

پژوهشهای حقوقی

شماره ۱۷

هزار و سیصد و هشتاد و نه - نیمسال اول

مقالات

توصیف خواسته در قانون و رویه قضایی • اصول بنیادین حاکم بر کنوانسیون ارتباطات الکترونیکی
آنستیرال • مؤلفه‌های امنیت اجتماعی در قوانین کیفری • شناسایی در حقوق بین‌الملل: آثار حقوقی
شناسایی کوزوو، اوستیای جنوبی و آبخازیا • اصول حاکم بر تعارض ادله اثبات دعوا • جلوه‌های
حقوق بین‌الملل کیفری در خاورمیانه؛ از محاکمه صدام تا محاکمه عاملان ترور رفیق حریری

موضوع ویژه: بورس اوراق بهادار در حقوق ایران و کشورهای دیگر

مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس • مطالعه تطبیقی ممنوعیت‌های دارندگان اطلاعات
نہانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار • تحلیل جرم معامله متکی بر اطلاعات نہانی • مبارزه با
تقلب در بازارهای اوراق بهادار؛ نگاهی به نظم حقوقی بازار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا •
بررسی آراء قضایی صادره در خصوص معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نہانی • مسؤولیت
مدنی کارگزاران بورس و فرایند طرح دعاوی مرتبط در مراجع صالحه • مسؤولیت کارگزاران در
معاملات فضولی اوراق بهادار با تکیه بر رویه هیأت داوری • نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و
تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن • داوری اختلافات در بازار اوراق بهادار • ماهیت حقوقی و
صلاحیت‌های هیأت داوری بازار اوراق بهادار • قواعد حاکم بر تشکیل شرکت‌های سهامی عام در پرتو
قانون بازار اوراق بهادار • آثار حقوقی الحاق ایران به سازمان جهانی تجارت بر خدمات بورس
اوراق بهادار • ادغام فرامرزی بازارهای بورس سهام و اوراق بهادار: توهم یا واقعیت؟

نقد و معرفی

ملاحظات پیرامون «نظریه مشورتی کوزوو» • بررسی جرم تجاوز در کنفرانس بازنگوری اساسنامه
دیوان کیفری بین‌المللی • نقدی بر قانون جدید بیمه اجباری مسؤولیت مدنی دارندگان وسایل نقلیه
• علائم تجاری غیرسنتی • قطعنامه ۱۹۲۹ شورای امنیت: بازتابی نبرد حق و قدرت در جهان
نامتحد • ششمین دوره مسابقات شبیه‌سازی دیوان کیفری بین‌المللی





http://jlr.sdil.ac.ir/article_41085.html

مجله پژوهش‌های حقوقی (علمی - ترویجی)، شماره ۱۷، نیمسال اول ۱۳۸۹
صفحات ۴۸۵ الی ۴۹۶، تاریخ وصول: ۱۳۸۸/۱۲/۵، تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۱/۲۳

ادغام فرامرزی بازارهای بورس سهام و اوراق بهادار: توهم یا واقعیت؟

دکتر آرامش شهبازی*

چکیده: بازار بورس سهام و اوراق بهادار اصولاً چارچوبی ملی دارد، به این معنا که سهام شرکت‌های داخلی در چنین بازاری مورد معامله قرار می‌گیرد. با وجود این جهانی شدن، ائتلاف و یکپارچگی در سطح بین‌المللی، همچنین پیشرفتهای فناورانه، انگیزه‌هایی مختلف برای ادغام بورسهای ملی سهام و تشکیل بورسهای فراملی فراهم آورده است. بر این اساس لازم است تا فهرستی از بورسهای سهامی ادغامی، شرایط عمومی اوراق بهادار مانند نقدینگی و نحوه مبادلات آنها به منظور اطمینان از رعایت حداقل استانداردهای بین‌المللی تنظیم و مورد توجه قرار گیرد.

از حیث حقوق رقابت، ادغام بورسهای سهامی از یکسو می‌تواند به افزایش هزینه‌ها، دیجیتالی شدن بازار سهام و یکدستی آن بینجامد و در مقابل گاه کاهش کارایی سرویسهای ادغامی را به همراه خواهد داشت. در این مقاله ضمن اذعان به مسائل متعدد مطرح در این زمینه، عمدتاً بر ایده ضرورت توجه به تحقق یک بازار جهانی بورس، چالشها و راهکارهای قابل طرح، از جمله پیش‌شرطهای لازم برای ادغام، ظرفیتهای مورد نظر و نتایج و پیامدهای این امر، به اختصار نظر خواهیم افکند.

کلیدواژه‌ها: بورس، ادغام، سهام، اوراق بهادار، بازار بورس جهانی

مقدمه

جهانی شدن، رهایی از انحصار قوانین ملی و پیشرفتهای فناورانه به تغییراتی عمده در قانون‌گذاری در زمینه بازرگانی مانند دستورالعمل خدماتی بازرگانی (ISD)^۱ و یا متعاقب آن شکل‌گیری

* مدرس دانشگاه و پژوهشگر حقوق بین‌الملل. arameshshahbazi@gmail.com

هدف از نگارش این مقاله تنها بیان ضرورت توجه به طرح ایده ادغام بازارهای بورس در سطح ملی و بین‌المللی و در راستای امکان تعامل حقوقدانان بین‌المللی و متخصصان بورس اوراق بهادار بوده است. نگارنده امیدوار است که این مطلب توسط متخصصان ذربط مورد تأمل و ارزیابی کارشناسانه قرار گیرد.

¹. Investment Services Directive, Council Directive 93/22, On Investment Services in the Securities

دستورالعملی در خصوص تسهیلات اعتباری (MiFID)^۲ که به منظور هماهنگ‌سازی قوانین پراکنده در بازار شکل گرفته و به شکل‌گیری فضای حقوقی جدیدی برای بازارهای سرمایه در جهان منتهی می‌شود، انجامیده است.

