

Original Article

# Comparative Study of the Jurisdiction of the Stock Exchange's Board of Directors in Dealing with Capital Market Disputes in the Laws of Iran, America, and England

Nima Alijannejad<sup>1</sup> , Hamid Abhari<sup>\*2</sup> , Sam Mohammadi<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Ph.D. in Private Law, Faculty of Law and Political Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

<sup>2</sup> Professor, Department of Private Law, Faculty of Law and Political Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.

<sup>3</sup> Professor, Department of Private Law, Faculty of Law and Political Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran.



[20.1001.1.24237566.1402.7.2.3.9](https://doi.org/10.22080/lps.2022.24414.1410)



[10.22080/lps.2022.24414.1410](https://doi.org/10.22080/lps.2022.24414.1410)

**Received:**

October 17, 2022

**Accepted:**

February 24, 2023

**Available online:**

August 18, 2023

**Keywords:**

Jurisdiction, Board of Directors of the Stock Exchange, Civil Liability Litigation, Arbitration, Conciliation.

## Abstract

Note 1, Article 43 of the Securities Market Law, the board of directors of the stock exchange, along with the arbitration board, is competent to deal with damage claims in the process of the initial offering of securities; The board of directors of the stock exchange, in addition to the dignity and duties of the board of directors of public joint-stock companies, has other competences and duties regarding being a publisher and self-regulating organization. The above-mentioned regulation needs to be carefully examined in terms of the type, scope and limits of jurisdiction of the board of directors of the stock exchange. And by examining it, it is discovered that it is unclear about the procedure and organization of the hearing, as well as the issuance of the opinion and its implementation. In addition, the board of directors lacks any legal-judicial dignity, and the handling of lawsuits in it is faced with a fundamental problem, and due to the jurisdiction of two authorities with different organizations, the possibility of conflicting opinions issued in a single matter is very high. However, in the laws of other countries, including the United States and the United Kingdom, although other institutions other than the court are responsible for dealing with violations, creating compromises, arbitration between the injured party and the causer of the damage, and similar cases in the process of the initial offer, the judicial investigation of the issue is the responsibility of the judicial system. A detailed examination of the regulations on the topic of discussion and its adaptation to other countries makes clear the necessity of its narrow interpretation, modification and completion in the current situation where the capital market needs support; Therefore, this article aims to emphasize the necessity of amending the relevant regulations by carefully examining the existing internal and external sources and writings, while examining the various aspects of the board of directors' competence; Especially since the preparations for amending the law have already started.

**\*Corresponding Author:** Hamid Abhari

**Address:** Department of Private Law, Faculty of Law and Political Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

**Email:** [Hamid.abhary@gmail.com](mailto:Hamid.abhary@gmail.com)



## 1. Introduction

Adequate handling of investors' claims is one of the important factors that play a significant role in gaining trust in the capital market and encouraging people to invest. In Note 1 of Article 43 of the Securities Market Law of the Islamic Republic of Iran, the board of directors of the stock exchange is considered to be competent to deal with Lawsuits between investors and other persons named in that Article regarding damages incurred during the initial offering process. However, the details of this ruling are not mentioned. Basically, some questions arise here: What is the characteristic of the board of directors of the stock exchange that has been granted such authority, and what are the nature, scope, and limits of this authority? If this proceeding is quasi-judicial, is it not facing problems?

In American and British law, some institutions are competent to deal with disputes in the initial supply process, but their type of deal is compromise or arbitration and is not considered quasi-judicial. It seems that in Iranian law, interpretations and legal doctrine should be in a direction that the board of directors of the stock exchange is not considered quasi-judicial or administrative until the regulation is amended; because otherwise, the realization of investors' rights will be difficult in many cases.

This study attempts to examine the above-mentioned regulation and related instructions -the status of the stock exchange's board of directors' competence in dealing with losses from the initial offering of securities- and propose solutions to improve the current situation by comparing these regulations with similar regulations in English and American law.

In the first part of this study, to find out if the said authority is assigned to this administration, the knowledge of the stock exchange's board of directors is discussed from various aspects. In order to determine the nature, scope, and limits of this jurisdiction, the second part of this research deals with civil liability lawsuits in that authority, and in the third part, the authority of the mentioned administration is criticized. Finally, in the fourth part, special attention is paid to the study of this issue in American and British law.

## 2. Methods

The present research follows a descriptive-analytical method and the data was collected through library studies.

## 3. Results

The authority of the stock exchange's board of directors, which is stated in Note 1 of Article 43, is due to the emphasis on the necessity of resolving professional disputes within self-regulating organizations. However, the experience of other advanced countries in the field of the capital market shows that the proceedings in the self-regulatory organization should not be in the form of judicial or quasi-judicial proceedings; rather, the task of these institutions is mainly to create a compromise or arbitration between the victim and the cause of the loss in the initial supply process. The aforementioned Article is written in such a way that the type of proceedings in the board of directors of the stock exchange is considered quasi-judicial and includes the wide scope and limits of losses in the initial offering process. However, there are no provisions for hearing in that organizational authority, nor are there any criteria for the implementation of its decisions. Additionally, the composition of the stock exchange's board of directors is such that not only does this authority not have the dignity of legal proceedings, but it also increases the possibility of their interests conflicting with the cause of harm and questions their independence and impartiality.

In the capital market of the United States and England, although there are different authorities for damages in the initial offering process, judicial review of the matter is solely the responsibility of the court, and the authority of other authorities is limited to compromise between the parties or arbitration between them.

## 4. Conclusion

The regulation in question in Iran's capital market is incomplete and involves corruption. Therefore,

until a reform is made, it should either be interpreted in such a way that the board of directors of the stock exchange is the place to receive petitions and documents of the petitioner to be sent to the arbitration board, or it should be said that this authority is the same as in other countries, along with the local centers for reconciliation and the compromise between the parties of the dispute or the arbitration between the parties of the dispute in the real sense is the responsibility of this institution; because the arbitration board is not considered to be arbitration in the real sense in terms of its mandatoriness and procedure. However, it is suggested that this regulation be amended as follows:

“The victims of the subject of this Article must present their claim to the board of directors of the stock exchange before filing a lawsuit, and if no compromise is made based on the certificate issued by that authority, they should submit their petition to the same authority or arbitration board. In any case, handling the issue is within the jurisdiction of the last-mentioned authority.”

### **Funding**

There is no funding support.

### **Authors' contribution**

The authors contributed equally to the conceptualization and writing of the article. All of the authors approved the content of the manuscript and agreed on all aspects of the work.

### **Conflict of interest**

The authors declared no conflict of interest.

### **Acknowledgments**

The authors appreciate all the scientific consultants in this paper.

# مطالعه تطبیقی صلاحیت هیأت‌مدیره بورس در رسیدگی به اختلافات بازار سرمایه در حقوق ایران، آمریکا و انگلستان

نیما علیجان نژاد<sup>۱</sup> ID، حمید ابهری<sup>۲</sup> \* ID، سام محمدی<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.  
<sup>۲</sup> استاد گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.  
<sup>۳</sup> استاد گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.



[20.1001.1.24237566.1402.7.2.3.9](https://doi.org/10.22080/lps.2022.24414.1410)



[10.22080/lps.2022.24414.1410](https://doi.org/10.22080/lps.2022.24414.1410)

## چکیده

تبصره ۱ ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار، هیأت‌مدیره بورس را در کنار هیأت داور، صالح به رسیدگی دعاوی خسارت در فرایند عرضه اولیه اوراق بهادار دانسته است؛ هیأت‌مدیره بورس، علاوه بر شأن و وظایف هیأت‌مدیره شرکت‌های سهامی عام، صلاحیت و تکالیف دیگری نیز از باب ناشر بودن و تشکل خودانتظام دارد. مقرر فوق‌الذکر از حیث نوع، قلمرو و حدود صلاحیت رسیدگی در هیأت‌مدیره بورس نیاز به بررسی دقیق‌تری داشته و با بررسی آن، کشف می‌شود. درخصوص آیین و تشکیلات رسیدگی و همچنین صدور رأی و اجرای آن مبهم است. علاوه بر این، هیأت‌مدیره بورس فاقد هرگونه شأن حقوقی قضایی بوده و رسیدگی به دعوی در آن با ایراد اساسی مواجه و به علت صلاحیت دو مرجع با تشکیلات متفاوت، امکان تعارض آرای صادره در امری واحد بسیار بالاست؛ حال آنکه در حقوق کشورهای دیگر از جمله آمریکا و انگلیس گرچه نهادهای دیگر به غیر از دادگاه نسبت به رسیدگی امور تخلفاتی، ایجاد سازش و داوری میان زیان دیده و عامل زیان در فرایند عرضه اولیه صالح هستند؛ لکن رسیدگی قضایی به موضوع برعهده دستگاه قضایی آنهاست. بررسی دقیق مقررات راجع به موضوع بحث و تطبیق آن با سایر کشورها ضرورت تفسیر مضیق، اصلاح و تکمیل آن را در شرایط فعلی که بازار سرمایه نیازمند حمایت است روشن می‌سازد؛ لذا این مقاله بر آنست تا با بررسی دقیق منابع و نوشتارهای موجود داخلی و خارجی، ضمن بررسی ابعاد مختلف صلاحیت هیأت‌مدیره بورس، بر ضرورت اصلاح مقررات مربوط تأکید نماید؛ خصوصاً اینکه در حال حاضر مقدمات اصلاح قانون نیز آغاز شده است.

