

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشکده ادبیات و علوم انسانی  
گروه حقوق - جزا و جرم شناسی

عنوان

مطالعه تطبیقی جرم دستکاری بازار اوراق بهادار  
در حقوق ایران و ایالات متحده

از

محسن معصومیان

استاد راهنما

دکتر حسین آقابابائی

استاد مشاور

دکتر محمد حسن قلی زاده

بهمن ۱۳۹۳

بنام او

سپاس و ستایش پروردگار متعال را که به اینجانب توفیق تلاش در راه علم و معرفت را عطا فرمود. امیدوارم بتوانم آموخته هایم را در راه پیشرفت علمی سرزمین خویش مورد استفاده قرار دهم.

در آغاز وظیفه ی خود می دانم که زحمات و حمایت بی دریغ استاد راهنمای خود، آقای دکتر حسین آقابابائی، صمیمانه تشکر و قدردانی نمایم. قطعاً بدون راهنمایی های ارزنده ایشان این مجموعه به انجام نمی رسید. لازم می دانم از استاد گرانقدر جناب آقای دکتر قلی زاده که بنده را یاری نمودند، سپاسگزاری نمایم.

در ضمن از استاد عزیز جناب دکتر نظری نژاد که در دوره تحصیلی همواره راهنمای اینجانب بوده و مورد لطف ایشان بوده ام و نیز آقای دکتر سلمان پور که توفیق حضور در کلاس درس ایشان را نداشتم و داوری این رساله را با نهایت دقت و صرف وقت زیاد انجام دادند، تشکر فراوان می نمایم.

محسن معصومیان

بهمن ۱۳۹۳

عنوان	صفحه
چکیده فارسی .....	ز
چکیده انگلیسی .....	ح
مقدمه .....	۱
۱- بیان مسأله .....	۱
۲- پیشینه پژوهش .....	۲
۳- ضرورت و اهمیت پژوهش .....	۲
۴- پرسش های پژوهش .....	۳
۵- فرضیه های پژوهش .....	۳
۶- هدف از اجرای پژوهش .....	۳
۷- روش پژوهش و مراحل انجام آن .....	۳
<b>فصل اول : کلیات پژوهش</b>	
۱-۱- اهمیت و جایگاه بازار بورس اوراق بهادار در اقتصاد .....	۶
۲-۱- اهمیت و ویژگی های بازار کارای سرمایه .....	۷
۳-۱- تعریف اوراق بهادار .....	۸
۱-۳-۱- تعریف اوراق بهادار در حقوق ایران .....	۸
۲-۳-۱- تعریف اوراق بهادار در حقوق ایالات متحده .....	۹
۴-۱- مداخله گران در بازار اوراق بهادار .....	۹
۱-۴-۱- کارگزاران .....	۱۰
۲-۴-۱- معامله گران .....	۱۰
۳-۴-۱- بازارگردان .....	۱۰
۴-۴-۱- سبدگردان .....	۱۱
۵-۴-۱- مشاور سرمایه گذاران .....	۱۱

- ۱-۵- تاریخچه ..... ۱۱
- ۱-۵-۱- تاریخچه بازار اوراق بهادار ..... ۱۱
- ۱-۵-۱-۱- تاریخچه بازار اوراق بهادار در ایالات متحده ..... ۱۲
- ۱-۵-۱-۲- تاریخچه بازار اوراق بهادار در ایران ..... ۱۳
- ۱-۵-۲- تاریخچه دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۱۴
- ۱-۶- نظارت بر بازار سرمایه ..... ۱۶
- ۱-۷- ضرورت ضمانت اجرا در بازار اوراق بهادار ..... ۱۸
- ۱-۸- تعریف دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۱۹
- ۱-۹- مبانی جرم انگاری دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۲۰
- ۱-۱۰- اقسام دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۲۲
- ۱-۱۰-۱- دستکاری بر مبنای اطلاعات ..... ۲۲
- ۱-۱۰-۱-۱- دستکاری از طریق انتشار اطلاعاتی پس از انجام دادوستد ..... ۲۳
- ۱-۱۰-۱-۲- دستکاری از طریق انتشار اطلاعاتی پیش از انجام دادوستد ..... ۲۳
- ۱-۱۰-۲- دستکاری بر مبنای عمل ..... ۲۳
- ۱-۱۰-۳- دستکاری بر مبنای معامله ..... ۲۴
- ۱-۱۱- ماهیت جرم دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۲۵
- ۱-۱۲- رابطه جرایم یقه سفیدی با دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۲۷
- ۱-۱۳- نظریه های جرم شناختی اقتصادی دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۲۹
- ۱-۱۳-۱- نظریه فشار ..... ۲۹
- ۱-۱۳-۲- نظریه محیط اقتصادی ..... ۳۱
- ۱-۱۴- دستکاری بازار اوراق بهادار از طریق اینترنت ..... ۳۱

## فصل دوم: بررسی ماهوی جرم دستکاری بازار اوراق بهادار در حقوق ایران و ایالات متحده

- ۲-۱- عناصر تشکیل دهنده جرم دستکاری بازار اوراق بهادار ..... ۳۴
- ۲-۱-۱- عنصر قانونی ..... ۳۴