چنین گرایشی نه تنها به لحاظ کمی، شمار بازرگانان بین‌المللی که به ویژه در بازارهای مالی اروپا نقش مهمی را بازی می‌کنند افزایش داده، بلکه زمینه‌هایی را برای ادغام بازارهای بورس در جهت تسهیل بازرگانی فرامرزی و یکپارچه‌سازی بورس در سطح اروپا و حتی در سطح بین‌المللی را فراهم آورده است. تلاش در جهت حذف یا کاهش هزینه‌های این بازارها، به ویژه بازارهای نوپا و از سوی دیگر فراهم آوردن زمینه‌ای در جهت فراهم آوردن امکان رقابت میان بازارهای بورس در سطح بین‌المللی، بستری مناسب را برای طرح ایده امکان و چگونگی ادغام بازارهای بورس در سطح بین‌المللی و تحقق «بازار بورس جهانی» فراهم آورده است. در این مقاله ضمن بررسی تحقق ایده ادغام فرامرزی بازارهای بورس، به برخی چالشهای مطرح و ارزیابی آنها به اختصار خواهیم پرداخت. بدیهی است ذکر نمونه‌هایی از بازارهای بورس ادغامی و تأملی در چگونگی آنها می‌تواند زمینه‌ساز پژوهشهای آتی در این زمینه تلقی شود.

بند نخست: ادغام فرامرزی بازارهای بورس و برخی چالشهای مطرح

ادغام فرامرزی بازارهای بورس مسائل و چالشهای جالب توجهی را به همراه دارد. از بعد تجاری، همکاریهای ناشی از چنین تلفیقی، علاوه بر پیچیدگیهای قابل تأمل پیرامون یک ساختار اقتصادی بهینه و حتی ضرورت حمایت از سهام‌داران جزء در چنین ساختاری، از سوی دیگر، از حیث وضع مقررات سازمانی نیز مسائل متعددی در سطح ملی (در چارچوب انطباق با مقررات بازار سهام ادغام شده) و سطح بین‌المللی (در قالب انطباق با پیش‌شرطهای صلاحیتی لازم برای هیأت یا هیأت‌های قانون‌گذاری) را به همراه دارد. از جمله اینکه این مقررات هم بر نحوه و ترکیب بازار سهام ادغامی و هم بر اشخاصی که به نوعی با این بازار در ارتباط بوده و همچنین بر میزان سهام در گردش در سطح بین‌المللی اثرگذارند. به همین جهت است که برای مثال، همزمان که (NYSE)^۳ تابع مقررات خاص سازمانی خودش می‌باشد، تابع مقررات کمیسیون بورس و اوراق

Field, 1993 O.J. (L 141) p. 27.

این دستورالعمل، چارچوب حقوقی معینی را برای شرکتهای سرمایه‌گذار و بورس اوراق بهادار در اتحادیه اروپا مشخص می‌کند که متضمن یک شناسنامه واحد برای ارائه خدمات تجاری است و از این طریق زمینه‌ای را برای فعالیت شرکتهای تجاری در قلمروی مرزی اتحادیه فراهم می‌آورد.

2. Markets in Financial Instruments Directive, European Parliament and the Council of April 21, 2004. Parliament and Council Directive 2004/39, art. 69, On Markets in Financial Instruments, 2004 O.J. (L 145) 1. 39. See Press Release, European Union, Investment Services: Final Adoption of Directive is Boost for Investment Firms and Their Clients (Apr. 27, 2004) (available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/546>) (18.05.2010); also see http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/1_625) (18.05.2010)

3. New York Stock Exchange

در حال حاضر NYSE Euronext از ترکیب دو شرکت NYSE و Euronext N.M در ۴ آوریل ۲۰۰۷

بهادار ایالات متحد آمریکا (SEC) و قوانین ایالتی نیز می‌باشد. اما علاوه بر این دسته مقررات همچنین مشمول قواعد قوام‌نیافته حقوق بین‌الملل^۴ و حتی علاوه بر اینها تعهدات قراردادی دیگری^۵ نیز می‌شود. نباید از نظر دور داشت که در بسیاری موارد ممکن است بازار سهام با چالش امکان اعمال فرامرزی قوانین متعدد اعضاء مواجه شود.

در چنین مواردی، در صورتی که اصل پذیرفته شده «هیچ‌کس نمی‌تواند قاضی اعمال خود باشد»^۶ را با این ایده که «هیچ‌کس نمی‌تواند قاضی رقیب خود باشد»^۷ پیوند زنیم، نتیجه این خواهد بود که در هر حال، قوانین ملی حاکم بر بازارهای بورس ملی از این جهت که تنها استانداردهای وضع شده توسط قانون‌گذاران داخلی به منظور کنترل رفتار مخاطبینی خاص می‌باشند، نمی‌توانند بر بورسهای بین‌المللی حاکم و بر چگونگی تعامل طیف گسترده مخاطبین آنها اثرگذار باشند.

به این ترتیب ساختارهای جدیدی که از ترکیب یا تلفیق ساختارهای اقتصادی پیشین در قالب ادغام بازارهای بورس شکل می‌گیرند، در عمل با مشکلات عدیده‌ای روبه‌رو هستند، از جمله اینکه نمی‌توان این نکته را نادیده انگاشت که معمولاً بازارهای بورس به لحاظ سازمانی «خودگردان»^۸ محسوب می‌شوند. به طور معمول، بازارهای بورس تحت نظارت کمیسیون اوراق بهادار یک کشور فعالیت می‌کنند، این در حالی است که همزمان این بازارها دارای اقتدار لازم در نحوه ترکیب و ساماندهی اعضاء و کارمندان خود می‌باشند. در واقع تنش میان وضعیت بازارهای بورس به عنوان تأسیسات خودگردان و از سوی دیگر، «واحدهای انتفاعی»^۹ زمینه‌هایی را برای طرح دغدغه‌هایی از سوی واضعین قانون، مخاطبین و نحوه اعمال مقررات در این تأسیسات

شکل گرفته است. این ترکیب از دو قاره اروپا و آمریکا، تجربه، پرسنل، مهارت و سرمایه دو قاره را در یک شرکت تلفیق نمود. چشم‌انداز اصلی این شرکت مادر، تأمین نقدینگی شرکتهای نوپایی است که به نقدینگی جهت رقابت در بازار سرمایه یا رشد اقتصادی نیازمندند. این تحول سرآغازی بر امکان و الگویی برای ادغام بازارهای بورس در سطح بین‌المللی محسوب می‌شود. نک:

<http://www.nyse.com/about/1088808971270.html> (18.05.2010)

^۴ برای مثال تابع مقررات کمیته سازمان بین‌المللی اوراق بهادار (IOSCO) نک:

Press Release, Int'l Org. of Sec. Comm'ns, Joint Forum: Amplified Mandate (June 14, 2002) (available at <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS3.pdf>)

^۵ مثل موافقتنامه تعرفه و تجارت (GATT) نک:

Rosa Maria Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, pp. 346-47 (2006).

