

سال دوازدهم، شماره ۲۹، تابستان ۱۳۸۹

## مشکلات حقوقی ناشی از بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه و جایگاه قوانین ملی

دکتر محمود باقری bagherimahmood@yahoo.co.uk

استادیار دانشکده حقوق دانشگاه تهران

حمید قنبری ha.ghanbari@yahoo.com

دانشجوی دکتری حقوق بین‌الملل دانشگاه شهید بهشتی

تاریخ دریافت مقاله: ۸۷/۸/۲۲ تاریخ پذیرش: ۸۸/۱۰/۲

### چکیده

این مقاله به بررسی یکی از مهمترین مشکلاتی می‌پردازد که بازارهای مالی و بازارهای اوراق بهادار در عصر حاضر با آن روبه‌رو هستند. لیبرالیسم و آزادسازی بازارهای مالی موجب آن شده است که حرکت سرمایه از بازارهای یک کشور به کشور دیگر به سادگی انجام پذیرد. این امر به نوبه خود موجب آن گشته است که بازارهای سرمایه هر کشور نسبت به اتفاقاتی که در کشور دیگر رخ می‌دهد حساسیت و آسیب‌پذیری بیشتری داشته باشند. بحران مالی اخیر کشورهای غربی که دامنه و آثار آن طی زمان اندکی به کشورهای دیگر نیز سرایت نموده است، شاهدی بر این وابستگی و یکپارچگی بازارهای سرمایه است. بدین سبب نیاز به یک سری راهکارهای قانونی و مقرراتی برای همسان‌سازی و تنظیم و کنترل رفتارهای بازیگران بازارهای بین‌المللی سرمایه احساس می‌شود. در این باره راهکارهای گوناگونی پیشنهاد شده است. از یکسان‌سازی مقررات مربوط به اوراق بهادار گرفته تا همسان‌سازی آنها یا شناسایی متقابل این مقررات در کشورهای گوناگون یا ایجاد نهادهایی با صلاحیت جهانی برای وضع مقررات در این زمینه. مقاله حاضر به بررسی راهکارهایی گوناگون می‌پردازد که در این خصوص پیشنهاد شده است و در این میان بر نقش دوگانگی حقوق خصوصی و حقوق عمومی و منطق متفاوتی را تأکید می‌نماید که بر هر عرصه حکومت می‌نماید.

**واژگان کلیدی:** اوراق بهادار، همسان‌سازی، جهانی‌شدن، آزادسازی، تعارض قوانین.

مقدمه<sup>۱</sup>

درباره جهانی شدن و اثری که بر بازارهای مالی بر جای می‌گذارد بسیار سخن گفته شده است. در این مقاله بر آنیم تا تغییراتی را که جهانی شدن و آزادسازی اوراق بهادار بر سیاست‌های تقنینی کشورها بر جای می‌گذارد بررسی نماییم. در اصل قوانین مربوط به بازارهای اوراق بهادار و معاملات آنها، پاسخ‌هایی هستند که قانون‌گذار داخلی به کاستی‌های داخلی بازارهای اوراق بهادار می‌دهد، اما در عین حال آزادسازی و بین‌المللی شدن بازارهای اوراق بهادار، علاوه بر اینکه موجب پیچیدگی بیشتر در برخی از جنبه‌های این بازارها شده است، این بازارها را نیازمند طرح سیاست‌ها و استراتژی‌های تقنینی مناسب با این تغییرات کرده است. در یک جهان به هم پیوسته، کارایی و مشروعیت پاسخ‌هایی که قانون‌گذار داخلی به بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه می‌دهد هم به سیاست‌های کلان اقتصادی آن کشور بستگی دارد و هم به روابط اقتصادی بین‌المللی و اصول حقوق بین‌الملل عمومی. در وضعیت کنونی بازارهای بین‌المللی سرمایه، اجرای مؤثر قوانین در این زمینه نیاز به مشارکت و همکاری دولت‌ها دارد.

مسائل اخیر موجب شده است که بحث‌هایی جدی در زمینه قانون‌گذاری در این زمینه‌ها و امکان نزدیکی و هماهنگی قوانین کشورها درباره اوراق بهادار به وجود آید. در مورد نزدیک شدن قوانین به یکدیگر، ما معتقدیم حتی در مواقعی که قوانین در پاسخ به کاستی‌های بین‌المللی بازارها وضع می‌گردند، باز هم بخشی از سیاست کلی دولت‌ها هستند و این سیاست کلی از دولتی به دولت دیگر متفاوت است و بیان‌کننده نیازها و سطح توسعه اقتصادی و اجتماعی و میزان اشتغالات بین‌المللی خاص هر کشور است. بنابراین نزدیک کردن قوانین به این معنا که یک‌سری قوانین جهانی خاص اوراق بهادار داشته باشیم به نظر ما هدفی غیر واقعی و دست نیافتنی است. البته بسته به ماهیت و هدف قوانین مربوط به اوراق بهادار، گونه‌ای نزدیکی محدود میان آنها امکان‌پذیر است. در مواردی که مقررات اوراق بهادار به دامنه روابط حقوق خصوصی مربوط باشند، امکان هماهنگ‌سازی میان آنها بیشتر است اما تجربه گذشته نشان می‌دهد در مواردی که این مقررات ابعاد حقوق عمومی دارند، هماهنگ‌سازی میان آنها بسیار بعید به نظر می‌رسد.

۱. جناب آقای امیرحسین طیبی فرد دانشجوی دکترای حقوق بین‌الملل و خانم هدی مجدی، کارشناس ارشد حقوق تجارت بین‌الملل زحمت بازخوانی این مقاله و ارائه برخی پیشنهادات و نظریه‌های اصلاحی را متقبل شدند که بدین وسیله از ایشان قدردانی می‌گردد. این مقاله مستخرج از طرح پژوهشی "بازارهای بین‌المللی سرمایه و چالش‌های مربوط به اعمال قوانین حقوق خصوصی و حقوق عمومی" و با استفاده از اعتبار ویژه معاونت پژوهشی دانشگاه تهران انجام شده است.

