

مطالعه تطبیقی و تحلیل عناصر، آثار و ابعاد مالی - حقوقی پذیرش همزمان اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار (با تمرکز بر حقوق ایران و آمریکا)*

سعید محمدی اقدم^۱*

دانشجوی دکتری مهندسی مالی دانشگاه علامه
طباطبائی (ره)

ابراهیم دیانتی نسب^۲

دانش‌آموخته دکتری حقوق خصوصی دانشگاه
تهران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۰/۳۰

(با حمایت فرا بورس ایران)

چکیده

با توسعه ساختار و زیرساخت‌های نهادی-بازاری بازار سرمایه در سطوح داخل و بین‌الملل، رقابت به‌عنوان موضوع قابل مطالعه در مقام نظریه و عمل مطرح گردید که از آن جمله می‌توان به رقابت در پذیرش اشاره نمود. در پذیرش همزمان به‌عنوان یکی از شقوق پذیرش، ناشران، اوراق بهادار خود را به‌طور هم‌زمان در چند بورس داخل یا خارج درج و پذیرش می‌نمایند. این پژوهش در جایگاه موضوع شناسی، ابتدا جوانب مالی پدیده را بررسی و در ادامه نیز مقررات و اسناد

*- مقاله پژوهشی

۱- نویسنده مسئول: Saeed.aghdam@yahoo.com

2- Dianatinasab@ifb.ir

DOI: 10.22067/lowecon.2021.39476

پژوهشی را با استفاده از روش تحلیلی-تفسیری بر اساس مطابقت با ماهیت و عناصر حقوقی و مقرراتی در آمریکا و ایران از بعدهنجاری پوشش داده است که به عنوان وجه نوآوری پژوهش شناخته می‌شود. پذیرش همزمان عامل بروز چالش‌هایی مانند تعدد استانداردها و مقررات شامل الزامات افشاء و حاکمیت شرکتی، اعمال اقدامات نظارتی دو بورس، اقدامات مربوط به تعلیق یا لغو پذیرش و معامله، حل و فصل اختلافات بین بورس‌ها یا سرمایه‌گذاران، ایجاد ارتباطات بین ارکان بازار سرمایه کشور مبدأ و مقصد و موارد مشابه دیگر است که در خصوص حل و فصل آن‌ها رویکردهای مختلف از جمله لحاظ معافیت شرایط خاص، سازگاری جایگزین، شناخت یکجانبه یا دوجانبه، امضاء تفاهم‌نامه یا فعالیت ذیل دستورالعمل‌ها و استانداردهای بین‌المللی اتخاذ شده است.

کلیدواژه‌ها: پذیرش همزمان فرامرزی (پذیرش متقابل) اوراق بهادار؛ بورس‌های اوراق

بهادار؛ بازار سرمایه؛ حقوق تطبیقی؛ حقوق آمریکا؛ حقوق ایران

طبقه‌بندی JEL: G15, G18, G1, G2, F3, F65

مقدمه

بازارهای مالی از جمله بازارهایی به شمار می‌روند که در مقایسه با بازارهای دیگر با سرعت و شدت قابل ملاحظه در حال تغییر و تحول هستند؛ در نتیجه اتخاذ سیاست و راهبرد مناسب از جانب ارکان و فعالان بازار مستلزم شناخت دقیق است. از طرف دیگر، شناخت محدوده و سازوکار فعالیت بازارهای مالی به واسطه بروز عوامل مختلف نیازمند لحاظ ابعاد و آثار مختلف مالی، اقتصادی و حقوقی به‌طور همزمان است که با افزایش تعاملات در سطح بین‌الملل اهمیت آن‌ها دوچندان خواهد شد. پیچیدگی این طبقه از بازارها تا حدی است که ارکان و عناصر مختلف از جمله بورس‌ها - به عنوان مجری، رگولاتور یا ناظر بازار سرمایه - را در ابعاد و سطوح گسترده با پدیده‌های مختلف درگیر ساخته که ممکن است در برخی زمینه‌ها به رقابت منتهی و در نهایت مدل کسب و کار و بالطبع درآمد آن‌ها تحت الشعاع قرار گیرد.

بورس‌ها با وجود تنوع ماهیت حقوقی، بسته به نظامات هر کشور خدمات متفاوتی به بازار سرمایه ارائه می‌دهند که متناسب با نقش آن‌ها به عنوان مجری، رگولاتور یا نهاد ناظر تعریف شده

است. از طرف دیگر به جهت اینکه استقلال در تنظیم یا اعمال سیاست بورس‌ها حفظ شود، درآمد آن‌ها نه از جانب دولت بلکه از بازار تأمین می‌شود؛ در نتیجه باید دقت داشت حیطه فعالیت بورس‌ها از هرگونه تضاد منافع بین درآمد خود و منافع عامه فعالان بازار سرمایه مبرا باشد.

کانال درآمد بورس‌ها از محل جذب شرکت‌ها یا دریافت حق پذیرش اولیه و مستمر، فروش داده بازار، ارائه خدمات مختلف مالی و موارد دیگر است که در بین آن‌ها پذیرش به عنوان یکی از مهم‌ترین کانال درآمدی است که می‌تواند شامل پذیرش شرکت‌ها در سطح داخل یا بین‌الملل باشد که تحت عنوان پذیرش متقابل^۱ یا همزمان شناخته می‌شوند. به علاوه، زمانی که گستره یک فعالیت فراتر از یک حوزه صلاحیت حقوقی^۲ است، احتمال بروز مسائل و مشکلات در سطوح متفاوت افزایش می‌یابد و این نیازمند تشخیص و تحلیل موضوع و در نهایت تعریف جامع مسئله و جوانب مختلف آن است. در نتیجه، درج و پذیرش شرکت‌ها به واسطه ماهیت موضوع، واجد آثار و ابعاد مختلف مالی و حقوقی است که باید متناسب با نظام حقوقی کشور مبدأ یا هدف به‌طور همزمان در مقام تئوری و عمل مورد تحلیل قرار گیرد تا به بهترین نحو اجرا شود. (IOSCO, 2006)

تاکنون، پذیرش همزمان در ایران اجرا نشده است و با توجه به افزایش پیوند بین بازارها، بازار سرمایه ایران نیز در آینده با این پدیده مواجه خواهد شد در نتیجه ضروری است شناخت خود را نسبت به ابعاد مختلف آن افزایش دهد. در این راستا، بازار سرمایه آمریکا انتخاب شد که پدیده مذکور در آن اجرا و جوانب گوناگون آن مورد تحلیل قرار گرفته تا امکان ارائه پیشنهادهای سیاستی با لحاظ تفاوت‌ها در ساختار و نظامات حقوقی و مالی فراهم گردد.

پذیرش همزمان در بازار سرمایه آمریکا، ذیل مقرره‌ای تحت عنوان نظام بازار ملی^۳ و ذیل رقابت بین بازارها^۴ تعریف می‌شود که شامل رقابت در جذب پذیرش و عرضه اوراق بهادار شرکت‌هاست که عامل افزایش کارایی و ارائه خدمات معاملاتی نوآورانه است؛ نوع دوم رقابت

1- Cross-listing

2- Jurisdiction

3- National Market System

4- Competition Among Markets

نیز تحت عنوان رقابت بین سفارشات^۱ یا رقابت در معاملات ثانویه شناخته می‌شود که عامل بهبود فرآیند کشف قیمت بهینه در تمام سفارش‌ها (حجم خرد یا عمده) و کارکردهای دیگر است. (Foucault & Menkveld, 2008) پژوهش حاضر به دنبال بررسی ابعاد مختلف مالی - حقوقی پدیده پذیرش همزمان براساس مطالعات تطبیقی با بازار سرمایه آمریکاست تا در نهایت با تحلیل جوانب مختلف مالی و روابط و آثار حقوقی پدیده مذکور سیاست‌گذاران، رگولاتور، ناظران و ارکان بازار سرمایه را در اجرای بهتر این مدل براساس تجارب بین‌الملل راهنمایی و تا حد امکان آثار و تبعات منفی ناشی از اجرای نادرست را کاهش داد؛ چراکه عدم توجه به جوانب مختلف به‌طور همزمان، عامل افزایش احتمال بروز خسارات و تحمیل جرائم، کاهش جذابیت سازوکار مذکور، اعتبار و اعتماد عمومی خواهد شد.

در خصوص پیشینه تحقیق باید گفت تاکنون موضوع منتخب در نظام حقوقی ایران مورد بررسی قرار نگرفته است؛ در نتیجه در پژوهش حاضر تلاش شده است با مطالعه قوانین و مقررات و گردآوری اسناد پژوهشی بازار سرمایه آمریکا و ایران و نظام حقوقی مربوطه بر اساس روش تحلیلی-تفسیری و مطابقت قوانین بر اساس حقوق تطبیقی، به چالش‌های حقوقی اشاره شود. ساختار مقاله نیز بدین منوال است که ابتدا در مقام موضوع شناسی و، پذیرش همزمان از بعد مالی - اقتصادی بررسی گردیده و در ادامه نیز با مطالعه ساختار بازار سرمایه آمریکا و رویه منتخب در به کارگیری قابلیت مذکور و چالش‌های مربوطه به قانون و مقررات در حقوق آمریکا اشاره شده است. در نهایت نیز تلاش شد پدیده مذکور در اسناد و قوانین ایران مورد مطالعه و تحلیل قرار گرفته و پیشنهادهای مربوطه ارائه شود.

بررسی ابعاد مالی پذیرش همزمان (متقابل)^۲ اوراق بهادار در سطح داخلی و بین‌الملل^۳

بخش اول شامل بررسی مفاهیم اولیه، رویکردها در اتخاذ نظام مطلوب پذیرش اوراق بهادار،

1- Competition among orders

2- Cross-listing

۳- ترجمه منتخب نسخه انگلیسی مقررات بازار سرمایه، پذیرش مضاعف است اما در اساسنامه شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت فرابورس ایران به عنوان پذیرش همزمان معرفی شده است.

سازوکار به کارگیری مدل، ابعاد و آثار مالی، موازنه منفعت - هزینه، سازوکارهای ایجاد همگرایی مقرراتی و مسائل دیگر است. بخش دوم نیز شامل مطالعه جوانب مالی - حقوقی پدیده مذکور در نظام حقوقی ایران و آمریکا است.

مفاهیم اولیه پذیرش همزمان اوراق بهادار

در ابتدا لازم است جهت تبیین موضوع به زنجیره تأمین سرمایه به واسطه بازار اوراق بهادار اشاره کرد تا جایگاه پذیرش شرکت‌ها در زنجیره مشخص و مقام بحث و افتراق آن با مراحل دیگر در نظر گرفته شود. زنجیره تأمین سرمایه در بازار اوراق بهادار به صورت کلی شامل درج نماد شرکت‌ها، پذیرش، عرضه اولیه و معاملات ثانویه آن‌هاست که هر یک الزامات و مقررات مربوط به خود را دارد و پژوهش حاضر تنها در مقام تحلیل مرحله پذیرش است.

پذیرش هم‌زمان به این معناست که اوراق بهادار یک شرکت، در بیش از یک بورس اوراق بهادار داخلی یا خارجی پذیرش شود که تحت عنوان پذیرش همزمان داخلی یا فرامرزی^۱ شناخته می‌شوند. (Wanjiru, 2013) از طرف دیگر، نزدک - ذیل بخش مقررات پذیرش^۲ (۵۰۰۵ (۱۱)) - پذیرش هم‌زمان را شامل فرآیندی می‌داند که به موجب آن یک اوراق بهادار علاوه بر بازار جهانی نزدک^۳ یا بازار گزینشی جهانی نزدک^۴ در بورس اوراق بهادار نیویورک نیز پذیرش شود. در خصوص تبیین نسبت بین دو تعریف مذکور این نکته قابل ذکر است که تعریف نزدک در ابتدا به پذیرش هم‌زمان در حیطه صلاحیت قضایی آمریکا اشاره دارد اما از جهت اینکه پذیرش در بورس نیویورک مشروط به پذیرش در بازار جهانی نزدک است تلویحاً به چندین حیطه صلاحیت قضایی نیز اشاره دارد.

