

تحلیل حقوقی الگوی خرید اعتباری اوراق بهادار در ایران

مرتضی محمدی^۱

ابراهیم عبدی پور^۲

محمد صادقی^۳

چکیده

اعطای اعتبار به سرمایه گذار برای خرید اوراق بهادار که از قالب خرید اعتباری محقق می شود، ضمن برخورداری از ابعاد و آثار حقوقی متعدد، با این مسأله مهم و اساسی مواجه است که به سبب ارتباط با امور حرفه ای باید علاوه بر مقررات بازار اوراق بهادار، تابع ضوابط بازار پولی و بانکی نیز باشد. از این رو، قرار گرفتن آن در شاکله بانکی یا بورسی صرف محل تأمل است. در نوشتار حاضر با امعان نظر به زمینه فوق، با رویکردی تحلیلی و مبنایی، به بررسی الگوی خرید اعتباری اوراق بهادار در کشورمان پرداخته و ساختار کنونی این فرآیند را مورد ارزیابی حقوقی قرار می دهیم. در این خصوص، فارغ از انگیزه های سرمایه گذاری در اوراق بهادار، مقررات کنونی خرید اعتباری اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران از حیث مبنایی با یک چالش مهم روبه روست که همین مسأله باعث خلط تقنینی و عملیاتی ضوابط بازار پول و بازار اوراق بهادار و تعارض حقوقی و نظارتی میان مراجع مربوط به این دو بازار شده است. بنابراین، به نظر می رسد در عین توجه به قابلیت ها و معیارهای حقوق اقتصادی، مواجهه با موضوع مورد اشاره باید با فرآیندی همراه باشد تا در عین همگرایی و همکاری میان بازار پولی و بازار سرمایه؛ بر اساس اصول و ضوابط حرفه ای، رقابت فعالان بازار در این دو حوزه را فراهم نماید. با وجود این، الگوی خرید اعتباری در ایران به دلیل جدایی نسبی از ضوابط پولی و بانکی با کاستی ها و چالش های متعددی روبه روست که توفیق آن منوط به رفع ایرادات و ابهامات مبنایی و عملیاتی با توجه به منطق حقوق اقتصادی است.

واژگان کلیدی: خرید اعتباری اوراق بهادار، قرارداد خرید اعتباری، بازار سرمایه، بازار

پولی و بانکی، عملیات بانکی، نهادهای مالی.

طبقه بندی موضوعی: K22, G18, E50

۱. استادیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق دانشگاه مفید

۲. دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق دانشگاه قم

۳. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشکده حقوق دانشگاه مفید (نویسنده مسئول) _sadeqi67@gmail.com

مقدمه

وجود ممیزه‌های حرفه‌ای در حوزه‌های پولی و مالی این اثر را در پی دارد که ضوابط و مسائل مربوط به هر حوزه لزوماً در حوزه دیگر کاربرد ندارد و یا هر کدام از قواعد و ضوابط خاصی برخوردار است. با این حال تفکیک موضوعی این دو حوزه به معنای استقلال مطلق آن‌ها از یکدیگر نخواهد بود. از جمله مسائل محل تأمل در عدم استقلال کامل این دو حوزه از یکدیگر، اعطای اعتبار برای خرید اوراق بهادار است. به شرحی که خواهد آمد، فعالان بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار، در قالب قرارداد خرید اعتباری از اعتبارات بانکی و مالی استفاده می‌کنند. یکی از شئون اهمیت این موضوع از حیث حقوقی آن است که اعتبار مقوله‌ای مرتبط با بازار پولی است و کاربرد آن در بازارهای اوراق بهادار در جای خود با دغدغه‌هایی روبه‌روست. مسأله مورد اشاره بر این منطق اقتصادی استوار است که ماهیت بازارهای اوراق بهادار طبعی مبتنی بر ریسک داشته و اعطای وام بانکی برای سرمایه‌گذاری در این حوزه مستلزم حکومت مقررات بانکی نیز خواهد بود. لذا به فراخور تبعیت از برخی ضوابط بانکی، ممکن است در این زمینه تعارض‌هایی رخ دهد و موضوعی که تحت نظارت و هدایت مقامات بانکی است، داخل در حوزه بازار سرمایه شده و عملاً مسائل و آثار حقوقی متعددی را به همراه آورد.

این موضوع در عین حال منتهی به پرسش‌هایی در خصوص دخالت مقام مقررات‌گذار بانکی در بازار سرمایه خواهد شد. لذا، برای تحلیل حقوقی این مهم و مسائل مربوط به آن از حیث نسبت اعتبار در بازار پولی و بازار سرمایه، به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که خرید اعتباری اوراق بهادار در ایران بر چه الگوی حقوقی استوار است؟ الگوی مزبور از کدام مواهب برخوردار بوده و چالش‌های احتمالی راجع به آن چیست؟ بنابراین، در مقام تبیین این مسائل، ضمن بیان الگوی کنونی اعطای اعتبار برای خرید اعتباری اوراق بهادار در ایران (تخصیص اعتبار بدون دخالت مستقیم بانک)، الگوی واقعی (خرید اعتباری اوراق بهادار از طریق اعطای مستقیم تسهیلات بانکی) و چالش‌های مبنایی و عملیاتی مدل کنونی خرید اعتباری اوراق بهادار در ایران را بررسی نموده و در عین حال بایسته‌های حقوقی آن را بیان خواهیم کرد.

۱. مفهوم و ویژگی‌های اعتبار

۱.۱. مفهوم

در لغت به معنای ارزش، پشتوانه، تنخواه، سرمایه، اطمینان و یا اعتمادی است که بانک یا مؤسسه اعتباری به افراد پیدا می‌کند و به آن‌ها اجازه می‌دهد که از سرمایه بانک یا مؤسسه یا شخص اعتباردهنده تا مبلغ معین به عنوان وام استفاده کنند، (معین، ۱۳۷۱، ج ۱: ۳۰۰؛ دهخدا، ۱۳۷۲، ج ۲: ۲۴۸۰) آمده است. بر

این اساس، اعتبار در معنای اصطلاحی عبارت از تسهیلات یا وامی است که یک شخص می‌تواند از بانک یا مؤسسه اعتباری دریافت نماید. یعنی بانک مبلغ معینی را در قالب قراردادی مشخص به مشتری خود تخصیص می‌دهد تا مشتری بر اساس مبلغ دریافتی مبادرت به تأمین مالی هزینه‌های مورد نظر و یا سرمایه‌گذاری اقتصادی نماید. در معنای وسیع‌تر، اعتبار؛ شامل اعطای حق تصرف یا استفاده از کالاها و خدمات نیز می‌شود. بر اساس معنای عام، اعتبار در تمامی فعالیت‌های اقتصادی لزوماً نیازمند پول نیست. لذا جلوه‌های آن را می‌توان در دادوستد کالا و معاملات مبتنی بر تبادل مستقیم کالا و خدمات نیز مشاهده کرد. با این حال، معنای اخیر از اعتبار و مفهومی که مراد از آن تسهیلاتی فراتر از وام و اعطای اعتبار مبتنی بر پول باشد و یا سایر معانی دیگری که در این مورد وجود دارد، مورد نظر ما در این نوشتار نبوده و نویسندگان درصدد بهره‌مندی از معنای خاص آن در راستای عملیات بانکی مرتبط با خرید اوراق بهادار هستند. از این رو مشخصاً باید خرید اعتباری در بازار سرمایه را همان تسهیلات مبتنی بر وام دریافتی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری برای خرید اوراق بهادار دانست.^۴

در این خصوص، به موجب بند ۲ ماده ۱ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۱ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، اعتبار عبارت از «مبلغی است به ریال که با رعایت دستورالعمل و قرارداد خرید اعتباری، کارگزار اعتباردهنده برای مشتری تعیین می‌کند و در چارچوب قرارداد خرید اعتباری و با رعایت [آن] دستورالعمل، تا سقف مبلغ مذکور، ثمن خریدهای اعتباری مشتری را از جانب مشتری پرداخت و مبلغ پرداختی را به حساب بدهی تجاری مشتری منظور می‌نماید». این تعریف در راستای کنترل ریسک شرکت‌های کارگزاری که برای خرید اوراق بهادار به مشتریان خود اعتبار می‌دهند تنظیم شده و مفهومی خاص از اعتبار را ارائه می‌دهد. در اینجا، کارکرد خرید اعتباری آن است که چنانچه مشتری بیش از مبلغی که در حساب دارد به پول نیازمند شود، کارگزار به مقدار مشخص به او وام دهد تا مشتری برای خرید اوراق بهادار از آن اعتبار استفاده نماید. (شریعت‌پناهی و جعفری، ۱۳۸۸: ۶۰) به بیان دیگر، بر اساس این توافق، مشتری به

۴. این موضوع در قوانین کشور مالزی به این شرح آمده:

"credit facility" means—

- (a) the giving of any advance, loan, trade credit or other facility in whatever form or by whatever name called whereby the person to whom the advance, loan, trade credit or other facility is given has access, directly or indirectly, to the funds or property of the person giving the same;
- (b) hire-purchase, leasing, factoring and such similar dealings or transactions;
- (c) the giving of a guarantee or the provision of any security in relation to the obligations of any person; or
- (d) Any other like dealing or transaction as may be prescribed by the Commission." Part I of Malaysia Co-operative Societies Commission Act 2007 (Act 665)

کارگزاری این اذن را می‌دهد که با وثیقه گذاشتن اوراق بهادار متعلق به خود از بانک وام دریافت نماید. لذا مبلغ دریافت شده بابت خرید اعتباری را مانده بدهکار مشتری می‌نامند. از این رو خرید اوراق بهادار باید مبتنی بر وام دریافتی باشد. چرا که سهم خریداری شده از این طریق در وثیقه وام قرار می‌گیرد. لذا کارگزار به عنوان واسطه مالی، از این اوراق به عنوان وثیقه وام دریافتی از بانک استفاده می‌کند. (شریعت‌پناهی و جعفری، ۱۳۸۸: ۶۱) با این حال، روش دیگری نیز وجود دارد که کارگزار از محل منابع مالی خویش و یا تلفیق وام مأخوذ از بانک با منابع خود مبادرت به اعطای تسهیلات به مشتریان خود می‌نماید.