راهکار دیگری که به جای نزدیک کردن قواعد به یکدیگر می‌توان پیشنهاد داد عبارت است از همکاری و شناسایی بین‌المللی قوانین که جایگزین تعارض قوانین و رقابت بین آنها می‌گردد. اگر همسان‌سازی قواعد و یا نزدیک کردن آنها به یکدیگر به خصوص در مورد قوانین حقوق عمومی مشکل است، اما همکاری از راه شناسایی متقابل قوانین، راهکاری مناسب است. با این حال در مورد شناسایی متقابل قوانین مربوط به اوراق بهادار نیز ماهیت حقوق عمومی و یا حقوق خصوصی آنها عاملی مهم است. در روابط بین‌المللی، اجرای قوانین حقوق عمومی و حقوق خصوصی از رژیم‌های متفاوت تبعیت می‌کنند. در عرصه حقوق بین‌الملل خصوصی، تعارض قوانین به منزله بخشی از حقوق داخلی کشورها روشی را برای شناسایی قوانین داخلی فراهم می‌نماید. از آنجا که قواعد حقوق خصوصی بی‌طرف هستند، اجرای فرامرزی آنها از سوی قانون‌گذاران با اغماض روبه‌رو می‌گردد، اما اعمال همین تکنیک‌ها و رویه‌ها بر ابعاد حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار، ممکن است مشکلات خاصی را ایجاد نماید. شناسایی بین‌المللی مقررات حقوق عمومی بازارهای اوراق بهادار برخلاف ابعاد حقوق خصوصی آنها مسئله‌ای مورد اختلاف و حل نشده است و پاسخ آن بستگی به این دارد که کدام نظم حقوقی بین‌المللی بر دیگری فائق آید؟ در گذشته، اجرای فرامرزی مقررات مربوط به اوراق بهادار موضوعی جدلی و اختلافی برای قانون‌گذاران و دادگاه‌ها بوده است، اگرچه توافق‌نامه‌های بین‌المللی برای شناسایی بین‌المللی و همکاری در عرصه مقررات اوراق بهادار روز به روز بیشتر می‌شوند، اما عرصه‌هایی که زیر پوشش این توافق‌نامه‌ها قرار دارند به نسبت محدود هستند. با توجه به اینکه معاهده‌ای وجود ندارد که این نوع شناسایی را تسهیل نماید، ما به بررسی این امر خواهیم پرداخت که آیا حقوق بین‌الملل این قابلیت را دارد که چهارچوبی را برای همکاری قوانین ملی کشورها درباره قوانین ملی اوراق بهادار فراهم نماید؟ نقش حقوق بین‌الملل نه تنها در عرصه دادرسی اهمیت بسیار دارد، بلکه می‌تواند در زمینه شناسایی و اثربخشی به قوانین خارجی نیز به قانون‌گذاران کمک نماید.

### بخش اول: آزادسازی و جهانی‌شدن بازارهای اوراق بهادار

جهانی‌شدن به هیچ وجه پدیده‌ای جدید نیست (J Parizeau, 1999, p.3 at 3)، اما در دو دهه اخیر، اقتصاد جهانی شاهد تحول از اقتصادهای ملی به نسبت مستقل، که با مرزهای جغرافیایی از یکدیگر جدا می‌شدند، به سوی یک اقتصاد جهانی به هم وابسته و یکپارچه بوده است، که در آن فعالان اقتصادی فرصت‌های بیشتری دارند. (See J H Jackson, 1969, p. 2) مهمترین دلیل این تغییرات، رشد سریع سرمایه‌گذاری خارجی و آزادسازی خدمات مالی بوده است. اثر

عینی و مهم جهانی شدن را می‌توان در سرمایه‌گذاری فرامرزی، رشد معاملات فرامرزی اوراق بهادار، تعداد پذیره نویسی‌های بین‌المللی، ایجاد شرکت‌های چند ملیتی اوراق بهادار و از همه مهم‌تر، معاملات بی‌وقفه و آنی اوراق بهادار مشاهده کرد. صادرکنندگان و سرمایه‌گذاران یک کشور به‌طور فزاینده در بازارهای اوراق بهادار کشورهای دیگر مشارکت می‌نمایند و این امر شهادی بر بین‌المللی شدن بازارهای اوراق بهادار است (R Dale, 1996, p. 2-3).

دلایل این رشد متعددند. مهم‌ترین دلیل این است که رشد بین‌المللی شدن بازارها معلول عدم توازن در عرضه و تقاضای سرمایه در کشورها و تغییر در نگرش‌های جهان در این مسئله است. تقاضای سرمایه در کشورهای در حال توسعه و ازدیاد سرمایه در کشورهای توسعه‌یافته، حرکت سرمایه را به یکی از ویژگی‌های اصلی روابط اقتصادی بین‌المللی مبدل ساخته است. کشورهای در حال توسعه به‌خوبی از این نکته آگاهند که پس‌اندازهای بازارهای مالی داخلی نمی‌تواند سرمایه لازم را برای رشد صنعتی پیشرفته آنها تأمین نمایند و بنابراین به دنبال سرمایه‌های خارجی هستند. از سوی دیگر چشم‌انداز جذاب سرمایه‌گذاری در کشورهای در حال توسعه و سود بیشتری که عاید سرمایه‌گذاران می‌کند، انگیزه‌ای قوی برای سرمایه‌گذاری در این کشورهاست. این رابطه عرضه و تقاضا، موجب تسریع در روند بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه و همچنین موجب گسترش و تنوع معاملات اوراق بهادار است. (A N Light, 1998, 561 at 564) بخشی مهم از خطرپذیری معاملات فرامرزی اوراق بهادار می‌تواند با استفاده از ابزارهای مالی و ابزارهای مشتق<sup>۱</sup> پوشش داده شده و مدیریت شود و در عین حال ادغام بانک‌ها و مؤسسات اوراق بهادار می‌تواند واحدهای مالی مرکب و قدرتمندی را بسازد که قادر به فعالیت در بازارهای رقابتی بین‌المللی باشند. با توجه به پیشرفت‌های فنی، حذف عملی مرزهای ملی ممکن شده است. تحلیل اطلاعات مالی در سطح گسترده می‌تواند به سرعت انجام گیرد و فاصله‌های جغرافیایی را از میان بردارد.<sup>۲</sup>

آزادسازی بازارهای اوراق بهادار و کاستن از موانع ملی ورود به این بازارها، این وضعیت را تشدید کرده است. بازارهای اوراق بهادار هر چه بیشتر بین‌المللی می‌شوند و حرکت اقتصاد سیاسی بین‌المللی خواستار کاستن بیشتر از مرزهای ورود به این بازارهاست. در نتیجه تعداد بیشتری از کشورها بازارهای بین‌المللی خود را به روی سرمایه‌گذاران خارجی گشوده‌اند و قوانینی را که

1. Derivatives

2. B Asher, 1996, pp. 16-17; 1997, pp. 10, 11, 14, 16, 47; see also O Schachter, 1997, p.13; A C Sobel, , 1999, p.53; J A Grundfest, 1992, p.123 at 123, 124.

