

ابعاد حقوقی بازار سرمایه غیرمتشکل؛ با نگرش تطبیقی در حقوق ایالات متحده آمریکا

محمود باقری^۱ - عباس احضاری^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۹/۲۷

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۶/۲۲

چکیده

از دیرباز بازار سرمایه به صورت غیر متشکل وجود داشته ولی در قرون اخیر بازار متشکل ظهور پیدا کرده است. در خصوص حدود نظارت و کنترل بر بازار غیر متشکل سرمایه به ویژه بازاری که در آن مراجعه به عموم سرمایه گذاران باشد، بحث فراوان وجود دارد. در نوشتار حاضر درصدد تبیین مفهوم بازار سرمایه غیرمتشکل از طریق شناسایی وجوه تمایز آن با نهاد متناظر خود (بازار غیرمتشکل پولی) بوده ایم. لذا با استفاده از مطالعات تطبیقی در حقوق آمریکا و مقایسه آن با وضعیت بازار سرمایه غیرمتشکل در ایران، مشخص شد بازار خارج از بورس در مفهوم عام خود مطابق با بازار سرمایه غیرمتشکل بوده و با توجه به تحولات قوانین و مقررات این حوزه دچار تغییرات بنیادینی در حوزه اجرایی شده است.

شرکت فرا بورس ایران بر اساس مجوز شورای عالی و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان تنها مصداق بازار خارج از بورس در ایران تأسیس شده، اما ساختار متشکل و نظام یافته این شرکت و نحوه انجام معاملات آن که تا حد زیادی شبیه بورس اوراق بهادار است، عملاً منجر به فاصله گرفتن فرا بورس از مفهوم بازار خارج از بورس شده و مقررات گذاری در خصوص بازار سرمایه غیرمتشکل را با مشکلات زیادی مواجه کرده است.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، بازار پول، خارج از بورس، بازار غیرمتشکل، شرکت فرا

بورس

مقدمه

شاید بتوان آغاز شکل‌گیری بازار سرمایه غیرمتشکل را زمانی دانست که مردم عادی با مشارکت یکدیگر دست به فعالیت‌های اقتصادی می‌زدند. این روش که سال‌های متمادی در میان مردم عادی رواج داشته، به دلیل عدم دخالت مستقیم دولت و حکومت‌های مرکزی در روابط اقتصادی میان اشخاص از جمله بازار سرمایه، استفاده از قالب حقوقی عقود معین، امر متداولی بوده است که با توجه به حجم کم سرمایه‌گذاری‌ها و فقدان مفاهیم جدیدی همچون شرکت^۱ و شخصیت حقوقی^۲، پاسخگوی بسیاری از نیازهای حقوقی مردم عادی بود. پس از سال‌های مدیری که وضعیت آزادی مطلق برگردش سرمایه و تعیین قالب حقوقی ناظر بر روابط میان اشخاص فعال در حوزه اقتصادی حکم‌فرما بود، در قرن اخیر خصوصاً با ظهور بازارهای سرمایه متشکل و سازمان‌یافته، شاهد دخالت دولت در روابط اقتصادی و تلاش برای ساماندهی حقوقی مشارکت اشخاص بوده‌ایم.

نخستین آثار دخالت دولت در بازارهای مالی در ایران، به صورت ایجاد و ساماندهی بازار پول خودنمایی می‌کند و پس از آن با تصویب قوانین راهبردی همچون قانون تجارت و قانون تأسیس بورس اوراق بهادار، روند نظم‌بخشی به بازار سرمایه نیز آغاز می‌شود. چراکه تا پیش از وضع این قوانین یا بازار سازمان‌یافته و متشکلی وجود نداشت و یا این که بازار خصوصی و یا عمومی غیر متشکل اصولاً بر اساس چهارچوب‌های حقوق خصوصی اداره می‌شدند و دولت ایران دخالتی در این نوع بازار نداشت. ولی در سال‌های اخیر هر دو نوع بازار سرمایه مشمول مقررات قانونی و تنظیمی شده‌اند؛ اگرچه تمرکز بر بازار متمرکز یعنی بورس بوده است.

گفتنی است بازار سرمایه متشکل از طریق شرکت بورس اوراق بهادار تهران تجلی‌یافته و بازار سرمایه غیرمتشکل که از مدت‌ها قبل نیز وجود داشته، از حیث قرارداد محور بودن، از طریق عقود همچون عقد مضاربه، عقد مشارکت و... رواج داشته و از بعد اوراق محوری، به صورت معامله آزادانه سهام شرکت‌ها در فضایی خارج از سیستم معاملاتی شرکت بورس اوراق بهادار ظهور پیدا کرده است.

رو آوردن به بازار متشکل از طرف بازیگران بازار سرمایه به دلیل توجه به کاهش هزینه‌های

. Company.
. legal entity.

معاملاتی بوده و این بازار مزایای بسیاری برای طرفین معاملات بازار سرمایه اعم از بازار اوراق محور و یا قرارداد محور داشته است. البته به دلیل مزایای این نوع بازار از جمله اعتماد بیشتر مردم به این بازار، ریسک کمتر و بعضاً تضمین بازگشت سرمایه توسط نهادهای معتبر دولتی، اصولاً بازار سرمایه اوراق محور که در آن، اوراق متحدالشکل و دارای ارزش ذاتی که قابلیت معامله بالایی نیز دارند، با اقبال بیشتری روبرو شده است.

در مقابل این بازار متشکل، بازار غیر متشکل نیز حداقل برای سرمایه گذاران حرفه‌ای و نهادی کماکان جذابیت خاص خود را داشته و مورد توجه است، ولی ابعاد حقوقی این بازار از نظر حدود نظارت و ماهیت قراردادی چندان روشن نیست؛ نظر به این که پس از تصویب قوانین راهبردی همچون قانون بازار اوراق بهادار و قانون برنامه پنجم توسعه، تشتت آراء و نظریات حقوقی در خصوص ماهیت واقعی بازار سرمایه غیرمتشکل و وجوه اشتراک و افتراق آن با بازار خارج از بورس شکل گرفت و از سوی دیگر رویه عملی بازار سرمایه با درک نادرست از مقررات قانونی مربوطه منجر به کمرنگ شدن نقش بازار سرمایه غیرمتشکل در نظام تأمین مالی کشور شد، در این پژوهش سعی داریم چارچوب حقوقی بازار سرمایه غیرمتشکل را از طریق مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا تبیین کنیم.

۱- ماهیت حقوقی و اقتصادی بازار سرمایه

برای شناخت ماهیت بازار سرمایه، ابتدا ضروری است ضمن اشاره به تقسیم‌بندی کلی بازار به دودسته مالی و واقعی، مفهوم «بازار مالی» را به درستی تبیین کرد. این مفهوم از دو عبارت «بازار» و «مالی بودن ماهیت آن» تشکیل شده که تعریف هر کدام از این عبارات برای تمیز آن‌ها از مفاهیم مشابه حائز اهمیت بسیاری است.

در تعاریف اولیه از بازار، آن را به مکان فیزیکی اطلاق می‌کردند که در آنجا خریداران و فروشندگان (اعم از اشخاص حقیقی و حقوقی) برای دادوستد و مبادله کالا، خدمات و سرمایه دورهم جمع می‌شوند؛ اما در تعاریف جدید و با گسترش سیستم‌های الکترونیک، دیگر نیازی به حضور فیزیکی نبوده و مکان خاصی برای بازار تعریف نمی‌شود. لذا بند نخست ماده ۱ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی نیز همگام با تحول این مفهوم، بازار را به فضایی

۱. حسینی مقدم، سید روح الله، بازارگردانی در بورس اوراق بهادار، چاپ نخست، نشر جاودانه (جنگل)، ۱۳۸۷، ص ۳.

جغرافیایی یا مجازی اطلاق می‌کند که در آن، خریداران و فروشندگان، کالاها و خدمات مشابه یا جانشین نزدیک را مبادله می‌کنند.

در خصوص بخش دوم این اصطلاح، یعنی مالی بودن ماهیت آن، رویکرد کلی در تقسیم سیستم اقتصاد یک کشور بدین صورت است که آن را به دو بخش «واقعی» و «مالی» تفکیک کرده که چنین تعریف می‌شوند: بخش واقعی همان‌طور که از نام آن پیداست دارای ماهیت فیزیکی و مادی بوده و در آن، دارایی‌های ملموس یا غیرملموس مانند خانه، اتومبیل، دارایی‌های فکری و... مورد معامله قرار می‌گیرد؛ در حالی که در بخش مالی، وجوه و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخصی از طرف صاحبان سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می‌یابد.