به شرحی که خواهد آمد - هرچند که بستر اخذ اعتبار در بازار اوراق بهادار باشد - به دلیل ارتباط حرفه‌ای تسهیلات دریافتی با بازار پولی و بانکی، تحقق بهتر هر دو صورت بر اساس ضوابط حقوق اقتصادی، باید به نحوی محقق گردد که منتهی به رعایت مقررات بانکی نیز شود؛ زیرا در هر حال، مأخذ و مطلع وام از بانک بوده و اعطای آن منتهی به عملیات بانکی است. ضابطه مزبور اختصاص به کشور ما نداشته و در کشورهای دیگر نیز امری حرفه‌ای محسوب می‌شود؛^۵ به نحوی که مثلاً در ایالات متحده آمریکا، فدرال رزرو^۶ اجرای سیاست‌های پولی و نظارت بر عملیات بانکی و حمایت از حقوق اعتباری مشتریان را بر عهده دارد. (حامدی و فرهانیان، ۱۳۹۴: ۸۹) البته در نظام اخیر، نظارت فدرال رزرو با نظارت بخشی تداخل ندارد؛ در حالی که در کشور ما - به سبب تفاوت در مدل تمرکز فعالیت نهادهای ناظر بانکی و مالی - وظیفه قانونی نظارت بر عهده بانک مرکزی است، اما اهرم‌های مورد نیاز برای نظارت، در اختیار برخی نهادهای دیگر است. (باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۲۱)

۲.۱. مزایا و مخاطرات خرید اعتباری

مطابق آنچه آمد، به موجب معامله اعتباری، سرمایه‌گذار بخشی از قیمت خرید سهم را از کارگزار - به عنوان واسطه از بانک - تأمین می‌کند. طی این فرایند، کارگزار نرخی را به هزینه‌های خدمات وام اضافه نموده و مجموع آن را از مشتری دریافت می‌نماید. (شریعت‌پناهی و همکاران، ۱۳۹۱، ج ۱: ۱۵۶) به بیان دیگر، در معامله اعتباری «بخشی از مبلغ خرید اوراق بهادار توسط مشتری و مابه‌التفاوت آن توسط کارگزار پرداخت می‌شود. در واقع، کارگزار به مشتری وام می‌دهد و اوراق بهادار خریداری شده به عنوان وثیقه نزد کارگزار می‌ماند. معمولاً به وامی که کارگزار به مشتری پرداخت می‌کند، سود و

۵. برای مطالعه بیشتر در این خصوص به عنوان نمونه، ر.ک: باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۳۹-۱۴۴

۶ Federal Reserve

متعلقاتی تعلق می‌گیرد. پس با افزایش بهره، بدهی مشتری نیز بیشتر شده و بهره آن نیز متعاقب افزایش بدهی، افزایش پیدا می‌کند». (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸: ۱۱) بر اساس مفهوم فوق، معامله مبتنی بر وام و اعتبار راجع به اوراق بهادار را باید تابع ضوابطی دانست که در قالب یک موافقت‌نامه حقوقی یا قراردادی خاص (به نام قرارداد خرید اعتباری) مشخص می‌شود. (ISLA, 2012, p. 8) از این منظر، خرید اعتباری؛ یعنی خرید اوراق بهادار توسط مشتری و یا توسط کارگزار به سفارش مشتری که به موجب آن، مشتری بخشی از ثمن معامله؛ حداقل به میزان تضمین اولیه را تأمین و کارگزار بر اساس قرارداد خرید اعتباری، مابقی ثمن معامله را تا سقف اعتبار تخصیصی، پرداخت و معادل مبلغ پرداختی را به بدهی اعتباری مشتری منظور می‌نماید. تبعاً قرارداد اعتباری نیز قراردادی است که بین مشتری و کارگزار منعقد شده و شرایط تخصیص اعتبار به مشتری (شامل مبلغ، مدت قرارداد، مهلت تسویه هر خرید اعتباری، نرخ و حقوق و تعهدات طرفین) در آن معین می‌شود.

با امعان نظر به این مفاهیم و ارتباطی که بر اساس آن شکل می‌گیرد، اوصاف خرید اعتباری اوراق بهادار را باید از دو منظر تشریح نمود. یکی از این اوصاف، وجه مثبت و مزایای مترتب بر خرید اعتباری است و وجه دیگر، مخاطرات ناظر به این امر خواهد بود. در واقع این مزایا و مخاطرات دو روی یک سکه از خرید اعتباری در بازار سرمایه هستند و همین مسأله مستوجب آن است که برای طراحی الگوی حقوقی حاکم بر آن به همه این جوانب توجه گردد.

الف) مزایا

از مزایای مهم مربوط به خرید اعتباری اوراق بهادار آن است که چنین قابلیتی با ایجاد تسهیلات سرمایه‌گذاری برای مشتریان نهاد مالی، اسباب کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذار، افزایش قدرت خرید معامله‌گران و جذب نقدینگی را فراهم می‌نماید (ISLA, 2012, p. 14) و متعاقب تشریفات که بر آن حاکم است، باعث افزایش نقدشوندگی خواهد شد. (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸: ۱۵) همچنین، به موازات این قابلیت و با توجه به ارتباط بازار پولی و بازار سرمایه، کارایی بازار نیز ارتقاء خواهد یافت. (موسویان و همکاران، ۱۳۹۲: ۴۲) زیرا این فعالیت باعث ارتباط دوسویه بازار بانکی و بازار سرمایه شده و از این طریق، همکاری این دو بازار را توسعه می‌دهد.

ب) مخاطرات

در عین اینکه می‌توان برای خرید اعتباری اوراق بهادار مزایایی متصور بود، برخی مخاطرات نیز متوجه این معاملات است. چالش مهمی که می‌تواند در مورد اصل خرید اعتباری در بازار سرمایه بروز نماید، آن است که چون نهادهای مالی خاص بازار سرمایه به بخش بانکی تنظیم شده دسترسی ندارند

1) (Malatesta, Masciantonio & Zaghini, 2016, p. 1) و عملیات خود را خارج از تضمین‌های اعتباری بخش‌های دولتی و مرکزی انجام می‌دهند (Ağırman, Serçemeli & Özcan, 2013, p. 2) بیم بحران و بی‌ثباتی وجود خواهد داشت. یعنی به واسطه فقد ضوابط و نظارت مستقیم بانکی، دامنه دخالت مقامات بانک مرکزی از میان رفته و همین امر باعث مشکلاتی خواهد شد. بدیهی است در صورت شکل‌گیری بحران‌های مالی، مسائل و عواقب متعددی از حیث اقتصادی و حقوقی به وجود می‌آید که امنیت سرمایه‌گذاری را به مخاطره می‌اندازد. همچنین، مهم‌ترین مخاطرات مربوط به تحقق خرید اعتباری در بازار سرمایه آن است که این فرایند به فراخور افزایش دامنه مراوده مالی و حقوقی میان نهاد مالی و بانک و نیز نهاد مالی و مشتری، ریسک بالایی را به‌خصوص بر کارگزاری‌ها متحمل می‌نماید و به سبب وجود برخی خلأهای قانونی و عملیاتی، تعهدات مشتریان در مقابل کارگزاری را بدون پشتوانه هنجاری و اثباتی مواجه نماید. به بیان دیگر، به‌رغم برخی تمهیدات در ساختار حاکم بر این معاملات - مثل اخذ تضمین از مشتری-^۷ این امکان وجود دارد که عملیات مزبور باعث مواجهه نهاد مالی با نکول متعدد از سوی مشتریان شده و همین مسأله در عین کاهش ارزش اوراق بهادار، ریسک عملیاتی کارگزاری را دوچندان سازد.^۸ بنابراین، در این معاملات، سرمایه‌گذاران و معامله‌گران با چالش‌هایی از جمله تحمل زیان بیشتر، لزوم پرداخت بهره و هزینه‌های مالی، حرفه‌ای و تخصصی بودن آن در مقایسه با دیگر معاملات، توثیق اوراق بهادار خریداری شده و کاهش ارزش اوراق بهادار روبه‌رو خواهند بود (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۸: ۱۶). طبعاً؛ به دلیل اقتضائات مالی و اقتصادی مربوط به خرید و فروش اوراق بهادار و نوسان بازار، حجم اختلالات مالی و حقوقی نیز افزایش یافته و متعاقب متضرر شدن مشتری، امنیت اقتصادی و حقوقی نهاد مالی نیز به مخاطره می‌افتد.^۹

۷. برای مطالعه نمونه این تضامین در مقررات مربوط، ر.ک: ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران.