شهروندان آنها را از سرمایه‌گذاری در کشورهای خارجی منع می‌کند، ملغی نموده‌اند. (Asher supra note 5) نیروهای رقابت، آزادسازی بازارهای سرمایه را اجتناب‌ناپذیر ساخته‌اند. در پاسخ به رقابت فزاینده بین بازارهای اوراق بهادار، قانون‌گذاران داخلی پذیرفته‌اند که برای ارتقای سرمایه‌گذاری خارجی لازم است برخی الزامات قانونی برداشته شوند (See M I Steinberg and L E Michaels, 1999, 207 at 246-248). رقابت بر مقررات‌زدایی،<sup>۱</sup> مشکلات اجرایی کنترل مؤثر سرمایه، موج گسترده خصوصی‌سازی و غلبه استراتژی نئولیبرال بین بسیاری از دولت‌ها موجب تقویت این روند خصوصی‌سازی شده است. (E Helleiner, 1995, 315 at 316).

### بخش دوم: آیا بازارهای بین‌المللی اوراق بهادار از کنترل خارج شده‌اند؟

هنگامی که گزینه‌های سرمایه‌گذاری گسترش و تنوع پیدا کرد، خطرپذیری‌ها و کاستی‌های جدیدی در برابر نظام‌های مالی مطرح شدند و طرح‌های سنتی قانون‌گذاران داخلی مورد بحث و جدل قرار گرفت. (Sobel (Domestic Choices), supra note 5 at 342; C J Mailander, 1997-98, 341 at 342) قانون‌گذاران با پذیرش اینکه جهانی شدن اجتناب‌ناپذیر است، با بازتعریف اهداف و راهکارهای قانون‌گذاری، با نتایج و آثار آن آشنا شدند و به مقابله با آنها برخاستند. به خصوص معاملات بین‌المللی اوراق بهادار بر پیچیدگی‌های معاملات، به خودی خود پیچیده مالی، می‌افزاید، حساسیت و آسیب‌پذیری‌های این بازارها را در مقابل یکدیگر افزایش می‌دهد (R O Keohane and J Nye, 1977, p. 11-19) و نزاع میان وابستگی و حاکمیت را تقویت می‌نماید (R D Putnam and N Bayne, 1984, Ch. 1; A C Sobel, supra note 5 at 11). اگر چه جهانی شدن احتمالاً به سود تمامی سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار در سراسر جهان خواهد بود، اما در عین حال می‌تواند موجب ایجاد فضایی در بازار شود که در آن سوء استفاده‌ها و کاستی‌های بازار اثری جدی بر ثبات و رفاه در بسیاری از کشورها داشته باشد. بنابراین پدیده جهانی شدن مشکلاتی جدید را برای قانون‌گذاران در سطوح ملی و بین‌المللی ایجاد می‌کند. رشد پیش‌بینی نشده معاملات و فعالیت‌های اقتصادی فرامرزی به همراه کاستی‌های نامتعارف بازار می‌تواند تهدیدی برای توانایی دولت‌ها در صورت‌بندی و اجرای اهداف سیاستی شان باشد. (See W H Reinicke, 1998, p. 57). تنوع جغرافیای اقتصادی و سیاسی موجب نبود توازن اقتصادی و سیاسی بین فضای عمومی و خصوصی اجتماع شده است. منافع خصوصی

قدرتمند برای سود بردن از روند جهانی شدن در موقعیت قدرتمندی قرار گرفته‌اند و هزینه‌هایی جدی را بر دیگران تحمیل می‌نمایند. (G R D Underhill, 1997, p. 17 at 42) در نتیجه نظر به اینکه مفاهیم سنتی بازارهای مالی مانند محدوده سرزمینی، انواع صادرکنندگان و سرمایه‌گذاران و شکل و کارکرد نهادها و تولیدات با تغییرات جدی مواجه شده‌اند، لازم است نمونه‌های قانونی موجود نیز دوباره ارزیابی شوند.

در چنین جهانی، یک نظام بین‌المللی لیبرال که تنها از مفاهیمی چون آزادی اقتصادی، حقوق مالکیت، حقوق قراردادها و داوری تشکیل می‌شود، توجهی به دغدغه‌های سیاست‌گذاری عمومی ندارد و این برای دولت‌ها که خواستار اجرای اهداف سیاست‌گذاری عمومی هستند پذیرفته نخواهد بود. شکست در فعالیت مؤسسات بزرگ در هر نقطه از جهان می‌تواند اتفاق بیفتد، اما آنچه با توجه به ارتباطی که بین بازارها به وجود آمده است، این است که آنها می‌توانند در مقابل این گونه حوادث به سرعت واکنش نشان دهند و بدین ترتیب موجب بی‌ثباتی شوند.<sup>۱</sup> بنابراین خطراتی که سرعت مبادلات اقتصادی و تعقیب منافع خصوصی به همراه دارند، بیش از آن هستند که بتوان آنها را بدون یک‌سری اقدامات اصلاحی و یک چهارچوب ایجادکننده ثبات رها کرد. چهارچوبی که خیر مشترک را در پی داشته باشد و منافع عمومی را تأمین نماید. شوکی که در سال‌های ۹۸-۱۹۹۷ به بازارهای مالی وارد شد، باور به نظریه آزادسازی مبتنی بر بازار آزاد را سست کرد.<sup>۲</sup> بیشتر اقتصادهای جدید، اقدام به آزادسازی بازارهای مالی نموده‌اند و این امر به نوبه خود آنها را در برابر بازگشت جریان‌های سرمایه آسیب‌پذیر کرده است. نتیجه آنکه بازارهای بین‌المللی اوراق بهادار به‌طور جدی آسیب‌پذیر شده‌اند. (MacLean, supra note 15 at 68; S Radelet and Jeffrey, 1998, 165-82. also www.hiid.harvard.edu/pub/other/SJeffrey, 1998, 165-82. also eaonset.pdf) در برابر این وقایع، اندک اندک تشکیک در برابر رهیافت متکی بر بازار آغاز شد و توجه‌ها از رهیافت مبتنی بر بازار برداشته شد و به سوی اقدامات اصلاحی دولت‌ها در مقابل کاستی‌های بازار معطوف گشت. (MacLean, supra note 15 at 70, 77, 73) وقایع

1. "Financial markets quickly reflect changes and shocks, they do not need to retool like industry. This creates special problems for government." This point noted by a special advisor to a Japanese company, cited in Sobel (Domestic Choice), supra note 5 at 12.

