

## نسبت حقوق رقابت و بازار سرمایه در ایران

(تاریخ دریافت: ۲۵ فروردین ۱۳۹۷ - تاریخ پذیرش: ۸ بهمن ۱۳۹۷)

محمد ساردوئی نسب\*

دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشگاه تهران، پردیس فارابی

فرشته قنبری: دانشجوی دکتری خصوصی دانشگاه تهران، پردیس فارابی

### چکیده

بورس با توجه به داشتن ساختاری متشکل و خاص، از ضوابط ویژه‌ای تبعیت می‌کند. از این منظر تحلیل مسائل ناظر به نسبت حقوق رقابت و بازار سرمایه از جهات مختلفی از جمله مقامات رقابتی و حد و مرزهای آنها از حیث مقررات‌گذاری، نظارت و اجرا، وضعیت خاص یا عام بودن مقررات‌گذاری و نظارت‌پذیری بورس در مقایسه با مقررات عام رقابتی، جایگاه حقوق رقابت در ضمانت‌اجراهای حاکم بر بازار اوراق بهادار و در نهایت رقابت میان مقامات بورسی حائز اهمیت است. آنچه درباره ارتباط حقوق رقابت و بازار سرمایه در ایران باید مدنظر قرار گیرد این است که اولاً: خاص و متشکل بودن بازار سرمایه نافی صلاحیت عام نهادها و ابزارهای حقوق رقابت نخواهد بود. ثانیاً ساختار دورکنی مقررات‌گذاری در بورس کشور، امکان خدشه‌دار شدن قواعد رقابتی را از میان نبرده است، بلکه در مواردی از قواعد حقوق رقابت فاصله دارد. ثالثاً: به‌رغم اینکه ضمانت‌اجراهای حقوقی، انضباطی و کیفری در بورس در مقام حمایت از حقوق مربوط به این حوزه تدوین شده است، رأساً در مقام تبیین و مقابله با رویه‌های ضد رقابتی در بازار اوراق بهادار نیست، بلکه ضوابط رقابتی این عرصه را باید با تفحص در مقررات بورسی استنباط کرد؛ از این رو، نهادهای حقوقی ناظر به این حوزه در ایران، بیش از آنکه ارزشی و کارکردگرا باشند، جنبه ضمانت‌اجرایی دارند. رابعاً: با اینکه رقابت میان نهادها و مقامات بورسی در کوتاه مدت می‌تواند نتایجی پذیرفته‌داشته باشد، در بلندمدت ممکن است به ادغام، انحصار و حتی برخی رویه‌های ضد رقابتی نیز منتهی شود؛ از این رو حقوق رقابت در این بخش گاهی با نتایج متعارضی مواجه خواهد بود.

**کلید واژه ها:** بازار سرمایه، بورس، حقوق رقابت، شورای رقابت

## مقدمه

با توجه به ماهیت و ضوابط حقوق رقابت، یکی از حوزه‌هایی که باید از حیث اعمال قواعد حقوق رقابت در ایران بررسی شود، بازار سرمایه است؛ چرا که موضوع حقوق رقابت، بررسی قواعد حاکم بر بازار اقتصادی بوده و یکی از مهم‌ترین بازارها، بازار سرمایه می‌باشد. دلیل اهمیت این امر آن است که بازار سرمایه حوزه‌ای متشکل<sup>۱</sup> محسوب می‌شود و خودانتظام بودن آن اقتضای قواعد و ضوابطی خاص دارد که این امر به موجب حکم ماده ۴ و ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار بر عهده شورا و سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین شده است؛ از این رو به دلیل عمومات منطقی حقوق رقابت، هم امکان اعمال حقوق رقابت در بازار سرمایه رجحان می‌یابد و هم تأثیر ویژگی‌ها و خصایص بازار متشکل بورس بر این ضرورت رجحان خواهد داشت. بر این اساس، مسئله اصلی مقاله حاضر بیان نسبت حقوق رقابت و بازار سرمایه و ارتباط این دو با یکدیگر است؛ زیرا سازوکار حاکم بر معاملات اوراق بهادار و نظارت داخلی بر آن‌ها این مسئله را در پی خواهد داشت که در مواردی مقررات و سازوکار بازار سرمایه قواعد و مقررات حقوق رقابت را نقض کند. در نیل به این هدف، رویکرد نوشتار، توصیفی-تحلیلی بوده و با امعان نظر به سوابق ناظر به موضوع با رویکردی کاربردی و عملی مسئله را در نظام حقوقی ایران بررسی می‌کند. بر این اساس، باید ضمن بررسی ساختار و مبانی بازار سرمایه از منظر قواعد حقوق رقابت، اصول حاکم بر این دو حوزه و فعالیت فعالان بازار سرمایه بررسی شود تا در پی اعلام الگوی حقوقی این نسبت، آثار احتمالی آن هم روشن شود. در واقع مقاله حاضر در پی بررسی نسبت حقوق رقابت و بورس در قالب پرسش‌های زیر است:

- آیا شرایط رقابتی در قوانین و مقررات این حوزه فراهم است یا ماهیت این حوزه موجب نوعی انحصار می‌شود؟

- آیا در بورس نیز کارتل‌های غیررقابتی متصور است؟

- نقش و جایگاه دولت در این خصوص چیست؟

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

درواقع هدف این است که مشخص شود بازار سرمایه تا چه میزان قابلیت تعامل با حقوق رقابت را دارد و در این مسئله نهادهای نظارتی یا دولت چه نقشی را ایفا می‌کنند؛ بنابراین در مقاله حاضر، ضمن بیان مباحث فوق، نخست تبلور حقوق رقابت در ساختار بازار سرمایه سپس رقابت میان مقامات بازار و در بخش آخر مهم‌ترین مصادیق رویه‌های ضد رقابتی در بورس بررسی خواهد شد.

### ۱. حقوق رقابت در ساختار بازار سرمایه (بورس و اوراق بهادار)

بر اساس بند ۵ ماده ۶ قانون بورس آمریکا، قواعد بورس به منظور اجتناب از رویه‌های فریبکارانه، ارتقاء اصول عادلانه و منصفانه در معاملات اوراق بهادار و تسهیل مبادله اوراق بهادار طراحی شده تا بتواند به طور عام از سرمایه‌گذاران و منفعت عمومی حمایت کند. یکی از ابزارها و لوازم این امر تحقق رقابت سالم و مبتنی بر ساختار رقابتی در بازار سرمایه است؛ از این رو رقابت را از یک منظر می‌توان از اهرم‌ها و بایسته‌های نظام حقوقی حاکم بر بازار سرمایه محسوب نمود. طبعاً یکی از مسائلی که در ارتباط با نسبت حقوق رقابت و بورس و اوراق بهادار مطرح می‌شود، تحلیل ساختار بازار سرمایه می‌باشد که منظور از آن مقامات و فعالان اصلی این بازار است. آنچه در این مبحث به آن اشاره می‌کنیم، چارچوب حقوقی نهادی در راستای تسهیل انجام وظیفه مقامات و فعالان بازار و بُعد هدایتی و نظارتی در بورس یا همان نقش آفرینی مقامات بالادست در بازار خواهد بود؛ البته در این زمینه، مقامات عمومی که فارغ از مقامات اصلی به نوعی امکان اعمال سیاست بر بازار بورس خواهند یافت نیز محل نظر خواهند بود.

#### ۱-۱. مقامات رقابتی در بورس

منظور از مقامات رقابتی در بورس، نهادهایی هستند که به فراخور صلاحیت قانونی، در نظارت و هدایت بازار سرمایه ایفای نقش می‌کنند. این نهادها در معنای خاص و اختصاصی، شامل ارکان اصلی بازار سرمایه از جمله شورا و سازمان بورس و اوراق بهادار می‌شود و در معنای عام اقتصادی، دولت و شورای رقابت را نیز شامل می‌شود؛ از این رو در ادامه ضمن اشاره به مقامات عمومی، مقامات اختصاصی نیز معرفی خواهند شد.

## ۱-۱-۱. مقامات عمومی

مراد از مقامات عمومی، آن دسته از نهادهای حقوقی است که به صورت عام، صلاحیت دخالت در بازار را دارند و قانون‌گذار براساس شرایط مختلف برای آنان اختیاراتی در نظر گرفته است. در این قسمت نهادهای احتمالی که واجد چنین صلاحیتی هستند بررسی و از حیث ضوابط حقوقی حاکم بر بورس و اوراق بهادار به منظور مقابله با اعمال ضد رقابتی مدنظر قرار می‌گیرند و ساختار مناسب حقوقی آن‌ها بیان می‌شود.

## الف) دولت

از جمله نهادهایی که می‌تواند به عنوان سیاست‌گذاری اقتصادی به مثابه مقام رقابتی در بورس شناخته شود، دولت به معنای قوه مجریه است؛ البته در مفهوم اعم، دولت به معنای حاکمیت نیز می‌تواند در این خصوص ذی‌نقش محسوب شود. با توجه به وجود شورای رقابت به مثابه رکن مهم این جنبه، از بحث بیشتر نسبت به حاکمیت اجتناب می‌کنیم و در ادامه به بُعد دیگر بحث خواهیم پرداخت. روشن است قوه مجریه در این زمینه نقش بازیگر را نیز خواهد داشت؛ از این رو از سویی باید به آن به مثابه مقام رقابتی نگریم و از سوی دیگر، آن را فعال بازار قلمداد کرد.