۸. مراد از ریسک عملیاتی، اعم از افزایش نوسان قیمت و کاهش ارزش سهام، افزایش هزینه‌های مالی و حقوقی برای کارگزاری؛ به دلیل عدم انجام و اجرای سازمان عملیات می‌باشد. (راعی و سعیدی، ۱۳۸۵: ۷۸)

۹. از جمله مصادیق مهم ناشی از این مخاطره در بازار سرمایه کشورمان می‌توان به افزایش دعاوی حقوقی ناشی از عدم ایفای تعهد مبتنی بر خرید اعتباری اوراق بهادار اشاره نمود که به واسطه نکول مشتریان کارگزاری‌ها، اختلافات متعددی را از سوی برخی شرکت‌های کارگزاری علیه مشتریان روانه دبیرخانه هیأت داور (موضوع تبصره ۳ ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار) نمود. (برای مطالعه برخی از دعاوی مربوط به این عناوین، به عنوان نمونه، ر.ک: جمالی و صادقی، ۱۳۹۶: ۲۷۵-۲۹۲).

۲. اعطای اعتبار در بازار سرمایه ایران

به موجب بند ۷ ماده ۱ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، خرید اعتباری عبارت است از: «خرید اوراق بهادار توسط کارگزار به سفارش مشتری برای وی است که کارگزار بر اساس قرارداد خرید اعتباری، قسمتی از ثمن معامله را تا سقف اعتبار تخصیصی، پرداخت و معادل مبلغ پرداختی را به بدهی تجاری مشتری منظور می نماید. تسویه این بدهی، تابع قرارداد خرید اعتباری است». بر این اساس، قرارداد خرید اعتباری «قراردادی [است] که بین مشتری و کارگزار به منظور تخصیص اعتبار از طرف کارگزار به مشتری، منعقد می شود و شرایط تخصیص اعتبار و حقوق و تعهدات طرفین بر اساس آن مشخص می شود». (بند ۸ ماده ۱ دستورالعمل)

تعاریف ارائه شده غالباً به دو رکن کارگزاری و مشتری اشاره نموده و متعرض رکن سوم - یعنی بانک - نشده اند. شاید این امر به دلیل بدهی بودن نقش بانک در اخذ اعتبار تفسیر شود لکن ضوابط و مقررات حاکم بر این خرید اعتباری در بازار سرمایه به نحوی است که پذیرش این توجیه تا حدودی دشوار است. چرا که در هر صورت نسبت به نقش و جایگاه عملیات بانکی برای خرید اعتباری در بازار سرمایه مقررات روشنی وجود ندارد و در عمل تنها برای حل برخی مسائل به اصول کلی استناد می شود. در هر حال، با توجه به اینکه در این قبیل مسائل عملیات اعتباری و بانکی در خدمت عملیات مالی و سرمایه گذاری است تا اهداف سرمایه گذاری (مثل انتقال رقابت به نهادهای مالی کوچکتر و ارتباط مستقیم با مصرف کنندگان) به نحو شایسته تری محقق شود، لازم است در ابتدا اعطای اعتبار در بازار سرمایه را با رعایت مبنای حقوق اقتصادی کشورمان تحلیل نموده تا سنجۀ مشخصی از نسبت خرید اعتباری اوراق بهادار با ضوابط حقوقی کشور ارائه شود.

۱،۲. مبنای حقوق اقتصادی ایران از حیث ارتباط بازار اوراق بهادار و بازار پولی

فارغ از نسبت بانک و بازار سرمایه و ارتباط منطقی و اقتصادی میان آن ها و ترجیح دیدگاه بانک محور یا بازار محور،^{۱۰} یک مسأله مهم ناشی از ساختار مقررات گذاری در حوزه های پولی و مالی، تمرکز یا عدم تمرکز ناشی از دامنه عملکرد نهادهای ذی صلاح است. در این خصوص چنانچه ساختار مقررات گذاری اقتصادی هر کشوری تک رکنی و کاملاً متمرکز باشد، مسائل مورد ابتلاء از این حیث کمتر خواهد بود. اما در کشورهایی که به نحوی از ساختاری بیش از یک رکن (تفکیک مقررات گذاری در بازار پول از بازار اوراق بهادار) برخوردارند، ابهام محسوس تر خواهد بود. به عنوان نمونه، در کشور

ما که اقتصاد آن نسبتاً متمرکز محسوب می‌شود، وجود ساختار نظارتی غیرمتمرکز (دو رکن مستقل در بازارهای پولی و مالی به‌علاوه نهادهای نظارتی دیگر از جمله سازمان بازرسی، حسابرسی و...)، این چالش را به وجود خواهد آورد که در صورت تقارن و همکاری دو حوزه مستقل، کدام نهاد باید مسئولیت هدایت و نظارت بر امور را عهده‌دار شود؟ ضوابط حرفه‌ای کدام حوزه بر دیگری ارجحیت دارد؟

فارغ از اینکه این مسأله چالشی فراگیر است، در موضوع مورد بحث باید اذعان نمود با وجود اینکه نظام مقررات‌گذاری مالی و پولی ایران غیرمتمرکز بوده (باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۲۱) و مبتنی بر الگوی استقلال نسبی بازار سرمایه از بازار پولی است، آنچه از مدل معاملات اعتباری در بازار سرمایه مشخص است، این مبناست که عملیات بانکی در دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به نحو کامل با نظارت و دخالت مقام بانکی محقق نمی‌شود و تقریباً همه مراحل آن را نهاد مالی (کارگزاری) برعهده دارد. در واقع چنانچه مبنای مقررات مربوط به حوزه بانکی (از جمله قانون تنظیم بازار غیرمتمشکل پولی) مبنی بر حفظ ساختار تنظیم‌گری حرفه‌ای را مدنظر قرار دهیم، اصولاً اعطای اعتبار در قالب خرید اعتباری اوراق بهادار نیز باید از مجرای بانکی صورت پذیرد. چرا که موضوع مزبور در عداد عملیات حرفه‌ای مربوط به بازار پولی است و تنها یک نهاد مقررات‌گذار با صلاحیت حرفه‌ای وظیفه هدایت و نظارت بر آن را دارد. در واقع، ساختار نظارتی متمرکز، از اصول مسلم بازارهای پولی و بانکی است و الزامات حمایت از رقابت نیز از نظارت متمرکز بانکی حمایت می‌کند. لذا با وجود اختلاف ضوابط هنجاری با مسائل عملیاتی در معاملات اعتباری اوراق بهادار، وضعیت کنونی معاملات اعتباری در بازار سرمایه کشورمان با اینکه متناسب با استقلال حرفه‌ای بازار سرمایه است، همسو با اصول حرفه‌ای بازارهای بخشی نبوده و چون بخش مهمی از عملیات اعتباری مربوط به حوزه بانکی است، برخلاف ساختار حقوق اقتصادی کشور می‌نماید.

۲.۲. فرآیند عملیاتی خرید اعتباری

مطابق ضوابط خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران که تصویب آن متعاقب مصوبه کمیته فقهی است (ر.ک: دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی، ۱۳۹۳: ۲۰۶-۲۰۸)، فرآیند عملیاتی خرید اعتباری در ایران به این نحو است که بانک‌های عامل اقدام به اعطای تسهیلات به کارگزاری نموده و کارگزار می‌تواند اعتبار دریافتی از بانک را در راستای اهداف و رؤس مندرج در اساسنامه تخصیص دهد. بنابراین، روشن است که خرید اعتباری اوراق بهادار از سویی متوجه بانک است که مبادرت به تأمین سپرده برای عامل بازار سرمایه (کارگزار) نموده و کارگزار نیز اعتبار بانکی را

به منظور سرمایه گذاری، در قالب قرارداد خرید اعتباری در اختیار مشتریان خود قرار داده و حدود وظایف و تکالیف را نیز قرارداد فیما بین تعیین خواهد نمود. در واقع در مانحن فیه منابع کوتاه مدت نهاد مالی در اختیار متقاضیان سرمایه گذاری در بازار اوراق بهادار قرار می گیرد. (شبان، ۱۳۸۸: ۱۰۰) بر این اساس و بر مبنای مصوبه کمیته فقهی - که مورد اشاره قرار گرفت - عملیات خرید اعتباری را باید به ترتیب ذیل تلخیص نمود: ۱- دریافت وثیقه از کارگزاری توسط بانک و تخصیص اعتبار به کارگزاری ۲- دریافت ودیعه از مشتری توسط کارگزاری و تخصیص اعتبار از کارگزاری به مشتری ۳- خرید اوراق بهادار توسط مشتری بر مبنای اعتبار اعطایی ۴- توثیق اوراق بهادار خریداری شده نزد کارگزاری ۵- فروش اوراق بهادار و تسویه حساب میان مشتری و کارگزاری ۶- پرداخت اصل و منافع اعتبار دریافتی به بانک.

نهایتاً به نظر می رسد مراحل مزبور از این حیث که دریافت اعتبار را به بانک متصل می کند، قابل دفاع است لکن از این منظر که اعتبار تخصیصی از بانک را تنها به نهاد مالی کارگزاری محدود کرده و سایر نهادهای مالی را نادیده گرفته محل تأمل می نماید. این امر باعث وضعیتی می شود که بر اساس آن، کارگزاری در عین داشتن اختیار کامل در نحوه اعطای این اعتبار، به نوعی از انحصار برخوردار شود و بر این اساس، خرید اعتباری که بنا بوده ابزاری برای توسعه رقابت در بازار اوراق بهادار شود، اهرمی برای توسعه فعالیت خویشاوندی و تخصیص منابع مالی به اشخاص مدنظر گردد.

