

به نام آن که جان را فکرت آموخت

۱۲۷۲۹

# دانشگاه تهران

دانشکده حقوق و علوم سیاسی

رساله جهت اخذ درجه دکتری در رشته حقوق خصوصی

موضوع:

قراردادهای تأمین مالی بین المللی با تأکید بر  
معامله اوراق بهادار بین المللی

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر محمود باقری

اساتید مشاور:

جناب آقای دکتر امیر صادقی نشاط - جناب آقای دکتر مرتضی عادل

اساتید داور:

سرکار خانم دکتر لعیبا جنیدی - جناب آقای دکتر عبدالحسین شیروی

نگارش:

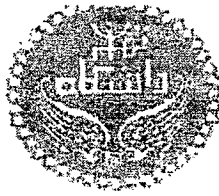
احمد کریمی سغینی

۱۳۸۷

۱۳۸۸/۷/۱۶

کتابخانه اساتید دانشکده حقوق  
تهیه و درج

۱۲۱۸۲۹



دانشکده حقوق و علوم سیاسی  
گروه آموزشی حقوق خصوصی و اسلامی  
گواهی دفاع از رساله دکتری

هیات داوران رساله دکتری: احمد کریمی سفینی

گرایش:

در رشته: حقوق خصوصی

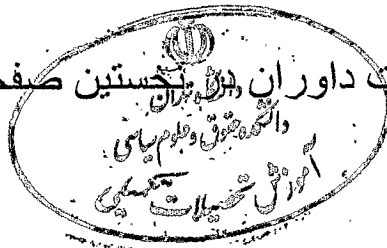
۱۳۸۸/۷/۱۶

با عنوان: قراردادهای تامین مالی بین المللی با تاکید بر معامله اوراق بهادار بین المللی

را در تاریخ: ۸۷/۹/۱۲ با درجه: **سیاق خوب** ارزیابی نمود.

ردیف	مشخصات هیات داوران	نام و نام خانوادگی	مرتبه دانشگاهی	دانشگاه یا موسسه	امضاء
۱	استاد راهنما استاد راهنمای دوم (حسب مورد)	دکتر محمود باقری	استادیار	دانشکده حقوق و علوم سیاسی	
۲	استاد مشاور	دکتر امیرصادقی نشاط	استادیار	دانشکده حقوق و علوم سیاسی	
۳	استاد مشاور دوم (حسب مورد)	دکتر مرتضی عادل	استادیار	"	
۴	استاد مدعو خارجی	دکتر عبدالحسین شیروی	استاد	دانشگاه قم تهران، درازسر	
۵	استاد مدعو خارجی				
۶	استاد مدعو داخلی	دکتر لعلیا جنیدی	استادیار	دانشکده حقوق و علوم سیاسی	
۷	استاد مدعو داخلی				
۵	معاون یا نماینده معاون تحصیلات تکمیلی دانشکده	دکتر لعلیا جنیدی	استادیار	"	

تذکر: این برگه پس از تکمیل هیات داوران در این بکسستین صفحه پایان نامه درج می گردد



شماره:

تاریخ:



جمهوری اسلامی ایران  
دانشگاه تهران

شماره \_\_\_\_\_  
تاریخ \_\_\_\_\_  
پیوست \_\_\_\_\_

اداره کل تحصیلات تکمیلی

باسمه تعالی

تعهد نامه اصالت اثر

اینجانب احمد کریمی متعهد می شوم که مطالب مندرج در این پایان نامه / رساله حاصل کار پژوهشی اینجانب است و به دستاوردهای پژوهشی دیگران که در این پژوهش از آنها استفاده شده است ، مطابق مقررات ارجاع و در فهرست منابع و مأخذ ذکر گردیده است. این پایان نامه / رساله قبلاً برای احراز هیچ مدرک هم سطح یا بالاتر ارائه نشده است. در صورت اثبات تخلف ( در هر زمان ) مدرک تحصیلی صادر شده توسط دانشگاه از اعتبار ساقط خواهد شد .

کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پردیس / دانشکده / مرکز دانشگاه تهران می باشد .