شناخت نقش دولت در بازار سرمایه از این جهت بسیار اهمیت دارد که احراز شود سیاست‌های اقتصادی و اجرایی دولت در بورس چه تأثیراتی در پی خواهند داشت و آیا می‌توان این تأثیرات را در تحقق رویه‌های غیررقابتی دخیل دانست؟ ملاک شناسایی رویه ضدرقابتی در دخالت‌های دولت چیست؟

فارغ از نقش اعضای منصوب دولت در نهادهای مربوط به بازار سرمایه (از جمله اعضای شورای عالی بورس، سازمان بورس، تشکل‌های خودانتظام و...) <sup>۱</sup> که به نحوی استقلال نهادهای

۱. برای مثال در ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار آمده است: «شورا بالاترین رکن بازار اوراق بهادار است که تصویب سیاست‌های کلان آن بازار را بر عهده دارد. اعضای شورا به شرح ذیل است: وزیر امور اقتصادی و دارایی، وزیر صنعت، معدن و تجارت، رئیس کل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، رؤسای اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران و اتاق تعاون، رئیس سازمان که به مثابه دبیر شورا و سخنگوی سازمان نیز انجام وظیفه خواهد کرد، دادستان کل کشور یا معاون وی، یک نفر نماینده از طرف کانون‌ها، سه نفر خبره مالی، منحصرأ از بخش خصوصی با مشورت تشکل‌های حرفه‌ای بازار اوراق بهادار به پیشنهاد وزیر امور اقتصادی و دارایی و تصویب هیئت وزیران، یک نفر خبره، منحصرأ از بخش خصوصی به پیشنهاد وزیر ذی‌ربط و تصویب هیئت وزیران برای هر بورس کالایی. تبصره: ریاست ←

ناظر را با نقص مواجه می‌کنند، دخالت دولت از یک منظر در قالب بازیگری با تمسک به ابزارهای حاکمیتی است که خود مصداق بارز رویه ضدرقابتی و دورزدن اصول حقوق رقابت خواهد بود؛ چراکه در این حالت (مداخله حاکمیتی) حقوق رقابت معنایی نخواهد داشت. در حالت دیگر، دولت بدون حضور به عنوان رقیب در بازار، به وضع سیاست‌هایی می‌پردازد که متعاقب آن، وضعیت رقابتی بازار منحرف می‌شود و یا از وضعیت طبیعی فاصله می‌گیرد. در حوزه بورس نیز با توجه به موقعیت وزیر اقتصاد در شورای عالی بورس و اوراق بهادار، احتمال چنین دخالت‌هایی منتفی نخواهد بود. فارغ از این موارد، مصداق بارزی از دخالت دولت در این حوزه را می‌توان عرضه‌های اولیه دانست که نمود روشنی از خصوصی‌سازی و انتقال مالکیت از دولت به بخش‌های غیردولتی است.

#### ب) مقام مقررات‌گذار رقابتی

از حیث نسبت جایگاه قانونی، این دستگاه در واقع وضع‌کننده ضوابط اجرایی خواهد بود. منظور ما از جایگاه مقام مقررات‌گذار در بورس شبیه همان نسبتی است که بین قانون مجلس و آیین‌نامه دولت وجود دارد. در واقع منظور از این مقام در ایران شورای رقابت، موضوع ماده ۵۳ قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ است که مرجع عالی رقابتی محسوب می‌شود. در اینجا با توجه به فرابخشی دانستن صلاحیت شورا نسبت به مقامات رقابتی در بازار سرمایه ایران (هادی‌فر، ۱۳۸۹: ۲۶۸؛ صادقی، ۱۳۹۶: ۱۵۷-۱۳۰)، مسئله مهم آن است که این نهاد فراقوه‌ای چه تأثیری بر شناسایی و مقابله با رویه‌های ضد رقابتی در بورس خواهد داشت. به هر ترتیب تأثیر و نفوذ شورای رقابت در رقابتی‌شدن بازار به‌وضوح در مقررات اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ وجود دارد.

#### ۱-۲. مقامات اختصاصی

در حوزه بورس و اوراق بهادار ایران، دو مرجع مهم حقوقی را باید بیش از هر نهاد دیگری به

→

شورا با وزیر امور اقتصادی و دارایی خواهد بود. «ماده ۶ نیز مقرر می‌دارد: هیئت‌مدیره سازمان دارای پنج عضو است که از میان افراد امین و دارای حسن شهرت و تجربه در رشته مالی منحصراً از کارشناسان بخش غیردولتی به پیشنهاد رئیس شورا و با تصویب شورا انتخاب می‌شوند. رئیس شورا حکم اعضای هیئت‌مدیره را صادر می‌کند.» از ترکیب و نقش اعضای مربوط به دولت روشن است که دولت نقش بسزایی از حیث تأثیر بر بخش‌های مخلف بازار سرمایه دارد.

عنوان مقام رقابتی محسوب کرد. در ساختار کنونی، مقام رقابتی متشکل از دو رکن یعنی شورا و سازمان است. همچنین در امتداد شورای عالی و سازمان بورس و اوراق بهادار، باید بورس‌ها و تشکل‌های خودانتظام را نیز به نوعی مقام رقابتی محسوب کرد. این ارکان هم از منظر حقوقی و هم از حیث اداری باید به نحوی ضابطه‌مند شوند تا ضمن حفظ استقلال آن‌ها، استقلال و عملکرد نهادها و تشکل‌های تحت نظارت نیز تحت الشعاع قرار نگیرد. در این بحث به برخی جوانب این مساله اشاره خواهیم کرد.

الف) شورای عالی بورس و اوراق بهادار

به موجب مواد ۳ و ۴ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، جایگاه و وظایف شورا اعلام شده است. بر این اساس، شورا بالاترین رکن بورس و اوراق بهادار است که از این حیث باید آن را مقام مقررات‌گذار در حوزه بازار سرمایه محسوب کرد. چنانچه ساختار کنونی شورا از حیث ضابطه حقوق رقابت تحلیل شود، به نظر می‌رسد کاستی‌هایی در این خصوص وجود داشته باشد که می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- تعیین نکردن عضو حقوقدان در میان اعضای شورا، علاوه بر دادستان کل کشور یا نماینده وی. با توجه به برخورداری این نهاد عالی از زمینه‌های مختلف حقوقی و تقنینی، سازوکار قانونی و وضع قواعد در آن نباید فارغ از ابزارهای مهم حقوقی باشد.
- رعایت نکردن ترتیب اعضای شورا از حیث حضور نمایندگان از تشکل‌های خودانتظامی چون بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس و مانند این‌ها؛ درحالی‌که تنها به نماینده کانون‌ها اشاره شده و علاوه بر این مشخص نیست سازوکار انتخاب این نماینده به چه نحو خواهد بود؟
- مشخص نبودن مرزهای تقنینی و اجرایی میان شورای عالی بورس با قوه مجریه و همچنین قواعد مربوط به نحوه رسیدگی به شکایت از سازمان بورس.

ب) سازمان بورس و اوراق بهادار

سازمان را باید متعاقب شورا عالی بورس، رکن بعدی مقامات رقابتی در بورس محسوب کرد. (مندرج در مواد ۵ و ۷ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران). براساس مقررات بازار اوراق بهادار، این نهاد به نوعی از سویی شأن نظارتی دارد و هم می‌تواند با توجه به جایگاه خود، آیین‌نامه و دستورالعمل‌های اجرایی لازم را به شورا پیشنهاد دهد. درباره سازمان نیز تأملاتی از حیث سازوکارهای حقوق رقابت وجود دارد که برخی از آن‌ها عبارت‌اند از:

- تعیین نکردن عضو حقوقدان در میان اعضای هیئت‌مدیره. در اینجا نیز با توجه به برخورداری سازمان از زمینه‌های مختلف حقوقی، سازوکار مدیریتی و وضع قواعد اجرایی آن نباید فارغ از ابزارهای مهم حقوقی باشد.
- تداخل جایگاه نظارتی سازمان با تشکل‌های خودانتظام. برای نمونه در بندهای ۵ و ۶ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار سازمان، به عنوان نهاد بالاتر از تشکل‌های مزبور تنها باید بر امور مربوط به همان نهادها ورود کند. به نظر می‌رسد دخالت سازمان در مسائل خاص هر تشکل برخلاف قواعد حقوقی و حرفه‌ای باشد. برای نمونه، اقدام به بستن نماد که از حوزه اختیارات و وظایف بورس‌هاست با دخالت سازمان، علاوه بر برهم‌زدن رقابت در بازار، جایگاه مستقل و خودانتظام بورس مربوطه را خدشه‌دار می‌کند.
- مشخص نبودن وضعیت بورس از حیث شأنت اجرایی و قضایی. این معضل را می‌توان به‌وضوح از حکم ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار و تبصره ۱ آن برداشت کرد که تعیین صلاحیت رسیدگی (آن هم صلاحیت مشترک با مرجع رسیدگی به اختلافات حرفه‌ای) برای هیئت‌مدیره با قواعد دادرسی و حقوقی واجد اشکال و البته قابل تأمل است؛ از این رو این مقرر مباحث و آثار متعددی را در پی خواهد داشت که در عمل می‌تواند موجب اختلال در عملکرد حقوقی نهادهای مرتبط شود.