2. See Reinicke, supra note 12 at 65; B K MacLean, 1997-98, in B K MacLean, supra note 1, p. 67 at 68. The crisis prompted Financial Times columnist Martin Wolf to comment that: "if even the world's premier institutions can make a mess of their affairs, it is no longer good enough to castigate the Korean or Thais. Market failure, it appears, is pervasive in modern financial systems." Martin Wolf, "Frail Orthodoxy of Financial Systems", Financial Times, Oct. 21 (1998)

سال‌های ۱۹۹۷-۹۸ به خوبی نشان داد که چهارچوب آزادسازی بسیار بیش از حد به جلو رفته است.

علاوه بر این، سوء استفاده‌ها و تقلب‌هایی که از مرزهای ملی می‌گذرند جدی‌ترند، چرا که در فضای بین‌المللی، دخل و تصرف در بازارهای اوراق بهادار آسان‌تر است. بسیاری از سوء استفاده‌هایی که انجام می‌شوند نشان‌دهنده بهره بردن از معاملات مالی بین‌المللی برای فرار از قوانین خارجی هستند. (See Sobel (Domestic Choice), supra note 5 at 12-13). بنابراین اقتصاد جهانی تنها در صورتی می‌تواند به بقای خود ادامه دهد که قوانینی جدید وضع شوند تا صورت‌های پیچیده‌تر و نامتعیین‌تر عوامل خارجی مؤثر بر قراردادها و نبود تقارن در اطلاعات را مد نظر قرار دهند. نبود تقارن در اطلاعات، همواره یکی از عوامل مداخله قانون‌گذاران در بازارهای سرمایه بوده است، اما جهانی شدن به افزایش سریعی در این عدم تقارن‌ها منجر گشته است و ارزیابی نیاز و میزان مداخله قانونی را برای قانون‌گذاران اشتباه کرده است. تفاوت‌هایی در زبان، فرهنگ، مکان و نظام‌های حقوقی وجود دارد. این نبود تقارن‌ها می‌تواند به نتایجی گوناگون منجر شود (J H Jackson, 1998, 1 at 13). در چهارچوب‌های نظارتی فعلی، قانون‌گذاران در تعیین اینکه کدام قانون‌گذار صلاحیت تصمیم‌گیری در مورد یک معامله خاص را دارد، مشکلات بسیاری دارند. در شرایطی که هیچ مقام فرادولتی یا مقام جامع بین‌الدولی وجود ندارد، خود بازارها در حقیقت بین‌المللی شده‌اند. (Underhill, supra note 13, at 17) بنابراین جهانی شدن می‌تواند باعث ادغام یا یکپارچه‌سازی در عرصه‌های اقتصادی و خصوصی شود، اما در عرصه کنترل تقنینی و سیاسی باعث تداخل و تعارض می‌گردد. (Reinicke, supra note 12 at 65; see also M Smeets, 1990, 56 at 64, 68; D Honeygold, 1988, p. 10)

### **بخش سوم: مقررات اوراق بهادار؛ پاسخی یکجانبه به مشکلی بین‌المللی**

با تمام این اوصاف اولین و مؤثرترین پاسخی که به چنین وضعیتی داده می‌شود، اغلب وضع یک قانون داخلی است. تا آنجا که به سیاست‌های تقنینی مربوط می‌شود، جهانی شدن موجب تقویت دیالکتیکی شده است که در آن بازیگران خصوصی و عمومی در تعارضی مداوم بین آزادی و نظم و استقلال و رفاه درگیرند. دولت در صلاحیت انحصاری خود، هنوز هم مهم‌ترین بازیگری است که می‌تواند با اعمال قدرت عمومی در هر رابطه خصوصی دوجانبه‌ای مداخله نماید. (B Simma, 1994, 234)

تقویت آنها به منزله جوامع انحصاری سرزمینی و نیز به منزله سازمان‌ها و ارزش‌سازان اصلی است. (P Alston, 1997, 435, at 436, 437 . see also M Reisman, 1997, 409).  
 (at 419) با این حال اشتباهی بزرگ است اگر گمان کنیم آزادسازی و جهانی‌شدن بازارهای سرمایه منجر به امحای دولت ملی خواهد شد. در حقیقت هرگز تا این حد و تا این اندازه به منافع ملی استناد نشده است. (J Parizeau, supra note 1, p.3 at 8; see also M J Shapiro, 1997, p. 309; S Strange, 1994, p. 90-91 دعوت‌هایی برای ایجاد یک سازمان بین‌المللی که به وضع قوانین بین‌المللی اوراق بهادار و اجرای آنها پردازد صورت گرفته است، (K Y Testy, 1994, 927 at 932) اما هنوز هم بیشتر بازارهای اوراق بهادار مشمول قوانین ملی هستند. در حالی که بازارها به‌طور فزاینده‌ای بین‌المللی شده‌اند، قانون‌گذاری در مورد آنها هنوز هم یک پدیده ملی است.

با این حال، مقررات ملی اوراق بهادار در نتیجه کاستی‌های بازارهای عرفی و حقوق خصوصی ایجاد شده‌اند. بخشی عظیم از مقررات اوراق بهادار مانند قوانین و مقررات مربوط به مبارزه با تقلب و مقررات مربوط به معاملات داخلی و مقررات ساختاری، پاسخ‌هایی به شکل‌های گوناگون به کاستی‌های بازار هستند که در داخل مرزهای یک اقتصاد ملی قابل تعیین هستند. (G Schuster, 1994, 173 ; see also J P Trachtman, 1993, وضع مقررات اوراق بهادار بازتابی از تعاریف ملی و داخلی مفاهیم کارایی، رفاه و عدالت است، (R Jennings & W Marsh, 1987, p. 2-4) اما فرایند بین‌المللی شدن، مفروضاتی را که مقررات داخلی اوراق بهادار بر آنها مبتنی هستند، تغییر داده است. ادغام بازارهای اوراق بهادار و تداخل قوانین ملی مسائلی را درباره میزان حمایت از سرمایه‌گذار و روش‌هایی را برای تسهیل مشارکت ناشران خارجی در بازارهای داخلی سرمایه فراهم کرده است. هر راهکار قانونی باید وجود بازار جهانی و موانعی را، که بر نظام‌های قانونی وارد می‌نماید، به رسمیت بشناسد. امروزه دیگر هر نوعی از مقررات اقتصادی باید آثار بین‌المللی و رقابتی خود را نیز در نظر گیرد. (Jackson, supra note 19 at 2) در این مورد امکان منفعت‌طلبی قانونی یا کاستی‌های قانونی به دلیل محدودیت مقررات ملی مبتنی بر صلاحیت قضائی ملی، دغدغه‌هایی اساسی هستند که باید در نظر گرفته شوند.