احمد کریمی بشخصی  
نام و نام خانوادگی دانشجو

امضاء \_\_\_\_\_

آدرس : خیابان انقلاب اول خیابان فجر رازی - پلاک ۵ کد پستی : ۱۳۰۴۵/۵۶۸

فاکس : ۶۴۹۷۳۱۴

## مقدمه

۹

## بخش اول - تکوین و تکامل بازارهای مالی و شناخت قراردادهای تأمین مالی

## مبحث اول: تکوین بازارهای مالی و اقسام آن

- ۱-۱- ایجاد بازارهای مالی ۱۳
- ۱-۲- روشهای مختلف تأمین مالی ۱۵
- ۱-۳- تقسیم بازارهای مالی به بازار پول و بازار سرمایه ۲۰
- ۱-۴- اقسام بازار سرمایه: بازار اولیه و بازار ثانویه ۲۲
- ۱-۵- مدل‌های متداول تأمین مالی ۲۳
- ۱-۵-۱- تأمین مالی تمدیدی ۲۳
- ۱-۵-۲- تأمین مالی پروژه ای ۲۴
- ۱-۵-۲-۱- سابقه تاریخی ۲۶
- ۱-۵-۲-۲- طرح اصلی یک تأمین مالی پروژه ای ۲۷
- ۱-۵-۳- وام های اتحادیه ای بین المللی ۲۸

## مبحث دوم: شکل گیری بازارهای معاملات اوراق بهادار و انواع معاملات

## در این بازارها

- ۲-۱- تاریخچه شکل گیری بازارهای اوراق بهادار ۳۰
- ۲-۲- اولین شرکتهای سهامی و بازارهای اوراق بهادار ۳۱
- ۲-۳- افزایش اهمیت بازارهای اوراق بهادار در دوپست سال اخیر ۳۴
- ۲-۴- نمودار سرمایه گذاری در اوراق بهادار ۳۶
- ۲-۵- مزایای تأمین مالی از طریق اوراق بهادار ۳۷
- ۲-۶- تشکیل بازار بورس ۳۹

۴۰	۱-۶-۲- دلیل وجود بازارهای بورس
۴۱	۲-۶-۲- انواع بازارهای بورس
۴۲	۳-۶-۲- پیشرفت های اخیر
۴۵	۷-۲- معاملات اوراق بهادار در خارج از بازار بورس
۴۶	۸-۲- انواع اوراق بهادار در بازار بورس
۴۷	۱-۸-۲- سهام
۴۸	۲-۸-۲- اوراق بدهی
۴۹	۳-۸-۲- اقسام اوراق بدهی
۵۱	۱-۳-۸-۲- اوراق بهادار با پشتوانه دارایی
۵۳	۲-۳-۸-۲- سرمایه گذاری در اوراق بدهی
۵۴	۳-۳-۸-۲- اوراق مرکب
<b>مبحث سوم: حقوق حاکم بر معاملات اوراق بهادار در ایران</b>	
۵۷	۱-۳- سابقه قانونگذاری و تحولات در معاملات اوراق بهادار
۵۸	۲-۳- معامله اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران
۵۸	۱-۲-۳- تعریف سهم
۵۹	۲-۲-۳- ماهیت حقوقی سهم
۶۰	۳-۲-۳- ماهیت حق سهامدار نسبت به سهم
۶۰	۴-۲-۳- تعریف ورقه قرضه
۶۱	۵-۲-۳- شرایط انتشار اوراق قرضه
۶۲	۶-۲-۳- انواع اوراق قرضه

۶۴	۳-۲-۷- اوراق مشارکت
۶۵	۳-۲-۸- تعریف اوراق مشارکت
۶۵	۳-۲-۹- انواع اوراق مشارکت
۶۷	۳-۳- ماهیت حقوقی معاملات اوراق بهادار در حقوق ایران
۶۸	۳-۳-۱- عدم کارایی عقد مضاربه و شرکت در معاملات بازار سرمایه
۷۰	۳-۴- حذف بهره و اثر آن در بازار سرمایه
۷۲	۳-۵- بررسی قوانین حاکم بر بازار سرمایه در ایران
۷۷	۳-۶- کاستی ها و نابرابری های قانونی بازار سرمایه ایران
<b>مبحث چهارم: وضع مقررات و محدودیتهای آزادی معاملات اوراق بهادار</b>	
۸۰	۴-۱- دلایل وضع مقررات
۸۳	۴-۲- اصول مقررات نظارتی
۸۴	۴-۳- مقررات زدایی و اهداف آن
۸۵	۴-۴- اشکال مختلف مقررات نظارتی
۸۶	۴-۵- آزادی قراردادی و حقوق اوراق بهادار
۸۹	۴-۶- نقص حقوق خصوصی در اجرای عدالت در بازار اوراق بهادار
۹۰	۴-۷- ماهیت نظام حقوقی نظارتی
۹۱	۴-۸- حقوق اوراق بهادار و کارکردهای آن
۹۳	۴-۹- کارکردهای بازار اوراق بهادار
۹۶	۴-۱۰- کارکردهای جدید مقررات نظارت بر اوراق بهادار
۹۷	۴-۱۱- اهداف مقررات نظارتی
۹۷	۴-۱۱-۱- حمایت از سرمایه گذار