- ۳۵..... ۲-۱-۲- عنصر مادی .....
- ۳۶..... ۲-۱-۲- رفتار فیزیکی .....
- ۳۶..... ۲-۱-۲-۱- فعل .....
- ۳۶..... ۲-۱-۲- ترک فعل .....
- ۳۷..... ۲-۱-۲-۱- مصادیق دستکاری بازار اوراق بهادار .....
- ۴۱..... ۲-۱-۲- شرایط و اوضاع و احوال لازم برای تحقق جرم .....
- ۴۵..... ۲-۱-۲- نتیجه حاصله .....
- ۴۶..... ۲-۱-۲- شروع به جرم .....
- ۴۷..... ۲-۱-۳- عنصر روانی .....
- ۴۹..... ۲-۲- همکاری در ارتکاب جرم دستکاری بازار اوراق بهادار .....
- ۴۹..... ۲-۱- شرکت در ارتکاب جرم .....
- ۵۰..... ۲-۲- معاونت در ارتکاب جرم .....
- ۵۳..... ۲-۳- تعدد و تکرار در جرم دستکاری بازار اوراق بهادار .....
- ۵۳..... ۲-۳-۱- تعدد جرم .....
- ۵۵..... ۲-۳-۲- تکرار جرم .....
- ۵۶..... ۲-۴- ضمانت اجرای جرم دستکاری بازار اوراق بهادار .....
- ۵۷..... ۲-۴-۱- ضمانت اجرای کیفری .....
- ۶۰..... ۲-۴-۲- ضمانت اجرای انضباطی .....
- ۶۰..... ۲-۴-۲-۱- توقف نماد معاملات .....
- ۶۱..... ۲-۴-۲-۲- تعلیق نماد معاملات .....
- ۶۲..... ۲-۴-۲-۳- عدم تأیید معاملات .....
- ۶۳..... ۲-۴-۳- ضمانت اجرای مدنی .....
- ۶۳..... ۲-۴-۴- ضمانت اجرای کیفری اشخاص حقوقی .....

۶۸	۲-۵- ابزار و راهکارهای بازدارنده دستکاری بازار اوراق بهادار
۶۸	۲-۵-۱- پیشگیری اجتماعی در جرم دستکاری بازار اوراق بهادار
۶۹	۲-۵-۱-۱- آموزش و فرهنگ
۶۹	۲-۵-۱-۱- ورود آگاهانه مردم به بازار سرمایه
۶۹	۲-۵-۱-۲- جلوگیری از سوء استفاده های احتمالی
۷۰	۲-۵-۱-۳- بهبود و اصلاح رفتار سهامداران
۷۰	۲-۵-۱-۴- تعامل بیشتر میان مسئولان بازار سرمایه و مردم
۷۰	۲-۵-۱-۵- بهبود عملکرد واسطه های مالی
۷۲	۲-۵-۲- دسترسی به اطلاعات
۷۳	۲-۵-۳- تجهیز رسانه ای
۷۳	۲-۵-۲- پیشگیری وضعی در جرم دستکاری بازار اوراق بهادار
۷۳	۲-۵-۱- قوانین فروش استقراضی
۷۴	۲-۵-۲- قوانین مربوط به عرضه سهام
۷۴	۲-۵-۳- روش های محاسبه شاخص
۷۴	۲-۵-۴- افشای اطلاعات
۷۵	۲-۵-۵- روش های تعیین آخرین قیمت
۷۶	۲-۵-۶- نظارت بر قیمت سهام
۷۷	نتیجه گیری و پیشنهاد
۸۱	فهرست منابع

مطالعه تطبیقی جرم دستکاری بازار اوراق بهادار در حقوق ایران و ایالات متحده

محسن معصومیان

بازار اوراق بهادار امروزه به عنوان پشتوانه اقتصاد کشورها و نبض اقتصاد جهانی محسوب می‌شود. یکی از دلایل کوچک ماندن بورس اوراق بهادار ایران و عدم توسعه کافی آن جولان دادن افراد متخلف بود. لذا مجلس شورای اسلامی در جهت حمایت از سرمایه گذاران، فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ تحت عنوان جرایم و مجازات‌ها، اعمال و رفتارهایی را جرم انگاری نموده است. از جمله ی این اعمال، بند ۳ ماده ۴۶ این قانون است که در عرف بازار سرمایه تحت عنوان «دستکاری بازار اوراق بهادار» نامیده می‌شود. جهت شناخت بهتر جرم دستکاری بازار اوراق بهادار مطالعه در حقوق خارجی به نظر مفید آمده و از آنجا که ایالات متحده از پیشگامان قانون گذاری در این حوزه بوده و در تدوین قانون بازار اوراق بهادار به قوانین این کشور توجه شده است. مطالعه حاضر به صورت تطبیقی میان حقوق ایران و ایالات متحده انجام می‌گردد. این پایان نامه به تبیین مفاهیم و واژه های کلیدی جرم دستکاری بازار اوراق بهادار شامل تعاریف، اقسام و شیوه‌های ارتکاب این جرم، ابزار و راهکارهای بازدارنده، مبانی جرم انگاری، ماهیت و رابطه جرایم یقه سفیدی با دستکاری بازار اوراق بهادار، بررسی ماهوی این جرم شامل عناصر تشکیل دهنده، همکاری، تعدد، تکرار و مجازات های جرم دستکاری بازار اوراق بهادار پرداخته است.