هنگامی که دولتی بازارهای خدمات مالی خود را آزاد می‌کند، تلاش برای وضع قاعده حتی جدی‌تر است. آزادسازی مقررات اوراق بهادار به‌طور لزوم به مقررات‌زدایی و کاستن از استانداردهای قانونی حمایتی منجر نمی‌شود. (A C Sobel (Domestic Choices) supra)



21 at 5 (note 5) در خدمات مالی، هدف آزادسازی تجاری باید با یک چهارچوب اقتصادی و قانونی با ثبات درونی تکمیل شود. (J P Trachtman, 1995, 37 at 53) در حقیقت همان‌گونه که معاملات اوراق بهادار از معاملات کالاها متفاوت دانسته می‌شوند، همان احتیاطها ایجاب می‌کند نظارت و قانون‌گذاری بیشتری برای تضمین معقول بودن ورود خارجی‌ها به بازارهای سرمایه برقرار شود. تقویت مقررات احتیاطی و مقررات مربوط به اطلاعات و همچنین نظارت مناسب، برای حمایت از آزادسازی خدمات مالی ضرورت دارند.<sup>۱</sup> بنابراین گرایشهایی متعارض وجود دارند، در حالی که آزادسازی به معنای کاستن از محدودیت‌هاست، اما مواجهه با کاستی‌های بین‌المللی بازارها مستلزم قانون‌گذاری با قوت بیشتری است. از این‌رو دو نوع از مقررات‌زدایی قابل تشخیص هستند: نوع اول عبارتست از مقررات‌زدایی مربوط به دسترسی، با کارکرد حذف محدودیت‌های ورود به بازارها مانند کنترل‌های مبادلات و بازارهای سرمایه؛ نوع دوم، مقررات‌زدایی احتیاطی است که کار آن حذف قواعدیست که برای حمایت بازارها در مقابل کاستی‌های بازار نظیر کمبود نقدینگی، نبود تقارن اطلاعات و اشکال مختلف سوء استفاده از بازار وضع شده‌اند. در حالی که فرایند مقررات‌زدایی مستلزم کاستن از مقررات ورود به بازارها یا حذف آنهاست، اما به‌طور لزوم مستلزم کاستن از مقررات احتیاطی نیست. (M Gilbert Warren 1990, 185 at 188 at 190) مقررات‌زدایی جغرافیایی برای فراهم کردن امکان دسترسی به بازار ممکن است حتی وضع مقررات احتیاطی به منظور حمایت از ارزش‌های اجتماعی را ایجاب نماید. ارزش‌هایی همچون دقت در تخصیص سرمایه، حرکت سرمایه و ثبات مالی. آزادسازی موفق بازارهای مالی، مستلزم شرایط معقول اقتصادی نظارت قانونی احتیاطی متناسب است. (D K Das, 1998, 79 at 86; Trachtman, supra note 30 at 41-42, 84)

#### **بخش چهارم: استانداردهای قانونی بین‌المللی؛ همسان‌سازی در برابر رقابت**

همکاری میان قانون‌گذاران، ضرورتی اساسی برای جهانی‌شدن بازارهای اوراق بهادار است. با این حال با توجه به موانع سیاسی که در حال حاضر در عرصه روابط بین‌الملل وجود دارد، ناگزیر از آن هستیم که در هر عرصه از عرصه‌های قانون‌گذاری، سطح و حدود مشارکت در قانون‌گذاری را به‌طور جداگانه تعریف نماییم. با بروز بحران‌های مالی که اقتصادهای مکزیک، آسیا و روسیه را تحت تأثیر قرار داد و موج آنها به سراسر آسیا تسری پیدا کرد، راه‌حلهایی گوناگون پیشنهاد شد. از تقویت قوانین ملی گرفته تا ایجاد یک قانون‌گذار فراملی و تکمیل قوانین

1. N Tamirisa et al, Trade Policy in Financial Services, IMF Working Paper, WP/00/31, P. 17.

داخلی یا راه حل‌های حقوق خصوصی مبتنی بر بازار آزاد) (9 See Mailander, supra note 380 at). اگر چه دوگانگی قانونی مانعی مهم بر سر قانون‌گذاری در مورد بازارهای یکپارچه بین‌المللی است، ولی با این حال همان‌طور که در بالا اشاره شد قانون‌گذاری ملی هنوز گزینه‌ای قابل طرح است. از آنجا که اقتصادهای کشورها از نظر سطح توسعه و عوامل فرهنگی با یکدیگر تفاوت دارند، نظام‌های اوراق بهادار و قانون‌گذاری در مورد آنها نیز به‌طور لزوم با یکدیگر متفاوت خواهند بود. به دلیل وجود همین تفاوت‌هاست که رسیدن به اجماعی در خصوص سطح بهینه قانون‌گذاری در اقتصاد بین‌المللی دشوار است. بنابراین قانون‌گذاران باید برای رسیدن به اهداف اصلی با یکدیگر مصالحه نموده و بر مواردی همچون حد و حدود افشای اطلاعات، حمایت از سرمایه‌گذاران و تسهیل عرضه فرامرزی، تمرکز کنند. (Steinberg and Michaels, supra note 7 at 262, 208-9).