۱۰۰	۴-۱۱-۲- کارآیی
۱۰۲	۴-۱۱-۳- ایجاد رقابت در جهت جذب بیشتر سرمایه ها
۱۰۳	۴-۱۲- خود قانونگذاری
۱۰۴	۴-۱۲-۱- مزایا و معایب یک نظام خود قانونگذار
۱۰۵	۴-۱۲-۲- خود قانونگذاری در عرصه بین المللی
<b>مبحث پنجم: بررسی مقررات نظارت بر معاملات اوراق بهادار در کشورهای نمونه</b>	
۱۰۹	۵-۱- دایره شمول مقررات نظارتی
۱۰۹	۵-۲- ساختار نظام نظارتی بر بازارهای اوراق بهادار امریکا
۱۱۳	۵-۳- قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴
۱۱۶	۵-۴- افشای اطلاعات
۱۱۸	۵-۵- مقررات FD
۱۱۹	۵-۶- افشای عمومی اطلاعات به طور سریع
۱۲۰	۵-۷- کلاهبرداری در قوانین اوراق بهادار امریکا
۱۲۱	۵-۸- استفاده غیرقانونی از اطلاعات محرمانه
۱۲۳	۵-۹- مقررات ناظر به بازارهای اوراق بهادار در حقوق انگلیس
۱۲۴	۵-۱۰- عرضه عمومی اوراق بهادار و اعلامیه فروش
۱۲۸	۵-۱۱- جرایم مربوط به معاملات اوراق بهادار
۱۲۸	۵-۱۱-۱- اظهارات گمراه کننده
۱۲۸	۵-۱۱-۲- تاثیر گمراه کننده یا نادرست
۱۲۹	۵-۱۱-۳- تماس ناخواسته
۱۳۰	۵-۱۱-۴- استفاده غیرقانونی از اطلاعات



۱۳۱	۵-۱۱-۵- اطلاعات محرمانه
<b>بخش دوم- معاملات بین المللی اوراق بهادار و چالشهای حقوقی آن</b>	
<b>مبحث اول: جهانی شدن بازارهای مالی</b>	
۱۳۴	۱-۱- تعریف جهانی شدن
۱۳۵	۱-۲- عوامل بین المللی شدن (جهانی شدن)
۱۴۰	۱-۳- آثار پدیده جهانی شدن
۱۴۳	۱-۴- جهانی شدن مالی، آخرین پیشرفتهای و سازمانهای مهم
۱۴۴	۱-۵- آخرین پیشرفتهای در حوزه جهانی شدن مالی
۱۴۵	۱-۶- جهانی شدن خدمات مالی
۱۴۶	۱-۷- یکپارچه شدن بازار در سال ۲۰۰۰
۱۴۷	۱-۸- فعالان اصلی
۱۴۹	۱-۹- نهادهای مالی
۱۵۱	۱-۱۰- جهانی شدن مالی و پیشرفت در بخش مالی
۱۵۳	۱-۱۱- بهبود در زیرساخت های مالی
۱۵۴	۱-۱۲- اشکال جدید مقررات نظارتی جهانی
۱۵۴	۱-۱۳- مشکل مربوط به مقررات نظارتی
۱۵۶	۱-۱۴- خطرات و تاثیرات جمعی جهانی شدن
<b>مبحث دوم: معاملات اوراق بهادار در بازار بین المللی</b>	
۱۵۹	۲-۱- عوامل موثر در رشد بازار بین المللی اوراق بهادار
۱۵۹	۲-۱-۱- عرضه و تقاضا برای اوراق بهادار
۱۶۱	۲-۱-۲- تکنولوژی ارتباطات