#### ج) بورس‌ها و تشکل‌های خودانتظام

در امتداد شورای عالی و سازمان بورس، باید تشکل‌های خودانتظام را نیز به‌نوعی مقام رقابتی محسوب کرد که در عداد نهادهای بخشی قابل بررسی هستند. این نهادها با اینکه به‌نوعی فعالان بازار سرمایه محسوب می‌شوند، واجد صلاحیت وضع ضابطه و استاندارد حرفه‌ای و انضباطی هستند که ارتباط نزدیکی با برخی قواعد حقوق رقابت می‌یابند؛ بنابراین کانون‌ها یا بورس‌هایی مانند بورس اوراق بهادار، بورس کالا و بورس انرژی و فرابورس از جمله نهادهای خاصی هستند که در حوزه فعالیت خویش می‌توانند واجد آثار مرتبط با رویه‌های رقابتی باشند؛ چراکه ویژگی مهم این نهادها آن است که امکان انتقال برخی وظایف تنظیمی یا نظارتی در حوزه مربوط را فراهم و در قالب مقررات و اساسنامه مصوب تحت نظارت نهاد بالاتر (سازمان بورس) فعالیت می‌کنند؛ به‌نوعی که عملکرد آن‌ها در تسهیل رقابت در حوزه مربوطه، اثرگذاری روزآمدتری خواهد داشت (صادقی، ۱۳۹۶: ۱۴۴).

## ۱-۲. نظام عام یا خاص نهادهای مقررات‌گذار در بورس

مسئله مهمی که درباره هدایت و نظارت بورس از مجرای حقوق رقابت وجود دارد این است که آیا مقامات رقابتی در حوزه بورس و اوراق بهادار باید نهادهای خاص (شورا یا سازمان بورس) باشند یا این مهم در حیطه قواعد عام رقابت (قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ و شورای رقابت) قرار می‌گیرد؟

با توجه به برخی شباهت‌های ساختاری بازار سرمایه با حوزه بانکی- از حیث متشکل‌بودن، در حوزه بورس نیز می‌توان دو رویکرد کلی را شاهد بود؛<sup>۱</sup> به این معنا که از یک منظر شاید بتوان بدون توجه به ماهیت متشکل بازار سرمایه، قائل به صلاحیت علی‌الاطلاق مقامات رقابتی (در اینجا شورای رقابت) بود؛ از منظر دیگر، ممکن است قائل به تخصیص مقامات عمومی به موجب قانون و خروج موضوعی این صلاحیت از دایره آن‌ها شده و حکم به نفع صلاحیت مراجع خاص بورسی داد (سلطانی، ۱۳۹۱: ۱۱۲). آنچه منطقی‌تر به نظر می‌رسد، این است که حقوق ضد انحصار توسط مقامات حقوق رقابت اجرا شود؛ نه از سوی مقامات بخش خاص (باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۲۵۰)؛ از این رو تردیدی در صلاحیت عام و اصلی نظارت و هدایت رقابت در بورس از مجرای شورای رقابت و مقررات مربوطه نخواهد بود.<sup>۲</sup> با این حال، با توجه به تخصصی‌بودن حوزه بورس و اوراق

۱. برای مطالعه مبانی این حوزه ر.ک: باقری و همکاران، ۱۳۹۵: ۲۵۳-۲۴۷

۲. در حقوق کشورهای پیشرو در حوزه حقوق رقابت و بورس نیز چنین ضابطه‌ای پذیرفته شده است. برای نمونه در قانون بورس آمریکا برای کمیسیون بورس و اوراق بهادار این کشور، ابزارها و صلاحیت‌های عامی برای مقابله با انحصار و تسهیل رقابت در نظر گرفته شده است؛ به نحوی که هم می‌توان صلاحیت عام کمیسیون مذکور و هم نهادهای خاص را توأمان مشاهده کرد. در بحث از قواعد آتی اوراق بهادار آمده است «کمیسیون بورس و اوراق بهادار و کمیسیون تنظیم معاملات آتی کالاهای اساسی، تا جایی که برای ارتقای رقابت منصفانه به حدی که برای منفعت عمومی، ضروری و مقتضی است و با افزایش کارآمدی بازار، نوآوری، گسترش فرصت‌های سرمایه‌گذاری، حمایت از سرمایه‌گذاران و حفظ بازارهای منظم و عادلانه سازگاری داشته باشد، باید به‌طور مشترک قواعد، مقررات و دستورات ضروری و مقتضی را وضع کنند تا مجوز عرضه و فروش محصولات آتی اوراق بهادار معامله شده بر مبنای تابع قواعد هیئت‌مدیره خارجی برای اشخاص ایالات متحده، صادر شود.» افزون بر این، در قانون مزبور این قاعده تفسیری کلی وجود دارد که هیچ‌گونه قواعد و مقررات تصویب شده، نباید به گونه‌ای تفسیر شود که عملکرد هر یک از قوانین ضد تراست (همان‌گونه که در ماده نخست از قانون کلاتون تعریف شده است را تغییر دهد، تضعیف کند یا لغو نماید). برای

مطالعه درباره قانون و کمیسیون مورد اشاره ر.ک: Hazen, 2009: 25; Palmiter, 2014: 18- 109

بهادار مناسب است مقام عام رقابتی از نظرات تخصصی درباره این حوزه خاص نیز بهره‌مند شود. به عبارت دقیق‌تر باید چنین استدلال کرد که با توجه به تخصصی بودن بازارهای بخشی (مثل بورس و اوراق بهادار)، شورای رقابت می‌تواند برای افزایش ضریب تأثیر نظارت‌ها، اعمال نظارت عام خویش را به نهاد ذیربط (سازمان بورس و اوراق بهادار) تفویض کند (صادقی، ۱۳۹۶: ۱۴۶).

### ۳-۱. بررسی بورس ایران از منظر حقوق رقابت

در مباحث پیش‌رو حوزه‌های مهمی از ساختار بازار سرمایه در دو بُعد مقامات و فعالان بازار از منظر حقوق رقابت بررسی شده‌اند. پس از آن ضمانت اجراهای حاکم بر بورس اشاره می‌شود و ضمن تمییز این ضمانت اجراها از حیث حقوقی، کیفی و انتظامی، تحلیل کارایی آن‌ها نیز صورت می‌گیرد.

#### ۱-۳-۱. حوزه مقامات بازار (هدایت و نظارت)

براساس ساختار اعلامی یاد شده، در مواردی مرز ساختار نظارتی دورکنی بورس ایران مشخص نیست و همین امر ممکن است مشکلاتی را در عمل ایجاد کند (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۹)؛ زیرا فارغ از ضرورت تفکیک هدایت، نظارت و اجرا از یکدیگر، ضوابط آن باید به نحوی باشد که از سویی اختلاط وظیفه شکل نگیرد و از سوی دیگر، سبب دخالت‌های نابه‌جا نشود. برای نمونه حکم تبصره ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار مبنی بر اینکه «مصوبات شورا پس از تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی لازم‌الاجرا خواهد بود»، به نوعی تبعیت نکردن از اصول حقوقی را نشان می‌دهد. به هر حال این مقرره علی‌رغم متشکل بودن بازار بورس، می‌تواند مسیری برای دخالت دولت - از مجرای وزیر امور اقتصادی و دارایی در مقام رئیس شورا - باشد. این قبیل مسائل، استقلال نهادهای بازار سرمایه را متزلزل می‌کند و موجب سوق دادن آن به سوی اهداف سلیقه‌ای و مقطعی می‌شود (رهبر، ۱۳۹۶: ۱۸۰)؛ بنابراین از منظر حقوقی باید همه ابزارهای مربوط به استقلال این نهادها از حیث وضع و تنظیم مقررات، نظارت، ساختار و مسائل مالی فراهم باشد تا از حیث ضوابط حقوق رقابت، چالشی متوجه بازار سرمایه نباشد.

### ۲-۳-۱. حوزه فعالان بازار (بازیگران بازار اوراق بهادار)

منظور از رقابت در حوزه فعالان بازار، فعالیت‌های حرفه‌ای مرتبط با عملکرد اشخاص تحت نظارت در بازار سرمایه (ناشران، نهادهای مالی، تشکل‌های خودانتظام و سرمایه‌گذاران) است که بازیگران واقعی محسوب می‌شوند. در این زمینه، برخلاف رقابت بین بورس‌ها، بازارهای اوراق بهادار و مقامات آن‌ها، رقابت از اصول مسلمی است که تخصیص‌پذیر نخواهد بود؛ از این‌رو این اصل باید در همه مراحل معاملات اوراق بهادار رعایت شود. کما اینکه در مقررات ناظر به معاملات این حوزه صراحتاً اشاره شده که معاملات بورس باید همواره بر مبنای رقابت و به یکی از روش‌های حراج انجام شود (ماده ۹ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و ماده ۵ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران). تا جایی که حتی اولویت‌ها و ضوابط اعلامی از سوی بورس نیز نمی‌تواند اصول منصفانه و رقابتی بودن معاملات در بورس را نقض کند (تبصره ۲ ماده ۵ دستورالعمل معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران). بدیهی است با توجه به روشن بودن چنین امری، برای رعایت نشدن آن نیز ضمانت اجرایی در نظر گرفته شده است (بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران و مقررات فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران).