تاریخ دریافت:

۲۵ مهر ۱۴۰۱

تاریخ پذیرش:

۰۵ اسفند ۱۴۰۱

تاریخ انتشار:

۱ مهر ۱۴۰۲

کلیدواژه‌ها:

صلاحیت هیأت‌مدیره بورس  
دعوی مسئولیت‌مدنی داور  
سازش

::: مقاله حاضر برگرفته از رساله دکتری تحت عنوان «مسئولیت مدنی فعالان بازار سرمایه» می‌باشد که در دانشکده حقوق دانشگاه مازندران دفاع شده است :::

\* نویسنده مسئول: حمید ابهری

ایمیل: [Hamid.Abhary@gmail.com](mailto:Hamid.Abhary@gmail.com)

آدرس: گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی،

دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

## ۱ مقدمه

رسیدگی مطلوب به دعاوی سرمایه‌گذاران از جمله عواملی است که نقش به‌سزایی در جلب اعتماد به بازار سرمایه و تشویق به سرمایه‌گذاری دارد. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران<sup>۱</sup> در تبصره ۱ ماده ۴۳، هیأت‌مدیره بورس را صالح به رسیدگی اختلافات سرمایه‌گذاران با اشخاص مصرح نسبت به خساراتی که در فرایند عرضه اولیه وارد می‌شود دانسته است؛ حال آنکه به جزئیات راجع به این حکم اشاره ننموده است. در این باره این سؤال مطرح می‌شود که هیأت‌مدیره بورس چه خصوصیتی دارد که چنین حق و تکلیفی برای او در نظر گرفته شده است؟ همچنین ماهیت، قلمرو و حدود این صلاحیت چیست؟ چنانچه این رسیدگی شبه قضایی باشد، آیا با ایراد عدم تخصص، فقدان شأن قضایی و عدم بی‌طرفی مرجع مذکور مواجه نیست؟ در حقوق آمریکا و انگلیس برخی نهادها نسبت به رسیدگی اختلافات در فرایند عرضه اولیه صلاحیت دارند لکن نوع رسیدگی آنها سازش یا داوری بوده و قضایی محسوب نمی‌شود. در حقوق ایران نیز باید تفاسیر و دکترین حقوقی را تا زمان اصلاح مقرر به سمتی هدایت نمود که صلاحیت هیأت‌مدیره بورس رسیدگی قضایی یا اداری تلقی نشود؛ چراکه در غیر این صورت احقاق حقوق سرمایه‌گذاران با مشکل مواجه خواهد شد.

در خصوص موضوع مقاله، سابقاً هیچ پژوهشی که اختصاصاً به آن پرداخته باشد یافت نشده لکن در مقاله‌ای به قلم جناب آقایان دکتر عیسایی‌تفرشی، شهبازی‌نیا و نورانی‌مقدم در مجله پژوهش‌های حقوق تطبیقی موضوع مورد بحث واقع شده است.

در این نوشتار سعی شده تا با روش تحقیق کتابخانه‌ای (بررسی و نقد کتب و مقالات موجود،

ماده ۴۳ قانون بازار و همچنین دستورالعمل‌های مربوط)، صلاحیت هیأت‌مدیره بورس در رسیدگی به خسارات عرضه اولیه از جوانب گوناگون مورد بررسی قرار گیرد و از طریق تطبیق آن با مقررات مشابه در حقوق انگلستان و آمریکا، راه‌کارهایی را جهت بهبود وضع موجود پیشنهاد نمود.

در این مقاله به ترتیب به شناخت هیأت‌مدیره بورس، رسیدگی دعوی مسئولیت‌مدنی در آن مرجع، نقد صلاحیت مرجع مزبور و بررسی موضوع در حقوق آمریکا و انگلیس پرداخته می‌شود.

## ۲ شناخت هیأت‌مدیره بورس

جهت شناخت هیأت‌مدیره بورس به ماهیت، ترکیب، الزامات انتخاب و همچنین وظایف و صلاحیت آن پرداخته می‌شود:

### ۲.۱ ماهیت و ترکیب

مطابق بند ۳ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا بورس اوراق بهادار در قالب شرکت سهامی عام تأسیس و اداره می‌شود؛ لذا، ماهیت بورس با سایر شرکت‌های سهامی عام یکسان بوده و بر همین اساس، کلیه مقررات راجع به شرکت‌های سهامی عام که به موجب لایحه قانون تجارت و در باب هیأت‌مدیره مقرر شده است، در خصوص بورس‌ها نیز لازم‌الرعایه می‌باشد. لذا، ماهیت رابطه حقوقی میان اعضای هیأت‌مدیره بورس‌ها با شرکت بورس تابع نظرات کلی موجود در این باره است که با همه اختلاف-نظرهای موجود، با لحاظ تصریح ماده ۲۷۰ لایحه، نظریه رکن بودن که توسط برخی حقوقدانان (پاسبان و نیک‌نژاد، ۱۳۹۰، ۳۶؛ اصغری آقمشهدی، ۱۳۸۵: ۴۳؛ Reynolds, 1996, P3؛ Fridman, 1990, P19-20) مطرح شده است به واقع نزدیک‌تر است. البته، رکن بودن هیأت‌مدیره بورس صرفاً نسبت به اختیارات و تکالیفی است که در لایحه قانون تجارت برای آنها پیش‌بینی شده و نسبت به سایر موارد مثلاً

<sup>۱</sup> از این پس ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا



اجرای این تکالیف در زمره امور جاری شرکت است، مسئولیت اجرای آن با مدیران ناشر به عنوان رکن اجرایی می‌باشد؛ مثلاً تکالیف مقرر در تبصره ۲ ماده 23 و همچنین ماده 42 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در خصوص اعلام نتایج عرضه عمومی اوراق بهادار و تهیه و افشای صورت‌های مالی؛ ثالثاً، بورس‌ها به‌عنوان یک تشکل خودانتظام نیز وظایفی را برعهده داشته و مدیران آن به‌عنوان رکن اجرایی، موظف به ایفای آن هستند. بورس‌ها به عنوان تشکل خودانتظام اعضای دارند که شامل اشخاصی می‌شود که مجوز فعالیت خود را از آن دریافت می‌کنند؛ از جمله ناشران اوراق بهادار، کارگزاران و... وظایف و صلاحیت‌های مقرر برای بورس‌ها در مواد 30، 31، 34 و 35 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا که در باب عضویت در بورس‌ها و رسیدگی به تخلفات اعضا وضع شده، از جمله تکالیفی است که به جهت تشکل خودانتظام بودن بورس‌ها مقرر شده است. همچنین، صلاحیت مقرر در تبصره 1 ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در خصوص رسیدگی به دعوی خسارت واردشده به سرمایه‌گذاران در فرایند عرضه اولیه نیز از باب تنظیم‌گری بین اعضا برای هیأت‌مدیره بورس‌ها مقرر شده است.

### 3 رسیدگی به اختلاف در هیأت-مدیره بورس

ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا مقرر می‌دارد: «ناشر، شرکت تأمین سرمایه، حسابرس و ارزش‌یابان و مشاوران حقوقی ناشر، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذارانی هستند که در اثر قصور، تقصیر، تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع در عرضه اولیه که ناشی از فعل یا ترک فعل آنها

و استانداردهای حرفه‌ای و انضباطی را که لازم می‌داند، با رعایت این قانون، وضع و اجراء کند.<sup>۱</sup> درحال حاضر مطابق الزامات موجود در اساسنامه هر دو بورس فعال کشور، تعداد اعضای هیأت‌مدیره بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران هفت نفر است.

رسیدگی به تخلفات اعضای خود<sup>۱</sup> و یا رسیدگی به دعوای ضرر و زیان در فرایند عرضه اولیه<sup>۲</sup>، دیگر از آن باب نیست؛ بلکه به جهت مدیر بودن آنها در یک تشکل خودانتظام<sup>۳</sup> است. تعداد و نحوه انتخاب هیأت‌مدیره بورس‌ها نیز تابع لایحه قانون تجارت و همچنین اساسنامه‌ای که مطابق همان قانون به تصویب رسیده می‌باشد.<sup>۴</sup>

### 2.2 الزامات انتخاب

علاوه بر الزامات ماده 111 لایحه قانون تجارت، به موجب ماده 13 قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، «مدیران نهادهای مالی، ناشران اوراق بهادار و تشکل‌های خودانتظام شامل اعضای هیأت‌مدیره و مدیرعامل باید فاقد محکومیت قطعی کیفری مؤثر بوده و از صلاحیت حرفه‌ای لازم برخوردار باشند...». هیأت وزیران در تاریخ 1391/02/20 آیین‌نامه ماده 13 قانون توسعه ابزارها را به تصویب رساند که به موجب آن، هیأت‌مدیره بورس‌ها باید از جنبه ناشر بودن و از باب تشکل خودانتظام دارای مدرک تحصیلی و سابقه کار تعیین‌شده باشند تا صلاحیت آنها جهت تصدی امر تأیید شود.