**کلید واژه:** دستکاری بازار اوراق بهادار، جرم یقه سفیدی، ظاهری گمراه کننده، قیمت های کاذب، اغوای اشخاص



## ۱ - بیان مسأله

بازار اوراق بهادار امروزه به عنوان پشتوانه اقتصاد کشورها محسوب می‌شود. یکی از دلایل کوچک ماندن بورس اوراق بهادار ایران و عدم توسعه کافی آن جولان دادن افراد متخلف بود. تا اینکه جرم دستکاری بازار اوراق بهادار برای اولین بار بعد از چهل سال در سال ۱۳۸۴ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران وضع شد. پیش از تصویب این قانون، بورس تهران با مشکلات فراوانی رو به رو بود و برخی افراد به دلیل نبود مقررات بازدارنده، اقدام به معاملات غیر قانونی در معاملات سهام می‌کردند. در سال ۱۳۸۴ قانونگذار اقدامات و رفتارهایی را که موجب اختلال در بازار سرمایه می‌شوند را در ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار و در چهار بند بر شمرده و در صدر ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار مجازات تعزیری سه ماه تا یک سال یا جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده و یا هر دوی این مجازات‌ها را برای آن مقرر نموده است.

بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار بیان می‌دارد:

**« هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود.»**

به طور کلی دستکاری بازار به فعالیت هایی اطلاق می‌شود که به هر طریق ممکن کارکرد آزادانه عرضه و تقاضای بازار را دچار اختلال می‌نماید. دستکاری بازار به سه گونه، دستکاری مبتنی بر معامله، دستکاری مبتنی بر عمل و دستکاری مبتنی بر اطلاعات تفکیک می‌شود. تفکیک پیچیدگی بورس ممکن است این فرصت را فراهم کند که از شیوه های پیچیده ای برای ارتکاب جرم استفاده شود. توسل به یکسری اقدامات مانند معاملات صوری انتشار اطلاعات یا شایعات نادرست به منظور گمراه نمودن سرمایه گذاران را می‌توان از مصادیق دستکاری بازار اوراق بهادار دانست. جهت شناخت بهتر جرم دستکاری بازار اوراق بهادار مطالعه در حقوق خارجی به نظر مفید آمده و از آنجا که ایالات متحده از پیشگامان قانون گذاری در این حوزه بوده و در تدوین قانون بازار اوراق بهادار به قوانین این کشور توجه شده است. مطالعه حاضر به صورت تطبیقی میان حقوق ایران و ایالات متحده انجام می‌گردد. در حقوق فدرال ایالات متحده در حوزه ضمانت اجراهای دستکاری بازار اوراق بهادار به دلیل تعدد و شدت آن ها بین سایر نظام های حقوقی، منحصر به فرد است. از آنجا که یکی از رایج ترین نوع تخلف از قواعد و مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار در ایالات متحده دستکاری بازار اوراق بهادار است کنگره و کمیسیون بورس اوراق بهادار افزایش ضمانت اجراها را مؤثرترین راه حل برای جلوگیری از این پدیده زیان بار می‌داند. در ایالات متحده نظارت بر بازار سرمایه و الزام مشارکت

کنندگان آن به رعایت قواعد و مقررات دولتی به صورت منسجم پس از بحران بزرگ مالی این کشور در سال ۱۹۲۹ آغاز شد. قوانین بورس اوراق بهادار ایالات متحده مصوب ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ به جرایم مربوط به اوراق بهادار از جمله ممنوعیت های دستکاری سهام پرداخته است. مطابق آخرین تغییرات ایجاد شده در ضمانت اجرای کیفری قانون بازار اوراق بهادار که در سال ۲۰۰۲ میلادی با تصویب قانون ساربنز آکسلی صورت گرفت و در حال حاضر نیز لازم الاجرا است، به طور قابل توجهی مجازات های کیفری سنگین تری برای دستکاری بازار مقرر نموده است.

جرم دستکاری بازار اوراق بهادار، به عنوان یکی از زیر مجموعه های جرایم یقه سفیدان است که پدیده ای بسیار جدی بوده و هزینه های اقتصادی هنگفتی را به بازار سرمایه تحمیل می کند. از ویژگی های جرم دستکاری بازار اوراق بهادار پیچیده و حرفه ای بودن مرتکب و گسترده بودن بزه دیدگان آن می باشد. لذا بررسی و تحلیل جرم دستکاری بازار اوراق بهادار با توجه به گسترش روز افزون این جرم و پیامدهای زیانبار آن در بازار سرمایه، ضروری می باشد.

با توجه به این مسائل به تبیین مفاهیم و واژه های کلیدی جرم دستکاری بازار اوراق بهادار شامل تعاریف، اقسام ارتکاب این جرم، ابزار و راهکارهای بازدارنده، مبانی جرم انگاری، ماهیت و رابطه جرایم سفیدی با دستکاری بازار اوراق بهادار، بررسی ماهوی این جرم شامل عناصر تشکیل دهنده، همکاری، تعدد، تکرار و مجازات های جرم دستکاری بازار اوراق بهادار پرداخته می شود. با توجه به این که تاکنون تلاش جدی ای در این زمینه انجام نشده است، نیاز جدی به فعالیت و تحقیق و پژوهش تبیین مفاهیم جرم دستکاری بازار اوراق بهادار احساس می شود.

## ۲ - پیشینه پژوهش

با توجه به جدید بودن قانون بازار اوراق بهادار پژوهش حقوقی قابل توجه و به طور خاص در مورد جرم دستکاری بازار اوراق بهادار انجام نشده است. تقریرات و مقالات موجود تنها به کلیات و موضوعات پیرامون این بحث پرداخته اند از جمله کتاب حقوق کیفری بازار اوراق بهادار و پایان نامه هایی تحت عنوان مطالعه تطبیقی جرایم بورس اوراق بهادار در حقوق ایران و فرانسه و جرایم بورسی دفاع شده است.