### ۳-۳-۱. ضمانت اجراها

یکی از مسائل مهمی که در نقش حقوق رقابت در بورس اهمیت دارد، ضمانت اجراهای گوناگونی است که در این زمینه مشاهده می‌شود. در این مقاله در مقام بیان مصداقی اقسام ضمانت اجراها نخواهیم بود<sup>۱</sup>، بلکه به دنبال آن هستیم که کارایی ضمانت اجراهای موجود را با رویکرد حقوق رقابت بررسی کنیم. باید به این مسئله توجه کرد که با توجه به مرتبط بودن مبحث حاضر با مقررات مربوط به حقوق رقابت در ایران و مقررات ناظر به بورس اوراق بهادار، ضمانت اجراهای مورد نظر را باید ترکیبی از قواعد مسئولیت حقوقی، کیفری و انضباطی دانست. بنابراین با توجه به اتخاذ مبنای نظارت و هدایت رقابتی عام و خاص در بورس کشور، این رویکرد که از منظر مقررات عمومی حقوق رقابت در ایران، اقامه دعوی مسئولیت مدنی به سبب پذیرش مبنای متعاقب

۱. برای مطالعه ضمانت اجراهای حقوقی ر.ک: انصاری و صفدری. ۱۳۹۰: ۲۲۷-۱۹۹.

به صورت مستقل و بدون داشتن حکم شورای رقابت قابل طرح نیست محل تأمل است (طباطبایی نژاد، ۱۳۹۵: ۱۳۲)؛ چراکه ورود تنها محدود به موارد قراردادی صرف نیست و ممکن است ناشی از ضمان قهری یا همراه با آن باشد. همچنین جبران خسارت ناشی از اعمال مقررات رقابتی همواره به شورای رقابت محدود نیست و گاهی در اثنای دعوی حقوقی نزد مرجع رسیدگی دیگری مطرح می شود که اناطه چنین وضعیتی به داشتن حکم از مقام رقابتی، عواقب نامطلوب دیگری را همراه خواهد داشت. افزون بر این، از حیث مبنایی، در موضوع حاضر نیز جبران خسارت تنها بر عدالت توزیعی مبتنی نیست، بلکه عدالت اصلاحی نیز واجد اهمیت است که مطابق آن هر کس به عمل خطاکارانه ای مبادرت ورزد، باید آثار و عواقب عمل خطایی خود را مرتفع کند (غفاری فارسانی، ۱۳۹۳: ۴۷۳).

فارغ از اینکه صلاحیت ذاتی رسیدگی به رویه های غیررقابتی به شورای رقابت اختصاص دارد، مطالبه حقوق ناشی از مسئولیت مدنی محدود به داشتن حکم قبلی از مرجع مزبور نیست و خود قاعده ای عام و مسلم محسوب می شود. به هر حال، در صورت اتخاذ رویکردی که به مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات حقوق رقابت، با تردید یا محدودیت می نگرد، در این مسئله نوعی اختلاف مبنا از حیث تمسک مستقیم به مسئولیت مدنی میان مقررات حقوق رقابت و بازار سرمایه شکل می گیرد؛ چرا که در دعاوی حقوقی ناظر به بورس و اوراق بهادار مبنای مستقل مسئولیت مدنی پذیرفته شده و این امر به وضوح در دعاوی مربوط به اوراق بهادار مشاهده می شود (جمالی و صادقی، ۱۳۹۶: ۴۹۶-۴۹۵)؛ در حالی که براساس رویکرد فوق، این مهم در دعاوی حقوق رقابت، مستلزم رسیدگی اولیه و صدور حکم نهایی از سوی شورای رقابت است. افزون بر این، از حیث رویه های حقوقی در بورس - که با اصول رقابتی نیز مواجه یا همراه است - تمسک عام به قوانین حقوق رقابت نیز پذیرفته شده و نقض مقررات مانع برخورداری از قابلیت طرح دعوی مسئولیت مدنی مستقل نخواهد بود. وانگهی بسیاری از دعاوی ناشی از مطالبه حقوق ناشی از مسئولیت مدنی در بورس، واجد صبغه رقابتی نیز هستند و از منظر رویکرد تردیدی به مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات رقابتی نمی توان میان این تناسب ارتباط قابل توجهی برقرار کرد؛ بنابراین بی شک امکان برخورداری از مطالبه حقوق ناشی از مسئولیت مدنی از بابت نقض رقابت در بورس و اوراق بهادار، هم به نتایج حاصل از عدالت توزیعی کمک می کند و هم دغدغه های ناظر به عدالت

اصلاحی را جامه عمل می‌پوشاند؛ ضمن اینکه مطابق اصول حرفه‌ای رقابت خواهد بود.<sup>۱</sup>

#### الف) ضمانت اجراهای حقوقی

از جمله مهم‌ترین ضمانت اجراهای حقوقی درباره فعالیت حرفه‌ای در بورس، ضمانت اجرای معاملات است که بررسی آن مستلزم تحلیلی ذومراتب خواهد بود. این امر از سویی باید از منظر حقوق قراردادهای تفسیر شود و از سوی دیگر، منوط به در نظر گرفتن تشریفات حاکم بر معاملات اوراق بهادار است. علاوه بر این‌ها، شرایط حاکم بر معاملات نیز باید از منظر رقابتی مورد توجه قرار بگیرد. برای نمونه در مقررات بازار سرمایه برای جبران یا جلوگیری از نقض حقوق، از تعلیق نماد یا توقیف نماد استفاده می‌شود. همین امر فارغ از اینکه ممکن است به دلیل قانونی یا مصالح بازار باشد، می‌تواند از موانع رقابت تلقی شود؛ زیرا با توقف و تعلیق نماد، فعالیت و رقابت بسیاری از فعالان متوقف می‌شود. این امر در مورد توقیف سهام نیز موضوعیت خواهد داشت و در عمل ممکن است امنیت ذهنی سرمایه‌گذار را مخدوش کند. از سوی دیگر، معاملات اوراق بهادار باید به تأیید بورس برسد و همین نبود تأیید، عواقبی از این قبیل خواهد داشت که بدون انعقاد معامله، سرمایه‌گذار را با ضمانت اجرایی معادل عدم تحقق معامله مواجه می‌کند. باید توجه داشت که مسئله ضمانت اجراهای عدم تحقق معامله از سوی ناظر بازار و فراتر از آن، ابطال معامله بورسی به کمک مراجع قضائتی نیز ممکن است جنبه رقابتی داشته باشد؛ زیرا در صورتی که عدم تحقق معامله از سوی ناظر یا صدور حکم مبنی بر ابطال قرارداد بدون رعایت ضوابط حرفه‌ای و حفظ امنیت رقابت در بازار باشد، می‌تواند از عوامل مُخل رقابت تلقی شود.

البته همه ضمانت اجراهای حقوقی در بورس در عمل جنبه سلبی ندارند و برخی از آنان به منظور رعایت اصول بنیادین حقوق رقابت نهادینه شده‌اند. از جمله این‌ها می‌توان به ممنوعیت معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی اشاره کرد.<sup>۲</sup> مورد مهم دیگر، مقررات و ضوابط افشای اطلاعات است که توفیق بازار اوراق بهادار در گرو تحقق این اصل حیاتی است؛ زیرا ارائه اطلاعات از رئوس مهم مقررات و ضوابط راجع به معاملات اوراق بهادار و فی‌نفسه از راهکارهای مهم اجرای

۱. برای مطالعه درباره تحلیل مبانی و مسائل راجع به امکان طرح دعوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات حقوق رقابت ر.ک: غفاری فارسانی، ۱۳۹۳: ۴۷۱.

۲. معامله با استفاده از اطلاعات نهانی در ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار، تنها دارای ضمانت اجرای کیفری حبس و جزای نقدی است و ضمانت اجرای حقوقی برای آن پیش‌بینی نشده است.

مقررات حقوق رقابت خواهد بود (باقری و سیدی، ۱۳۸۷: ۷۳).

موضوع دیگری که باید درباره ضمانت اجراهای حقوقی ناظر به نقض مقررات حقوق رقابت در بورس اشاره شود، این است که مقررات بورسی صراحتاً و موضوعاً در این خصوص حکمی ندارند، اما به شرحی که برخی مصادیق آن گذشت، این مهم را باید در بطن و ماهیت مقررات و ضمانت اجراهای موجود جست و جو کرد. افزون بر این، مقررات و ضمانت اجراهای خاص در بورس، نافی امکان اعمال مقررات عمومی و ضمانت اجراهای (مدنی، قراردادی، انضباطی و کیفری) ناظر به قوانین و مقررات رقابت نخواهد بود. از این رو، هر اقدامی که به نوعی به توافقات یا رویه‌های ضد رقابتی<sup>۱</sup> در بورس منتهی باشد، حسب مورد موضوع مقررات عمومی و صلاحیت‌های موضوع قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ نیز خواهد بود.