### 2.3 وظایف و صلاحیت

اولاً، بورس‌ها یک شرکت‌ها سهامی عام هستند؛ لذا کلیه وظایف و صلاحیت‌های مقرر برای هیأت‌مدیره شرکت‌های سهامی عام، درباره آنها نیز صادق است؛ ثانیاً، بورس‌ها خود به عنوان ناشر اوراق بهادار در بازار حضور دارند؛ ناشر شخص حقوقی است که اقدام به انتشار اوراق بهادار و عرضه آن به عموم می‌نماید و بدین ترتیب وجوه لازم برای فعالیت در عرصه اقتصادی را کسب می‌نماید (سلطانی، 1396، 69). مقررات بازار سرمایه در موارد متعددی به وظایف ناشران پرداخته است؛ لکن از آنجایی که

<sup>۱</sup> موضوع ماده ۳۵ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا.

<sup>۲</sup> موضوع تبصره ۱ ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا.

<sup>۳</sup> به موجب بند ۶ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، تشکل خودانتظام تشکلی است که برای حسن انجام وظایفی که به موجب این قانون برعهده دارد و همچنین برای تنظیم فعالیت‌های حرفه‌ای خود و انتظام بخشیدن به روابط بین اعضا، مجاز است ضوابط



همکاران، 1392، 155) و در حقوق سایر کشورها از جمله آمریکا نیز تأکید اصلی بر سازش در خود تشکلهای خودانتظام بوده و در صورت عدم حصول این امر، موضوع به مرجع مقررات‌گذاری صنایع مالی<sup>۱</sup> ارجاع تا به وسیله میانجی‌گری یا داوری، اختلاف صورت‌گرفته حل و فصل شود (Carson, 2011, p. 24) لکن قانون‌گذار در ماده 36 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا صراحتاً راجع به صلاحیت کانون‌ها در ایجاد سازش در دعاوی حرفه‌ای میان فعالان بازار تصریح نموده است؛ حال اگر صلاحیت هیأت‌مدیره بورس‌ها نیز مصالحه میان اطراف دعاوی موضوع ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا می‌بود قانون‌گذار می‌بایست نسبت به آن تصریح می‌نمود.

علاوه بر این، چنین تلقی که صلاحیت رسیدگی برای هیأت‌مدیره بورس‌ها با هدف تأسیس یک نهاد جهت داوری میان اشخاص موضوع ماده 43 مقرر شده است، بسیار بعید می‌باشد؛ چراکه داوری معمول مطابق توافق طرفین انجام می‌شود و در خصوص داوری اجباری نیز باتوجه به وجود نهاد هیأت‌مدیره و همچنین عدم تصریح قانونگذار به صلاحیت هیأت‌مدیره بورس نسبت به این امر، دیگر قائل بودن به شأن داوری برای هیأت‌مدیره بورس‌ها منطقی به نظر نمی‌رسد.

### 3.2 قلمرو صلاحیت

ذیلاً به بررسی مهم‌ترین عوامل تعیین قلمرو صلاحیت هیأت‌مدیره بورس در رسیدگی به اختلاف پرداخته می‌شود:

#### 3.2.1 حسب نوبت عرضه اوراق بهادار

بازار سرمایه بر حسب نوبت عرضه اوراق بهادار، به دو نوع اولیه و ثانویه تقسیم می‌شود. بند 12 ماده 1 «دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»<sup>۲</sup>، عرضه اولیه را اولین عرضه اوراق بهادار در بورس تعریف کرده است. در حقوق سایر کشورها نیز در تعریف عرضه اولیه آمده که یک پیشنهاد عمومی

باشد، متضرر گردیده‌اند.» تبصره 1 ماده نیز خسارت‌دیدگان موضوع ماده را محق دانسته که به هیأت‌مدیره بورس یا هیأت‌داوری شکایت کنند. ذیلاً به بررسی ماهیت، قلمرو و حدود صلاحیت هیأت‌مدیره بورس پرداخته می‌شود:

### 3.1 ماهیت صلاحیت

منظور از ماهیت صلاحیت هیأت‌مدیره بورس‌ها این است که صلاحیت مرجع مذکور، رسیدگی قضایی یا شبه قضایی به دعاوی سرمایه‌گذاران است یا اینکه این صلاحیت به ایجاد سازش یا داوری میان طرفین دعوا برمی‌گردد؟ برخی گفته‌اند که این صلاحیت می‌تواند نوعی داوری یا کارشناسی قلمداد شود که در ادامه هر دو فرض توسط خود نویسندگان رد شده است. (عیسای تفرشی، 1389، 107) ماده 43 در این خصوص صراحتی ندارد؛ لکن از سیاق ماده و تبصره آن این‌گونه برداشت می‌شود که منظور قانون‌گذار اعطای نوعی صلاحیت شبه قضایی به هیأت‌مدیره بورس‌ها در رسیدگی به دعاوی مزبور می‌باشد؛ چراکه در ماده 43 هیأت‌مدیره بورس‌ها در کنار هیأت‌داوری به‌عنوان دو مرجع موازی صالح به رسیدگی معرفی شده است؛ حال آنکه مطابق نظریات موجود، هیأت‌داوری نوعی دادرسی شبه - قضایی یا داوری اجباری است که قانون‌گذار بنا به جهاتی، هدف داوری و اختیارات حاکمیتی امر قضا را در یک‌جا برای آن در نظر گرفته است (سوادکوهی، 1388، 10). لذا هیأت‌داوری در بورس ایران دارای ماهیت قضایی است و از مراجع اختصاصی غیردادگستری به شمار می‌آید (مبین، 1385، 49).

در خصوص صلاحیت نسبت به ایجاد سازش نیز باید گفت، گرچه مطابق ماده 36 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا اصل اولیه حل اختلاف از طریق مصالحه، درون سازمان یا کانون‌ها یا تشکلهای خودانتظام است و در صورت عدم حصول سازش، مسئله به هیأت‌داوری سازمان بورس ارجاع خواهد شد (انصاری و

<sup>۲</sup> از این پس: دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه

<sup>۱</sup> Financial Industry Regulatory Organization (FINRA)



معاملات اوراق بهادار در بستر آن، همانند بورس اوراق بهادار تهران به روش حراج انجام خواهد شد؛ لذا با حذف تفاوت اصلی میان بورس و بازار خارج از بورس، عملاً شاهد تأسیس بورس اوراق بهادار جدیدی به نام فرابورس ایران موازی بورس اوراق بهادار تهران بوده‌ایم (باقری، ۱۳۹۸، ۷۰). لذا، گرچه بورس تهران شاخص‌ترین نماد بازار سرمایه محسوب می‌شود لکن فرابورس ایران نیز در کنار آن، یک بازار متشکل و خودانتظام بوده و به لحاظ ماهیتی، کارکرد و عملیات، واجد کلیه کارکردهای بورس است (سلطانی، ۱۳۹۳، ۶۴). تبصره ۱ ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا صرفاً هیأت‌مدیره «بورس» را صالح به رسیدگی اختلاف دانسته و هیچ نامی از هیأت‌مدیره بازار خارج از بورس نبرده است؛ با وجود این، مطابق آنچه آمد، قلمرو صلاحیت رسیدگی به دعاوی خسارت ناشی از عرضه اولیه، هم شامل هیأت‌مدیره بورس می‌شود و هم شامل هیأت‌مدیره فرابورس.

### 3.2.3 حسب ماهیت اوراق بهادار

بورس بستر معاملات اوراق بهادار مختلفی است که شامل بازار سهام، مشتقات و ابزارها و نهادهای نوین مالی است. مهم‌ترین و رایج‌ترین اوراق بهادار قابل معامله در بورس‌ها، سهام و حق تقدم‌های خرید سهام شرکت‌های سهامی عامی هستند که مطابق مقررات در بورس‌ها پذیرش شده یا به‌موجب الزامات قانونی درج شده‌اند. مطابق بند ۱۱ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، بازار مشتقه بازاری است که در آن قراردادهای آتی و اختیار معامله مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا داد و ستد می‌شود. ابزارهای مالی اسلامی همانند صکوک و اسناد خزانه و همچنین ابزارها و نهادهای نوین مالی همانند اوراق مشارکت و واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری دیگر اوراق قابل معامله در بورس می‌باشد. با توجه به تعریف ناشر به شخص حقوقی که اوراق بهادار را به نام خود

است که طی آن سهام یک شرکت به سرمایه‌گذاران نهادی و یا سرمایه‌گذاران جزء فروخته می‌شود (Hirst, 2019, p. 1229). بند ۹ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در تعریف بازار اولیه آن را بازاری دانسته که نخستین عرضه و پذیره‌نویسی اوراق بهادار جدیدالانتشار در آن صورت گرفته و منابع مالی حاصل از آن به ناشر تعلق دارد. اوراق بهادار پس از عرضه اولیه در بازار ثانویه مورد داد و ستد قرار می‌گیرد و مقصود از این بازار به‌طور خاص بورس است (سلطانی، ۱۳۹۶، ۷۱). حکم ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا صراحتاً به عرضه اولیه اختصاص دارد؛ لذا صلاحیت هیأت‌مدیره بورس‌ها شامل عرضه و معاملات ثانویه نمی‌شود.