۱۶۲	۲-۱-۳- تغییرات در عرصه مقررات نظارتی
۱۶۳	۲-۲- موانع موجود برای تشکیل یک بازار بین المللی اوراق بهادار
۱۶۴	۲-۲-۱- هماهنگی تسویه و پرداخت
۱۶۶	۲-۲-۲- همکاری در زمینه مقررات نظارتی
۱۶۸	۲-۲-۲-۱- موانع موجود در راه همکاری در زمینه مقررات نظارتی
۱۷۰	۲-۳- همکاری بین المللی
۱۷۴	۲-۴- شکل گیری اوراق قرضه بین المللی
۱۷۵	۲-۴-۱- تعریف اوراق قرضه بین المللی
۱۷۸	۲-۴-۲- مقررات حاکم بر بازار اوراق قرضه بین المللی
۱۸۰	۲-۴-۳- قانون حاکم بر اوراق قرضه بین المللی
۱۸۵	۲-۴-۴- اوراق قرضه بین المللی دولتی
<b>مبحث سوم: چالشهای حقوقی مربوط به معاملات بین المللی اوراق بهادار</b>	
۱۸۸	۳-۱- قانون صالح در مورد معاملات اوراق بهادار
۱۸۸	۳-۲- انتخاب قانون حاکم
۱۸۹	۳-۳- استثنائات در مورد انتخاب قانون حاکم
۱۹۰	۳-۳-۱- قراردادهای مصرف کننده
۱۹۱	۳-۳-۲- معاملات اوراق بهادار
۱۹۲	۳-۳-۳- انتخاب قانون حاکم به قصد فرار از قوانین
۱۹۳	۳-۳-۴- قانون صالح در قوانین امری دادگاه
۱۹۴	۳-۳-۵- اجرای قوانین امری کشور دیگر
۱۹۷	۳-۴- قانون صالح در صورت عدم وجود شرط انتخاب قانون حاکم

۱۹۸	۳-۵- معاملات اوراق بهادار در بازار بورس
۱۹۸	۳-۶- مقررات حاکم در بازار
۱۹۹	۳-۶-۱- قانون حاکم بر انتقال اوراق بهادار
۱۹۹	۳-۶-۲- قابلیت انتقال
۲۰۰	۳-۶-۳- شکل انتقال
۲۰۲	۳-۶-۴- آثار انتقال
۲۰۳	۳-۷- قانون صالح
۲۰۳	۳-۸- کنوانسیون رم
<b>مبحث چهارم: نظارت بین المللی بر معاملات اوراق بهادار</b>	
۲۰۴	۴-۱- بین المللی شدن و اروپایی شدن حقوق اوراق بهادار
۲۰۴	۴-۲- دلایل متحد شدن حقوق اوراق بهادار
۲۰۶	۴-۳- حقوق بین المللی اوراق بهادار
۲۰۸	۴-۴- مقررات اوراق بهادار اروپایی
۲۱۳	۴-۵- مطلوبیت رقابت در عرصه مقررات بین المللی اوراق بهادار
۲۱۳	۴-۶- نیاز به رقابت در مقررات اوراق بهادار
۲۱۵	۴-۷- مزایای ایجاد رقابت در زمینه مقررات
۲۱۷	۴-۸- امکان رقابت بین المللی در عرصه مقررات نظارتی
۲۱۹	۴-۹- محدودیت های موجود برای رقابت در عرصه وضع مقررات در بازار جهانی
۲۲۱	۴-۱۰- تقویری هماهنگ سازی
۲۲۵	۴-۱۱- رقابت یا هماهنگی
۲۲۸	۴-۱۲- اصول سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار

۲۳۲	نتیجه گیری:
۲۳۵	ضمائم
۲۴۱	منابع

به نام خدا

## مقدمه

مهمترین عامل توسعه و رشد اقتصادی انباشت سرمایه است و در سیاستگذارانه‌های کلان از اهمیت وافری برخوردار می‌باشد. این سرمایه انباشته شده باید گردآوری شده و در مسیرهای مورد نظر هدایت شود.

یک طرف مازاد سرمایه دارد و طرف دیگر کمبود سرمایه این معادله همیشه بوده است و متناسب با پیشرفت اقتصادی پیچیده تر شده است. روابط اقتصادی اولیه، مبادلات مالی بین اشخاص یا خانواده و یا قبیله ها بود و پایه اقتصاد بر تأمین معیشت افراد استوار بود. بر همین مبنا مفهوم قرارداد شکل گرفت و پایه آن تراضی طرفین بود که این مفهوم هنوز مبنای انعقاد قرارداد در حقوق مدنی است.

به تدریج در اقتصاد نوین شرکت جایگزین شخص و خانواده شد و حقوق شرکتها شکل گرفت و در تدوین قوانین مربوط به شکل گیری و اداره شرکت عناصری از نفع اجتماعی مورد توجه قرار گرفت. لکن شرکت همچنان تابع اصول حقوق خصوصی باقی ماند. اما با رشد بازار عرضه و تقاضا، شرکت که نیز روزی روابط بین شرکاء را تنظیم می کرد با عرضه عمومی سهام و فعالیتهای سازمان یافته و پیچیده اقتصادی جایگاهی نو پیدا کرد که فراتر از تنظیم روابط شرکاء و سهامداران بود و رعایت منافع اجتماعی و نظم عمومی در تنظیم مقررات حاکم بر فعالیت و اداره شرکت اولویت پیدا کرد.