ب) ضمانت اجراهای کیفری

درباره ضمانت اجراهای کیفری موضوع حاضر، این نکته اهمیت دارد که قانون‌گذار مجازات‌هایی را برای بازدارندگی در بورس در نظر می‌گیرد که متناسب با هزینه‌ها و منافع (عمومی و اختصاصی) موجود باشد (باقری و نصرالهی، ۱۳۹۵: ۱۹۷). به هر حال ضمانت اجراها ابزارهای اجبارکننده برای انجام کامل تعهدات حقوقی نسبت به منافع عمومی هستند. از این حیث مجازات کیفری ناظر به رقابت در بورس را می‌توان جنبه ضمانت اجرایی برای حمایت از حقوق و تعهدات مربوط به بازار دانست که به سبب حمایت از برخی اصول مسلم بازار، جنبه ارزشی نیز خواهد یافت. برای نمونه در مجازات مربوط به معامله متکی بر اطلاعات نهانی یا دست‌کاری بازار، علاوه بر اینکه حمایت از حقوق فعالان بازار اهمیت دارد، اصل رقابت و فرایند بازار نیز واجد پشتوانه حقوقی خواهد بود. همین امر سبب می‌شود جنبه‌های ارزشی و بنیادین بازار اهمیت بیشتری داشته باشد؛ زیرا این ویژگی سبب اعتماد عموم به بازار سرمایه می‌شود. خدشه‌دار شدن این اعتماد نیز به مخاطره افتادن کلیت بازار می‌انجامد (Estrad, 1995: 440).

بنابراین از آنجا که به واسطه ارتکاب بزهکاری علیه بازار سرمایه، بستری توجیهی به حقیقت و ایجاد وضعیت نابرابر، همچنین سوءاستفاده از موقعیت‌ها فراهم می‌شود (نیازپور، ۱۳۹۶: ۳۲۸)،

۱. منظور از توافقات و رویه‌های ضد رقابتی، اقداماتی است که موضوع یا اثر آن‌ها یکی از موارد مقرر در قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ است و منجر به ایجاد اخلاص قابل توجه و محسوس در رقابت در بازار مرتبط معین می‌شود.

به منظور مدیریت بازار سرمایه و نظارت بر عملکرد کنشگران این عرصه، قانون‌گذار ایران به سازمان بورس و اوراق بهادار مأموریت می‌دهد تا به منظور حمایت از ارزش‌های بازار به مناسبت اقدام کند<sup>۱</sup> (همان: ۳۴۸). روشن است که افزون بر مقابله کیفی با این گونه ناهنجاری‌ها، باید به ابزارهای رقابتی نیز توجه کرد، اما با توجه به وجود برخی تعارض‌ها در منافع ناشی از حقوق رقابت و حقوق بازار سرمایه، نمی‌توان به تضاد منافع بی‌توجه بود. از جمله این تعارض‌ها باید به اصالت منافع عمومی و مبتنی‌بودن ابزارها و نهادهای مالی در بورس بر قابلیت‌های حقوق عمومی در قیاس نسبی با حقوق رقابت اشاره کرد که براساس آن، مواجهه با ابزارهای حقوق رقابت در بورس با کاستی‌ها و ملاحظات همراه است؛ زیرا متشکل‌بودن بازار سرمایه اقتضای برخی ضوابط اخص از حقوق رقابت را همراه دارد و در مواردی حفظ امنیت بازار بر رقابت کامل ترجیح داده می‌شود. این به معنای رقابتی نبودن بورس نیست و صرفاً به منزله وجود قواعد سخت‌گیرانه‌تر است تا از این حیث امنیت فعالیت سرمایه‌گذاران در بورس تأمین شود.

#### ج) ضمانت اجرای انضباطی

به دلیل ارتباط ضمانت اجرای انضباطی و کیفی از جهت نقش تنبیهی و بازدارندگی، قواعد ناظر به امور انتظامی و انضباطی در راستای تحقق اصول بازار سرمایه وضع و اجرا می‌شوند. نکته مهم این است که چون تخلفات در حوزه بورس و اوراق بهادار به محدودیت در فعالیت برخی فعالان یا لاقلاً مسئولان آنان (تأییدنکردن صلاحیت حرفه‌ای مدیران) منتهی می‌شود، این ضمانت اجرا به‌رغم اینکه منجر به تنبیه می‌شود، در مواردی ممکن است به نتیجه جبرانی برای سایر فعالان یا بازار منتهی نشود؛ از این‌رو نوع ضمانت اجرای انضباطی تأثیر زیادی بر اعتماد و اهمیت همه فعالان به بازار خواهد داشت. مورد دیگر، ارتباط برخی جوانب تخلفاتی یا مجرمانه با مسائل و ضمانت اجرای حقوقی است که در راستای رعایت مسائل حقوق رقابت و حقوق بازار سرمایه باید توأمان دیده شود؛ زیرا صرف در نظر داشتن ضمانت اجرای واحد شاید به نتیجه مطلوب به نفع بازار منجر نشود.

۱. این مهم گاه به شکل واکنشی و گاه به صورت پیشگیرانه است. اقدام در شکل نخست، جنبه پسینی دارد. بعد از ارتکاب جرم علیه بازار سرمایه، نهاد مذکور باید در راستای شناسایی آن‌ها و اعلام به مراجع قضایی گام بردارد، اما اقدام در صورت دوم، جنبه پیشینی دارد و سازمان قبل از وقوع جرم باید برای سیاست‌گذاری و برنامه‌ریزی در این خصوص و به جهت ارتکاب نیافتن بزه کاری نخستین اقدام کند.

## ۲. رقابت میان مقامات بازار

از مسائل مهم درباره ارتباط حقوق رقابت و بورس، رقابت میان نهادهای بورسی است. در مورد ضرورت رقابت میان فعالان بازار در جای خود تردیدی نیست؛ زیرا فعالان بازار، بازیگران واقعی بورس محسوب می شوند و تعاملات آنان موجب رونق رقابت این بازار خواهد شد. بنابراین مسئله این است که آیا مقامات بورسی نیز می توانند در ردای بازیگر ظاهر شوند و در این صورت رقابت میان آنان در مقام نظارت و هدایت بازار توجیه پذیر است یا خیر؟

### ۲-۱. امکان یا امتناع

بدیهی است که رقابت در بازار سرمایه می تواند بر پویایی آن بسیار اثرگذار باشد؛ ضمن اینکه تداخل وظایف و اختیارات این نهادها نیز بر سطح رقابت در بازار در جهت مثبت یا منفی مؤثر خواهد بود. از این رو امکان فعالیت مقاماتی مانند دولت - نه به مثابه حاکمیت بلکه با رعایت اصول رقابت و از مجرای تصدی گری - در بورس نه تنها منتفی نیست، بلکه حضور ضابطه مند شرکت های دولتی به نوعی رونق بخش بازار هم خواهد بود، اما در صورتی که حضور مقاماتی مثل دولت در بازار از مجرای حربه های حاکمیتی و به منظور دخالت در بازار باشد، تردیدی در مخاطره آمیز بودن چنین اقداماتی نخواهد بود؛ زیرا نه تنها وضعیت رقابتی و طبیعی بازار بر هم می خورد، بلکه ممکن است بازار به حالت انحصاری مبدل شود. افزون بر این، چنین وضعیتی ممکن است نتیجه متعارض دیگری نیز به دنبال داشته باشد و به نتایجی چون تجزیه بازار منتهی شود (باقری، ۱۳۹۰: ۱۹۰)؛ ضمن اینکه می توان منتظر عواقب بعدی نظیر امکان ائتلاف یا ادغام نیز بود (همان: ۱۹۳) که در نتیجه ممکن است به انحصار یا اعمال ضد رقابتی دیگر نیز منجر شود. بنابراین رقابت میان مقامات بازار برخلاف اینکه در کوتاه مدت به تغییر رویه بازار می انجامد (White, 1996: 222)، در بلندمدت می تواند به واسطه شکل گیری بازارهای وابسته به یکدیگر، نتیجه متعارضی داشته باشد و به نوعی مخل رقابت شود و این مسئله در جای خود مانع توفیق قواعد حقوق رقابت خواهد بود. البته باید به این حقیقت توجه کرد که بازارهای مالی واجد شرایط خاصی اند که بر اجرای مقررات رقابتی تأثیر می گذارند؛ از این رو به سبب حفظ ثبات بیشتر، اجازه رقابت کامل در این حوزه دشوار به نظر می رسد (باقری و سیدی، ۱۳۸۷: ۷۵)؛ بنابراین همواره نمی توان انتظار داشت رقابت در این عرصه مطلقاً مفید و عملی باشد.

