود دارد. هر چند در رشته های مدیریت و حسابداری، دانشجویان و پژوهشگران به تفصیل و به کرات به مطالعه بورس و معاملات در آن از جنبه های مختلف پرداخته اند، لیکن در بین آثار محققین و نویسندگان حقوقی، موارد محدودی یافت گردید که اغلب نیز به دلیل عدم آشنایی ایشان با ادبیات مالی و بورس چندان مطابق با واقعیت های موجود نبود.

در کتاب پیش رو سعی شده است که رابطه بین مقررات بازار سرمایه و قواعد عمومی قراردادهای در پنج فصل مورد بررسی قرار گیرد. بر این اساس در فصل اول به معرفی بازار اوراق بهادار پرداخته شده، سپس در فصل دوم این فرضیه را ثابت می کنیم که سهام پذیرفته شده در بورس در زمره اعیانند و مالکیت انتقال آن از مصادیق بیع محسوب می شود. نقش مقررات در معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده و محدودیت های اصل آزادی قراردادهای در بورس در فصل سوم بررسی خواهد شد. در فصل چهارم قواعد حقوقی حاکم بر انعقاد بیع سهام و در نهایت در فصل پنجم، آثار این تحلیل بر روابط طرفین و آثار بیع مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

فصل ۱

معرفی بازار اوراق بهادار

اهم عناوین این فصل:

پیشینه تاریخی بورس

نهادهای نظارتی

تشکل های خود انتظام

امروزه بازارهای شناخته‌شده‌ی دنیا از نظر نوع دادوستد به بازار کالا و خدمات، بازار پول و بازار سرمایه تقسیم می‌شوند. بازار سرمایه، بازار دادوستد ابزارهای مالی (اوراق بهادار) با سررسید بیش از یک سال مانند اوراق مشارکت و دارایی‌های بدون سررسید مانند سهام می‌باشد. اگرچه در گذشته مفهوم بازار سرمایه و بازار اوراق بهادار بر یکدیگر منطبق بود، ولی امروزه با رشد و گسترش ابزارهای مالی جدید همچون اوراق اختیار معامله و اوراق آتی که در بورس‌های کالا مورد معامله و دادوستد قرار می‌گیرند، بازار سرمایه مفهوم گسترده‌تری به خود گرفته است و بازار اوراق بهادار را می‌توان بخشی از بازار سرمایه دانست که البته بخش عمده آن را نیز تشکیل می‌دهد چراکه همچنان حجم معامله اوراق بهادار سنتی یعنی سهام و اوراق مشارکت که در بازار اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گیرد، بسیار بیشتر از ابزارهای جدید است.

بازار اوراق بهادار به‌عنوان بخش عمده‌ای از بازار سرمایه، از بازار پول و بازارهای کالا (بورس کالا) متمایز می‌گردد. در حقیقت بازار اوراق بهادار از جهت موضوعاتی که در آن مورد معامله قرار می‌گیرد به بازار پول نزدیک می‌شود، زیرا موضوع معاملات در این دو بازار، ابزارهای مالی است. ولی از حیث شیوه انجام معاملات و به‌ویژه سازوکارهای اجرایی و نظارتی، بازار اوراق بهادار به بازار کالا نزدیک می‌شود و از همین روست که در تحولات قانونی بازار سرمایه، نظارت بر بورس‌های کالا و اوراق بهادار برعهده یک مجموعه یعنی «سازمان بورس و اوراق بهادار» قرار گرفته است.

بورس اوراق بهادار از جمله مهم‌ترین نهادهای خودتنظیم‌گر فعال در بازار دست دوم اوراق بهادار به‌شمار می‌آید. البته در بازار ثانویه، علاوه بر بورس‌های متعارف و سازمان‌یافته اوراق بهادار، نهادهای دیگری نیز وجود دارند که از جمله آن‌ها می‌توان به بازار خارج از بورس، سیستم دادوستد الکترونیک و سایر سیستم‌های گسترش‌یافته واسطه‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی فعال در این بازار اشاره کرد.

