

The Role of the State in Preventing and Compensating Damages Arising from Collapse or Crisis in Stock Markets within the Framework of Iranian and French Law

Vahid Farhanian ^{1*}, sara Akhondi ²

1. Department of Private Law, NT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.

2. Department of Jurisprudence and Fundamentals of Islamic Law, NT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.

ARTICLE INFORMATION

Article Type: Original Research

Pages: 295-312

Article history:

Received: 04 Jul 2025

Edition: 06 Sep 2025

Accepted: 19 Nov 2025

Published online: 22 Dec 2025

Keywords:

Capital Market, State Liability, Crisis Prevention, Compensation for Damages, Comparative Law.

Corresponding Author:

Vahid Farhanian

Address:

Iran, Tehran, Islamic Azad University, NT.C, Department of Private Law.

Orchid Code:

0009-0007-6932-298X

Tel:

09191141400

Email:

vahid.farhanian@iau.ir

ABSTRACT

Background and Aims: Stock markets play a fundamental role in modern economies by mobilizing financial resources, directing investment, and promoting economic growth. The objective of this study is to clarify the scope of the state's role in preventing crises and compensating damages resulting from the collapse of capital markets within the frameworks of Iranian and French law, and to examine whether the state acts as an absolute guarantor of investors' losses or merely performs a supervisory role.

Materials and Methods: This research is theoretical in nature and employs a descriptive-analytical method.

Ethical Considerations: Throughout all stages of this research, the principles of academic integrity, honesty, and respect for the originality of sources have been observed.

Findings: The findings indicate that in both legal systems the general principle is the absence of a governmental guarantee for losses arising from the natural risks of the market. State liability can only be considered when fault in supervision, legislation, or harmful intervention is established. However, in France, due to the greater independence of the supervisory authority and the coherent framework of administrative liability, the boundary between market risk and governmental fault is more clearly defined. In Iran, by contrast, legal ambiguities and the influence of the government in economic policymaking tend to blur this boundary.

Conclusion: The results suggest that strengthening independent supervisory institutions, reforming the rules governing state liability, and designing compensation mechanisms with non governmental funding sources can help establish a balance between investor protection and the risk bearing nature of capital markets.

Cite this article as:

Farhanian, V; Akhondi, S. *The Role of the State in Preventing and Compensating Damages Arising from Collapse or Crisis in Stock Markets Within the Framework of Iranian and French Law*. Economic Jurisprudence Studies. 2025.



فصلنامه مطالعات فقه اقتصادی، دوره هفتم، شماره چهارم، زمستان ۱۴۰۴

نقش دولت در پیشگیری و جبران خسارات ناشی از فروپاشی یا بحران در بازارهای بورس در چارچوب حقوق ایران و فرانسه

وحید فرهانیان^{۱*}، سارا آخوندی^۲

۱. گروه حقوق خصوصی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
۲. گروه فقه و مبانی حقوق اسلامی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

چکیده

زمینه و هدف: بازارهای بورس در اقتصاد معاصر نقشی اساسی در تجهیز منابع، هدایت سرمایه و تقویت رشد اقتصادی ایفا می‌کنند. هدف این پژوهش، تبیین حدود نقش دولت در پیشگیری از بحران و جبران خسارات ناشی از فروپاشی بازار سرمایه در چارچوب حقوق ایران و فرانسه و بررسی این پرسش است که آیا دولت ضامن مطلق زیان‌هاست یا صرفاً وظیفه نظارتی دارد.

مواد و روش‌ها: این تحقیق از نوع نظری بوده و روش تحقیق به صورت توصیفی تحلیلی می‌باشد.

ملاحظات اخلاقی: در تمام مراحل نگارش پژوهش حاضر، ضمن رعایت اصالت متون، صداقت و امانت‌داری رعایت شده است.

یافته‌ها: یافته‌ها نشان می‌دهد که در هر دو نظام، اصل بر عدم تضمین دولتی زیان‌های ناشی از ریسک طبیعی بازار است و مسئولیت دولت تنها در صورت احراز تقصیر در نظارت، قانون‌گذاری یا مداخله زیان‌بار قابل تصور است. با این حال، در فرانسه به دلیل استقلال بیشتر نهاد ناظر و چارچوب منسجم مسئولیت‌گذاری، مرز میان ریسک بازار و تقصیر حاکمیتی روشن‌تر ترسیم شده است، در حالی که در ایران ابهام قانونی و نفوذ دولت در سیاست‌گذاری اقتصادی، این مرز را تضعیف کرده است.

نتیجه: نتیجه پژوهش آن است که تقویت نهاد ناظر مستقل، اصلاح قواعد مسئولیت دولت و طراحی سازوکارهای جبران خسارت با منشأ غیر دولتی، می‌تواند به تعادل میان حمایت از سرمایه‌گذاران و حفظ ماهیت ریسک‌پذیر بازار سرمایه بینجامد.

اطلاعات مقاله

نوع مقاله: پژوهشی

صفحات: ۲۹۵-۳۱۲

سابقه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۴/۱۳

تاریخ اصلاح: ۱۴۰۴/۰۶/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۸/۲۸

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۰/۰۱

واژگان کلیدی:

بازار سرمایه، مسئولیت دولت، پیشگیری از بحران، جبران خسارت، حقوق تطبیقی.

نویسنده مسئول:

وحید فرهانیان

آدرس پستی:

ایران، تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، گروه حقوق خصوصی.

تلفن:

09191141400

کد ارکید:

0009-0007-6932-298X

پست الکترونیک:

farhanian@iau.ir

۱. مقدمه

بازار بورس در اقتصاد معاصر یکی از مهم‌ترین سازوکارهای تجهیز و تخصیص منابع مالی به شمار می‌آید و نقش تعیین‌کننده‌ای در هدایت سرمایه‌ها به سوی فعالیت‌های مولد ایفا می‌کند. کارکرد اصلی این بازار فراهم ساختن بستری برای گردآوری پس‌اندازهای خرد و تبدیل آنها به سرمایه‌های کلان برای توسعه فعالیت‌های اقتصادی است. در عین حال، ماهیت این بازار با درجه‌ای از عدم قطعیت، نوسان و احتمال بروز بحران‌های گسترده همراه است. تجربه فروپاشی‌های مالی در مقاطع مختلف نشان داده است که بحران در بازارهای بورس می‌تواند به سرعت از سطح یک بازار مالی فراتر رفته و پیامدهای گسترده‌ای بر ثبات اقتصادی، اعتماد عمومی و امنیت سرمایه‌گذاری برجای گذارد. از همین رو، بحث درباره نقش دولت در تنظیم نظارت و مدیریت این بازارها به یکی از مسائل بنیادین حقوق اقتصادی تبدیل شده است. اگرچه منطق بازار بر پایه پذیرش ریسک و مسئولیت سرمایه‌گذار استوار است، اما پیچیدگی ساختار بازارهای مالی و احتمال بروز اختلالات گسترده، ضرورت مداخله حاکمیت را برای حفظ سلامت و شفافیت معاملات برجسته می‌سازد. در چنین فضایی، تعیین حدود و ثغور مسئولیت دولت در قبال بحران‌های بازار سرمایه به مسئله‌ای چالش‌برانگیز بدل می‌شود؛ زیرا از یک سو، مداخله گسترده دولت ممکن است به تضعیف سازوکارهای طبیعی بازار و ایجاد انتظار حمایت دائمی از سوی سرمایه‌گذاران بینجامد و از سوی دیگر، عدم مداخله یا ضعف نظارت می‌تواند زمینه بروز بحران‌های فراگیر و خسارات گسترده را فراهم کند. بر این اساس، پرسش اساسی آن است

که در صورت بروز فروپاشی یا بحران در بازار بورس، دولت تا چه اندازه در برابر زیان‌های وارد شده به سرمایه‌گذاران مسئولیت دارد و آیا نقش دولت صرفاً به نظارت و تنظیم بازار محدود می‌شود یا در شرایط خاص می‌تواند به جبران خسارات نیز تسری یابد. در همین چارچوب، بررسی تفاوت الگوهای حکمرانی در نظام‌های حقوقی مختلف اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند. در برخی نظام‌های حقوقی، تلاش شده است میان استقلال نهادهای ناظر و مداخله مستقیم دولت تفکیک روشنی برقرار شود تا از سیاسی شدن تصمیمات اقتصادی جلوگیری گردد، در حالی که در برخی دیگر، دولت به صورت مستقیم یا غیرمستقیم در ساختار تصمیم‌گیری بازار سرمایه حضور پررنگی دارد. این تفاوت رویکرد، به ویژه در مقایسه میان نظام حقوقی فرانسه و نظام حقوقی ایران قابل توجه است؛ زیرا در فرانسه تنظیم و نظارت بر بازار سرمایه عمدتاً از طریق نهادهای تخصصی و نسبتاً مستقل انجام می‌شود، در حالی که در ایران پیوند میان ساختارهای دولتی و نهادهای فعال در بازار سرمایه گسترده‌تر است. از این رو، پرسش دیگر آن است که رویکرد مداخله‌گرانه دولت در این دو نظام حقوقی چه تفاوت‌هایی دارد و این تفاوت‌ها چه تأثیری بر حدود مسئولیت دولت در پیشگیری از بحران و جبران خسارات ناشی از آن می‌گذارد. فرضیه‌ای که در پاسخ به پرسش‌های پژوهش مورد ارزیابی قرار می‌گیرد این است که دولت در بازار بورس ضامن مطلق زیان‌های ناشی از نوسانات اقتصادی نیست و اصل بر آن است که سرمایه‌گذاری در این بازار با پذیرش ریسک همراه است. با این حال، هرگاه بحران یا زیان گسترده نتیجه ضعف در نظارت، نقص در تنظیم مقررات یا تصمیمات

مسئولیت دولت در بازارهای مالی و ارزیابی کارآمدی ابزارهای نظارتی و حمایتی در مواجهه با بحران‌های احتمالی است.