## ۲-۲. آثار ابعاد حقوقی ناشی از حقوق رقابت در بازار سرمایه

بیان شد که روشن نبودن مرزهای مقررات‌گذاری و نظارت میان شورا و سازمان به چه میزان می‌تواند امنیت، شفافیت و استقلال این حوزه را با مخاطره مواجه کند. از منظر دیگر نیز به شرحی که در بحث از مشکلات مقامات و نهادهای نظارتی حقوق رقابت در بازار سرمایه ایران خواهد آمد، شورای رقابت و سازمان بورس و اوراق بهادار دو نهاد عمده ناظر در این خصوص هستند که براساس دامنه اختیارات و صلاحیت قانونی خویش، حسب مورد به اعمال نظارت می‌پردازند. با این حال، روابط میان سطوح مختلف بازارهای مالی از نظر رقابت بسیار پیچیده است؛ از این رو میزان همکاری یا رقابت در یک سطح تحت کنترل و نظارت این دو نهاد یا سایر نهادهای مشابه ممکن است موجب تشدید یا جلوگیری از رقابت در سطح دیگر شود؛ زیرا رقابت میان قانون‌گذاران و نهادهای ناظر الزاماً مطلوب نیست و جایگزینی رقابت از سطح فعالان بازار و بورس‌ها با رقابت میان قانون‌گذاران به تنوع و تفاوت قوانین منجر می‌شود و هم‌گرایی و رقابت میان بورس‌ها را در بازار سرمایه تهدید می‌کند (همان: ۶۵).

بدون تردید، در صورت به فعلیت رسیدن فضای رقابتی در بازار سرمایه، بورس‌هایی امکان ادامه حیات خواهند داشت که از رقابتی‌ترین ابزارهای مالی برخوردار باشند. البته نظام حقوقی هرچند هم از قواعد منسجمی برخوردار باشد، تا زمانی که نتواند از طریق ابزار کاربری لازم استفاده کند، توفیق چندانی در پیشبرد اهداف رقابتی خویش نخواهد داشت؛ زیرا در فرض وجود رقابت، ممکن است شرکت‌ها برای حفظ خویش به توافقات ضد رقابتی روی آورند و یا با اعمال قدرت و نفوذ خود در بازار - از طریق وضعیت اقتصادی مسلط - از برتری قواعد رقابتی ممانعت کنند. بدین‌سان مقامات بورسی و رقابتی باید برای مقابله با این‌گونه رفتارهای ضد رقابتی راهکارها و تدابیر لازم را بیندیشند. بدیهی است بورس‌ها و مقامات رقابتی برای مقابله با رفتارهای ضد رقابتی می‌توانند از مجاری انضباطی و انتظامی، حقوقی و کیفری یا سایر مقررات ورود کنند (Oesterle, 2000: 8) به نظر می‌رسد بازار سرمایه ایران با اعمال ضد رقابتی عدیده‌ای مواجه است که برخی از آن‌ها به عنوان موارد واقعی عبارت‌اند از:

## ۲-۲-۱. رویه‌های ایجاد شده توسط قدرت‌های بازار

در حرکت بازار به وضعیت ضد رقابتی، وجود بنگاه‌های اقتصادی مسلط، سوء استفاده از اطلاعات نهانی و وجود رانت، نبود شفافیت، تقارن نداشتن رقابت، دولتی بودن بازار و... عواملی هستند که نقش عمده را ایفا می‌کنند. بخشی از این عوامل، به اقدامات مستقیم قدرت‌های بازار مربوط است که به اخلال در رقابت منجر می‌شود. بخش دیگر نیز اقداماتی هستند که قدرت‌های بزرگ از مجاری و خلأهای قانونی به طور غیر مستقیم مرتکب می‌شوند. مراد از قدرت‌های بازار در اینجا نیز شامل دولت، مقام فراهی و مقامات خاص نظارتی است که هر یک حسب وظایف و اختیارات قانونی می‌توانند در شکل‌گیری یا مقابله با اعمال غیر رقابتی سهیم باشند. در این میان، فارغ از ماهیت عمومی غیر دولتی سازمان بورس و اوراق بهادار<sup>۱</sup> آن نهادی که بیش از همه خطر وضعیت ضد رقابتی در بازار سرمایه را دارد، دولت خواهد بود؛ زیرا هم می‌تواند از قالب سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازار سرمایه اثرگذار باشد و هم از طریق اعمال سیاست از مجرای شورای عالی بورس<sup>۲</sup> هرگونه تدابیری را پیش ببرد. چنین قابلیتی ممکن است وضعیت بورس را به اوصاف و خصایص دولتی سوق دهد؛ البته این وضعیت نافی اثرگذار نبودن شورا و سازمان بر رقابتی بودن بورس و اوراق بهادار نیست و دو مقام اخیر حسب صلاحیت و جایگاه خویش می‌توانند گستره رقابت و زوایای مختلف آن را در بازار سرمایه توسعه دهند یا محدود کنند. مسئله دیگر درباره رویه‌های ایجاد شده از سوی قدرت‌های بازار آن است که شرکت‌ها و بنگاه‌های بزرگ پذیرفته شده در بورس علی‌رغم مقررات محدود کننده به اعمال قدرت در شرکت‌های وابسته می‌پردازند و بر اساس قدرت اقتصادی خویش حیات اقتصادی آنان را متلاطم می‌کنند.

## ۲-۲-۲. رویه‌های ایجاد شده ناشی از خلأهای قانون گذاری

مقررات موجود نیز می‌تواند مانع رقابتی بودن بازار سرمایه شود. این امر شرایط را برای

۱. بر اساس ماده ۵ قانون بازار اوراق بهادار: «سازمان، مؤسسه عمومی غیر دولتی است که دارای شخصیت حقوقی و مالی مستقل بوده و از محل کارمزدهای دریافتی و سهمی از حق پذیرش شرکت‌ها در بورس‌ها و سایر درآمدها اداره خواهد شد. منابع لازم برای آغاز فعالیت و راه‌اندازی سازمان یاد شده، از محل وجوه امانی شورای بورس نزد سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران تأمین می‌شود.»

۲. توجه به ترکیب اعضای شورا مصرح در ماده ۳ قانون بازار اوراق بهادار.

انحصارات در بازار فراهم می‌کند و قدرت و تسلط کارتل‌ها را در بازار نمایش می‌دهد. در این حالت، تنها راه اعمال قدرت، توسل به وضع قواعد و سازوکارهای ضدرقابتی است. از این منظر برخی قواعد درباره شرکت‌ها مثل شرط داشتن حداقل سرمایه یا سهام‌داران برای ورود به بازار سرمایه (بورس یا فرابورس) می‌تواند مانعی برای ورود همه فعالان به رقابت در بازار قلمداد شود (Allen and R Herring, 2001: 7). علاوه بر این، تشریفات حاکم بر معاملات بورسی نیز ممکن است از جهاتی مانع رقابت کامل شود از جمله اختیارات نهاد ناظر در تحقق معامله می‌توانند از این گونه تشریفات و ابزارها قلمداد شوند. مسئله دیگر، محدودیت دسترسی به فعالیت در بورس برای برخی اشخاص است که دشواری یا ممکن نبودن حضور آنان، دایره رقابت ایشان در بورس را کاهش می‌دهد و اقتصاد را از ظرفیت‌های حضور مناسب آنان محروم می‌کند. این وضعیت تنها محدودیت حضور به واسطه برخی اوصاف فنی محدود نیست، بلکه شامل ابزارها و حمایت‌های حقوقی نیز می‌شود؛ در نتیجه نبود حمایت حقوقی از سرمایه‌گذاران بالقوه، سبب دلسردی آنان به فعالیت در بورس خواهد شد.

مسئله مهم دیگر در این خصوص، رویه‌های ضدرقابتی ناشی از تملک بلوکی سهام و ایجاد انحصار در بازار موضوع فعالیت شرکت‌هاست که وجود برخی مقررات و سازوکار کنونی مانع عواقب ناشی از چنین واقعیتی نیست. علاوه بر این، وجود ساختار ناظر به هلدینگ‌ها و شرکت‌های مادر نیز زمینه دخالت سهام‌داران عمده را در حیطه حقوق سهام‌داران جزء فراهم می‌کند. چنین فرایندهایی در عین اینکه می‌تواند سبب تحمیل حقوق سهام‌داران کلان بر سایر سهام‌داران شود، در صورت رعایت نکردن ضوابط حاکمیت شرکتی ممکن است به نوعی انحصار نیز منتهی شود؛ بنابراین نگرش به مقررات و خلأهای ناشی از آن، از منظر حقوق رقابت این موهبت را دارد که علاوه بر رقابت کامل‌تر، حقوق و منافع همه فعالان نیز حسب میزان رقابت آنان تأمین شود.

با روشن شدن نظام عام و خاص نهادهای مقررات‌گذار در بورس و خلأهای ناشی از رقابت در این حوزه، این پرسش باقی است که آیا اختلاف نظارتی بر رقابت در بازار تأثیری خواهد گذاشت. در این مورد نیز دو رویکرد وجود خواهد داشت (Coffee, 2002: 3)؛ چراکه ساختار نظارتی دو یا چندرکنی سبب افزایش ضریب نظارت و خروجی قوی‌تری خواهد شد. این سازوکار موجب فرار از قوانین ناکارآمد و مقابله مضاعف با رویه‌های غیررقابتی نیز می‌شود؛

در حالی که در رویکرد منفی به این مسئله، نظارت دورکنی به تضييع امکانات و هم‌پوشانی در وظایف و نظارت‌ها می‌انجامد (Coffee, 2002: 4). بر این اساس، باید توجه داشت که به‌موجب چنین مبنایی، رقابت در خدمت استانداردهای خُرد و پراکنده قرار گرفته‌اند و بیش از آنکه رقابت اصالت بیابند، ارکان موجود موضوعیت خواهد یافت؛ از این رو مقوله مدنظر در بلندمدت به نفع رقابت نیست و حتی می‌تواند با گسترش دامنه رقابت از سطح فعالان بازار به سطح مقامات، نوعی نفع‌گرایی یا انحصارطلبی را نیز به همراه داشته باشد.