۳. تحلیل الگوها و بیان چالش ها و بایسته های خرید اعتباری در ایران

ارتباط بازار اوراق بهادار و بازار پول این موهبت را دارد که در عین جمع آوری سپرده ها و پس اندازها، امکان سرمایه گذاری را نیز فراهم می نماید. در واقع بانک با تزریق تسهیلات بانکی به بازار سرمایه این قابلیت را شکل می دهد که بنگاه ها و یا اشخاص حقیقی برای سرمایه گذاری در بورس ترغیب شده و باعث رونق کسب و کار گردند. البته این امر ماهیت دوسویه داشته و شکست یا توفیق آن با هر دو حوزه پولی و مالی مرتبط خواهد بود و می تواند در عین پویایی ابزارهای سرمایه گذاری، باعث مضاعف شدن ریسک ها و از بین رفتن اعتماد مردم به عنوان سپرده گذاران بانکی و سرمایه گذران بورسی شود. بر این اساس، لازم است در کنار توجه به قابلیت های این تأسیس، به چالش های آن نیز توجه گردد. بنابراین، در این مبحث، مبتنی بر ساختار حقوق اقتصادی کشورمان ابتدا دو مدل از الگوی خرید اعتباری اوراق بهادار را تحلیل و سپس چالش ها و بایسته های خرید اعتباری در ایران را اشاره خواهیم نمود.

۱,۳. تحلیل حقوق اقتصادی الگوهای مربوط به خرید اعتباری در ایران

با توجه به مبنای حقوق اقتصادی کشور، در گستره استقلال و همکاری بازار پولی و بازار سرمایه، این پرسش باقی است که الگوی خرید اعتباری اوراق بهادار باید متمایل به کدام بخش اقتصادی باشد؟ آیا به دلیل موضوعیت خرید و فروش اوراق بهادار باید اصالت را بر مقررات بورسی گذاشت یا اینکه به سبب طبع و ماهیت اعتبار، اولویت مقررات بانکی ملاک خواهد بود؟

در این مقال، با امعان نظر به ضوابط مقررات گذاری در بازارهای مورد بحث دو مدل مختلف را

بررسی می کنیم.

الف) تداوم الگوی موجود (تخصیص اعتبار بدون دخالت مستقیم بانک) با رویکرد اصلاحی

الگوی کنونی معاملات مربوط به خرید اعتباری اوراق بهادار در بازار اوراق بهادار ایران به این صورت است که بدون دخالت مستقیم بانک و مؤسسه اعتباری بانکی در قرارداد خرید اعتباری، به طرفیت کارگزاری و مشتری، قرارداد خرید اعتباری اوراق بهادار منعقد شده و به موجب آن، با تخصیص اعتبار دریافتی از بانک به مشتری، مشتری ملزم می شود بر اساس ضوابط مقرر در دستورالعمل و قرارداد خرید اعتباری^{۱۱} اعتبار دریافتی را برای خرید اوراق بهادار صرف و تضامین مربوطه را تأمین نماید. کارگزاری نیز حسب تعهدات خویش در این الزام سهیم بوده و باید ضوابط حرفه ای خاص^{۱۲} را رعایت کند. بنابراین، به رغم واسطه ای بودن نقش کارگزار در خرید اعتباری اوراق بهادار، مدل کنونی این معاملات در ایران دلالت صریحی بر نقش بانک به عنوان اصیل ندارد و به نوعی بانک جنبه حاشیه ای به خود گرفته است. در مقابل، نقش کارگزاری فراتر از واسطه مالی نمایان شده و استقلال عمل او بیش از یک واسطه مالی نشان می دهد. از این رو، در مقررات مربوط به این الگو از قرارداد خرید اعتباری، علاوه بر مشخص نبودن وضعیت دقیق حقوق و تکالیف ناشی از مالکیت مربوط به خرید اعتباری و دعاوی حقوقی در این زمینه (مبنی بر فریز سهام، تعارض حقوق کارگزاری و مسأله فروش مال غیر و امثال آنها) تکلیف قابلیت خرید اعتباری در معاملات کالایی و نیز، منافع و متعلقات ورقه بهادار از جمله؛ عواید ناشی از افزایش سرمایه، میزان و نحوه محاسبه و پرداخت سود و منافع مترتب بر آن، مالیات سهم، حق رأی، بهای حاصل از فروش حق تقدم استفاده نشده یا سلب شده و سایر منافعی که به اوراق بهادار تعلق می گیرد نیز مشخص نیست.

۱۱. ر.ک: مواد ۳، ۶، ۱۰، ۱۱، ۱۲ و ۱۳ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران.

۱۲. ر.ک: مواد ۲، ۴، ۵، ۷، ۸، ۹، ۱۴ و ۱۵ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران.

هر چند شرح کامل عدم دلالت یا سکوت مقررات در خصوص هر یک از عناوین مذکور خارج از حوصله این نوشتار است اما عنایت به موارد ذیل لازم می‌نماید:

۱- به فراخور قوام اندک ضوابط مربوط به اعطای اعتبار و عدم تصریح روشن بر اینکه حدود و ثغور اعتبار دریافتی کارگزاری از بانک و تأثیر و تأثر رابطه بانک، نهاد مالی و مشتری بر یکدیگر باید چگونه باشد، مدل تک بعدی (مقررات‌گذاری درون بخشی) چندان از قدرت الزام و ضمانت اجرای فربخشی برخوردار نبوده و به سبب تفکیک ساختاری بازار پولی از بازار مالی، وضعیت نظارت بین بازاری و نحوه مواجهه در موارد مردد و مشترک را با ابهام روبه‌رو می‌سازد.

۲- از نظر حقوقی، به‌رغم اینکه کارگزاری مطابق ماده ۶ دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار واجد حق استیفای حقوق مالی خود می‌گردد و می‌تواند از محل وجه تضمین، مطالبات خود را وصول نماید، اولاً؛ گاهی میزان بدهی مشتری بیش از وجه تضمین مأخوذ بوده و کارگزار ناگزیر از طرح دعوا علیه مشتری است که این امر خود از موارد ریسک حقوقی نهاد مالی محسوب می‌شود. ثانیاً؛ به سبب عدم برخورداری فریز از پشتوانه حقوقی غیر قابل تردید، در رابطه کارگزاری با شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و توقیف علی‌الرأس اوراق بهادار مشتری - به دلیل عدم ایفای تعهدات قراردادی - توسط کارگزار، این خلأ وجود دارد که کارگزاری‌ها برای تضامین بدهی تجاری مشتری به خویش مبادرت به توقیف سهام مشتری می‌کنند، و چون این امکان برای کارگزاری حق مطالبه و برداشت را در پی خواهد داشت، در عمل مسائلی وجود دارد که به نوعی حق مزبور را با کاستی مواجه می‌سازد. یکی از این مشکلات حقوقی، مربوط به اجرای احکام حقوقی مبتنی بر توقیف اوراق بهادار است. در واقع مسأله اصلی این است که از سویی کارگزاری مبادرت به فریز سهام برای احقاق حق خود می‌کند اما از طرفی دیگر، برخی محاکم در راستای حقوق دیگری که متوجه اموال و دارایی مشتری است، دستور به توقیف سهام (به‌عنوان یکی از دارایی‌های شخص مزبور) می‌دهند و عملاً باعث می‌شوند که در دارایی واحد دو حق معارض به‌وجود آید؛ از سویی حق اولویتی که از آن کارگزاری است، و از سوی دیگر حق توقیف دوم که مبتنی بر تصمیم قضایی است. در واقع، با وجود اینکه توقیف بودن سهام نزد کارگزاری این حق را برای او محقق می‌سازد تا از این طریق احقاق حق نماید اما عدم وجود سازوکار منسجم در این خصوص مشکلاتی همچون خلأ قضایی را شکل می‌دهد. زیرا صرف توقیف توسط کارگزاری - بدون دخالت نهادهای قانونی مثل شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه - این حق را به مخاطره می‌اندازد که اولاً؛ اقدام کارگزاری به نحوی احقاق شخصی حق تلقی شده و حاکمیت قانون در این فرایند نادیده انگاشته شود. چرا که ممکن است برخی کارگزاری‌ها از این حق سوء استفاده

نموده و فراتر از حقوق خویش حق مشتری را ضایع نمایند. ثانیاً؛ عدم دخالت تشکل‌های رسمی، حق کارگزاری در توقیف را متزلزل نموده و در مواجهه با عناصر قانونی و حرفه‌ای با تردید مواجه سازد. به نظر می‌رسد این خلأها و عدم صراحت در موارد معنوی، برگرفته از نوعی تردید و عمل‌گرایی از سوی مقررات‌گذاران این حوزه باشد. به بیان دقیق‌تر، در الگوی ترسیم شده در عین لحاظ جوانب احتیاط، ضوابط حرفه‌ای به نحوی تعیین شده تا خرید اعتباری به عنوان یک فرصت سرمایه‌گذاری به رسمیت شناخته شده و مانعی برای توسعه ریسک‌های مالی نگردد. در واقع، هدف از این عنوان، بیش از آنکه ترسیم الگویی جامع باشد، برون‌رفت از مشکلات مالی و حقوقی پیش روی نهادهای مالی بوده است. (صالح‌آبادی، ۱۳۹۶: ۱۴۴) بر این اساس چنانچه به هر دلیلی بنا بر حفظ همین الگو (تخصیص اعتبار بدون دخالت مستقیم بانک‌ها و مؤسسات اعتباری) باشد، لازم است لااقل تکلیف مواردی همچون مسائل اخیرالذکر مشخص شود تا مسائل و مشکلات حقوقی کمتری در پی داشته باشد. همچنین، در این ساختار باید وضعیت اعتبار از حیث نسبت حقوقی و ارتباط بانک و نهاد مالی روشن شود و این رابطه نباید به نحوی باشد که خرید اعتباری منجر به تحمیل هزینه مضاعف بر مشتری گردد.