## ۳- ضرورت و اهمیت پژوهش

بازار بورس اوراق بهادار به تعبیر کارشناسان اقتصاد دماسنج اقتصادی هر کشور است. اهمیت روز افزون بازار بورس اوراق بهادار، در ساختار اقتصادی کشورهای مختلف، پیچیدگی ها و قابلیت اقتصادی آن، بازار مذکور را به یکی از مهم ترین بسترهای ارتکاب جرایم یقه سفیدی تبدیل نموده است. از آنجا که بیشتر مرتکبان جرایم بازار اوراق بهادار مجرمان یقه سفید، که دارای ضریب هوشی بالا، حرفه ای، متخصص، عضو هیأت مدیره و دارای رانت اطلاعاتی قوی می باشند. ارتکاب جرایم توسط این

طیف، بی اعتمادی و ناکارآمدی را به بازار سرمایه وارد نموده و در نتیجه موجب آسیب به نظام اقتصادی کشور می شود. به علت جدید بودن قانون بازار اوراق بهادار، به صورت محدود به تبیین جرایم و مجازات های مقرر در این قانون پرداخته شده است و تحقیقاتی که در چند سال اخیر در ارتباط با بازار اوراق بهادار انجام شده است، بیشتر در حوزه مدیریت مالی بوده است. لذا ضرورت انجام یک تحقیق کیفی در مورد جرم دستکاری بازار اوراق بهادار کاملاً احساس می شود.

#### ۴- پرسش های پژوهش

۱- آیا مجازات مقرر در قانون بازار اوراق بهادار ایران و ایالات متحده نسبت به اهمیت جرم، بازدارندگی مؤثری دارد؟

۲- ماهیت جرم دستکاری بازار اوراق بهادار چیست؟

۳- آیا جرم دستکاری به هر دو صورت فعل و ترک فعل قابل ارتکاب است؟

#### ۵- فرضیه های پژوهش

۱- با توجه به این که مرتکبان جرم دستکاری بازار اوراق بهادار از طبقه مجرمین یقه سفیدان می باشند. جرم ارتكابی آنان آثار زیان بار گسترده ای داشته و طیف وسیعی از سهامداران را در بر می گیرد. لذا با توجه به مجازات های پیش بینی شده در قوانین مندرج در بازار اوراق بهادار ایران و ایالات متحده، مجازات های مقرر در قانون ایالات متحده از بازدارندگی مؤثرتری برخوردار است ولی قانون بازار اوراق بهادار ایران فاقد بازدارندگی مؤثری می باشد.

۲- جرم دستکاری بازار اوراق بهادار در زمره جرایم علیه اموال قرار می گیرد زیرا هر چند جرم دستکاری بازار اوراق بهادار، نظم و امنیت اقتصادی، سلامت و اعتماد عمومی به بازار سرمایه را مخدوش می نماید. ولی آنچه بیشتر مورد تعرض قرار می گیرد حقوق مالی اشخاص است، که دستکاری بازار اوراق بهادار موجب ضرر مالی افراد می شود.

۳- جرم دستکاری به هر دو صورت فعل و ترک فعل قابل ارتکاب است.

#### ۶- هدف از پژوهش

هدف از این تحقیق کمک به قانونگذار و سازمان بورس اوراق بهادار جهت اصلاح مقررات و اهرم های بازدارنده و توجه به تحولات نوین در حوزه جرایم بازار اوراق بهادار می باشد.

#### ۷- روش پژوهش و مراحل انجام آن

در این پایان نامه روش تحقیق به صورت تحلیلی، توصیفی به مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و ایالات متحده پرداخته می شود. برای گردآوری اطلاعات به کتاب ها و مقالات موجود، قوانین، آیین نامه ها در حقوق ایران و ایالات متحده مراجعه خواهد شد. مراجعه به کتابخانه و سایت های اینترنتی و مشاوره با اساتید و صاحب نظران حوزه ی بورس اوراق بهادار در نگارش این پایان نامه

توجه خواهد شد. با وجود این انجام پژوهش حاضر با موانعی روبه روست، که به نظر می‌رسد در رسیدن به اهداف از پیش تعیین شده تحقیق ایجاد مشکل کند. یکی از این موانع که خیلی جدی است، محدودیت و عدم دسترسی به منابع خارجی و نیز کمبود منابع داخلی می‌باشد. لذا نمی‌توان ادعا کرد که این تحقیق بی‌عیب است. با این همه سعی شده است، با صرف دقت فراوان عیوب و کاستی‌های آن کم شود.

# فصل اول

## کلیات پژوهش

برای ورود به موضوع هر تحقیقی آشنایی با اصول و مفاهیم اولیه آن ضروری است. در این فصل ابتدا به اهمیت و جایگاه بازار بورس اوراق بهادار در اقتصاد، اهمیت و ویژگی های بازار کارای سرمایه و مداخله گران در بازار سرمایه و تاریخچه می پردازد. در ادامه نیز نظارت و ضرورت ضمانت اجرا در بازار سرمایه، مبانی منع دستکاری بازار اوراق بهادار، تعریف دستکاری بازار، اقسام دستکاری بازار بررسی می شود و در انتها به بررسی ماهیت و رابطه جرایم یقه سفیدی با جرم دستکاری بازار اوراق بهادار پرداخته خواهد شد.