و موافقتنامه عمومی تجارت خدمات (GATS) نک:

General Agreement on Trade in Services, Apr. 15, 1994, Marrakesh Agreement Establishing the World Trade Organization, Annex 1B, *The Legal Texts: The Results of the Uruguay Round of Multilateral Trade Negotiations* 283, 33 I.L.M. 1125, 1168 (1994). See generally, *The General Agreement on Trade in Services (GATS): Objectives, Coverage and Disciplines*, <http://www.wto.org/english/tratop e/serv e/gatsqa e.htm> (14.05. 2010)

^۶ *nemo iudex in sua causa*

^۷ از این حیث که وضعیت مزبور، مانع از قضاوتی منصفانه خواهد بود.

^۸ Self-Regulatory Organization (SROs)

^۹ for-profit entities

فراهم می‌آورد. بنابراین دغدغه اصلی این است که با ظهور یک بازار بورس جهانی که محصول و فرایند ادغام فرامرزی بازارهای بورس ملی است، قانون یا قوانین حاکم بر نهاد حقوقی جدید کدام است؟ آیا یک قانون بر کل مجموعه حاکم خواهد بود یا قانون‌گذاران ملی قادر خواهند بود تا بر اساس سیستم حقوقی داخلی خود، استانداردهای متفاوتی را برای مخاطبان خود پیش‌بینی نمایند؟ آیا اساساً امکان طرح چنین بازاری به لحاظ قابلیت‌ها و امکانات موجود در صحنه بین‌المللی وجود دارد یا تنها می‌توان به انواع بازارهای بورس ادغام شده در قلمروهای جغرافیایی محدود (قلمروهای ملی) دل بست؟

بند دوم: سابقه تاریخی موضوع

به لحاظ تاریخی تغییرات عمده و شگرفی در بازارهای بورس کشورهای جهان، به ویژه بازارهای بورس اروپا در دو دهه اخیر به وقوع پیوسته است. این تغییرات در دو قالب کلی عبارتند از:

- ۱- ادغام بازارهای بورس یا الحاق برخی بازارهای بورس به اتحادیه‌های بورس،
- ۲- تغییرات اساسی در ساختارهای مالکیتی در بازارهای بورس.

در همین راستا بازارهای بورس با برخی بازارهای فرعی یا انشقاقی ادغام شده‌اند. در این میان اتحادیه‌هایی که ناشی از ادغام بازارهای تجاری مناطق جغرافیایی مختلف بوده‌اند، معمولاً تمایل داشته‌اند تا از حداکثر صرفه‌جویی ممکن در بازار بهره‌برند و در صورتی که ادغام بورسهای متعدد در حوزه فعالیت‌های مختلف اقتصادی بوده است، معمولاً با هدف ساماندهی خدمات مالی کامل برای مشتریان شکل گرفته است.

نباید از نظر دور داشت که یکی از مهمترین تحولات در زمینه بازار بورس می‌تواند شکل‌گیری یک شبکه دیجیتالی و مجازی گسترده، اما به هم پیوسته میان بازارهای بورس ملی باشد. در سال ۱۹۷۷، بازار بورس کانادا برای نخستین بار به یک بازار بورس دیجیتالی تبدیل شد.^{۱۰} و این در حالی است که امروزه بیشتر بازارهای بورس الکترونیکی شده‌اند. یکی از مهمترین حسن دیجیتالی شدن بازارهای بورس نیز، خود کمک به تحقق یک بازار بورس فرامرزی یا جهانی در معنای واقعی است.^{۱۱}

بازار بورس استکهلم نخستین بازار بورسی بود که در واقع با ترکیبی از بازارهای بورس دیگر در سال ۱۹۹۳ شکل گرفت. پس از این بازار، بازار بورس استکهلم در سال ۱۹۹۵، بازار بورس هندوستان و بازار بورس کپنهاگ در سال ۱۹۹۶، بازار بورس آمستردام در سال ۱۹۹۷، بازار بورس هنگ‌کنگ و لندن در سال ۲۰۰۰ و بازار بورس بمبئی در سال ۲۰۰۵ و بازار بورس نیویورک در

¹⁰ See Sofia B. Ramos, "Competition Between Stock Exchanges: A Survey" 6 (Int'l Ctr. for Fin. Asset Mgmt. & Eng'g, Research Paper No. 77, 2003), available at <http://www.swissfinanceinstitute.ch/rp77.pdf>, p. 8.

¹¹ از این طریق، هزینه‌های معاملات کاهش یافته و در مقابل نقدینگی افزایش می‌یابد.

سال ۲۰۰۶ نیز تحولاتی در همین زمینه را تجربه نموده‌اند.^{۱۲} اینک بازارهای بورس ملی ادغام شده فراوانی در اروپا و به ویژه در ایالات متحد آمریکا قابل شناسایی‌اند، با این حال، تنها از رهگذر تأمل در این بازارهای محدود و برآورد چگونگی تعامل آنهاست که می‌توان ضرورت‌های تحقق یک بازار بورس جهانی و چالش‌های آن را از نظر گذرانید.

بند سوم: ماهیت بازارهای بورس ملی و فراملی

بازار سرمایه محلی در یک سیستم مالی است که مجموعه‌ای از ابزارهای لازم برای فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری را گرد هم آورده و به عنوان یک بازار سرمایه دائمی برای داد و ستد سهام و اوراق بهادار، بزرگ‌ترین و اصلی‌ترین نهاد بازار سرمایه در هر کشور محسوب می‌شود.^{۱۳} بازارهای بورس به دو دسته بازارهای اولیه (عموماً جهت صدور اولیه اوراق بهادار) و بازارهای ثانویه (جهت تجارت و مبادله اوراق بهادار صادر شده قبلی) تقسیم می‌شوند. در ادبیات حقوقی دست کم سه مفهوم از بازار بورس خودنمایی می‌کنند:^{۱۴} یک سیستم تجاری در معنای خاص^{۱۵}، بورس به عنوان یک مؤسسه بازرگانی^{۱۶} و بورس به عنوان واسطه‌ای در معاملات بازرگانی^{۱۷}. گرچه به طور معمول بازار بورس در زمره شرکتهای تجاری محسوب نمی‌شود، اما می‌توان آنها را در زمره انواع خاصی از شرکتهای دانست که محصولشان ترکیبی از دو نوع کالا است: خدمات صورت‌برداری شده و خدمات تجاری؛ و بر همین اساس دو دسته مشتری مستقیم دارند، مشتریهایی که تمایل دارند تا از آنها صورت‌برداری و آورده‌هایشان به بازار ارائه گردد و

12. Andreas M. Fleckner, "Stock Exchanges at the Crossroads", *Fordham Law Review*, Vol. 74, 2006, pp. 2551-ff.

13. محمد تقی رفیعی و راضیه عبدالصمدی، «بررسی حقوقی اوراق اختیار معامله در بازار بورس اوراق بهادار»، *اندیشه‌های حقوقی*، سال چهارم، شماره دهم، بهار و تابستان ۱۳۸۵، ص ۷۸؛ موسی روح‌الامینی، *بازار طلایی بورس*، تهران، انتشارات اطلس، ۱۳۸۴، ص ۱۱.