نکته دیگری که درباره خلأ قانون‌گذاری ناشی از مسائل حقوق رقابت در بازار سرمایه ایران به آن توجه می‌شود، این است که بازار سرمایه از حوزه‌های مولد و مبتنی بر نوآوری‌هاست؛ بنابراین باید به‌ناچار ابتدا نهادها و ابزارهای جدیدی تأسیس شود. اما ضوابط حقوقی آن به تفصیل و جامع وضع نمی‌شود. از این رو قانون‌گذاری در این حوزه گاهی جایگاه پیشینی ندارد و در موارد گوناگونی جنبه پسینی دارد؛ البته این به معنای قانونی نبودن امور این بازار نیست، بلکه چون پیشرفت و تغییرات در بازار سرمایه گسترده است، به‌ناچار مقنن ابزارهای لازم را به نهادهای مربوط می‌دهد تا به نحوی عمل کنند که امور بازار با اختلال مواجه نباشد؛ لکن در مجموع تدوین مقررات پیشین برای ایجاد نهاد و ابزارهای جدید و پویا لازم است.

## ۲-۳. مشکلات مقامات و نهادهای نظارتی حقوق رقابت در بازار سرمایه

با توجه به دو رویکرد فوق که هر دو نیز قابل توجه و تقویت هستند، نباید انکار کرد که اولاً به‌رغم دورکنی بودن ساختار کنونی نظارت و هدایت در حوزه بازار سرمایه ایران و وجود نهاد بالادستی شورای رقابت، هدایت و نظارت در این باره عرضی نیست، بلکه طولی و در قالب سلسه مراتب است. بر این اساس، دغدغه رویکرد دوم درباره ساختار کنونی مرتفع خواهد شد. ثانیاً خروجی نظارت و هدایت از منظر صلاحیت شورای رقابت و سازمان بورس و اوراق بهادار لزوماً هم‌سان نیست و تنها در موارد مربوط به مقابله با فرایندهای رقابتی، امکان مشابهت وجود دارد. در این خصوص نیز با توجه به مبنای مختار در فوق (مسئله نسبت شورای رقابت و سازمان)، هرگونه شائبه رقابت میان مقامات و ارکان منتفی بوده و اساساً مجرای برای رقابت میان این مقامات وجود نخواهد داشت.

در ایران میان نهادهای گوناگون مانند دولت، نهاد نظارتی ملی (شورای رقابت) و نهادهای

بخشی (مثل سازمان بورس) در عین وجود تفاوت در عملکرد، با موازی‌کاری‌هایی نیز مواجه هستند. به بیان دیگر، چالش اصلی این حوزه، عمل براساس وظایف و اختیارات موازی است. برای مثال، در نظارت بر رقابت بازار سرمایه، هم سازمان بورس و هم شورای عالی بورس واجد وظایفی هستند. در کنار این، در سیاست‌گذاری دولت و صلاحیت شورای رقابت برای مقابله با رویه‌های ضد رقابتی، نوعی اختلال و تعدد عملکرد رخ داده که امکان تفویت ابزارها و امکانات را در پی خواهد داشت (پورسید و همکاران، ۱۳۹۶: ۳۵۹-۳۵۸). چالش دیگر، نبود اسلوب شایسته مبتنی بر حقوق اقتصادی نظام‌مند است که سبب می‌شود رقابت میان فعالان بازار جای خود را به مقامات و نهادهای نظارتی و مقررات‌گذار دهد؛ از این‌رو حقوق رقابت در ایران جایگاه واقعی خود را نیافته است. مسئله دیگر در این زمینه، ساختار سلسه‌مراتبی حاکم بر بازار سرمایه است که براساس آن، تشکل‌گرایی گسترده، حضور حداکثری فعالان را محدود می‌کند و در عین حال، مقامات رقابتی بازار را به نظارت هم‌زمان بر ساختارها سوق داده است؛ درحالی‌که در وضعیت واقعی، اولاً نباید تعدد مرجع ناظر وجود داشته باشد و ثانیاً مقامات باید به جای نظارت بر امور ثانوی، مسائل اصلی را رصد کنند و مطابق با ساختارهای واقعی حقوق رقابت عمل نمایند. درک این مسئله زمانی روشن‌تر است که در کنار نهادهای مورد اشاره، سازمان تعزیرات حکومتی، سازمان حمایت از مصرف‌کنندگان و نهادهایی از این قبیل را نیز مدنظر قرار دهیم؛ بنابراین خلأ مهم نظارتی در ایران، مشخص نبودن حدود و ثغور شئون نظارتی و مرزهای نهادهای متولی آن است.

### ۳. مصادیق رویه‌های غیررقابتی در بورس

در حوزه بورس و اوراق بهادار اعمالی هستند که از حیث حرفه‌ای و تخصصی ضد رقابتی محسوب می‌شوند در حالیکه این موارد خارج از حوزه بورس و اوراق بهادار کمتر کاربرد دارند. مصادیق متعددی می‌توان برشمرد که در این مبحث به مهم‌ترین آن‌ها را اشاره خواهد شد.

#### ۳-۱. سوءاستفاده از اطلاعات نهانی

به موجب بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران «اطلاعات نهانی، هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم [است] که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای

معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد.» فارغ از اینکه جامع بودن این تعریف محل بحث است، آنچه باید در این مورد مدنظر قرار بگیرد این است که اصولاً معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی براساس نوعی رانت است که در نتیجه به انحصار در بازار منتهی می‌شود (کردستانی و موسویان خلیل آباد، ۱۳۹۲: ۱۳۰). این پدیده هم رانت و هم انحصار را در پی خواهد داشت که هر دو از اعمال ضد رقابتی قلمداد می‌شوند. در واقع استفاده از اطلاعات نهانی در حوزه اوراق بهادار از مهم‌ترین رویه‌های ضد رقابتی است که علاوه بر ایجاد پدیده‌هایی مانند رانت و انحصار، هم شفافیت و رقابتی بودن بازار را نادیده می‌گیرد و هم اعتماد سرمایه‌گذاران این حوزه را زایل می‌کند؛ از این‌رو مقنن علاوه بر در نظر داشتن مسائل تخلفاتی و انضباطی این پدیده، آن را جرم‌انگاری می‌کند تا با شدت بیشتری با آن مقابله شود. با این رو به این موضوع ماهیتی عمومی می‌بخشد و از خصوصی بودن خارج می‌کند تا هم شامل ضوابط ناظر به حقوق خصوصی باشد و هم از حیث عمومی و کیفی قابلیت تعقیب داشته باشد.

### ۲-۳. افشاندن اطلاعات یا افشای گمراه‌کننده

ابتدای فعالیت‌های رقابتی در بازار سرمایه بر اطلاعات، این نتیجه را در پی دارد که افشای اطلاعات تبعات ویژه دارد و برخوردار بودن از این مهم به‌مثابه نوعی رانت و رقابت غیر عادلانه است؛ الزام به ارائه اطلاعات همواره از سرفصل‌های اصلی مقررات اوراق بهادار است. با توجه به منافعی که ارائه خصوصی و عمومی اطلاعات دارد، قوانینی در زمینه منع مدیران از سوءاستفاده اطلاعات شرکت‌ها، یا ارائه اطلاعات و ساختار مالی وضع می‌شود که به رقابت نیز کمک می‌کند و به‌نوعی راهکار فرعی اجرای سیاست‌های حقوق رقابت تلقی می‌شود (باقری، ۱۳۹۰: ۱۹۹). در واقع در بازارهایی با شفافیت بیشتر احتمال تحقق اهداف حقوق رقابت بیشتر است؛ چرا که مکانیسم بازار مستلزم وجود فضای رقابتی سالم است و رقابت سالم بدون وجود اطلاعات شفاف معنایی ندارد. به عبارت دیگر، بازارهای مالی بیش از بازارهای کالاهای فیزیکی در معرض خطر اطلاعات غلط و گمراه‌کننده هستند؛ از این‌رو، افشاندن کامل اطلاعات یا افشای نادرست و گمراه‌کننده آن از جمله رویه‌های غیر رقابتی در بازار سرمایه است که علاوه بر ناکارآمد ساختن بازار سرمایه، به شکست سیاست‌های اقتصادی نیز می‌انجامد.