۵-۱. مبانی نظری مداخله دولت در

بازارهای مالی

مداخله دولت در بازارهای مالی بر پایه ضرورت‌های بنیادینی همچون حفظ نظم عمومی اقتصادی و مقابله با شکست‌های بازار استوار است. در این بخش، مبانی نظری این حضور حاکمیتی و چگونگی پیوند آن با مسئولیت مدنی دولت در قبال نقص‌های نظارتی و قانون‌گذاری مورد واکاوی قرار می‌گیرد.

۵-۱-۱. فلسفه مداخله دولت در

بازارهای مالی

فلسفه مداخله دولت در بازارهای مالی بر مبنای ضرورت تأمین امنیت اقتصادی و حفظ نظم عمومی اقتصادی استوار است. در چنین اقتصادی، بازارهای مالی به عنوان ابزارهای حیاتی در تخصیص منابع و هدایت سرمایه‌ها نقش‌آفرینی می‌کنند و به عنوان بخش‌هایی حساس و پراهمیت در ساختار اقتصادی، نیازمند محافظت و نظارت مستمر هستند. اما این مداخلات باید با رعایت اصول استقلال، شفافیت و پاسخگویی صورت گیرد تا هزینه‌های ناشی از بی‌نظمی‌های احتمالی کاهش یابد (Tricoit, 2020: 64). در واقع، دولت در این حوزه نقش تنظیم‌کننده و ناظر بر رفتار بازیگران بازار را پیدا می‌کند و باید با بهره‌گیری از ابزارهای قانونی و نظارتی، ثبات و سلامت بازار را تضمین کند. این فلسفه مبتنی بر نیازهای ساختاری است که هر بازار مالی برای حفظ ثبات و اعتماد عمومی باید به آن پای‌بند باشد (Pitras, 2021: 119). در مرزبندی میان مداخله و عدم مداخله، باید بر ضمانت‌های حقوقی

نادرست حاکمیتی باشد، امکان طرح مسئولیت دولت قابل تصور خواهد بود.

اهمیت بررسی این موضوع زمانی بیشتر آشکار می‌شود که مرز میان ریسک طبیعی بازار و خسارات ناشی از عملکرد نهادهای حاکمیتی به روشنی مشخص نباشد. نوآوری این پژوهش در آن است که با رویکردی حقوقی و تطبیقی، تلاش می‌کند رابطه میان مداخله دولت، کارکرد نظارتی و مسئولیت ناشی از بحران در بازار بورس را در دو نظام حقوقی ایران و فرانسه تحلیل کند و از خلال این مقایسه، چارچوبی روشن برای تبیین حدود مسئولیت دولت در پیشگیری و جبران خسارات ناشی از فروپاشی بازار سرمایه ارائه دهد. چنین تحلیلی می‌تواند به روشن‌تر شدن مبانی مسئولیت دولت در حوزه بازارهای مالی و نیز بهبود سازوکارهای حمایتی از سرمایه‌گذاران در چارچوب نظم اقتصادی کمک کند.

۲. مواد و روش‌ها

پژوهش حاضر یک مطالعه توصیفی تحلیل است. از روش کتابخانه‌ای به منظور جمع‌آوری داده‌ها و مطالب در این تحقیق استفاده شده است.

۳. ملاحظات اخلاقی

در مراحل مختلف نگارش این مقاله، ضمن رعایت اصالت متون، صداقت و امانتداری رعایت شده است.

۴. یافته‌ها

یافته‌ها حاکی از آن است که:

۵. بحث

در این بخش، مبانی نظری مداخله دولت، رویکردهای تطبیقی در پیشگیری از بحران، سازوکارهای جبران خسارت و چالش‌های ساختاری موجود در نظام حقوقی ایران و فرانسه تحلیل می‌شود. هدف، تبیین دقیق حدود

و اقدامات پیشگیرانه تأکید کرد که بتواند علاوه بر تخصیص بهینه منابع، امنیت سرمایه‌گذاری و پایداری بازار را تضمین کند. این نیاز به مداخلات از طرف دولت زمانی افزایش می‌یابد که بازار در معرض نوسانات شدید و بحران‌های مالی قرار گیرد، چراکه فقدان تدابیر مناسب می‌تواند منجر به بی‌ثباتی اقتصادی و زیان گسترده سرمایه‌گذاران شود (Denny, 2024: 16). بر اساس این دیدگاه، فلسفه مداخله دولت در بازارهای مالی بر حفظ نظم عمومی اقتصادی و پیشگیری از هرج و مرج در بازار استوار است و باید بر اساس اصول حقوقی و اقتصادی دقیق و منسجم طراحی و اجرا شود.

۵-۲. نظریه شکست بازار

نظریه شکست بازار بر این پیش‌فرض استوار است که سازوکار عرضه و تقاضا در همه شرایط به تخصیص بهینه منابع و تحقق عدالت معاملاتی منتهی نمی‌شود و در برخی وضعیت‌ها، ناکارآمدی‌های ساختاری مانع تحقق کارکرد مطلوب بازار می‌گردد. در بازارهای بورس، عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای هیجانی، تمرکز قدرت اقتصادی و شکل‌گیری حباب‌های قیمتی از مهم‌ترین عوامل بروز این ناکارآمدی‌هاست. هنگامی که بخشی از کنشگران به اطلاعات نهانی دسترسی دارند یا توانایی اثرگذاری بر قیمت‌ها را پیدا می‌کنند، رقابت سالم مختل و اعتماد عمومی تضعیف می‌شود؛ در چنین شرایطی، مداخله نظارتی دولت برای تضمین شفافیت و برقراری توازن اطلاعاتی ضرورتی حقوقی و اقتصادی می‌یابد (کاظمی، ۱۳۹۴: ۱۳۴). افزون بر این، برخی کالاها و خدمات مالی دارای آثار سرریز گسترده‌اند و بحران در یک بخش می‌تواند کل نظام اقتصادی را متأثر سازد؛ بنابراین هزینه‌های

اجتماعی شکست بازار فراتر از زیان‌های فردی است و توجیهی برای نظارت عمومی فراهم می‌آورد (رضایی، ۱۳۹۶: ۱۹۲).

نیاز به نظارت صرفاً به مرحله پیشگیری محدود نمی‌شود، بلکه در موارد بروز بحران‌های فراگیر، حمایت‌های هدفمند نیز می‌تواند برای جلوگیری از گسترش بی‌ثباتی ضروری باشد. نبود رقابت کارآمد و شکل‌گیری انحصارهای پنهان، زمینه سوءاستفاده و اخلاف در سازوکار قیمت‌گذاری را فراهم می‌کند و بدون تنظیم‌گری مؤثر، منافع عمومی قربانی منافع کوتاه‌مدت بازیگران مسلط می‌شود (فردکار دل و دیگران، ۱۴۰۱: ۳۰۰). با این حال، حمایت دولتی باید محدود، شفاف و مبتنی بر معیارهای حقوقی مشخص باشد تا خود به منشأ ناکارآمدی تازه تبدیل نگردد. از این منظر، نظریه شکست بازار نه به معنای نفی سازوکار بازار، بلکه بیانگر ضرورت تکمیل آن از طریق نظارت قانونی و مداخله سنجیده برای حفظ ثبات، اعتماد و کارآمدی نظام مالی است.