ب) خرید اعتباری اوراق بهادار از طریق اعطای مستقیم تسهیلات بانکی (الگوی واقعی)

با توجه به اینکه اعتبار بخشی از عملیات راجع به عرضه پول را تشکیل می‌دهد و به نوعی داخل در قلمرو خلق پول و قدرت خرید است، اصولاً دولت‌ها در راستای کنترل شرایط اقتصادی به تحدید یا اعمال سیاست انقباض اعتبار متمایل هستند، در این روش مشتریان الزاماً برای دریافت تسهیلات خرید (اعم از اوراق بهادار یا غیر آن) باید به بانک مراجعه کرده و تسویه این اعتبارات نیز با بانک خواهد بود؛ کارگزاری نیز جز عملیات خرید و فروش اوراق بهادار نقش دیگری در تخصیص اعتبار به مشتریان نخواهد داشت. در واقع کارگزاری صرفاً به عنوان واسطه عمل نموده و با معرفی مشتری به بانک، فرایند دریافت اعتبار را عملیاتی می‌نماید. روشن است که این الگو با طبع نظارتی بانک و عملیات بانکی همخوانی کامل دارد و بسیاری از مشکلات حقوقی مربوط به رابطه کارگزار و مشتری را مرتفع می‌سازد. یعنی در این وضعیت، مشتری به نوعی ارتباط بیشتری با بانک خواهد داشت و بانک بر اساس ضوابط و معیارهای بازار پولی مبادرت به تخصیص اعتبار و نظارت بر فرایند مربوطه می‌کند. کارگزاری نیز فارغ از اشتغال به مسائل ناظر به ریسک اعتباری مترتب بر عملیات بانکی، صرفاً متوجه ریسک‌های راجع به بازار سرمایه شده و مسئولیت مربوط به عملیات بانکی از عهده او خارج خواهد شد.

با این حال، این موضوع (خرید اعتباری اوراق بهادار از طریق اعطای تسهیلات بانکی) عملاً در نظام حقوق اقتصادی کشورمان با تردیدها و موانعی مواجه است. یکی از این موارد آن است که به واسطه سرشت دوگانه خرید اعتباری اوراق بهادار در ارتباط با بازار پولی و بازار مالی، اجرای دقیق عملیات مربوط به خرید اعتباری مستلزم رعایت ضوابط حرفه‌ای هر دو بازار است. از همین رو چنانچه مقررات یکی از این دو حوزه به نحوی ریسک مقرراتی خرید و فروش اعتباری اوراق بهادار را افزایش دهد، تحقق اهداف پیش روی خرید اعتباری با دشواری مواجه خواهد شد. به عنوان نمونه، بر اساس بخشنامه شماره مب/ ۱۱۰۱ بانک مرکزی (مورخ ۸۳/۰۷/۲۵) در خصوص «ممنوعیت اعطای تسهیلات بابت خرید سهام»^{۱۳} پرداخت تسهیلات به مشتریان از طرف بانک‌ها و مؤسسات اعتباری ممنوع شده است. علت این ممنوعیت، مغایرت با اصول حاکم بر قانون عملیات بانکی بدون ربا، ایجاد اختلال در بازار سرمایه از طریق افزایش کاذب قیمت سهام و ریسک بالایی که متوجه مؤسسات اعتباری و بانک‌ها می‌شود عنوان شده است. همچنین، مطابق بخشنامه شماره مب/ ۴۹۸۰ بانک مرکزی (مورخ ۸۶/۱۱/۳۰) در خصوص «ممنوعیت اعطای تسهیلات جهت خرید و فروش سهام به کارگزاران بورس اوراق بهادار در قالب عقد مضاربه مطلق»^{۱۴} این مهم به لحاظ ماهیت عقد با اشکال مواجه دانسته شده است. بر این اساس، مانع و ابهام مهم در مورد الگوی اعتباردهی از طریق بانکی در ایران آن است که اولاً؛ چون این عنوان باید از مجرای بانک صورت پذیرد، نائل شدن به اهداف متصور برای فعالیت مورد بحث بدون دخالت و نظارت مستقیم بانک چنین امری میسر نیست و یا با کاستی‌هایی روبه‌روست. ثانیاً؛ اعطای تسهیلات بانکی به مشتریان خرید اعتباری اوراق بهادار ممکن است به‌عنوان سرایت ریسک بازار سرمایه به بازار پول تلقی گردد و در صورت عدم دریافت وثایق و اعتبارسنجی صحیح، بانک‌ها را با ریسک عملیاتی بالایی مواجه سازد. از این رو در نظام حقوقی کشورمان در هر صورت تخصیص اعتبار در بازار

۱۳. «بر اساس اطلاعات دریافتی، اخیراً برخی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اقدام به اعطای تسهیلات بابت خرید سهام به مشتریان متقاضی نموده‌اند. از این رو به اطلاع می‌رساند پرداخت تسهیلات برای این موضوع به علل مختلف از جمله مغایرت با اصول حاکم بر قانون عملیات بانکی بدون ربا، ایجاد اختلال در بازار سرمایه از طریق افزایش کاذب قیمت سهام و ریسک بالایی که متوجه بانک یا مؤسسه اعتباری می‌سازد، مجاز نمی‌باشد. لذا خواهشمند است دستور فرمایند ضمن توقف فعالیت در این زمینه، موضوع در اسرع وقت به کلیه واحدهای ذی‌ربط آن بانک / مؤسسه ابلاغ شود و بر حسن اجرای آن نظارت گردد».

۱۴. «بهموجب بررسی‌های به‌عمل آمده و بنا به استعلام‌های متعدد واصله به این اداره به منظور کسب مجوز لازم جهت اعطای تسهیلات به کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران در قالب عقد مضاربه مطلق بدین‌وسیله موکداً به اطلاع می‌رساند اعطای تسهیلات جهت خرید و فروش سهام با استفاده از عقد مضاربه مطلق چه به لحاظ مقرراتی و چه به لحاظ ماهیت عقد مذکور با اشکال مواجه است و انجام این عملیات نمی‌تواند در قالب عقد مضاربه صورت پذیرد. در مورد سایر عقود نیز نیازمند بررسی دقیق است. خواهشمند است مراتب فوق به کلیه واحدهای تابعه آن بانک ابلاغ گردد».

سرمایه باید از طریق ضوابط بانکی تحقق یابد. زیرا ابزارهای پولی و اعتباری و ایجاد تعادل در موازنه پرداخت‌ها و تسهیل در مبادلات در زمره اهداف و وظایف سیستم و نظام بانکی می‌باشد (خاوری، ۱۳۸۲: ۱۴۶-۱۵۳) و مطابق قانون پولی و بانکی کشور (مصوب ۱۳۵۱) و قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی (مصوب ۱۳۸۳) این قبیل عملیات منوط به رعایت ضوابط مقرر در آن دو قانون و نظارت بانک مرکزی؛ به عنوان رگولاتور (مقررات‌گذار) بازار پول شده است. (هادی‌فر، ۱۳۸۹: ۱۹۷)

مانع دیگر در عملیاتی شدن الگوی واقعی خرید اعتباری (از طریق تسهیلات مستقیم بانکی) آن است که با توجه به تمایز و عدم تمرکز نظام بانکی و بازار سرمایه در ایران، تحقق الگوی مورد بحث به سبب عدم اتصال سیستم بانکی به سامانه معاملات در بازار سرمایه، بیگانگی بانک‌ها از مسائل حرفه‌ای بازار اوراق بهادار (از جمله توقف نماد، سقوط قیمت و مسائلی از این قبیل)، وجود تفاوت در اخذ وثایق توسط بانک‌ها در مقایسه با نهادهای مالی در بورس عملاً دشوار می‌شود. وجه این دشواری از آن روست که عوامل مورد اشاره منجر به اختلال در نظم و سرعت معاملات مربوطه در بازار سرمایه خواهد شد. اهمیت مسأله مذکور در لزوم التزام به موازین حرفه‌ای مربوط به امور بانکی نیز نمایان شده و این مهم در مواردی همچون الزامات مربوط به کفایت سرمایه، وثایق، سقف خرید، بدهکاری مشتری و امثال آن‌ها محل توجه و تأمل می‌باشد. چرا که به سبب عدم ارتباط مستقیم با ساختار بانکی، فرآیند خرید اعتباری و امور مربوط به آن به نحوی که باید کنترل نمی‌شود. مبرهن است که این وضعیت هم نهاد مالی و هم بازار را با ریسک بیشتر مواجه خواهد ساخت.