به عبارت دیگر سیر تکوین بازار سرمایه هماهنگ با تحولات اجتماعی و اقتصادی از یک بازار عرفی تابع قواعد حقوق خصوصی و منطبق با قواعد حقوق مدنی شروع و با حقوق تجارت و شرکتها شکل گرفت و در گام بعدی با حقوق بازار بورس که صیغه حقوق عمومی دارد متحول شد.

پیچیدگی های اقتصاد نوین محل شبهه نمی باشد. امروز پاسخ به این سؤال که آیا می توان در بازار سرمایه طرفین را به حال خود رها کرد تا بر مبنای تراضی، نیاز خود را برآورده سازند، منفی است.

یک طرف شرکتها و کارتهای بزرگ اقتصادی هستند که قدرت اقتصادی بزرگی داشته و بررسی وضعیت آنها برای سرمایه‌گذارانی که ممکن است سرمایه کوچک در اختیار داشته باشند غیرممکن است و اساساً به دلیل عدم امکان اطلاع از وضعیت و موقعیت شرکت توسط سرمایه‌گذار توافق و تراضی مفهوم پیدا نمی‌کند.

این است که ضرورت پیدا می‌کند تا تشکیلات واسطه‌ای، ایجاد شود تا این وظیفه را عهده‌دار شوند. این تشکیلات همان بانک‌ها، بورس‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. از طرفی عملکرد این نهادها تأثیر مستقیم بر اقتصاد جامعه و فرد مردم حتی آنهایی که هیچ دخالتی در این موضوع ندارند دارد.

اینجاست که دخالت دولت برای حفظ نظم عمومی و تنظیم روابط اقتصادی ضرورت پیدا می‌کند. دولت قواعدی را برای حفظ حقوق اجتماعی و تنظیم روابط اقتصادی وضع کند تا از حقوق جامعه و سلامت روابط اقتصادی مطمئن شود. بورس‌ها نیز برای جلوگیری از هرگونه سوء استفاده و حمایت طرفین قواعد خاص خود را برای معاملات وضع می‌کنند و همینطور شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای مالی همه طبق دستورالعمل‌های از پیش تعیین و تأیید شده به صورت یکنواخت عمل می‌کنند. در بخش اول این رساله ضمن بررسی نحوه شکل‌گیری بازارهای بورس به اهمیت نقش و اهداف این بازارها می‌پردازیم و نقش و ضرورت وضع مقررات نظارتی اعم از قوانین یا مقررات وضع شده توسط نهادهای واسطه‌ای بورس و شرکتهای سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار می‌دهیم تا قادر باشیم ماهیت قراردادهای تأمین مالی را شناخته و تجزیه و تحلیل منطبق بر واقعیات و شرایط امروزی حاکم بر این قراردادها ارائه داده باشیم.

در تجزیه و تحلیل قراردادهای تأمین مالی با توجه به موضوع رساله تمرکز ما بر معاملات اوراق بهادار است که جنبه‌های خاص این معاملات از قبیل عرضه عمومی اوراق بهادار، افشاء اطلاعات، منع معامله وابستگان شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. قوانین و مقررات حاکم بر معاملات اوراق بهادار در کشورمان نیز بررسی شده و مزایا و کاستی‌های آن تا آنجا که در حوصله این رساله بوده مورد بحث قرار گرفته است.

موضوع دیگر مورد بحث تشکیل بازار بین المللی اوراق بهادار و نتیجتاً معاملات اوراق بهادار در این بازار است. امروزه لیبرالیسم و آزادسازی بازارهای مالی موجب آن شده است که حرکت سرمایه از بازارهای یک کشور به کشور دیگر به سادگی انجام پذیرد.

بدین جهت نیاز به یک سری راهکارهای قانونی و مقرراتی برای همسان سازی و تنظیم کنترل رفتارهای بازیگران بازارهای بین المللی سرمایه احساس می شود. در این رابطه راهکارهای گوناگونی پیشنهاد شده است از یکسان سازی مقررات مربوط به اوراق بهادار گرفته تا همسان سازی و یا شناسایی متقابل این مقررات در کشورهای گوناگون و یا ایجاد نهادهایی با صلاحیت جهانی برای وضع مقررات که مطالب مورد بحث ما را در بخش دوم تشکیل می دهد در این رابطه موضوع دیگر در این بازارها چالش های حقوقی است که معاملات انجام شده در این بازار با آن روبرو هستند که عمده آن انتخاب قانون حاکم یا قانون صالح حاکم بر این معاملات می باشد که این موضوع نیز تا آنجا که مسائل مبتلا به بازار اوراق بهادار می باشد در بخش دوم مورد بررسی قرار گرفته است.