## ۳-۳. دست کاری بازار

دست کاری بازار را باید در شمار رویه‌های مهم ضدرقابتی و مخاطره‌آمیز در بازارهای اوراق بهادار دانست که علاوه بر اختلال در رقابت و نقض کارایی بازار، به سلب اعتماد در رقابت سالم و امنیت سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (Gerace, 2014: 107). این پدیده، تلاش‌هایی عامدانه به منظور دخالت در عملکرد آزاد و عادلانه بازار و ایجاد ظاهری گمراه‌کننده و مصنوعی از قیمت یک ورقه بهادار است. عموماً این امر زمانی اتفاق می‌افتد که معامله‌گران با اقدام‌های عمدی خویش سبب معامله اوراق بهادار به قیمتی غیر از ارزش واقعی بازار می‌شوند (Korsmo, 2011: 1137). پدیده مورد بحث از منظر قواعد حقوق رقابت به چند دلیل اهمیت دارد؛ یکی از وجوه آن به این امر اشاره دارد که مقامات بازار و فعالان و بازیگران به دست کاری بازار می‌پردازند. ضمن اینکه به دلیل برخورداری از مصادیق و دامنه گسترده، ضریب تأثیر منفی آن بر سلامت اقتصادی بازار بیش از پدیده‌های مشابه خواهد بود. وجه دیگر این است که نحوه احراز و اثبات این پدیده با توجه به ابزارهای شکل‌گیری آن دشوار است و به تبع همین دشواری، نحوه نظارت و پیگیری آن دشوارتر به شمار می‌آید. حتی در صورت احراز اصل دست کاری، امکان مشخص شدن منشأ و عامل آن غالباً سخت است؛ از این رو با توجه به دشواری‌های این مسئله، توجه به این رویه غیررقابتی از سوی مقنن، مقامات بازار و حتی فعالان بازار بسیار حائز اهمیت است؛ زیرا اگر چنین پدیده‌ای شکل بگیرد، فعالیت همه عوامل بازار را با اختلال مواجه خواهد کرد.

## نتیجه‌گیری

با وجود اینکه فعالیت و رقابت در بازار متشکل و حرفه‌ای سرمایه‌مستلزم رعایت قواعد و مقررات خاصی است، لکن این امر مانع حضور فعالان و اشخاص مختلف نخواهد بود. بر این اساس، هم شرکت‌های دولتی (به‌ویژه در عرضه‌های اولیه) و هم شرکت‌های خصوصی امکان حضور در این بازار را دارند. با این حال، این حضور و فعالیت، علاوه بر التزام به اصول و مقررات عام رقابتی، نیازمند تمکین در برابر مقررات بورس و اوراق بهادار است. بنابراین، حوزه مورد بحث را باید محل تلاقی قواعد و مقررات عام و خاصی دانست که در کنار هم‌سویی و همکاری، در مواردی نیز با تعارض مواجه است. نقطه ثقل این رابطه در رقابت میان مقامات و نهادهای بالادستی

بازار و نسبت مقامات عمومی و اختصاصی نمایان خواهد شد که نتایجی به همراه دارد. افزون بر این، رابطه حقوق رقابت با بورس، در حوزه ضمانت اجراها نیز آثار متعددی خواهد داشت. در ایران به سبب نهادینه نبودن نسبت قواعد عمومی رقابتی با قواعد اختصاصی، به طور خاص وضعیت روشنی وجود ندارد و فارغ از قواعد و ضوابطی که در مقام تحقق اصول بازار سرمایه مشاهده می شود، بررسی ارتباط این دو حوزه در گروه تدقیق موردی و جزئی در قواعد و مقررات بورس و اوراق بهادار است؛ از این رو شناسایی رویه های غیررقابتی و آثار حقوقی مترتب بر آن در بورس، مستلزم اشراف بر ضوابط عام درباره حقوق رقابت و مسائل خاص بورس و اوراق بهادار است. آنچه از این نوشتار حاصل می شود این است که اولاً اجرای قواعد حقوق رقابت در بازار سرمایه ایران با دو دسته مانع عمده مواجه است: بخشی از این موانع به شرایطی ناظر است که قدرت های بازار به وجود می آورند و بخش دیگر، ناشی از خلأها و شرایطی است که مقررات در حال اجرا آن را ایجاد کرده اند. مثال های مهمی که در این باره اشاره شد نیز حکایت از آن دارد که در صورت اصلاح رویکردی به سازوکارهای حاکم بر بورس و اوراق بهادار، بخش زیادی از این موانع رفع خواهد شد. در هر صورت، عاملی که عنصر اصلی توفیق نیافتن حقوق رقابت در بازار سرمایه ایران محسوب می شود، دخالت مقامات، به ویژه دولت است که این مانع نیز باید به موازات توسعه ابعاد رقابتی بازار برطرف شود؛ زیرا اغلب رویه های غیررقابتی در بازار سرمایه، به نحوی از همین مسائل نشأت گرفته است که نمونه بارز آن را باید سوء استفاده از اطلاعات نهانی دانست.

## کتاب نامه منابع و مآخذ

- انصاری، علی و مرضیه صفدری. (۱۳۹۰). «ضمانت اجرای حقوقی معاملات در بازار سرمایه (مطالعه تطبیقی در حقوق کشورهای مالزی و آمریکا)». فصلنامه بورس اوراق بهادار. دوره ۴. شماره ۱۶.
- باقری، محمود و جواد سیدی. (۱۳۸۷). «هم‌گرایی و رقابت در بازارهای بورس: تعارض حقوق رقابت و حقوق بازار بورس». فصلنامه حقوق، دوره ۳۸. شماره ۳.
- باقری، محمود و علی نصراللهی. (۱۳۹۵). «کارایی اقتصادی ضمانت اجراهای کیفری قانون بازار اوراق بهادار». فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی. دوره ۴۶. شماره ۲.
- باقری، محمود. (۱۳۹۰). نقش حقوق شرکت‌ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی‌سازی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی.
- باقری، محمود و دیگران. (۱۳۹۵). رقابت و انحصار بین بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (ساختار مالکیت. شکل حقوقی و کارکرد). تهران: بورس.
- جمالی، جعفر و محمد صادقی. (۱۳۹۶). رویه هیئت داوران بورس و اوراق بهادار. تهران: انتشارات بورس.
- پورسید، سید بهزاد؛ صادقی، محمد و شهرام محمدی (۱۳۹۶). «شورای رقابت؛ از جایگاه حقوقی تا صلاحیت قیمت‌گذاری خودرو». فصلنامه مجلس و راهبرد. دوره ۲۴. شماره ۹۱.
- رهر، نوید. (۱۳۹۶). «حفظ استقلال نظام بورس و اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران». فصلنامه مطالعات حقوق تطبیقی. دوره ۸. شماره ۱.
- سلطانی، محمد. (۱۳۹۵). حقوق بازار سرمایه. تهران: سمت.
- سلطانی، محمد. (۱۳۹۱). «تبیین و تحلیل جایگاه ماده ۹۹ قانون برنامه پنج‌ساله پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه کشور». فصلنامه بورس اوراق بهادار. شماره ۲۰.
- صادقی، محمد. (۱۳۹۶). دامنه حقوق رقابت در بازارهای رقابت‌پذیر و رقابت‌ناپذیر (نظم حقوقی ایران و فقه اسلامی). تهران: مجد.
- طباطبایی‌نژاد، سید محمد. (۱۳۹۵). «اعمال فراسرزمینی مقررات انتظامی: بررسی موردی اعمال مقررات حقوق رقابت (با نگاهی به قانون اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی)». مجله مطالعات حقوقی. دوره ۸. شماره ۲.
- کردستانی، غلامرضا و سید حمیدرضا موسویان خلیل‌آباد. (۱۳۹۲). «رقابت بین سرمایه‌گذاران آگاه برای کسب اطلاعات محرمانه و قیمت‌گذاری عدم تقارن اطلاعاتی». فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی. سال اول. شماره ۲.
- غفاری فارسانی، بهنام. (۱۳۹۳). حقوق رقابت و ضمانت اجراهای ملنی آن. تهران: نشر میزان.
- نیازپور، امیرحسین. (۱۳۹۶). «تکالیف سازمان بورس و اوراق بهادار در زمینه پیشگیری از جرم». فصلنامه راهبرد. شماره ۸۲.
- هادی‌فر، داود. (۱۳۸۹). نهادهای حقوقی تنظیم مقررات. ساختار و سازوکار اجرایی. تهران: عترت نو.

## ب) منابع خارجی

- Hazen, Thomas. (2009). *Securities Regulation in a Nutshell*. 10th (Nutshell Series).
- Palmiter, R. Alan. (2014). *Examples and Explanations: Securities Regulation*. 6th Edition. Wolters Kluwer Law and Business.
- Allen, F, and Herring, R. (2001). *Banking Regulation Versus Securities Market Regulation*. Wharton School. University of Pennsylvania.
- Coffee, John C. (2002). "Competition Among Securities Markets: A Path Dependent Perspective". *Columbia Law and Economics Working Paper*. No 192.
- Estrada, Javier. (1995). "Insider Trading: Regulation, Securities Markets, and Welfare under Risk Aversion". *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol 35. No 4.
- Gerace, Dionigi and Chew, Charles. (2014). "Stock Market Manipulation on the Hong Kong Stock Exchange". *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. Vol 8. No 4.
- Korsmo, Charles. (2011), "Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions". *William and Mary Law Review*. Vol 52. No. 4.
- Oesterle, D. A. (2000). *Securities Markets Regulation: Time to Move on to a Market-Based Approach*. Cato Institute Policy Analyses. No 374.
- White, J. Lawrence. (1996). *International Regulation of Securities Markets: Competition or Harmonization*. University of Chicago press. ISBN: 0-226-48847-0.