شناخت این پدیده مستلزم توجه به موضوعات مرتبط از جمله پذیرش مضاعف^۵ و پذیرش ثانویه^۶ است که هر یک مشخصات خود را دارند که متأسفانه در برخی مطالعات مفاهیم فوق

1- Cross-Border Listing

2- NASDAQ listing rules

3- The Nasdaq global market

4- The Nasdaq global select market

5- Dual listing

6- Secondary listing

مترادف در نظر گرفته شدند؛ در حالی که لازم است بین آن‌ها تفکیک قائل شد. در پذیرش مضاعف، دو شرکت به استناد قرارداد تساوی حقوقی^۱ در قالب کسب و کار واحد فعالیت می‌کنند؛ در حالی که هویت حقوقی و پذیرش اوراق بهادار خود در بورس‌های مختلف را به طور مستقل حفظ می‌کنند؛ اما در پذیرش همزمان درون‌مرزی یا فرامرزی، شرکت ناشر اوراق خود را در بیش از یک بورس داخلی یا خارجی پذیرش می‌کند (Liu & Seasholes, 2011) مفهوم دیگر توسط نهاد خدمات مالی^۲ انگلستان تحت عنوان پذیرش ثانویه مطرح شده است که تعریف آن مشابه پذیرش همزمان است (Thomsonreuters, 2019) با این تفاوت که در پذیرش ثانویه الزامات دو بورس مبدأ و مقصد مشابه یکدیگر هستند. (Moneyland, 2019) در ادامه جوانب هنجاری یا حقوقی در ادامه توضیح داده خواهد شد.

رویکردهای قابل اتخاذ در نظام پذیرش بورس‌های اوراق بهادار

در مقام نظریه سه رویکرد اصلی در خصوص پذیرش اوراق بهادار مطرح است:

۱. رویکرد اول تحت عنوان "انتخاب ناشر"^۳ یا انتخاب "بستر معامله توسط ناشر"^۴ شناخته می‌شود.^۵ مطابق این رویکرد، هر کشور دارای نظام حقوقی و مقرراتی خود است و ناشران متناسب با خواسته یا نیاز خود بورس هدف را جهت پذیرش شرکت انتخاب می‌کنند؛ به عنوان مثال، مطابق این رویکرد یک شرکت استرالیایی مختار است در صورت سازگاری و انطباق با مقررات اوراق بهادار کشور استرالیا، آمریکا یا هر کشور ثالث، در بورس مربوطه پذیرش بگیرد و نیازی به تطابق یا دریافت مجوز از جانب بورس مبدأ یا مقصد مبنی بر همخوانی یا سازگاری قوانین و مقررات وجود ندارد. (Brummer, 2008)
۲. دومین رویکرد انتخاب مقررات توسط بورس‌هاست؛^۶ بدین معنا که امکان انتخاب بستر

1- Legal equalization agreement

2- Financial services authority

3- Issuer Choice

4- Portable Reciprocity

۵- در این رویکرد امکان انتقال سفارشات بین بورس‌ها وجود دارد.

6- Exchange-Based Choice

پذیرش و معاملات توسط ناشران سلب و بورس ها یا نهاد رگولاتور تعیین می کند که شرکت متقاضی در کدام بورس پذیرش و اوراق بهادار آن قابل معامله خواهد بود و شرکت ها نیز ملزم به تبعیت هستند. در این حالت، بورس ها یا نهادهای رگولاتور برای جذب تعداد بیشتر شرکت و کسب درآمد با یکدیگر وارد رقابت خواهند شد. (Ibid)

۳. در نهایت رویکرد سوم تحت عنوان پذیرش به شرط سازگاری با الزامات جایگزین^۱ شناخته می شود. مطابق این رویکرد، رگولاتور کشور مقصد، سازگاری نظام حقوقی - مقرراتی کشور مبدأ - به عنوان شرایط جایگزین - را با ماهیت الزامات مندرج در قوانین خود بررسی می کند و در صورت سازگاری با پذیرش شرکت مذکور موافقت خواهد شد. رویکرد فوق در کشورهای مختلف از جمله استرالیا، کانادا و اتحادیه اروپا استفاده شده است. به عنوان نمونه، در کشور آمریکا، شرکت های پذیرش شده در بورس های اوراق بهادار خارجی به شرطی مجاز به فعالیت در آمریکا هستند که مقررات داخلی بورس مبدأ - با تائید کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا - با مقررات اوراق بهادار فدرال آمریکا سازگار باشد. در نتیجه، بورس آمریکایی مجاز است خدمات مختلف به سرمایه گذاران خارجی ارائه دهد، بدون اینکه نیاز باشد تا با مقررات آمریکا سازگار شود. این موضوع جهت تسهیل پذیرش شرکت ها در بورس های فعال آمریکاست. (Ibid)

سازوکار و رویکرد استفاده از مدل های پذیرش همزمان اوراق بهادار در سطوح داخلی و بین الملل پذیرش همزمان فرامرزی به دو صورت قابل استفاده است: درج و پذیرش مستقیم سهم در بورس اوراق بهادار هدف یا بهره مندی از طرح هایی تحت عنوان رسید سپرده گذاری (Roosenboom & Van Dijk, 2009) رسید سپرده گذاری از سوی یک نهاد سپرده گذاری مانند بانک منتشر می شود که ادعایی نسبت به اوراق بهادار خارجی تحت تملک در سر رسید است. به عنوان مثال، اوراق بهادار مورد معامله عمومی در آمریکا به نام رسید سپرده گذاری آمریکایی^۲ شناخته می شوند. (Serra, 1999)

1- Substituted Compliance

2- American Depository Receipts

- رویکرد کشورها در خصوص پذیرش همزمان در قالب ۳ رویکرد زیر قابل طرح است:
۱. در رویکرد اول (آمریکا) الزامات داخلی در خصوص واسطه معاملاتی خارجی^۱ اعمال نمی‌شود؛ به‌طور خاص معاملات سرمایه‌گذاران خبره^۲
 ۲. رویکرد دوم شناخت و رسمیت یک سویه یا متقابل است. در حالت شناخت یک سویه (استرالیا)، در صورتی که الزامات مهم مدنظر کشور مقصد - به‌طور خاص موارد شامل مصونیت سرمایه‌گذاران - پوشش داده شود؛ کشور مذکور الزامات خود در خصوص واسطه یا ناشر خارجی را اعمال نمی‌کند مانند استرالیا اما مطابق حالت رسمیت متقابل (اتحادیه اروپا)، هر کشور رژیم مقرراتی طرف مقابل را به رسمیت می‌شناسد.
 ۳. رویکرد سوم تحت عنوان اعمال معافیت^۳ است (ژاپن و هنگ‌کنگ)؛ در صورتی که سرمایه‌گذار داخلی معاملات خود را از طریق آن دسته از واسطه‌های خارجی که فعالیت آن‌ها حائز اهمیت و مؤثر است، انجام دهد نسبت به برخی از الزامات داخل معاف هستند. البته ممکن است حسب شرایط نسبت به هر یک از ابزارها، رویکردهای مختلف استفاده شود. (Erkan, 2005)

در مقام عمل، تاکنون تفاهم‌نامه‌های مختلف بین بورس‌ها در خصوص پذیرش همزمان تنظیم شده است که شامل توافق همکاری مشترک بین بورس استکهلم و کوپنهاگ، بورس مصر با بورس بحرین، نزدک و بورس اوراق بهادار سنگاپور، کویت و اردن ۱۹۹۹، بحرین و مصر ۱۹۹۷، کویت و مصر ۱۹۹۶، بحرین و عمان ۱۹۹۵، بورس اوراق بهادار سنگاپور و استرالیا، کوالالامپور و کره، هنگ‌کنگ و سنگاپور، سنگاپور و بورس دتچ^۴، بورس سوئیس و پاریس، بورس لیسبون و سائوپائولو و ... است.

موازنه منفعت - هزینه پذیرش همزمان اوراق بهادار

پذیرش همزمان نیز مشابه هر پدیده دیگری منافع و هزینه مختص به خود را دارد که در ادامه

- 1- Foreign trading facility
- 2- Informed investors
- 3- Solicitation
- 4- Deutsche Börse

آمده است.

❖ منافع سطح خرد

✓ منافع اقتصادی: شامل صرف قیمت^۱، امکان جذب بیشتر سرمایه (Miao, 20b12) افزایش رقابت در مظنه و قیمت عرضه و تقاضا، افزایش مدت زمان معامله روزانه سهم (در صورتی پذیرش در دو منطقه متفاوت مثل غرب و شرق) (Ackerly, Pan & Eric, 2002)

- ابزاری راهبردی جهت کاهش هزینه سرمایه مطابق نظریه بخش بندی بازار^۲؛ به عنوان مثال اشخاصی که جهت سرمایه گذاری در سطح بین الملل محدودیت دارند و نمی توانند کارایی سبد سرمایه گذاری خود را مطابق استانداردهای جهانی افزایش دهند، می توانند از این قابلیت استفاده نمایند.^۳ (Mu, 2014)
- سازوکاری مؤثر جهت تسهیل جریان تأمین سرمایه در سطح فرامرزی و ایجاد بازاری با نقدشوندگی بالاتر براساس نظریه نقدشوندگی^۴

✓ منافع فنی و عملیاتی مانند دسترسی به مقررات باکیفیت بالا با صرف حداقل هزینه سرمایه، افزایش احتمال جلب نظر سرمایه گذاران و بهبود شهرت شرکت^۵، بهبود محیط اطلاعاتی شرکت ها به واسطه افزایش شمار تحلیل گران شرکت و افزایش صحت پیش بینی عناصر مالی (Lang, Lins & Miller, 2003) و افزایش گستره پوشش تحلیل شرکت توسط نخبگان و تحلیل گران

✓ منافع حاکمیتی:

۱- صرف قیمت معادل تفاوت قیمت معامله از قیمت اسمی است.

۲- نظریه بخش بندی بازار به عنوان یکی از رویکردها در حوزه استراتژی شناخته می شود. مطابق این رویکرد مشتریان بالقوه به گروه ها یا بخش های کوچکتر با ویژگی های مشخص تقسیم می شوند و هر بخش نیز مشتریان خود را دارند و استراتژی های بازاریابی مختص به خود را اجرا می کنند.

3- The Market Segmentation Hypothesis

۴- نظریه نقدشوندگی به معنای قابلیت تبدیل هر دارایی به وجه نقد است و از طرف دیگر نقدینگی نیز قدرت جذب منابع مالی جهت پوشش اهداف مدنظر.