نظر به این که سرآغاز تأمین مالی از طریق بازار سرمایه غیرمتشکل با استفاده از اصول و قواعد حاکم بر عقود معین و در چارچوب بازار سرمایه قرارداد محور صورت گرفته، واکاوی صحیح بازار قرارداد محور و اوراق محور ضروری است. توضیح این که هر یک از بازارهای پول و سرمایه در یک تقسیم‌بندی کلی به دودسته قرارداد محور و اوراق محور تقسیم می‌شوند که می‌توان آن‌ها را چنین تعریف کرد:

در بازار قرارداد محور، رابطه حقوقی میان طرفین بر اساس قرارداد (معمولاً یکی از عقود معین) تعریف شده و حقوق و تکالیف هر یک از آن‌ها بر مبنای همان قرارداد مشخص می‌شود و در مقابل در بازار اوراق محور، حقوق و تکالیف قانونی طرفین بر اساس قوانین و مقررات حاکم بر اوراق خاصی (اعم از سهام شرکت‌ها، اوراق بدهی و...) که توسط قانون‌گذار شناسایی شده است، تعیین شده و طرفین یک رابطه حقوقی صرفاً با در اختیار داشتن آن اوراق، یا طرف معامله قرار گرفتن (بر اساس آن اوراق) مکلف به رعایت شرایط و ضوابط خاصی می‌باشند.

مثلاً چنانچه شخصی اقدام به انعقاد قرارداد مشارکت با یک بانک نماید، رابطه ایشان و حقوق و تکالیف آن‌ها بر اساس مقررات حاکم بر عقد مشارکت و نیز شروط مندرج در قرارداد میان آن‌ها تعیین می‌شود؛ اما چنانچه این شخص تعدادی از سهام یک شرکت را خریداری کند، صرف داشتن ورقه بهاداری که مثبت سهامداری وی است و بدون نیاز به وجود قرارداد خاصی میان طرفین، نامبرده را در مقابل شرکت و ارکان آن (اعم از مدیران، بازرسان و سایر سهامداران) قرار داده و به‌طور خودکار موجب تکالیف و حقوق خاصی برای تمامی طرفین درگیر در این رابطه اوراق محور است. به همین علت ماده ۱۵ لایحه اصلاحی قانون تجارت، امضای ورقه

تعهد سهم را به خودی خود مستلزم قبول اساسنامه شرکت و تصمیمات مجامع عمومی صاحبان سهام قلمداد می‌کند.

۱-۱- مفهوم بازار سرمایه و تمایز آن از بازار پول

در یک تقسیم‌بندی کلی، بازارهای مالی در اقتصاد هر کشوری به ۳ دسته تقسیم می‌شود که عبارتند از بازار پول، بازار سرمایه و بیمه که شاکله اصلی تأمین مالی در این بازار منحصر به بازار پول، مرکب از بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری و بازار سرمایه، مرکب از بازار سرمایه سازمان‌یافته (متشکل) و بازار سرمایه غیرمتشکل می‌شود.

بهرتر بود در قوانین مرتبط به‌ویژه قانون تأسیس بورس اوراق بهادار و بعداً قانون بازار اوراق بهادار، تعریف دقیقی از بازار سرمایه ارائه می‌شد اما در وضعیت کنونی که فقدان نص قانونی در این زمینه به وضوح احساس می‌شود چاره‌ای جز بهره‌مندی از دکترین حقوقی و اقتصادی برای شناخت این مفهوم نیست.

در تعریف متداول از بازار سرمایه، ضمن ساده‌سازی مفهوم این بازار چنین اظهار نظر شده: «بازار سرمایه، بازاری است که در آن دارایی‌های مالی (اوراق بهادار) از قبیل سهام و اوراق قرضه خرید و فروش می‌شوند.^۱» در خصوص این تعریف باید گفت اولاً استفاده از عبارت «از قبیل...» مؤید این معناست که اوراق بهادار موجود در این بازار محدود به سهام شرکت‌ها و اوراق قرضه نشده و امروزه انواع گوناگونی از ابزارهای مالی قابل معامله در بازار سرمایه موجود است.

ثانیاً بازیگران بازار سرمایه منحصر به خریداران و فروشندگان اوراق بهادار نبوده و طیف وسیعی از فعالان این بازار اعم از کارگزاران، معامله‌گران و... صرفاً به‌عنوان نهادهای واسطه‌ای و به‌منظور تسهیل معاملات بازار سرمایه فعالیت می‌کنند.

بنابراین برای دستیابی به تعریف دقیق از بازار سرمایه، ضروری است حدود و ثغور این بازار و وجه تمایز آن با بازار پول را به‌درستی شناسایی کرد.

در ادبیات حقوقی و اقتصادی از معیارهای متعددی برای تفکیک بازار سرمایه از بازار پول استفاده شده است از جمله این که بر اساس یک تقسیم‌بندی سنتی، بازاری که برای تأمین مالی

۱. Madura, Jeff, Financial Institutions and Markets, ۹th Edition, Florida Atlantic University, ۲۰۱۰, p.۳.

کوتاه‌مدت از آن استفاده می‌شود، بازار پول و بازاری که مختص تأمین مالی بلندمدت است، بازار سرمایه نامیده می‌شود.^۱ علاوه بر این، وجود نقدینگی بیشتر در بازار پول به‌عنوان مهم‌ترین وجه ممیزه بازار پول از بازار سرمایه شناخته می‌شود.^۲ یا گفته می‌شود بازار پول به‌طور طبیعی مبتنی بر عقد قرض بوده و سرمایه‌گذاری بدون ریسک و صرف کسب سود در آن مدنظر است درحالی‌که بازار سرمایه با معرفی اوراق بهادار و ابزارهای مالی متفاوت، درصدد تأمین مالی دارای ریسک بیشتر و بر مبنای مشارکت در سود و زیان است.^۳

تمامی این معیارها دارای مثال‌های نقضی است که ما را در یافتن معیار مناسب برای تفکیک این دو بازار دچار مشکل می‌کند. به‌طوری‌که اولاً نقد شوندگی بالای بازار سرمایه و سرعت گردش پول در این بازار، معیار زمانی و تعیین سررسید را بی‌معنا کرده است؛ چراکه اوراق بهادار موجود در این بازار به‌سرعت قابل فروش بوده و نیازی به طی سررسید بیش از یک سال ناست. ثانیاً وجود ابزارهای مالی فاقد ریسک که دارای سود تضمین شده و بدون خطر می‌باشند، معیار خطرپذیر بودن سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و مشارکت در سود و زیان را به چالش می‌کشد. لذا جهت بررسی دقیق‌تر پیشینه بازار سرمایه به‌ویژه بازار سرمایه غیرمتشکل در ایران، نه تنها بایستی از معیارهای مزبور بهره جست بلکه باید ساختار قانونی این دو بازار را که دارای نهادهای مجزای تقنینی، نظارتی و اجرایی می‌باشند، به‌عنوان شاخص اصلی تفکیک بازار پول از بازار سرمایه مدنظر قرار داد.

نتیجه این‌که با در نظر گرفتن ابعاد حقوقی بازار سرمایه می‌توان این بازار را چنین تعریف کرد: «بازاری است که ابزارهای مالی موجود در آن برحسب قرارداد یا اوراق بهادار، با مشارکت طیف وسیعی از تشکلهای خود انتظام و نهادهای مالی و تحت نظارت نهاد ناظر مورد معامله قرار می‌گیرد.»

۱. موسوی، سید محسن؛ احمدی، موسی، بازارها، نهادها و ابزارهای مالی، چاپ نخست، نشر بورس، تهران، ۱۳۹۵، ص ۶.
 ۲. سامتی، مرتضی، رنجبر، همایون، همت زاده، منیره، «بررسی مقایسه‌ای تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تحت اطلاعات نامتقارن (مورد مطالعه کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه)»، فصلنامه پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، سال سوم، شماره نهم، اسفند ۱۳۹۱، ص ۳۰.
 ۳. واعظ برزانی، محمد، ایزدخواستی، حجت، «تحلیل نقش نرخ بهره پولی در بحران‌های اقتصادی نظام سرمایه داری: رویکرد اسلامی»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال یازدهم، شماره ۴۴، زمستان ۱۳۹۰، ص ۹۵.

۲-۱- نظارت و مقررات گذاری^۱ در بازار سرمایه

نظر به این که ساختار و قالب نظارت در بازار سرمایه تا حد زیادی شبیه بازار پول است، ابتدا ساختار بازار پول مورد اشاره قرار گرفته و پس از آن، ساختار بازار سرمایه تبیین می شود. بازار پول به نوبه خود شامل نهادهای متعدد پولی است.^۲ ساختار این بازار متشکل از شورای پول و اعتبار و بانک مرکزی در رأس هرم نظارتی و سیاست گذاری بوده و بانکها و مؤسسات مالی و اعتباری را به عنوان زیرمجموعه و مجری مقررات و دستورالعمل های وضع شده توسط نهادهای عالی می بیند.