14. Carmine Di Noia, *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, 33 *Quaderni di Finanza* 3, 17 (1999) also cited in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=200991 (01.07.2010)

15. در این قالب، لازم است تا بازار بورس ۱- به تسهیل فعالیت‌های بازرگانی کمک کند، ۲- اطلاع‌رسانی مستمر و قابل اطمینان پیرامون بهای کالاها و خدمات ارائه شده در بورس، ساختاری برای امکان انجام مزایده‌های لازم در بورس به نحوی که طرفین خریدار و فروشنده در این بازار به خوبی از اطلاعات لازم و چگونگی مبادله در فضای قابل قبولی بهره‌مند شوند. نک: *Ibid.*

16. در جایی که بورس خود به عنوان یک مؤسسه تجاری درمی‌آید که کارویژه‌اش فراهم‌سازی کالایی پیچیده در قالب اوراق بهادار است- که این کالا از عناصر متعدد و پیچیده‌ای مانند اطلاعات مربوط به قیمت، بیمه و استاندارد کردن نرخها تشکیل می‌شود- با این وصف، مالکان سهام موظفند تا رضایت دیگر نهادهای منتفع (از میانجیگران گرفته تا صادرکنندگان اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران ذریبط) را حاصل نمایند. نک: *Ibid*, pp. 17-18.

17. در این صورت، بازار بورس به تسهیل مبادله میان خریدار و فروشنده و به عنوان واسطه‌ای در این میان عمل می‌کند.

واسطه‌هایی که می‌خواهند از طریق بورس به عرضه کالاهای موجود بپردازند. همزمان که توسعه بازارهای مالی بین‌المللی می‌تواند مبین توسعه اقتصادی و تزریق میزان بیشتری از ذخایر مالی به بازارهای بین‌المللی باشد، از سوی دیگر می‌تواند زمینه‌ساز برخی بحرانهای مالی در سطح بین‌المللی، به ویژه با توجه به میزان توسعه یافتگی یا قدرت زیرساختهای اقتصادی هر کشور محسوب شود. صندوق بین‌المللی پول پس از بحران اقتصادی عظیمی آسیا ابراز داشت مهمترین درسی که از این بحران می‌توان گرفت ضرورت ساماندهی صحیح و مناسب سرمایه و توسعه در بخش اقتصادی است که مشتمل بر وضع مقررات، مدیریت مخاطرات احتمالی و شفافیت‌سازی بیشتر در آن بخش می‌باشد.^{۱۸} بحران مذکور پیشنهادهای متعددی را در خصوص ضرورت برخی اصلاحات در زمینه‌های مالی بین‌المللی از جمله ضرورت تمرکز بر پیشگیری از بروز بحران و بازسازی ساختار اقتصاد بین‌الملل به همراه داشت.^{۱۹}

با این حال، مسأله مهمی که قابل توجه است این است که آیا بازارهای بورس اوراق بهادار سازمانهایی غیرانتفاعی تلقی می‌شوند یا نه؟ گرچه به نظر می‌رسد از خود قانون چنین بر می‌آید که بورس ماهیتاً غیرانتفاعی است،^{۲۰} و برخی ملاحظات نیز در همین خصوص شکل گرفته‌اند،^{۲۱} با این حال در اواخر سال ۱۹۹۸ میلادی با شکل‌گیری برخی قوانین پراکنده در ارتباط با بورس و سیستمهای جایگزین تجاری^{۲۲}، برای مثال، کمیسیون بورس ایالات متحد امریکا اظهار داشت که تحت شرایطی، نمی‌توان به قطعیت دلیلی در راستای عدم امکان چندوجهی شدن و انتفاعی شدن بازارهای بورس اقامه نمود.^{۲۳}

بند چهارم: اصول حاکم بر بازارهای بورس بین‌المللی

با توجه به برخی نواقص عمده در ساختار اقتصاد بین‌الملل، سازمان بین‌المللی اوراق بهادار^{۲۴} و کمیته بین‌المللی تدوین استانداردهای حسابداری^{۲۵}، در تکاپو جهت تدوین، توسعه و انتشار استانداردهای بین‌المللی در زمینه بازارهای مالی بین‌المللی به ویژه بازارهای بورس، تلاشهای متعددی را انجام داده‌اند که هر چند قالب این اقدامات در چارچوب شکل‌گیری قواعد قوام

18. Horst Kohler, Managing Dir., Int'l Monetary Fund, A Public-Private Partnership for Financial Stability, Address at the Institute for International Finance, (May 31, 2001), available at <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/053101.htm> (01.07.2010)

19. see Mario Giovanoli, "A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting", in *International Monetary Law: Issues for the New Millennium 3* (Mario Giovanoli ed., 2000).

20. Regulation of Exchanges, 62 Fed. Reg. at 30, 487.

21. John C. Coffee, Joel Seligman, Hillary A. Sale, *Securities Regulation - Cases and Materials*, US, Foundation Pr, 2007, p. 630.

22. ATS (Rule on alternative trading systems)

23. Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Exchange Act Release No. 34-40760, 63 Fed. Reg. 70, 844, 70, 848 (Dec. 22, 1998).

24. IOSCO (International Organization of Securities Commissions) see <http://www.iosco.org/> (30.06.2010)

25. IASC (International Accounting Standards Committee) see <http://www.iasb.org/Home.htm> (30.06.2010).

نیافته^{۲۶} منحصر می‌شوند، از این جهت که بسیاری خلأهای فاحش موجود و ابهامات مطرح در خصوص اصول حاکم بر بازارهای بورس را پوشش می‌دهند، در سطح ملی و بین‌المللی مورد توجه جدی قرار گرفته‌اند.