## ۱-۱- اهمیت و جایگاه بازار بورس اوراق بهادار در اقتصاد

بازار بورس اوراق بهادار به عنوان یک بازار سرمایه دائمی برای دادوستد سهام و اوراق بهادار بزرگ ترین و اصلی ترین نهاد بازار سرمایه در هر کشور می باشد و نسبت به سایر بازارهای موجود در سیستم های اقتصادی، خصایص منحصر به فردی را داراست. از جمله وجود یک مکان مشخص برای دادوستد که هر کس می تواند با مراجعه به آن اقدام به خرید و فروش نماید و یا از طریق ارتباطات کامپیوتری و الکترونیکی به واسطه کارگزاران بورسی، به دادوستد اوراق بهادار بپردازد. همچنین وجود قیمت شفاف سهام و نیز قدرت نقد شوندگی سریع سهام در این بازار از دیگر ویژگی های آن محسوب می گردد ( روح الامینی، ۱۳۸۴، ص ۱۱).

خرید و فروش انواع اوراق بهادار در بازار بورس، منافع بسیاری دارد و باعث استفاده از پس اندازهای خرد و کوچک مردم و هدایت نقدینگی بخش خصوصی به منظور تأمین پروژه های سرمایه گذاری بلندمدت، کنترل حجم پول و نقدینگی موجود در جامعه می شود در حقیقت بازارهای بورس، امروزه نبض اقتصاد جهانی هستند و کم ترین نابسامانی ممکن است این بازارها را متشنج کرده، حجم وسیعی از پول و اعتبار را جا به جا کند. بنابراین امروزه در بازارهای بورسی ابزارهای مالی گوناگون استفاده می شود که ریسک را کاهش می دهد و به کارایی و تجهیز هر چه بیشتر این بازارها کمک می کند. سرمایه به عنوان یکی از عوامل مؤثر در تولید نقش در توسعه اقتصادی کشور دارد. بازار سرمایه پلی است، که پس انداز واحدهای اقتصادی را که مازاد دارند به واحدهای سرمایه گذاری که بدان نیازمندند انتقال می دهد. با رشد پس اندازها سرمایه گذاری افزایش یافته و رشد اقتصادی حاصل می گردد. بازار سرمایه و یکی از ارکان اصلی آن یعنی بورس اوراق بهادار به عنوان بهترین راه تجهیز منابع در کشورها بوده است و هم اکنون از جایگاه ویژه ای در اقتصاد برخوردار می باشد، با گسترش این بازار، بسیج سرمایه های کوچک، تقویت بخش خصوصی، تشکیل واحدهای بزرگ تجاری، ارتباط با بازارهای جهانی، جلب سرمایه های خارجی، آزادسازی و خصوصی سازی میسر بوده و در نهایت می تواند آثار و نتایج مهمی داشته باشد (حافظیه، ۱۳۸۵، ص ۳۱).

## ۱-۲- اهمیت و ویژگی های بازار کارای سرمایه

در بازار کارای سرمایه، قیمت اوراق بهادار به درستی و بدون هیچ گونه تعصب تعیین می شود. در این بازار چون قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است؛ کسی مغبون نمی شود. سرمایه گذاران خبره و تحلیل گران آگاه، به اتکای آگاهی و تخصص خود نمی توانند سود بیشتری ببرند. در این بازار همیشه خریدار و فروشنده برای هر ورقه بهادار وجود دارد و بازار از نقدینگی بالایی برخوردار است. معامله گران در این بازار به تناسب ریسکی که می پذیرند؛ بازده کسب می کنند و بازار در دست خاصی نیست که به آن جهت دهند. در این گونه بازارها نمی توان اطلاعات را دستکاری کرد. مثلاً دستکاری سود هر سهم با استفاده از روشهای مختلف حسابداری جهت فریب سرمایه گذاران، اتلاف وقت است. زیرا اگر تغییراتی بوجود آید که سبب افزایش سود هر سهم شود؛ ولی بر جریان نقدی هر سهم تأثیرگذار نباشد؛ منجر به افزایش قیمت نخواهد گردید. از دیگر مزایای بازار کارا، این است که می توان از بازده اوراق بهادار بعنوان معیار مناسبی جهت ارزیابی عملکرد مدیران استفاده کرد (مرادی، ۱۳۸۴، ص ۵).

بازار کارا باید ویژگی های زیر را داشته باشد:

۱. شرایط رقابتی حاکم باشد. یعنی تعداد فراوان عرضه کننده و تقاضا کننده اوراق بهادار در بازار وجود داشته باشد و هیچ معامله گری نتواند بازار را زیر نفوذ گرفته و تأثیر مهمی بر بازار بگذارد.
۲. اطلاعات باید به سرعت و همزمان در اختیار دست اندرکاران بازار قرار بگیرد و هزینه کسب اطلاعات باید حداقل باشد.
۳. هر کس بتواند با نرخ رایج بهره به میزان نامحدود قرض بدهد یا قرض بگیرد.
۴. اطلاعات بطور تصادفی عرضه شود و اخبار به یکدیگر وابسته نباشند.
۵. سرمایه گذاران به سرعت و بطور کامل به اطلاعات جدید واکنش نشان دهند و تعدیل قیمتها بر اساس اطلاعات جدید صورت گیرد.
۶. مخارج انجام معامله بسیار کم باشد. به گونه ای که به وضعیت بدون خرج نزدیک گردد.
۷. افراد متخصص و مطلع در بازار بسیار باشند. زیرا وجود این افراد در بازار باعث می شود که آنها اطلاعات وارده به بازار را به سرعت پردازش و ارزیابی کرده و تصمیم می گیرند.
۸. تشخیص سرمایه گذاری های سودآور و غیر سودآور در این گونه بازارها در آینده، غیر ممکن باشد. منظور از سرمایه گذاری سود آور، سرمایه گذاری است که بازده آن بیشتر از آن باشد که انتظار می رود با یک سطح ریسک مشخص بدست آید.
۹. بازار باید در معرض ترافیکی دو طرفه از اطلاعات باشد؛ به عبارت دیگر، بازار کارا طوری است که در هر مقطعی از زمان، عده ای در آن خریدارند و عده ای فروشنده. این طور نیست که در زمانی همه خریدار یا فروشنده باشند.