در هر حال، به نظر می‌رسد با توجه به استقلال حرفه‌ای بازار سرمایه از بازار پولی، باید نسبت این دو را به این نحو تفسیر نمود که؛ درست است که مقامات و نهادهای بازار سرمایه برای توسعه جذابیت در معاملات اوراق بهادار، مراتب تصویب مصوبه و دستورالعمل مورد اشاره را طی نموده‌اند اما این موارد - با توجه به اینکه تخصیص اعتبار به مشتری توسط کارگزار اعتباردهنده، صرفاً به منظور خرید اعتباری اوراق بهادار قابل معامله در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران می‌باشد - تنها در بازار سرمایه کارایی دارد و از آن منظر که الزاماتی را - برای اعطای تسهیلات - متوجه بانک‌ها می‌کند، محل نقد است؛ مضاف بر اینکه این امر با بخشنامه بانک مرکزی نیز تقابل نموده و از این منظر نوعی تعارض در ضوابط رخ می‌دهد. بنابراین، پستوانه حقوقی این فرایند به نحوی که باید قابل توجه نیست. وانگهی؛ به شرحی که آمد، این توجه به سبب استقلال حوزه بانکی از بازار سرمایه کاملاً قابل پذیرش نبوده و قوام آن را با تردیدهایی مواجه می‌سازد. با این حال، تا زمانی که مراحل مربوط به خرید اعتباری اوراق بهادار

با رعایت ضوابط حرفه‌ای هر دو بازار همراه باشد، ایراد مورد اشاره مرتفع شده و در عین حال، تقارن و همکاری مقامات و نهادهای بازار پولی و بازار مالی را در پی خواهد داشت.

۲,۳. چالش‌ها و ابهامات

در عین مسائلی که در بطن مباحث سابق ناظر به وضعیت حقوقی و عملیاتی الگوهای خرید اعتباری اشاره شد، در این بحث رئوس دیگری از چالش‌ها و ابهامات الگوی خرید اعتباری اوراق بهادار در ایران را مطرح خواهیم نمود.

الف) مبنایی و ساختاری

چالش اصلی مسأله مورد بحث، خرید اعتباری در بازار سرمایه نیست؛ بلکه الگو و سازوکار حقوقی آن است. چرا که بدون تردید بازارهای پولی و مالی مکمل یکدیگر بوده و حضور هر دو، برای رقابت فعالان بازار این امکان را فراهم می‌کند تا انگیزه‌های سرمایه‌گذاری مضاعف شود. با این وجود، فرآیند تحقق آن در عین حال می‌تواند بر ریسک‌های ناشی از این اقدام دامن زده و سرمایه‌گذاران بازار سرمایه را با تردید یا سرشکستگی مواجه سازد. بنابراین، در ادامه به تبعات حقوقی این چالش اشاره نموده و مسائلی از آن را تبیین خواهیم کرد.

فواید متعدد وجود بانک در اقتصاد؛ از جمله کاهش ریسک و هزینه معاملاتی، مستلزم رعایت اصول کلی حاکم بر عملیات بانکی نیز بوده و در این خصوص باید مواردی همچون اصل تمرکز، تخصص و نظارت بانکی (باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۰۴-۱۰۶) رعایت شود. در واقع اختصاص اعتبار و مسائل مترتب بر بازار پولی این نتیجه منطقی و حقوقی را نیز به دنبال دارد که در همه حوزه‌های اقتصادی، سرمنشأ عملیات مزبور به بانک‌ها محول گردد و بخش‌های مربوطه در بازار سرمایه، به عنوان مکمل بانک‌ها مسائل و جوانب فنی و تخصصی موضوع را محقق سازند. چرا که بازار سرمایه و بازار پولی دو حوزه مستقل از هم بوده و هر کدام نیز واجد نهادهای مقررات‌گذار و نظارتی اختصاصی می‌باشد. بر این اساس، مبرهن است که - در صورت عدم تبعیت آن‌ها از ضوابط ذاتی و حرفه‌ای خویش - عملیات خلاف اصول اصلی مترتب بر این دو حوزه ممکن است به بحران‌های اقتصادی و هزینه‌های جبران‌ناپذیری بر پیکره اقتصاد باشد. یعنی، عدم هماهنگی کامل در این مورد (خصوصاً ناظر بر اصل هدایت و نظارت) همواره از علل بروز بحران‌های مربوط به این قبیل فعالیت‌هاست. (باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۰۶) این بحران زمانی فراینده خواهد شد که بدانیم در مقایسه با بازار پول، ریسک موجود در فعالیت‌های مربوط به بازار سرمایه بیشتر است. بنابراین، به نظر می‌رسد خرید اعتباری اوراق بهادار به سبب تلاقی فعالیت ناظر به بازار پولی در بازار سرمایه واجد ریسک بیشتری باشد. چرا که هم وصف

سپرده‌پذیری از بانک‌ها را به همراه دارد و هم در راستای سپرده‌گذاری نزد بورس‌ها با ریسک مربوط به بازار سرمایه مواجه است. لذا در صورت عدم وجود ضوابط صحیح و مقررات مناسب، ریسک‌های متعددی را به هر دو بازار و فعالان آن تحمیل می‌نماید.

فارغ از محدودیت ناشی از مبانی حقوق اقتصادی ایران، در مقایسه با نهادهای مالی کشورهای پیشرو، چالش دیگر اعتباردهی در کشورمان را باید محدودیت در ساختار و دامنه موضوع به‌شمار آورد. در واقع قابلیت‌های واسطه‌های پولی و مالی دیگر (همانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های تأمین سرمایه و امثال آن‌ها) در اینجا نادیده گرفته شده؛ این در حالی است که علاوه بر نهادهای اخیرالذکر، نهادهای دیگری مثل اتحادیه‌های اعتباری و تعاونی جزء نهادهای بازار مالی هستند (شبانی، ۱۳۸۸: ۱۰۱؛ گروه نویسندگان، ۱۳۸۹، ج ۱: ۱۲-۱۳) و از این منظر دامنه رقابتی این حوزه افزایش یافته و متعاقب شکستن انحصار در خدمات مالی، مراتب سرمایه‌گذاری توسعه می‌یابد.

ب) کاربردی و عملیاتی

برخی از چالش‌های کاربردی و عملیاتی مربوط به خرید اعتباری ناظر به چشم‌پوشی‌های تقنینی است که شرح مواردی از آن در اثنای مباحث قبل مطرح گردید و بیان شد که مقررات خرید اعتباری اوراق بهادار به سبب عدم پیروی از اسلوب مدون، با چالش‌ها و ابهاماتی روبه‌روست. فارغ از این قبیل موارد که فرع بر الگوی حقوقی خرید اعتباری اوراق بهادار است، با توجه به اینکه در غیاب نقش مستقیم بانک‌ها، خرید اعتباری به نوعی در درون نهاد مالی بازار سرمایه انجام می‌شود، چالش‌های عملی متعددی در این خصوص متصور خواهد بود. یکی از این موارد آن است که در این روش، مشتری بدهکار به کارگزاری می‌تواند سهامی که در قالب اعتباری خریداری شده است را برای اخذ وام بانکی وثیقه نماید. علاوه بر این، در خرید اعتباری، سهم در ملکیت مشتری است و در محدوده حقوق و تکالیف کارگزاری و مشتری، ممکن است که مشتری از این موقعیت سوء استفاده کند. به عنوان مثال، کارگزاری برای

دریافت دین خود از مشتری حق متوقف نمودن^{۱۵} یا فروش سهام^{۱۶} را دارد اما در عمل اقدام کارگزاری به فروش اوراق بهادار بابت تأدیه دیون خود، گاهی از سوی مشتری تحت عنوان فروش فضولی نزد مراجع دادگستری طرح گردیده است. این در حالی است که اگر روش مزبور به نحو واقعی صورت می گرفت، به سبب نظارت مستقیم بانکی، امکان حمایت ضوابط حقوقی دیگری نیز متصور بود و یا تأثیر مستقیم طرفین بر حقوق یکدیگر با محدودیت بیشتری مواجه می شد. همچنین، تمرکز نظارت بر فرآیند اعتباری در بانک این نتیجه را خواهد داشت که به دلیل مواجهه بیشتر فعالان مربوط به معامله اعتباری با بانک، تعارض منافع راجع به مالکیت اوراق بهادار و نحوه دریافت دیون و مطالباتی که متوجه مشتری است به صورت فعلی متصور نگردد و به جای افزایش اختلاف حقوقی میان کارگزاری و مشتری، عملیات حرفه‌ای وصول مطالبات مستقیماً از مجرای بانک صورت پذیرد. از این رو، علاوه بر رفع مشکل تعارض منافع در بازار اوراق بهادار، از دعاوی و مسائل حقوقی کارگزاری ناظر به خرید اعتباری نیز به مراتب کاسته خواهد شد. چرا که در وضعیت کنونی، به دلیل ارتباط مستقیم مشتری و کارگزاری، کلیه ریسک‌های عملیاتی - حتی ریسک‌هایی که می‌تواند متوجه بانک باشد - بر عهده کارگزاری قرار داده شده و کارگزاری - که ماهیتی جز واسطه مالی ندارد - در عین التزام به ریسک‌های حرفه‌ای خویش باید ریسک دیگر اشخاص مؤثر در فرآیند خرید اعتباری را نیز متحمل شود.

۱۵. مطابق ماده ۱۰ دستورالعمل، «هرگاه در اثر افزایش بدهی تجاری یا کاهش مانده حساب تضمین، مانده بدهی تجاری مشتری برابر یا بیش از مانده حساب تضمین مشتری گردد، کارگزار اعتبار دهنده موظف است خرید اعتباری برای مشتری را تا زمان رفع این شرایط متوقف نماید. همچنین مشخصات مشتری به عنوان مشتری در معرض ریسک و مبلغ کسری حساب تضمین در اختیار کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و کلیه کارگزاران قرار می‌گیرد و کلیه کارگزاران موظفند خرید اعتباری را برای مشتری مذکور تا پایان رفع این شرایط متوقف نمایند».