۵-۳. مسئولیت مدنی دولت

مسئولیت مدنی دولت در بازارهای مالی بر بنیان اصول عام مسئولیت و اقتضائات نظم عمومی اقتصادی استوار است. دولت به عنوان نهاد تنظیم‌کننده و ناظر بر بازار، مکلف است با وضع مقررات دقیق و اعمال نظارت مؤثر، از بروز خسارات ناشی از ناهنجاری‌ها و بی‌ثباتی‌های مالی پیشگیری کند. در صورت قصور یا تقصیر در انجام این وظایف، مبنای مسئولیت دولت تحقق می‌یابد. یکی از مهم‌ترین جلوه‌های این مسئولیت، «تقصیر در نظارت» است (مولائی، ۱۳۹۹: ۱۴۲۹). هرگاه دستگاه‌های ناظر بر بازار، مانند سازمان‌های مالی یا بورس، به دلیل سهل‌انگاری در کنترل رفتار بازیگران اقتصادی یا تأخیر در واکنش به

۵-۲-۱. رویکرد حقوق فرانسه

در نظام حقوقی فرانسه، پیشگیری از بحران‌های بازار سرمایه بر پایه تنظیم‌گری نهادی و نظارت پیشگیرانه استوار است. در این چارچوب، مرجع نظارت بر بازارهای مالی فرانسه به عنوان نهادی تخصصی و مستقل وظیفه تضمین شفافیت معاملات، حمایت از سرمایه‌گذاران و صیانت از سلامت بازار را بر عهده دارد. استقلال این نهاد از ساختار اجرایی دولت یکی از عناصر بنیادین کارآمدی آن به شمار می‌رود، زیرا تصمیم‌گیری‌های نظارتی باید بر پایه معیارهای فنی و حقوقی صورت گیرد و از ملاحظات سیاسی یا مداخلات کوتاه‌مدت اقتصادی مصون بماند. چنین استقلالی امکان اعمال نظارت مؤثر بر رفتار فعالان بازار، افشای اطلاعات و مقابله با دستکاری قیمت‌ها را فراهم می‌کند و در نتیجه اعتماد عمومی نسبت به بازارهای مالی را تقویت می‌سازد (Schütze, 2018: 214).

در کنار ساختار نهادی مستقل، رویکرد حقوق فرانسه بر سازوکارهای نظارت احتیاطی نیز تکیه دارد. این نوع نظارت بر شناسایی زودهنگام مخاطرات مالی و پیشگیری از گسترش بی‌ثباتی در نظام اقتصادی متمرکز است. در چنین چارچوبی، هدف اصلی صرفاً واکنش به بحران پس از وقوع آن نیست، بلکه ایجاد نظامی از قواعد احتیاطی است که از طریق ارزیابی مستمر وضعیت مؤسسات مالی، کنترل سطح ریسک و الزام به شفافیت اطلاعاتی، امکان شکل‌گیری بحران‌های گسترده را کاهش دهد. بدین ترتیب، تنظیم‌گری مالی در فرانسه با رویکردی پیش‌دستانه طراحی شده است تا پیش از آنکه نوسانات بازار به بحران‌های ساختاری تبدیل شود،

نشانه‌های بحران، زمینه ورود زیان به سرمایه‌گذاران را فراهم کنند، دولت به عنوان نهاد متولی باید پاسخ‌گو باشد. چنین تقصیری، ناشی از ناتوانی در پیشگیری از تخلفات یا عدم اجرای مؤثر قواعد حمایتی است و جنبه‌ای از نقض اعتماد عمومی نسبت به حاکمیت تلقی می‌شود (امامی، واعظی و رستمی، ۱۴۰۰: ۲۷).

نوع دیگر مبنای مسئولیت، «نقص در قانون‌گذاری» است. در مواردی که خلأ قانونی یا تدوین مقررات مبهم و ناکارآمد موجب ورود خسارت به فعالان اقتصادی شود، مسئولیت دولت از حیث تقصیر در وضع قانون قابل استناد است. ناکافی بودن سازوکارهای جبران خسارت، ابهام در قواعد ناظر بر بازار سرمایه یا تصویب مقرراتی که باعث ایجاد تبعیض یا ناپایداری در نظام معاملاتی می‌شود، نمونه‌هایی از این نوع قصور به شمار می‌رود (علیشاهی قلعه جوقی و دانش‌نهاد، ۱۳۹۷: ۱۹۵). با این حال، باید میان ریسک طبیعی بازار و خسارت ناشی از عمل یا ترک فعل دولت تمایز قائل شد؛ زیرا اصل آزادی اقتصادی اقتضا دارد که دولت تنها در صورت احراز تقصیر مشخص در حوزه قانون‌گذاری یا نظارت، ملزم به جبران باشد. در غیر این صورت، پذیرش مسئولیت مطلق دولت با مبانی عدالت تعادلی در تعارض خواهد بود.

۵-۲. بررسی تطبیقی نقش دولت در

پیشگیری از بحران

پیشگیری از بحران در بازارهای سرمایه مستلزم وجود نهادهای نظارتی کارآمد و مستقل است. در این قسمت، با رویکردی تطبیقی، سازوکارهای نظارتی در نظام حقوقی فرانسه و ایران مورد بررسی قرار گرفته و کارآمدی ابزارهای نظارت پیش‌دستانه در هر دو نظام تحلیل می‌شود.

ابزارهای نظارتی وارد عمل شوند (Jackson, 2012: 143).

ترکیب استقلال نهادی و نظارت احتیاطی موجب شده است که سیاست تنظیم بازار در حقوق فرانسه بر تعادل میان آزادی فعالیت اقتصادی و حفاظت از منافع عمومی استوار باشد (Andenas, 2013: 98). در این چارچوب، دولت نقش مستقیم در اداره بازار ایفا نمی‌کند، بلکه از طریق ایجاد نهادهای تخصصی و قواعد نظارتی، چارچوبی حقوقی فراهم می‌آورد که ثبات مالی و امنیت سرمایه‌گذاری را تضمین کند.

۵-۲-۲. رویکرد حقوق ایران

در نظام حقوقی ایران، پیشگیری از بحران در بازار سرمایه عمدتاً بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار قرار دارد؛ نهادی که به موجب قانون بازار اوراق بهادار ایجاد شده و وظیفه تنظیم، نظارت و ساماندهی فعالیت‌های بازار سرمایه را بر عهده دارد. کارکرد اصلی این نهاد تضمین شفافیت اطلاعاتی، نظارت بر عملکرد ناشران و کارگزاران و ایجاد سازوکارهای حمایتی برای حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران است. در چنین چارچوبی، کارآمدی نظارت بر بازار تا حد زیادی به جایگاه حقوقی و میزان استقلال نهادی سازمان وابسته است، زیرا اعمال نظارت مؤثر مستلزم تصمیم‌گیری‌های فنی و تخصصی است که باید از مداخلات مستقیم سیاست‌گذاری‌های کوتاه‌مدت اقتصادی مصون بماند (سلیمانی، ۱۳۹۰: ۴۱).

با وجود آنکه ساختار حقوقی سازمان بورس به عنوان یک نهاد عمومی تخصصی طراحی شده است، پیوندهای نهادی آن با ساختار اجرایی دولت همچنان قابل توجه است. ترکیب ارکان تصمیم‌گیری و نحوه انتصاب برخی مقامات، امکان تأثیرگذاری سیاست‌های اقتصادی دولت بر

تصمیمات بازار سرمایه را فراهم می‌کند. چنین وضعیتی می‌تواند در شرایط خاص به هماهنگی سیاست‌های کلان اقتصادی با بازار سرمایه کمک کند، اما در عین حال خطر کاهش استقلال نظارتی را نیز در پی دارد. در نتیجه، هنگامی که ملاحظات سیاستی بر ملاحظات فنی غلبه پیدا کند، احتمال تضعیف کارکرد پیشگیرانه نظارت افزایش می‌یابد و زمینه بروز بی‌ثباتی در بازار فراهم می‌شود (ندیمی‌نو، ۱۳۹۶).

از سوی دیگر، وظیفه نظارت بر افشای اطلاعات و رفتار ناشران از مهم‌ترین ابزارهای سازمان بورس برای پیشگیری از بحران به شمار می‌رود. کارآمدی این نظارت به میزان دقت در پایش اطلاعات مالی، برخورد با تخلفات و تضمین دسترسی برابر فعالان بازار به اطلاعات وابسته است. هرگونه ضعف در این حوزه می‌تواند به شکل‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران منجر شود (مفاخری‌نیا، جمالی و سعیدی، ۱۴۰۰: ۸۸۹). از این رو، تقویت استقلال نهادی و ارتقای سازوکارهای نظارتی سازمان بورس به عنوان شرط اساسی در حفظ ثبات بازار سرمایه و حمایت از حقوق سهامداران تلقی می‌شود.