هدف‌های تنظیمی و نظارتی بازار اوراق بهادار در همه کشورها، معمولاً بورس‌ها را نشانه می‌رود، هرچند سایر اجزای بازار ثانویه نیز بسته به ماهیت و وسعت فعالیت و دامنه حضور فعالان مختلف بازار نیازمند مجموعه تنظیمی و نظارتی ویژه‌ای هستند. در سال‌های اخیر با توجه به پیشرفت‌های فناوری و تاثیر انکارناپذیر آن بر ساختار و فعالیت بازارهای ثانویه اوراق بهادار و نیز روند فزاینده پیوندهای این بازارها

با یکدیگر در سطح جهانی، شکل، ساختار و در عین حال چارچوب تنظیمی و نظارتی حاکم بر فعالیت بورس‌های اوراق بهادار به‌طور چشمگیری تحول یافته است. همچنین نیاز بازارها و پیچیدگی شیوه‌های تامین مالی موجب شده است تا اوراق بهادار مختلفی در بورس‌ها معامله شود.

سهام یکی از اولین و شایع‌ترین دارایی‌های مالی است. معاملات سهام و ایجاد نقدشوندگی برای آن که موجب امنیت خاطر سرمایه‌گذاران از این‌که این ورقه بهادار همواره قابل تبدیل به دارایی‌های واقعی است، موجب رونق اقتصاد و امکان تامین مالی ساده و ارزان‌قیمت برای شرکت‌ها است. بنابراین وجود بازاری کارا و امن برای معامله سهام از اهمیت بسیاری برخوردار است. بازار معامله‌ی سهام که بازار ثانویه خوانده می‌شود در دو قالب بازار خارج از بورس و بورس تشکیل می‌شود.

در ایران از سال ۴۶ بورس تشکیل شده و امکان انجام معاملات سهام در آن فراهم گردیده است. با تصویب قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه، ثبت سهام نزد سازمان بورس الزامی گردید و معامله سهام ثبت‌شده خارج از بورس، فاقد اثر اعلام شد. این حکم موجب شد تا تعداد زیادی از اشخاصی که در معامله سهام خود آزاد و مختار بودند، مشمول محدودیت‌ها و مقرراتی شوند که کاملاً حقوق‌شان را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

در این فصل برآنیم تا به‌صورت مختصر در گفتار اول با پیشینه‌ی بورس، سپس با نهادهای نظارتی در گفتار دوم و آنگاه در گفتار سوم با تشکل‌های خود انتظام آشنا شویم.

گفتار اول - پیشینه‌ی تاریخی بورس

از منظر تاریخی بازارهای سهام عمدتاً در قرن نوزدهم و به‌ویژه بعد از سال ۱۸۵۰ ظهور کردند. پیدایش بورس‌ها در پی صنعتی شدن اروپا رخ داد. دوره‌ای که شرکت‌های سهامی عام به‌وجود آمدند و ساخت‌وساز در کارخانه‌ها وابستگی زیادی به تامین مالی خارج از منابع شرکت پیدا کرد (اسم به فارسی ۲۰۱۱: ۴). حدود پانصد سال پیش یعنی در اوایل قرن پانزدهم میلادی در یکی از شهرهای بلژیک به نام شهر بروژ در مقابل منزل فردی به نام «واندر بورس» صرافان گرد هم آمده، اوراق بهادار دادوستد می‌کردند. از آن پس هر مکانی را که در آن اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گرفت، بورس نامیدند (شهرآبادی ۱۳۸۹: ۳۰).

تاریخ بازارهای سرمایه معمولاً بورس محور مطالعه می‌شوند و کمتر شخصی به تاریخچه شکل‌گیری بازار سرمایه به‌عنوان یک کل پرداخته است (اسم به فارسی ۲۰۰۶: ۳). در حقیقت بورس‌ها در ابتدا بورس‌های کالایی بودند. اولین بورس اوراق بهادار در اوایل قرن هفدهم در آمستردام هلند تاسیس شد و کمپانی هند شرقی سهام خود را در آن عرضه کرد.