### 3.2.2 حسب محل انجام معاملات اوراق بهادار

معاملات اوراق بهادار یا در بازار بورس انجام می‌شود و یا از طریق بازارهای خارج از بورس؛ مطابق بند ۳ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و خودانتظام تعریف شده که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات قانونی مورد داد و ستد قرار می‌گیرد. بازار متشکل در مقابل بازار غیرمتشکل قرار دارد؛ معاملات در بازار غیرمتشکل و خارج از بورس مطابق ضوابط و قواعد عمومی و بدون حضور و دخالت نهاد مجری صورت می‌گیرد. ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در بند ۸ ماده ۱، بازار خارج از بورس را بازاری تعریف نموده که در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیرالکترونیک بوده و معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد. تفاوت در پذیرش، واسطه‌های انجام معاملات، نحوه انجام معاملات، اطلاعات قابل‌افشا و معافیت مالیاتی مهم‌ترین وجوه تمایز بازار بورس و خارج از بورس است.<sup>۲</sup> درخصوص ماهیت فرابورس ایران، در تمامی مقررات معاملاتی این شرکت، تصریح شده که

<sup>۲</sup> برای مطالعه بیشتر در این باره رجوع شود به: باقری و احضاری، ۱۳۹۸.

<sup>۱</sup> An initial public offering (IPO) or stock launch is a public offering in which shares of a company are sold to institutional investors and usually also retail (individual) investors.



اولیه است؛ گاه مفاد اطلاعات، خلاف واقع است و گاه در بیان اطلاعات، ترتیب ساختاری در شیوه نمایش اطلاعات، موجب گمراهی استفاده‌کنندگان از اطلاعات می‌شود. عدم ذکر کامل اطلاعات و جزئیات مرتبط نیز در این راستا بی‌تأثیر نخواهد بود (ابراهیمی، ۱۳۹۰، ۱۷۹). در این فرض، اشخاص با دادن اطلاعات دروغ یا ناقص به دیگران، آن‌ها را نسبت به تحصیل یا عدم تحصیل اوراق بهادار موضوع عرضه اولیه تشویق و تحریک کرده و از این طریق زمینه‌ساز ایراد ضرر به آن‌ها می‌شوند. به عنوان مثال یکی از اسناد مهم در روند عرضه اولیه، امیدنامه<sup>۱</sup> است که متقاضی پذیرش باید آن را قبل از عرضه اولیه تهیه نماید. این سند مهم‌ترین مرجع کسب اطلاعات راجع به ناشر برای اشخاصی است که قصد مشارکت در عرضه اولیه سهام آن را دارند. اگر ناشر در سند مذکور اطلاعات ناقص و خلاف واقع به کار ببرد و موجب فریب مشارکت‌کنندگان در عرضه اولیه شود، ناشر را باید مسئول جبران خسارات وارده دانست. همچنین است، چنانچه حسابرس در اظهارنظر خود درخصوص اطلاعات مالی متقاضی پذیرش مرتکب خطا شود و یا عمداً اطلاعاتی نادرست را در گزارش حسابرسی درج نماید و از بابت آن ضرری به سرمایه‌گذاران وارد شود.

### 3.3.2 خواننده دعوای مورد رسیدگی

ذیلاً به بررسی حدود صلاحیت هیأت‌مدیره بورس به لحاظ خوانندگان احتمالی دعوی پرداخته می‌شود:

#### ناشر

ناشر در عرضه اولیه تکالیفی را برعهده دارد که عدم ایفا یا ایفای ناصحیح هر یک از آن‌ها مسئولیت آن را به دنبال دارد؛ متقاضی پذیرش یا همان ناشر بالقوه موظف است مطابق ماده ۲۵ «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران»<sup>۲</sup> و ماده ۲۴ «دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران»<sup>۳</sup> امیدنامه خود را در قالب

منتشر می‌کند (بند ۱۲ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا) و همچنین عدم تخصیص عرضه اولیه به نوع خاصی از اوراق بهادار در ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا و سایر مقررات مربوط، باید گفت، حکم ماده ۴۳ درخصوص عرضه اولیه کلیه اوراق بهادار منتشرشده مجری است.

### 3.3 حدود صلاحیت

این امر از دو جنبه قابل بررسی است: به لحاظ عناوین مورد رسیدگی و به لحاظ طرفین دعوی.

#### 3.3.1 عناوین مورد رسیدگی

هیأت‌مدیره بورس به دو دسته از افعال زیان‌بار در فرایند عرضه اولیه رسیدگی می‌کند:

#### ارتکاب قصور، تقصیر و تخلف

غالب تکالیف اشخاص مذکور در ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در مقررات حرفه‌ای بازار سرمایه آمده و خود ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در این خصوص به صورت محدود و گذرا احکامی را مقرر داشته است. چنانچه ناشر، شرکت تأمین سرمایه، حسابرس و ارزش‌یابان و مشاوران حقوقی ناشر در انجام تعهدات مقرراتی خود در انجام عرضه اولیه مرتکب قصور، تقصیر و یا تخلف شوند، آن‌ها را باید مسئول جبران خسارات وارده دانست؛ چراکه، با لحاظ تعریف ارائه‌شده از تقصیر در تبصره ماده ۱۴۵ «قانون مجازات اسلامی» که مقرر می‌دارد: «تقصیر اعم از بی‌احتیاطی و بی‌مبالاتی است. مسامحه، غفلت، عدم مهارت و عدم رعایت نظامات دولتی و مانند آن‌ها، حسب مورد، از مصادیق بی‌احتیاطی یا بی‌مبالاتی محسوب می‌شود» باید گفت، تعریف اخیرالذکر شامل تخلف و نقض مقررات حرفه‌ای نیز می‌شود؛ زیرا نظامات دولتی مفهوم گسترده‌ای داشته و شامل مقررات مصوب کلیه مراجع صالح قانونی است.

#### ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع

ارائه نادرست اطلاعات مهم‌ترین مصداق تقصیر و نقض مقررات راجع به افشای اطلاعات در عرضه

<sup>۲</sup> از این پس: دستورالعمل پذیرش بورس  
<sup>۳</sup> از این پس: دستورالعمل پذیرش فرابورس

<sup>۱</sup> رجوع شود: بند ۱۳ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش فرابورس و بند ۸ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش بورس.



و ارزش‌گذاری آن را بر عهده می‌گیرد...». بنابراین مطابق مقررات، ارزشیابی یا ارزش‌گذاری در مفهوم خاص کلمه وظیفه متعهد خرید است؛ لذا، اصطلاح شرکت تأمین سرمایه در ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، گستره وسیعی از فعالان بازار در روند عرضه اولیه را دربر می‌گیرد. لذا، چنانچه شرکت تأمین سرمایه در اجرای هر یک از تکالیف خود در روند عرضه اولیه تخطی نماید، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذاران خواهد بود؛ مثلاً در جایی که این نهاد به‌عنوان مشاور پذیرش حضور داشته باشد، باید تکالیف مقرر در ماده 21 مکرر 1 دستورالعمل پذیرش بورس و همچنین ماده 23 مکرر 1 دستورالعمل پذیرش فرابورس را به‌درستی انجام دهد؛ در غیر این صورت مشمول حکم ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا خواهد شد. مثلاً بررسی کلیه مدارک، اسناد و اطلاعات ارائه شده توسط متقاضی و حصول اطمینان از این‌که کلیه آنها کامل بوده و به امضای صاحبان امضای مجاز رسیده و ممهور به مهر متقاضی باشد برعهده مشاور پذیرش است؛ چنانچه بعد از عرضه اولیه معلوم شود که مدارک ارسال شده به بورس/فرابورس به امضای اشخاص ذی‌سمت نرسیده و از این‌بابت عرضه اولیه با اخلاف مواجهه یا گان‌لم‌یکن شود، شرکت تأمین سرمایه که به‌عنوان مشاور پذیرش نقش ایفا نموده، مسئول جبران خسارت وارده به مشارکت‌کنندگان خواهد بود.

### حسابرس

بند 8 ماده 1 دستورالعمل پذیرش بورس و بند 13 دستورالعمل پذیرش فرابورس، در مقام تعریف امیدنامه شرکت متقاضی پذیرش، وظیفه حسابرس و بازرس قانونی را اظهارنظر درباره صورت‌های مالی شرکت متقاضی پذیرش اعلام نموده است. حسابرس پس از بررسی صورت‌ها و اطلاعات مالی متقاضی پذیرش جهت عرضه عمومی اوراق بهادار آن ممکن است به چهار نحو اظهارنظر نماید: مقبول، عدم اظهارنظر، اظهارنظر مشروط و اظهارنظر مردود. نوع اظهارنظر می‌تواند اخبار خوب یا بد در

فرم‌های تعیین‌شده توسط بورس/فرابورس، برای پذیرش از طریق مشاور پذیرش به بورس/فرابورس تسلیم نماید. تهیه و تنظیم بخش عمده‌ای از امیدنامه صرفاً توسط خود شرکت ممکن است؛ زیرا غالب اطلاعات لازم جهت درج در آن فقط در اختیار شرکت قرار دارد. حال، چنانچه شرکت نسبت به اطلاعات مندرج در امیدنامه تخطی نموده و عرضه اولیه بر مبنای اطلاعات غلطی که در امیدنامه آمده صورت گیرد، به موجب ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، مسئولیت ناشر را در پی خواهد داشت. این است که ماده 21 مکرر 3 دستورالعمل پذیرش بورس و ماده 23 مکرر 3 دستورالعمل پذیرش فرابورس تأکید نموده که ارائه اطلاعات خلاف واقع درخصوص امیدنامه، توسط متقاضی مطابق ماده 47 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا جرم محسوب شده و در صورت قصور، تخلف یا ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع درخصوص پذیرش متقاضی، موضوع مشمول ماده 43 فصل ششم ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا اوراق بهادار خواهد شد.