علاوه بر این، در سطح بین‌المللی می‌توان به استانداردهایی از جمله اصول و اهداف مقررات اوراق بهادار (۲۰۰۲) و فدراسیون بازار سهام (۲۰۰۲)^{۲۷} در زمینه سیستمهای تأدیه و پرداخت^{۲۸}، یا برخی بازارهای مشارکتی خاص تحت نظر اتحادیه بین‌المللی بازار سرمایه^{۲۹} اشاره نمود.

توجه به این قبیل اسناد در سطح بین‌المللی، از بسیاری ابعاد زمینه‌های مشترکی را برای سازمانهای بین‌المللی اقتصادی یا بازارهای بورس در سطح بین‌المللی فراهم آورده تا با ارجاع به این استانداردها و در پرتو اصول و اهداف مشترک از پیش تعریف‌شده، هر چند در نهایت غایت و هدف متفاوتی را دنبال می‌کنند، در مسیر مشترکی به سمت یکپارچگی در سطح بین‌المللی گام بردارند.^{۳۰}

(IOSCO) با وجود کلیه چالشهای موجود و علیرغم ضرورت توجه به استانداردهای لازم‌الاجرا، بیش از هر چیز بازارهای ملی سالم را برای تقویت یک اقتصاد ملی توسعه‌یافته ضروری دانسته و مسیر حرکت سیستمهای اقتصادی توسعه‌یافته و بازارهای بورس پررونق را رفته‌رفته در جهت تحقق یک بازار مالی بین‌المللی پیش‌بینی می‌کند.^{۳۱} لازمه چنین حرکتی نیز تمرکز بر بازارهای مالی بین‌المللی به ویژه بازار بورس بجای تمرکز بر اندوخته‌های مالی در بانکهاست.

بند پنجم: نگاهی به چگونگی بازارهای بورس ادغامی در ایالات متحد امریکا

تحول در زمینه بازارهای بورس و تبدیل این بازارها به بازارهای چندوجهی در ایالات متحد در مقاطع تاریخی مختلف متفاوت بوده است. تا پیش از سال ۱۹۹۳ میلادی بازارهای بورس منحصراً توسط اعضایشان اداره می‌شدند. در واقع پس از تحول اساسی در بازار بورس به سمت چندوجهی شدن در بازار بورس استکلهم در سال ۱۹۹۳ به تدریج این روند در سایر بازارهای بورس نیز مشاهده شد، که در این فرایند دیگر تنها اعضا، تنها مالکین بازار سهام محسوب نمی‌شدند. در نشست سالانه فدراسیون جهانی بازار بورس^{۳۲} که با حضور نمایندگان ۱۵ بازار

26. Soft law

27. See World Fed'n of Exchs., Market Principles 2002 (2002), available at <http://www.worldexchanges.org/publications/WFE%20Market%20principles.pdf> (30.07.2010)

28. CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems)

29. ICMA (International Capital Market Association) see <http://www.icmagroup.org> (01.07.2010)

30. برای مثال گرچه اهداف اقتصادی اتحادیه اروپا و نفتا دقیقاً در یک مسیر نیستند، توجه به استانداردهای مالی

بین‌المللی، زمینه‌ای را برای ادغام بازارهای مالی مشترک ولو در سطح محدود و دوجانبه در میان اعضای دو سازمان مزبور فراهم آورده است.

31. Ioannis Kokkoris and Rodrigo Olivares-Caminal, "Some Issues on Cross-Border Stock Exchange Mergers", 29 U. Pa. J. Int'l L. 455, 2007, p. 469.

32. For general information about the World Federation of Exchanges, see World Federation of

بورس از مجموع ۲۲ بازار تشکیل گردید، نمایندگان ۱۴ بازار تأیید نمودند که متقاضی چندوجهی شدن می‌باشند و ۶ عضو حاضر دیگر نیز اذعان داشتند که در حال بررسی موضوع از حیث کارشناسی می‌باشند.^{۳۳} به علاوه در تحقیقی دیگر در سال ۲۰۰۳ میلادی ۴۲ بازار بورس از مجموع ۸۵ بازار چندوجهی شده و ۱۶ بازار نیز در حال طی این فرایند بودند و تنها ۲۳ بازار هیچ‌گونه قصدی در این خصوص نداشتند.^{۳۴}

به هر حال نباید از خاطر برد که ایالات متحد آمریکا حرکت نسبتاً کندی را به سمت چندوجهی شدن و انتفاعی شدن پیموده است. در واقع به نظر می‌رسد نمی‌توان دلیل روشنی را در راستای چنین تمایلی در این کشور اقامه نمود،^{۳۵} چرا که قوانین موجود در این خصوص کاملاً یکدست نیستند؛ برای مثال هرچند قانون بورس و اوراق بهادار این کشور، عضویت در بازارهای بورس را به واسطه‌گرانی که اسامی‌شان به ثبت رسیده منحصر می‌کند،^{۳۶} خود قانون به صراحت بیان می‌دارد که بازار بورس متعلق به اعضایش می‌باشد. با این وصف به سختی می‌توان میان عضویت^{۳۷} (که حق تجارت و مدیریت بازار بورس را فراهم می‌آورد) و مالکیت^{۳۸} در بورس (که امتیاز منافع و تقسیم مازاد سرمایه را فراهم می‌آورد) قائل به تفکیک شد. این به آن معناست که به نظر می‌رسد در قانون بورس اوراق بهادار، مالکیت و عضویت لازم و ملزوم یکدیگر تلقی نمی‌شوند.

به هر حال، در سال ۲۰۰۴ نخستین بازار بورس چندوجهی انتفاعی در ایالات متحد آمریکا شکل گرفت. این بازار مجموعه‌ای از چند بازار بورس بود که با نام «آرکا ایکس»^{۳۹} به عنوان یک

Exchanges, <http://www.world-exchanges.org> (04.07. 2010). As of February 24, 2006, the federation had fifty-seven members. See World Federation of Exchanges, Members Worldwide, <http://www.worldexchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=54> (04.07.2010)

33. Int'l Org. of Sec. Comm'ns, Issues Paper on Exchange Demutualization (2001), p. 3.

34. John W. Carson, "Conflicts of Interests in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?" (World Bank Policy Research, *Working Paper No. 3183*, 2003), available at <http://ssrn.com/abstract=636602>, p. 5.