5- Awareness Hypothesis 1987

- تعریف یا اصلاح مناسبات حاکمیتی از جانب بورس‌ها پیش از درج و پذیرش؛ مانند افزایش تعداد اعضای هیئت‌مدیره مستقل.
- نظارت مستمر بورس‌ها و الزامات مرتبط با انطباق با مقررات و درنهایت بهبود شرایط بالقوه بهبود حاکمیت شرکتی به واسطه بهره‌مندی از سازوکار درج و پذیرش اوراق بهادار براساس نظریه توسعه گستره اوراق بهادار^۱ که مورد تأکید محققان است.^۲ (Mu, 2014)

❖ منافع سطح کلان شامل:

- ✓ پوشش و ارتقاء نظارت خارجی بر نحوه انجام وظیفه خودانتظامی بورس‌های داخل
 - ✓ امکان نظارت مستمر بر عملکرد بازار هدف
 - ✓ ایجاد تعادل در وضع و اجرای استانداردهای مقرراتی بورس‌های مختلف (Ackerly, Pan & Eric, 2002)
 - ✓ افزایش ارزش نهایی بازار اوراق بهادار
 - ✓ امکان تغییر بستر رقابت بین کشورها؛ در برخی کشورها که شرکت متقاضی به سختی می‌تواند با رقبای داخلی رقابت کند، با پذیرش در حیطه صلاحیت قضایی جدید با جذب حمایت بیشتر حیطه و زمینه رقابت خود را تغییر دهد. (Miao, 2012)
- پیش از این منافع پذیرش همزمان ارائه شد اما مسئله دیگر بررسی سرریز یا انتقال آثار مثبت یا منفی از بازار مقصد به بازار مبدأ به عنوان یک موضوع چالش‌برانگیز است. در حالت کلی، می‌توان ادعا کرد ایجاد درگاه معاملاتی جدید در خارج می‌تواند به واسطه رقابت بین بازارگردانان داخل و خارج یا افزایش اطلاعات بر حجم معاملات داخلی اثرگذار باشد (Halling, Pagano, 2007) که البته بستگی به بازار هدف دارد، به‌عنوان مثال پذیرش در بازاری کارا مشابه آمریکا ممکن است حجم معاملات بازار مبدأ را به شدت کاهش دهد و سرمایه‌گذاران به

۱- مطابق این نظریه شرکت‌های فعال در کشورهای با حاکمیت شرکتی ضعیف می‌توانند ساختار حقوقی خود را با پذیرش اوراق بهادار خود در دیگر کشورها در سطح بین‌الملل افزایش دهند تا بتوانند به بهترین شکل از حقوق سرمایه‌گذاران حفاظت نمایند.

دلایل متفاوت اوراق بهادار شرکت مذکور را در بازار سرمایه آمریکا معامله کنند؛ البته آثار مذکور همیشه به طور قاطع به نفع کشورهای توسعه یافته یا شرکت نیست. به عنوان مثال، برخی بر این باورند که پذیرش همزمان فرامرزی در آمریکا الزاماً به بهبود حاکمیت شرکتی منجر نشده است و در شرایطی به انحراف منابع حاصل از سرمایه گذاری خارجی به نفع مدیران منجر شده است؛ بدین صورت که اقدامات اجرایی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در خصوص شرکت های خارجی که از پذیرش همزمان فرامرزی استفاده کردند در مقایسه با شرکت های داخلی آمریکا به طور یکسان اعمال نشده و شرکت های خارجی به خاطر معافیت به ندرت مشمول اقدامات مذکور شدند. (Licht, 2003) همچنین، مقامات قانون گذار آمریکایی نسبت به موارد مختلف از جمله کسب منافع نامشروع دارایی^۱ در این شرکت ها واکنش بسیار ضعیفی نشان داده است.^۲ (Koh, 2012) نکته دیگر اینکه منافع پذیرش همزمان حتی در یک کشور نیز برای تمام شرکت ها یکسان نیست. به عنوان مثال (King and Segal (2004) در مطالعه ای نشان دادند که منافع ناشی از پذیرش همزمان فرامرزی تنها مختص شرکت هایی است که در بازار آمریکا از گردش کافی برخوردار باشند. همچنین با پذیرش همزمان، معامله اوراق بهادار شرکت های متعلق به کشورهای دارای اقتصاد نوظهور در مقایسه با کشورهای توسعه یافته افزایش داشته است. (Ibid.) در نتیجه، منافع یا معایب پذیرش همزمان لزوماً در تمام کشورها در یک سطح و به میزان مشابه نبوده است (De landsheere, 2011) و باید برخی موارد از جمله ایجاد ارتباط مؤثر با سرمایه گذاران کشور مقصد مدنظر قرار گیرد تا با افزایش شناخت شرکت حجم معاملات بهبود یابد، در غیر این صورت تحصیل منافع از جمله کسب بازده مازاد منتفی خواهد بود. نتایج فوق در آمار نیز قابل مشاهده است. به طوریکه به استناد مشاهدات تجربی، کسب بازده غیر عادی یا مازاد به واسطه پذیرش در نزدک یا بورس اوراق بهادار نیویورک به طور متوسط حدود ۱.۲۹ درصد است؛^۳ (Mu,

1- Asset Tunneling

۲- این راهبرد به عنوان یک اقدام کسب و کاری غیرقانونی است که در آن سهامداران عمده یا شرکت های ذی نفع دارایی های شرکت یا کسب و کار آتی را به نفع خود هدایت می کنند.

۳- مطابق آمار، تا پایان سال ۲۰۱۲ تعداد ۵۲۴ و ۲۹۰ شرکت در بورس اوراق بهادار نیویورک و نزدک مجوز پذیرش فرامرزی دریافت کردند.

(2014) در حالی که، این شاخص در لندن، اروپا و توکیو به طور متوسط ۱.۰۹ و ۵۸ و ۴۵ گزارش شده است. همچنین، شرکت‌های متعلق به کشورهای نوظهور در مقایسه با شرکت‌های دیگر به طور متوسط بازده بیشتری در حدود ۲.۳۲ درصد کسب کردند (KAROLYI, 2006) پذیرش همزمان مشابه هر ابزار یا سازوکار دیگر هزینه یا معایب خود را دارد که ممکن است به صورت مستقیم یا غیرمستقیم تحمیل شود:

۱. هزینه‌های مستقیم شامل اعمال الزامات مقرراتی و استانداردها در خصوص فعالیت بورس‌های اوراق بهادار خارجی، مقررات مربوط به دریافت مالیات از عایدی دارایی‌ها در سطح داخل یا بین‌الملل، تحمیل ممنوعیت نسبت به مالکیت سرمایه‌گذار خارجی، اعمال محدودیت پرداخت سرمایه یا سود تقسیمی، عدم وجود یا ضعف نهاد و ساختار واسط و در نهایت هزینه‌های معاملاتی بالا. (Ribstein, 2005)

۲. هزینه‌های غیرمستقیم شامل هزینه نظارت بر بازارهایی با ساعات معاملاتی غیرهمزمان که ممکن است عامل ایجاد اختلال اطلاعاتی باشد، تنوع استانداردهای افشاء در کشورهای مختلف، الزامات ضمنی مقرراتی از جمله سرینس اکسلی در آمریکا، پوشش و تحقق الزامات افشاء، عدم شهرت ناشر، (Fan, 2014) دادرسی و احتمال اقامه دعوی خصوصی^۱ و الزامات خاص بورس‌ها. (Cheng, Srinivasan, & Yu, 2014)

تا پیش از این به ابعاد مالی پذیرش همزمان اشاره شد که بالطبع می‌تواند منشأ بروز آثار حقوقی پیچیده باشد. مطابق مطالعات مختلف و بررسی نمونه‌ها در مقام عمل، چندین موضوع پیرامون تأسیس حقوقی حاضر حائز اهمیت است از جمله اتخاذ رویکردها و مکانیسم‌ها با وجود تنوع مقررات در سطوح مختلف، اعمال لغو یا تعلیق اوراق بهادار در سطح داخل یا بین‌الملل، دستورالعمل‌ها یا اصول حاکم بر تضاد بالقوه و بالفعل بین چندین حیطة صلاحیت قضایی، رویه حل اختلافات یا طرح دعاوی در مراجع ذیصلاح (Bookman, 2017)، فقدان یا کمبود استاندارد و اصول حاکم در سطح بین‌الملل، عدم لحاظ عناصر مختلف فرامرزی در مقررات داخلی، محدودیت نظارت و بازرسی در سطح بین‌الملل، دسترسی ناکافی به داده و اسناد، سطح ضعیف

اعتماد متقابل، الزامات و استانداردهای ارائه گزارش، سنجش رویه سازگاری جایگزین و استمرار آن، چهارچوب تعریف مشتریان بازار از جمله سرمایه گذاران مختلف در کشورها، محدودیت ارائه خدمات تجاری، رویکرد ناسازگار ساعات معاملات، عدم اجماع در خصوص قوانین مربوطه به پول شویی، تفاوت در استاندارد یا معافیت ارائه گواهی و مجوز فعالیت نهادهای بازار، تسهیل تبادل اطلاعات، تفاوت در استانداردهای حسابداری، رویه پایاپای، تسویه و پرداخت متفاوت، تفاهم نامه محرمانگی، کپی رایت، پتنت، علائم تجاری و... تنها بخشی از مسائل اساسی قابل طرح و بررسی پیرامون پذیرش همزمان است که باید از جانب سیاست گذاران مورد توجه قرار گیرند. رویکرد یا واکنش غالب به مسائل مذکور تحت عنوان هماهنگی و سازگاری مقرراتی اوراق بهادار شناخته می شود، که در ادامه بررسی می شود. (IOSCO, 2014)

هماهنگی و سازگاری مقرراتی در مقررات اوراق بهادار در راستای تسهیل پذیرش همزمان اوراق بهادار
در پاسخ به چالش های فوق، هماهنگی مقرراتی به عنوان معتبرترین راه حل عمومی مطرح شده است که شامل طیفی متفاوت از سطحی ترین تا نمونه کامل همکاری در اجرای مقررات بین رگولاتورها و دستورالعمل های جایگزین است. همچنین، این همکاری و هماهنگی می تواند با اعمال معافیت مختلف - به طور خاص در خصوص رژیم های حقوقی دارای مقررات و نظارت مشابه - تقویت شود. در این راستا، بسیاری از حیطه های صلاحیت قضائی - در مجموعه مقررات^۱ خود - دستورالعمل هایی را به عنوان شاکله اصلی مقررات اوراق بهادار در نظر گرفتند که در آمریکا شامل ممنوعیت معاملات نهانی و تخلفات اوراق بهادار و افشاء اجباری شرکت های سهامی عام است. (Beny, 2005)

رویه مذکور می تواند در مقام اجرا متفاوت باشد. در اکثر صلاحیت های قضایی حوزه یورو و برخی کشورها با هدف تقویت کیفیت بازارها و جذب سرمایه از خارج از طرق مختلف مانند تنظیم بخشنامه^۲ استفاده شده است؛ در حالی که آمریکا بر خلاف اتحادیه اروپا از سازوکار

1- Rule book

2- Directive

سازگاری جایگزین^۱ در قالب تنظیم توافقات دسترسی دوجانبه بهره مند شده است که در قالب توافقات تشخیص مشترک^۲ شناخته می‌شوند مانند توافق آمریکا با استرالیا در سال ۲۰۰۸ یا توافق مشترک در خصوص سیستم افشاء بین قلمرو کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا با کانادا^۳ که به استناد آن ناشران کانادایی مجاز هستند براساس سازگاری با قانون کانادا بدون اظهار نظر و بازبینی کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا اوراق بهادار خود را عرضه کنند. (Markets in (Financial Instruments Regulation (EU) No 600/2014, Art. 47(1) همچنین، رویکرد فوق در دستور کار نهادهای بین‌المللی قرار دارد و در این راستا، استانداردهای کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در سطح بین‌المللی استفاده می‌شوند. (Armour, Bengtzen, & Enriques, 2017) نهادهای بین‌المللی دیگر از جمله شورای ثبات مالی^۴ و نهاد مقرراتی مشترک مالی آمریکا و اتحادیه اروپا^۵ - که تنظیم‌کننده استانداردهای دستورالعمل‌ها^۶ هستند (Eu, 2014) شورای بین‌المللی استانداردهای حسابداری^۷ و کمیته سیستم‌های تسویه و پرداخت^۸ در تقویت رویکرد همگرایی مشارکت داشته یا آن را تسهیل بخشیدند. (Beny, 2005)