۱۶. به موجب ماده ۱۳ دستورالعمل، «در صورتی که مشتری، کسری مندرج در اختاریه کسری حساب تضمین را در مهلت مقرر به طور کامل برطرف ننماید، یا بدهی خود را طی مهلت مقرر در قرارداد خرید اعتباری به طور کامل تسویه نکند، کارگزار اعتبار دهنده می‌تواند اقدامات زیر را انجام دهد؛ مشروط بر اینکه قرارداد خرید اعتباری را مطابق پیوست این دستورالعمل با مشتری منعقد نموده باشد: ۱- تضامین مشتری را حسب مورد بفروشد یا تبدیل به نقد کند و بدهی تجاری مشتری را از آن محل تسویه نماید. انتخاب تضمینی که به این منظور به فروش می‌رسد یا تبدیل به نقد می‌گردد، به اختیار کارگزار اعتبار دهنده است. ۲- در صورتی که کارگزار نتواند رأساً نسبت به فروش، تبدیل به نقد کردن و استفاده از تضامین اقدام کند، موضوع را مطابق ماده ۳۶ قانون بازار اوراق بهادار، در مرجع ذیصلاح طرح و پیگیری نماید».

۳,۳. بایسته‌های حقوقی

به‌فراخور قواعد و اصول حاکم بر نظام بانکی،^{۱۷} الزامات حمایت از رقابت در مسائل مربوط به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، از نظارت متمرکز حمایت نموده و تمرکز نظارتی بر مسائل مربوط به امور بانکی فواید بیشتری نسبت به رقابت بین بانکی، جلوگیری از انحصار و حمایت از حقوق مصرف‌کننده (سپرده‌گذاری و سرمایه‌گذاری) دارد. (باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۱۸) زیرا نظارت متمرکز بانکی بر مسأله مورد بحث باعث می‌شود هم دامنه اختصاص مسائل مطابق موازین حرفه‌ای به نهادهای ناظر بانکی و بررسی روشن گردد و هم منجر به تفکیک و تأمین مسأله سپرده‌گذاری بانکی از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌شود. چرا که به هر حال اعطای اعتبار در بازار سرمایه وجاهتی دوسویه دارد و سپرده‌گذاری آن مربوط به نهادهای بانکی، ولی مسائل مربوط به سرمایه‌گذاری آن مترتب بر نظارت بورسی است. مضاف بر اینکه تخصیص وام به اشخاص در برابر وثیقه مناسب و با رعایت کارایی و هزینه - فایده اقتصادی محقق می‌شود که تفسیر و کنترل ضوابط آن تحت نظارت بانک مرکزی صورت می‌پذیرد؛ یعنی بانک‌های مرکزی هستند که به شرکت‌ها و نهادهای مالی وام می‌دهند. (Madigan, 2009) از این رو با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری در قالب معامله اعتباری در بورس فرع بر تخصیص اعتبار از حوزه بانکی خواهد بود، و نظر به اینکه اعطای وام با استفاده از اوراق بهادار به عنوان وثیقه است، اصولاً از حیث تخصیص و تخصیصی داخل در حوزه بانکی است. علاوه بر این استدلال منطقی و هنجاری، اختصاص موضوع مورد بحث بر نظارت و هدایت بانکی از حیث کاربردی نیز واجد این اثربخشی خواهد بود که در عین ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری در بورس، ریسک بانکی را نیز کنترل نموده و ضریب نظارت و ارتباط میان فعالان خرید اعتباری (اعم از طرفین قرارداد اعتباری و نهادهای ناظر) را افزایش خواهد داد؛ ضمن اینکه عدم رعایت این امر خود به ضعف جایگاه نظارت بانکی و عدم تقارن اطلاعات در این خصوص دامن زده و در نهایت حقوق سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار خواهد

۱۷. از جمله این موارد به‌موجب ماده ۲ قانون عملیات بانکی بدون ربا عبارتند از: تنظیم، کنترل و هدایت گردش پول و اعتبار طبق قانون و مقررات، انجام کلیه عملیات بانکی ارزی و ریالی و تعهد یا تضمین پرداخت‌های ارزی دولت طبق قانون و مقررات، نظارت بر معاملات طلا و ارز و ورود و صدور پول رایج ایران و ارز و تنظیم مقررات مربوط به آن‌ها طبق قانون، انجام عملیات مربوط به اوراق و اسناد بهادار طبق قانون و مقررات، اعمال سیاست‌های پولی و اعتباری طبق قانون و مقررات، عملیات بانکی مربوط به آن قسمت از برنامه‌های اقتصادی مصوب که از طریق سیستم پولی و اعتباری باید انجام گیرد، افتتاح انواع حساب‌های قرض‌الحسنه (جاری و پس‌انداز) و سپرده‌های سرمایه‌گذاری مدت‌دار و صدور اسناد مربوط به آن‌ها بر طبق قوانین و مقررات، اعطای وام و اعتبار بدون ربا (بهره) طبق قانون و مقررات

داد.^{۱۸} چرا که در اینجا ساختار نظارتی در راستای کنترل همسوی ریسک، از ابزارهای حوزه بانکی محروم شده است. این در حالی است که اگر بنا بر رعایت اصل نظارت بانکی در این زمینه باشد، لازم است دامنه نقش آفرینی بانک رعایت شود. یعنی، در تطبیق وضعیت مطلوب با حالت کنونی - که توأم با نظارت بورسی بر خرید اعتباری و فارغ از نظارت بانکی بر آن است - با وجود اینکه نهاد مالی نقش واسط خود را حفظ خواهد نمود، این مهم صرفاً متوجه ریسک اعتباری میان نهاد مالی (کارگزاری) و مشتری است و کمتر بانک را در نظر می گیرد. هر چند در صورت بروز مسأله حقوقی در این زمینه، مسئولیت حقوقی متوجه اشخاص مارالذکر (به عنوان طرفین قرارداد اعتباری) است، لکن چنانچه نقش نظارتی بانکی رعایت گردد، امکان تعدیل این نسبت وجود دارد. زیرا در اینجا به نوعی حقوق و تکالیف تأمین کننده اعتبار (بانک) نادیده انگاشته شده و حضور این نهاد در رابطه مورد بحث این امکان را فراهم می سازد که صلاحیت حرفه ای و مقررات احتیاطی توسط بانک با دقت واقعی تر رعایت شود. بنابراین، تحقق الگوی حقوقی خرید اعتباری در بازار سرمایه مستلزم تدوین ضابطه مشترکی از بازار پول و بازار سرمایه است تا این فرآیند به نحو ضابطه مند تمشیت یابد.

نتیجه گیری

از آنجا که توسعه کارآیی بازار سرمایه منوط به ارتقای ابزارها و ضوابط حقوق مالی مترتب بر آن هاست، ساختار خرید اعتباری اوراق بهادار به منظور افزایش جذابیت برای سرمایه گذاری در بازار مالی شکل گرفته است. با این حال این معاملات به سبب ارتباط مستقیم آن با بازار پولی و نهادهای مربوط به آن، و وجود چالش های خاص، مستلزم ضوابط و الگوهای متفاوتی خواهد بود. از همین رو در نظام های مختلف حسب الگوهای متمرکز یا غیرمتمرکز بازارهای پولی و مالی، سازوکار خاصی را بر این معاملات حکمفرما می نمایند. چرا که خرید اعتباری در بازار سرمایه - به سبب ارتباط دو حوزه پولی و مالی - در عین برخورداری از مزایای خاص، با مخاطراتی نیز مواجهه است که طراحی الگوی مربوط به آن باید با

۱۸. ناگفته نماند که استدلال های مزبور با توجه به استقلال نسبی نظارت بانکی از نظارت بورسی در ساختار نظارتی کشورمان بوده و چنانچه سایر مدل های نظارتی (همچون سیستم های متمرکز و غیرمتمرکز) را در نظر بگیریم وضعیت باید مطابق با همان الگوی نظارتی مورد تحلیل قرار گیرد. (ر.ک: شبانی، ۱۳۹۲: ۵۰۱-۵۰۸) به هر حال سیستم نظارتی بازار پول از بازار سرمایه در کشور ما وضعیت نیمه متمرکز داشته که به موجب آن نهادهایی همچون بانک مرکزی و سازمان بورس به عنوان نهادهای اختصاصی و حرفه ای ایفای نقش می کنند و نظارت عام رقابتی و تنظیم سیاست های اقتصادی میان نهادهای ناظر بازارهای مورد اشاره حسب مورد بر عهده نهادهایی چون شورای رقابت یا دولت می باشد. از این رو چنانچه شورای رقابت و دولت را در این تحلیل فاکتور بگیریم، بر عدم تمرکز و استقلال بیشتر در این حوزه افزوده خواهد شد.

