

بررسی مفهوم مصرف‌کننده در بورس اوراق بهادار

عباس قاسمی حامد*

یوسف براری چناری**

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۶/۱۶

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۱/۲۱

چکیده

مصرف‌کننده به علت قدرت اقتصادی و چانه‌زنی کمتر نیازمند حمایت ویژه‌ای در برابر قدرتمندان است و صرف توجه به اصل آزادی قراردادی، حقوق او را تضمین نمی‌کند. مصرف‌کنندگان بورس اوراق بهادار هم که بخشی از بازار مالی در برابر واقعی‌اند، مستثنا از این امر نیستند و حتی به علت تخصصی‌تر بودن بازارهای مالی، توجه به قشر ضعیف از فعالان این بازار اهمیت بیشتری دارد. لذا باید مصرف‌کنندگان موردنظر شناسایی و مشمول حمایت‌های خاص قرار گیرند. اشخاصی که در بورس سرمایه‌گذاری می‌کنند، دو دسته‌اند که برخی از آنها مبتدی و غیرحرفه‌ای و بعضی دیگر متخصص‌اند و بدیهی است که دسته اول به حمایت ویژه‌ای نیاز دارند. اگرچه برخی به عدم امکان اجرای قواعد حقوق مصرف در بورس اوراق بهادار معتقدند، به نظر می‌رسد علی‌رغم سکوت قانون‌گذار، باید سرمایه‌گذاران خرد این بازار را که شغل اصلی آنها معامله اوراق بهادار نیست، بلکه حرفه فرعی و مکمل محسوب شده، دارای ضعف اطلاعاتی‌اند، مصرف‌کننده نامید و محق استفاده از مزایای خاص قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ کشورمان و سایر مقررات مرتبط دانست. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی اشخاصی متخصص‌اند و معامله اوراق بهادار در بورس حرفه اصلی آنهاست و به علت قدرت اقتصادی و اطلاعاتی نیازمند حمایت ویژه قانونی نیستند. همان‌طور که ملاحظه می‌گردد، مفهوم مصرف‌کننده در بورس تا حدودی با تعریف مرسوم آن در قوانین مربوطه متفاوت است.

کلیدواژگان:

اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار خرد، سرمایه‌گذار نهادی، مصرف‌کننده.

* استاد دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی

gh.hamed@gmail.com

** دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول)

Barariy@yahoo.com

مقدمه

بدیهی است که وجود مصرف‌کننده^۱ و شناسایی آن، لازمه اجرای مقررات حمایت از آن در همه بازارها، از جمله بازار بورس اوراق بهادار است. اصطلاح مزبور که اسم فاعل عبارت مصرف^۲ است و در حقوق، مصرف آن را در برابر اصطلاح «عرضه‌کننده» قرار می‌دهند، همانند واژه مصرف، ریشه اقتصادی داشته و سپس پا در دنیای حقوق گذاشته است. روشن شدن مفهوم مصرف‌کننده از این لحاظ ضروری است که این اشخاص به دلیل ضعف اقتصادی و اطلاعاتی شایسته حمایت ویژه‌ای هستند که غیر آنها نیازی به آن نداشته، خود قادر به دفاع از حقوق خویش هستند.

مصرف‌کننده در بورس اوراق بهادار نیز مستثنا از موضوع فوق نیست و در برابر دیگر بازیگران این بازار، دارای ضعف اطلاعاتی و اقتصادی بوده، در صورتی که از این اشخاص حمایت لازم صورت نگیرد، انگیزه و تمایل آنها برای ورود به بازار کم‌رنگ و موجب رشد کم بازار سرمایه خواهد شد.^۳ موضوعی که اگر ادامه یابد، منتج به شکست بازار خواهد شد؛ چراکه بورس به علت تخصصی بودن و عدم آشنایی عموم به مقررات و قواعد معاملاتی حاکم بر آن، بیش از دیگر بازارها نسبت به عدم توازن معاملاتی حساس است و برعکس، در صورتی که حمایت لازم به عمل آید، عامل کارآمدی بازار سرمایه می‌گردد.^۴ لذا همانند مصرف‌کنندگان بازارهای دیگر، گام اول برای تدوین و بررسی شیوه‌های حمایت و نیز حقوق این قشر مهم بازار بورس، شناسایی مفهوم آن است. بررسی این موضوع که آیا سرمایه‌گذاران بورس، مصرف‌کننده تلقی می‌شوند یا خیر؟ دارای این نتیجه است که اگر آنها مصرف‌کننده محسوب شوند، مشمول امتیازات و حمایت‌های خاص قانونی خواهند شد. توضیح آنکه علاوه بر حقوقی مانند حق جبران خسارت، حق آموزش، حق افشای اطلاعات و ... که برخی از آنها به سرمایه‌گذار نهادی نیز تعلق می‌گیرد، در صورتی که

1. Consumer

2. Consumption

3. Mohammad, Badar G Almeajel Alanazi, *Investor protection and the civil liability for defective disclosures in the Saudi securities market: a legal analysis*, Doctor of Philosophy thesis, Faculty of Law, University of Wollongong, 2012, p 9.

4. Gomes, Armando & Gorton, Gary & Madureira, Leonardo, "SEC REGULATION FAIR DISCLOSURE, INFORMATION, AND THE COST OF CAPITAL", *NBER Working Paper No. 10567*, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, June 2004, p 44.

سرمایه‌گذار جزء بازار مزبور مصرف‌کننده تلقی شود، مشمول قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ و حمایت‌های خاص آن نیز می‌گردد. اگرچه می‌توان این تحلیل را هم ارائه داد که چون بورس بازاری متشکل است، ایضاً با این پیش‌فرض که قانون فوق مربوط به بازار غیرمتشکل است،^۱ لذا قانون مزبور تخصصاً از دایره شمول بازار بورس اوراق بهادار خارج است. چنان‌که در مورد امکان یا عدم امکان دخالت شورای رقابت بر اساس قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل‌وچهارم قانون اساسی مصوب ۱۳۸۷/۳/۲۵ و اصلاحات بعدی آن در بورس اوراق بهادار نیز این موضوع مطرح است و برخی از محققین^۲ پس از تحلیل‌های مقتضی، در نهایت امکان دخالت شورای رقابت را مورد تردید قرار داده‌اند. این مطالب حتی در خصوص بورس کالا که به صراحت بند «و» ماده ۹۹ قانون ملغی برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴) مصوب ۱۳۸۹ که عیناً در بند «ج» ماده ۳۶ قانون لازم‌الاجرای فعلی احکام دائمی برنامه‌های توسعه کشور مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰ آمده و دادوستد آن را مشمول مقررات بازار غیرمتشکل نمی‌داند، قابل بحث و بررسی است.

در این مقاله بدو مفهوم لغوی مصرف‌کننده و مفهوم حقوقی آن به‌طور مختصر در بازار واقعی و در ادامه در بورس اوراق بهادار بررسی و پس از تحلیل، سرمایه‌گذار خرد به عنوان مصرف‌کننده بورس تلقی و نهایتاً نتیجه ارائه خواهد شد.

۱. مفهوم لغوی مصرف‌کننده

هر شخصی در جامعه، حتی تولیدکنندگان و عرضه‌کنندگان کالاها و خدمات ممکن است در وضعیت دیگر، وصف مصرف‌کننده به خود بگیرند. بنابراین مصرف‌کننده صفت ثابت اشخاص یا قشر خاصی نبوده و گسترده است. شاید به علت همین وسعت باشد که در حقوق فرانسه، علی‌رغم تعریف‌های ارائه شده، به دلیل اختلاف‌نظر در رویه‌های قضایی، هنوز مفهوم آن مبهم

۱. البته این موضوع قطعی نیست.

۲. سلطانی، محمد، تبیین و تحلیل جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، زمستان ۹۱، شماره ۲۰، ص ۱۱۲.

مانده و حتی عده‌ای معتقدند که مفهوم مصرف‌کننده «نامعلوم» است.^۱ بر اساس همین گستردگی موضوع و سهل و ممتنع بودن تعریف مصرف‌کننده است که در حقوق خارجی^۲ برخی آن را مترادف «شهروند» و بعضی دیگر نیز آن را به «مشتری» کالاها، «بیمار» در استفاده از خدمات پزشکان یا به‌طور کلی هر خریدار خدمت یا کالا دانسته‌اند.