۱۰. در بازار کارای سرمایه، ابزارهای مالی بسیار گسترده وجود دارد که هر یک نقش خاصی در بازار و هر یک شکافی را در بازار پر می کند (جهانخانی، عبده تبریزی، ۱۳۷۲، ص ۱۱).

بعضی از بازارهای سرمایه از کارایی لازم برخوردار نیستند. در این بازارها به طور خلاصه می توان گفت معاملات اندک، ضریب نقدشوندگی پایین اوراق بهادار، اطلاعات ناکافی و غیرقابل اتکا، سرمایه گذاران خام و بی اطلاع، تحلیل گران و معامله گران غیرمطلع و غیرحرفه ای و عدم وجود منابع اطلاعاتی جهت تحلیل کامل اطلاعات، از ویژگی های این گونه بازارها می باشد (مرادی، ۱۳۸۴، ص ۶).

### ۳-۱- تعریف اوراق بهادار

در این مبحث طی دو گفتار به تعریف اوراق بهادار می پردازد. در گفتار نخست به تعریف اوراق بهادار در حقوق ایران می پردازد و سپس در گفتار دوم به تعریف اوراق بهادار در حقوق ایالات متحده پرداخته خواهد شد.

#### ۱-۳-۱- تعریف اوراق بهادار در حقوق ایران

نویسندگان حقوق تجارت قبل از تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، بر اساس قانون تأسیس بورس اوراق بهادار تعریف های گوناگونی از اوراق بهادار ارائه کرده اند، ویژگی اصلی این تعاریف محدود بودن مصادیق آنهاست، عموماً در این تعاریف سهام و اوراق قرضه به عنوان مصادیق اوراق بهادار ذکر شده اند، که در ذیل به این تعاریف پرداخته می شود. اوراق بهادار<sup>۱</sup> عبارتند از اوراقی که نماینده مشارکت در مؤسسه یا قرضه طویل المدتی بوده و قابل معامله می باشند. این اوراق که اغلب در بورس نیز معامله می شوند اوراق بورسی نیز نامیده می شوند (ستوده تهرانی، ۱۳۷۵، ص ۱۶۵). در تعریف دیگر اوراق بهادار عبارت است از سهام شرکت های سهامی و اوراق قرضه صادر شده از طرف شرکت ها و شهرداری ها و مؤسسات وابسته به دولت و خزانه داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال باشد (حسینی، ۱۳۸۷، ص ۳۹). اوراق بهادار اسناد مالی است که در معاملات بورسی و بانکی قابل نقل و انتقال است و دارای نرخ است. این اوراق نمودار مشارکت در مؤسسه ای و یا قرضه ای دراز مدت است و قابل معامله است. چون قابل معامله در بورس است اوراق بورسی هم خوانده شده است (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۵، ص ۷۰۰).

ایراد اصلی این تعریف ها جامع نبودن آنها است. از این رو نویسندگان قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران برای ارائه تعریفی جامع از اوراق بهادار دیدگاه صاحب نظران اقتصادی را مد نظر قرار دادند. یک برگه اوراق بهادار سند یا مدرکی است مبنی بر داشتن حق ادعا نسبت به در آمد یا دارایی یک مؤسسه، به بیان دیگر یک برگه از اوراق بهادار نشان دهنده ادعایی است نسبت به یک قلم دارایی و هر نوع جریان نقدی که از آن دارایی به دست می آید. واژه اوراق بهادار نه تنها اوراق قرضه و



سهام عادی را در بر می گیرد، بلکه در بردارنده طیف وسیعی از ابزارهای مالی می شود که دارندگان آنها ادعاهای گوناگونی دارند (جهانخانی، پارسائیان، ۱۳۷۶، ص ۲۹-۳۰).

به منظور جبران خلاء ناشی از فقدان تعریف جامع قانونی از ورقه بهادار، قانونگذار بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار را به تعریف ورقه بهادار اختصاص داد. در این بند اوراق بهادار این گونه تعریف شده است: « هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد ». در این بند قانونگذار ماهیت اوراق بهادار را تعریف کرده است برخلاف قانون تأسیس بورس اوراق بهادار ۱۳۴۵ که در مقام تعریف ورقه بهادار صرفاً به ذکر برخی مصادیق اوراق بهادار پرداخته بود. مزیت رویکرد جدید قانونگذار در این است با ارایه تعریفی ماهیتی از این نهاد زمینه برای ورود اوراق بهادار جدیدتر که در چهارچوب تعریف ارایه شده در آینده در بازار سرمایه رواج پیدا می کنند به بورس اوراق بهادار فراهم می شود.