تشکیلات بازار سرمایه نیز به طوری است که شورای عالی بورس و اوراق بهادار به عنوان بالاترین رکن بازار اوراق بهادار، وظیفه تصویب سیاست های کلان این بازار را بر عهده داشته^۳ و اعضای سازمان بورس و اوراق بهادار را به عنوان نهاد ناظر بر ارکان بازار سرمایه اعم از تشکیلات خود انتظام، نهادهای مالی و ... انتخاب می کند.^۴ لذا با توجه به پیچیدگی نهادهای ناظر بر بازار سرمایه آمریکا، در این گفتار ابتدا به شیوه نظارت شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار اشاره کرده، سپس سیستم نظارتی بازار سرمایه آمریکا را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

۱-۲-۱- نظارت بر بازار سرمایه در حقوق ایران

در بدو تأسیس بازار سرمایه متشکل، با توجه به محدود بودن فعالیت این بازار به معاملات اوراق بهادار از جمله اوراق قرضه و سهام شرکتها و عدم پیش بینی سایر بورسها همچون بورس کالا، بورس انرژی و... به دلیل فقدان تقاضا و زیرساخت های لازم برای تأسیس سایر بورسها، طبیعی بود که نه تنها عنوان اولین قانون بازار سرمایه به بورس اوراق بهادار اختصاص یابد بلکه ماده ۲ این قانون (مصوب ۱۳۴۵/۰۲/۲۷) نیز ارکان بازار را به روشنی بر شمرده و آن را منحصر به چهار رکن کرد که عبارت بودند از: «شورای بورس، هیأت پذیرش اوراق بهادار،

۱. Regulation.

۲. Parson, Jens O. Dying of Money: Lessons of the Great German & American Inflation, ۱۹۷۴, p.۷۴.

۳. ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار.

۴. البته در رکن دیگر بازار مالی، یعنی صنعت بیمه کشورمان نیز همین وضعیت حاکم بوده و از ساختار مشابهی استفاده شده است؛ به طوری که شورای عالی بیمه به عنوان نهادی که وظیفه وضع مقررات و دستورالعمل های اجرایی را بر عهده دارد در رأس این بازار بوده و بیمه مرکزی در لوای نهاد ناظر بر شرکت های بیمه، تحت نظارت این نهاد فعالیت می کند.

سازمان کارگزاران بورس و هیأت داوری بورس».

در بدو امر که بازار سرمایه متشکل فعالیت محدودی داشته و هسته اصلی آن را کارگزاران و معامله‌گران تشکیل می‌دادند، چنین ترکیبی را توجیه‌پذیر می‌کرد اما پس از تحولات صورت گرفته در وضعیت اقتصادی ایران و افزایش سهم شرکت‌های سهامی متعلق به بخش خصوصی از بازار، ضرورت روزآمدی و تطابق ساختار بازار سرمایه با بورس‌های معتبر دنیا در سال ۱۳۸۴ به تصویب قانون بازار اوراق بهادار منجر شد که ساختار بازار سرمایه را دچار تحولات اساسی کرد. براین اساس به پیروی از ساختار استاندارد بورس‌های کشورهای پیشرفته، تصمیم بر آن شد که بورس اوراق بهادار به صورت یک تشکل خود انتظام در قالب شرکت سهامی عام (بند ۳ ماده ۱) تأسیس شود^۱ و با انفکاک نهاد معامله‌گر از نهاد ناظر، سازمان بورس و اوراق بهادار با طیف گسترده‌ای از وظایف تقنینی، اجرایی و شبه قضایی تشکیل شود که با توجه به ابقای شورای عالی بورس و اوراق بهادار در ترکیب ارکان بازار سرمایه، نه تنها منجر به تداخل وظایف این دو نهاد (چه از نظر قانونی و چه از نظر اجرایی)، بلکه به واسطه عدم شناخت دقیق از مفهوم و حیطه فعالیت تشکل‌های خود انتظام، بسیاری از حقوق و تکالیف بورس‌ها نیز با وجود منع قانون بازار اوراق بهادار، از طریق دستورالعمل‌های مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار یا سازمان بورس و اوراق بهادار به این سازمان محول شد.

بنابراین منظور از کاربرد عبارت نهادهای ناظر بازار سرمایه در حقوق ایران، شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس و اوراق بهادار است که اولی بر اساس ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار به عنوان بالاترین رکن بازار اوراق بهادار و دومی به عنوان عالی‌ترین مقام بازار پس از شورا تشکیل شده و وظایف متعددی را برعهده گرفته‌اند و از این حیث تفاوتی میان سازوکار نظارت بر بازار سرمایه متشکل و بازار سرمایه غیرمتشکل در نظام حقوقی ایران وجود ندارد.

۲-۱-۲- نظارت بر بازار سرمایه در حقوق آمریکا

برخلاف ایران، در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا، نظارت بر بازار سرمایه غیرمتشکل (بازار خارج از بورس) توسط نهادهای متعددی انجام پذیرفته و ماهیتاً متفاوت از ساختار نظارتی

۱. انصاری ع؛ عیسائی نفرشی م؛ حسینی م، تحلیل حقوقی- اقتصادی نهادهای خود انتظام و نقش مراجع غیر دولتی ناظر بر این نهادها در بازار سرمایه ایران و آمریکا، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۲۰، ۱۳۹۱، ص ۱۲۱.



بر بازار سرمایه متشکل است. بدین ترتیب نظارت بر بورس‌های اوراق بهادار همچون بورس نیویورک، مستقیماً توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱ انجام می‌گیرد؛ درحالی‌که نظارت بر بازار خارج از بورس از طریق تشکل‌های خود انتظام انجام می‌شود و کمیسیون بورس و اوراق بهادار به صورت غیرمستقیم و از طریق نظارت بر تشکل‌های خود انتظام، عملکرد بازار خارج از بورس را نیز رصد می‌کند.

در خصوص مهم‌ترین نهادهایی که طی سال‌های متمادی فعالیت بازارهای خارج از بورس در ایالات متحده آمریکا تأسیس شده و نقش مؤثری در رشد و توسعه این بازار داشته‌اند، می‌توان از اداره قیمت‌گذاری ملی، انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار و نهاد ناظر مستقل صنعت مالی (فینرا) نام برد که هر کدام از این نهادها مسئولیت راهبری و نظارت بر بخشی از بازار خارج از بورس آمریکا را به عهده گرفته‌اند.

الف) اداره قیمت‌گذاری ملی^۲

در آغاز فعالیت بازار سرمایه آمریکا، ناشران اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران، معامله‌گران و کارگزاران، معاملات خود را از طریق درج آگهی در نشریات مالی یا خبرگزاری‌های روزانه انجام می‌دادند. در سال ۱۹۰۴ راجر بابسون یک سازمان ارائه‌دهنده آمار را باهدف جمع‌آوری این اطلاعات در وسلی هیلز ماساچوست تأسیس و سپس در سال ۱۹۱۱ آرتور الیوت، ناشر کتب مالی در بوستن اولین سرویس انتشار اطلاعات قیمت‌های روزانه برای معاملات کارگزاران و معامله‌گران در بازار خارج از بورس را در منهن راه‌اندازی کرد. لذا از ادغام این دو نهاد، اداره قیمت‌گذاری ملی تأسیس شد. این اداره برای سالیان متمادی، قیمت‌های سهام شرکت‌ها و اوراق قرضه را به ترتیب بر روی کاغذهای صورتی و زرد منتشر می‌کرد.

در سال ۱۹۹۷ اداره قیمت‌گذاری ملی به دست مدیران جدیدی افتاد که حامی استفاده از فناوری‌های روزآمد و بهبود خدمات قابل ارائه به مشتریان بودند. در نتیجه این تلاش‌ها، اداره قیمت‌گذاری ملی در سپتامبر ۱۹۹۹ سیستم خدمات قیمت‌گذاری الکترونیکی خود را بر پایه اینترنت و معامله لحظه‌ای سهام شرکت‌ها و اوراق قرضه قابل معامله در بازار خارج از بورس

^۱. Securities and Exchange Commission (SEC).

^۲. NQB: National Quotation Bureau.

معرفی کرد.^۱ در ژوئن سال ۲۰۰۰ اداره قیمت گذاری ملی نام خود را به Pink Sheets تغییر داد و سپس اولین درگاه اینترنتی حاوی اطلاعات اوراق بهادار و ناشران بازار خارج از بورس را معرفی کرد. متعاقباً در سال ۲۰۰۸ به Pink OTC Markets تغییر نام داد.

این شرکت در سال ۲۰۱۰ عنوان کنونی خود یعنی گروه بازارهای خارج از بورس^۲ را برگزید که امروزه شبکه گسترده قیمت گذاری برای بیش از ۱۰۰ کارگزار معامله گر بوده و طیف وسیعی از اوراق بهادار بازار خارج از بورس را در پایگاه اطلاعاتی خود تحت پوشش قرار می دهد.^۳

ب) انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار

انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار در سال ۱۹۳۹ و بر اساس الزام قانون بورس اوراق بهادار (مصوب ۱۹۳۴) تأسیس شد که این انجمن مهم ترین مؤسس بازار سهام نزدیک در سال ۱۹۷۱ بود و وظیفه آن نظارت بر کلیه اقدامات فعالان بازار سرمایه به ویژه معاملات بازار نزدیک تحت نظارت عالی کمیسیون بورس و اوراق بهادار بوده است؛ به طوری که معامله گران بازار نزدیک از آزادی عمل بیشتری نسبت به کارگزاران فعال در بورس نیویورک برخوردار می باشند.^۴ این تشکل خود انتظام از سال ۱۹۳۹ تا ۲۰۰۷ نقش مؤثری در مدیریت معاملات بازار سرمایه ایفا می کرد اما در این سال با کمیته مقررات گذاری بورس سهام نیویورک ادغام شد و نهاد ناظر مستقل صنعت مالی (فینرا) را به وجود آورد.