در لغت‌نامه دهخدا^۳ که بخشی از آن در فرهنگ فارسی معین^۴ هم آمده، معنی «مصرف» را به سه حالت تقسیم نموده است: به ضم «میم» و کسر «راء» به معنای صرف‌کننده و به فتح «میم» و فتح «راء» به مفهوم جای بازگشتن و به فتح «میم» و کسر «راء» به معنای خرج و صرف کردن است. مصرف به معنی صرف کردن که حالت سوم مزبور است و معمولاً به فتح «راء» تلفظ کنند، به کسر «راء» است؛ زیرا عین مضارع آن مکسور می‌باشد.

در فرهنگ حقوقی بلک، «مصرف» به چند معنی مختلف مانند عمل یا فرایند استفاده، هدر دادن، خراب کردن و چیزهای دیگر آمده است.^۵ فرهنگ حقوقی دیگری نیز بدون اشاره به مفهوم «مصرف»، در تعریف «مصرف‌کننده» بیان داشته است: «شخصی است که کالاها و خدمات را برای استفاده شخصی یا خانوادگی یا هر استفاده غیر تجاری دیگر می‌خرد یا اجاره می‌کند».^۶

۲. مفهوم حقوقی مصرف‌کننده در بازار واقعی

بازار واقعی در برابر بازار مالی شامل بازار پول، سرمایه و بیمه قرار دارد. بخش واقعی اقتصاد بیان‌کننده جریان کالاها و خدمات از تولیدکنندگان به مصرف‌کنندگان و نیز جریان نیروی انسانی

۱. برای مطالعه بیشتر رک: کاله-اولوا، ژان و آنری تامپل، *حقوق مصرف*، ترجمه و تحقیق: مجید ادیب، تهران: نشر میزان، چاپ اول، زمستان ۱۳۹۳، ص ۱۹.

2. Cartwright, P. *Consumer Protection and the Criminal Law*, Law, Theory and Policy in the UK, Cambridge University Press, United Kingdom, 2004, p 3. – Scott, Colin & Black, Julia, *Cranston's consumers and the law*, third edition, Butterworths, London, 2000, p 9.

۳. دهخدا، علی اکبر، *لغت‌نامه دهخدا*، جلد ۱۳، تهران: موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، چاپ دوم، ۱۳۷۷، ص ۲۱۰۰۹.

۴. معین، محمد، *فرهنگ فارسی معین* (دوره دو جلدی)، جلد ۲، تهران: انتشارات ادنا، چاپ چهارم، ۱۳۸۶، ص ۱۷۴۹.

5. Campbell Black, H. *Black's Law Dictionary*, M. A., Revised Fourth Edition By The Publisher's Editorial Staff, ST. Paul, Minn. West Publishing CO. June, 4th Ed. Rev, 1968, p 389.

6. Ellis Wild, S. *Webster's New World Law Dictionary*, Legal Editor, Published by Wiley, Hoboken, NJ, Published in the United States of America, 2006, p 93.

از عرضه‌کنندگان نیروی انسانی به تولیدکنندگان است. بخش مالی اقتصاد نیز شامل جریان وجوه، اعتبارات و سرمایه از ناحیهٔ پس‌اندازکنندگان، مؤسسات اعتباری و مالی و صاحبان سرمایه به سمت سرمایه‌گذاران و تولیدکنندگان کالاها و خدمات یا دولت است.^۱ به دلایل نامعلومی، در کشورمان عبارت «مصرف‌کننده» در قوانین و مقررات متعددی تعریف شده است که با همدیگر متفاوت‌اند.

اصطلاح مصرف‌کننده به مفهوم خاص، در مقررات کشور ما در سال‌های اخیر تعریف شده و پیش از آن سابقه نداشته است؛ چراکه موضوع مصرف‌کننده و حمایت از او مطرح نشده بود. اگرچه این اصطلاح در قوانین دور مانند مواد ۹ و ۱۶ قانون ثبت علائم و اختراعات مصوب ۱۳۱۰ هم آمده است، مفهومی از آن ارائه نشده بود.

تعریف بند ۱ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ از مصرف‌کننده که در بند «ج» ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی ماده (۷) قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۹۰ نیز تکرار شده است، هم کالا و هم خدمات، ایضاً هم شخص حقیقی و هم حقوقی را دربرمی‌گیرد. بنابراین، علی‌رغم اختلاف‌نظرهایی که میان حقوق‌دانان و نظام‌های حقوقی وجود دارد، ویژگی‌های مصرف‌کننده در بازار واقعی بدین شرح است:

۲.۱. وصف مصرف‌کننده هم شامل اشخاص حقیقی و هم حقوقی می‌شود.

برخی از حقوق‌دانان کشورمان،^۲ مقررات اتحادیه اروپا و برخی از مقررات انگلستان^۳ و کشورهایی مانند ایرلند، بلغارستان، آلمان، استونی، ایتالیا، لهستان، هلند، سوئد،^۴ تسری عنوان مصرف‌کننده به شخص حقوقی را مورد انتقاد قرار داده و بیان داشته‌اند، نمی‌توان این اشخاص را

۱. سلطانی، محمد، *حقوق بازار سرمایه*، تهران: انتشارات سمت و دانشگاه شهید بهشتی، چاپ اول، ۱۳۹۵، ص ۲.

۲. طارم‌سری، مسعود، *نقش سازمان‌های غیردولتی در حمایت از حقوق مصرف‌کننده در کشور*، تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، چاپ اول، ۱۳۹۱، صص ۳۸ و ۴۲.

۳. مانند بند ۱ ماده ۳ مقررات مربوط به شروط غیرمنصفانه در قراردادهای مصرف‌کننده انگلستان مصوب ۱۹۹۹ و ماده ۳ مقررات حمایت از مصرف‌کننده (فروش از راه دور) مصوب ۲۰۰۰ این کشور.

4. Schulte-Nolke, prof.Dr.Hans and Dr. Christian Twigg-Flesner and Dr. Martin Ebers, *EC Consumer Law Compendium – Comparative Analysis, Prepared for the European Commission under service contract*, February 2008, pp 713-726.

به عنوان یکی از مصادیق مصرف‌کننده برشمرد و مصرف‌کننده از لحاظ اقتصادی انسانی است که کالا یا خدمتی را برای رفع نیاز شخصی مصرف کند.

بعضی دیگر از نویسندگان^۱ خلاف نظر فوق را دارند و معتقدند نظر قبل با فلسفه حمایت از مصرف‌کننده مغایرت دارد و دلیل قابل قبولی بر انحصار مصرف‌کننده به شخص حقیقی وجود ندارد و همان تهدیداتی که برای شخص حقیقی وجود دارد و علت حمایت از اوست، ممکن است برای شخص حقوقی نیز وجود داشته باشد و از این نظر تفاوتی بین شخص حقیقی یا حقوقی ملاحظه نمی‌شود. بند "e" ذیل ماده ۳ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کننده ترکیه مصوب ۱۹۹۵، ماده ۱ قانون حمایت از مصرف‌کننده آفریقای جنوبی مصوب ۲۰۰۸، بند ۶ ماده ۲۰ قانون حمایت از مصرف‌کننده انگلستان مصوب ۱۹۸۷، بند ۷ ماده ۱۳۸ قانون بازاریها و خدمات مالی این کشور مصوب ۲۰۰۰، بند ۵ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان خودرو مصوب ۱۳۸۶ و بند «س» ماده ۲ قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲ کشور ما همانند قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان، در تعریف مصرف‌کننده از این عقیده تبعیت نموده‌اند.

۲.۲. قواعد حقوق مصرف‌هم شامل عقد بیع می‌شود و هم سایر عقود

یکی از ایرادهای مهمی که به تعریف مزبور از بند ۱ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان وارد می‌باشد، این است که تنها از کلمه «خریداری» استفاده کرده و مواردی را که شخصی به عناوین دیگر اعم از اجاره و عاریه و ... از کالا یا خدمت استفاده می‌کند، دربر نمی‌گیرد و از دایره حمایت خارج می‌شوند؛ در حالی که مقررات کشورهای خارجی مانند قانون حمایت از مصرف‌کننده نوا اسکوشیا کانادا مصوب ۱۹۸۹ در بند «a» ماده 21V خود در مقام تعریف مصرف‌کننده، این موضوع را مدنظر قرار داده و بیع و اجاره و سایر قراردادهای را به عنوان نمونه ذکر نموده است. شاید بتوان با لحاظ بند ۲ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان، آنجا که در انتهای این بند از اصطلاح «ارائه» که اعم از خریدوفروش است، استفاده می‌کند، بیان داشت که استفاده از کلمه «خریداری» در تعریف، ناشی از مسامحه قانون‌گذار بوده و مراد واقعی وی برخلاف ظاهر تعریف است.