35. Andreas M. Fleckner, *op. cit.*, p. 2555.

هرچند می‌توان ادعای کمیسیون بازار بورس در این خصوص را مورد توجه قرار داد که بر اساس آن لازم است تا ساختار کلاسیک عضویت در بازار بورس و عضویت انحصاری دلالت و واسطه‌گران در این بازار همچنان محفوظ بماند.

Regulation of Exchanges, Exchange Act Release No. 34-38672, International Series Release No. IS-1085, 62 Fed. Reg. 30, 485, 30, 487 (June 4, 1999)

همین رویکرد مورد قبول دادگاه عالی ایالات متحد در قضیه سیلور علیه بازار بورس نیویورک نیز است. دیوان معتقد است: «... اوراق بهاداری که در بازارهای بورس ارائه و عرضه می‌شوند، تنها تحت کنترل و

مدیریت اعضا می‌باشند.» *Silver v. N.Y. Stock Exch.*, 373 U.S. 341, 350 (1963)

نظر برخی مفسران نیز در تأیید همین رویکرد است. نک: *Coffee & Seligman, op. cit.*, p. 630

36. Securities Exchange Act § 6(c)(1), 15 U.S.C. § 78f(c)(1) (2000)

37. membership

38. ownership

39. ArcaEx (Pacific Stock Exchange AND Archipelago Holdings)

سازمان عمومی و انتفاعی شکل گرفت.^{۴۰} در سال ۲۰۰۵ بازار بورس نیویورک نیز به همین بازار بورس پیوست.^{۴۱} و اینک پس از گذشت چندین سال و برداشتن گامهای متعدد در این زمینه،^{۴۲} بورس جدید به عنوان یک بازار بورس چندوجهی انتفاعی در قلمرو ایالات متحد به فعالیت خود ادامه می‌دهد.^{۴۳}

بند ششم: رقابت در میان بازارهای بورس و عوامل زمینه‌ساز آن

چندوجهی شدن و متعاقب آن تغییر ماهیت بازارهای بورس ملی به بازارهای بورس عمومی، بحثی چالش‌برانگیز برای بازارهای بورسی است که قصد دارند تا با سایر بازارهای بورس به رقابت پردازند. درحالی که عمده نظریه پردازان عوامل متعددی را در این فرایند دخیل می‌دانند، با اینحال بیشتر آنها در ارتباط با یک شاخص تعیین‌کننده توافق دارند و آن شاخص نیز «رقابت» است. در این مجال، تنها به اختصار به این بحث خواهیم پرداخت که رقابت و زمینه‌های تحقق رقابت در میان بازارهای بورس کدامند.

عوامل متعددی زمینه‌ساز رقابت میان بازارهای بورس محسوب می‌شوند. از مهمترین این زمینه‌ها می‌توان به توسعه فناوری^{۴۴} و جهانی شدن^{۴۵} اشاره نمود. در واقع نمی‌توان انکار کرد که تحولات شگرفی که در نحوه ارتباطات و فناوری اطلاعات صورت پذیرفته، بازار بورس را نیز دستخوش تحولات عظیمی کرده است.^{۴۶}

40. Press Release, Pac. Exch., Archipelago and the Pacific Exchange Announce Plan to Create a New National Stock Exchange Mar. 14, 2000, available at:

http://www.tradearca.com/content/press/releases_03_14_00.pdf; Press Release, Pac. Exch., Archipelago and the Pacific Exchange Close Transaction to Create National Stock Exchange/July 13, 2000, available at:

http://www.pacificex.com/news/press/press/-2000abt_press_00_arca_close.html; Press Release, Pac. Exch., Archipelago Exchange Approved by SEC (Oct. 25, 2001), available at http://pacificex.com/news/press/press-2001/abt_press_01_sec_arcaex.html (25.06.2010)

41. Press Release, NYSE & Archipelago, New York Stock Exchange and Archipelago Exchange Agree to Merge (Apr. 20, 2005), available at http://www.nyse.com/pdfs/joint_release.pdf; see also *To Tell The Truth*, Wall St. J., Apr. 29, 2005, at C4 (mentioning merger); Jerry Putnam, Chairman & CEO, Archipelago Holdings Inc., Public Statement on Agreement to Merge NYSE and Archipelago (Apr. 20, 2005), available at

<http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/content/articles/1113993488657.html> (04.07.2010)

42. see the New York Stock Exchange's Website,

<http://www.nyse.com/about/newsevents/1114079977834.html> (05.04. 2010). 101.

43. Aaron Lucchetti, "A Big Exchange: NYSE Members Approve Deal, Wall St. J., Dec. 7, 2005, at C1; U.S. Approves Exchange Deals", *Wall St. J.*, Nov. 17, 2005, at C3.

44. Press Release, HKEx, Hong Kong Exchanges Starts a New Chapter Following Completion of Merger (Mar. 6, 2000), available at

<http://www.hkex.com.hk/news/hkexnews/0306news4.htm> (04.03.2010)

45. globalization

^{۴۶} رئیس هیأت مدیره بورس اوراق بهادار پاسفیک در همین خصوص در سال ۱۹۹۹ میلادی اظهار داشت:

«فقدان تکنولوژی مهمترین نقطه ضعف ما در سی سال گذشته بوده است ... و ادامه داد اینک همین

تکنولوژی زمینه‌ساز بیم و امید ما در ادامه مسیر است.» نک:

Robert M. Greber, Chairman, Pacific Exchange, Inc., "Public Statement Regarding Moving Securities Exchanges into the 21st Century", (June 15, 1999).

فناوری بسیاری از موانع موجود یا ممکن در بازار بورس را در نوردیده و توسل به سیستم‌های تجاری جایگزینی را به منظور رقابت با بازارهای بورس موجود فراهم می‌آورد. اما نقش فناوری تنها در به این امر محدود نمی‌شود، در واقع بازارهای بورس خود به نوعی در قلمرو فناوری محصور شده‌اند، و حتی شاید به همین دلیل است که هزینه فعالیت‌های بازرگانی در سال‌های اخیر روندی نزولی داشته‌است،^{۴۷} در واقع نزول قیمت خود به رونق بیشتر بازارهای اقتصادی منتهی شده و رونق این بازارها نیز «صرفه‌جویی‌های کلان اقتصادی»^{۴۸} را به همراه خواهد داشت.