بورس اتریش در وین در سال ۱۷۷۱ افتتاح شد که عمدتاً به معاملات اوراق قرضه دولتی به منظور تامین مالی هزینه‌های جنگ می‌پرداخت. بورس اتریش در پایان قرن نوزدهم میلادی دوهزار و پانصد سهم در تابلوی خود داشت و یکی از مهم‌ترین مراکز مالی اروپا به‌شمار می‌رفت. در لندن نیز معامله‌گران در بورس برای انجام معامله ابتدا در قهوه‌خانه گردهم می‌آمدند و سپس برای نظم بخشیدن به بازار، قهوه‌خانه نیوجانانان در سال ۱۶۹۸ به بورس اوراق بهادار تبدیل شد.^(۱)

سابقه شکل‌گیری بورس در آمریکا به انتشار هشتاد میلیون دلار اوراق قرضه در سال ۱۷۹۰ توسط دولت فدرال برمی‌گردد. دو سال بعد بیست و چهار کارگزار در نیویورک با امضای موافقت‌نامه باتن وود^(۲)، سایه درخت نارون بزرگی در وال‌استریت که محل تجمع کارگزاران بود را رها کردند و به قهوه‌خانه‌ای در همان نزدیکی به نام قهوه‌خانه تانتین^(۳) نقل مکان کردند و سایر کارگزاران همچنان به معاملات خود در خیابان ادامه دادند. بورس سهام نیویورک^(۴) که در سال ۲۰۰۷ با یورونکست^(۵) و در سال ۲۰۰۸ با بورس اوراق بهادار آمریکا^(۶) ادغام شد در حال حاضر بزرگترین و پیشروترین بورس در دنیا می‌باشد.^(۷)

1 - www.irbourse.com

2 - Buttonwood

3 - Tontine Coffee House

4 - NYSE: New York Stock Exchange

5 - Euronext

6 - Amex: American Stock Exchange

7 - www.nyse.com

در ژوئن سال ۲۰۰۶، گروه نیویورک^(۱) و یورونکست ان‌وی^(۲) موافقتنامه‌ای برای ایجاد یک شرکت هلدینگ جدید، یعنی نیویورک-یورونکست که اولین بورس آمریکایی-اروپایی است، امضاء کردند. نیویورک-یورونکست در آمریکا به ثبت رسیده و در چهارم آوریل سال ۲۰۰۷، سهام آن هم در بورس نیویورک و هم در بورس یورونکست (پاریس) پذیرش شده است. در این میان مدیران آمریکایی در نیویورک مستقر هستند در حالی که مدیران غیرآمریکایی در آمستردام مستقر می‌باشند. مؤسسه‌ی ادغام‌شده ترکیبی از هفت بورس است، که از میان آنان دو بورس در آمریکا و پنج بورس در اروپا و در کشورهای بلژیک، فرانسه، هلند، پرتغال و انگلستان پراکنده هستند. نیویورک-یورونکست پنج بورس اروپایی، بورس اوراق بهادار نیویورک و نیویورک آرکا را در آمریکا اداره می‌کند.

ادغام نیویورک و یورونکست، این مؤسسه‌ی مشترک را قادر ساخت تا با به اشتراک گذاشتن تکنولوژی، هزینه‌های معاملاتی را کاهش داده و نقدینگی را افزایش دهند.^(۳) انتظار می‌رود که این ادغام کارایی فزاینده‌ای داشته باشد و فرصت‌های رشد را افزایش دهد و احتمال دارد که بورس اروپایی-آمریکایی برترین شرکت‌های جهان را جذب کند. در نهم مارس سال ۲۰۰۹، نیویورک-یورونکست، تسهیلات تجاری چندجانبه‌ی^(۴) خود را اجرایی کرد که در سامانه‌ی معاملات جهانی،^(۵) با عنوان نیویورک آرکا

۱ - بورس اوراق بهادار نیویورک فعالیت خود را در سال ۱۷۹۲ آغاز کرد و به‌طور رسمی به‌عنوان بورس اوراق بهادار ملی در سال ۱۹۳۴ به ثبت رسید؛ در حالی که نخستین رئیس و سی و سه عضو اداره‌کننده‌ی آن در سال ۱۹۲۸ منصوب شدند. در سال ۱۹۷۱، نیویورک به یک شرکت غیرانتفاعی تغییر شکل داد. متعاقب عرضه‌ی اولیه‌ی آن در سال ۲۰۰۶، نیویورک از شکل یک بورس غیرانتفاعی که اداره‌کننده‌ی آن اعضاء بودند، به یک شرکت انتفاعی که عامه‌ی مردم سهام‌دار آن بودند، تغییر شکل داد.