۱. خدانی، سید پدram، «حمایت از مصرف‌کننده در قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲/۱۰/۱۷ با توجه به حقوق روز اتحادیه اروپا»، رساله دکتری، تهران: دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۸۵، ص ۸.

۲.۳. قصد و منظور مصرف‌کننده از تهیه کالا یا خدمات باید شخصی و غیر تجاری باشد.

در تعریف موردنظر بند ۱ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان ۱۳۸۸ مشخص نشده که خریداری کالا یا خدمات باید به چه قصد و منظور اعم از به قصد استفاده شخصی یا غیر آن باشد تا مشمول تعریف مصرف‌کننده و حمایت‌های آن قرار گیرد. اگرچه اکثریت قریب به اتفاق نویسندگان معتقدند که خریداری کالا یا خدمات به قصد تجارت، مشمول مقررات حمایتی فوق نمی‌گردد. بند «س» ماده ۲ قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲ کشور ما نیز مصرف‌کننده را هر شخصی می‌داند که به منظوری جز تجارت یا شغل حرفه‌ای اقدام می‌کند. بخشی از رویه قضایی فرانسه و برخی از نظام‌های حقوقی از جمله آمریکا هم به موجب ماده ۲. ۲۰۵ مقررات الکترونیکی و همچنین ماده b. ۶۰۳ قانون تجارت خود، تعریف وسیعی از مصرف‌کننده، ارائه می‌کند و هر شخص حقیقی را مصرف‌کننده می‌داند. در این تعریف، اینکه شخص حقیقی، به چه منظوری، تجارت یا غیر آن، وارد معامله شده است، لحاظ نمی‌شود.^۱ همچنین بند ۴ ماده ۱۰۰۲ قانون اصلاح وال استریت و حمایت مصرف‌کننده (موسوم به قانون داد-فرانک) مصوب ۲۰۱۰ این کشور، نیز در مقام تعریف مصرف‌کننده، این قید را لحاظ ننموده و به طور مطلق تعریف کرده است. بند ۳ قسمت ۲ فصل ۱ از بخش ۱ قانون حقوق مصرف‌کننده مصوب ۲۰۱۵ انگلستان هم در تعریف مصرف‌کننده، ملاک هدف غیر تجاری و غیر حرفه‌ای شخص را ملاک شناسایی وی دانسته است. بند ۱ ماده ۵ کنوانسیون ۱۹ ژوئن ۱۹۸۰ رم راجع به قانون حاکم بر تعهدات ناشی از قرارداد که در آوریل ۱۹۹۱ لازم‌الاجرا و در سال ۲۰۰۸ به وسیله اتحادیه اروپا، توسط مقرره دیگری موسوم به رم ۱ جایگزین و برای تمامی کشورهای عضو این اتحادیه، لازم‌الاجراست، نیز از اصطلاح غیر تجاری و غیر حرفه‌ای استفاده کرده است.

۳. مفهوم حقوقی مصرف‌کننده در بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار مالی

برای تشریح مفهوم مصرف‌کننده در بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار مالی در کنار بازار پول و بیمه، بدو باید تعاریفی از سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذار ارائه شود. زیرا همان‌طور که

۱. عبداللهی، محبوبه و سیدعلی سیداحمدی سجادی، بررسی تطبیقی حمایت از مصرف‌کننده در تراکنش‌های الکترونیکی وجوه، دو فصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی (دانش و توسعه سابق)، دوره جدید، سال بیست‌ویکم، بهار و تابستان ۱۳۹۳، شماره ۵، ص ۱۲۴.

بیان خواهد شد، مصرف‌کنندگان بورس، به برخی از سرمایه‌گذاران این بازار اطلاق می‌شود که ضعف اطلاعاتی و عدم توازن معاملاتی، آنها را نیازمند حمایت ویژه قانونی نموده است.

۳.۱. مفهوم سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری^۱ کردن به معنای خرید اقلام دارایی یا اوراق بهاداری است که با گذشت زمان منجر به ایجاد درآمد و افزایش ارزش خواهد شد. ریسک و انتظار سودآوری در طی زمان، واژه‌هایی است که در تعریف به آنها توجه شده است. از این رو، هنگامی که فردی یک ورقه بهادار را خریداری می‌کند، سرمایه‌گذاری صورت پذیرفته است، اما خرید یک خانه به قصد سکونت، سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شود؛ زیرا خانه‌ای که در آن زندگی می‌کنیم، بازده معینی در طی زمان برای ما به وجود نمی‌آورد، ولی خرید ورقه بهادار به طور بالقوه دارای بازده است.^۲ بدیهی است، تحقق یا عدم تحقق و میزان سود در آینده، نامشخص است و همان‌طور که گفته شد و در منابع خارجی^۳ نیز به آن توجه نموده‌اند، ریسک جزء ذات سرمایه‌گذاری است.

سرمایه‌گذاری کردن که در حقوق بین‌الملل نیز کاربرد زیادی دارد و به مرور زمان مفهوم آن تغییر یافته،^۴ موضوع آن ممکن است اموال منقول، غیرمنقول، اوراق بهادار، حقوق مالکیت معنوی و ... باشد.^۵ مطلب اخیر در حقوق فرانسه نیز به صراحت آمده است.^۶ برخی دیگر^۷ نیز «سرمایه‌گذاری» را دارای معانی مختلفی دانسته و در تعریف موسع آن مفهومی مشابه تعریف اخیر آورده‌اند.

1. Investment

۲. مهران‌فر، محمدرضا، *آشنایی با مفاهیم بورس اوراق بهادار*، تهران: نشر چالش، چاپ دوم، تابستان ۱۳۸۸، ص ۵۷.

3. Bernasconi-Osterwalder, Nathalie and Johnson, Lise. *INTERNATIONAL INVESTMENT LAW AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT*, International Institute for Sustainable Development (IISD), 2018, p 26.

4. Panitchpakdi, Supachai. *SCOPE AND DEFINITION-UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements II*, United Nations, Printed in Switzerland, January 2011, p 7.

5. Malik, M. *Recent Developments in the Definition of Investment in International Investment Agreements*, Second Annual Forum of Developing Country Investment Negotiators, International Institute for Sustainable Development, November 2008, pp 2-3.

6. OECD. *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations*, Mar 2008, p 80.

7. Inderst, Georg and Kaminker, Christopher and Stewart, Fiona. *DEFINING AND MEASURING GREEN INVESTMENTS: IMPLICATIONS FOR INSTITUTIONAL INVESTORS' ASSET ALLOCATIONS*, OECD WORKING PAPERS ON FINANCE, INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, NO. 24, OECD Publishing, August 2012, p 13.

بند ۴ بخش ۲۲ قانون بازارها و خدمات مالی انگلستان مصوب ۲۰۰۰، سرمایه‌گذاری را شامل دارایی و حق و منفعت دانسته و قسمت "a" بند ۴ ماده 12BAA قانون کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا مصوب ۲۰۰۱ هم، سرمایه‌گذاری را به حالات مختلف تقسیم کرده است که تفصیل آن در این مختصر نمی‌گنجد.

منظور از سرمایه‌گذاری در بازار بورس، معامله اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس است. اگرچه سرمایه‌گذاران با هدف کسب درآمد یا به عرصه بورس می‌گذارند، برخی از سرمایه‌گذاران به صورت غیرمستمر و مقطعی در بورس سرمایه‌گذاری می‌کنند و شغل اصلی آنها محسوب نمی‌شود، ولی برخی دیگر اینگونه نیستند. هدف کسب درآمد مزبور هم به دو دسته تقسیم می‌شود: هدف برخی از سرمایه‌گذاران در بورس، دستیابی به سود سهام است که در پایان سال مالی شرکت به آن تعلق می‌گیرد. دسته دیگر از سرمایه‌گذاران، هدف کسب درآمد از رشد قیمت سهام را دارند که انگیزه اخیر بین سرمایه‌گذاران، مهم‌تر و شایع‌تر از هدف اول است.