در همینجا لازم می دانم از زحمات و کمکه های بی شائبه جناب آقای دکتر محمود باقری که همواره مدیون لطف و محبت ایشان بوده ام کمال تشکر و سپاسگزاری نمایم.

همچنین از زحمات اساتید محترم جناب آقای دکتر صادقی نشاط و جناب آقای دکتر عادل که به عنوان مشاور قبول زحمت نموده و اساتید محترم سرکار خانم دکتر جنیدی و جناب آقای دکتر شیروی که به عنوان داور قبول زحمت نمودند کمال تشکر و سپاسگذاری را دارم.

بخش اول:  
تکوین و تکامل بازارهای مالی و شناخت  
قراردادهای تأمین مالی



# مبحث اول - تکوین بازارهای مالی و اقسام آن

## ۱-۱ ایجاد بازارهای مالی

افزایش سرمایه به عنوان مهمترین عامل توسعه اقتصادی در تصمیم گیری های کلان اقتصادی شناخته میشود. و از طرف دیگر باید ببینیم که چگونه می توانیم نیازهای مالی را برای رسیدن به اهداف اقتصادی که داریم برآورده کنیم. بنابراین از یک سو نیاز به سرمایه گذاری وجود دارد و از سوی دیگر برای تامین این نیاز، اولین مرحله افزایش سرمایه است. پس بهتر است ابتدا از مرحله اول که افزایش سرمایه است شروع کنیم و علل و عوامل دخیل در آن را بشناسیم. مهمترین عامل در ایجاد سرمایه و سرمایه گذاری وجود یک "مازاد اقتصادی" است، یعنی در ابتدا ما باید منابعی مازاد بر مصرف جاری در اختیار داشته باشیم تا بتوانیم آن را به مسیرهای مشخص برای سرمایه گذاری هدایت کنیم. به عبارت دیگر در اقتصاد هر کشور مهمترین عامل در انباشت سرمایه برای اهداف سرمایه گذاری افزایش حجم پس انداز واقعی در اقتصاد ملی هر کشور است.

اما نباید فراموش کرد که تجهیز منابع پس اندازی با تامین وجوه سرمایه گذاری برابر نیست. به عبارت دیگر کمبود سرمایه را نمی توان با عرضه بیشتر پول برطرف کرد<sup>۱</sup>.

از سوی دیگر وجود بازارهای مالی و بازارهای سرمایه به خودی خود با افزایش سرمایه ارتباطی ندارد و در میزان آن موثر نیست. کارکرد این بازارها در یافتن منابع مالی مناسب و موثر برای مصارف سرمایه گذاری است که مهمترین عامل در ایجاد آن منابع مالی افزایش سرمایه از طریق پس انداز است. پس مهمترین رکن در یک سرمایه گذاری مطلوب پس انداز است و میزان سرمایه گذاری در هر کشور با میزان پس انداز در آن ارتباط مستقیم دارد بنابراین به اجمال به عوامل موثر در انباشت سرمایه در اقتصاد ملی اشاره می کنیم<sup>۲</sup>.

۱- افزایش حجم پس انداز واقعی در اقتصاد ملی

۲- گردآوری و هدایت منابع پس اندازی از راه یک سازوکار مالی و اعتباری کارآمد به گونه ای که بتوان وجوه مزبور را در سطحی گسترده و از منابعی مختلف گردآوری کرد و آنرا در دسترس متقاضیان سرمایه قرار داد.

<sup>۱</sup> غلامحسین دوانی بورس، سهام ص ۱۰

<sup>۲</sup> همان منبع ص ۱۰

۳- فرآیند سرمایه گذاری به خودی خود به گونه ای که کاربرد منابع پس اندازی و افزایش موجودی سرمایه در اقتصاد ملی منجر شود.

مهمترین اجزای یک بازار مالی عبارتند از: پس انداز کنندگان که درآمد آنها برای مدتی از میزان استفاده آنها از منابع مالیشان فزونی یافته است و قرض گیرندگان که با کمبود منابع مالی مواجه هستند.