۲ - یورونکست اولین بورس اروپایی است که از طریق ادغام بورس‌های آمستردام، بروکسل و پاریس در سپتامبر سال ۲۰۰۰ تشکیل گردید. در سال ۲۰۰۲، یورونکست با بورس اوراق بهادار لیسهون Lisbon Stock Exchange ادغام شد و به بررسی برای معامله‌ی اوراق مشتقه از طریق تصاحب سهام بورس بین‌المللی اوراق آتی و اختیار معامله لندن London International Financial Regulated (Liffe) Futures and Options Exchange توسعه یافت. در اروپا، نیویورک/یورونکست خدماتی را در بازارهای متشکل پولی Cash Market و بازار اوراق مشتقه در بلژیک، فرانسه، انگلستان (صرفاً اوراق مشتقه)، هلند و پرتغال ارائه می‌کند.

۳ - نیویورک-یورونکست در حال بهبود نرم‌افزار معاملاتی خود می‌باشد تا زمان اجراء را برای معاملات کاهش دهد. در اول جولای سال ۲۰۰۹، نیویورک سیستم نمایش ثبت سفارش (اس‌دی‌بی‌کی) را راه‌اندازی کرد که جایگزین سیستم سوپردات که سیستم سابق ورود سفارشات و پردازش آن‌ها بود، شد. راه‌اندازی اس‌دی‌بی‌کی زمان اجراء سفارشات را از ۱۰۵ میلی‌ثانیه به ۵ میلی‌ثانیه کاهش داد که این امر منجر به افزایش ظرفیت و اندازه‌گیری‌های دقیق‌تر شد و علاوه بر این به کاهش هزینه‌های عملیاتی کمک کرد. این بورس همچنین قصد دارد تا خطمشی معاملات جهانی خود را به نیویورک، نیویورک-امکس و نیویورک-آرکا نزدیک کند تا باز هم سرعت معاملات را کاهش دهد. انتظار می‌رود که این مساله به این بورس کمک کند تا حجم بالاتر معاملات را مدیریت کرده و از این طریق درآمد حاصل از معاملات را افزایش دهد.

4- Multilateral Trading Facility (MTF)

5- UTP

یوروپ^(۱) شناخته می‌شود. مقصود از تسهیلات تجاری چندجانبه جدید، ایجاد دسترسی معاملاتی به سهامی که در بازارهای نقدی یورونکست پذیرفته شده‌اند و به سهام معتبر (با ارزش)^(۲) دیگر کشورهای اروپایی از طریق یک ارتباط واحد است.

سابقه فعالیت بورس لندن نیز قابل توجه است. در سال ۱۹۱۴ و پیش از شروع جنگ جهانی اول یک سوم اوراق بهادار منتشر شده در جهان در این بورس پذیرفته و معامله شده بودند. در این بورس هیچ‌گونه محدودیتی برای معامله توسط سرمایه‌گذارانی از سراسر دنیا وجود نداشت (نیل ۲۰۰۶: ۲۷۹). در حال حاضر در اغلب کشورهای دنیا تشکیلات بورس وجود دارد و فدراسیون جهانی بورس‌ها^(۳) به‌عنوان یک سازمان هماهنگ‌کننده بین‌المللی، نسبت به همکاری و تشریح مساعی بین بورس‌ها، حفاظت از منابع و حقوق صاحبان سهام و توسعه بازارها فعالیت می‌کند.

در ایران کلمه بورس اغلب به وسیله عده‌ای که واسطه معاملات مختلف بودند و حتی در مورد اراضی نواحی که به کرات مورد خرید و فروش قرار می‌گرفت به کار می‌رفته است لیکن هیچ‌یک از این کاربردها واجد شرایط اطلاق واژه بورس به معنای بین‌المللی آن نبوده است (ستوده تهرانی ۱۳۸۷: ۲۲۲).