پذیرش همزمان اوراق بهادار از دیدگاه سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس اوراق بهادار (آیسکو) سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های بورس اوراق بهادار یا آیسکو از جمله مهم‌ترین نهادها در زمینه تنظیم مقررات بازار سرمایه در سطح بین‌المللی به شمار می‌رود و لازم است نگرش و رویکرد این نهاد در خصوص پذیرش همزمان بررسی شود. در سال ۱۹۹۵ اطلاعیه‌ای تحت عنوان اعلامیه ویندسور^۹ منتشر شد که بر اساس آن چهار موضوع مهم از جمله همکاری بین بورس‌ها، صیانت از

- 1- Substitutional adoption
- 2- Mutual recognition agreement
- 3- SEC's multijurisdictional disclosure system
- 4- Financial Stability Board
- 5- The US-EU joint Financial Regulatory Forum
- 6- Standard Setters
- 7- Agenda Setters
- 8- International Accounting Standards Board
- 9- The committee on payment and settlement systems (CPSS)
- 10- Windsor Declaration

دارایی، منافع و موقعیت مشتریان، رویه های مرتبط با عدم ایفای تعهدات و همکاری رگولاتوری در شرایط فوق العاده مطرح شد. در ادامه، در راستای همکاری بین ارکان بازار سرمایه کشورها، آیسکو کمیته ای تحت عنوان "کمیته کاری مقررات فرامرزی" تشکیل داد تا مخاطرات و مسائل این دسته از فعالیت ها را بررسی و مقررات و استانداردهای مربوطه را تنظیم کند. براساس پیشنهادهای کمیته مذکور و رگولاتورهای مختلف بازارها، سه رویه و مکانیسم در راستای همکاری بین المللی در بازار سرمایه تعریف شده است (Emma de, 2015)

❖ برخورد مشابه داخل^۲: بر اساس این رویه، با اشخاص، نهادها و خدمات قابل ارائه توسط اشخاص خارجی مشابه نظامات داخل رفتار می شود؛ البته ممکن است تسهیلاتی مانند اعمال معافیت یا همکاری دوجانبه در قبال رگولاتور خارجی تعریف شود. مزیت این رویکرد عدم ضرورت شناخت تفصیلی رژیم مقرراتی رگولاتور خارجی است.

❖ تشخیص و پذیرش رسمیت طرف مقابل^۳: مطابق این رویکرد، با بررسی ابعاد مختلف رژیم مقرراتی خارجی، صلاحیت آن در شرایط خاص از جانب رگولاتور به رسمیت شناخته می شود. این شناخت می تواند چندجانبه^۴ باشد به طوری که از بررسی کامل رژیم مقرراتی یکدیگر معاف هستند یا شناخت مشترک^۵ است که به موجب آن جهت تشخیص متقابل رژیم حقوقی طرفین مناسباتی بین رگولاتور داخل و خارج تنظیم می شود.

اعمال قابلیت پاسپورتینگ^۶: این رویه به استناد انواع اسناد قانونی از جمله تفاهم نامه، مجموعه دستورالعمل ها، معاهدات بین المللی یا ابزارهای قانونی مشابه، شامل تنظیم و اعمال مناسباتی است که به سطح بالایی از همگرایی منتهی می شوند و اجازه دسترسی به بازارها را بدون اعمال الزامات مازاد فراهم می کند. مطابق این رویکرد، شرایط و مفاد مختلف ذیل صلاحیت یک رگولاتور واحد تعریف می شوند و رگولاتور مذکور مسئولیت نظارت بر سازگاری با دستورالعمل ها و پیش

-
- 1- Cross-border regulation task force
 - 2- National Treatment
 - 3- Recognition
 - 4- Unilateral Recognition
 - 5- Mutual Recognition
 - 6- Passporting

نویس ها را بر عهده داشته و پیشنهادات خود پیرامون ایجاد یا تسهیل همکاری در نظارت را ارائه می دهد. (Idia).

تاکنون با مشورت رگولاتورهای عضو آیسکو، اسناد مقرراتی از جمله مقررات فرامرزی کمیته کاری آیسکو و تفاهم نامه چندجانبه آیسکو تنظیم شدند که به عنوان الگو و معیار همکاری فرامرزی در جهت مبارزه با تخلفات بازار اوراق بهادار و مشتقه شناخته می شوند. تفاهم نامه دیگر "تفاهم چندجانبه پیرامون مشاوره، همکاری و تبادل اطلاعات"^۱ است که می تواند در انواع همکاری ها از جمله پذیرش همزمان فرامرزی، معاملات نهانی و دست کاری بازار، عدم ارائه یا ارائه گمراه کننده اطلاعات اساسی و دیگر اقدامات متخلفانه در خصوص اوراق بهادار و مشتقات، درخواست وجوه سرمایه گذاران یا سفارش های مشتریان، ثبت، انتشار، عرضه یا فروش اوراق بهادار، فعالیت واسطه های بازار و مجریان بازار از جمله نهادهای پایاپای و تسویه و بورس ها به عنوان قانون حاکم استفاده شود. (IOSCO, 2002) آیسکو در راستای تقویت تفاهم نامه مذکور تفاهم نامه جدیدی تحت عنوان تفاهم نامه چندجانبه تقویت مشاوره، همکاری و تبادل اطلاعات را تنظیم کرد،^۲ که اصلاحیه نمونه پیشین بود و برخی اصلاحات نسبت به آن اعمال شد. نمونه تفاهم نامه دیگر "استانداردهای بین المللی افشاء پذیرش و عرضه اولیه فرامرزی توسط ناشران خارجی"^۳ و "اصول مربوط به همکاری در نظارت فرامرزی"^۴ هستند که به برخی استانداردها و اصول اشاره کردند. به عنوان مثال، استاندارد بین المللی افشاء شامل اصول و استانداردهای مختلف در زمینه ناشران خارجی است که اصل نهم به طور خاص به پذیرش و عرضه اشاره دارد. (IOSCO, 1998)

فعالیت آیسکو صرفاً به تنظیم مقررات محدود نشد و "انجمن مقررات فرامرزی"^۴ را تأسیس کرد و به طور خاص بر موارد مختلف از جمله طراحی مکانیسم اجرایی رویه های مقرراتی در سطح بین الملل از جمله تشخیص مقررات و قوانین حیطه صلاحیت قضایی مختلف، تمدید معافیت ها یا

- 1- Multilateral memorandum of understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information
- 2- Enhanced MMou
- 3- Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation
- 4- Cross border regulation Forum

سازگاری جایگزین و ارائه رهنمود در خصوص همگرایی رویه‌ها در بین کمیسیون‌های عضو تمرکز کرد. این تلاش‌ها به آیسکو محدود نشد و نهادهای دیگر از جمله فدراسیون جهانی بورس‌ها یا مجمع بین‌المللی انجمن‌های اوراق بهادار^۱ نیز استانداردهای مختلف در این خصوص وضع کردند.

ابعاد، آثار و عناصر مالی حقوقی پذیرش همزمان در آمریکا

ساختار بازار سرمایه آمریکا

در آمریکا مشابه دیگر کشورها از پذیرش همزمان به عنوان یکی از روش‌های پذیرش استفاده می‌شود.^۲ در این کشور، اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار نیویورک پذیرش شده است، ممکن است در مراکز مختلف معاملاتی که هر یک تکنولوژی منحصر به فرد و پروتکل‌های معاملاتی خود را دارند، مورد معامله قرار گیرد که پیچیدگی موضوع را تشدید می‌کند. (Lipson, 2003) به عنوان مثال، به موجب مقررات نظام بازار ملی^۳، بازارها موظف هستند تا براساس قاعده "بهترین اجرا"^۴ هر سفارش را در بهترین قیمت ممکن ارسال و معامله کنند و اگر نتوانند سفارش را در بهترین قیمت اجرا کنند باید آن را به درگاه معاملاتی رقیب که قیمت بهتری را ثبت کرده است، هدایت نمایند.^۵ (Petrella, 2010)

شناخت دقیق پذیرش همزمان مستلزم بررسی نظام مقرراتی آمریکاست. در آمریکا، مقررره فدرال اوراق بهادار^۶ و مقررات هر ایالت که تحت عنوان قوانین آسمان آبی^۷ شناخته می‌شوند، وجود دارد که اولین مقررره بر دیگری حاکم است. دستورالعمل‌های هر ایالت مشخصه، مفاد و شرایط خود را دارد و پذیرش در هر ایالت نیازمند پوشش مقررات ایالت مربوطه است. در کل،

1- The International Council of Securities Association

2- US Investor Offshore

3- National market securities

4- Best Execution

۵- در بازار سرمایه آمریکا، امکان معامله هم‌زمان در چند درگاه یا Dual trading نیز وجود دارد که دارای مقررات مربوط به خود هستند.

6- Federal Securities law

7- Blue Sky Regulation

سازوکارها علاوه بر سازگاری در سطح فدرال باید با قوانین و مقررات هر ایالت نیز سنخیت داشته باشند اما در پذیرش همزمان تفاوت‌هایی مانند معافیت از اعمال مقررات قوانین آسمان آبی ایالتی وجود دارد. (Ackerly, Dana, & Eric, 2002)

تعیین مقام ذی صلاح موضوع مهم دیگر در خصوص شناخت نظام مقرراتی است. در آمریکا، کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به عنوان نهاد رگولاتور تصویب دستورالعمل‌های مورد پیشنهاد از طرف درگاه معاملاتی را برعهده دارد. همچنین، باید بر اجرای استانداردهای تعریف شده نظارت داشته باشد. این رویکرد عامل ایجاد وحدت رویه در آمریکا است. (SEC, 2019)

قانون و مقررات عام و خاص حاکم بر پذیرش همزمان اوراق بهادار در آمریکا

پذیرش همزمان اوراق بهادار مشمول رعایت مقررات عام^۱ و خاص است. مقررات ذیل باهدف حمایت از عموم در مقابل دارندگان اطلاعات نهانی وضع شدند. در آمریکا، سه قانون زیر حاکم است:

۱. مصوبه بورس‌های اوراق بهادار سال ۱۹۳۴^۲ از جمله ماده ۳۰ یا بخش 12(b)، بخش 12(g) با کد 17 CFR 240.12g3-2، بخش 10(b) که شامل بندهای مقابله با موارد گمراه کننده^۳ است. به علاوه، تفاسیر آراء قضایی مربوطه نیز حائز اهمیت است.^۴
۲. قانون سرینس اوکسلی؛ حسابداری شرکت‌های سهامی عام از جمله استانداردهای جدید در خصوص هیئت مدیره، افشاء مالی، تحلیل تضاد منافع و موارد دیگر در این قانون پوشش داده شده است.^۵ شرکت‌های دارای پذیرش همزمان فرامرزی نیز موظف به رعایت قانون

۱- ناشر خارجی ذیل دستورالعمل (c) 3b-4 بورس اوراق بهادار تعریف شده است

2- The Exchange Act

3- Antifraud Provision

۴- ذیل این بخش دستورالعمل 10b-5 با کد 240.10b-517 C.F.R. قرار دارد که از جانب کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا تنظیم شده است.

۵- قانون سرینس اوکسلی نسبت به برخی رسیدها از جمله سطح ۲ و ۳ اجرا می‌شود اما شرکت‌های دیگر که در سطح ۱ یا ۴ قرار قرار دارند را شامل نمی‌شود.

مذکور هستند.^۱

۳. مقررات نظام بازار ملی^۲ اوراق بهادار مشمول پذیرش همزمان مشابه اوراق بهادار داخلی آمریکا ملزم به رعایت دستورالعمل های شماره ۶۰۰ (افشاء و انتشار اطلاعات) و ۶۱۰ (دسترسی به اطلاعات بازار مانند مظنه ها) و برنامه ارائه گزارش معاملات^۳ هستند و در نهایت باید مطابق مقررات مذکور مورد معامله قرار گیرند. بخش IM-5220 از این قانون به آثار اوراق بهادار دارای پذیرش همزمان اشاره دارد.^۴

۴. برخی از توافقات و پیمان ها از جمله توافق نظام افشاء بین قلمروها (کانادا و آمریکا) که به عنوان قوانین خاص به شمار می روند.