امعان نظر به این اوصاف باشد. بنابراین، با توجه به ارتباط دوسویه بازار پول و بازار سرمایه و ضرورت تحقق امور مربوطه از مجرای حرفه‌ای، الگوی مبتنی بر دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (مصوب ۱۳۹۱) به سبب تفاوت با مبانی حقوق اقتصادی کشورمان با چالش‌ها و کاستی‌هایی روبه‌روست؛ بخشی از این چالش‌ها مبتنی بر معیار و روش این معاملات (عدم دخالت حقوق و تکالیف حرفه‌ای بانک) است و بخش دیگر مربوط به ضوابط خاصی است که باید بر این معاملات حاکم باشد. بر این اساس، مهم‌ترین چالشی که مدنظر نوشتار حاضر قرار گرفت، مسأله روش تخصیص اعتبار در بازار سرمایه است. در واقع فارغ از شرح کامل اسلوب‌های عملیاتی اعطای اعتبار، مبنای اعتباردهی در ارتباط دوسویه بازار پول و سرمایه محل نظر می‌باشد. لذا با امعان نظر به مبانی حقوق اقتصادی ایران و مسائل عملیاتی مترتب بر آن، برای خرید اعتباری اوراق بهادار در ایران دو اسلوب کلی وجود دارد. بر اساس یک الگو، خرید اعتباری به فراخور اقتضائات حرفه‌ای باید به طور مستقیم از مجرای بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بانکی صورت پذیرد و بانک‌ها خود متولی آن باشند. الگوی دیگر، مبتنی بر ساختار درونی بازار سرمایه است و به‌موجب آن، خرید اعتباری از طریق نهادهای مالی حوزه اوراق بهادار محقق می‌شود. الگوی نخست - که مبتنی بر اصول و مبانی حقوق اقتصادی کشور است - در عین تبعیت از ضوابط حرفه‌ای و افزایش سطح نظارت بانکی، با چالش‌هایی نیز مواجه است. از جمله این چالش‌ها، بیگانگی عملیات بانکی از فعالیت حرفه‌ای بازار سرمایه، اختلال در سرعت و نظم معاملات اوراق بهادار به سبب عدم اتصال شبکه بانکی به سیستم معاملات نهادهای مالی این حوزه، تفاوت ریسک سرمایه‌گذاری در بازار بانکی و بازار سرمایه، دشواری تحقق نظارت دوجبهی به واسطه عدم تقارن کامل عملیات بانکی با فعالیت حرفه‌ای، تفاوت در ضوابط اخذ وثیقه در این دو سیستم و مشکلات دیگری که ناشی از این چالش‌ها برای سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی ایجاد می‌شود. الگوی دوم؛ به‌رغم اینکه با اصول حرفه‌ای ناظر به مسائل اعتباری مغایرت دارد، لکن چالش‌های الگوی نخست را فاقد بوده و در صورت اصلاح کاستی‌های جزئی در برخی مسائل حقوقی و عملیاتی می‌تواند کارایی نسبی را به همراه داشته باشد. با این حال، چون از حقوق و تکالیف قانونی و نظارت حرفه‌ای بانکی منتزع بوده و عملاً نهادهای مالی را وارد عملیات اعتباردهی می‌کند، ریسک بیشتری را برای واسطه مالی در پی خواهد داشت و در عین حال می‌تواند منشأ شکل‌گیری برخی رویه‌های ضد رقابتی گردد؛ مضاف بر اینکه این ساختار خرید اعتباری اوراق بهادار، از حیث منطق و پشتوانه حقوق اقتصادی کاملاً توجه‌پذیر نبوده و در هر صورت تداوم نظام خرید اعتباری در بازار سرمایه منوط به ابتدای آن بر منطق حقوقی و رعایت اصول حرفه‌ای هر دو بازار (بازار پولی و بازار مالی) است.

منابع و مأخذ

۱. باقری، محمود و همکاران (۱۳۹۵). رقابت و انحصار بین بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (ساختار مالکیت، شکل حقوقی و کارکرد)، چاپ اول، تهران: انتشارات بورس.
۲. بودی، زوی؛ الکس کین و آلان جی مارکوس (۱۳۹۱). مدیریت سرمایه‌گذاری، ج ۱، ترجمه سید مجید شریعت‌پناهی، روح‌الله فرهادی و محمد ایمنی‌فر، چاپ اول، تهران: انتشارات بورس.
۳. بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۸). تأمین مالی اعتباری خرید اوراق بهادار، تهران: مدیریت تحقیق و توسعه معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار شرکت بورس اوراق بهادار تهران.
۴. جمالی، جعفر و محمد صادقی (۱۳۹۶). رویه هیأت داورى بورس و اوراق بهادار، تهران: انتشارات بورس.
۵. حامدی، میثم و سید محمدجواد فرهانیان (۱۳۹۴). تنظیم و نظارت در بازارهای مالی، تهران: نوای مدرسه با همکاری بورس اوراق بهادار تهران.
۶. خاوری، محمودرضا (۱۳۸۲). حقوق بانکی، چاپ چهارم، تهران: مؤسسه عالی بانکداری ایران.
۷. دهخدا، علی‌اکبر (۱۳۷۲). لغتنامه دهخدا، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۸. راعی، رضا و علی سعیدی (۱۳۸۵). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، چاپ دوم: انتشارات سمت.
۹. شارپ، ویلیام اف؛ گوردون جی. الکساندر و بیلی اف. جفری (۱۳۸۸). مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه سید مجید شریعت‌پناهی و ابوالفضل جعفری، تهران: دیبا- طنین.
۱۰. شبانی، محمد (۱۳۸۸). بازارهای پولی و مالی بین‌المللی، چاپ دوم، تهران: انتشارات سمت.
۱۱. شبانی، محمد (۱۳۹۲). بازارها و نهادهای مالی، تهران: انتشارات سمت.
۱۲. صالح‌آبادی، علی (۱۳۹۶). ناگفته‌های بورس ایران، چاپ اول، تهران: انتشارات دنیای اقتصاد.
۱۳. گروه نویسندگان (۱۳۸۹). نهادهای مالی - راهنمای قانون بازار اوراق بهادار، چاپ اول، تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.
۱۴. محسنی، حسن (۱۳۹۳). مبانی بانکداری با رویکرد مالی، تهران: انتشارات بورس.
۱۵. معین، محمد (۱۳۷۱). فرهنگ فارسی، چاپ هشتم، تهران: امیرکبیر.
۱۶. موسویان، سیدعباس؛ میثم فدایی واحد و مهدی علی‌حسینی (۱۳۹۲). «خرید اعتباری سهام در بانکداری و بازار سرمایه اسلامی»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۳۱-۵۸.

۱۷. هادی‌فر، داود (۱۳۸۹). نهادهای حقوقی تنظیم مقررات، ساختار و سازوکار اجرایی، تهران: انتشارات عتروت نو.

18. Ağırman, Ensar, Murat Serçemeli, & Muhammet Özcan (2013). "Shadow banking: an overview", 9th Iberian International Business Conference.
19. ISLA (2012). "Securities Lending A Guide for Policymakers", available at: https://www.isla.co.uk/system/files/2017-10/sl_aGuide_for_Policy_makers.pdf
20. Madigan, Brian F (2009). "Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis." Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming. available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>
21. Malatesta, abrizio, Masciantonio & Andrea Zaghini, (2016). "The Shadow Banking System in the Euro Area: Definitions, Key Features and the Funding of Firms", Italian Economic Journal, 2: 217.

ب) قوانین، مقررات و مصوبات

- بخشنامه شماره مب/ ۱۱۰۱ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۳/۰۷/۲۵).
- بخشنامه شماره مب/ ۴۹۸۰ بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۶/۱۱/۳۰).
- دبیرخانه کمیته تخصصی فقهی (۱۳۹۳). مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (جلسات یک تا هشتاد و دو)، تهران: انتشارات بورس.
- دستورالعمل خرید اعتباری اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (۱۳۹۱).
- قانون پولی و بانکی کشور (۱۳۵۱).
- قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی (۱۳۸۳).
- قانون عملیات بانکی بدون ربا (۱۳۶۲).
- Malaysia Co-operative Societies Commission Act 2007

Legal analysis of the Pattern of Buying securities on Credit in Iran

Morteza Mohammadi^{۱۹}

Ebrahim Abdipour^{۲۰}

Mohammad Sadeghi^{۲۱}

Abstract:

Grating Credit to financier for buying securities that is done in some forms such as Buying on Credit contract is encountered to this important, and essential issues, beside of different legal aspects, and matters, that it should be couple with financial, and Bank rules in addition to rules of securities markets. So it's doubtful to put this matte in the mere bank, or securities market forms. This paper, by considering this issue, in a basic-analytical manner tries to make an analysis of the Pattern of Buying securities on Credit in Iran, and also studies the legal and normative frameworks of this procedure. In this regard, irrespective of financing in securities' wills, current rules of Buying securities on Credit in Iran are encountered with an important challenge, and this has caused to practical, and legislative mistakes in monetary, and securities market, and legal, and monitoring conflict among related institutes to these two markets. So, it's seemed that facing with this issue, beside of considering the economic criteria, and capabilities, should be with a procedure that provides a competition between market's actives in addition to cooperation, and convergence among monetary, and securities markets according to professional rules. The Iranian pattern of buying securities on Credit, however, because of separation from banking rules is faced to many deficits, and challenges which its success is excluded in fixing of basic, and practical ambiguities according to economic law's manner.

Keywords: Buying securities on Credit, Buying on Credit contract, securities market, Financial Institutions, Banking operations, Monetary and Financial Markets.

JEL Classification: K22, G18, E50

۱۹ . Assistant Professor of Private Law, Faculty of Law, Mofid University

۲۰. Associate Professor of Private Law, Faculty of Law, Qom University

۲۱. Ph.D. Candidate in Private Law, Faculty of Law, Mofid University