۵-۲-۳. تحلیل تطبیقی

در مقایسه رویکرد ایران و فرانسه، کارآمدی ابزارهای نظارتی را می‌توان بر نسبت میان نظارت پیش‌دستانه و واکنش‌های پسینی سنجید. در الگوی پیش‌دستانه، نهاد ناظر از طریق پایش مستمر داده‌های معاملاتی، کنترل ساختارهای افشای اطلاعات و ارزیابی ریسک نهادی، پیش از شکل‌گیری بحران، علائم هشدار را شناسایی و مداخله می‌کند. چنین رویکردی، با تکیه بر شفافیت اطلاعاتی و استقلال نهاد ناظر، قابلیت

تبدیل نوسانات عادی بازار به فروپاشی سیستمی به کار گرفته می‌شود.

۳-۵. نقش دولت در جبران خسارات

ناشی از فروپاشی

جبران خسارات ناشی از فروپاشی بازار بورس، یکی از حساس‌ترین جلوه‌های مداخله دولت در عرصه مالی است؛ زیرا در این حوزه باید میان پذیرش ریسک ذاتی بازار و مسئولیت ناشی از تقصیر حاکمیتی تفکیک شود. در این قسمت، حدود تعهد دولت در برابر زیان‌های گسترده و مبانی حقوقی جبران خسارت در نظام‌های ایران و فرانسه بررسی می‌شود.

۳-۵-۱. مسئولیت دولت در برابر

زیان‌های سیستمی

در وضعیت فروپاشی بازار یا بروز بحران‌های مالی گسترده، پرسش اصلی آن است که آیا دولت به عنوان نهاد حافظ نظم اقتصادی و ناظر بر بازار، مسئول جبران خسارت سهامداران خرد محسوب می‌شود یا خیر. تمایز میان مسئولیت ناشی از «ریسک بازار» و مسئولیت ناشی از «تقصیر حاکمیتی» در اینجا اهمیت بنیادین دارد. زیان‌های سیستمی معمولاً حاصل برهم‌خوردن توازن بازار در اثر رفتار جمعی سرمایه‌گذاران یا عوامل کلان اقتصادی است، نه نتیجه مستقیم قصور دولت در انجام وظایف نظارتی خود. بنابراین، اصل بر آن است که دولت ضامن زیان‌های ناشی از ریسک ذاتی بازار نباشد، زیرا پذیرش ریسک از ماهیت اصلی سرمایه‌گذاری در بورس است و ضمانت مطلق جبران، خود موجب اختلال در کارکرد بازار و شکل‌گیری رفتار پرخطر خواهد شد (خیابانی و محمدیان نیک‌پی، ۱۳۹۷: ۱۹).

مهار رفتارهای فرصت‌طلبانه و کاهش دامنه نوسانات مخرب را افزایش می‌دهد (خالقی و میرزایی منفرد، ۱۳۹۷: ۷۲). در مقابل، واکنش‌های پسینی مبتنی بر مداخله پس از وقوع بحران است؛ به این معنا که نهاد ناظر عمدتاً در مقام رسیدگی به تخلفات، اعمال ضمانت اجرا و ترمیم نسبی اعتماد عمومی ظاهر می‌شود، در حالی که بخش عمده‌ای از خسارت‌ها پیش‌تر تحقق یافته است.

نظام نظارتی فرانسه با اتکا به نهاد ناظر نسبتاً مستقل و سازوکارهای نظارت احتیاطی، به سمت الگویی متمایل است که کفه نظارت پیش‌دستانه در آن سنگین‌تر است؛ در این نظام، ابزارهایی مانند الزام به گزارش‌دهی مداوم، کنترل ساختار سرمایه، نظارت بر کیفیت افشا و اعمال محدودیت‌های رفتاری، امکان پیشگیری از بحران را تقویت می‌کند (مهر و ابراهیم‌زاده، ۱۴۰۱: ۴۳۵). در حقوق ایران، هرچند قوانین بازار سرمایه ابزارهای مشابهی را پیش‌بینی کرده‌اند، اما وابستگی ساختاری نهاد ناظر و تأثیرگذاری سیاست‌های کلان دولت، نظارت را تا حدی به سمت واکنش‌های پسینی سوق داده است؛ به گونه‌ای که ورود فعال نهاد ناظر غالباً پس از بروز نوسانات شدید یا اعتراضات گسترده سهامداران رخ می‌دهد (رهبر، ۱۳۹۶: ۱۹۰).

تحلیل تطبیقی نشان می‌دهد که هر دو نظام ناگزیر از ترکیب نظارت پیش‌دستانه و واکنش پسینی هستند، اما برتری نسبی الگو به نظامی تعلق می‌گیرد که با افزایش استقلال نهاد ناظر، تقویت شفافیت اطلاعاتی و جرم‌انگاری مؤثر رفتارهای اختلال‌گر، وزن مداخله پیشگیرانه را بالا ببرد. در این صورت، ابزارهای نظارتی نه صرفاً برای سرکوب بحران، بلکه برای جلوگیری از

با این حال، هنگامی که زیان‌های سیستمی از ضعف در سازوکار نظارت، ناکافی بودن مقررات احتیاطی یا فقدان شفافیت اطلاعات ناشی شود، دولت ممکن است به دلیل تقصیر در ایفای وظایف حاکمیتی مسئول شناخته شود. در چنین مواردی، مسئولیت دولت نه به عنوان ضامن سرمایه‌گذاری، بلکه به عنوان جبران‌کننده خسارات ناشی از نقض وظیفه مراقبت و تنظیم بازار قابل تصور است. بر این مبنا، ترک فعل در ایجاد یا به‌کارگیری ابزارهای هشدار سیستمی می‌تواند به عنوان تقصیر در معنای حقوقی آن تفسیر شود (نادی قمی، حسینی و مصطفوی، ۱۳۹۹: ۲۱۹).

در نظام ایران، برخی سازوکارها مانند «صندوق تثبیت بازار سرمایه» تلاش دارند نقش میانجی میان ریسک بازار و حمایت دولتی ایفا کنند، بدون آنکه اصل مسئولیت دولت به معنای ضمان مطلق پذیرفته شود (آذری قره‌لر و رستگار، ۱۳۹۵: ۴). این رویکرد با تحلیل اقتصادی حقوق سازگار است؛ زیرا هدف، ایجاد نظم و اعتماد پایدار در بازار است نه انتقال کلیه زیان‌ها به بودجه عمومی. در نتیجه، دولت تنها در صورتی ملزم به جبران خسارت سهامداران خرد است که رفتار او از حدود وظیفه نظارتی و حمایتی متعارف فراتر رفته و مستقیماً در ایجاد زیان سهمیم بوده باشد.

۵-۳-۲. تجربه فرانسه

در حقوق فرانسه، مسئولیت دولت در برابر زیان‌های ناشی از نوسانات بازار بر مبنای تمایز روشن میان ریسک ذاتی فعالیت‌های مالی و خطای نهادی دولت تعیین می‌شود. نظام حقوقی این کشور ریسک بازار را بخشی جدایی‌ناپذیر از سازوکار سرمایه‌گذاری می‌داند و به همین دلیل،

اصل نبود تضمین دولتی برای جبران خسارت سهامداران در نوسانات عادی یا حتی شدید بازار پذیرفته شده است. این رویکرد در پیوند با مبانی تنظیم‌گری مالی اتحادیه اروپا شکل گرفته و هدف آن جلوگیری از ایجاد انتظار حمایتی نامحدود و حفظ انگیزه احتیاط در رفتار سرمایه‌گذاران است (Schütze, 2018: 211). در چنین چارچوبی، تنها زمانی بحث از مسئولیت دولت مطرح می‌شود که زیان، نتیجه مستقیم نقض وظیفه نظارتی یا تخطی از الزامات قانونی توسط مرجع ناظر باشد، نه نتیجه تغییر وضعیت بازار.

رویه‌های قضایی فرانسه نیز این خط‌کشی را تقویت کرده‌اند. دادگاه‌ها در برخورد با ادعاهای سهامداران، اصل استقلال بازار و ضرورت تفکیک میان نوسانات طبیعی و مداخله نادرست دولت را مبنا قرار می‌دهند. در نتیجه، صرف وقوع بحران، حتی اگر پیامدهای گسترده‌ای برای سهامداران خرد داشته باشد، تعهدی برای جبران ایجاد نمی‌کند؛ مگر آنکه قصور مشخصی در اعمال نظارت، هشداردهی یا کنترل ریسک‌های نهادی احراز شود. این جهت‌گیری، مسئولیت دولت را به حوزه خطای حاکمیتی محدود می‌کند و از تبدیل دولت به ضامن مالی نظام بازار جلوگیری می‌نماید (Jackson, 2012: 178).