ج) نهاد ناظر مستقل صنعت مالی^۵

نهاد ناظر مستقل صنعت مالی از ادغام کمیته تدوین مقررات بورس اوراق بهادار نیویورک و انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار تشکیل شده است و به عنوان نهاد ناظر، بر کلیه فعالیت های

۱. Bo ena Chovancov, Tomv Gregor, Over-The-Counter Markets and Their Role in The Financial System, p. .

۲. OTC Markets Group.

۳. History of OTC Markets Groups. OTC Markets Group website www.otcmarkets.com.

۴); Last seen: / /

۵. Frank J. Fabozzi, Christopher K. Ma, The Over-The-Counter Market and New York Stock Exchange Trading Halts, Financial Review- Vol. , No. -November ,

p.

۶. FINRA: Financial Industry Regulatory Authority.



مالی و معاملات بین کارگزاران، معامله‌گران و سرمایه‌گذاران عادی نظارت می‌کند. فینرا کارکردی مشابه انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار ولی با حوزه اختیارات گسترده‌تر دارد و بر تمامی فعالیت‌های بازار اوراق بهادار در ایالات متحده نظارت می‌کند. عملکرد این تشکل خود انتظام شامل نظارت بر کلیه شرکت‌های کارگزاری، ادارات فرعی و نمایندگان معامله‌گران اوراق بهادار است.

فینرا نیز تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار بوده و موظف به رعایت قوانین و مقررات مصوب این کمیسیون است. صدور مجوز معامله‌گران اوراق بهادار و تسهیل دریافت مجوزها در تمامی جنبه‌های بازار سرمایه بر عهده فینرا است. مقررات صدور مجوز این نهاد باید در راستای اجرای دستورالعمل‌ها و نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار وضع شود. این نهاد، مقررات گذاری و نظارت بر بورس‌ها و شرکت‌های فعال در بازار سرمایه آمریکا از جمله شرکت‌های منتشرکننده اطلاعات و فعالان بازار خارج از بورس را نیز عهده‌دار است.^۱ لذا تأسیس چنین نهادهایی که در زمینه گسترش بازار خارج از بورس فعالیت می‌نمایند منجر به افزایش رقابت در بازار سرمایه و نتیجتاً کارایی اقتصادی شده است.^۲

۲- مفهوم بازار غیرمتشکل

همان‌طور که گفته شد، بازار سرمایه غیرمتشکل در مفهوم کلی خود، سال‌های متمادی در میان عامه مردم رایج بوده است. باین‌وجود، تصویب قانون تجارت و مواد قانون مدنی در خصوص تعیین چارچوب‌های حقوقی دقیق برای مشارکت صاحبان کار و صاحبان سرمایه را می‌توان در زمره نخستین اقداماتی دانست که قانون‌گذار برای ساماندهی بازار سرمایه غیر متشکل انجام داده و بدین طریق آزادی مطلق فعالیت‌های از این دست را مقید به رعایت قالب‌های مطروحه در این قانون کرده است.

لذا در این مبحث، ابتدا قواعد ناظر بر بازار غیرمتشکل اعم از بازار غیرمتشکل پولی و بازار سرمایه غیرمتشکل در حقوق ایران مورد بررسی قرار خواهد گرفت، سپس نهاد متناظر این بازار

^۱ . <http://www.investopedia.com/terms/n/nasd.asp>; Last seen: / / .

^۲ . Seha M. Tinia, Richard R. West, Competition and The Pricing of Dealer Service in the Over-The-Counter Stock Market , Journal of Financial and Quantitative Analysis, June , p.

در نظام حقوقی آمریکا تبیین می‌شود.

۲-۱- قواعد حاکم بر بازارهای مالی غیرمتشکل در نظام حقوقی ایران

مفهوم بازار غیرمتشکل، نخستین بار از طریق قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی وارد ادبیات حقوقی و اقتصادی ایران و پس از آن در موارد متعددی از جمله بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار^۱ و ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه^۲ از مفهوم بازار متشکل استفاده شد. لذا در نخستین بند این گفتار به بررسی بازار غیر متشکل پولی پرداخته و در بند دوم، بازار سرمایه غیر متشکل از طریق ارائه دو فرض حقوقی مورد واکاوی قرار می‌گیرد.

۲-۱-۱- بازار غیرمتشکل پولی

قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی بدون ارائه تعریف خاصی از مفهوم بازار غیرمتشکل، در ماده ۱ خود به بیان احکام این بازار پرداخته و چنین اشعار می‌دارد: «اشتغال به عملیات بانکی توسط اشخاص حقیقی و یا حقوقی تحت هر عنوان و تأسیس و ثبت هرگونه تشکل برای انجام عملیات بانکی، بدون دریافت مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است». توضیح این که این قانون جهت تفکیک بازار پول متشکل و غیر متشکل، معیار کسب مجوز از بانک مرکزی به عنوان نهاد ناظر بازار پول را ارائه می‌کند. به عبارت دیگر چنانچه هر شخصی اعم از حقیقی و حقوقی به عملیات بانکی (طبق تعریفی که در این ماده ذکر شده) مبادرت نماید و از بانک مرکزی مجوز دریافت کند، ذیل بازار متشکل پولی قرار گرفته و عملیات وی مجاز شمرده می‌شود در حالی که چنانچه اقدام به فعالیت‌هایی که عنوان عملیات بانکی بر آنها صدق می‌کند، بدون اخذ مجوز از بانک مرکزی صورت گیرد، تحت بازار غیرمتشکل پولی قرار گرفته و غیرمجاز است.

نکته قابل توجه این که تعریف ارائه شده از عملیات بانکی به صورت کاملاً موسع بوده و با

۱. ماده ۱- بند ۳: بورس اوراق بهادار: بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون، مورد دادوستد قرار می‌گیرد. بورس اوراق بهادار (که از این پس بورس نامیده می‌شود) در قالب شرکت سهامی عام تأسیس و اداره می‌شود.

۲. ماده ۹۹: به منظور ارتقاء جایگاه بازار سرمایه در اقتصاد کشور و ساماندهی بازار متشکل اوراق بهادار اقدامات زیر انجام می‌شود....

نادیده انگاشتن فعالیت‌ها و حوزه اختیارات بازار سرمایه، آن را به «واسطه‌گری بین عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه و اعتبار به صورت دریافت انواع وجوه، سپرده، ودیعه و موارد مشابه تحت هر عنوان و اعطاء وام، اعتبار و سایر تسهیلات و صدور کارت‌های الکترونیکی پرداخت و کارت‌های اعتباری» تعبیر کرده است.

اگرچه صدور کارت‌های الکترونیکی پرداخت و کارت‌های اعتباری از حوزه اقدامات بازار سرمایه موضوعاً منتفی است اما واسطه‌گری میان عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه و اعتبار، نقطه مشترک فعالیت بازار پول و بازار سرمایه (که هر دو نهاد به عنوان مرجع اساسی تأمین مالی و فراهم کردن وجوه مورد نیاز بنگاه‌های اقتصادی و شرکت‌های فعال در بازارهای واقعی و مالی تلقی می‌شوند) بوده و تنوع اوراق بهادار و ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه، شاهد مثالی بر تلقی نادرست این قانون از بازار غیرمتشکل پولی و تعرض به قلمرو بازار سرمایه غیرمتشکل است. مضافاً این که کاربرد عبارت کلی «موارد مشابه تحت هر عنوان» بر نادرست بودن تعریف مزبور صحه می‌گذارد.

شاید بتوان اشتباه در تبیین مفهوم عملیات بانکی را به فضای حاکم بر بازار سرمایه در زمان تصویب این قانون مرتبط کرد؛ زیرا این قانون حدود یک سال پیش از تصویب «قانون بازار اوراق بهادار» تدوین شده و در زمان لازم‌الاجرا بودن «قانون تأسیس بورس اوراق بهادار» تصویب شده است. به عبارت دیگر ارائه مفهوم مضیق از بازار سرمایه در بندهای ۱ و ۲ ماده ۱ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار (مصوب ۱۳۴۵) منجر به تلقی نادرست از عملیات بانکی در قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی شد و قانون‌گذار را به این سو هدایت کرد که هر آنچه خارج از مفهوم اوراق بهادار اعم از سهام شرکت‌های سهامی و اوراق قرضه باشد، ذیل عملیات بانکی قرار می‌گیرد؛ چراکه اولاً مفهوم بازار سرمایه در این قانون منحصر به بورس اوراق بهادار شده است؛ سپس در بند ۱ ماده ۱، به جای اشاره به وظایف و اختیارات گسترده بورس به عنوان تشکل خود انتظام، بورس اوراق بهادار را صرفاً به عنوان بازار خاصی که در آن دادوستد اوراق بهادار توسط کارگزاران بورس انجام می‌گیرد، معرفی کرده است. ثالثاً طبق تعریف ارائه شده توسط این قانون، دایره شمول اوراق بهادار به دودسته سهام شرکت‌ها و اوراق قرضه محدود شده بود.