از سوی دیگر رقابت در میان بازارهای بورس با جهانی شدن و پیامدهای آن نیز تشدید می‌شود. به این ترتیب، متعاقب با فرایند جهانی شدن، با تغییرات متعددی در زمینه بازارهای مالی بین‌المللی روبه‌رو شده‌ایم. این تغییرات با حجم وسیع آورده‌های مالی به چرخه اقتصاد بین‌الملل تشدید می‌شود. به علاوه، تغییراتی که پیامد تحولات ناشی از جهانی شدن می‌باشند، نیز در این عرصه به شدت خودنمایی می‌کنند. تمامی متغیرهای مذکور به علاوه ضرورت هماهنگی و همسازي از طریق هنجارهای قوام نیافته موجود^{۴۹}، (با فقدان هنجارهای قوام یافته) از عوامل تعیین‌کننده و اثرگذار در توسعه بازارهای مالی بین‌المللی به ویژه بازارهای بورس به حساب می‌آیند.^{۵۰}

نتیجه‌گیری

ادغام بازارهای بورس، از حیث حقوقی از چندین جهت قابل تأمل است. هر نهاد حقوقی در عالم حقوق ساختار منسجمی دارد که همین انسجام ساختاری زمینه‌ساز کارایی و وحدت میان اجزاء و عناصر آن به حساب می‌آید. بی‌تردید ادغام بازارهای بورس در سطح ملی (که به نمونه‌هایی از آن به ویژه در ایالات متحد آمریکا در این تحقیق اشاره نمودیم)، صورت ساده‌تری از معمای بازار بورس جهانی است که در آن چالش میان قانون یا قوانین حاکم بر بورس، چگونگی انتقال اوراق بهادار، رقابت میان بورسهای خرد و کلان در یک مجموعه واحد و حصه نقدینگی و منافع بازار به حساب می‌آید. گرچه حل این معما، نیازمند تأملی جدی در بازارهای بورس ملی، نحوه ادغام و ارزیابی رویه حاصل از تعامل چنین بازارهایی با سایر بازارهای بورس است، لیکن این امر کافی

47. See Ian Domowitz & Benn Steil, "Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry", in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, (Robert E. Litan & Anthony M. Santomero eds., 1999), p. 33.

48. huge economies of scale

این بازارها با عنوان صرفه‌جویی‌های مقیاس نیز شناخته می‌شوند. «غالباً بر اثر افزایش اندازه و مقیاس کارخانه، کار و کسب یا صنعت، هزینه‌های واحد تولید کاهش می‌یابد و از این طریق عوایدی حاصل می‌شود. بر این اساس در اوضاع و احوال مساعد، مقیاس بزرگ تولید منجر به صرفه‌جویی‌هایی در زمین، نیروی کار، بازاریابی و تحقیقات لازم در واحد مورد نظر می‌گردد.» نک: منوچهر فرهنگ، فرهنگ علوم اقتصادی، چاپ هفتم، انتشارات البرز، ۱۳۷۴.

49. existed soft laws

50. Andreas M. Fleckner, *op. cit.*, pp. 2567-68.

به مقصود نیست، چرا که پیش از آن لازم است تا ضرورت یا امکان تحقق چنین ایده‌ای مورد بررسی قرار گیرد.

به نظر می‌رسد عوامل متعددی که زمینه‌ساز رقابت بازارهای بورس (ملی - بین‌المللی) را فراهم می‌سازند، از جمله پیشرفت سریع فناوری و امکان مبادله سریع اطلاعات میان بازارهای بورس و همچنین جهانی شدن، رفته رفته بازارهای بورس را به سمت ادغام پیش می‌برند. در این مسیر لازم است تا از قبل چشم‌اندازی روشن از ساختار حقوقی و چگونگی چنین تأسیساتی مورد توجه قرار گیرد. رسالت مقاله حاضر تنها بیان ضرورت توجه بیشتر به امکان تحقق ایده بازار جهانی بورس و ضرورت تأمل کارشناسانه در این خصوص بوده است.

فهرست منابع و مآخذ

- رفیعی، محمد تقی و راضیه عبدالصمدی، «بررسی حقوقی اوراق اختیار معامله در بازار بورس اوراق بهادار»، اندیشه‌های حقوقی، سال چهارم، شماره دهم، بهار و تابستان ۱۳۸۵.
- روح‌الامینی، موسی، بازار طلایی بورس، تهران، انتشارات اطلس، ۱۳۸۴.
- فرهنگ، منوچهر، فرهنگ علوم اقتصادی، چاپ هفتم، انتشارات البرز، ۱۳۷۴.
- Carson, John W., "Conflicts of Interests in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?" (World Bank Policy Research, *Working Paper No. 3183*, 2003), available at <http://ssrn.com/abstract=636602>
- Coffee & Seligman, Securities Regulations: Cases and Materials, 2008 Case Supplement, foundations press, 2008.
- Coffee, John C. & Joel Seligman & Hillary A. Sale, *Securities Regulation - Cases and Materials*, US, Foundation Pr, 2007.
- Domowitz, Ian & Benn Steil, "Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry", in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, (Robert E. Litan & Anthony M. Santomero eds., 1999).
- Fleckner, Andreas M., "Stock Exchanges at the Crossroads", *Fordham Law Review*, Vol. 74, p. 2541-2620, 2006.
- General Agreement on Trade in Services, Apr. 15, 1994, Marrakesh Agreement Establishing the World Trade Organization, Annex 1B, The Legal Texts: The Results of the Uruguay Round of Multilateral Trade Negotiations 283, 33 *I.L.M.*, (1994).
- Giovanoli, Mario, "A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting", in *International Monetary Law: Issues for the New Millenium 3* (Mario Giovanoli ed., 2000).
- Greber, Robert M. (Chairman, Pacific Exchange, Inc.), "Public Statement Regarding Moving Securities Exchanges into the 21st Century", (June 15, 1999)
- <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/1625> (18.05.2010)
- <http://www.hkex.com.hk/news/hkexnews/0306news4.htm> (04.03.2010)
- <http://www.iasb.org/Home.htm> (30.06.2010)
- <http://www.icmagroup.org/> (01.07.2010)
- <http://www.iosco.org/> (30.06.2010)
- <http://www.nyse.com/about/1088808971270.html> (18.05.2010)
- <http://www.world-exchanges.org> (04.07.2010)
- <http://www.worldexchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=54> (04.07.2010)
- Int'l Org. of Sec. Comm'ns, Issues Paper on Exchange Demutualization (2001)
- Investment Services Directive, Council Directive 93/22, On Investment Services in the Securities Field, 1993 O.J. (L 141) p. 27.
- Kohler, Horst, (Managing Dir., Int'l Monetary Fund), "A Public-Private Partnership for Financial Stability, Address at the Institute for International Finance", (May 31, 2001), available at <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/053101.htm> (01.07.2010)
- Kokkoris, Ioannis, and Rodrigo Olivares-Caminal, "Some Issues on Cross-Border Stock Exchange Mergers", *29 U. Pa. J. Int'l L.* 455, 2007.
- Lastra, Rosa Maria (2006), *Legal Foundations of International Monetary Stability*, New York, Oxford University Press.
- Lucchetti, Aaron, "A Big Exchange: NYSE Members Approve Deal", *Wall St. J.*, Dec. 7, 2005, at C1