فکر اصلی ایجاد بورس اوراق بهادار در ایران، به سال ۱۳۱۵ برمی‌گردد. در این سال، یک کارشناس هلندی و یک کارشناس بلژیکی به منظور بررسی و اقدام در مورد تهیه و تنظیم مقررات قانونی ناظر بر فعالیت بورس اوراق بهادار، به ایران آمدند. اما مطالعات آن دو با آغاز جنگ جهانی دوم متوقف گردید. پس از کودتای بیست و هشتم مرداد ۱۳۳۲، مجدداً در سال ۱۳۳۳ مأموریت تشکیل بورس اوراق بهادار به اتاق بازرگانی و صنایع و معادن، بانک مرکزی و وزارت بازرگانی وقت محول گردید. در تاریخ دوازدهم دی ماه ۱۳۴۱ هیات وزیران به وزارت بازرگانی اجازه داد که بورس کالا و بورس اوراق بهادار را در تهران و به تدریج در شهرستان‌ها به موجب آئین‌نامه‌ای که متعاقباً به تصویب هیأت دولت می‌رسید تشکیل دهد. این گروه پس از دوازده سال تحقیق و بررسی در سال ۱۳۴۵، قانون و مقررات تشکیل بورس اوراق بهادار تهران را تهیه و لایحه مربوطه را به مجلس شورای ملی ارسال داشتند که این لایحه در اردیبهشت

1- NYSE Arca Europe

2- Blue-chips Stocks

3 - WFE: World Federation of Exchange

سال ۱۳۴۵ با عنوان «قانون تاسیس بورس اوراق بهادار» تصویب شد. با ورود سهام بانک صنعت و معدن و نفت پارس، در بهمن‌ماه ۱۳۴۶ فعالیت بورس اوراق بهادار تهران رسماً آغاز شد. متعاقب آن اوراق قرضه دولتی، اسناد خزانه و اوراق قرضه سازمان گسترش مالکیت صنعتی و اوراق قرضه عباس‌آباد به بورس راه یافتند.

پس از چهل سال در آذر ماه سال ۱۳۸۴ قانون جدیدی با عنوان «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» در شصت ماده به تصویب مجلس رسید. قانون جدید نسبت به قانون قبلی دارای نقاط قوت زیادی است، هرچند دارای نواقص چشمگیری هم می‌باشد. به منظور حل مسائل مالیاتی و برخی مشکلات دیگر بازار سرمایه، قانون دیگری در آذرماه ۱۳۸۸ با عنوان «قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در راستای تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی» به تصویب مجلس رسید. برخی مواد قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴ - ۱۳۹۰) که در دی ماه ۱۳۸۹ به تصویب مجلس رسید نیز به‌طور خاص به بازار سرمایه و بورس اختصاص دارد. ساختار بازار سرمایه ایران بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ با ساختار آن در زمان حکومت قانون سال ۱۳۴۵ تفاوت پیدا کرد و نهادهای نظارتی و اجرایی از یکدیگر تفکیک شدند.

بر مبنای قانون تاسیس بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۴۵ در بازار اوراق بهادار، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان تنها نهاد خودانتظام تحت نظارت شورای بورس فعالیت می‌کرد. تمام اقدامات نظارتی و اجرایی بازار سرمایه در این سازمان صورت می‌گرفتند. اقداماتی نظیر ارائه مجوز به شرکت‌های کارگزاری برای فعالیت و رسیدگی به تخلفات آنها، انجام معاملات و نظارت بر آنها، تسویه معاملات و نظارت بر آنها و رسیدگی به شکایات از اقدامات و تصمیمات کارگزاران. این درحالی بود که پنج عضو هیئت‌مدیره سازمان کارگزاران، همگی از بین کارگزاران انتخاب شده بودند و این سازمان با کارمزد دریافتی از کارگزاران اداره می‌شد. بنابراین تعارض منافع و ظن عدم اخذ تصمیمات منصفانه، همچنین عدم نظارت منطبق با قوانین، امری دور از انتظار نبود.