افزون بر این، تحلیل‌های مرتبط با آینده تنظیم‌گری مالی در فرانسه نشان می‌دهد که محدودیت در مداخله دولت بخشی از سیاست کلان ثبات مالی است (Andenas, 2013: 264). تمرکز بر پیشگیری و تقویت ساختارهای نظارت احتیاطی، جایگزین رویکرد جبران خسارت شده است؛ زیرا جبران مالی پس از بحران نمی‌تواند آثار گسترده ناپایداری را مهار کند و حتی ممکن است موجب شکل‌گیری ریسک‌پذیری افراطی

شود. چنین جهت‌گیری‌ای با اصول بنیادین تنظیم‌گری مالی سازگار است که در آن دولت، تنظیم‌کننده و ناظر است نه ضامن زیان‌های بازار.

۵-۳-۳. تجربه ایران

در حقوق ایران، جبران آثار بحران‌های بورسی بیش از آنکه بر مبنای مسئولیت مستقیم دولت استوار باشد، بر سازوکارهای حمایتی نیمه‌نهادی مانند «صندوق تثبیت بازار سرمایه» تکیه دارد. این صندوق با هدف کاهش نوسانات شدید و بازگرداندن تعادل نسبی به بازار ایجاد شده و از طریق مداخله در خرید و فروش اوراق بهادار، تلاش می‌کند از تشدید روندهای نزولی جلوگیری کند. کارکرد اصلی آن نه تضمین سود یا جبران کامل زیان سهامداران، بلکه مدیریت شوک‌های کوتاه‌مدت و تقویت اعتماد عمومی است. چنین سازوکاری با منطق پیوند بازار پول و سرمایه در اقتصاد ایران قابل تحلیل است؛ زیرا بی‌ثباتی در یکی از این دو حوزه می‌تواند به انتقال ریسک به دیگری منجر شود (جواهری کوپایی، صمدی و واعظ برزانی، ۱۳۹۷: ۱۲).

با این حال، جایگاه حقوقی صندوق تثبیت با چالش‌هایی همراه است. از یک سو، منابع مالی آن ترکیبی از وجوه عمومی و منابع بازار است و همین امر پرسش‌هایی درباره حدود مسئولیت دولت در صورت ناکارآمدی صندوق ایجاد می‌کند. از سوی دیگر، معیارهای مداخله، شفاف و قابل پیش‌بینی نیست و امکان برداشت سلیقه‌ای از ضرورت ورود به بازار را افزایش می‌دهد. نبود ضوابط دقیق می‌تواند به شکل‌گیری انتظار حمایتی نامحدود در میان سرمایه‌گذاران بینجامد و انگیزه ارزیابی ریسک را تضعیف کند؛ امری که با منطق سرمایه‌گذاری مبتنی بر پذیرش ریسک سازگار نیست (ناصری، ۱۴۰۴: ۸۸).

افزون بر صندوق تثبیت، توسعه ابزارهای مالی اسلامی مانند اوراق بهادار مبتنی بر دارایی نیز به عنوان راهکار غیرمستقیم مدیریت بحران مطرح شده است. این ابزارها در صورت طراحی صحیح، می‌توانند توزیع ریسک را بهبود بخشند و وابستگی بازار به حمایت‌های مستقیم دولتی را کاهش دهند (اکبریان و توکلی، ۱۳۹۴: ۶). در مجموع، تجربه ایران نشان می‌دهد که رویکرد حمایتی بیشتر بر تثبیت بازار متمرکز است تا جبران خسارت فردی؛ با این حال، ابهام در مرز میان حمایت ساختاری و مسئولیت حقوقی دولت همچنان یکی از چالش‌های بنیادین این نظام به شمار می‌رود.

۵-۳-۴. تمایز میان «خسارت ناشی از ریسک بازار» و «خسارت ناشی از تقصیر دولت»

تفکیک میان خسارت ناشی از ریسک بازار و خسارت ناشی از تقصیر دولت، مرز میان حاکمیت قانون و مداخله‌گری بی حد و حصر را تعیین می‌کند. ریسک بازار، ماهیتی ذاتی دارد و برخاسته از تعامل متغیرهای کلان اقتصادی، پیش‌بینی‌ناپذیری رفتار سرمایه‌گذاران و نوسانات طبیعی قیمت‌هاست؛ بنابراین هرگونه زیان برآمده از این فرایند، بار مسئولیت شخصی سرمایه‌گذار تلقی شده و خارج از دایره حمایت دولت قرار می‌گیرد. در مقابل، تقصیر دولت زمانی محقق می‌شود که نقصی در زیرساخت‌های نظارتی، اهمال در پایش شفافیت اطلاعاتی یا قانون‌گذاری معیوب وجود داشته باشد که زمینه را برای اخلاف در بازار فراهم سازد. این تمایز بنیادین، مانع از تبدیل دولت به ضامن بی‌قید و شرط سرمایه‌گذاری می‌شود و از بروز «مخاطره اخلاقی» جلوگیری می‌کند (ملک، ۱۴۰۴: ۵۲).

۵-۴-۱. چالش‌های ایران

یکی از مهم‌ترین چالش‌های ساختاری بازار سرمایه در ایران، پیوند گسترده آن با تصمیمات کلان اقتصادی دولت است؛ پیوندی که گاه موجب می‌شود منطق اقتصادی بازار تحت تأثیر ملاحظات سیاستی قرار گیرد. هنگامی که دولت به عنوان سیاست‌گذار اصلی اقتصاد، هم‌زمان در حوزه‌هایی مانند بودجه عمومی، سیاست‌های پولی و تصمیمات مرتبط با بنگاه‌های بزرگ دولتی نقش تعیین‌کننده دارد، تغییرات ناشی از این تصمیمات به طور مستقیم بر وضعیت بازار سرمایه اثر می‌گذارد. در چنین شرایطی، بورس به جای آنکه بازتابی از واقعیت‌های اقتصادی و عملکرد بنگاه‌ها باشد، ممکن است به ابزاری برای انتقال پیام‌های سیاستی یا مدیریت انتظارات اقتصادی تبدیل شود. این وضعیت می‌تواند قابلیت پیش‌بینی بازار را کاهش داده و اعتماد سرمایه‌گذاران را با چالش مواجه سازد، زیرا سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک ناچارند علاوه بر متغیرهای اقتصادی، تصمیمات سیاسی و اداری را نیز در نظر بگیرند (انوشه، ۱۳۹۴: ۶۷).

نفوذ دولت در ساختار بازار سرمایه همچنین بر استقلال نهادهای ناظر اثر می‌گذارد و مرز میان سیاست‌گذاری اقتصادی و نظارت تخصصی را مبهم می‌کند. هنگامی که نهاد ناظر در محیطی قرار می‌گیرد که سیاست‌های کلان اقتصادی بر جهت‌گیری‌های بازار تأثیر مستقیم دارند، امکان اعمال نظارت بی‌طرفانه و مبتنی بر قواعد حرفه‌ای کاهش می‌یابد. این وضعیت می‌تواند به شکل‌گیری انتظارات حمایتی از سوی دولت منجر شود؛ انتظاری که با ماهیت مبتنی بر پذیرش ریسک در سرمایه‌گذاری سازگار نیست و در

در مواردی که دستکاری بازار، بهره‌برداری از اطلاعات نهانی یا عدم نظارت مؤثر بر ناشران به سقوط شاخص منجر می‌شود، آسیب وارد شده به سهامداران خرد نه نتیجه ریسک طبیعی، بلکه پیامد مستقیم تقصیر حاکمیتی در انجام وظایف نظارتی است. در چنین وضعیتی، مسئولیت دولت در مقام نهاد ناظر بر مبنای مسئولیت مدنی قابل مطالبه است، زیرا دولت نتوانسته است محیطی ایمن و شفاف برای فعالیت اقتصادی فراهم کند (مبین، ۱۳۹۵: ۱۱۸). این مرزگذاری برای ثبات نظام اقتصادی اهمیت حیاتی دارد؛ چرا که فقدان آن، تفکیک میان تکانه‌های خارجی و ناشی از شاخص‌های جهانی با خطاهای داخلی را ناممکن می‌سازد (بزرگیان عربی، ۱۴۰۱: ۹۴).

در نهایت، پذیرش مسئولیت دولت تنها در صورتی از منظر حقوقی توجیه‌پذیر است که رابطه علیت میان ترک فعل یا فعل زیان‌بار دولت و فروپاشی بازار محرز شود. دولت به عنوان تنظیم‌گر باید ابزارهای لازم را برای پیشگیری فراهم کند، اما نباید نقش پوشش بیمه‌ای برای تمام زیان‌های بورس را بر عهده بگیرد. بدین ترتیب، جبران خسارت محدود به مواردی است که تقصیر دولت، مانع از کارکرد سالم و مبتنی بر رقابت بازار شده باشد.