- Lucchetti, Aaron, "U.S. Approves Exchange Deals", *Wall St. J.*, Nov. 17, 2005, at C3
- Markets in Financial Instruments Directive, European Parliament and the Council of April 21, 2004. New York Stock Exchange's Website, <http://www.nyse.com/about/newsevents/1114079977834.html> (05.04.2010)
- Noia, Carmine Di, "The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance", 33 *Quaderni di Finanza* 3, 17 (1999) also cited in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=200991 (01.07.2010)
- Parliament and Council Directive 2004/39, art. 69, On Markets in Financial Instruments, 2004 O.J. (L 145) 1, 39.
- Press Release, European Union, Investment Services: Final Adoption of Directive is Boost for Investment Firms and Their Clients (Apr. 27, 2004) (available at <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/546>) (18.05.2010)
- Press Release, HKEx, Hong Kong Exchanges Starts a New Chapter Following Completion of Merger (Mar. 6, 2000), available at
- Press Release, Int'l Org. of Sec. Comm'ns, Joint Forum: Amplified Mandate (June 14, 2002) (available at <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONWS3.pdf>)
- Press Release, NYSE & Archipelago, New York Stock Exchange and Archipelago Exchange Agree to Merge (Apr. 20, 2005), available at http://www.nyse.com/pdfs/joint_release.pdf
- Press Release, Pac. Exch., Archipelago and the Pacific Exchange Announce Plan to Create a New National Stock Exchange Mar. 14, 2000, available at: http://www.tradearca.com/content/press/releases_03_14_00.pdf
- Press Release, Pac. Exch., Archipelago and the Pacific Exchange Close Transaction to Create National Stock Exchange/July 13, 2000, available at: http://www.pacificex.com/news/press/press/-2000abt_press_00_arca_close.html
- Press Release, Pac. Exch., Archipelago Exchange Approved by SEC (Oct. 25, 2001), available at http://pacificex.com/news/press/press-2001/abt_press_01_sec_arcaex.html (25.06.2010)
- Putnam, Jerry (Chairman & CEO, Archipelago Holdings Inc.), "Public Statement on Agreement to Merge NYSE and Archipelago", (Apr. 20, 2005), available at <http://www.nyse.com/frameset.html?displayPage=/content/articles/1113993488657.html> (04.07.2010)
- Ramos, Sofia B., "Competition Between Stock Exchanges: A Survey" 6 (Int'l Ctr. for Fin. Asset Mgmt. & Eng'g, Research Paper No. 77, 2003), available at <http://www.swissfinanceinstitute.ch/rp77.pdf>
- Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Exchange Act Release No. 34-40760, 63 Fed. Reg. 70, 844, 70, 848 (Dec. 22, 1998).
- Regulation of Exchanges, 62 Fed. Reg. at 30, 487.
- Regulation of Exchanges, Exchange Act Release No. 34-38672, International Series Release No. IS-1085, 62 Fed. Reg. 30, 485, 30, 487 (June 4, 1999)
- Securities Exchange Act § 6(c)(1), 15 U.S.C. § 78f(c)(1) (2000)
- Silver v. N.Y. Stock Exch., 373 U.S. 341, 350 (1963)
- The General Agreement on Trade in Services (GATS): Objectives, Coverage and Disciplines, available at <http://www.wto.org/english/tratop e/serv e /gatsqa e.htm> (14.05. 2010)
- "To Tell The Truth", *Wall St. J.*, Apr. 29, 2005, at C4 (mentioning merger)
- World Fed'n of Exchs., Market Principles 2002 (2002), available at <http://www.worldexchanges.org/publications/WFE%20Market%20principles.pdf> (30.07.2010)

JOURNAL OF

LEGAL RESEARCH

VOL. IX, No. 1

2010-1

Articles

Claim Description in the Law and Judicial Practice • Fundamental Principles of UNCITRAL Electronic Communications Convention • Social Security Components in Criminal Laws • Recognition in International Law: Legal Effects of Recognition of Kosovo, South Ossetia and Abkhazia • Principles of Conflict of Evidences • The Effects of the International Criminal Law in the Middle-East; from the Saddam's Trial to the Hariri's Accused Prosecution

Special Issue: The Stock Exchange (Some Considerations on the Law of Iran and other Countries)

Fundamentals of Obligation for Providing Information to Stock Exchange • Comparative Study of Prohibitions of Insider in Securities Dealing in E.U., English, French and Iranian Laws • Some Considerations on the Offense of Insider Trading • Combating the Securities Fraud in the Stock Exchange (The Case of the U.S.) • Some Considerations on Judgments about the Insider Trading in the Stock Exchange • The Stock Broker Liability and the Process of Bringing the Case before the Proper Forum • The Liability of Brokers for the Unauthorized Transaction of Securities in the Approach of Arbitration Board • Sukuk's Rule in Financing the Projects and its Rules and Regulations • Arbitration of Disputes in Commercial Paper Market • The Nature and the Jurisdictions of the Board of Arbitration of the Stock Exchange • The Rules Governing the Formation of Public Joint-Stock Companies in light of the Securities Market Act • Legal Consequences of Iran's Accession to WTO on Securities Service • Cross-Border Stock Exchange Mergers: an Illusion or a Reality?

Critique and Presentation

Some Considerations on the "ICJ's Kosovo Advisory Opinion" • Considerations on the Concept of the 'Aggression' in the Review Conference of the Statute of International Criminal Court • Some Critics on the Modern Law of Compulsory Insurance of the Owners of Vehicles 2008 • The Non-Traditional Trademarks • Resolution 1929 of the Security Council: The Challenges of the Power and the Right in a Divided World • The 6th Round of the Moot Court Simulation of the International Criminal Court's Session (2010 Summer and Autumn)

ISSN: 1682-9220



S. D. I. L.

The S.D. Institute of Law

Research & Study