از این‌رو هنگام تصویب قانون بازار اوراق بهادار با عنایت به تجارب گذشته تصمیم گرفته شد که نهادهای نظارتی و اجرایی از یکدیگر منفک شوند. ساختار جدید شامل ترکیبی از نهادهای نظارتی، نظارتی-

اجرائی و اجرایی می‌باشد. قانون‌گذار هدف از طراحی ساختار جدید را حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و همچنین نظارت بر حسن اجرای قانون بازار عنوان کرده است.^(۱)

به موجب ماده سوم قانون بازار، شورای عالی بورس و اوراق بهادار بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاست‌های کلان آن بازار را برعهده دارد. رکن دیگر نظارتی بازار سرمایه، سازمان بورس و اوراق بهادار است که براساس ماده پنجم قانون بازار تشکیل شده است. این سازمان وظیفه اجرای مصوبات شورا، صدور، لغو و تعلیق مجوزهای موضوع قانون بازار، حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران و نظارت بر حسن اجرای قوانین و مقررات را برعهده دارد. در قانون بازار اوراق بهادار وظایف و اختیارات نسبتاً گسترده‌ای به این سازمان اعطا شده که در نظام حقوقی ما بی‌سابقه بوده است. با وجود این که سال‌ها شرکت‌های سهامی عام بدون نظارت ماهوی تأسیس می‌شدند و فعالیت می‌کردند، قانون بازار وظیفه نظارت بر این شرکت‌ها را برعهده سازمان گذاشت و تمامی اقداماتی که به نوعی منجر به مواجهه این شرکت‌ها با عامه سرمایه‌گذاران می‌شود را تحت چارچوب نظارتی این سازمان قرار داد.

تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در سال ۱۳۸۸ گام جدیدی در راستای توسعه بازار و اختیارات سازمان بورس بود. به موجب این قانون به نوعی تأیید صلاحیت مدیران شرکت‌های سهامی عام به سازمان واگذار شد و لذا صاحبان سرمایه در انتخاب مدیران با محدودیت جدیدی مواجه شدند. ماده سیزدهم قانون توسعه ابزارها در این خصوص چنین مقرر کرده است:

مدیران نهادهای مالی، ناشران اوراق بهادار و تشکلهای خودانتظام شامل اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل باید فاقد محکومیت قطعی کیفری مؤثر بوده و از صلاحیت حرفه‌ای لازم برخوردار باشند. در صورت فقدان یا سلب صلاحیت حرفه‌ای نامبردگان، مرجع انتخاب‌کننده موظف است از انتخاب آنان به سمت‌های یاد شده خودداری نموده و یا مدیران انتخاب شده را از آن سمت برکنار نماید. شرایط و معیارهای صلاحیت حرفه‌ای مدیران مذکور صرفاً از حیث تحصیلات و سوابق تجربی مرتبط و همچنین نحوه سلب صلاحیت آنها توسط سازمان، به موجب آئین‌نامه‌ای خواهد بود که به پیشنهاد

۱ - ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار

شورای عالی بورس و اوراق بهادار به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.

تغییر ساختار بورس اوراق بهادار تهران از سازمان عمومی غیرانتفاعی به شرکت سهامی انتفاعی^(۱) نیز از پیامدهای جنبی اجرای قانون بازار اوراق بهادار بوده که براساس تجربه موفق دنیا در این زمینه و همچنین مزیت‌ها و امکانات قابل توجه آن انجام شده است. یکی از ویژگی‌های این ساختار، انتفاعی بودن و انتظار کسب بازده معقول از فعالیت‌های جاری بورس است. اگرچه کسب سود، هدف اصلی فعالیت بورس محسوب نمی‌شود، اما مدیران آن می‌کوشند علاوه بر برآوردن وظایف متعارف و قانونی خود، بازده مناسبی عاید سهام‌داران کنند مساله‌ای که تجربه چند ساله بورس‌های شرکتی در جهان نیز مؤید این انتظار به‌جا می‌باشد.

روند تاریخی شکل‌گیری معاملات در بورس تهران^(۲)

انجام معاملات و تسویه آنها به شیوه کنونی و با استفاده از سیستم‌های الکترونیکی سابقه چندانی در بورس تهران ندارد. لذا در این بند با استناد به خاطرات و تجربیات کارمندان قدیمی بورس، مروری بر چگونگی انجام معاملات و تسویه آنها در گذشته خواهیم داشت.