۵-۴-۲. چالش‌های حقوقی و ساختاری در ایران و فرانسه

کارآمدی نقش دولت در پیشگیری و جبران خسارت، افزون بر مبانی نظری، به ساختارهای حقوقی و نهادی هر نظام وابسته است. در این بخش، چالش‌های ساختاری و حقوقی موجود در ایران و فرانسه و تأثیر آنها بر حدود مسئولیت دولت در بازار سرمایه مورد تحلیل تطبیقی قرار می‌گیرد.

شتابزده دولت در بحران‌های مالی می‌شود و از سوی دیگر، ضرورت طراحی سازوکارهای حقوقی دقیق برای مدیریت بحران را افزایش می‌دهد (Cananea, 2020: 214).

در چنین فضایی، هرگونه اقدام دولت در جهت حمایت از بازار یا جبران زیان سرمایه‌گذاران باید به گونه‌ای طراحی شود که اصل رقابت اقتصادی را نقض نکند. حمایت مستقیم از برخی بنگاه‌ها یا تزریق منابع عمومی به بازار، در صورتی که موجب برهم خوردن تعادل رقابتی شود، می‌تواند با محدودیت‌های جدی مواجه گردد. در نتیجه، دولت ناچار است میان حفظ ثبات بازار و رعایت قواعد رقابتی تعادل برقرار کند؛ تعادلی که در شرایط بحران مالی به یکی از دشوارترین چالش‌های حقوق اقتصادی تبدیل می‌شود (Kilpatrick, 2024: 163).

پیچیدگی دیگر در این حوزه به رابطه میان قواعد اروپایی و نظام حقوق اداری فرانسه بازمی‌گردد. دولت فرانسه در مقام تنظیم‌گر اقتصادی همچنان مسئول حفظ نظم اقتصادی و ثبات بازارهای مالی است، اما اعمال این مسئولیت باید در چارچوب قواعد فراملی صورت گیرد (Pitras, 2021: 98). این وضعیت موجب می‌شود دامنه اختیار دولت در مدیریت بحران‌های بورسی محدود شود و مداخلات احتمالی آن نیازمند توجیه حقوقی دقیق باشد. در نتیجه، تنظیم سیاست‌های اقتصادی در بازار سرمایه فرانسه بیش از گذشته به سازگاری میان قواعد ملی و الزامات حقوقی اروپایی وابسته شده است؛ امری که فرایند تصمیم‌گیری را پیچیده‌تر می‌کند و نیاز به هماهنگی نهادی گسترده‌تری را به وجود می‌آورد.

۵-۴-۳. مقایسه چالش‌های حقوقی -

ساختاری ایران و فرانسه

بلندمدت به تضعیف کارایی بازار می‌انجامد (حقیقت، ۱۴۰۲: ۱۰۴).

در کنار این مسئله، جایگاه حقوقی صندوق تثبیت بازار سرمایه نیز با ابهام همراه است. این صندوق با هدف کاهش نوسانات شدید و ایجاد ثبات نسبی در بازار شکل گرفته، اما حدود اختیارات، معیارهای مداخله و مسئولیت‌های آن به طور کامل روشن نیست (ملابراهیمی، ۱۴۰۳: ۹۲). نبود چارچوب حقوقی شفاف موجب می‌شود مداخله‌های آن گاه به صورت موردی و واکنشی انجام گیرد و پیش‌بینی‌پذیری رفتار نهادی کاهش یابد. در نتیجه، به جای آنکه صندوق به عنوان ابزاری برای مدیریت نظام‌مند بحران عمل کند، ممکن است به سازوکاری برای حمایت مقطعی از بازار تبدیل شود؛ وضعیتی که با الزامات یک بازار کارآمد و مبتنی بر قواعد روشن همخوانی کامل ندارد.

۵-۴-۲. چالش‌های فرانسه

نظام حقوقی فرانسه در حوزه تنظیم و نظارت بر بازارهای مالی در چارچوب گسترده‌تر حقوق اقتصادی اروپایی عمل می‌کند؛ چارچوبی که قواعد آن فراتر از سطح ملی تعیین شده و دولت‌ها را به رعایت اصول رقابت و پرهیز از مداخله‌های تبعیض‌آمیز ملزم می‌سازد. در این ساختار، دولت فرانسه نمی‌تواند به طور آزادانه و نامحدود در حمایت از بازار سرمایه مداخله کند، زیرا هرگونه اقدام حمایتی که موجب اختلال در رقابت آزاد یا اعطای امتیاز ویژه به برخی فعالان اقتصادی شود، با محدودیت‌های حقوقی روبه‌رو خواهد شد. به همین دلیل، سیاست‌های حمایتی در بازارهای مالی ناگزیر باید با قواعد هماهنگ‌کننده اروپایی همسو باشد و از چارچوب‌های تعیین‌شده فراتر نرود. این وضعیت از یک سو مانع از مداخله‌های

اداری و تمایز میان صلاحیت مراجع قضایی، روند رسیدگی را تخصصی اما گاه طولانی می‌سازد. در نهایت، تفاوت بنیادین در مبانی نظری مسئولیت، نشان می‌دهد که نظام ایران بیشتر بر الگوی کلاسیک تقصیرمحور تکیه دارد، در حالی که نظام فرانسه با پذیرش سازوکارهای خاص مسئولیت اداری، ابزارهای متنوع‌تری برای مواجهه با پیامدهای بحران‌های مالی در اختیار دارد.

۵-۵. ارائه راهکارها و پیشنهادها

اصلاح وضعیت حقوقی و نهادی بازار سرمایه، زمانی اثربخش خواهد بود که از منطق مداخله‌های مقطعی و واکنشی فاصله گرفته و بر طراحی سازوکارهای پایدار، پیش‌دستانه و قاعده‌مند استوار شود. در این چارچوب، نخستین راهکار اساسی، تقویت نهاد ناظر مستقل است. بازار سرمایه، به دلیل سرعت تحولات، پیچیدگی ابزارها و حساسیت بالای اعتماد عمومی، نیازمند مرجعی است که بتواند بدون تأثیرپذیری از فشارهای سیاسی، اهداف کوتاه‌مدت اقتصادی و ملاحظات بودجه‌ای دولت، وظیفه نظارت، هشداردهی، کنترل ریسک و الزام به شفافیت را انجام دهد. هر اندازه پیوند نهاد ناظر با ساختار اجرایی دولت بیشتر باشد، احتمال آنکه تصمیم‌های نظارتی تحت تأثیر مصلحت سنجی‌های غیرتخصصی قرار گیرد افزایش می‌یابد. نتیجه چنین وضعی، تضعیف پیشگیری، تأخیر در مداخله و گسترش بی‌اعتمادی در زمان بحران است. الگوگیری از تجربه فرانسه در این زمینه، نه به معنای انتقال صوری یک نهاد، بلکه به معنای پذیرش این اصل است که استقلال نهاد ناظر باید در سه سطح تضمین شود: استقلال سازمانی، استقلال مالی و استقلال تصمیم‌گیری. بدون این سه مؤلفه، نظارت به ابزار اداری صرف

مقایسه چالش‌های حقوقی و ساختاری ایران و فرانسه در حوزه بحران‌های بورسی، بیش از هر چیز در نحوه تبیین مسئولیت دولت نمایان می‌شود. در حقوق ایران، مبنای پاسخگویی دولت عمدتاً در قالب قانون مسئولیت مدنی صورت‌بندی شده است؛ قانونی که بر جبران خسارت ناشی از تقصیر تأکید دارد و میان اعمال حاکمیتی و تصدی‌گری تمایز روشنی ایجاد نکرده است. در نتیجه، طرح دعوا علیه دولت در حوزه بازار سرمایه با دشواری اثبات تقصیر، رابطه سببیت و ورود ضرر مستقیم همراه است. این ساختار سبب می‌شود که مسئولیت دولت در قبال بحران‌های بورسی غالباً محدود و استثنایی تلقی گردد و سرمایه‌گذاران برای احراز حق خود با موانع شکلی و ماهوی مواجه شوند.

در مقابل، در نظام حقوقی فرانسه، مسئولیت اداری دولت در چارچوبی مستقل از قواعد سنتی مسئولیت مدنی خصوصی شکل گرفته است. این نظام با تفکیک دقیق میان خطای اداری و خطر ناشی از فعالیت عمومی، امکان تحلیل انعطاف‌پذیرتری از مسئولیت دولت فراهم می‌کند. در برخی موارد، حتی بدون اثبات تقصیر شخصی، امکان جبران خسارت بر پایه نظریه خطر یا برابری در برابر هزینه‌های عمومی وجود دارد. چنین سازوکاری موجب شده است که مرجع رسیدگی اداری بتواند با توجه به ماهیت فعالیت عمومی و نقش تنظیم‌گر دولت، ارزیابی متفاوتی از مسئولیت ارائه دهد.