۳.۲. مفهوم سرمایه‌گذار

سرمایه‌گذار^۱ بورس شخصی است که با پذیرش ریسک به امید کسب درآمد، اوراق بهادار بورس را مورد خریدوفروش قرار می‌دهد. بدیهی است که این اوراق ممکن است سهام، اوراق قرضه یا هر ورقه بهادار دیگری باشد. همچنین این سرمایه‌گذاری ممکن است به عنوان حرفه و شغل اصلی شخص باشد یا نباشد. بند ۵ ماده ۱ اساسنامه شرکت بورس کالای ایران مصوب ۱۳۸۶/۱/۱۹ در تعریف سرمایه‌گذار بیان می‌کند: «شخصی است که مالک کالاهای پذیرفته شده یا اوراق بهادار مبتنی بر کالای پذیرفته شده در بورس بوده و یا به همین منظور اقدام کرده است». ماده ۲۸ قانون ابزارهای مالی اسلوونی مصوب ۲۰۰۷، خریدار اوراق بهادار یا شخصی را که پیشنهاد خرید اوراق بهادار به وی می‌شود، سرمایه‌گذار نامیده است. بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل 97/9/EC سرمایه‌گذار را شخصی می‌داند که پول یا ابزاری را برای سرمایه‌گذاری در تجارت اختصاص می‌دهد.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (IOSCO)، آن را به شیوه کلی تعریف کرده است، از طریق اعلام این موضوع که سرمایه‌گذار شامل مشتریان و سایر مصرف‌کنندگان خدمات

1. Investor

مالی‌اند. تعریف دقیق کلمه سرمایه‌گذار برای تعیین قلمرو اعمال مقررات اوراق بهادار، ضروری است. بنابراین، سرمایه‌گذار شامل سهام‌داران، دارندگان اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار می‌گردد. سرمایه‌گذار در بورس، اقسامی دارد که برای نیل به مفهوم مصرف‌کننده در بورس، بررسی آن ضروری است. همان‌گونه که محققین خارجی^۱ بیان داشته‌اند؛ سرمایه‌گذار به دو دسته سرمایه‌گذار نهادی^۲ یا حرفه‌ای و سرمایه‌گذار خرد^۳ یا عادی یا به تعبیر برخی نویسندگان،^۴ خرده‌پا تقسیم می‌شود و به شرحی که خواهد آمد، فقط دسته دوم مصرف‌کننده محسوب می‌شوند. برخی از مولفین^۵ هم، علاوه بر تقسیم سرمایه‌گذاران بورس به نهادی و خرد، آنها را از لحاظ داشتن یا نداشتن دانش و مهارت برای سرمایه‌گذاری، به دو دسته حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای تقسیم نموده‌اند که دسته اخیر همان سرمایه‌گذاران خردند.

۳.۲.۱. سرمایه‌گذار نهادی

سرمایه‌گذار نهادی شخصی است که به صورت حرفه‌ای و به عنوان متخصص اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می‌کند و نیازمند حمایت‌هایی نیست که سازمان بورس از عموم می‌نماید.^۶ از قبیل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و ... که سرمایه‌گذار نهادی نامیده می‌شوند. بند «ag» قسمت ۱ ماده ۴ دستورالعمل 2011/61/EU، آنها را سرمایه‌گذار حرفه‌ای نامیده است. در تعریف قابل انتقاد دیگری از سرمایه‌گذار نهادی نوشته‌اند:^۷ سرمایه‌گذار نهادی، شخص حقیقی نیست؛ بلکه شخص حقوقی است و مصادیق گوناگونی دارد. تفاوت دیگر بین دو دسته سرمایه‌گذار مزبور، امکانات مالی و میزان سرمایه‌ای است که در اختیار سرمایه‌گذار نهادی است،

1. W. Arnett, George. *Global Securities Market: Navigating the world's Exchanges and OTC Markets*, Published by John Wiley and Sons, Inc, Printed in the United States of America, 2011, p 7.

2. institutional investor

3. retail investor

۴. فبوزی، فرانک، فرانکو مودیلیانی و مایکل فری، *مبانی بازارها و نهادهای مالی*، جلد ۱، ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی، تهران: نشر پیشبرد، چاپ سوم، ۱۳۸۹، ص ۲۸.

5. Mohammad, Badar and Alanazi, Almeajel. *Investor Protection and the civil liability for defective disclosures in the Saudi Securities market: a legal analysis*, Doctor of Philosophy thesis, university of Wollongong, faculty of law, 2012, p 75.

۶. سلطانی، محمد، *حقوق بازار سرمایه*، تهران: انتشارات سمت و دانشگاه شهید بهشتی، چاپ اول، ۱۳۹۵، ص ۴.

7. Çelik, Serdar & Isaksson, Mats, "Institutional investors and ownership engagement", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume 2013/2, 2014, pp 95-96.

ولی سرمایه‌گذار خرد معمولاً از آن بی‌بهره است.^۱ یکی از آثار این نابرابری اقتصادی، علاوه بر اینکه سرمایه‌گذار نهادی به علت تخصص و تجربه، توانایی مقابله با خطرات را دارد، ولی سرمایه‌گذار خرد به دلیل فقدان آنها، در بازار آسیب‌پذیر می‌باشد.^۲ این است که سرمایه‌گذار حقوقی به خاطر توان مالی بیشتر، معمولاً میزان اوراق بهادار بیشتری از یک شرکت را خریده است و هم رأی بیشتری خواهد داشت و به تبع آن نظارت مؤثرتر و تعیین‌کننده‌تری در ارکان آن شرکت نیز دارد. مطلب مزبور در حقوق فرانسه نیز تصریح شده است.^۳

همان‌طور که بیان شد، تعریف مزبور نویسندگان خارجی از سرمایه‌گذار نهادی با آنچه که در نظام حقوقی ما حاکم است، تفاوت دارد. زیرا آنها سرمایه‌گذار نهادی را تنها مختص شخص حقوقی دانسته‌اند و شخص حقیقی بازار بورس نیز همواره مصرف‌کننده این بازار است. این امر مورد پذیرش نیست؛ زیرا آنچه ملاک تشخیص مصرف‌کننده از غیر آن است، ویژگی حقیقی یا حقوقی بودن شخص نیست، بلکه نباید حرفه‌ای بوده و شغل اصلی وی باشد. چه بسا شخص حقوقی موضوع فعالیت وی غیرمرتبط با بورس باشد، ولی به طور غیرمستمر و مقطعی و به عنوان مکمل فعالیت اصلی، در بورس سرمایه‌گذاری کند. در این صورت، او مصرف‌کننده بورس تلقی می‌شود و مستحق حمایت‌های خاص قانونی است، اگرچه شخص حقوقی باشد. البته در مورد شخص حقوقی این اماره وجود دارد که او به علت تشکیلات قوی و قدرت اقتصادی، حرفه‌ای و متخصص فرض می‌شود. ولی در صورتی که اثبات شود سرمایه‌گذاری‌اش در بورس موضوع فعالیت اصلی وی نیست و در بورس تخصص ندارد، مصرف‌کننده تلقی خواهد شد. در مقابل، حقیقی بودن شخص، اماره بر غیرمتخصص بودن اوست. ولی در صورتی که اثبات شود او به هر دلیلی حرفه‌ای و متخصص است، اعم از اینکه سرمایه‌گذاری در بورس شغل اصلی او باشد یا خیر، یا اینکه علی‌رغم حقیقی بودن، فعالیت و شغل اصلی‌اش، خریدوفروش اوراق بهادار است، مصرف‌کننده تلقی نمی‌شود و نیازمند حمایت ویژه قانونی نیست. بنابراین احراز تخصص یا عدم

1. Ramadorai, T. **Institutional Investors**, Reader in Finance, University of Oxford, Oxford-Man Institute and CEPR, Available at: <https://doi.org/10.1002/9781118258415.ch32>, 2011, p 3.