اگر در سطح ملی یک دولت می‌تواند به‌طور یکجانبه نسبت به وضع قواعد حقوقی اقدام نماید، دولت‌ها در سطح بین‌المللی تنها با همکاری یکدیگر می‌توانند اقدام به چنین کاری کنند. (See B Stern, 2000, p. 247 at 251; P Jimenez, 1990, 295) روش همکاری در قانون‌گذاری و ابزارهای اعمال سیاست‌های مشترک اختلافات جدی وجود دارد. دولت‌ها باید راه‌هایی مبتکرانه برای آشتی دادن چهارچوب‌ها و منافع متعارض قانونی خود با یکدیگر و همسان نمودن آنها پیدا نمایند. (See E Kwakwa, supra note 36, p.227 at 245).

تلاش‌های بسیاری برای بهبود بخشیدن قوانین ملی راجع به معاملات فرامرزی اوراق بهادار و نیز همسان‌سازی قوانین وضع شده به وسیله قانون‌گذاران کشورهای مختلف انجام شده است، اما در پاسخ به دشواری‌های موجود در قانون‌گذاری در بازارهای جهانی، دو عقیده مهم مطرح شده است. از یک سو موافقان رقابت قوانین بر این باورند که همسان‌سازی قواعد به ازدیاد قوانین منجر می‌شود بی آنکه فایده‌ای خاص داشته باشد. از نظر این گروه به جای آنکه با مذاکره میان قانون‌گذاران در پی نزدیک کردن دیدگاه‌های آنان و در نهایت همسان‌سازی مقررات باشیم، بهتر است اجازه دهیم بین قوانین مختلف رقابت وجود داشته باشد و حتی این رقابت را تشویق کنیم و بگذاریم سطح بهینه قانون‌گذاری از راه منفعت‌طلبی قانونی حاصل گردد. البته یکی از مشکلاتی که اجرای نمونه مبتنی بر رقابت با آن روبه‌روست این است که قانون‌گذاری در عرصه داخلی روشی پیچیده دارد. (See H M Schooner and M Taylor, 1999, 595 at 653). دیدگاه مخالف نمونه رقابت در سویی دیگر قرار دارد. این دیدگاه از همسان‌سازی مقررات اوراق

بهادار پشتیبانی می‌کند و بر این باور است که استاندارد کردن قیود قانونی در کشورها، حمایت از سرمایه‌گذاران را افزایش خواهد داد و از هزینه‌های رقابت یا تعارض قانونی خواهد کاست. به هر حال یا یک‌سری استانداردهای قانونی مورد پذیرش همگان وجود دارد که برای شهروندان سراسر جهان خیر است یا دست‌کم چهارچوبی برای مشارکت و همکاری قانون‌گذاران داخلی موجود خواهد بود.

### **الف) همسان‌سازی و استانداردهای مشترک؛ اهمیت دوگانگی حقوق عمومی و خصوصی**

هدف رهیافت همسان‌سازی یا تقریب این است که یک‌سری استانداردهای قانونی مشترک وجود داشته باشد که تمامی کسانی که درگیر معاملات بین‌المللی اوراق بهادار هستند آنها را استفاده نمایند. همسان‌سازی کامل قوانین اگر با تمرکز بر اجرای آن قوانین توأم شود، می‌تواند مشکلات قانون‌گذاری معاملات بین‌المللی اوراق بهادار را حل کند و تعارض بین مقررات اوراق بهادار را به‌طور کامل از میان ببرد. برخی از صاحب‌نظران در این مورد پیشنهاد کرده‌اند که مسئولیت وضع استاندارد و اجرای آنها باید برعهده یک نهاد بین‌المللی نهاده شود؛ یک نهاد جهانی که قوانینی یک‌شکل را وضع و اجرا نماید. (See D K Das, *supra* note 33 at 86; B Eichengreen, 1999, p. 22; Tita, 1998, 32 (3): 47 at 52; MacLean, *supra* note 15 at 80) برای مثال در سال ۱۹۹۷، سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار پیش‌نویسی را که دربر دارنده اصول اساسی مقررات اوراق بهادار بود و می‌بایست توسط مقامات ملی اوراق بهادار پذیرفته شود، برای اظهار نظر دولت‌ها ارسال کرد و در سال ۱۹۹۸ یک‌سری استانداردهای بین‌المللی را که مربوط به افشای اطلاعات در مورد عرضه‌های فرامرزی و پذیرش اولیه برای ناشران خارجی بود، برای اظهار نظر عموم منتشر کرد.<sup>۱</sup> همچنین تلاش‌های مشترک به‌وسیله کمیته بازل و سازمان مذکور، نزدیک شدن مقررات اوراق بهادار را تشویق می‌نمایند.<sup>۲</sup> این

1. International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, Report of IOSCO, September 1998, <http://www.iosco.org/iosco.html>; Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance", Report of IOSCO, November 1997, <http://www.iosco.org/iosco.html>; Eichengreen, *supra* 39 at 26.

2. See Framework for Supervisory Information About the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms, Joint Report of the Technical Committee and of the Basle Committee on Banking Supervision, May 1995; The Supervision of Financial Conglomerates, Report of the Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators with a Preface by IOSCO, the

اقدامات اهمیت مشارکت و تقاضا برای نزدیکی قوانین را بیشتر می‌کنند) See J J Norton and C D Olive, 1996, 301 at 302; J J Norton, 133 at 146. به هر حال چنین رهیافتی مبتنی بر این فرض است که مقررات اوراق بهادار نمایان‌کننده یک‌سری معیارهای یک‌شکل و جهانی هستند که در تمامی جهان مشترکند. در حقیقت مقررات اوراق بهادار می‌توانند بیان‌کننده یک‌سری اصول بی‌طرف باشند که می‌توانند به نحو مساوی و بدون تبعیض بر بازارهای بین‌المللی سرمایه اعمال شوند قطع نظر از اینکه این بازارها در کجا قرار دارند. این اصول که بیان‌کننده باورهای مشترک در بسیاری از ملت‌ها هستند، شامل بازارهای سرمایه سالم، اعتماد عمومی، انصاف و صداقت در انجام معاملات بازار سرمایه، افشای اطلاعات و مواجهه مساوی با نهادهای در مالکیت خارجی هستند که می‌خواهند وارد بازارهای سرمایه داخلی شوند.<sup>۱</sup>