### شرکت تأمین سرمایه

مطابق بند 18 ماده 1 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند نقش‌های متفاوتی را در بازار ایفا نمایند؛ اصولاً شرکت‌های تأمین سرمایه تعهد خرید اوراق بهادار موضوع عرضه عمومی را عهده‌دار می‌شوند؛ زیرا فلسفه نام‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذار<sup>۱</sup> یا همان شرکت‌های تأمین سرمایه به این دلیل است که اوراق بهادار تازه منتشر شده از شرکت‌ها را برای فروش مجدد به عموم خریداری می‌کنند (Fleuriet et al, 2008, p33). همین شرکت‌ها مطابق ماده 2 «دستورالعمل صدور مجوز و فعالیت مشاور پذیرش» می‌توانند به‌عنوان مشاور پذیرش نیز در روند عرضه اولیه دخالت کرده و به ایفای تکالیف مقرراتی بپردازند. همچنین، در بند 10 ماده 1 دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه که به تعریف متعهد خرید می‌پردازد آمده که: «متعهد خرید نهاد مالی است که ...، تعهد خرید اوراق بهادار

<sup>۱</sup> Investment Bank

ارزشیاب با در نظر گرفتن اطلاعات مختلفی که از جانب متقاضی پذیرش و سایر اشخاص مربوط به او داده می‌شود، قیمت اوراق بهادار موضوع عرضه اولیه را تخمین می‌زند. حال چنانچه این اطلاعات کامل باشند به نحوی که هر ارزش‌گذار دیگری با اشراف به آن اطلاعات می‌توانست به نحو صحیح تعهد خود را انجام دهد، قطعاً ارزشیاب مسئول خواهد بود لکن اگر اطلاعات در اختیار آن به نحو صحیح به او انتقال نیافته و ناقص یا غیرواقعی باشد، نباید ارزشیاب را مسئول زیان‌های وارده به سرمایه‌گذاران دانست بلکه در اینجا حسب مورد متقاضی پذیرش یا حسابرس یا اشخاص مربوط دیگر سبب ورود زیان قلمداد می‌شوند.

### مشاور حقوقی

یکی دیگر از اشخاصی که در ماده 43 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. برای آن در روند عرضه اولیه مسئولیت مدنی در نظر گرفته شده، مشاور حقوقی ناشر است که وظیفه آن اظهارنظر درخصوص دعاوی حقوقی له یا علیه شرکت متقاضی و سایر اطلاعاتی می‌باشد که توسط بورس/فرا بورس تعیین می‌شود.<sup>۱</sup> چنانچه اظهارنظر مشاور حقوقی راجع به دعاوی له/علیه متقاضی پذیرش منطبق با واقع نباشد و به سرمایه‌گذاران در عرضه اولیه زیانی وارد کند، مسئول جبران آن خواهد بود. نکته حائز اهمیت اینکه، به موجب بند 7 ماده 23 مکرر 1 دستورالعمل پذیرش فرا بورس و بند 6 ماده 21 مکرر 1 دستورالعمل پذیرش بورس، مشاور پذیرش باید گزارشی کتبی درخصوص میزان انطباق وضعیت مالی، حقوقی و عملیاتی شرکت متقاضی با الزامات و مقررات بازار سرمایه به بورس/فرا بورس ارائه دهد. در این خصوص، قطعاً گزارش راجع به انطباق حقوقی وضعیت متقاضی پذیرش بر مبنای اطلاعاتی است که مشاور حقوقی به مشاور پذیرش ارائه می‌کند؛ لذا چنانچه این گزارش بر مبنای اطلاعات نادرست ارائه شده توسط مشاور حقوقی

مورد آن شرکت به استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی شرکت‌ها مخابره نماید. طبیعی است اظهارنظرهای تعدیل‌شده، بیانگر اخبار بد در مورد شرکت است و شرکتی که این نوع اظهارنظرها را نسبت به صورت‌های مالی خود دریافت می‌کند، آثار منفی این اخبار بر قیمت سهام و حجم معاملات سهام آن مشهود خواهد بود (حاجی‌ها و ابراهیمی، 1395، 77). در حقوق ایران ماده 154 لایحه قانون تجارت به صراحت، بازرس یا بازرسان را در مقابل اشخاص ثالث نسبت به تخطیاتی که در انجام وظایف خود مرتکب می‌شوند دارای مسئولیت مدنی دانسته است. در حقوق انگلستان نیز مسئولیت حسابرس شرکت در مقابل اشخاص ثالث، پیش-بینی شده است؛ حسابرس شرکت، در مواردی در برابر اشخاص ثالث، وظیفه و تکلیف به احتیاط دارد؛ مثل زمانی که حسابرس، مطلع است که ثالث به اظهارنظر وی اتکا می‌نماید. (Bush et al., 2007, p. 40). لذا، اگر حسابرس در اظهارنظر خود درخصوص اطلاعات مالی متقاضی پذیرش مرتکب خطا شده و ضرری به سرمایه‌گذاران وارد شود، با اثبات شرایط و ارکان مسئولیت مدنی باید او را مسئول جبران خسارت دانست.

### ارزشیاب

قبلاً گفته شد که تکلیف راجع به ارزشیابی اوراق بهادار با متعهد خرید است. وظیفه اصلی این شخص، تهیه گزارش ارزش‌گذاری است که این سند مطابق بند 26 ماده 1 دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه، سندی است که متعهد خرید در آن ارزش فعلی ورقه بهادار را با بهره‌گیری از چند روش ارزش‌گذاری که حداقل شامل روش خالص ارزش‌داریها است، جهت عرضه تعیین می‌نماید. در این راستا، چنانچه ارزشیاب، ارزش‌گذاری اوراق بهادار شرکت متقاضی پذیرش را به درستی انجام ندهد و سرمایه‌گذاران متحمل ضرر و زیان شوند، او را باید مسئول جبران خسارات وارده دانست. درواقع،

<sup>۱</sup> بنده ۱ دستورالعمل پذیرش بورس و بند ۱۳ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش فرا بورس.



تنظیم شود، شخص اخیر مسئول تبعات آتی آن خواهد بود.

## 4 نقد رسیدگی به اختلاف در هیأت‌مدیره بورس

پیش‌بینی صلاحیت موازی برای دو مرجع با ترکیب متفاوت و عدم پیش‌بینی عضو حقوقدان در میان اعضای هیأت‌مدیره بورس، از نکات مورد انتقاد تبصره 1 ماده 43 است. (عیسای تفرشی، 1389، 108) ذیلاً به نقد صلاحیت هیأت‌مدیره بورس‌ها از جوانب اخیرالذکر و سایر جوانب پرداخته می‌شود:

### 4.1 عدم پیش‌بینی تشکیلات دادرسی و اجرای رأی

ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. و سایر مقررات مربوط در هیچ ماده‌ای به تشکیلات و چگونگی رسیدگی در هیأت‌مدیره بورس اشاره نکرده و معلوم نیست که خواهان دعوای خسارت جهت طرح دعوا نزد آن به چه طریق باید عمل نماید. علاوه بر این، هیچ مقرره‌ای به نحوه ابلاغ، رسیدگی و صدور رأی در هیأت‌مدیره بورس‌ها نپرداخته؛ حال آنکه برای جلوگیری از اعمال سلیق شخصی، اطاله دادرسی و تضییع حقوق افراد وجود آیین دادرسی لازم و ضروری است. با وجود این، درخصوص مرجع موازی دیگر یعنی هیأت‌دآوری، در تبصره 3 ماده 37 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. آمده است: «هیأت‌دآوری دارای دبیرخانه‌ای است که در محل سازمان تشکیل می‌گردد» که این دبیرخانه در سه حوزه اداری، اجرایی و عملی به فعالیت می‌پردازد. (میرزایی منفرد، 1388، 46) همچنین «مصوبه درخصوص میزان هزینه دادرسی هیأت‌دآوری» مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار و «دستورالعمل آیین رسیدگی به اختلافات در هیأت‌دآوری» به صراحت به تشکیلات و روند رسیدگی در هیأت‌دآوری پرداخته است. در این راستا، تمام مراحل رسیدگی از جمله تکمیل فرم دادخواست، ارائه دادخواست، ارائه

مدارک و اسناد طرفین، رفع نواقص و ایرادات دادخواست، ابلاغ اخطاریه‌ها، احکام و قرارها و ... در هیأت‌دآوری تابع مقررات آیین دادرسی مدنی است. (قربانی لاجوانی، 1386، 128) مثلاً، هیأت‌دآوری در پرونده شماره 9100026 که در تاریخ 1391/11/01 منتج به صدور دادنامه شماره 9111000045 شده است، به دعوای ضرر و زیان ناشی از تخلف از مقررات قانونی در عرضه اولیه میان دو شرکت کارگزاری رسیدگی نموده است که به علت عدم اقامه صحیح دعوی، مستنداً به تبصره 2 ماده 515 و 197 آ.د.م رأی به بطلان درخواست خواهان داده است.<sup>۱</sup>

علاوه بر این، ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. و سایر قوانین مرتبط در هیچ مقرره‌ای به نوع رأی صادره توسط هیأت‌مدیره بورس‌ها و همچنین مرجع اجرای آن نپرداخته و معلوم نیست چنانچه رسیدگی در این مرجع منتهی به صدور رأی شود آیا تصمیم اتخاذشده قابل تجدیدنظرخواهی است یا خیر و همچنین معلوم نیست که اجرای آن از چه طریقی ممکن است. حال آنکه در تبصره 5 ماده 37 ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. آمده، «آرایی صادرشده از سوی هیأت‌دآوری قطعی و لازم‌الاجراست و اجرای آن به عهده اداره‌ها و دوایر اجرایی ثبت اسناد و املاک می‌باشد».