با این حال، همین تمایز ساختاری نیز چالش‌های خاص خود را دارد. در ایران، نبود نظام تخصصی رسیدگی به دعاوی ناشی از عملکرد اداری در بازار سرمایه، انسجام روبه قضایی را با مشکل مواجه می‌کند. در فرانسه نیز پیچیدگی قواعد مسئولیت

تقلیل می‌یابد و توان مقابله با بحران‌های بازار را از دست می‌دهد. همچنین استقلال نباید به معنای فقدان پاسخگویی تلقی شود، بلکه باید همراه با شفافیت، انتشار منظم تصمیم‌ها، نظارت قضایی و مسئولیت‌پذیری حرفه‌ای باشد تا از تبدیل نهاد ناظر به مرجع غیرپاسخگو جلوگیری شود.

راهکار دوم، ایجاد صندوق‌های جبران خسارت با منشأ بخش خصوصی است. یکی از مهم‌ترین آسیب‌های حقوقی و اقتصادی در بازار سرمایه، شکل‌گیری این انتظار است که دولت در هر وضعیت بحرانی باید از محل بودجه عمومی زیان‌های سرمایه‌گذاران را جبران کند. این تصور، افزون بر آنکه با ماهیت مخاطره‌پذیر بازار سرمایه ناسازگار است، به تدریج انضباط اقتصادی را تضعیف می‌کند و زمینه رفتارهای پرخطر را افزایش می‌دهد. اگر فعالان بازار اطمینان یابند که زیان‌های آنان در نهایت از سوی دولت جبران خواهد شد، انگیزه ارزیابی دقیق ریسک، احتیاط در تصمیم‌گیری و توجه به اطلاعات واقعی کاهش می‌یابد. بر همین اساس، سازوکار جبران خسارت باید از الگوی حمایت عمومی و نامحدود فاصله بگیرد و به سمت تأمین جمعی و حرفه‌ای هدایت شود. صندوق‌هایی که با مشارکت نهادهای مالی، کارگزاران، شرکت‌های پذیرفته‌شده و سایر بازیگران اصلی بازار تأمین می‌شوند، می‌توانند میان حمایت از زیان‌دیدگان و حفظ منطق اقتصادی بازار تعادل برقرار کنند. چنین صندوق‌هایی باید تنها در موارد معین، مانند تخلف حرفه‌ای، نقض مقررات، تقلب، قصور نهادی یا بروز اختلالات استثنایی فعال شوند و نه در برابر هر کاهش قیمت یا هر نوسان عادی. مزیت این الگو آن است که بار جبران خسارت را از دوش بودجه عمومی برمی‌دارد، احساس مسئولیت

را در میان فعالان حرفه‌ای افزایش می‌دهد و از تبدیل دولت به تضمین‌کننده همیشگی سود و زیان جلوگیری می‌کند. افزون بر این، منابع خصوصی اگر در قالب ضوابط روشن، مدیریت شفاف و نظارت دقیق به کار گرفته شوند، امکان واکنش سریع‌تر و تخصصی‌تر نسبت به سازوکارهای بودجه‌ای دولتی فراهم می‌آورند.

سومین راهکار، اصلاح قوانین مربوط به مسئولیت دولت و تعیین روشن حدود حمایت است. یکی از ریشه‌های اصلی اختلاف و ابهام در بحران‌های بورسی، روشن نبودن مرز میان وظیفه نظارتی دولت و مسئولیت آن در جبران خسارت است. در نبود این مرزبندی، از یک سو سرمایه‌گذاران ممکن است هر نوع زیان را به دولت منتسب کنند و از سوی دیگر، دولت با تکیه بر کلی‌گویی‌های قانونی، از پذیرش مسئولیت در موارد تقصیر واقعی نیز فاصله بگیرد. قانون باید به صراحت مشخص کند که دولت ضامن مطلق تحولات بازار نیست و صرف وقوع زیان یا افت شاخص، به خودی خود، مسئولیت دولت را ایجاد نمی‌کند. در مقابل، هرگاه زیان ناشی از قصور در نظارت، تأخیر در مداخله لازم، وضع مقررات معیوب، ایجاد اطلاعات گمراه‌کننده یا دخالت زیان‌بار و خلاف ضابطه باشد، امکان انتساب مسئولیت باید به صورت شفاف و قابل رسیدگی پیش‌بینی شود. این شفاف‌سازی، هم انتظارات فعالان بازار را واقع‌بینانه می‌سازد و هم دولت را به رعایت استانداردهای دقیق‌تر در تنظیم‌گری و نظارت وادار می‌کند. در نتیجه، تعادل مطلوبی میان حمایت حقوقی از سرمایه‌گذاران و حفظ ماهیت ریسک‌پذیر بازار برقرار می‌شود؛ تعادلی که شرط اساسی ثبات، اعتماد عمومی و کارآمدی بلندمدت بازار سرمایه است.

۶. نتیجه

نتایج کلی این پژوهش نشان می‌دهد که نقش دولت در بازارهای بورس، نه در قالب تضمین مطلق در برابر زیان، بلکه در چارچوب تنظیم‌گری هوشمند، نظارت احتیاطی و مداخله هدفمند برای حفظ نظم عمومی اقتصادی معنا می‌یابد. تحلیل مبانی نظری مداخله دولت نشان داد که امنیت اقتصادی و حفظ اعتماد عمومی به نظام مالی، توجیه اصلی ورود دولت به حوزه بازار سرمایه است، اما همین مبنا مستلزم آن است که مرزی روشن میان ریسک ذاتی بازار و تقصیر حاکمیتی ترسیم شود. در غیر این صورت، هم کارکرد سازوکار قیمت و پذیرش ریسک مختل می‌شود و هم انتظاری غیرواقع‌بینانه نسبت به دولت شکل می‌گیرد که در عمل قابل تحقق نیست و خود می‌تواند منشأ بحران‌های جدید باشد.

در پاسخ به پرسش اصلی تحقیق، حدود مسئولیت دولت در حمایت از سرمایه‌گذاران محدود به مواردی است که نقض وظیفه قانونی در نظارت، قانون‌گذاری یا مداخله بی‌ضابطه اثبات شود و نه هر نوع کاهش قیمت یا فروپاشی ناشی از شرایط اقتصادی و رفتاری بازار. فرض ضامن مطلق بودن دولت با مبانی حقوقی مسئولیت و ماهیت بازار سرمایه سازگار نیست و تجربه فرانسه نیز بر پذیرش همین تفکیک استوار است. در آن نظام، اصل بر عدم تضمین دولتی زیان‌های ناشی از نوسانات بازار است و مسئولیت دولت تنها در صورت احراز خطای نهادی یا اداری قابل طرح است. مقایسه این وضعیت با ایران نشان می‌دهد که هرچند در عمل نیز دولت ضامن همه زیان‌ها شناخته نشده است، اما نبود شفافیت قانونی و نفوذ گسترده دولت در تصمیم‌های اقتصادی، مرز میان ریسک بازار و تقصیر حاکمیتی را مبهم

ساخته و زمینه نزاع و بی‌اعتمادی را فراهم کرده است.

نتایج تطبیقی در زمینه پیشگیری از بحران نشان داد که نظام فرانسه وزن بیشتری به نظارت پیش‌دستانه، سازوکارهای احتیاطی و استقلال نهاد ناظر می‌دهد، در حالی که در ایران نقش تنظیم‌گری با مداخلات سیاست‌زده و واکنش‌های پسینی آمیخته است. این تفاوت خود را در نحوه مدیریت بحران و جبران خسارات نیز آشکار می‌کند؛ در فرانسه، دولت تلاش می‌کند با تقویت ثبات مالی و کاهش ریسک نظام‌مند، احتمال فروپاشی را کنترل کند و مسئولیت خود را در چارچوب مشخص حفظ نماید، اما در ایران انتظار اجتماعی از دولت برای جبران زیان‌های گسترده، به ویژه در میان سهامداران خرد، به شکل فزاینده‌ای گسترش یافته است، بی‌آنکه پشتوانه حقوقی روشن و پایدار داشته باشد. بررسی تجربه صندوق تثبیت بازار سرمایه نیز حاکی از آن است که این نهاد، در غیاب تعریف دقیق جایگاه قانونی، منابع پایدار و ضوابط شفاف مداخله، بیش از آنکه ابزار قاعده‌مند مدیریت شوک باشد، در معرض تبدیل شدن به نماد مداخله موردی و فشارپذیر قرار دارد.