### ۱-۳-۲- تعریف اوراق بهادار در حقوق ایالات متحده

در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ برای بیان مفهوم ورقه بهادار از واژه « security » استفاده شده است. نویسندگان فرهنگ های لغات انگلیسی به فارسی نیز یکی از معانی واژه فوق را ورقه بهادار ذکر کرده اند (آقایی، ۱۳۷۸، ص ۹۸۹). قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ مانند قانون تأسیس بورس اوراق بهادار ۱۳۴۵ تعریف ماهیتی از عبارت security ارایه نکرده و صرفاً به بیان مصادیق آن بسنده نموده اند. مصادیقی که در قوانین فوق برای ورقه بهادار security ذکر شده بیشتر از مواردی است که قانون تأسیس بورس اوراق بهادار ایران ذکر کرده بود. مفاد بخش های (۱) (a) ۲ قانون اوراق بهادار و بخش (۱۰) (a) ۳ قانون بازار اوراق بهادار به بیان مصادیق ورقه بهادار اختصاص یافته اند. البته مصادیق این دو قانون حصری نیستند. هر دو قانون تصریح دارند که هر آنچه عرفاً تحت شمول عنوان « security » قرار بگیرد از نظر قانون مشمول این عنوان است (قربانی لاجوانی، ۱۳۸۶، ص ۸۷).

### ۱-۴- مداخله گران در بازار اوراق بهادار

در این گفتار، طی چهار بند به بررسی مداخله گران در بازار اوراق بهادار پرداخته می شود. ابتدا به بررسی کارگزاران و در ادامه به بررسی معامله گران و سپس به بررسی بازارسازان، سبگردان و مشاور سرمایه گذار پرداخته می شود.

## ۱-۴-۱- کارگزاران<sup>۱</sup>

اشخاص حقوقی هستند که نقش واسطه را بین خریدار و فروشنده در بازار بورس را بازی می‌کنند. به عبارت دیگر خریدار یا فروشنده اوراق بهادار به آنها مراجعه نموده و شرکت کارگزاری به نمایندگی و وکالت از سوی ایشان عملیات مورد نظر را از طریق سامانه معاملات انجام می‌دهند. بنابراین سود (زیان) معاملات نیز متعلق به مشتری است. آنها عامل تطابق عرضه و تقاضا هستند. این شرکتها با مجوز سازمان بورس فعالیت می‌کنند؛ به طوری که برای تأسیس چنین شرکتی تشریفات و آزمون‌های خاص و متعددی را پشت سر می‌گذارند و از این رو در کار خود صلاحیت، مهارت و دانش لازم را دارا هستند (حسینی مقدم، مقدمی و مهران فر، ۱۳۸۵، ص ۷۸).

## ۱-۴-۲- معامله‌گران<sup>۲</sup>

معامله‌گران افرادی هستند که به حساب خود اوراق بهادار را خریداری و یا به فروش می‌رسانند و از تفاوت قیمت خرید و فروش منتفع می‌شوند. بنابراین آنها ریسک نوسان قیمت را می‌پذیرند. حضور معامله‌گران در تالار بورس به نفع بازار می‌باشد زیرا در برابر فروشنده نقش خریدار و در مقابل خریدار نقش فروشنده را بازی می‌کنند. لذا آنها به افزایش قیمت نقدینگی بازار کمک کرده و سرعت انجام معاملات را افزایش می‌دهند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

## ۱-۴-۳- بازار سازان (بازارگردان)<sup>۳</sup>

بازارسازان نیز همانند معامله‌گران به خرید و فروش اوراق بهادار اشتغال دارند. ولی خرید و فروش اوراق بهادار توسط آنها موقعی انجام می‌شود که مشتری متقابلی برای آن اوراق وجود ندارد. بازارسازان دو نقش عمده بر عهده دارند: اولاً آنها کمک می‌کنند که معاملات به سرعت انجام شوند، ثانیاً آنها از نوسان‌های شدید قیمت اوراق بهادار به لحاظ عدم تعادل بین عرضه و تقاضا جلوگیری می‌کنند به عبارت دیگر آنها باعث پیوستگی قیمت‌ها می‌شوند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵). آنها بازار را به سمت قیمت واقعی اوراق بهادار هدایت می‌کنند. بازارسازان متخصصانی هستند که بر اساس کشش عرضه و تقاضای بازار، قیمت اوراق را تعیین می‌کنند. در بازارهایی که این اشخاص وجود دارند، امنیت سرمایه‌گذاری به لحاظ ریسک نقدینگی بیشتر می‌شود. بازار سازان به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱. بازارسازانی که روی سهام یا اوراق خاصی فعالیت می‌کنند و متعهد می‌شوند برای آن ورقه بهادار یک بازار منظم و معقول به وجود آورند.

---

1. Broker

2. Dealer

3. Marker Marker

۲. بازارسازانی که روی کلیه اوراق بهادار معامله می کنند (مرادی، ۱۳۸۴، ص ۸).

#### ۱-۴-۴- سیدگردان<sup>۱</sup>

شخص حقوقی است که در قالب قرار دادی مشخص و به منظور کسب انتفاع، به خرید و فروش اوراق بهادار برای سرمایه گذاری می پردازد. به گونه ای تخصصی اقدام به تشکیل سبدهای تخصصی برای سرمایه گذاران نمایند. بدین طریق وجود شرکت های سیدگردانی علاوه بر رونق بازار، به مشارکت بیشتر سرمایه گذاران خرد و غیر حرفه ای نیز منجر می شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

#### ۱-۴-۵- مشاور سرمایه گذار<sup>۲</sup>

مشاور سرمایه گذار شخص حقوقی است که در قالب قراردادی مشخص، درباره خرید و فروش اوراق بهادار، به سرمایه گذار مشاوره می دهد (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

#### ۱-۵-۱- تاریخچه

در این مبحث به تاریخچه بازار اوراق بهادار و دستکاری بازار اوراق بهادار پرداخته می شود. ابتدا تاریخچه ایالات متحده و سپس ایران طی دو گفتار بررسی می شود، در ادامه تاریخچه دستکاری بازار اوراق بهادار بررسی می شود.