2. Ho Hwang, K. *Capital Market In Korea*, Korea Financial Investment Association (KOFIA), July 2011, pp 286 and 302.

3. Njaha, Mouna & Jarboui, Anis, "Institutional investors, corporate governance, and earnings management around merger: evidence from French absorbing firms", *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 18 (2013), p 90.

تخصص شخص در بدو امر از طریق تشخیص حقیقی یا حقوقی بودن اوست تا بدین وسیله بتوان اثبات غیر اماره مزبور را بر دوش مدعی خلاف آن قرار داد. اما در خصوص شغل اصلی یا فرعی بودن، این اماره وجود ندارد و در هر موردی باید به اثبات برسد؛ چنان‌که در تشخیص مصرف‌کننده بازار واقعی چنین است و همان‌طور که گذشت، ویژگی مصرف‌کننده در آن بازار صفت قشر خاصی نیست و شامل هر شخص حقیقی یا حقوقی در هر معامله‌ای می‌گردد؛ به شرطی که قصد استفاده شخصی وجود داشته باشد و این امر در هر مورد نیاز به اثبات دارد. چه بسا شخص حقیقی در معامله قصد تجاری داشته باشد و مصرف‌کننده محسوب نگردد، اما شخص حقوقی قصد استفاده شخصی داشته باشد و مصرف‌کننده تلقی شود. بنابراین، برعکس تشخیص موضوع تخصص یا عدم تخصص وی، در مورد احراز شغل اصلی یا فرعی، اماره‌ای وجود نداشته، ارتباطی به حقیقی یا حقوقی بودن شخص ندارد.

بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار، تنها جای این قانون است که از سرمایه‌گذار نهادی نام برده است. البته بند ۱۴ ماده ۷ همین مقرر هم به سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی در بورس اشاره دارد که مربوط به اشخاص خارجی است. بند ۲۷ ماده ۱ قانون فوق، عرضه خصوصی اوراق بهادار که دارای تشریفات عرضه عمومی نیست و سختگیری‌های آن را که برای رعایت عموم سرمایه‌گذاران است، ندارد، تنها نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی ممکن دانسته است. لذا قانون هم به عدم نیاز به حمایت این دسته از سرمایه‌گذاران توجه نموده است. در حقوق انگلیس، سرمایه‌گذاران مزبور به چهار دسته عمده تقسیم شده است: صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، شرکت‌های سرمایه‌گذاری.^۱ مشابه آن، مصوبه مربوط به تعریف سرمایه‌گذار نهادی هیئت مدیره سازمان بورس مصوب ۱۳۸۶/۶/۲۸ بیان داشته است: «سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا. عبارت‌اند از: ۱- بانک‌ها و بیمه‌ها، ۲- هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، ۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در

1. DHALI WAL, SPINDER, *THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE UK ECONOMY*, THESIS SUBMITTED FOR THE DEGREE OF DOCTOR OF PHILOSOPHY, DEPARTMENT OF ECONOMICS BRUNEL UNIVERSITY, SEPTEMBER 1992, p 25.

دست انتشار ناشر را خریداری کند، ۴- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، ۵- شرکت‌های دولتی، ۶- اعضای هیئت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند».

این مصوبه ایراد وارد بر تعریف مزبور از نویسندگان خارجی از سرمایه‌گذار نهادی را نداشته و به درستی آن را مختص اشخاص حقوقی ندانسته و به موجب بند ۳ و ۶ خود، اشخاص حقیقی را هم دربر گرفته است. اگرچه اکثر مصادیق و بندهای آن مربوط به اشخاص حقوقی می‌باشد که این امر طبیعی است.

۳.۲.۲. سرمایه‌گذار خرد

در تعریف سرمایه‌گذار خرد که در مقابل سرمایه‌گذار نهادی قرار دارد، باید گفت: هر شخص غیرحرفه‌ای است که به هر وسیله مستقیم یا غیرمستقیم، مالک اوراق بهادار می‌شود و این فعالیت او، شغل و حرفه اصلی‌اش نباشد، اعم از اینکه شخص حقیقی یا حقوقی باشد. سرمایه‌گذار خرد، عموماً دانش و تخصص کافی برای سرمایه‌گذاری در بورس ندارد. تعریف مزبور در فهرست ۵ بخش (۸) ۲۱۲ قانون خدمات و بازارهای مالی مالزی مصوب ۲۰۰۷ هم آمده است. بند "a" ماده ۹۱۳ قانون اصلاح وال استریت و حمایت مصرف‌کننده (موسوم به قانون داد-فرانک) امریکا مصوب ۲۰۱۰ به لزوم حقیقی بودن شخص مزبور و همچنین هدف استفاده شخصی یا خانوادگی اشاره کرده است. هدف اخیر همان ویژگی‌ای است که سابقاً گذرا به آن اشاره شد؛ یعنی شخص، برای اینکه مصرف‌کننده بورس محسوب شده، مشمول حمایت‌های آن شود، نباید سرمایه‌گذاری در بورس شغل اصلی او بوده و استمرار داشته باشد، بلکه باید مقطعی و تکمیلی نسبت به شغل اصلی‌اش باشد. مانند پزشکی که شغل و حرفه اصلی‌اش طبابت بوده و به عبارتی امرار معاش او از این طریق است، ولی در کنار این شغل، گاهی در بورس نیز به خرید و فروش اوراق بهادار می‌پردازد تا مکمل شغل اصلی‌اش باشد و صرف فعالیت چند باره وی در بورس موجب تخصص او در این زمینه نمی‌شود و در صورتی که اثبات شود وی با همین اندازه فعالیت در بورس تخصص پیدا نموده و سطح مهارت او فراتر از اشخاص عادی است، از جرگه مصرف‌کنندگان بورس خارج خواهد شد، اگرچه حرفه اصلی او این نیست، ولی لزوم حقیقی بودن شخص در مقررۀ مزبور، قابل پذیرش نمی‌باشد. بند "aj" قسمت ۱ ماده ۴ دستورالعمل 2011/61/EU مزبور، سرمایه‌گذار خرد را به شخص سرمایه‌گذار غیرحرفه‌ای تعریف نموده است. این نکته در بند

۱۱ قسمت ۱ ماده ۴ دستورالعمل 2014/65/EU و بند ۱۲ قسمت ۱ ماده ۴ دستورالعمل 2004/39/EC نیز بیان شده است. بنابراین، صفت بارز سرمایه‌گذار خرد، غیرحرفه‌ای بودن اوست.^۱ برخی از نویسندگان خارجی،^۲ در بیان مصادیق سرمایه‌گذار خرد، از افراد و خانواده‌ها نام برده‌اند. اگرچه اکثریت مصادیق عبارت فوق این اشخاص‌اند، ولی ایراد آن این است که اشخاص حقوقی را ذکر نکرده، در حالی که اشخاص حقوقی هم، به شرحی که پیش‌تر بررسی شد، اگر ویژگی‌های مصرف‌کننده، یعنی غیرحرفه‌ای بودن و شغل و موضوع فعالیت اصلی نبودن را داشته باشند، مصرف‌کننده بورس بوده، باید از آنها حمایت‌های ویژه به‌عمل آورد. همان‌گونه که بند ۵ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان خودرو مصوب ۱۳۸۶ و بند ۱ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ در تعریف مصرف‌کننده صراحتاً و بند «س» ماده ۲ قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲ کشورمان با به‌کار بردن کلمه مطلق «شخصی»، بیان داشته‌اند و در بسیاری از مقررات خارجی نیز آمده، مصرف‌کننده هم اشخاص حقیقی را دربرمی‌گیرد، هم اشخاص حقوقی را.

۳.۲.۲.۱. تلقی سرمایه‌گذاران خرد بازار بورس به عنوان مصرف‌کننده

از بین سرمایه‌گذاران بورس، تنها سرمایه‌گذاران خرد مصرف‌کننده محسوب می‌شوند^۳ و سایر سرمایه‌گذاران مستحق حمایت قانون به عنوان مصرف‌کننده نیستند؛ چنان‌که در حقوق بانکی که بخشی از بازار مالی است، نیز چنین بوده و همه مشتریان بانک، مصرف‌کننده محسوب نمی‌شوند، بلکه فقط برخی از آنها اینگونه‌اند.