با ارجاع به مطالعات و مستندات مختلف، تمام شرکت ها - آمریکایی و غیر آمریکایی - ملزم به رعایت الزامات فوق هستند، اما در عمل نسبت به شرکت های غیر آمریکایی سخت گیری کمتری است. (Ibid)

قوانین فوق نه تنها در پذیرش همزمان بلکه در تمام ابزارها اعمال و تمام ارکان بازار موظف به رعایت هستند و نهاد ناظر و رگولاتور هم باید نسبت به اجرای آن ها حساس باشد؛ در نتیجه، دسترسی به - افشاء و انتشار - تمام داده های ضروری جهت تحلیل که گمراه کننده یا غیر واقع نباشند و با لحاظ عدم بروز تضاد منافع از سرمایه گذاران - به طور خاص سرمایه گذاران خرد - حفاظت نمایند به عنوان هسته سخت مقررات بازار سرمایه آمریکا به حساب می آیند و غیر قابل اجتناب و تغییر. در موارد دیگر در صورت عدم خدشه به موارد فوق تسهیلاتی در قالب معافیت مورد تأیید کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا قرار گرفته است. در ادامه چندین معافیت اعمال شده در پذیرش همزمان مطرح خواهند شد. در نهایت تلاش خواهد شد در بخش نظام حقوقی

۱- در آمریکا ناشران خارجی که اوراق بهادار خود را در بورس های آمریکا پذیرش می کنند، تحت عنوان ناشران خصوصی خارجی (Foreign private issuers) شناخته می شوند.

2- National market system

3- Transaction Reporting Plan

۴- قانون نظام بازار ملی با هدف تقویت بازار سرمایه آمریکا جهت دستیابی به بهترین قیمت قابل معامله براساس مظنه های ثبت شده در درگاه های معاملاتی تنظیم شد. این قانون در نهایت می تواند به کارایی در کشف بهترین قیمت منجر شود.

ایران با مراجعه به اسناد قانونی عناصر اصلی وضع مقررات در بازار سرمایه ایران را مطابق ساختار بازار سرمایه ایران ارائه کرد.

معافیت‌ها پیرامون اجرای پذیرش همزمان اوراق بهادار

اولین معافیت مربوط به بخش ۱۵ مقرر بورس^۱ است که شامل معافیت از ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار می‌باشد. در این راستا، کارگزار-معامله‌گر خارجی در صورت تنظیم توافق محافظت^۲ با یک کارگزار-معامله‌گر آمریکایی از ثبت معاف می‌شد که در سال ۲۰۰۸ با توسعه معافیت 15a-6 برای سرمایه‌گذاران واجد شرایط و صلاحیت که قصد سرمایه‌گذاری بالاتر از ۲۵ میلیون دلار دارند، ضرورت تنظیم توافق مذکور منتفی شد. معافیت ناشران رسیده‌های سپرده گذاری آمریکایی اوراق بهادار ناشر خارجی از ارائه فرم 6-K^۳ و منتفی شدن ارائه فرم 15F در خصوص لغو ثبت اوراق بهادار ذیل بخش 12g3-2(b) مقرر بورس اوراق بهادار و لغو ارائه گزارش توسط ناشر خصوصی خارجی مجاز که ذیل بخش 13(a) یا بخش 15(d) مقرر بورس اوراق بهادار تعریف شدند، بخشی از معافیت‌هاست.

همانطور که قابل مشاهده است، نوع و سطح معافیت‌ها به عناصر اصلی مقررات - که پیش از این ذکر شد - خدشه وارد نکرده است. به علاوه، معافیت‌ها مشروط به تحقق الزامات مختلف است یا اینکه بدون تغییر محتوا صرفاً نحوه ارائه گزارشات را مشخص کرده است.

رویه قضایی حاکم بر معاملات اوراق بهادار دارای پذیرش همزمان فرامرزی در آمریکا

نظام حقوقی آمریکا در خانواده نظام حقوقی کامن لا قرار می‌گیرد که مبنای اصلی نظام حقوقی مذکور آراء قضایی است و قضات با آراء و احکام خود، رویه قضایی را شکل می‌دهند. با بررسی پرونده‌ها و آراء قضایی^۲ حالت زیر مطرح شده است:

❖ در حالت اول مدعی علیه در خصوص معامله اوراق بهادار دارای پذیرش همزمان اقداماتی

1- The Securities Exchange

2- Chaperone Agreement

۳- مطابق مقرر بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ ناشران خصوصی خارجی ملزم هستند اسناد مربوط به گزارشات شرکت خود از جمله صورت‌های مالی سالیانه را در قالب فرمت مشخص منتشر کنند.

تخلف آمیز در آمریکا انجام داده است و شاکیان با استناد به الزامات مربوط به تحمیل خسارات اساسی - به واسطه ارتکاب اقدامات مجرمانه در ایالات متحده - اقامه دعوا می کنند.

❖ حالت دوم شامل بررسی و تحلیل آن دسته از معاملات اوراق بهادار مشمول پذیرش همزمان است که اولاً، به حوزه مقرراتی نهاد ناظر یا رگولاتور - یعنی آمریکا - مربوط نیست و ثانیاً، سرمایه گذاران آمریکایی نیز از تخلف متضرر نشدند.

تیین حالات فوق و تشخیص حیطه اعمال قوانین فدرال، در گرو پاسخ به این سؤال است که آیا قوانین فدرال بر معاملات فرامرزی اوراق بهادار مورد پذیرش در بورس های آمریکا، حاکم است یا خیر؟ مطابق رویکرد دکترین دادگاه عالی^۱ با استناد به تصمیم دادگاه عالی در پرونده Morrison v. National Australia bank Ltd. پاسخ مثبت است بدین معنا که قوانین فدرال اوراق بهادار می - بایست در خصوص تمام معاملات اوراق بهاداری که با هدف معامله در بورس های آمریکا پذیرش شدند، از جمله اوراق بهاداری که خارج از آمریکا قرار دارند، اعمال شود. در این راستا، به استناد رأی دادگاه، سرمایه گذارانی که سهام بانک ملی استرالیا را در بورس اوراق بهادار سیدنی خریداری کردند، می توانند به موجب بند b ماده 10 مقرر در بورس های اوراق بهادار سال ۱۹۳۴ نسبت به بانک و برخی از کارکنان پیشین که اقدامات فریبکارانه مرتکب شدند، اقدام قضایی داشته باشند. این رأی موجب تغییر قلمرو جغرافیایی اعمال بند b ماده ۱۰ بر خلاف گذشته شد. مطابق رویه جدید باید به دو سؤال زیر پاسخ داد:

✓ آیا خرید یا فروش اوراق بهادار در آمریکا رخ داده است؟

✓ آیا شامل اوراق بهاداری است که در بورس های داخلی آمریکا درج و پذیرش شدند؟

در صورت پاسخ مثبت به یکی از ۲ سؤال فوق، معامله مذکور مشمول بند b ماده ۱۰ خواهد شد. شایان ذکر است، سؤال دوم از اهمیت بیشتری برخوردار است.

رویکرد فوق در مقام ارائه چارچوب در خصوص معامله اوراق مذکور موفق عمل کرد اما هنوز هم در بررسی رویه قضایی پرونده ها ابهاماتی وجود دارد. به عنوان مثال، آیا خرید یا فروش اوراق بهادار مشمول پذیرش همزمان فرامرزی - غیر از آمریکا - در بورس خارج از آمریکا

درحالی که در آمریکا نیز قابل معامله است می توانند به استناد بند b ماده ۱۰ درخواست پوشش خسارت و زیان کنند یا خیر؟ در پاسخ به این سؤال سه تفسیر مختلف ارائه شده است:

۱. مطابق اولین تفسیر که منطبق با نظریه اوراق بهادار به ثبت رسیده است^۱، صرف نظر از

مکان انجام معامله، با ثبت در آمریکا، ذیل بخش b ماده ۱۰ قرار خواهد گرفت.^۲

۲. مطابق تفسیر ذیل رویکرد منطقه جنوب^۳ قوانین مذکور صرفاً در خصوص معاملاتی

اعمال می گردد که در داخل آمریکا انجام شده است بدون توجه به اینکه آیا اوراق بهادار

منتشره در آمریکا درج شده است یا خیر؟

۳. اما بر اساس تفسیر سوم تحت عنوان تئوری پذیرش باهدف معامله^۴، دستورالعمل مذکور

نسبت به آن دسته از معاملات اوراق بهادار که باهدف معامله در بورس های آمریکایی

درج و پذیرش شدند، اعمال می گردد، حتی در صورتی که شاکیان اوراق بهادار ثبت شده

در حیطه صلاحیت قضایی غیر از آمریکا را خریداری کردند.

با تطبیق رأی دادگاه موريسن در مقابل بانک ملی استرالیا^۵، تفسیر سوم انطباق بیشتری دارد.

در نتیجه، این رأی نسبت آن دسته از اوراق بهادار شرکت هایی که به طور مستقیم جهت معامله در

بورس آمریکایی درج شدند، اعمال می شود؛ بدون توجه به اینکه معاملات در کجا انجام خواهد

شد. (Hemel, 2011)

نظام پذیرش همزمان داخلی یا بین المللی اوراق بهادار در بورس های اوراق بهادار آمریکا

بورس اوراق بهادار نیویورک

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا در نقش تأیید و تصویب پیشنهادات بورس ها در

خصوص پذیرش همزمان است و بر اجرای آن ها نظارت دارد. در نتیجه هر یک از بورس ها نظامات

1- Registered Securities Theory

۲- به این نکته دقت شود که ثبت متفاوت از پذیرش است؛ به این معنا که هر ورقه بهادار ثبت شده لزوماً پذیرش نخواهد شد بلکه امکان معامله بدون الزام به پذیرش هم وجود دارد.

3- The Southern District's Approach

4- The Listed-for-trading Theory

5- Morisson V. National Australian Bank

خود را در این خصوص تنظیم کردند. در بورس نیویورک، ماده ۱۰۳ بخش ۱ مقررات بورس که به فرآیند پذیرش ناشران خصوصی خارجی^۱ اختصاص دارد؛ ناشران دو گزینه پیشرو دارند صلاحیت لازم ذیل استانداردهای جایگزین پذیرش - که مخصوص ناشران خصوصی خارجی است - را کسب کنند یا براساس شاخص‌های پذیرش داخلی بورس‌ها در آمریکا پذیرش و درج شوند.^۲

براساس آخرین نسخه دستورالعمل پذیرش بورس اوراق بهادار نیویورک،^۳ زمانی که یک شرکت فعال خارج از آمریکا مجوز پذیرش می‌گیرد؛ بورس ممکن است جهت تسهیل فرآیند شاخص‌های استاندارد پذیرش از جمله حجم معاملات و تعداد سهامداران متناسب با کشور مبدأ را در نظر گیرد؛ البته مشروط بر اینکه بازار مذکور بورس اوراق بهادار ساختاریافته باشد. بورس پیش از اعمال تسهیلات مذکور و بررسی صلاحیت، چند موضوع را بررسی خواهد کرد: (۱) آیا اطلاعات از منابع قابل اتکاء - ترجیحاً بورس اوراق بهادار تحت نظارت و مشمول مقررات دولتی یا نهاد معتبر تأسیس شده به موجب مقررات دولتی - دریافت شده است؟ (۲) آیا در کشور مبدأ جهت انتقال اوراق بهادار بین دو بازار معاملاتی (آمریکایی و غیرآمریکایی) سازوکار کارا وجود دارد یا خیر؟ (۳) تعداد سهامداران و وضعیت معامله اوراق بهادار پیش از پذیرش در آمریکا در دسترس باشد. در نتیجه بورس نیویورک در صورت دریافت پاسخ مناسب در قبال سؤالات فوق، از شرایط جایگزین استفاده خواهد کرد و بهره‌مندی از شرایط جایگزین مشروط به تحقق اهداف و هسته اصلی مقررات آمریکا که پیش از این ذکر شد، می‌باشد. (NYSE, 2019)

همانطور که اشاره شد، ایجاد توازن بین مقررات کشور مقصد و مبدأ بسیار سخت است. در این راستا، در آمریکا با وجود استانداردهای جایگزین باید نکاتی مورد توجه قرار گیرد. به‌عنوان مثال، ممکن است بورس‌ها اقدامات سیاستی^۴ را لحاظ کنند که با مقررات کشور مبدأ یا فعالیت شرکت-

۱- ناشران خصوصی متفاوت از ناشران عمومی مانند دولت یا شهرداری‌هاست.