بازار، ساعت نه با کوبیدن چکش و به صدا در آوردن زنگ آغاز می‌شد. در آن زمان تابلوی معاملات تخته سیاه بود و خرید و فروش سهام را با گچ روی آن می‌نوشتند. قیمت‌ها هیچ محدودیتی نداشتند، صرفاً ناظر بازار بر مبنای آمار تولید و فروش شرکت‌ها، حدودی برای قیمت در نظر می‌گرفت. عملکرد سال قبل شرکت معیار تعیین نرخ بود و ارائه اطلاعات توسط شرکت‌ها معمولاً سالانه صورت می‌گرفت. کارگزاران معمولاً با چند شرکت خاص یا در یک صنعت خاص کار می‌کردند و اگر قرار بود معامله‌ای انجام شود توسط کارگزار عامل انجام می‌شد، زیرا او از نقاط ضعف و قوت شرکت‌های آن صنعت اطلاع داشت. در حقیقت کارگزاری‌ها تخصصی بودند. هیچ‌کس به خود اجازه نمی‌داد برای سهمی که اطلاعی از آن ندارد، نرخ‌گذاری کند و این کار را بر عهده کسی می‌گذاشتند که خبره کار بود.

1 - Demutualization

۲ - آنچه در این بخش مطالعه می‌کنید مبتنی بر مصاحبه سایت سنا با مرحوم محمدصادق مدنی است (www.sena.ir).

سازمان کارگزاران بعد از برگزاری مجامع شرکت‌ها، کمیته‌ای را تشکیل می‌داد که شامل کارشناس آن شرکت، مدیر نظارت بر شرکت‌ها، کارگزاری که با آن شرکت کار می‌کرد، ناظر معاملات و مدیران شرکت بود. اطلاعات از مدیر شرکت اخذ و میزان تولید و سود شرکت به صورت دست‌نوشته بین کارگزاران توزیع می‌شد. به دلیل کم بودن تعداد سهام، تخصیص سهام به مشتریان کارگزاران توسط ناظر معاملات انجام می‌شد. این رویه تا سال ۱۳۷۴ که سازمان بورس تصمیم گرفت اولین سیستم نرم افزاری را از کانادا خریداری کند، ادامه داشت.

تسویه معاملات نیز شیوه خاص خود را داشت. در سال ۱۳۷۰ اتاق پایاپای سهام و همچنین تسویه وجوه در سازمان کارگزاران مستقر بودند. رویه اجرایی معاملات به این صورت بود که برگه سهام توسط شرکت صادر و به سهام‌دار ارائه می‌شد. در صورتی که سهام‌دار قصد فروش سهام را داشت آنرا به کارگزار تحویل می‌داد و کارگزار فروشنده با دستور فروش به تالار معاملات مراجعه می‌کرد. در آنجا کارگزاران و خریداران حضور داشتند و اعلام خرید می‌کردند و معاملات انجام می‌شد. سپس برگه سهام و اعلامیه‌ای صادر می‌شد که باید به امضای کارگزار خریدار و فروشنده می‌رسید تا به شرکت‌ها به منظور صدور برگه سهام جدید تحویل داده شود. این فرایند بسیار طولانی بود و گاهی برگه سهم تا سه ماه نزد کارگزاری باقی می‌ماند تا به نام خریدار جدید تغییر یابد، نتیجه این امر کندی معاملات بود.

به منظور رفع مشکل، دبیر کل وقت پیشنهاد ایجاد واحدی برای تسریع امور را صادر کرد و بدین ترتیب اتاق پایاپای شکل گرفت. تصمیم گرفته شد که بورس، اعلامیه خرید و فروش را از کارگزاران دریافت کند و به شرکت‌ها ارائه نماید. بنابراین کارگزار فروشنده که برگه سهام را در دست داشت، موظف شد در پایان هر هفته اعلامیه پشت‌نویسی شده را به بورس تحویل دهد. تعدادی کارمند هم این برگه‌ها را با موتور به شرکت‌ها می‌بردند و هفته بعد آن را پس از تغییر مالکیت، تحویل می‌گرفتند. بنابراین نقل و انتقال مالکیت سهام در دفاتر شرکت‌ها انجام می‌شد.

به منظور رعایت ماده چهل قانون تجارت، سازمان کارگزاران وقت مبادرت به امضای دفاتر شرکت‌ها به نیابت از کارگزاران که نماینده مالک سهم بودند می‌نمود. البته در این مرحله صرفاً پایاپای انجام می‌شد و به منظور تسویه معاملات، خود کارگزاران اقدام می‌کردند یعنی برای دریافت طلب خود مستقیماً به