عموماً سرمایه‌گذاران خرد کانون توجه بازار بورس می‌باشند؛ چرا که آنها مالک سرمایه‌های کوچک و سرگردان جامعه‌اند و توسعه بازار سرمایه علاوه بر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی، در گرو جذب این سرمایه‌های کم است. سرمایه‌گذار خرد که از نظر قدرت اقتصادی، معمولاً و از نظر قدرت اطلاعاتی، همواره، قشر ضعیف محسوب و دارای قدرت چانه‌زنی کمتری است، در

1 European Commission. *Distribution systems of retail investment products across the European Union, Final report*, 2018, p 152.

2 Langevoort, D. *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, Georgetown University Law Center, GEORGETOWN LAW Faculty Working Papers, September 2008, p 1.

۳. صادقی، محسن، *نارسایی‌های حقوق خصوصی ایران در مقابله با مخاطرات بازار بورس برای مصرف‌کننده*، اولین همایش ملی مخاطرات و حقوق، مهر ۱۳۹۴، ص ۲.

صورتی تمایل به مشارکت در بازار سرمایه پیدا می‌کند که اطمینان یابد حقوق وی در برابر قدرتمندان مقابل آنها که سرمایه‌گذاران نهادی و عرضه‌کنندگان هستند، حفظ و نابرابری بازار سرمایه جبران و امنیت سرمایه‌گذاری تضمین شود و صرف اجرای قواعد حقوق قراردادهای کافی نخواهد بود. به همین دلیل، گفته شده است: سهام‌داران کوچک و دیگر سرمایه‌گذاران عادی اوراق بهادار یا مصرف‌کنندگان را به دو دلیل می‌توان طرف ضعیف‌تر روابط اقتصادی در بازار سرمایه دانست: اول اینکه این افراد منفعل‌اند^۱ و مجبورند تابع فعالیت‌هایی باشند که افراد بانفوذتر بازار انجام می‌دهند؛ دلیل دوم که بیشتر بر آن تأکید می‌شود، این است که سرمایه‌گذاران جزء نه وسیله کافی برای دفاع از خود دارند و نه انگیزه کافی. زیرا کوچک بودن سرمایه باعث می‌شود که این افراد از قدرت تصمیم‌گیری اندکی برخوردار باشند و نتوانند در انتخاب مدیران که اطلاعات نهانی شرکت را در اختیار دارند، نقش ایفا کنند. با ادامه شرایط فوق، اطلاعات مهم شرکت تنها در اختیار سهام‌داران عمده و دیگر افراد بانفوذ آن قرار خواهد گرفت و این افراد خواهند توانست تا در معاملات سهام، با استفاده از موقعیت برتر اطلاعاتی خود، سهام‌داران کوچک و دیگر سرمایه‌گذاران عادی را دچار زیان ناروا سازند. همین عوامل و به اضافه ساختار پیچیده بازار بورس اوراق بهادار باعث می‌شود تا حقوق سرمایه‌گذاران خرد - به عنوان مصرف‌کنندگان بازار سرمایه - با مخاطره روبرو شده، منجر به شکست آنها در سرمایه‌گذاری شود و در نهایت کاهش سرمایه‌گذاری و کاهش ارزش سهام و در نهایت بحران‌های گسترده مالی خواهد شد.^۲ قالب‌ها و نهادهای رایج حقوق خصوصی یعنی حقوق قراردادهای، حقوق مسئولیت مدنی و... امروزه نمی‌توانند با مخاطرات بازار بورس به نحو کارآمد مقابله کنند. لذا قانون‌گذاران برخی کشورها با بهره‌گیری از رویکرد حقوق اقتصادی به جای رویکرد حقوق خصوصی، به وضع مقررات حمایت از مصرف‌کنندگان بازار سرمایه و پیش‌بینی نهادهای نظارتی مبادرت ورزیده‌اند

1. Passive investors

۲. نوروزی، محمد، مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس، مجله پژوهش‌های حقوقی، نیمسال اول ۱۳۸۹، شماره ۱۷، ص ۲۰۶.

تا دولت به کمک آن بتواند در چارچوب مشخص، به مداخله برای رفع شکست بازار سرمایه بپردازد.^۱

علی‌رغم وجود نقطه اشتراک مهم سرمایه‌گذار خرد با مصرف‌کننده کالاها و خدمات دیگر، مانند ضعف قدرت معاملاتی و اطلاعاتی، برخی از حقوق‌دانان فرانسوی،^۲ سرمایه‌گذار خرد را مصرف‌کننده ندانسته‌اند و می‌نویسند: اقتصاددانان، مصرف‌کنندگان و پس‌اندازکنندگان را کاملاً از یکدیگر تفکیک می‌کنند؛ دسته اول، موجودی مالی خود را برای تأمین نیازهای روزانه‌شان استفاده می‌کنند و دسته دوم، موجودی مالی خود را حفظ و شاید سرمایه‌گذاری می‌کنند تا نیازهای آینده خود را تأمین کنند. وقتی که شخصی مبلغی پول دارد، می‌تواند یکی از این دو کار را انجام دهد: یا آن را مصرف کند، مثلاً خودرویی بخرد یا پس‌انداز کند، مانند اینکه سهامی در بورس خریداری کند. نباید دسته دوم را در حکم مصرف‌کننده قرار داد. چون بعضی از قواعد، ویژه دسته اول است؛ به طوری که ممکن نیست شامل دسته دوم باشد. به همین ترتیب، قواعد دیگری نیز هست که ویژه مصرف‌کننده است و شامل پس‌اندازکننده نمی‌شود. قانون بازارها و خدمات مالی انگلستان مصوب ۲۰۰۰ خلاف این را مقرر داشته و در بند ۳ ماده "۱C" خود در تعریف مصرف‌کننده، نه تنها استفاده‌کنندگان و سرمایه‌گذاران و ذنفعان بالفعل بازار اوراق بهادار را مصرف‌کننده دانسته، بلکه اشخاصی را که بالقوه نیز ممکن است در آینده مبادرت به سرمایه‌گذاری در بورس کنند یا استفاده‌کننده یا ذی‌نفع آن شوند، هم مصرف‌کننده دانسته است. در بند ۴ و ۵ همان ماده مصادیق خدمات مالی نام برده شده که خدمات بازار بورس بخشی از آن است.

نویسندگان دیگر کشور فرانسه، مانند بورگوانی، به درستی مخالف نظر اول بوده، معتقدند: خرید در بورس، سپرده‌گذاری در بانک، خرید مال منقول و غیرمنقول و فروش پس از آن، اعمال مصرفی به شمار می‌آیند؛ مشروط بر اینکه به صورت اتفاقی یا غیرحرفه‌ای انجام گرفته باشند.^۳

۱. صادقی، محسن، **نارسایی‌های حقوق خصوصی ایران در مقابله با مخاطرات بازار بورس برای**

مصرف‌کننده، اولین همایش ملی مخاطرات و حقوق، مهر ۱۳۹۴، ص ۱ و ۷.

۲. کاله-اولوا، ژان و آنری تامپل، **حقوق مصرف**، ترجمه و تحقیق: مجید ادیب، تهران: نشر میزان، چاپ اول، زمستان ۱۳۹۳، ص ۲۸.

۳. کاله-اولوا، ژان، **تعریف مصرف‌کننده**، ترجمه عبدالرسول قدک، مجله تحقیقات حقوقی، ۱۳۷۹، شماره ۲۹-۳۰، ص ۳۲۷.