۲-۱-۲- بازار سرمایه غیرمتشکل

بازار سرمایه به طور کلی می‌تواند بازار سرمایه خصوصی و یا عمومی باشد و بازار سرمایه عمومی که در آن جهت جذب سرمایه به عموم مردم مراجعه می‌شود، می‌تواند به صورت متشکل مانند شرکت بورس اوراق بهادار یا به صورت غیرمتمرکز باشد؛ مانند آنچه در دهه‌های قبل، از طریق انتشار آگهی در روزنامه‌ها وجود داشت. در حال حاضر حوزه بازار سرمایه، تعریف خاصی از بازار غیر متشکل نشده و این مورد یکی از مفاهیم مبهم در حوزه بازار سرمایه است. لذا همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، عبارت بازار متشکل در بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار برای تعریف بورس اوراق بهادار به کار برده شده؛ به طوری که در این تعریف از ۲ ویژگی خاص برای بیان خصایص بورس اوراق بهادار استفاده شد: ۱. متشکل بودن ساختار بورس ۲. خود انتظام بودن بورس اوراق بهادار.

توضیح این که در این قانون تعریف خاصی از بازار متشکل نشده و صرفاً معنای خود انتظامی در بند ۶ ماده ۱ این قانون مورد تصریح قرار گرفته است. بر این اساس، تشکل خود انتظام «تشکلی است که برای حسن انجام وظایفی که به موجب این قانون بر عهده دارد و همچنین برای تنظیم فعالیت‌های حرفه‌ای خود و انتظام بخشیدن به روابط بین اعضا، مجاز است ضوابط و استانداردهای حرفه‌ای و انضباطی را که لازم می‌داند، با رعایت این قانون، وضع و اجرا کند.» این ماده در صدد بیان صلاحیت ذاتی تشکل‌های خود انتظام در وضع و اجرای مقررات بوده و هیچ‌گونه قیدی برای این امر (از جمله نیاز به تصویب نهادهایی همچون سازمان بورس و اوراق بهادار یا شورای عالی بورس) قرار نداده و صرفاً رعایت قانون بازار اوراق بهادار را الزامی دانسته است. نتیجتاً برای تبیین مفهوم بازار سرمایه غیرمتشکل می‌توان قائل به دو نظریه شد:

۱. نظر به این که ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، هدف خود را ساماندهی بازار سرمایه متشکل قرار داده و این بازار را شامل شرکت بورس اوراق بهادار و بازار خارج از بورس می‌داند، پس با استفاده از معیار شناسایی بازار غیرمتشکل پولی می‌توان گفت هر اوراق بهاداری که در سازمان بورس و اوراق بهادار (نهاد ناظر) ثبت نگردد مشمول بازار سرمایه غیرمتشکل می‌شود.
۲. با استفاده از مفهوم مخالف بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار که بورس را بازاری متشکل می‌داند، بازار سرمایه غیرمتشکل شامل هر آنچه می‌شود که خارج از مفهوم بورس بوده



و به عنوان بازار خارج از بورس شناخته می شود.
در ادامه به تشریح هریک از این دو دیدگاه می پردازیم:

الف) دیدگاه مبتنی بر انحصار بازار سرمایه غیرمتشکل به اوراق بهادار ثبت نشده نزد نهاد ناظر بر اساس این دیدگاه، با توجه به این که ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، شرکت بورس اوراق بهادار و بازار خارج از بورس را به عنوان بازار متشکل اوراق بهادار معرفی می کند، بنابراین بازار خارج از بورس متفاوت از بازار سرمایه غیرمتشکل بوده و ماهیتاً شبیه به شرکت بورس اوراق بهادار است. لذا با خروج مفهوم بازار خارج از بورس از بازار سرمایه غیرمتشکل و قرار گرفتن آن ذیل بازار سرمایه متشکل، صرفاً اوراق بهاداری که بر اساس ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت نشده و متعاقباً معاملات آن تحت نظارت نهاد ناظر بازار سرمایه نباشد، به عنوان بازار سرمایه غیرمتشکل شناخته می شود. برای تقویت این نظر می توان به دو استدلال تمسک جست که عبارتند از:

۱. خود انتظامی بازار خارج از بورس: همان طور که پیش تر اشاره شد، بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار برای تعریف بورس اوراق بهادار از ۲ ویژگی خاص این بازار نام می برد که یکی از آنها عبارت است از خود انتظامی ساختار بورس. لذا با توجه به این که ماده ۳ آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، بازار خارج از بورس را نیز همچون بورس ها، کانون ها، شرکت های سپرده گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه به عنوان تشکل خود انتظام تلقی می کند، لذا از این جهت تفاوتی میان بورس و بازار خارج از بورس وجود نداشته و هر دو به عنوان تشکل خود انتظام محسوب می گردند.

۲. متشکل بودن ساختار بازار خارج از بورس: با وجود این که بند ۳ ماده ۱ مزبور، متشکل بودن ساختار بورس را به عنوان ویژگی دوم این بازار معرفی می کند، اما ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه بیانگر این است که متشکل بودن، منحصر به بورس اوراق بهادار نبوده و بازار خارج از بورس نیز به عنوان بازار متشکل معرفی می شود. به عبارت دیگر، وقتی ماده ۹۹ مذکور، هدف از تصویب خود را ساماندهی بازار متشکل اوراق بهادار معرفی کرده و در بند ب صراحتاً بیان می دارد: «معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورس ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آنها حسب مورد امکان پذیر بوده

و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است»، چنین نتیجه می‌شود که بازار سرمایه متشکل شامل شرکت بورس اوراق بهادار و بازار خارج از بورس می‌شود و هر اوراق بهاداری که خارج از این دو بازار معامله شود، مشمول بازار سرمایه غیرمتشکل و معاملات آن محکوم به ضمانت اجرای فقدان اعتبار است.

در این خصوص ضروری است مفهوم متشکل بودن بورس را مورد واکاوی قرار دهیم. برخی از اساتید بیان داشته‌اند که «معاملات در بازار غیرمتشکل مطابق قواعد عام و بدون حضور و دخالت نهاد مجری صورت می‌گیرد؛ نه عاملین معامله اشخاصی با ویژگی‌های خاص هستند و نه قواعد و الزامات خاصی علاوه بر قواعد عمومی برای انجام معامله وجود دارد. این در حالی است که در بازار متشکل، استانداردهای معینی برای انجام معامله وجود دارد و ضوابط و مقررات خاصی برای فعالان بازار طراحی شده است که همگان ملزم به رعایت آن هستند»^۱.

لذا با عنایت به این تعریف می‌توان چنین استنباط کرد: در صورتی که معاملات اوراق بهادار تحت ضوابط و مقررات خاص بازار سرمایه انجام پذیرد، مشمول بازار متشکل بوده و در صورتی که طبق قواعد عمومی معاملات و بدون دخالت هیچ‌یک از ارکان و نهادهای بازار سرمایه اعم از بورس، بازار خارج از بورس، نهادهای مالی و نهادهای نظارتی همچون سازمان بورس و اوراق بهادار و شورای عالی بورس انجام شود، مشمول بازار سرمایه غیرمتشکل بوده و از ضمانت اجرای عدم اعتبار برخوردار است.

ایراد بزرگ دیدگاه اخیر عبارت از این است که با قرار دادن هر دو بازار بورس و بازار خارج از بورس در ذیل عنوان بازار سرمایه متشکل، حجم زیادی از اوراق بهادار قابل معامله در بازار سرمایه را مورد حکم قرار داده و عملاً منجر به نفی بازار سرمایه غیرمتشکل می‌شود. علاوه بر این، اصولاً بازار غیر متشکل نمی‌تواند از شمول نظارت نهاد ناظر خارج شود؛ به طوری که چنانچه مراجعه به عموم صورت گیرد و اگر واقعاً یک بازاری غیر متشکل باشد و نهادی نباشد، در این صورت خود انتظامی منتفی و سالبه به انتفاء موضوع بوده و لذا نظارت نهاد ناظر را بیشتر از بازار متشکل خود انتظام خواهد طلبید.

۱. سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، چاپ اول، نشر سمت، تهران، پاییز ۱۳۹۵، ص ۱۵۸.



ب) دیدگاه مبتنی بر تطابق بازار سرمایه غیرمتشکل و بازار خارج از بورس

قانون‌گذار در بند ۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بازار خارج از بورس را چنین تعریف می‌کند: «بازاری است در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیر الکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد.» این بازار که تا پیش از تصویب قانون بازار اوراق بهادار هرگز نامی از آن برده نشده بود، یکی دیگر از نقاط ابهام بازار سرمایه کشور است که نیازمند تبیین و تحلیل دقیق حقوقی است. لذا همان‌طور که از عنوان آن پیداست، بازاری است که خارج از سیستم معاملاتی و چارچوب شرکت بورس اوراق بهادار بوده و بر اساس تفسیر لفظی، این تصور را به وجود می‌آورد که بازار خارج از بورس همان بازار سرمایه غیرمتشکل است.