#### ۱-۵-۱-۱- تاریخچه بازار اوراق بهادار

ریشه های ایجاد بورسهای بزرگ امروز جهان را باید در بازارهای مکاره قرون وسطی جستجو کرد. در این معاملات که ابتدا به صورت پایاپای انجام می گرفت، کم کم پول جایگزین شد و چندی بعد معامله بر روی بروات و اسناد تجاری نیز رواج یافت. در قرن پانزدهم و در حوالی سال ۱۴۵۰ میلادی، بازارگانان و کسبه بلژیکی در شهر بورژ مرکز فلاندر در شمال غربی بلژیک در میدانی به نام توبوئرس در مقابل خانه بزرگ زاده ای به نام "واندربورس" جمع می شدند و به دادوستد می پرداختند. میداین محل تجمع بازارگانان به تدریج به بورس مشهور شد. به نظر برخی دیگر نیز چون این معاملات ابتدا به وسیله عده ای از بازارگانان در هتلی به نام هتل بورس در بلژیک انجام می گرفت، همین نام برای این معاملات باقی ماند. لزوم تأسیس تالار بورس در سال ۱۴۶۰ میلادی در شهر آنورس بلژیک احساس شد.

بدین ترتیب نام بورس ابتدا به اجتماع بازارگانان، صرافان و دلانان اطلاق می شد که در نقاط غیر مسقف جمع می شدند لیکن در قرون بعد به تدریج، محلهای سر پوشیده مخصوص برای این معاملات ایجاد گردید (مبین، ۱۳۸۶، ص ۱).

## ۱-۵-۱-۱- تاریخچه بازار اوراق بهادار در ایالات متحده

شکل گیری بازار اوراق بهادار در امریکا به سال های بعد از انقلاب امریکا بر می گردد. در این سال ها دولت تازه استقلال یافته و نوپای ایالات متحده، اوراق قرضه ای را به فروش رساند تا هزینه های خود را تأمین کند و بازار بورس نیویورک در سال ۱۷۹۲ رسماً برای معاملات این اوراق و در حمایت از دولت بر آمده از انقلاب تأسیس گردید. سپس در نیمه اول قرن نوزدهم که تب احداث خط آهنی که شرق و غرب این کشور را به هم متصل می کرد، بالا گرفته بود. اوراق قرضه بسیاری توسط شرکت های احداث خط آهن عرضه شد، تا سرمایه این طرح بزرگ را تأمین کنند. پس از آن بانک ها و شرکت های بیمه از مدل شرکت های راه آهن برای تشکیل سرمایه مورد نیاز خود بهره جستند. آنها با صدور اوراق سهام و فروش آنها در بورس توانستند، سرمایه مورد نیاز خود را تأمین کنند. بعد از این نوبت به شرکت های بخش های دیگر رسید و بخش های صنایع و معادن هم به تقلید از مؤسسات مالی و بیمه با صدور اوراق سهام به جمع آوری سرمایه مورد نیاز خود پرداختند. توسعه این اوراق و بالا رفتن حجم سرمایه سرازیر شده به این اوراق، در این سال ها، ظرفیت جدیدی را در کسب و کار ایجاد کرده بود. کارگزاران و دلالان با انجام معاملات بین خودشان و بالا بردن قابلیت این اوراق به وجه نقد و روان شدن گردش سرمایه در بازار سعی نمودند، تا بتوانند افراد بیشتری را به سرمایه گذاری در این بازار تشویق نمایند و بازار معاملات این اوراق را گرم و پر رونق نگهدارند. در طی سال های ۱۹۲۰ تا ۱۹۲۸ در رونق چشمگیر اقتصاد امریکا، نهادهای مالی بورس امریکا شکست ناپذیر به نظر می آمدند. در آن سال ها نیمی از سرمایه گذاری سهامداران به واسطه اعتباری بود که از کارگزاران در مؤسسات مالی دریافت کرده بودند، یعنی اغلب سرمایه گذاران تنها بهای نیمی از سهام خریداری شده خود را پرداخت کرده بودند و سفته بازی، بورس را فرا گرفته بود. این امر منتهی به پیدایش حباب هایی از ارزش کاذب گردیده بود. نتیجه این وضعیت آن بود، که در سال آخر دهه بیست، ارزش سهام شرکت ها به طور میانگین نزدیک به نود درصد سقوط کرد (اشتیاق، ۱۳۸۹، ص ۲۶۳).

اقتصاد امریکا از سال ۱۹۲۹ تا سال ۱۹۴۱ در طولانی ترین و شدیدترین کساد و رکود تاریخی خود که به رکود بزرگ معروف است، به سر برد. این دوره با سقوط شدید بورس نیویورک آغاز گردید. ادامه کاهش تدریجی ارزش سهام در چند هفته متوالی منجر به نگرانی شدید سرمایه گذاران گردید، تا آنجا که تنها در روز ۲۹ اکتبر ۱۹۲۹ که پنج شنبه سیاه معروف است، بسیاری از صاحبان سرمایه در فضای پر اضطراب اقدام به فروش سرمایه گذاری های خود در بورس نمودند. در طی یک هفته از آن روز چنان سقوط عظیمی در تاریخ بورس امریکا رخ داد، که هنوز بی سابقه محسوب می شود. جبران سقوط ارزش شاخص بورس و بازگشت به موقعیت سال ۱۹۲۸، بیست و شش سال یعنی تا سال ۱۹۵۴ به طول انجامید. این حادثه آثار عمیقی در اقتصاد و