#### ۱. دلایل مخالفت با همسان‌سازی

روشن است اصولی که در بالا به آنها اشاره شد خیلی کلی و انتزاعی هستند و اگر این اصول در قوانین ملی گنجانده شوند می‌توانند نتایجی گوناگون به بار آورند. رهیافت‌هایی که در قوانین داخلی اتخاذ می‌گردند اگر چه اهداف و آثاری مشترک دارند، اما تفاوت‌هایی مهم هم دارند (A B Zampetti, 1999, p. 282 at 293). با توجه به رهیافت‌های متفاوت توسعه اقتصادی در سراسر جهان، ایجاد یک نظام قانونی یک‌شکل در سراسر جهان تحقق‌پذیر به نظر نمی‌رسد، البته شباهت‌هایی بین کشورهای مختلف وجود دارد، اما تفاوت‌هایی هم میان آنها موجود است. البته تمام کشورها اهداف قانونی را با یک قوت دنبال نمی‌کنند. اگرچه اهدافی مشترک در زمینه اوراق بهادار وجود دارد و قانون‌گذاران بین‌المللی می‌توانند در مورد یک‌سری اهداف و غایات کلی توافق کنند، اما تفاوت‌های اساسی هم درباره رهیافت‌های قانونی وجود دارد. تفاوت‌هایی در مورد شکل، محتوا و میزان قانون‌گذاری در این عرصه. اگرچه نزدیک کردن اصول مربوط به اوراق بهادار ساده به نظر می‌رسد، اما سنت‌ها و تکنیک‌های قانون‌گذاری در کشورهای مختلف

---

Basle Committee and the IAIS, July 1995; Public Disclosure of the Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms.

1. B Longstreth, 1983, 2/3, 164 at 169. Some international documents such as the Declaration on International Investment and Multinational Enterprises of the OECD Council (1976), the EEC Code of (1977), the Sixth Directive as to stock exchange listing requirements of the Council of the European Communities (adopted in 1980) as well as the various resolutions of the inter-American Conference of Securities Commissions and similar Organizations contain similar principles.

تفاوت‌های جدی دارد. (See Underhill, supra note 13, p.17 at 33.) کشورها به‌طور عمده الزاماتی متفاوت برای بازارهای اوراق بهادار دارند. مبنای این تفاوت‌ها می‌تواند اموری گوناگون باشد از پیچیدگی‌های خاص بازارها گرفته و عادات خاص بازیگران بازارها تا تفاوت‌های فرهنگی یا دیگر عوامل. تفاوت‌هایی که بیان‌کننده سطح توسعه اقتصادی یک دولت، تاریخ اقتصادی و سیاسی آن، درآمدهای متفاوت، ترجیح خطرپذیری‌ها و دیگر موارد هستند، حدود و محتوای قوانین داخلی را تعیین می‌کنند. بنابراین اینکه راه حل واحدی پیدا شود که به درد همه کشورها بخورد، تقریباً غیرممکن است. بنابراین عجیب نیست که تلاش‌هایی که برای همسان‌سازی بین‌المللی انجام شده است مشکل‌آفرین و به‌طور عمده ناموفق بوده‌اند. (See A Fanto, 1996, 119 at 205; Steinberg and Michaels, supra note 7 at 236, 265) برای مثال دربارهٔ یکسان‌سازی خدمات مالی در اروپا تفاوت در نظام مالیاتی این کشورها یکی از موانع بر سر این امر بوده است.<sup>۱</sup> فرایند اجرای دستورالعمل سرمایه‌بازل و همچنین اصول اساسی نظارت بانکی نمایان‌کننده مشکلاتی است که رهیافت استانداردسازی با آن روبه‌روست. به‌رغم اینکه این مقررات گسترهٔ محدودی داشته است، اما باز هم رسیدن به توافق در مورد آنها مشکل بوده است. این مشکلات نشان می‌دهند که مذاکره در مورد استانداردها در تمامی عرصه‌ها مشکل بوده است. نزدیک کردن استانداردهای قانونی به یکدیگر بدون توجه به عوامل اقتصادی و اجتماعی با مشکلات جدی روبه‌روست و به احتمال زیاد شکست خواهد خورد.

در نظام فعلی روابط بین‌الملل، که کشورها هنگام وضع قوانین بین‌المللی برای تأمین منافع خودشان تلاش می‌کنند، بعید به نظر می‌رسد وضع قوانینی را که به نفع همه کشورهای دنیا باشد بتوان از اهداف جامعهٔ بین‌المللی دانست. در عرصه عمومی، منافع مفاهیم منفعت عمومی و اجتماع بین‌المللی به سختی تعریف شده‌اند و بنابراین ساختار سیاسی جهان اجازهٔ استانداردهای قانونی یکسان را نمی‌دهد. اگرچه مقداری همکاری در قانون‌گذاری مطلوب است، اما همسان‌سازی کامل سیاست‌های قانونی در تمامی کشورها امری کاملاً استثنایی است. چنین وضعیتی طرح‌های قانونی متفاوت را توجیه می‌نماید. (A O Sykes, 2000, 257-264; Steinberg and Michaels, supra note 7 at 208-9; Jackson, supra note 19 at 15.) دشواری‌هایی که کشورهای در حال توسعه در تطابق سیاست‌های تقنینی خود با آزادسازی و

---

1. The EU Commission's Action Plan underlines the need for adoption of the proposed Directive on minimum effective taxation of cross-border income. See Commission's Action Plan for single financial market, [http://europa.eu.int/geninfo/query\\_en.htm](http://europa.eu.int/geninfo/query_en.htm).

توسعه بازارهای مالی با آن روبه‌رو هستند، بیان‌کننده این واقعیت است که مقررات اوراق بهادار همچنان نشان‌دهنده سیاست‌های اقتصادی ملی خواهند بود. بازارها و صنعت اوراق بهادار، ساختارهای پیچیده‌ای دارند که وابسته به یک‌سری عوامل اقتصادی، اجتماعی و سیاسی‌اند. در نتیجه، در این که یک کشور در پذیرش سیاست‌های تقنینی خود می‌تواند از تجربه کشورهای دیگر استفاده کند، محدودیت‌های جدی وجود دارد. (See B A K Rider, 1990, 179 at 220) حتی در کشورهای توسعه‌یافته‌ای که زمینه‌ای مشترک دارند، اهداف سیاستی و مقررات اوراق بهادار به‌طور جدی تفاوت دارند. (B Unger, 1997, p. 99 at 100) جز در مورد برخی ترتیبات منطقه‌ای (Rider, supra note 49 at 186-187) دورنمای یکسان‌سازی محتوای سیاست‌های ملی در این زمینه چندان امیدوارکننده نیست. انجام دادن چنین کاری به نظر غیرممکن می‌رسد چرا که سیاست تقنینی، بخشی از ساختار کلان اقتصادی کشور است.