به عبارت دیگر، می‌توان قائل بر این بود که قانون‌گذار در مقام تقسیم‌بندی معاملات اوراق بهادار در بازار سرمایه، تنها دو شیوه در نظر گرفته: یکی مجرای شرکت بورس اوراق بهادار و دیگری بازار خارج از بورس؛ لذا از آنجایی که بورس را به بازار متشکل تعبیر می‌کند، پس با استفاده از برهان خلف، یعنی مفهوم مخالف بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و تفسیر لفظی بازار خارج از بورس می‌توان این‌طور اظهار نظر کرد که بازار خارج از بورس همان بازار سرمایه غیرمتشکل است.

برای اثبات تطبیق بازار خارج از بورس با مفهوم بازار سرمایه غیرمتشکل، می‌توان ۲ استدلال مطرح کرد:

۱. نظر به این که قانون‌گذار در بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، بورس اوراق بهادار را تعریف کرده و ویژگی‌های خاص آن را برشمرده و این بازار را تحت عنوان بازار متشکل معرفی می‌کند، مفهوم مخالف این بند بدین معناست که هر آنچه خارج از چارچوب بازار بورس اوراق بهادار قرار گرفته و هر معامله‌ای که بر روی اوراق بهادار در بازاری غیر از بورس اوراق بهادار انجام پذیرد، بازار سرمایه غیرمتشکل است.

۲. تفسیر لفظی بازار خارج از بورس نیز این استدلال را تقویت می‌کند. چرا که قانون‌گذار با استفاده از این عنوان قصد ساماندهی معاملات اوراق بهادار بیرون از چارچوب شرکت بورس اوراق بهادار را داشته و برای نیل به این مقصود، عنوانی را برگزیده است که بیشترین قرابت معنایی را با بازار غیرمتشکل داشته باشد.

در قانون تأسیس بورس اوراق بهادار نیز اگرچه مفهوم بازار خارج از بورس یا بازار سرمایه غیرمتشکل مطرح نشده بود اما ماده ۲۰ بایان این که «معاملات بورس باید در جلسات رسمی بورس که با حضور و تحت نظارت نماینده هیأت مدیره بورس تشکیل می‌شود، طبق مقررات آیین‌نامه مربوط انجام گیرد»، بر لزوم معاملات اوراق بهادار در چارچوب بازار متشکل بورس تأکید کرده و در ماده ۲۱ بایان این که «هر کارگزاری که معاملات بورس را خارج از جلسات رسمی انجام دهد علاوه بر محرومیت از شغل کارگزاری به دو تا شش ماه حبس تأدیبی و پرداخت جریمه نقدی محکوم خواهد شد»، تلویحاً معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس را در بازار سرمایه غیرمتشکل ممنوع کرده بود.

بنابراین مهم‌ترین حسن نظریه اخیر عبارت است از تفکیک بازار سرمایه به دو قسمت بازار متشکل (شرکت بورس اوراق بهادار) و بازار غیرمتشکل (بازار خارج از بورس) که هر دو تحت نظارت نهاد ناظر بازار سرمایه عمل می‌کنند، اما حدود نظارت بر آنها و قواعد معاملاتی حاکم بر هر بازار با دیگری متفاوت است؛ به طوری که معمولاً مقررات پذیرش در شرکت بورس اوراق بهادار به مراتب سخت گیرانه تر از بازار خارج از بورس است.

۲-۲- ماهیت بازار غیرمتشکل در نظام حقوقی آمریکا

همان‌طور که پیش تر نیز تصریح شد، مفهوم بازار سرمایه غیرمتشکل در نظام حقوقی آمریکا معادل عبارت بازار خارج از بورس است. توضیح این که بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا به دو بخش بورس و بازار خارج از بورس تقسیم می‌شود که هر دو این بازارها تحت نظارت عالی کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱ فعالیت می‌کنند.

بازارهای خارج از بورس از لحاظ تاریخی در اوایل قرن بیستم تأسیس شدند؛ زمانی که بازار سرمایه دچار گسستگی و عدم کارایی بود. این بازارها در حال حاضر به قدری پیشرفت داشته‌اند که مهم‌ترین رقیب بزرگ‌ترین نهاد فعال در بازار سرمایه آمریکا یعنی بورس اوراق بهادار نیویورک است^۲ و به دلیل هزینه معاملاتی کمتر نسبت به بورس‌های سازمان یافته، در

۱. Securities and Exchange Commission (SEC).
 ۲. Michael J. Simon, Robert L.D. Colby, The National Market System for Over the Counter Stocks, Geo. Wash. L. Rev., vol. m No. (), p. .



میان مردم عادی با سرمایه‌های اندک اقبال بیشتری یافته‌اند.^۱

هم‌اکنون بازارهای خارج از بورس ایالات متحده آمریکا به ۴ دسته اصلی تقسیم می‌شود:

۱. بازاری که در آن، کارگزاران و معامله‌گران عضو انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار با استفاده از سیستم قیمت‌گذاری خودکار نزدیک اقدام به معامله اوراق بهادار می‌کنند.

۲. بازار خارج از بورس Bulletin Board

۳. گروه بازارهای خارج از بورس^۲ که متشکل از ۳ بازار به نام‌های OTCQX, OTCQB, PINK است.

۴. بازار خاکستری^۳ (بازار سایر اوراق بهاداری که در ۳ بازار قبلی پذیرفته نشده باشند).

هریک از این بازارها تحت نظارت یکی از تشکلهای خود انتظام فعالیت می‌کنند و در غالب موارد ملزم به گزارش دهی به نهاد عالی نظارتی بازار سرمایه آمریکا (کمسیون بورس و اوراق بهادار) نیستند. چنین ساختاری منجر به آزادی عمل بیشتر بازارهای خارج از بورس در معاملات اوراق بهادار شده و به دلیل کاهش قیود غیرضروری، عملکرد سریع‌تر و گردش سرمایه بیشتر را در آنها به ارمغان می‌آورد.^۴

۳- قلمرو دخالت نهاد ناظر در بازار سرمایه غیرمتشکل

مطابق قانون بازار اوراق بهادار، ساختار حاکم بر بازار سرمایه کشور به صورتی است که ارکان بازار سرمایه به دو حوزه نظارتی (شورای عالی بورس و سازمان بورس و اوراق بهادار) و اجرایی (تشکلهای خود انتظام، نهادهای مالی و...) تقسیم شده اما در عمل، تفکیک کاملی بین وظایف این دو بخش صورت نگرفته است. حتی در درون مراجع عالی (نهادهای ناظر بازار سرمایه) نیز تداخل وظایف وجود دارد.

وجود دو رکن سیاست‌گذار و ناظر در طول یکدیگر که مقام ناظر عالی حق عزل مقام ناظر تالی را دارد و برخی از مقررات باید توسط هیأت وزیران، برخی از مصوبات توسط شورای عالی

^۱ George J. Benston, Robert L. Hagerman, Determinants of Bid-Asked Spreads in the Over The Counter Market, Journal of Financial Economics, p. .

^۲ OTC Market Group.

^۳ Gray Market.

^۴ Ji-Chai Lin, John S. Howe, Insider Trading in the OTC Market, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. XLV, NO. , SEPTEMBER , P. .

بورس و اوراق بهادار و در نهایت برخی از دستورالعمل‌ها توسط هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تصویب شود، به‌ویژه در شرایطی که در بسیاری موارد، محدوده عملکرد مقامات ناظر تعیین نشده و امکان تداخل وظایف بین این دو رکن وجود دارد، مطلوب به نظر نمی‌رسد؛ بنابراین وجود دو نهاد ناظر مستقل از یکدیگر ضروری نیست. مطلوب است که بار دیگر بازنگری در اعضای شورا و هیأت مدیره سازمان صورت گیرد و این دو نهاد ادغام شده و در قالب یک نهاد مستقل، حرفه‌ای و غیردولتی عمل کنند و بازار سرمایه کشور از دوگانگی نظارت فارغ شود.

نظر به نقش پررنگ‌تر و مؤثر سازمان بورس و اوراق بهادار در نظارت بر بازار سرمایه (اعم از متشکل و غیرمتشکل)، در گفتار نخست، نقش این سازمان در خصوص نظارت و مقررات گذاری بر اساس ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه مورد بررسی قرار می‌گیرد و کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به‌عنوان عالی‌ترین مقام ناظر بازار سرمایه این کشور، موضوع گفتار دوم را تشکیل می‌دهد.