### 4.2 تعارض منافع

تعارض منافع حالتی است که شخص بین منافع شخصی و عمومی حیران است و این خطر را ایجاد می‌کند که تصمیمات یا اقدامات حرفه‌ای یک شخص در ارتباط با منفعت اولیه به صورت ناروا تحت تأثیر یک منفعت ثانویه قرار گیرد. (Field & Lo، 2009، 46) درواقع، مجموعه شرایطی است که این خطر را ایجاد می‌کند که تصمیمات یا اقدامات حرفه‌ای فرد در ارتباط با شخصی که به وی اعتماد کرده تحت تأثیر منافع شخصی قرار گیرد. (بادینی و سپاه‌بیدی، 1400، 220) اغلب اعضا، سهامداران عمده یا شرکت‌های وابسته بورس جزء نهادهای مالی هستند

<sup>۱</sup> جهت مطالعه مشروح پرونده رجوع شود به جمالی و صادقی، رویه هیئت دآوری، انتشارات بورس، ۱۳۹۶، ۱۴۴-۱۴۶.

گزاره نیست که بگوییم حتی ممکن است اعضای هیأت‌مدیره بورس نسبت به این تکلیف خود مطلع نباشند؛ حال آنکه به تصریح ماده ۳۷ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا، هیأت داورى متشکل از سه عضو می‌باشد که یک عضو توسط رئیس قوه قضاییه از بین قضات باتجربه انتخاب خواهد شد و همین عضو نیز ریاست هیأت را بر عهده خواهد داشت. (تبصره ۱ ماده ۴۳) علاوه بر این، وجود صلاحیت رسیدگی موازی برای دو مرجع با ترکیب و شئون مختلف موجب تشتت آراء و اتخاذ رویه‌های متفاوت از جانب هریک از آنان می‌شود که امری ناپسند است. در واقع، در چنین وضعیتی به علت عدم پیش‌بینی تشکیلات دادرسی در بورس‌ها و فقدان شخصی با تخصص حقوقی-قضایی در آن، احتمال اتخاذ رویه‌هایی دور از انتظار و برخلاف روال هیأت داورى و همچنین صدور آرای اشتباه و فاقد وجهت قانونی توسط این مرجع را بالا می‌برد که متعاقباً تضییع حقوق افراد را در پی خواهد داشت.

## 5 بررسی حقوق آمریکا و انگلیس

در ادامه به رسیدگی دعوی خسارت ناشی از عرضه اولیه در حقوق آمریکا و انگلیس پرداخته می‌شود:

### 5.1 حقوق آمریکا

به موجب بخش ۱۱ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا عدم رعایت مقررات در عرضه اولیه و ارائه اطلاعات نادرست در بیانیه ثبت و عدم اعلام اطلاعات مهمی که به موجب قانون باید در بیانیه ثبت قید شود مسئولیت مدنی اشخاص مقرر در قانون را در پی دارد و هر شخصی که بر اساس بیانیه ثبت نادرست یا ناقص اوراق بهادار موضوع آن را خریده است، می‌تواند ضرر و زیان ناشی از تخلف را مطالبه کند. از جمله اشخاص مسئول مطابق بخش ۱۱a مدیر یا شرکت ناشر در تاریخ ثبت بیانیه نزد SEC یا هر شخصی می‌باشد که نام او با رضایت خود او به عنوان مدیر یا شرکت ناشر و یا ناشر آینده ثبت شده

که می‌توانند در فرایند عرضه اولیه نقش ایفا نمایند؛ بر این اساس، وجود تعارض منافع میان هیأت‌مدیره بورس به عنوان مرجع رسیدگی با اشخاص مذکور در ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا به‌عنوان خواندگان دعوی جبران خسارت بسیار محتمل است؛ به عنوان مثال گفته شد که شرکت تأمین سرمایه می‌تواند فعالیت‌های مختلفی انجام دهد؛ حال چنانچه این شرکت در عرضه اولیه به‌عنوان متعهدپذیره‌نویسی حضور داشته و کارگزاری زیرمجموعه آن نیز عضو هیأت‌مدیره بورس باشد، رسیدگی به دعوی خسارت علیه شرکت تأمین سرمایه توسط هیأت‌مدیره مذکور با ایراد اساسی مواجه است. از طرفی دیگر، بسیاری از نهادهای مالی از جمله کارگزاران سهامدار بورس‌ها هستند و اعضای هیأت‌مدیره بورس‌ها نیز در بسیاری از این نهادها و شرکت‌ها دارای سمت سازمانی هستند؛ لذا از این جهت نیز شرط استقلال مرجع رسیدگی‌کننده می‌تواند مخدوش شود؛ حال-آنکه دادرسی در یک دادرسی بی‌طرفانه و مستقل نباید گرایشی به اطراف دعوا داشته باشد. (غمامی و محسنی، ۱۳۹۰، ۵۴)

### 4.3 فقدان شأن حقوقی-قضایی و تعارض آرا با هیأت داورى

در مقررات مربوط هیچ‌گاه به ضرورت تحصیلات و تجارب حقوقی یا قضایی اعضای هیأت‌مدیره بورس-ها اشاره نشده است؛ حال آنکه بررسی اختلافات و دستور پرداخت خسارت نیازمند رسیدگی قضایی است و هیأت‌مدیره بورس فاقد چنین شأنی است (سلطانی، ۱۳۹۶، ۳۳۸). در واقع، ایراد اساسی این است که چگونه اشخاصی که اشراف به مباحث حقوقی و قضایی ندارند می‌خواهند ارکان مسئولیت مدنی را بررسی نموده و آن را احراز نمایند؟ این در حالی است که اصولاً در مراجع رسیدگی غیردادگستری همانند هیأت حل اختلاف موضوع قانون کار یا هیأت حل اختلاف مالیاتی، وجود مقامی با شأن قضایی لازم دانسته شده است.<sup>۱</sup>

<sup>۱</sup> ماده ۱۶۰ قانون کار و ماده ۲۴۴ قانون مالیات‌های مستقیم





در حقوق بازار سرمایه آمریکا، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) مطابق بخش چهارم قانون بازار اوراق بهادار مصوب 1934، یک مرجع دولتی فدرال، ناظر بر فعالیت‌های نهادها و تشکل‌های خودانتظام معرفی شده که تمامی مقررات و حتی دستورالعمل‌های پیشنهادی نهادهای خودانتظام باید به تأیید آن برسد. این نهاد به علت اعمال قوانین فدرال حاکم بر بازار سرمایه مهم‌ترین نقش را در بازار ایفا می‌کند؛ به عنوان مثال، اجرای قوانین و مقررات افشای اطلاعات و نظارت بر اجرای آن‌ها توسط ناشران بر عهده آن است (Volz, 2021, p 4)؛ همچنین جست‌وجو و کشف تخلفات اشخاص از قوانین و مقررات اوراق بهادار و طرح دعوی مناسب حقوقی یا کیفری در دادگاه‌های فدرال یا مراجع ذیصلاح اداری علیه متخلفان نیز برعهده این مرجع است. با وجود این، نهاد مزبور هیچ‌گونه صلاحیتی درخصوص رسیدگی قضایی به اختلافات فعالان بازار سرمایه ندارد. البته همان‌گونه که اشاره شد، در آمریکا نیز همانند حقوق ایران اصل اولیه بر سازش اختلافات در خود بورس‌ها یا سایر تشکل‌های خودانتظام است و در صورت عدم حصول این مهم است که مسأله به مرجعی به نام مرجع مقررات‌گذاری صنایع مالی که صلاحیتش ازجانب کمیسیون اوراق بهادار و بازار به او تفویض شده ارجاع می‌شود تا به وسیله میانجی‌گری یا داوری، اختلاف صورت‌گرفته حل‌وفصل شود. (Carson, 2011, p. 24) همچنین، گرچه نهاد داوری به نحو پیشرفته و ممتاز در بحث اختلافات بازار سرمایه آمریکا وجود دارد لکن ارجاع چنین موضوعاتی به داوری الزامی نیست و صرفاً بر مبنای قرارداد میان طرفین ممکن است. حتی تا مدت‌ها نسبت به امکان ارجاع اختلافات به داوری در بازار سرمایه آمریکا تردید وجود داشت که سرانجام پس از صدور حکم دیوان عالی آمریکا در دعوی شرسون علیه مک‌ماهون چنین اقدامی مجاز و رایج شد (supreme. Justice. 2011). بر این اساس، رسیدگی قضایی به اختلافات در بازار سرمایه آمریکا ازجمله دعوی ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه، اساساً برعهده دادگاه می‌باشد (lan, 1992, p 61) که این نکته صراحتاً در