هر چند مهمترین کارکرد بازارهای مالی، رساندن سرمایه گذار و سرمایه پذیر به یکدیگر، در بهترین زمان و با کمترین هزینه است، اما در داخل این کارکرد، بازارهای مالی وظایف دیگری نیز دارند که از جمله می توان به تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی اشاره کرد.

تبادلات مالی اقسامی دارد: ۱. پرداخت نقد<sup>۱</sup> که در آن اعتبار از یک طرف به طرف دیگر منتقل می شود و شامل تبادلات ارزی هم می باشد که در آنها یک واحد پولی با واحد پولی دیگری معاوضه می شود. ۲. اعتبار<sup>۲</sup> که در آن منابع مالی از یک طرف به طرف دیگر می رود و طلبکار حق دارد اصل و سود پول خود را با نرخ بهره توافق شده، در سررسید زمانی معین دریافت کند. ۳. تبادلات سهام<sup>۳</sup> که در آن حق سرمایه گذار در بازپرداخت به عملکرد صادرکننده اوراق بهادار بستگی دارد.

همانگونه که معمولاً تعریف می شود یک بازار مالی بین المللی با معاملاتی سروکار دارد که: الف) بین قرض دهندگان خارجی و قرض گیرندگان داخلی و خارجی (ب) بین قرض گیرندگان خارجی و قرض دهندگان داخلی و خارجی (ج) تنها بین قرض دهندگان و قرض گیرندگان خارجی انجام می گیرد. به بازارهایی که با مورد اخیر سروکار دارند مراکز مالی بین المللی "فرامرزی"<sup>۴</sup> گفته می شود. به طور سنتی و پیش از پیدایش و گسترش بازارهای پول اروپایی، برای تامین نیاز قرض گیرندگان خارجی به مازاد سرمایه داخلی نیاز بود. مثال بارز این مراکز لندن و نیویورک بودند. اما در نتیجه بین المللی شدن مبادلات اعتباری دیگر لازم نبود که یک مرکز مالی بین المللی، تنها تامین کننده سرمایه داخلی

<sup>۱</sup> payment

<sup>۲</sup> credit

<sup>۳</sup> equity transaction

<sup>۴</sup> Offshore

باشد.<sup>۱</sup> در نتیجه حدوداً از سال ۱۹۶۰ مراکز مالی بین‌المللی جدید بوجود آمدند. از جمله این مراکز می‌توان به مراکز خاور میانه کویت و بحرین، سنگاپور (که مرکز اصلی بازار پول آسیا است)، هنگ کنگ، پاناما و لوکزامبورگ اشاره کرد. یک مرکز مالی بازرگانی<sup>۲</sup>، مرکزی است که خدمات موسسات مالی، پول و اوراق بهادار خود را به اشخاص خارجی و داخلی ارائه می‌دهد. یک مرکز مالی بین‌المللی "فرامرزی" به عنوان واسطه برای اشخاص خارجی عمل می‌کند بنابراین می‌توان گفت که نمونه‌ای از یک مرکز مالی بازرگانی است.

سنگاپور مرکز اصلی رشد و توسعه بازار بین‌المللی پول آسیا است.<sup>۳</sup> در سال ۱۹۶۸ دولت سنگاپور به بانکهای خاصی اجازه داد تا واحدهای حسابداری مجزایی را با عنوان "واحدهای پول آسیایی" (ACU)<sup>۴</sup> تاسیس کنند. تنها کارکرد این واحدها این بود که سپرده به پول خارجی را بپذیرند و از این منابع مالی در فعالیت‌های تامین مالی شرکت‌ها در آسیا استفاده کنند.<sup>۵</sup> حجم این بازار از ۳۱ میلیون دلار در سال ۱۹۶۸ به ۶۵ بلیون دلار در سال ۱۹۸۱ افزایش یافت.<sup>۶</sup> وزارت پول سنگاپور بر فعالیت این بانک‌ها نظارت می‌کند. این واحدها سپرده به تمامی واحدهای پولی به غیر از دلار سنگاپور را می‌پذیرند و به اشخاص داخلی و خارجی قرض می‌دهند. سنگاپور بر سود سپرده‌های بانکی اشخاص خارجی مالیات وضع نکرده است و درآمد اشخاص خارجی که در بازارهای فرامرزی و با واسطه بازار سنگاپور سرمایه‌گذاری می‌کنند، مشمول مالیات نخواهد بود.<sup>۷</sup>

این مسئله از جمله راهکارهایی است که در جهت افزایش سرمایه‌گذاری خارجی و حجم مبادلات در گردش در بازار سنگاپور صورت گرفته است.