۱-۳- جایگاه سازمان بورس و اوراق بهادار

در راستای تبیین بهتر هر دو دیدگاه فوق‌الذکر، نکته مهمی در خصوص تفکیک بازار سرمایه متشکل و غیرمتشکل قابل طرح است که عبارت است از ضرورت ثبت اوراق بهادار نزد سازمان بورس و اوراق بهادار. ثبت اوراق بهادار نزد این سازمان بدین جهت حائز اهمیت است که منجر به قرار گرفتن این اوراق بهادار در زمره بازار سرمایه متشکل و تحت نظارت نهادهای نظارتی بازار سرمایه شده و متعاقباً معاملات آن‌ها را صرفاً از طریق شرکت بورس اوراق بهادار تهران یا بازار خارج از بورس امکان‌پذیر می‌کند.

یک ورقه بهادار نزد سازمان ثبت می‌شود تا پیدایش، حیات و تصفیه آن، تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گیرد؛ بنابراین اوراقی که معاف از ثبت نزد سازمان باشند تحت نظارت سازمان بورس نبوده و از قواعد خاص موضوع قانون بازار اوراق بهادار و مقررات مصوب شورا و سازمان بورس و اوراق بهادار تبعیت نمی‌کنند.^۱

از حیث قانونی، قانون بازار اوراق بهادار و قانون برنامه پنجم توسعه، مقرراتی مکمل یکدیگر

۱. 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، شماره ۲۰، زمستان ۹۱، ص ۸۷.



دارند. ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار باین حکمی کلی، ضمن اجباری کردن ثبت تمامی اوراق بهادار نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، عرضه عمومی کلیه اوراق بهادار در بازار اولیه را منوط به ثبت آنها می‌کند.

ایرادی که به این ماده وارد می‌شود این است که اولاً از میان انواع روش‌های عرضه اوراق بهادار، صرفاً به عرضه عمومی اشاره کرده و با وجود این که بند ۳ ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار، اوراق بهادار عرضه‌شده در عرضه‌های خصوصی^۱ را معاف از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار می‌داند، حکمی در خصوص عرضه محدود^۲ اوراق بهادار ندارد. ثانیاً صرفاً به عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه اشاره کرده و در زمینه عرضه این اوراق در بازار ثانویه تعیین تکلیف نکرده است.

به عبارت دیگر، در صورت عدم پذیرش اوراق بهادار ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار در شرکت بورس اوراق بهادار تهران (بازار متشکل)، با توجه به سکوت ماده ۳۰، معاملات ثانویه این اوراق از چه طریقی باید انجام پذیرد؟ آیا امکان معامله آنها در بازار غیرمتشکل وجود دارد؟

در این خصوص ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه قابل تأمل است. بند الف این ماده تمامی اوراق بهادار منتشرشده در بازار سرمایه را ملزم به ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار کرده و ضمانت اجرای آن را تخلف ناشر اوراق بهادار عنوان می‌کند. این ماده با تصریح به این که عدم ثبت اوراق بهادار مانع از اجرای تکالیف قانونی برای ناشر اوراق بهادار نخواهد بود، نشان می‌دهد اوراق بهاداری که با وجود الزام قانونی نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ثبت نشده

۱. براساس بند ۲۷ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، عرضه خصوصی به معنای فروش مستقیم اوراق بهادار توسط ناشر به سرمایه‌گذاران نهادی است. توضیح این که برای درک مصادیق سرمایه‌گذاران نهادی لازم است به مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص تعریف سرمایه‌گذاران نهادی (مصوب ۸۶/۶/۲۸) مراجعه نمود که سرمایه‌گذاران نهادی را به ۶ دسته تقسیم می‌نماید: الف) بانک‌ها و بیمه‌ها؛ ب) هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار؛ ج) هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند؛ د) سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی؛ ه) شرکت‌های دولتی؛ و) اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

۲. تعریف عرضه محدود در مصوبه دیگر هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار تحت عنوان «ضوابط نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر فرآیند تأسیس و افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام» (مصوب ۸۶/۰۴/۲۷) چنین عنوان شده است: «عرضه سهام جدید به سهامداران فعلی ناشی از افزایش سرمایه شرکت‌های سهامی عام و با رعایت ماده ۱۵۸ لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت، بدون سلب حق تقدم».

است، ماهیت خود را از دست نداده و همچون اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان معتبر است. در اینجا ضروری است به پرسشی که قبلاً مطرح شده بود پاسخ داده شود که آیا عرضه محدود اوراق بهادار نیز معاف از ثبت نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است یا بر اساس حکم کلی مندرج در ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار نیاز به ثبت دارد؟

با عنایت به تعریف عرضه محدود در مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، می توان قائل بر این نظر شد که با توجه به حکم عام مندرج در بند الف ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه مبنی بر ضرورت ثبت تمامی اوراق بهادار منتشره نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و عدم شمول ماده ۲۷ قانون بازار اوراق بهادار به عرضه های محدود، این حکم عام، عرضه های محدود را نیز در بر گرفته و الزام به ثبت آنها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار وجود دارد. چرا که ثبت اوراق بهادار نزد سازمان بورس و اوراق بهادار یک حکم کلی بوده و موارد معافیت از ثبت که یک حکم استثنایی است، باید به صورت مضیق تفسیر شده و به قدر متیقن آنها اکتفا شود.

بندب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه که به عنوان مکمل حکم مندرج در بند الف وضع شده است، تمامی معاملات اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار را صرفاً از طریق بورس اوراق بهادار یا بازار خارج از بورس مجاز دانسته و هرگونه معاملات این اوراق در خارج از این دو بازار را فاقد اعتبار می داند. لذا برای درک بهتر مفهوم این ماده و پاسخ به پرسش هایی که قبلاً طرح شده بود، نکات ذیل قابل توجه است:

۱. همان طور که پیش تر اشاره شد، یکی از ایرادات ماده ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار، عبارت از این بود که صرفاً معاملات اوراق بهادار در بازار اولیه را منوط به ثبت آنها نزد سازمان بورس و اوراق بهادار کرده و اشاره ای به معاملات این اوراق در بازار ثانویه نکرده بود. سکوت قانون گذار منجر به ایجاد تفاسیر متفاوتی از این ماده در سال های پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار شد؛ به طوری که عده زیادی از کارشناسان و به ویژه دست اندرکاران شرکت بورس اوراق بهادار^۱ به دلیل حفظ شفافیت بازار و سیطره نهاد ناظر بازار سرمایه بر معاملات اوراق بهادار، سکوت قانون گذار را حمل بر بدیهی بودن امر کرده و کلیه معاملات اوراق بهادار

۱. در این زمینه گفت و گوی مورخ ۱۳۸۵/۰۶/۱۹ رییس وقت سازمان بورس و اوراق بهادار با خبرنگار بورس ایسنا قابل تأمل می باشد:

ثبت شده نزد سازمان که در شرکت بورس اوراق بهادار پذیرش شده‌اند را در خارج از چارچوب معاملاتی شرکت بورس بی اعتبار و بلااثر می دانستند.

اما در مقابل این دیدگاه نیز برخی صاحب نظران به استثنایی بودن این ماده و لزوم تفسیر مضیق حکم مندرج در آن استناد می کردند و غیر از معاملات اوراق بهادار در بازار اولیه، سایر معاملات اوراق بهادار را به هر طریقی اعم از این که در چارچوب شرکت بورس اوراق بهادار منعقد گردد یا خارج از سیستم معاملاتی بورس، معتبر و نافذ قلمداد می کردند؛ زیرا اصول حقوقی و قوانین حاکم بر اوراق بهادار همچون قانون تجارت و لایحه اصلاحی آن (مصوب ۱۳۴۷) تشریفات و محدودیتی برای شکل معاملات اوراق بهادار قائل نشده‌اند.

همچنین عدم آگاهی سرمایه گذاران و بازیگران بازار سرمایه از مفهوم بازار خارج از بورس که با تصویب قانون بازار اوراق بهادار وارد ادبیات حقوقی و اقتصادی ایران شده بود نیز مزید بر علت شده و بر ابهام حاکم بر قانون بازار اوراق بهادار افزوده بود. خوشبختانه با تصویب بند ب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم و تصریح به لزوم معامله کلیه اوراق بهادار از طریق بورس یا بازار خارج از بورس، جای تردید باقی نمانده است که معاملات اولیه و ثانویه کلیه اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار باید از طریق این دو بازار انجام گیرد.

۲. اکنون با مشخص شدن نحوه انجام معاملات اوراق بهادار، پرسش دیگری که به وجود می آید ناظر به مفهوم بازار خارج از بورس است. دیدگاه متداول در این زمینه عبارت است از این که بازار خارج از بورس، همان شرکت فرا بورس ایران بوده^۱ که به موجب مصوبه شورای عالی بورس و مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، در تاریخ ۶ مهرماه ۱۳۸۸ به طور رسمی فعالیت خود را آغاز کرد؛^۲ اما ساختار متشکل و سازمان یافته شرکت فرا بورس ایران که کاملاً شبیه شرکت بورس اوراق بهادار است، نشان می دهد، علی رغم این که مجوز تأسیس شرکت فرا بورس به عنوان متولی بازار خارج از بورس صادر شده است، ماهیت و عملکرد آن هیچ شباهتی به مفهوم بازار خارج از بورس در سایر نظام های حقوقی دنیا ندارد.