است (قاسمی‌حامد و براری، 1398، 200)؛ در حقوق آمریکا توجه اصلی در عرضه اولیه بر ناشر متمرکز است که در صورت عدم رعایت مقررات موجود درخصوص افشای اطلاعات در فرایند عرضه، مسئولیت خواهد داشت. در واقع، ناشر نسبت به کلیه خسارات وارده که ناشی از نادرست بودن اطلاعات افشاشده در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیره-نویسی باشد، مسئول خواهد بود. (Black, 2003, P) (211) علاوه بر ناشر، شرکت‌های تأمین سرمایه به عنوان مهم‌ترین اشخاص مسئول در زمان عرضه اولیه هستند تا از این طریق، اشخاص اخیرالذکر به بررسی دقیق اطلاعات ارائه‌شده توسط ناشر ملزم شوند. (Fox, 2008, P 244) مطابق قسمت 3 و 4 بند A بخش 11 قانون اوراق بهادار 1933، هر شخصی علاوه بر ناشر و شرکت‌های تأمین سرمایه که بیانیه عرضه تهیه‌شده در فرایند عرضه اولیه توسط ناشر را تأیید یا امضا نماید در قبال عدم صحت مندرجات آن و ایراد ضرر مسئولیت مدنی خواهد داشت. در این راستا، نه تنها اشخاصی که بیانیه عرضه را تکمیل و ثبت می‌کنند در قبال مندرجات آن مسئولیت دارند بلکه مدیران و اشخاصی که در شرف تصدی مدیریت ناشر هستند یا تحت عناوین مشابهی از جمله شریک در شرکت حضور دارند نیز چنانچه در بیانیه عرضه نامی از آنها برده شود هم مسئولیت خواهند داشت؛ زیرا اهداف اصلی قانون مذکور عبارت است از: تضمین دریافت اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار عرضه‌شده برای خرید عمومی توسط سرمایه‌گذاران و همچنین ممنوع نمودن هرگونه تدلیس، فریب و ارائه اطلاعات خلاف واقع در عرضه اوراق بهادار. (Douglas, 1933, ) (p 171-217) بر این اساس است که مطابق بخش 18 قانون اوراق بهادار 1934، کلیه اشخاصی که در بیانیه ثبت اظهاراتی خلاف واقع یا گمراه‌کننده ارائه دهند در مقابل اشخاص ناآگاهی که با اتکا بر این اطلاعات در عرضه اولیه مشارکت نمایند مسئولیت خواهند داشت.

دسترس عموم باشد را غیرقانونی اعلام کرده و در بند 3، شخص نقض‌کننده این تکلیف را قابل مجازات دانسته است. مقرر اخیرالذکر در راستای ماده 81 همان قانون وضع شده که در آن اطلاعاتی که در آن در فهرست مشخصات اوراق بهادار الزامی است نام برده شده است. در ادامه بندهای 1 و 4 ماده 90 همان قانون، کلیه اشخاص مسئول تهیه فهرست مشخصات اوراق بهادار که با ارائه اطلاعات نادرست و همچنین هر شخصی را که به علت عدم رعایت الزامات ماده 81 موجب ورود ضرر به تحصیل‌کنندگان اوراق بهادار شوند را مسئول جبران خسارت تحصیل‌کنندگان اوراق بهادار قلمداد کرده است.

در حقوق این کشور، گرچه نهادهای مختلفی (وزارت خزانه‌داری<sup>۲</sup>، مرجع خدمات مالی<sup>۳</sup>، دیوان داور<sup>۴</sup> و دادگاه<sup>۵</sup>) می‌توانند در حوزه تخلفات انجام‌شده در عرضه عمومی ورود کرده و به نحوی نقشی را ایفا کنند؛ لکن همان گونه که معلوم خواهد شد، رسیدگی به دعوای جبران ضرر و زیان ناشی از عرضه عمومی صرفاً در صلاحیت دادگاه قرار دارد و هیچ‌گاه مراجع مذکور و یا همانند آنچه در ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا برای هیأت‌مدیره بورس‌ها مقرر شده، به‌عنوان مرجع صالح به رسیدگی دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه معرفی نشده است. مطابق ماده 90b قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب 2000<sup>۶</sup>، وزارت خزانه‌داری می‌تواند مقرراتی راجع به مسئولیت ناشران اوراق بهادار قابل‌معامله در بازار متشکل و اشخاص دیگر مرتبط در قبال اطلاعاتی که برای دارندگان اوراق بهادار، بازار یا عموم مردم منتشر می‌کند وضع نماید.<sup>۷</sup> در این باره صلاحیت مرجع خدمات مالی نیز صدور اخطاریه و تذکر راجع به نقض ضوابط مربوط توسط ناشر، عرضه‌کننده اوراق

قسمت a بخش 18 قانون اوراق بهادار 1934 نیز مقرر شده است؛ مقرر اخیرالذکر، پس از بیان نمودن اصل مسئولیت اشخاص در روند عرضه اولیه نسبت به اعمال زیان‌بار خود و بیان شرایط احراز مسئولیت، انبهایه مدعی را محق در طرح دعوای ضرر و زیان نزد دادگاه صالح دانسته است.<sup>۱</sup> با وجود این، قانون اخیرالذکر در مواد 9، 15A و 19 امکان ارجاع اختلافات و دعوای میان فعالان بازار سرمایه به داوری را صرفاً با توافق طرفین پیش‌بینی و مقرر نموده است (میرزایی منفرد، 1390، 215). بر این اساس، در حقوق بازار سرمایه ایالات متحده، نه تنها ارجاع اختلافات به داوری امری اختیاری است، بلکه هیچ‌گاه نهاد خاصی همانند هیأت‌مدیره بورس‌ها نیز صالح به رسیدگی قضایی به دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه دانسته نشده است.

## 5.2 حقوق انگلیس

در حقوق انگلستان، در مواد مختلفی از قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب 2000، بر مسئولیت ناشر تأکید شده و مسئولیت اولیه برعهده ناشر فرض شده است. مطابق بند 3 ماده 79 قانون مذکور، افراد مسئول فهرست مشخصات اوراق بهادار موضوع عرضه باید مطابق مقررات وضع‌شده توسط خزانه‌داری تعیین شوند. وزارت خزانه‌داری نیز در این راستا مقرر کرده که مقام تنظیم فهرست انگلیس، اختیار قانون‌گذاری در تعیین اشخاص مسئول آگهی عرضه را داشته باشد تا اینکه این امر از طریق قانون‌گذاری انجام شود؛ به موجب بخش 6 دستورالعمل آگهی، حداقل ناشر باید برای مجموع اطلاعات آگهی عرضه مسئول تلقی شود (عیسای تفرشی، 1389، 103-104). بند 1 ماده 85 قانون خدمات و بازارهای مالی، عرضه اوراق بهادار بدون اینکه یک آگهی عرضه تأییدشده قبل از عرضه در

<sup>۴</sup> Tribunal

<sup>۵</sup> The court

<sup>۶</sup> Financial Services and Markets Act ۲۰۰۰

<sup>۷</sup> Power to make further provision about liability for published information

<sup>۱</sup> A person seeking to enforce such liability may sue at law or in equity in my court of competent jurisdiction.

<sup>۲</sup> The Treasury

<sup>۳</sup> Financial Conduct Authority (FCA)



اجباری میان اطراف دعوی نیست بلکه رفع اختلافات از طریق داوری در این کشور نیز صرفاً بر اساس توافق ممکن است. (میرزایی منفرد، ۱۳۹۰، ۲۱۵) بر این اساس، با لحاظ ماده ۹۰ و همچنین موارد مذکور در جدول شماره ۱۰ مندرج در قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب ۲۰۰۰، باید گفت در حقوق انگلیس نیز رسیدگی قضایی به دعوای جبران ضرر و زیان ناشی از عرضه عمومی اوراق بهادار و صدور حکم در آن خصوص منحصرأ در صلاحیت دادگاه قرار دارد. لذا، درخصوص مسئولیت مدنی اشخاص به سبب منتشر کردن یا اظهار کردن موضوعی که موجب ضرر به اشخاص شود، دادگاه مطابق صلاحیت عام خود به موضوع رسیدگی و در آن خصوص حکم صادر می‌کند. (Derek, 2008, P 225)

## ۶ نتیجه گیری

صلاحیت هیأت‌مدیره بورس که در تبصره ۱ ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. آمده، به‌علت تأکید بر ضرورت حل و فصل اختلافات حرفه‌ای در خود تشکلهای خودانتظام است؛ لکن تجربه سایر کشورهای پیشرفته در حوزه بازار سرمایه نشان می‌دهد، رسیدگی در تشکل خودانتظام نباید به‌صورت رسیدگی شبه قضایی باشد که بدون توافق طرفین منتهی به صدور رأی لازم‌الاجرا برای ایشان شود؛ بلکه وظیفه این نهادها عمدتاً ایجاد سازش یا انجام داوری میان طرفین اختلاف می‌باشد. مقرر فوق-الذکر به گونه‌ای است که نوع رسیدگی در هیأت-مدیره بورس شبه قضایی قلمداد شده و قلمرو و حدود گسترده‌ای از زیان‌ها در فرایند عرضه اولیه را شامل می‌شود؛ حال آنکه نه برای رسیدگی در آن مرجع، تشکیلات دادرسی پیش‌بینی شده و نه برای اجرای آرای آن ضوابطی وجود دارد. همچنین، ترکیب