برخی از نویسندگان انگلیسی‌زبان^۱ نیز با نظر اول فوق از حقوق فرانسه همراه شده و سرمایه‌گذاری را از مصرف و سرمایه‌گذار را از مصرف‌کننده متفاوت دانسته‌اند. البته این عقیده، قاطع نبوده و نظر مخالفی هم توسط مفسرین قانون اصلاح وال استریت و حمایت مصرف‌کننده (موسوم به قانون داد-فرانک)^۲ و هم سایرین^۳ ارائه شده است. حتی عده‌ای^۴ سرمایه‌گذار را همان مصرف‌کننده دانسته‌اند و برخی دیگر^۵ نیز در تفسیری گسترده‌تر، سرمایه‌گذار را جزئی از مصرف‌کنندگان بازار سرمایه تلقی کرده‌اند. همچنین در سیاست‌های اتحادیه‌های اروپا هم، سرمایه‌گذار خرد، مصرف‌کننده تلقی می‌شود؛ اگرچه ممکن است نهادهای متفاوتی وظیفه حمایت از حقوق آنها را بر عهده داشته باشند.^۶

بدیهی است که معنای مصرف‌کننده بازار سرمایه تا اندازه‌ای با مفهوم مصرف‌کننده در مفهوم عام آن تفاوت دارد. بدین ترتیب که مصرف‌کننده در مفهوم عام، برای استفاده شخصی و غیرحرفه‌ای کالایی را معامله یا خدمتی را استفاده می‌کند، ولی در مصرف‌کننده بازار سرمایه، استفاده شخصی و خانوادگی معنا ندارد و لزوماً برای کسب سود، اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار بورس می‌کند و نمی‌توان حالتی را تصور نمود که شخص در سرمایه‌گذاری خود در بورس، هدفی غیر از کسب درآمد را در نظر داشته باشد و این یکی از مهم‌ترین تفاوت‌های مفهومی مصرف‌کننده بازار واقعی با بازار اوراق بهادار بوده است. بنابراین، انگیزه کسب درآمد مستتر می‌باشد، ولی ممکن است این اقدام، برای او جنبه شغل و حرفه اصلی داشته باشد یا شغل تکمیلی و مقطعی و فرعی. با این حال، چون مصرف‌کننده این بازار در قیاس با سرمایه‌گذاران

1. Cartwright, P. *Consumer Protection in Financial Services*, International Banking, Finance and Economic Law Series, Centre for Commercial Law Studies, University London, Published by Kluwer Law International Ltd, 1999, p 6.

2. Jickling, M. *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title IX, Investor Protection*, Congressional Research Service, Prepared for Members and Committees of Congress, November 24, 2010, p 16.

۳. برای نمونه رک:

Ho Hwang, K. *Capital Market In Korea*, Korea Financial Investment Association (KOFIA), July 2011, p 271.

4. Cartwright, P. *Banks, Consumers and Regulation*, The university Nottingham, Publisher: Hart, Oxford and Portland Oregon, 2004, p 5.

5. Brian W. Harvey, Deborah L. Parry, *The Law of Consumer Protection and Fair Trading*, London, Publisher: Butterworths, 6, illustrated Edition, 2000, p 8.

6. Moloney, N. *HOW TO PROTECT INVESTORS- Lessons from the EC and the UK*, Published in the United States of America by Cambridge University Press, New York, 2010, p 40.

کلان و گردانندگان آن، یک سرمایه‌گذار خرد به شمار می‌آید، لذا در مواجهه با این عده، از اطلاعات کمتری برخوردار است و در موقعیت ضعیف‌تری قرار می‌گیرد. بنابراین همان‌گونه که باید از مصرف‌کنندگان کالاها و خدمات به واسطه ضعف‌هایی که دارند، در برابر تولیدکنندگان حمایت لازم صورت گیرد، از مصرف‌کنندگان بازار سرمایه یا همان سرمایه‌گذاران خرد بورس باید در مواجهه با سرمایه‌گذاران کلان و گردانندگان این بازار حمایت مناسب صورت پذیرد.^۱

با توجه به آنچه که گذشت، می‌توان مصرف‌کننده بورس را این‌گونه تعریف نمود:

«مصرف‌کننده بورس شخص حقیقی یا حقوقی غیرمتخصص است که اقدام به خریدوفروش اوراق بهادار در بازار بورس نموده، این فعالیت او برای وی جنبه حرفه و شغل اصلی نداشته باشد.»

ملاحظه می‌گردد که مطابق این تعریف:

اولاً: هم اشخاص حقیقی و هم حقوقی بورس، می‌توانند مصرف‌کنندگان این بازار باشند و دلیلی بر اختصاص آن به شخص حقیقی وجود ندارد.

ثانیاً: برای شناسایی مصرف‌کننده در بازار مزبور، تأکید بر غیرمتخصص بودن شخص است که نیاز به اثبات دارد تا مشمول حمایت‌های خاص گردد. همان‌گونه که گفته شد، در خصوص شخص حقیقی اماره بر عدم تخصص و در مورد شخص حقوقی اماره بر تخصص او وجود دارد، مگر اینکه خلاف آن اثبات شود.

ثالثاً: اگرچه برخلاف مصرف‌کننده بازار واقعی، مصرف‌کننده بازار بورس، هدف کسب درآمد دارد که اقتضای این نوع فعالیت است، این فعالیت برای وی شغل اصلی نیست، بلکه شغل دوم یا سوم یا به عبارتی فرعی است.

۱. صادقی، محسن، *نارسایی‌های حقوق خصوصی ایران در مقابله با مخاطرات بازار بورس برای مصرف‌کننده*، اولین همایش ملی مخاطرات و حقوق، مهر ۱۳۹۴، ص ۲.

نتیجه‌گیری

مصرف‌کننده در قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲، قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان خودرو مصوب ۱۳۸۶ و قانون حمایت از مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ و نیز برخی دیگر از مقررات داخلی و خارجی تعریف شده است که هر کدام از آنها دارای نقاط مشترک و البته اختلافاتی با یکدیگر می‌باشند. از جمله مباحث مورد مناقشه، در تعریف مصرف‌کننده، شمول یا عدم شمول آن به اشخاص حقوقی و اختصاص آن به بیع یا عمومیت آن نسبت به دیگر معاملات و قصد و نیت شخص از معامله، برای اینکه وصف مصرف‌کننده به وی تعلق گیرد، است. علی‌رغم ارائه نظرات مختلف در حقوق داخلی و خارجی، آنچه برگزیده شده این است که مصرف‌کننده، همه اشخاص فوق را شامل می‌شود و ویژه بیع نیست و قصد شخص از معامله باید استفاده شخصی و خانوادگی و نه تجاری باشد.

وصف مصرف‌کننده ویژه بازار واقعی نیست، بلکه فعالان بازارهای مالی نیز واجد این وصف بوده، حمایت‌های ویژه و خاص قانون حمایت از مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ شامل آنها نیز می‌گردد، اگرچه فعالیت آنها در بازار متشکل است. سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار بر دو نوع نهادی و خرد تقسیم می‌شوند: سرمایه‌گذار نهادی، شخصی است که به صورت حرفه‌ای مبادرت به خریدوفروش اوراق بهادار می‌کند و نیازمند حمایت‌هایی نیست که سازمان بورس از عموم می‌نماید و در مقابل، سرمایه‌گذار خرد که عموماً خانواده‌ها هستند، تخصص در معاملات اوراق بهادار ندارند و در صورت عدم حمایت کافی از حقوق آنها، توازن معاملاتی از بین می‌رود. با توجه به مراتب فوق، تنها سرمایه‌گذاران خرد مصرف‌کنندگان بازار بورس بوده، مستحق حمایت‌های ویژه‌اند و ممکن است شخص حقیقی یا حقوقی باشند و ملاک، غیرمتخصص بودن آنهاست.

یکی از تفاوت‌هایی که مصرف‌کننده بورس با معنای مرسوم مصرف‌کننده در قانون حمایت از مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ دارد، این است که مقصود استفاده شخصی در بورس معنا ندارد، بلکه هدف، کسب سود است، ولی رکن ممیزه بین مصرف‌کنندگان و غیر آنها در این بازار، شغل اصلی یا فرعی بودن شخص و تخصص است. تعریف پیشنهادی که از مصرف‌کننده بورس ارائه شده، چنین است: «مصرف‌کننده بورس شخص حقیقی یا حقوقی است غیرمتخصص که اقدام به خریدوفروش اوراق بهادار در بازار بورس نموده و این فعالیت او برای وی جنبه حرفه و شغل