بر این اساس، پیشنهادهای تقنینی و اجرایی پژوهش در چند محور قابل جمع است. در سطح تقنینی، لازم است قانون‌گذار با اصلاح قوانین مربوط به مسئولیت دولت، به صراحت مرز میان ریسک طبیعی بازار و تقصیر حاکمیتی را مشخص کند، معیارهای احراز تقصیر در نظارت و تنظیم‌گری را تبیین نماید و سازوکار رسیدگی تخصصی به دعاوی ناشی از عملکرد نهاد ناظر در بازار سرمایه را پیش‌بینی کند. همچنین، جایگاه حقوقی صندوق تثبیت بازار و سایر سازوکارهای

منابع

منابع فارسی

- آذری قره لری، آذر، و رستگار، محمدعلی. (۱۳۹۵). بررسی ریسک سیستمی شرکت بر شرکت در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. تهران: کنفرانس جهانی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم انسانی در آغاز هزاره سوم.
- اکبریان، رضا، و توکلی، حسن. (۱۳۹۴). صکوک ابزاری در بازار سرمایه اسلامی. تهران: همایش دوسالانه اقتصاد اسلامی (اقتصاد اسلامی و اقتصاد ایران).
- امامی، محمد، واعظی، سیدمجتبی، و رستمی، مریم. (۱۴۰۰). تاملی بر استثنائات مسئولیت مدنی دولت در نظام حقوقی ایران. پژوهش های نوین حقوق اداری، ۳(۶)، ۱۱-۳۴.
- انوشه، سیدفرهاد (۱۳۹۴). تاثیر متغیرهای مختلف مالی بر شاخص های عملکرد در بورس اوراق بهادار. اصفهان: نشر دارخوین.
- بزرگیان عربی، حسن (۱۴۰۱). تاثیر شاخص های جهانی در بورس ایران. تهران: لعل سخن.
- جواهری کوپایی، مائده، صمدی، سعید، و واعظ برزانی، محمد. (۱۳۹۷). تعامل بین بازار پول و بازار سرمایه در ایران. تهران: جشنواره تالیفات علمی برتر علوم انسانی اسلامی - جایزه ویژه علامه جعفری (ره).

حمایتی باید در سطح قانون و با تأکید بر محدودیت دامنه حمایت، منابع غیر بودجه ای و اولویت حمایت از ثبات نظام مالی به جای جبران فردی زیان ها بازتعریف شود. در سطح اجرایی، تقویت استقلال نهادی، مالی و تصمیم گیری سازمان ناظر بر بازار سرمایه ضرورت دارد، به گونه ای که این سازمان بتواند در برابر فشارهای کوتاه مدت مقاوم باشد و بر پایه معیارهای حرفه ای و تحلیل ریسک، درباره توقیف معاملات، افشای اطلاعات، اعمال ضمانت اجرا و مدیریت بحران اقدام کند. ایجاد صندوق های جبران خسارت با منشأ بخش خصوصی، با مشارکت نهادهای مالی، ناشران و سایر بازیگران اصلی، باید در دستور کار قرار گیرد تا از یک سو امکان حمایت محدود و هدفمند از زیان دیدگان در موارد تخلف حرفه ای و اختلالات استثنایی فراهم شود و از سوی دیگر، انتظار اتکای دائمی به بودجه عمومی کاهش یابد. در نهایت، ارتقای فرهنگ حقوقی و مالی سرمایه گذاران، از طریق آموزش نظام مند درباره ماهیت ریسک، حدود مسئولیت دولت و کارکرد سازوکارهای حمایتی، شرط تکمیل این اصلاحات است؛ زیرا تنها در پرتو انتظارات واقع بینانه و قواعد شفاف است که می توان از دولت نقش تنظیم گر مؤثر و از بازار سرمایه کارکرد باثبات و کارآمد انتظار داشت.

۷. سهم نویسندگان

نگارش متن توسط نویسندگان و نظارت علمی و اصلاحات نهایی توسط نویسنده مسئول صورت گرفت.

۸. تضاد منافع

در این پژوهش هیچگونه تضاد منافی وجود ندارد.

- حقیقت، سید جعفر (۱۴۰۲). تاثیر شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بر توسعه تالار در بورس اوراق بهادار تهران. تهران: ایده ماندگار.
- خالقی، ابوالفتح، و میرزایی منفرد، غلامعلی. (۱۳۹۷). تحلیل حقوقی شفافیت اطلاعاتی نهادهای عمومی. بورس اوراق بهادار، ۱۱(۴۱)، ۶۸-۹۸.
- خیابانی، ناصر، و محمدیان نیک پی، احسان. (۱۳۹۷). تحلیل ریسک سیستمی در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران: یک رویکرد رگرسیون چندکی چندمتغیره. پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۲۳(۷۷)، ۱-۳۶.
- رضایی، محمدجواد. (۱۳۹۶). مالیه عمومی و سیاستگذاری عمومی: مسئولیت‌ها و محدودیت‌های دولت. سیاستگذاری عمومی، ۳(۳)، ۱۸۷-۲۰۰.
- رهبر، نوید. (۱۳۹۶). حفظ استقلال نظام بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران. مطالعات حقوق تطبیقی، ۸(۱)، ۱۷۹-۲۰۲.
- سلیمانی، محمد. (۱۳۹۰). نقش سازمان بورس در نظارت بر شرکت‌های بورسی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- علیشاهی قلعه جوقی، ابوالفضل، و دانش نهاد، محمد. (۱۳۹۷). جایگاه قاعده‌ی «تحدیر» در مسئولیت مدنی اشخاص و دولت. آموزه‌های فقه مدنی، - (۱۷)، ۱۸۹-۲۱۲.
- فردکاردل، محمود، بابایی، زهرا، و مصطفایی، اسماعیل. (۱۴۰۱). فقدان رقابت کارآمد در معاملات عمومی و شکست بازار. مجله تحقیقات حقوقی، ۲۵(۹۷)، ۲۹۱-۳۱۵.
- کاظمی، حجت. (۱۳۹۴). از شکست بازار تا شکست دولت مناقشه بازارگرایان و دولت‌گرایان در دوران مدرن. پژوهش سیاست‌نظری (پژوهش علوم سیاسی)، جدید(۱۸)، ۱۲۷-۱۶۸.
- مبین، حجت. (۱۳۹۵). مسئولیت مدنی ناشی از دستکاری بازار اوراق بهادار. بورس اوراق بهادار، ۹(۳۴)، ۱۰۷-۱۳۴.
- مفاخری نیا، فرانک، جمالی، جعفر، و سعیدی، علی. (۱۴۰۰). ارزیابی نظارت سازمان بورس اوراق بهادار بر ناشران بورسی با رویکرد اسلامی حمایت از سهامداران. تحقیقات مالی اسلامی، ۱۰(۲) (پیاپی ۲۰)، ۸۷۵-۹۰۲.
- ملابراهیمی، وحید (۱۴۰۳). درآمدی بر شاخص‌های کیفیت بازار در بورس اوراق بهادار تهران. تهران: رشد فرهنگ.
- ملک، مژگان (۱۴۰۴). بررسی علل و پیامدهای سقوط شاخص بورس. تهران: کاوش هنر.
- مهرا، نسرین و ابراهیم زاده، سعدی (۱۴۰۱). نقش نهاد ناظر در مواجهه با

منابع لاتین

- Andenas, Mads (2013). *The Foundations and Future of Financial Regulation*. Hague: Taylor & Francis.
- Cananea, Giacinto Della (2020). *Tort Liability of Public Authorities in European Laws*. Oxford: Oxford University Press.
- Denny, Emily St. (2024). *Handbook of Teaching Public Policy*. Hague: Edward Elgar Publishing.
- Jackson, John H. (2012). *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*. Oxford: Oxford University Press.
- Kilpatrick, Claire (2024). *The Future of Remedies in Europe*. London: Bloomsbury Academic.
- Pitras, Antonin (2021). *Le droit des contrats en cartes mentales*. Paris: Ellipses.
- Schütze, Robert (2018). *Oxford Principles of European Union Law*. Oxford: Oxford University Press.
- Tricoit, Jean-Philippe (2020). *Droit du travail*. Paris: Ellipses.
- بزهکاری در بازار اوراق بهادار؛ مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و امریکا. مطالعات حقوق تطبیقی، ۱۳(۱)، ۴۲۳-۴۴۱.
- مولائی، آیت. (۱۳۹۹). موانع و چالش های اعمال مسئولیت مدنی دولت در ایران. مطالعات حقوق عمومی (حقوق)، ۵۰(۴)، ۱۴۲۳-۱۴۴۰.
- نادى قمى، ولى، حسینی، سیدفرهنگ، و مصطفوی، سیده فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی اثر قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستمی نهادهای مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۲(۲)، ۲۰۶-۲۲۶.
- ناصری، علیرضا (۱۴۰۴). ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر سرمایه گذاران نهادی. تهران: یافته.
- ندیمی نو، پروین. (۱۳۹۶). مسوولیت مدنی ناشی از افشای اطلاعات نهانی در سازمان بورس و اوراق بهادار. تهران: کنفرانس ملی حقوق، الهیات و علوم سیاسی.