بدین ترتیب دیدگاه دیگری نیز در مقابل دیدگاه نخست وجود دارد که ذات و ماهیت

۱. ابراهیمی، مریم، تبیین رژیم حقوقی حاکم بر معاملات سهام در بازار بورس، رساله برای دریافت درجه دکتری در رشته حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران، شهریور ۱۳۹۲، ص ۸۲.
 ۲. http://www.ifb.ir/cms.aspx?tabId= ; Last seen: / / .

شرکت فرا بورس ایران را به عنوان بازاری متشکل و شبیه شرکت بورس اوراق بهادار تلقی کرده و آن را متفاوت از بازار خارج از بورس فرض می کند.^۱

بنابراین چنانچه شرکت فرا بورس ایران را همان بازار خارج از بورس تلقی کنیم، این نتیجه را به دنبال دارد که گویی ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، معاملات اوراق بهادار را در دو بازار متشکل (شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت فرا بورس ایران) مجاز دانسته و عملاً بازار سرمایه غیرمتشکل را نادیده انگاشته است؛ اما چنانچه ماهیت و کارکرد شرکت فرا بورس ایران را آن طور که هست در نظر بگیریم، به این جمع بندی خواهیم رسید که بازار خارج از بورس در معنای واقعی خود (مترادف با بازار سرمایه غیرمتشکل) هنوز در بازار سرمایه ایران تشکیل نشده و این خلأ در نظام حقوقی و اقتصادی ایران احساس می شود.

۲-۳- کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۲

در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا، کمیسیون بورس و اوراق بهادار به عنوان عالی ترین مقام ناظر بازار سرمایه این کشور شناخته می شود اما برخلاف آنچه در نظام حقوقی ایران شاهد هستیم، قوانین اخیر التصویب آمریکا از دخالت این کمیسیون در موارد اجرایی و عملیاتی کاسته و نظارت آن را در سطح نظارت عالی قرار داده است.

در این مفهوم نظارت عالی بدین معناست که تشکل های خود انتظام همچون شرکت بورس اوراق بهادار با توجه به چارچوب قانونی که برای آنها تعریف شده است، اختیار نظارت بر نهادهای زیرمجموعه خود از جمله شرکت های کارگزاری، شرکت های تأمین سرمایه، بازارگرد آنها، معامله گران و... را عهده دار بوده و کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیز به جای نظارت مستقیم بر نهادهای مزبور، با ارزیابی عملکرد شرکت بورس اوراق بهادار و نظارت مستقیم بر این تشکل خود انتظام، عملکرد نهادهای مالی و بازیگران بازار سرمایه را به صورت غیرمستقیم تحت نظر دارد.^۳

از سیاق عبارات و دیدگاه های نویسندگان حقوقی و اقتصادی این کشور مشخص می شود

۱. سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، پیشین، ص ۱۶۳.

۲. Securities and Exchange Commission (SEC).

۳. حامدی، میثم، فرهانیان، سیدمحمدجواد، تنظیم و نظارت در بازارهای مالی، چاپ نخست، نشر نوای مدرسه، تهران، ۱۳۹۴، ص ۹۴.



که بازار سرمایه متشکل از طریق شرکت بورس اوراق بهادار اعمال شده و تحت نظارت مستقیم کمیسیون بورس و اوراق بهادار قرار دارد. از سوی دیگر بازارهای خارج از بورس نیز به عنوان بازار غیرمتشکل اوراق بهادار، زیر نظر تشکلهای خود انتظام تشکیل شده و معاملات ثانویه اوراق بهادار را با شرایط پذیرش ساده تر و تحت نظارت غیرمستقیم کمیسیون بورس و اوراق بهادار تسهیل می کنند.

نتیجه گیری

با وجود این که مفهوم بازار غیرمتشکل در بازار پول به معنای بازاری غیررسمی و غیرمجاز برای فعالیت های بانکی تلقی می شود، اما در حوزه بازار سرمایه، بازار غیرمتشکل عیناً مطابق مفهوم بازار خارج از بورس و به شکل مجاز و قانونی است. در نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا، علی رغم عدم نظارت مستقیم کمیسیون بورس و اوراق بهادار بر بازارهای خارج از بورس (در اغلب موارد)، تشکلهای خود انتظامی همچون فینرا و گروه بازارهای خارج از بورس بر عملکرد این بازارها نظارت کرده و کمیسیون بورس و اوراق بهادار به جای نظارت مستقیم بر عملکرد آنها، ابزارهای کنترلی خود را از طریق تشکل خود انتظام اعمال می کند. این سازوکار باعث آزادی عمل بیشتر شرکت های فعال در بازار خارج از بورس شده و قیود لازم الرعایه برای بورس ها را به بازار خارج از بورس تسری نمی دهد.

لذا این امر که ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، بازار خارج از بورس را به عنوان بازار متشکل معرفی کرده و به دلیل وضعیت خاص بازار سرمایه ایران است که شرکت فرا بورس ایران در لوای بازار خارج از بورس ولی با ساختاری مشابه شرکت بورس اوراق بهادار به وجود آمده و به عنوان بازار متشکل زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت می کند؛ درحالی که ضروری است قانون گذار، با تصریح به متشکل بودن ماهیت و کارکرد شرکت فرا بورس ایران، معاملات اوراق بهادار در بازار خارج از بورس (بازار سرمایه غیرمتشکل) را نیز تسهیل کند که در آن، معاملات اوراق بهادار به صورت آزادانه تر از شرکت بورس اوراق بهادار انجام گرفته و نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار به مراتب جنبه ساده تری دارد.

منابع

فارسی:

- ابراهیمی، مریم، تبیین رژیم حقوقی حاکم بر معاملات سهام در بازار بورس، رساله برای دریافت درجه دکتری در رشته حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه تهران (۱۳۹۲)
- انصاری ع؛ عیسائی تفرشی م؛ حسینی م. «تحلیل حقوقی - اقتصادی نهادهای خود انتظام و نقش مراجع غیردولتی ناظر بر این نهادها در بازار سرمایه ایران و آمریکا»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۲۰، ۱۳۹۱
- حامدی، میثم، فرهانیان، سیدمحمدجواد، تنظیم و نظارت در بازارهای مالی، چاپ نخست، (تهران: نشر نوای مدرسه، ۱۳۹۴)
- حسینی مقدم، سید روح الله، بازارگردانی در بورس اوراق بهادار، (تهران: نشر جاودانه، ۱۳۸۷)
- سامتی، مرتضی، رنجبر، همایون، همت زاده، منیره، «بررسی مقایسه ای تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی تحت اطلاعات نامتقارن (مورد مطالعه کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه)»، فصلنامه پژوهش های رشد و توسعه اقتصادی، سال سوم، شماره نهم، ۱۳۹۱
- 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، شماره ۲۰، ۱۳۹۱
- سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، چاپ اول، (تهران: نشر سمت، ۱۳۹۵)
- موسوی، سید محسن؛ احمدی، موسی، بازارها، نهادها و ابزارهای مالی، چاپ نخست، (تهران: نشر بورس، ۱۳۹۵)
- واعظ برزانی، محمد، ایزدخواستی، حجت، «تحلیل نقش نرخ بهره پولی در بحرآن های اقتصادی نظام سرمایه داری: رویکرد اسلامی»، فصلنامه اقتصاد اسلامی، سال یازدهم، شماره ۴۴، ۱۳۹۰

English resources:

- Bo ena Chovancov, Tomv Gregor, *Over-The-Counter Markets and Their Role in The Financial System*, ۲۰۰۳.
- Frank J. Fabozzi, Christopher K. Ma, The Over-The-Counter Market and New York Stock Exchange Trading Halts , *Financial Review*- Vol. ۲۳, No. ۴, ۱۹۹۸.
- George J. Benston, Robert L. Hagerman, Determinants of Bid-Asked Spreads in the Over The Counter Market , *Journal of Financial Economics*, ۱۹۷۴.
- Ji-Chai Lin, John S. Howe, rsider Trading in the OTC Market , *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. XLV, NO.۴, ۱۹۹۰.
- Madura,Jeff, *Financial Institutions and Markets*, ۹th Edition, Florida Atlantic University, ۲۰۱۰.



- Michael J. Simon, Robert L.D. Colby, The National Market System for Over the Counter Stocks , ۵۵ *Geo. Wash. L. Rev.* ۱۷, vol.۵۵m No.۱, ۱۹۸۶-۱۹۸۷.

- Parson, Jens O., *Dying of Money: Lessons of the Great German & American Inflation*, ۱۹۷۴.

- Seha M. Tinia, Richard R. West, Competition and The Pricing of Dealer Service in the Over-The-Counter Stock Market , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۱۹۷۲.

Websites:

- www.ifb.ir
- www.investopedia.com
- www.isna.ir
- www.otcm Markets.com





پروپوزیشن گاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی
پرتال جامع علوم انسانی