اصلی نداشته باشد». ملاحظه می‌گردد که این تعریف سه نکته قابل ذکر دارد: اول اینکه مصرف‌کننده بورس ویژگی قشر خاصی از سرمایه‌گذاران نیست و می‌تواند هم شامل اشخاص حقوقی و هم حقیقی شود؛ دوم اینکه مصرف‌کننده یا سرمایه‌گذار خرد شخصی غیرمتخصص است که مستحق حمایت‌های خاص است. عدم تخصص نیاز به اثبات دارد، ولی اماره‌ای وجود دارد که در شخص حقوقی، با توجه به تشکیلات آن، اماره بر تخصص بوده و حقیقی بودن شخص نیز اماره بر غیرحرفه‌ای بودن است، مگر اینکه خلاف آن اثبات شود؛ نکته سوم اینکه شخص در صورتی مصرف‌کننده بورس محسوب خواهد شد که خرید و فروش اوراق بهادار شغل اصلی و اول او نباشد، بلکه فرعی و دوم و سوم او باشد. این موضوع نیز همانند عدم تخصص نیاز به اثبات دارد، با این تفاوت که در این قسمت حقیقی یا حقوقی بودن شخص کمکی به اثبات موضوع نمی‌کند و اماره‌ای وجود ندارد و در هر مورد باید اثبات گردد.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

کتاب

۱. دهخدا، علی‌اکبر، *لغت‌نامه دهخدا*، جلد ۱۳، تهران: مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، چاپ دوم، ۱۳۷۷.
۲. سلطانی، محمد، *حقوق بازار سرمایه*، تهران: انتشارات سمت و دانشگاه شهید بهشتی، چاپ اول، ۱۳۹۵.
۳. فیوزی، فرانک و فرانکو مودیلیانی و مایکل فری، *مبانی بازارها و نهادهای مالی*، جلد ۱، ترجمه: دکتر حسین عبده تبریزی، تهران: نشر پیشبرد، چاپ سوم، ۱۳۸۹.
۴. کاله-اولوآ، ژان و آنری تامپل، *حقوق مصرف*، ترجمه و تحقیق: مجید ادیب، تهران: نشر میزان، چاپ اول، زمستان ۱۳۹۳.
۵. معین، محمد، *فرهنگ فارسی معین* (دوره دو جلدی)، جلد ۲، تهران: انتشارات ادنا، چاپ چهارم، ۱۳۸۶.
۶. مهران‌فر، محمدرضا، *آشنایی با مفاهیم بورس اوراق بهادار*، تهران: نشر چالش، چاپ دوم، تابستان ۱۳۸۸.
۷. طارم‌سری، مسعود، *نقش سازمان‌های غیردولتی در حمایت از حقوق مصرف‌کننده در کشور*، تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، چاپ اول، ۱۳۹۱.

مقاله

۸. سلطانی، محمد، تبیین و تحلیل جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، زمستان ۹۱، شماره ۲۰.
۹. صادقی، محسن، نارسایی‌های حقوق خصوصی ایران در مقابله با مخاطرات بازار بورس برای مصرف‌کننده، اولین همایش ملی مخاطرات و حقوق، مهر ۱۳۹۴.

۱۰. عبداللهی، محبوبه و سیدعلی سیداحمدی سجادی، **بررسی تطبیقی حمایت از مصرف‌کننده در تراکنش‌های الکترونیکی وجوه**، دو فصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی (دانش و توسعه سابق)، دوره جدید، سال بیست‌ویکم، بهار و تابستان ۱۳۹۳، شماره ۵.
۱۱. کاله-اولوآ، ژان، **تعریف مصرف‌کننده**، ترجمه عبدالرسول قدک، مجله تحقیقات حقوقی، شماره ۲۹-۳۰، ۱۳۷۹.
۱۲. نوروزی، محمد، **مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس**، مجله پژوهش‌های حقوقی، نیمسال اول ۱۳۸۹، شماره ۱۷.

رساله

۱۳. خندانی، سید پدram، **حمایت از مصرف‌کننده در قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲/۱۰/۱۷ با توجه به حقوق روز اتحادیه اروپا**، رساله دکترای، تهران: دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۸۵.

(ب) منابع انگلیسی

Books

14. Bernasconi-Osterwalder, Nathalie and Johnson, Lise, *INTERNATIONAL INVESTMENT LAW AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT*, International Institute for Sustainable Development (IISD), 2018.
15. Brian W. Harvey, Deborah L. Parry, *The Law of Consumer Protection and Fair Trading*, London, Publisher: Butterworths, 6, illustrated Edition, 2000.
16. Campbell Black, H, *Black's Law Dictionary*, M. A, Revised Fourth Edition By The Publisher's Editorial Staff, ST. Paul, Minn. West Publishing CO. June, 4th Ed. Rev, 1968.
17. Cartwright, P, *Banks, Consumers and Regulation*, The university Nottingham, Publisher: Hart, Oxford and Portland Oregon, 2004.
18. Cartwright, P, *Consumer Protection in Financial Services*, International Banking, Finance and Economic Law Series, Centre for Commercial Law Studies, University London, Published by Kluwer Law International Ltd, 1999.

19. Ellis Wild, S, *Webster's New World Law Dictionary*, Legal Editor, Published by Wiley, Hoboken, NJ, Published in the United States of America, 2006.
20. European Commission, *Distribution systems of retail investment products across the European Union*, Final report, 2018.
21. Ho Hwang, K, *Capital Market In Korea*, Korea Financial Investment Association (KOFIA), July 2011.
22. Jickling, M, *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Title IX, Investor Protection*, Congressional Research Service, Prepared for Members and Committees of Congress, November 24, 2010.
23. Malik, M, *Recent Developments in the Definition of Investment in International Investment Agreements*, Second Annual Forum of Developing Country Investment Negotiators, International Institute for Sustainable Development, November 2008.
24. Moloney, N, *HOW TO PROTECT INVESTORS- Lessons from the EC and the UK*, Published in the United States of America by Cambridge University Press, New York, 2010.
25. OECD, *International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations*, Mar 2008.
26. Panitchpakdi, Supachai, *SCOPE AND DEFINITION-UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements II*, United Nations, Printed in Switzerland, January 2011.
27. Ramadorai, T, *Institutional Investors*, Reader in Finance, University of Oxford, Oxford-Man Institute and CEPR, Available at: <https://doi.org/10.1002/9781118258415.ch32>, 2011.
28. Schulte-Nolke, prof.Dr.Hans and Dr. Christian Twigg-Flesner and Dr. Martin Ebers, *EC Consumer Law Compendium – Comparative Analysis*, Prepared for the European Commission under service contract, February 2008.
29. Scott, Colin & Black, Julia, *Cranston's consumers and the law*, third edition, Butterworths, London, 2000.
30. W. Arnett, George, *Global Securities Market: Navigating the world's Exchanges and OTC Markets*, Published by John Wiley and Sons, Inc, Printed in the United States of America, 2011.

Articles

31. Cartwright, P, Consumer Protection and the Criminal Law, Law, Theory and Policy in the UK, «Cambridge University Press», United Kingdom, 2004.
32. Langevoort, D. The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets, Georgetown University Law Center, «GEORGETOWN LAW Faculty Working Papers», September 2008.
33. Çelik, Serdar & Isaksson, Mats, Institutional investors and ownership engagement, «OECD Journal: Financial Market Trends», Volume 2013/2, 2014.
34. Gomes, Armando & Gorton, Gary & Madureira, Leonardo, SEC REGULATION FAIR DISCLOSURE, INFORMATION, AND THE COST OF CAPITAL , NBER Working Paper No. 10567, « NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge», June 2004.
35. Inderst, Georg and Kaminker, Christopher and Stewart, Fiona, DEFINING AND MEASURING GREEN INVESTMENTS: IMPLICATIONS FOR INSTITUTIONAL INVESTORS' ASSET ALLOCATIONS, «OECD WORKING PAPERS ON FINANCE, INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS», NO. 24, OECD Publishing, August 2012.
36. Njaha, Mouna & Jarboui, Anis, Institutional investors, corporate governance, and earnings management around merger: evidence from French absorbing firms, «Journal of Economics», Finance and Administrative Science 18 (2013).
37. Ortnier, R, THE CONCEPT OF YIELD ON COMMON STOCK, «The Journal of Finance», Volume 73, Issue 5, October 2018.

Thesis

38. DHALIWAL, SPINDER, *THE ROLE OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE UK ECONOMY*, THESIS SUBMITTED FOR THE DEGREE OF DOCTOR OF PHILOSOPHY, DEPARTMENT OF ECONOMICS BRUNEL UNIVERSITY, SEPTEMBER 1992.
39. Mohammad, Badar G Almeajel Alanazi, *Investor protection and the civil liability for defective disclosures in the Saudi securities market: a legal analysis*, Doctor of Philosophy thesis, Faculty of Law, University of Wollongong, 2012.