و متقاضی پذیرش اوراق در بازار متشکل می‌باشد.<sup>۱</sup> (ماده ۸۷M قانون اخیرالذکر) همچنین اعمال جریمه نقدی نسبت به ناشر اوراق بهادار پذیرفته‌شده و یا متقاضی پذیرش اوراق بهادار نسبت به تخلف از ضوابط پذیرش و عرضه اوراق بهادار نیز در صلاحیت مرجع خدمات مالی است.<sup>۲</sup> (ماده ۹۱ قانون اخیرالذکر) همچنین مرجع خدمات مالی می‌تواند به استناد ماده ۸۷K و ۸۷L پذیرش یا عرضه عمومی اوراق را تعلیق، منع یا محدود نماید.<sup>۳</sup> مرجع مذکور شرکتی خصوصی است که در چهار محور دارای صلاحیت است: تأیید، نظارت، اجرا و تصمیم‌گیری. درحوزه تأیید رهنمودهایی صادر کرده که متقاضیان مجوز برای فعالیت در انگلیس باید آن را رعایت نمایند. در حوزه نظارت، قواعد و رهنمودهایی صادر کرده که این نظارت را عملی می‌کند. همچنین این مرجع در حوزه اجرا، اختیار مطالبه اطلاعات، اداره گزارش‌های اشخاص متخصص و طرح شکایت تخلفات انتظامی را دارد. در حوزه تصمیم‌گیری نیز باید کتاب راهنمای تشریفات و آیین‌نامه‌های مربوط، نقش و عملکرد کمیته تصمیمات انتظامی و همچنین صدور رأی به پرداخت جریمه نقدی را نام برد. (عیسای تفرشی، ۱۳۸۹، ۱۰۹) دیوان داوری نیز صلاحیت رسیدگی به دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه را نداشته و صرفاً مرجعی است که به اختلاف بین شخص معترض به تصمیمات مرجع خدمات مالی و مرجع خدمات مالی رسیدگی می‌کند.<sup>۴</sup> البته رسیدگی دیوان، استیناف تلقی نشده و این مرجع می‌تواند هرگونه دلیل مربوط به موضوع ارجاع‌شده را صرف نظر از اینکه در رسیدگی مرجع خدمات مالی مطرح شده یا نشده باشد، بررسی کند (Blair and Walker, 2006, p. 141). لذا برخلاف نام دیوان داوری، این مرجع یک نهاد جهت داوری

<sup>۱</sup> ۸۷N: Right to refer matters to the Tribunal  
(۱) A person to whom a decision notice is given under section ۸۷M may refer the matter to the Tribunal  
(۲) A person to whom a notice is given under section ۸۷O may refer the matter to the Tribunal

<sup>۱</sup> Public censure of issuer  
<sup>۲</sup> Penalties for breach of Part ۶ rules  
<sup>۳</sup> Power to suspend , restrict or prohibit offer to the public or Power to suspend , restrict or prohibit admission to trading on a regulated market

می‌شود یا هیئت مدیره بورس کلاً از مقرر مذكور حذف شود و یا در جهت توسعه روش‌های جایگزین دادرسی قضایی با هدف تسریع در حصول نتیجه و حرفه‌ای شدن روند رسیدگی، این مقرر با لحاظ صدر ماده بدین‌نحو اصلاح شود:

«خسارت‌دیدگان باید قبل از طرح دعوی، موضوع را جهت سازش نزد هیئت‌مدیره بورس یا کانون مربوطه مطرح نمایند و در صورت عدم سازش به استناد گواهی صادرشده، دادخواست خود را به هیئت‌داوری تقدیم نمایند. همچنین طرفین دعوی می‌توانند با توافق، هیئت‌مدیره بورس را به عنوان داور انتخاب کنند که در این موارد، مرجع مذكور مکلف به قبول و انجام داورى مطابق قواعد آیین دادرسی مدنی است.»

هیئت‌مدیره بورس به گونه‌ای است که نه‌تنها این مرجع شأن رسیدگی حقوقی ندارد بلکه احتمال تعارض منافع آنها با عامل یا عاملان زیان را بالا برده و استقلال و بی‌طرفی مرجع رسیدگی را زیر سؤال می‌برد. این است که در رویه فعلی کلیه دعاوی از این دست، بدون هیچ‌گونه دخالت از جانب هیئت‌مدیره بورس به هیئت‌داوری ارجاع شده و در آن مرجع مطابق اصول و قواعد دادرسی مورد رسیدگی قرار می‌گیرد.

در بازار سرمایه کشورهای آمریکا و انگلیس، گرچه مراجع رسیدگی مختلفی برای خسارات وارده در فرایند عرضه اولیه وجود دارد؛ لکن رسیدگی قضایی همواره برعهده دادگاه است و صلاحیت سایر مراجع به سازش یا داورى میان غعالان بازار محدود می‌شود.

بر این اساس، مقرر موردبحث در بازار سرمایه ایران ناقص و متضمن تالی فاسد است؛ لذا پیشنهاد



## References

- Ansari, A. and Isaie T. M. and Hosseini S. M., (2013) Analysis of the legal structure of self-regulatory institutions in the Iranian capital market with a comparative study in the American legal system, *Financial Research*, 15(2), 149-160. [In Persian]
- Asghari, A. F. and Isaie T. M., (2015). The legal nature of the relationship between managers of joint-stock companies and the company, *Journal of the Faculty of Administrative Sciences and Economics*, Isfahan University, (18)2, 35-52. [In Persian]
- Badini, H. and Siah-Bidi-Kermanshahi S., (2021). Analysis of the Concept and Examples of Conflict of Interests in Private Law, *Legal Journal of Justice*, 85(116), 209-231. [In Persian]
- Bagheri, M. and Ehzari, A. (2018). The nature of the over-the-counter market and its distinction from the stock exchange in the Iranian and American legal systems. *Perspectives on Judicial Law*, 24(86), 65-85. [In Persian]
- Black, Bernard and Cheffins, Brian. and Klausner, Michael. (2003) Outside Director Liability, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, University of Texas School of Law, 9(26).
- Blair, M., and Walker G., (2006). *Financial Services Law*, London: Oxford University Press.
- Bush, T., Fearnley, S., & Sunder, S. (2007). Auditor Liability Reforms in the UK and the US: A Comparative Review. *New Haven: Yale School of Management*, 1-11, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1011235>.
- Carson, J. (2011). Self-regulation in securities markets. *Policy Research working Paper*, 5542, 1-73.
- Derek, French, *Blackstone's Statutes on Company Law*, Oxford University Press, 11th ed, 2007-2008.
- Douglas, William, Bates, George, (1993) The Federal Securities Act of 1933. *Yale Law Journal*. The Yale Law Journal Company, Inc. 43 (2).
- Ebrahimi, M. (2011). Civil liability arising from violation of information disclosure regulations in stock transactions. *Stock Exchange Quarterly*, 4(15), 161-189. [In Persian]
- E'esaii Tafreshi, M. and Shahbazi'nia M. and Norani Moghadam S. Y., (2010). Issuer's civil liability in the initial public offering of shares of a public joint stock company, *Journal of Comparative Law Research*, 14 (4), 93-114.
- Field, Marilyn J., Lo. B., (2009). Conflict of Interest in Medical Research, Education, and Practice, *National Academies Press*, . 118(2).
- Fleuriet, M. (2008). *Investment Banking Explained*, New York – USA: McGraw Hill Professional
- Fridman, G.H.L., (1990) "The Law of Agency" 6 Th Ed, London, Butterworths.
- Ghamami, M, and Mohseni H., (2018) principles of transnational civil procedure, Tehran: Mizan. [In Persian]
- Hajiha, Z. and Ebrahimi, M. (2015). Improvement in the auditor's opinion and its effects on changes in the price and volume of stock transactions. *Financial Accounting and Audit Research Quarterly*, 8(30), 61-82. [In Persian]
- Hirst, S., and Kastiel, K. (2019). Corporate Governance by Index Exclusion. *Boston University Law Review*, 19.
- Lan, R. Macneil., (1992) *America Arbitration Law*, New York Oxford University Press.
- Mirzaei Monfared, Gh. A., (2011), *Laws of Securities Market*, Tehran: Mizan. [In Persian]





- Mobin, H., (1385). The arbitration board of the stock exchange. *Govah*, 8 & 9, 45-50 [In Persian]
- Mehrabipour, L., (2010). A look at the activity of the jury (interview with Gholam-Ali Mirzaei-Monfard). *Bors Magazine*, No. 84. [In Persian]
- Pasban, M. and Nik-Nejad, J., (2019) the legal position of managers in joint-stock companies, *International Law Research*, 4(14), 9-40. [In Persian]
- Qajar, M. and etc., (2014). *Money and capital market*, Tehran:Houshman Tadbir .[In Persian]
- Reynolds, F.M.B,(1996). *Bowstead and Reynolds Agency* , 6ed, London: Sweet & Maxwell.
- Soltani, Mohammad and etc.,(2014) *Capital Market Law Requirements*. Tehra:Bourse. [In Persian]
- Soltani, Mohammad,(2017) *Capital market Law*. Tehran:Samt,. [In Persian]
- Swadkahi, S,. (2008). *Securities Market Commission*. Tehran:Adak .[In Persian]
- Volz, Dustin. Yahoo hack may become test case for SEC data breach disclosure rules". Reuters. Retrieved 13 December 2021.