## ۱-۲ روشهای مختلف تامین مالی

تاریخچه بازارهای اوراق بهادار نشان داده است که تغییرات در این بازارها بیشتر برای پاسخ به سرمایه‌های جدید بوده است. این مطلب به توضیح بیشتری نیاز دارد. شاید آسان‌ترین راه برای بدست آوردن سرمایه استفاده از درآمدهای پس

<sup>۱</sup> Dufey and Giddy, *The International Money Market* (Prentice-Hall 1978) p 36

<sup>۲</sup> Entrepot Financial Center

<sup>۳</sup> غالباً به دلیل استفاده زیاد از دلار در این بازار به آن "بازار دلار آسیا" گفته می‌شود.

<sup>۴</sup> Asian Currency Units

<sup>۵</sup> Effros, ed., *Emerging Financial Centers*, International Monetary Fund publication (1982), p 921.

<sup>۶</sup> همان منبع ص ۹۲۷

<sup>۷</sup> Diamond, *Tax Havens of The World, Vol. 3, Section on Singapore* (Matthew Bender 1984) p 1-2

انداز شده باشد.<sup>۱</sup> این بدان معنا است که شرکت پس از کسر سودی که در حساب ذخیره نگهداری می شود و کسر سودی که به سهامداران تعلق می گیرد، از باقیمانده برای تامین مالی استفاده می کند. جزئیات در این مورد در حقوق شرکتها در هر کشور باید مطالعه شود. بر خلاف این حالت که تامین مالی درونی نامیده می شود، تامین مالی بیرونی هم موضوع بانک و هم موضوع قوانین اوراق بهادار است. فعالیت اصلی بانکهای تجاری این است که سپرده ها را از پس اندازکنندگان و سایر تامین کنندگان منابع مالی دریافت کنند و این منابع مالی را به شرکتها و سایر اشخاصی که تقاضای وام دارند، بدهند. (شکل شماره ۱).

به تامین مالی شرکتها از طریق وام، تامین مالی غیر مستقیم<sup>۲</sup> نیز گفته می شود. تامین مالی غیر مستقیم در حقیقت گونه سنتی تامین مالی است که در آن قرض گیرندگان منابع مالی را در بازار مالی و از طریق ابزارهای غیرمستقیم مانند واسطه های مالی تامین می کنند. واسطه مالی یک نهاد، موسسه یا فرد است که به عنوان واسطه بین دو یا چند طرف که در یک بستر مالی فعالیت می کنند، عمل می نماید. در ایالات متحده امریکا، یک واسطه مالی به طور معمول یک نهاد است که هدایت منابع مالی را بین قرض گیرندگان و قرض دهندگان بطور غیر مستقیم میسر می سازد. برای مثال، پس اندازکنندگان (قرض دهندگان) منابع مالی خود را به یک نهاد واسطه مثل یک بانک می سپارند و آن نهاد منابع مالی را در اختیار قرض گیرندگان می گذارد.

برعکس این حالت تامین مالی مستقیم<sup>۳</sup> است که بانکها به عنوان واسطه مالی در آن نقشی ندارند. در تامین مالی مستقیم قرض گیرنده در ارتباط مستقیم با بازار مالی است؛ مانند حالتی که قرض گیرنده اقدام به صدور اوراق بهادار به طور مستقیم در بازار می کند. در این حالت شرکتها اقدام به صدور سهام، اوراق قرضه یا سایر اوراق بهادار برای سرمایه گذاران در بازار سرمایه می کنند و منابع مالی که نیاز دارند را به دست می آورند. عرضه اولیه عمومی<sup>۴</sup> یکی از گونه های متداول تامین مالی مستقیم است. هسته اصلی قوانین مربوط به اوراق بهادار به این مسئله می پردازد.<sup>۵</sup> حالتی را

<sup>1</sup> E Ferran *Company law and Corporate finance* (Oxford OUP 1999) 69-70; R Burgess *Corporate Finance Law* (London Sweet And Maxwell 1992); S Valdez and J Wood *An Introduction to Global Financial Markets* (Hampshire Palgrave 4<sup>th</sup> edn 2003) 9.

<sup>2</sup> indirect finance

<sup>3</sup> direct finance

<sup>4</sup> Initial Public Offering

<sup>5</sup> علاوه بر این شرکت هایی که سهام صادر می کنند باید حقوق شرکت ها را نیز در نظر بگیرند. رجوع کنید به راهنمای شورای اروپا EEC/۹۱/۷۷ مصوب ۱۳ دسامبر ۱۹۷۶