۲- ذیل این ماده دو واژه Foreign private issue و Non-Us company معادل یکدیگر فرض شدند.

۳- به استناد آخرین نسخه (۲۰۱۷)

های غیر آمریکایی در تضاد باشد. به علاوه، در صورت عدم سازگاری با الزامات داخلی، باید گواهینامه مکتوب از نهاد مستقل کشور خود برای بورس اوراق بهادار نیویورک ارسال شود مبنی بر اینکه آیا اقدامات ناسازگار از جانب کشور مبدأ ممنوع شده است یا خیر؟ البته نیاز است تا مفاد بخش 103.00 که به ناشران خصوصی خارجی مربوط است در تمام سطوح با الزامات بخش 203.03 سازگار باشد.^۱ شایان ذکر است، استانداردهای جایگزین پذیرش برای شرکت‌های غیر آمریکایی فقط در صورتی اعمال می‌شود که در کشور مبدأ بازاری با نقدشوندگی بالا برای سهام شرکت متقاضی وجود داشته باشد در نتیجه هر شرکتی نمی‌تواند از این معافیت برخوردار شود. بر اساس بند D ماده ۱۰۳.۰۱ طرفین ذی‌نفع می‌بایست سازگاری استانداردها را با هر یک از نظام‌های مرتبط حسابداری از جمله هیئت استاندارد حسابداری مالی^۲، هیئت اصول حسابداری^۳، گروه ضربت انتشار مربوط به بازارهای نوظهور^۴، موسسه آمریکایی حسابداران عمومی دارای مجوز^۵ و کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا بسنجند. به علاوه، به استناد بخش ۱۰۳.۰۴، سهام یا رسیدهای سپرده‌گذاری آمریکایی باید تضمین شوند. در این راستا توافقنامه یا پیمان‌نامه‌هایی با بورس و شرکت ناشر متقاضی بسته می‌شود که در سایت بورس اوراق بهادار نیویورک در دسترس است. به علاوه، بر اساس 303A.00 شرکت‌ها باید الزامات استانداردهای حاکمیت شرکتی و مقرره سرینس اکسلی را پوشش دهند که البته معافیت‌هایی نیز لحاظ شده است از جمله ناشران خصوصی خارجی می‌توانند اقدامات کشور مبدأ خود را در خصوص مفاد این ماده لحاظ کنند، مگر آنکه مجبور باشند تا با الزامات بخش 303A.11، 303A.06 و 303A.12(b), (c) سازگار باشند مثلاً در شرایط عدم ضرورت افشا آیت‌م به آیت‌م اقدامات حاکمیت شرکتی بر اساس 303A.11. از جمله اقدامات بورس اوراق بهادار نیویورک این است که در راستای همکاری با بورس‌های دیگر تفاهم‌نامه همکاری در زمینه‌های گوناگون از جمله پذیرش همزمان تنظیم کرده است. (Wallstreet, 2019)

۱- (ماده ۱۰۳.۰۰ بخش اول فرآیند پذیرش در بورس اوراق بهادار نیویورک)

2- Financial Accounting Standards Board

3- The Accounting Principles Board

4- The Emerging Issues Task Force

5- The American Institute of Certified Public Accountant

نزدک

در سال ۲۰۰۴، نزدک طرحی جهت پذیرش همزمان اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار نیویورک مجوز پذیرش شدند، ارائه داد^۱ و به موجب آن شرایطی فراهم نمود که شرکت های مورد پذیرش بتوانند به بازاری که بهترین پاسخ را به نیازهای آنها می دهد؛ منتقل شوند تا امکان انتقال سهام شرکت ها بین نزدک و نیویورک فراهم شود.^۲

نزدک در مجموعه دستورالعمل های خود ذیل ماده ۵۲۲۰-IM بخشی تحت عنوان اوراق بهادار دارای پذیرش همزمان یا مضاعف^۳ تعریف کرده است^۴ که به استناد آن به شرکت هایی که اوراق بهادار آنها در بورس اوراق بهادار نیویورک پذیرش شده است، اجازه می دهد تا اوراق بهادار مذکور را در بازار جهانی نزدک نیز پذیرش کنند. البته نزدک می بایست به طور مستقل تشخیص دهد که آیا ناشران تمام الزامات پذیرش را پوشش دادند یا نیاز است در خصوص پذیرش همزمان با نزدک توافق داشته باشند؟. (Nasdaq, 2019)

نزدک جهت رفع هرگونه تضاد محتمل به موجب دستورالعمل ها، تسهیلاتی را در اعمال الزامات و استانداردها در خصوص اوراق بهاداری که دارای پذیرش همزمان هستند، ایجاد کرده است مبنی بر اینکه ماهیت این اوراق چیست و نحوه تفسیر مقررات مربوط به اوراق بهادار مذکور چگونه است.^۵ به عنوان مثال، اگر اوراق بهادار به استناد مقررات نزدک در طبقه اوراق بهادار منفرد قرار گیرد، در خصوص مقررات پذیرش و لغو پذیرش می تواند ذیل طرح نظام مظنه گذاری یکپارچه^۶ انجمن تعریف شود،^۷ یا اینکه در طبقه اوراق بهادار مورد پذیرش بازار جهانی نزدک قرار

۱- نزدک در ابتدا به عنوان یک بورس شناخته نمی شد چرا که در قالب سیستم مظنه گذاری خودکار (Automated

Quotation) فعالیت می کند که شکلی از بازار خارج از بورس به حساب می آید، اما هم اکنون بورس است.

2- Release no. 34-50741 گزارش کمیسیون بورس و اوراق بهادار.

3- Dually listed securities

۴- شایان ذکر است که مسئولیت های مقررات گذاری و تدوین مقررات نزدک بر عهده فینرا است.

۵- شاید برخی از الزامات در بازار ما گنگ باشد اما طرح آنها جهت تحلیل موضوع ضروری است.

6- The Consolidated Quotation System

۷- سیستم مذکور به عنوان یک خدمات الکترونیکی است که اطلاعات مختلف در خصوص مظنه های اوراق بهادار قابل معامله معامله در بورس های اوراق بهادار آمریکا را ارائه می دهد.

قرار گیرد؛ یا مطابق ماده ۱۰۶۰ اشخاصی که شهروند، ملیت و تابعیت ایالات متحده را ندارد یا اینکه جزء مایملک و تحت نفوذ آمریکا نیستند و تمام فعالیت‌های خود را خارج از حیطه صلاحیت آمریکا انجام می‌دهند و در هیچ‌یک از فعالیت‌های اوراق بهادار مربوط به شهروند، ملیت یا تابعیت ایالات متحده مشارکت ندارند، در صورتیکه با عضوی از نزدیک همکاری داشته باشند، از ثبت معاف هستند.^۱ تسهیلات دیگری نیز برای ناشر خصوصی خارجی تعریف شده است از جمله معافیت از B-3 (IM-5615-2) به شرط ارائه اظهارنامه مکتوب از نهاد مستقل کشور مبدأ. (Idia) یا لحاظ الزامات جایگزین پذیرش بخش (۴) ذیل ماده (4)(e) 5250 و یا معافیت از ماده ۵۶۱۰ نیز که به کد خدمات^۲ مشهور است. در کنار موارد پیشین، معافیت ذیل بخش a از ۵۲۱۵ است که به رسید سپرده گذاری آمریکا اختصاص دارد و در نهایت معافیت از ارائه دو بیانیه ثبت متفاوت از نظر فنی براساس الزامات آمریکا و غیر آمریکاست.

نزدیک مشابه بورس اوراق بهادار نیویورک تفاهم‌نامه یا توافقاتی با بورس‌های مختلف تنظیم کرده که در نمونه توافق به مفاد مختلف اشاره کرده است. مدارک مختلف جهت تنظیم قرارداد ممکن است از سوی نهادهای مختلف از جمله کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، فینرا، رگولاتور یا تنظیم‌گر بانکی، اوراق بهادار یا بیمه‌ای، کمیسیون معامله کالای آتی، اداره دادگستری، هیئت وکلا ایالتی، هیئت حسابداری ایالتی یا هر رگولاتور خارجی، مقام کیفری و مدنی ارائه گردد و این تسهیل جهت تسریع امر در نظر گرفته شده است. به علاوه، ناشر موظف است هرگونه درخواست بررسی صلاحیت پذیرش اوراق بهادار یا بازنگری وضعیت در یک بازار، لغو یا تعلیق پذیرش و موارد مذکور از جمله اقامه دعوا را به تفصیل به نزدیک ارائه دهد.

پذیرش همزمان اوراق بهادار در سطح داخلی و بین‌المللی بر اساس حقوق ایران

همانطور که پیش از این توضیح داده شد، مقاله حاضر متمرکز بر مرحله پذیرش از زنجیره تأمین مالی در بازار سرمایه است؛ در نتیجه تنها قوانین و مقررات عام یا اختصاصی بازار سرمایه نظام حقوقی ایران که مختص این مرحله است، تحلیل شده است؛ در حالی که اکثر قوانین و مقررات

1- IM-1060-5

2- Code of Conduct

مختص مراحل دیگر از جمله عرضه توسط ناشر خارجی یا به طور خاص معاملات سرمایه گذاران خارجی است که از موضوع پژوهش خارج است. به عنوان مثال "آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس" مصوب سال ۱۳۸۹ هیئت وزیران و دستورالعمل مربوطه یا ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه گذار خارجی مصوب ۱۳۸۹/۰۹/۱۳ هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار و موارد مشابه دیگر مربوط به معاملات سرمایه گذاران خارجی هستند نه شرایط پذیرش یا عرضه اوراق بهادار توسط ناشر خارجی.

تحلیل نظام حقوقی ایران باید در چارچوب نگرش و رویکرد منتخب در زمینه پذیرش باشد. با مطالعه نظام بازار سرمایه ایران و انطباق آن با رویکردها، رویکرد دوم یعنی انتخاب براساس نظر بورس ها و نهاد ناظر قرابت بیشتری با بازار سرمایه دارد. مطابق این رویکرد، پذیرش ناشر در چهارچوبی صورت می پذیرد که نهاد ناظر بر بازار سرمایه براساس قاعده بخش بندی بازار^۱ تنظیم کرده است. در نتیجه اختیارات ناشر داخلی یا خارجی در خصوص انتخاب بستر پذیرش یا بورس ها محدود است و قوانین و مقررات نیز مطابق این نگرش تدوین و ابلاغ شده است.

مرحله اول تحلیل نظام حقوقی پذیرش همزمان در ایران، شامل بررسی مفهوم پذیرش از دیدگاه قانون گذار است. مطابق بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران^۲ "پذیرش به معنای تطبیق وضعیت اوراق بهادار و ناشر آن با شرایط مندرج در دستورالعمل جهت فراهم شدن امکان معامله این اوراق در بورس است." مطابق تعریف، بین اوراق بهادار و ناشر به واسطه ماهیت ورقه بهادار و ناشر آن از جهت پوشش و انطباق شرایط تفکیک قائل شده است. به علاوه، مرحله پذیرش نیز متفاوت از امکان معامله شامل عرضه اولیه یا معاملات ثانویه است؛ چراکه ممکن است پذیرش به دلایل مختلف از جمله لغو الزاماً به معامله منجر نشود.

براساس ماده ۵۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۶، پذیرش سایر اوراق بهادار از جمله اوراق بهادار خارجی با رعایت مقررات مصوب مراجع ذی صلاح در بورس امکان پذیر است. جهت تحلیل ماده مذکور در ابتدا باید مراجع ذی صلاح مشخص

1- Market segmentaion

۲- (مصوب ۸۶/۱۰/۱، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۲/۲۴، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰/۵/۱۵ شامل الحاقیه مورخ ۱۳۸۹/۴/۱۲)

شوند. با مراجعه به قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ به عنوان مرجع حاکم بر بازار سرمایه، مطابق بندهای ۱۳ و ۱۴ ماده ۴، اعطای مجوز به بورس به منظور عرضه اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته شده خود در بازارهای جهانی و بالعکس بر عهده شورای عالی بورس است. در نتیجه بورس‌ها برای پذیرش این اوراق یا عرضه اوراق خود در بازارهای خارجی باید مجوز لازم را از شورای عالی بورس دریافت کنند؛ اما مطابق ماده ۷ دستورالعمل فوق، تهیه آیین‌نامه لازم یا دستورالعمل و نظارت بر اجرا و به‌طور خاص بند ۴ یا ماده ۲۱ یعنی ثبت و صدور مجوز عرضه عمومی هر اوراق بهادار بر عهده هیات مدیره سازمان است. با توجه به اطلاق بند ۴ و عدم لحاظ استثنا در خصوص اوراق بهادار مشمول پذیرش همزمان، ثبت، صدور مجوز و نظارت بر آن‌ها در صورت عرضه به عموم بر عهده هیات مدیره سازمان بورس است. البته ممکن است مطابق بند ۵ ماده ۲۷ قانون بازار اوراق مذکور با مجوز شورای عالی بورس از ثبت نزد سازمان معاف باشد.

سند قانونی دیگر جهت تحلیل پذیرش همزمان، اساسنامه شرکت بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران است. در ابتدا لازم است نسبت بین اساسنامه بورس‌ها با دیگر اسناد قانونی و مقرراتی مشخص شود. مطابق بند ۷ ماده ۷ قانون بازار، تصویب اساسنامه بورس‌ها بر عهده هیات مدیره سازمان است از طرف دیگر به استناد ماده ۱۷۰ اساسنامه بورس‌ها، "قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه سال ۱۳۸۴ و کلیه مقررات اعم از آیین‌نامه‌ها، دستورالعمل‌ها، رویه‌های اجرایی، و بخشنامه‌های موجود و آنچه بعداً به تصویب می‌رسد و تغییرات بعدی آن‌ها جزء لاینفک اساسنامه هستند." در نتیجه، چهارچوب اعطاء صلاحیت، قبول مسئولیت و اعمال اختیارات از جانب بورس‌ها با نظارت و تصویب سازمان و براساس نظر شورای عالی بورس در چارچوب وظایف تصریح شده در قانون بازار امکان پذیر است. در این راستا، زنجیره اعمال قانون در پذیرش همزمان هم با دریافت جواز انتشار از جانب شورای عالی بورس شروع و با ثبت نزد سازمان - در صورت نیاز به ثبت - و نظارت آن، امکان انتشار اوراق از جانب بورس‌ها فراهم می‌شود.

انتشار اوراق مشمول پذیرش همزمان در برخی از مفاد اساسنامه بورس‌ها آمده است. مطابق بند ۲ ماده ۳، امکان پذیرش اوراق بهادار از جمله اوراق بهادار ناشرین خارجی مطابق قانون و مقررات وجود دارد. به علاوه، براساس ماده ۷ بند ۱۰ "پذیرش اوراق بهادار، نوع اوراق بهادار قابل پذیرش، وظایف و مسئولیت‌های شرکت در مورد نظارت بر حفظ شرایط پذیرش توسط ناشران، و تعلیق یا

لغو پذیرش اوراق بهادار" و در نتیجه مسئولیت کامل پذیرش اوراق بهادار به بورس ها محول شده است^۱ که البته پذیرش همزمان مستثنی از این قاعده است به طوریکه مطابق ماده ۱۵ به طور صریح پذیرش شرکت ها در بورس اوراق بهادار و بازارهای خارج از بورس را منوط به موافقت سازمان دانسته است.^۲ به علاوه، با توجه به اهمیت تعامل بین بورس ها و نهادهای ذی صلاح در سطح بین المللی جهت انتشار اوراق مذکور، بند ۷ ماده ۳ اساسنامه به "همکاری با بورس های دیگر در ایران و خارج از ایران به منظور تبادل اطلاعات و تجربیات، یکسان سازی مقررات و استانداردها و پذیرش همزمان (متقابل) اوراق بهادار مطابق قانون و مقررات" اشاره کرده است که شاید صریح ترین مقرر در خصوص امکان استفاده از سازوکار مذکور به شمار می رود.

تا پیش از این نحوه درخواست پذیرش از جانب شرکت خارجی مورد بررسی قرار گرفت اما در خصوص حالت عکس نیز مقرره ای تنظیم شده است؛ به طوریکه مطابق بند ج ماده واحده در خصوص فعالیت های بین المللی بازار سرمایه - مصوب ۱۳۸۶/۰۸/۰۷ شورای عالی بورس و اوراق بهادار - شرکت های ایرانی متقاضی پذیرش در بورس های خارجی چه به قصد عرضه درصدی از سهام خود در بورس های خارجی و چه به قصد معامله همزمان سهم در دو بورس و چه به منظور انتشار گواهی سپرده فراملی، به محض کسب موافقت کشور میزبان (مقصد) برای ارائه مدرک مورد نظر، قبل از هر اقدام باید درخواست اعطای مجوز عرضه اوراق بهادار خود را تسلیم شورا نموده و مجوز مربوطه را اخذ نمایند. این مقرر در راستای پوشش بند ۱۳ ماده ۴ قانون بازار تنظیم شده است.

با مشاهده قوانین موجود، به نظر می رسد قانون گذار در خصوص نحوه اعمال مقررات، قائل به رویکرد مشابهت بوده است بدین معنا که رفتار قانون گذار با ناشران خارجی مشابه ناشران داخلی است. به عنوان مثال مطابق ماده واحده در خصوص فعالیت شرکای خارجی در نهادهای مالی کشور مصوب ۱۳۹۸/۰۵/۰۵ شورای عالی بورس و اوراق بهادار، تمامی مقررات حاکم بر شرکای ایرانی

۱- شایان ذکر است بقیه افعال خودانتظام بورس ها از جمله نحوه پذیرش، تعلیق یا لغو عضویت اعضا یا ناشران مطابق فصل سوم

اساسنامه بورس ها در حیطه بورس هاست

۲- این بند عیناً در اساسنامه فرابورس نیز آمده است.

در خصوص شرکای خارجی نیز الزام آور است. معافیت دیگر مطابق ماده ۶ و ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی تنظیم شده است که براساس آن معافیت مالیات ناشران خارجی مشابه شرکتهای داخلی خواهد بود. به علاوه، در ماده ۷ دستورالعمل نحوه اعطای مجوز تأسیس و یا مشارکت شرکای خارجی در نهادهای مالی - مصوب مورخ ۱۳۹۸/۰۳/۰۱ هیات مدیره سازمان بورس اوراق بهادار - نیز آمده است که مقررات مربوط به شرکاء ایرانی بر فعالیت شرکاء خارجی نیز حاکم خواهد بود. البته دستورالعمل مذکور، در زمینه محدودیت یا شرایط مختلف از جمله سقف تملک، انتقال سهام، الزامات واگذاری سهام شرکاء خارجی و موارد دیگر در خصوص شرکتهایی که از پذیرش همزمان استفاده کردند، معافیت‌هایی لحاظ کرده است. به علاوه مطابق بند ۱ ماده ۱۱ آیین نامه سرمایه گذار خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مصوب ۱۳۸۹ هیئت وزیران، در صورتیکه سهام ناشران ایرانی پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس به طور هم زمان در بورس یا بازار خارج از بورس کشور دیگری پذیرفته شده باشند از اعمال محدودیت تملک سهام توسط سرمایه گذار خارجی راهبردی و غیرراهبردی معاف است. همچنین، بند ۳ ماده مذکور حالت عکس یعنی اوراق بهادار صادر شده توسط ناشر خارجی که در بورس یا بازار خارج از بورس ایرانی پذیرفته شده است، را از اعمال محدودیت‌های مندرج معاف کرده است. در پایان باید گفت، به دلیل عدم اجرای قابلیت مذکور در ایران، می‌بایست نسبت به تشخیص و حل چالش‌ها و مسائل مختلف در مقام تقنین یا عمل دقت لازم اختصاص یابد که می‌تواند در قالب تنظیم تفاهم نامه بین بورس‌ها یا ارکان ناظر این مهم انجام پذیرد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

رقابت در بازار سرمایه می‌تواند در ابعاد مختلف و با شدت متفاوت بین ارکان یا فعالان بازار رخ دهد. پذیرش همزمان به عنوان یکی از زمینه‌های رقابت به دو صورت امکان پذیر است؛ حالت اول پذیرش و درج مستقیم متقابل در هر یک از بورس‌ها؛ حالت دوم استفاده از رسیدهای سپرده گذاری در سطح داخل و بین الملل است که در نهایت باید متناسب با حجم بهینه بازار موازنه کارا بین منافع و هزینه‌ها ایجاد شود.

استفاده از قابلیت پذیرش همزمان در سطح بین الملل در گرو اتخاذ رویکردهای مختلف است که هر یک ابعاد و آثار مختص به خود را دارد و مستلزم ایفای نقش مناسب از سوی ارکان بازار از جمله رگولاتور، ناظر و فعالان بازار سرمایه و تنظیم سیاست رقابتی بهینه و در نهایت اعمال حقوق رقابت است. رویکرد کشورها در قبال این پدیده متفاوت است. نظام مقرراتی بازار سرمایه آمریکا و استانداردهای سازمان های بین المللی بازار اوراق بهادار از جمله آیسکو رویکردهای مختلفی در معاملات فرامرزی اتخاذ کردند. از طرف دیگر، در برخی کشورها با لحاظ استثنا و معافیت در شرایط خاص، با متقاضی خارجی مشابه شرکت داخلی برخورد می شود. براساس رویکرد دوم که تحت عنوان سازگاری جایگزین شناخته می شود، در صورت وجود شباهت ساختاری و مقرراتی طرف مقابل و عدم منافات با مقررات داخلی، نظام مذکور به رسمیت شناخته می شود. در این راستا، تشخیص یا شناخت می تواند یک جانبه یا دوجانبه باشد. در رویکرد سوم نیز به موجب انعقاد تفاهم نامه یا ذیل دستورالعمل ها و استانداردهای بین المللی یا دستورالعمل مصوب نهادی که هر دو کشور ذیل آن تعریف شدند، معاملات مجاز و مورد تأیید شناخته می شوند. نظام مقرراتی داخلی می تواند براساس صلاحدید و متناسب با ساختار خود هر یک از رویکردهای فوق را در قبال کشورهای مختلف اتخاذ کند.

پذیرش همزمان اوراق بهادار عامل شکل گیری موضوعات چالش برانگیز است که هر یک پیچیدگی مختص به خود را دارند. در قوانین و مقررات نظام حقوقی ایران، ایجاد قابلیت مذکور پیش بینی شده است اما شاید مراحل بعدی از جمله عرضه اولیه و معاملات ثانویه سرمایه گذاری خارجی مستلزم اعمال ملاحظات و اصلاحات فنی - مقرراتی در سطوح قوانین و مقررات از جمله قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی و آیین نامه مربوطه، آیین نامه اجرایی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس، دستورالعمل های مختلف عرضه و ثبت، معاملات و انتظامی و رویه های مختلف حل اختلافات است. در ادامه در فاز دوم و مقام اجرا، با توجه به قانون بازار که اوراق بهادار خارجی و معاملات آنها را در حیطه صلاحیت شورای عالی بورس قرار داده است، این نهاد می تواند رویکرد مشابهت با شرکت های داخلی را انتخاب و در کنار آن معافیت ها را افزایش دهد. البته باید توجه داشت که اعمال معافیت ها باید با لحاظ ماهیت معافیت ها باشد به طوریکه به ارکان و عناصر مقررات اصلی از جمله قانون تجارت یا قانون بازار خدشه وارد نسازد و همچنین ساختار بازار اوراق بهادار ایران از جمله نهادها، ابزارها، نظامات حقوقی و مقررات

عام و خاص را در نظر بگیرد. در این راستا، شورای عالی بورس باید الزامات مختلف را از جهت سازگاری با ساختار بازار سرمایه و نظامات حقوقی عام و خاص بازار طبقه بندی و مواردی که امکان معافیت آن‌ها وجود دارد، را متناسب با نظام حقوقی بازار هدف انتخاب نماید.^۱ در صورت قرابت ساختاری و مقرراتی نیز می‌تواند ضمن انعقاد تفاهم‌نامه همکاری، استثنا یا معافیت‌هایی در خصوص ناشران، معامله‌گران/کارگزاران یا سرمایه‌گذاران خارجی اعمال کرد. به علاوه، با آن دسته از بورس‌ها که عضو مشترک یکی از نهادهای بین‌المللی مانند فدراسیون جهانی بورس‌ها یا آیسکو هستند، براساس استانداردها و اصول نهاد مربوطه رفتار شود. در نهایت، حل چالش‌های مختلف مستلزم امضای تفاهم‌نامه و قید تمام ملاحظات مالی-حقوقی در بندهای تفاهم‌نامه مذکور با لحاظ هنجارهای مختلف و الزامات فنی است. با توجه به افزایش احتمال بکارگیری پذیرش همزمان در ایران، لازم است در خصوص قابلیت این سازوکار اصلاحات لازم در دستورالعمل‌ها و مقررات در نظر گرفته شود.

References

- [1] Ackerly, T, Dana, J. Pan & Eric J. (2002). Dual listing securities in Europe and the united states, Covington & Burling, Washington, D.C., U.S.A.
- [2] African market. (2019). <https://www.african-markets.com/en/stock-markets/egx/egypt-bahrain-stock-exchanges-sign-cross-listing-agreement>. Paris, France. Watched at 20190815.
- [3] Ansari, Ali, Esaae tafreshi, Mohammad & Hosseini, Seyedmilad, (2013). Analysis of the legal structure of self-regulatory institutions in the Iranian capital market with a comparative study in the US legal system, *The Financial Research*, No. 15(2), pp. 149-160. (in Persian)
- [4] Armour, J., Bengtzen, M., & Enriques, L. (2017). Investor Choice in Global Securities Markets., <http://www.law.columbia.edu>
- [5] Beny, L. N. (2005). Do insider trade laws matter? Some preliminary comparative evidence. *American Law and Economics Review*, 7(1), 144-183.

۱- جهت شناخت ماهیت معافیت‌ها و تناسب آن‌ها با ساختار و نظام حقوقی بازار، برخی از معافیت‌های نظام حقوقی آمریکا متناسب با ساختار بازار سرمایه آمریکا از جمله ابزارها و بازارها توضیح داده شد. ذکر این نکته نیز ضروری است که در مقاله حاضر تنها بخشی از معافیت‌ها که از اهمیت بیشتری برخوردارند توضیح داده شده است و بقیه آن‌ها با ذکر ماده مربوطه در اختیار خواننده قرار گرفته است.

- [6] Bookman, J. (2017). <https://www.securitieslitigation.blog/2017/08/dual-listed-companies-beware/>. Norton Rose Fulbright, Canada. 20190711.
- [7] Brummer, C. (2008). Stock exchanges and the new markets for securities laws. *The University of Chicago Law Review*, 75(4), 1435-1491.
- [8] Carpentier, C., L'Her, J. F., & Suret, J. M. (2008). Competition and survival of stock exchanges: lessons from Canada. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 11(02), 255-286.
- [9] Carson, J. (2011). Self-regulation in securities markets. The World Bank. WPS5542, Policy research working paper.
- [10] Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (2006). Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 455-489.
- [11] Cheng, B., Srinivasan, S., & Yu, G. (2014). Securities litigation risk for foreign companies listed in the US.
- [12] De landsheere, Janathan (2011). 21st century benefit of ADR-listing: an ending story. Thesis, Faculty of law, Tilburg university, Dpt. International Business law.
- [13] Emma de, R. (2015). <https://www.regulationtomorrow.com/asia/iosco-public-consultation-on-cross-border-securities-regulation/> Norton Rose Fulbright Canada 20190519.
- [14] Enriques, I & Troger, Tobias. (2007). European corporate governance institute, issuer choice in Europe, Working paper N. 90/2007
- [15] Erkan, Huseyin. (2005) Areas of cooperation among stock exchange of OIC counties, executive vice chairman, Istanbul stock exchange.
- [16] EU press (2014). 'Upgrading EU financial regulatory cooperation with the United States' at http://ec.europa.eu/newsroom/fisma/itemlongdetail.cfm?item_id=33100. EU. 20190615.
- [17] Evans, R.N. & Pinedo, Anna, T. capital markets in United States: regulatory overview. Morrison & Foerster LLP. Global. *Practical law*. Com/ 9-501-3333
- [18] Fan, Z. (2014). The long-run effect of cross-listing on firms: Evidence from China (Doctoral dissertation, Auckland University of Technology).
- [19] Fischel, D. R., & Grossman, S. J. (1984). Customer protection in futures and securities markets. *Journal of Futures Markets*, 4(3), 273-295.
- [20] Foucault, T., & Menkveld, A. J. (2008). Competition for order flow and smart order routing systems. *The Journal of Finance*, 63(1), 119-158.
- [21] Gerakos, J, Lang, M., & Maffett, M. (2011). Listing choices and self-regulation: The experience of the AIM.
- [22] Guseva, Y. (2012). Cross-listings and the new world of international capital: Another look at the efficiency and extraterritoriality of securities law. *Geo. J. Int'l L.*, 44, 411.

- [23] Halling, M., Pagano, M., Randl, O., & Zechner, J. (2007). Where is the market? Evidence from cross-listings in the United States. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 725-761.
- [24] Hemel, Danial (2011). Issuer Choice after Morrison. *Yale Journal on regulation*, Volume 28. Issue2
- [25] IOSCO technical committee. (2006). Regulation of remote cross-border financial intermediaries. International Organization of Securities Commissions, Madrid, Spain
- [26] IOSCO Technical Committee. (2006). Regulatory issues arising from exchange evolution. International Organization of Securities Commissions, Madrid, Spain.
- [27] IOSCO (2002). <https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou>. Spain. Watched at 20190409.
- [28] IOSCO (1998). International disclosure standards for cross-border offering and initial listing by foreign issuers, Spain.
- [29] Iran Fara Bourse Exchange. (2008) Article of Association of the Iran Fara Bourse. (In Persian)
- [30] Islamic Parliament of Iran. (2005) Capital market law of the Islamic Republic of Iran. (In Persian)
- [31] KAROLYI, G,A (2006), “The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom”, *Review of Finance*, 10, pp. 99– 152.
- [32] Koh, Y. (2012). Economic consequences of involuntary cross-listing of US restaurant companies on the Frankfurt open stock market in Germany. Temple University.
- [33] Lang, M., K. V. Lins & D. Miller (2003) ADRs, analysts and accuracy: Does cross listing in the U.S. improve a firm’s information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 41, 317–45
- [34] Licht, A. N. (2003). Cross-listing and corporate governance: Bonding or avoiding? *Chicago Journal of International Law*, 4(1), 122-141.
- [35] Lipson, M. (2003). Competition among market centers, University of virginina
- [36] Litvak, K. (2007). The effect of the Sarbanes-Oxley Act on non-US companies cross-listed in the US. *Journal of corporate Finance*, 13(2-3), 195-228.
- [37] Liu, Clark & Seasholes, Mark S. (2011) Dual-Listed Shares and Trading. In SSRN Electronic Journal. DOI: 10.2139/ssrn.2022556.
- [38] Miao, Y. (2012). Oversea Listing and State-owned Enterprise Governance in China: Role of the State. Harvard Law School. Harvard University. April.
- [39] Moneyland (2019). <https://www.moneyland.ch/en/secondary-listing-definition>. Swiss watched at 20190809.
- [40] Mu, J. (2014). Firms' Choices to Cross-list Stocks on the US and the UK Markets: An Earnings Quality Perspective (Doctoral dissertation,

ResearchSpace@ Auckland).

- [41] Nasdaq (2019). http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?searched=1&selectednode=chp_1_1_4_3_4_5&CiRestriction=dual&manual=%2FNASDAQ%2FMain%2Fnasdaq-equityrules%2FUSA
- [42] Nasdaq (2019). <https://business.nasdaq.com/mediacenter/pressreleases/1630394/nasdaq-and-sgx-establish-collaborative-listings-agreement> USA, watched at 20190719.
- [43] Nasdaq (2015). The Nasdaq listing rule. <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules>. USA. Watched at 20190205.
- [44] New York Stock Exchange. (2019) www.NYSE.com USA. Watched at 20190201.
- [45] Petrella, G. (2010). MiFID, Reg NMS and competition across trading venues in Europe and the USA. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(3), 257-271.
- [46] Practical law-ThomsonReuters (2019). [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-107-7215?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-107-7215?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1). United-Kingdom. watched at 20190803
- [47] Reiter N. (2017) Investor communication and the benefits of cross-listing, Doctor of philosophy business administration in the university of Michigan.
- [48] Ribstein, L. E. (2005). Cross-listing and regulatory competition. *Review of Law & Economics*, 1(1), 97-148.
- [49] Roosenboom, P, & Van Dijk, M. A. (2009). The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter? *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1898-1908.
- [50] Securities exchange organization. (2007). Securities Listing Regulation in the Tehran stock exchange. (In Persian)
- [51] Securities exchange organization. (2009). Listing, Offer and Transfer of the securities in the Iran Fara Bourse. (In Persian)
- [52] Securities Exchange Commission. (2019). <https://www.sec.gov/fast-answers/answerslistingtm.html>. USA. Watched at 20190319.
- [53] Securities Exchange Commission. (1934). Securities Exchange Act of 1934, USA.
- [54] Seigel, J., 2005, Can foreign firms bond themselves effectively by submitting to U.S. Law? *Journal of Financial Economics*, 75, 319-359
- [55] Stewart, J. T (2015). A Review of Market Segmentation and Inefficiencies of the Chinese Stock Market. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 4(4), 18.
- [56] Serra, A. P. (1999). Dual-listings on international exchanges: the case of emerging markets' stocks. *European Financial Management*, 5(2), 165-202.
- [57] Tehran Stock Exchange. (2006) Article of Association of the Tehran stock

- exchange. (In Persian)
- [58] Wallstreet journal (2019)
.http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_2_3&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F USA. Watched at 20190318.
- [59] *Wanjiru, C. K. (2013) The relationship between cross listing and liquidity: a study of shares cross listed in the east African securities exchanges.* Unpublished MSc project, University of Nairobi.