## ۲. امکان همسان‌سازی و ماهیت وابسته مقررات اوراق بهادار

به‌رغم مشکلاتی که در همسان‌سازی مقررات اوراق بهادار وجود دارد، به نظر می‌رسد که یکسان‌سازی هنجارهای حقوق خصوصی مقررات اوراق بهادار امری محتمل‌تر باشد. بر اساس این، دوگانگی حقوق عمومی و حقوق خصوصی نتایجی محتمل را در مورد همسان کردن مقررات اوراق بهادار دارد. (CT Plambeck, 1998, 171) بیشتر جنبه‌های حقوق اوراق بهادار بیان‌کننده ویژگی‌های مختلط حقوق عمومی و خصوصی هستند. برای مثال مقررات مربوط به «معاملات درونی»<sup>۱</sup> می‌تواند بر مبنای مختلفی توجیه گردد: می‌تواند مبنای آن ضرری باشد که از دیدگاه حقوق خصوصی بر شرکت وارد می‌شود یا ضرری باشد که از دیدگاه حقوق عمومی بر بازار وارد می‌شود. ضرری که بر شرکت وارد می‌شود به مسئله نمایندگی بازمی‌گردد و یک مبنای خصوصی برای دعوی را تشکیل می‌دهد. در حالی که معامله داخلی به مثابه یک جرم علیه شرکت، یک مسئله حقوق داخلی است، اما به منزله یک جرم علیه بازار، یک جرم عمومی خواهد بود و ممنوعیت آن در این حالت مبتنی بر منافع عمومی است. از آنجا که این عمل به‌طور جدی به منابع ملی صدمه وارد می‌کند، قربانیان آن تمام شهروندان کشوری هستند که معاملات داخلی اوراق بهادار در آن کشور صورت می‌گیرد. در مقابل اگر معامله داخلی به مثابه یک جرم بر علیه شرکت در نظر گرفته شود، اثر سوء آن محدود به سهامداران شرکت است و موضوعی است که به حقوق

1. Insider- trading. معاملات درون طبقات اشخاص حقوقی.

A N Licht, 1999, 61 at 119; also C Nakajima, (خصوصی مرتبط خواهد بود). (1999, p. 212-13)

نمونه مهم دیگری از مقررات اوراق بهادار، مقررات افشای اجباری اطلاعات است.<sup>۱</sup> این مقررات، عرضه‌کنندگان اوراق بهادار را ملزم می‌سازد که بخشی مهم از اطلاعات را برای سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه افشا نمایند.<sup>۲</sup> در باب توجیه ارزشی افشای این بخش مهم از اطلاعات برای سرمایه‌گذار به منزله طرف ضعیف‌تر یا یک بازیگر خاص بازار دیدگاه‌هایی گوناگون وجود دارد. یک رهیافت این است که این حمایت از سرمایه‌گذار را به منزله بسط و اجرای مجدد مبنای اساسی حقوق قراردادهای تلقی نماییم. بر مبنای این رهیافت، مقررات اطلاعاتی اوراق بهادار نشان‌دهنده تغییر اساسی نسبت به موضع حقوق قراردادهای نیست. علاوه بر این، راه‌های جبران خسارتی که در مقررات اوراق بهادار مقرر شده‌اند با آنچه که در حقوق قراردادهای در نظر گرفته شده‌اند تفاوت اساسی ندارند. مقدار اطلاعاتی که منتشر می‌شوند و نیز میزان حفاظت از آنها نمایان‌کننده همان ارزش‌هایی هستند که حقوق قراردادهای در پی محقق ساختن آنهاست. (E J Weinrib, 1995, 949; Weinrib, 1988, 949) رهیافت دیگر در پی آن است که بر این نکته تأکید کند که افزایش در میزان اطلاعاتی که باید منتشر شوند، نتیجه مستقیم افزایش در سهم رفاهی طرف ضعیف است. حتی اگر پذیرفته شود که انگیزه‌های عدالت و کمک به دیگران مبنای توسعه اطلاعاتی که باید انتشار داده شوند را در مورد اوراق بهادار تشکیل می‌دهند، تعیین راه مؤثر معنابخشی به این ارزش‌ها و اصول، نیازمند یک نظام قضائی است که بتواند عدالت را میان افراد بر اساس سهم توزیعی آنها تقسیم نماید. (O M Fiss, 1(1979-80); G C Hazard, (1965,1)

سوی این بحث که آیا مقررات حمایتی در پس مقررات افشای اطلاعات و دیگر مقررات اوراق بهادار قرار دارند یا اینکه محصول سهم هر فرد از رفاه هستند، این معاملات بعد دیگری هم دارد: منفعت عمومی در یکپارچگی و سلامت بازارهای مالی (R Jennings & W Marsh,

1. The Most important disclosure requirements of the Unites States securities laws are found in the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, and the many regulations promulgated by the Securities and Exchange Commission under the authority of those two statutes; see also B Rider and T M Ashe, "The Insider Dealing Directive", in M Andenas and S Kenyon-Slade (eds.), EC Financial Market Regulation and Company Law, (Sweet & Maxwell, London, 1993), Ch. 12.

2. F Fabozzi & F Modigliani, 1996, p. 29-30; J C Coffee, 1984, 717 at 752 ; H Beales, R Craswell and S Salop, 1981, 491 at 512 ; P Legrand, 1991; Article 1(13) and 21 Investment Services Directive (ISD), O.J. L 141/27(1993) concerning transparency

2-4 supra note 27 at 27). اگر چه رویه‌های مضر برای فرد فرد سرمایه‌گذاران با وضع این گونه قوانین محدود می‌شود،<sup>۱</sup> اما از راه حمایت از سرمایه‌گذاران، استفاده مؤثرتر از سرمایه‌های اجتماع نیز به منزله یک هدف عمومی تعقیب می‌شود. (J P Wernette, 1964, pp. 222, 223; see G L Stigler, 1971, 3-21 at 3; C J Meier-Schatz, 1986, 219 می‌رسد آنچه که معاملات اوراق بهادار را تا به این حد خاص می‌نماید، همین عنصر حقوق عمومی است، عنصری که به‌طور لزوم هم به منافع مستقیم طرف معامله مربوط نیست. بر اساس این مقررات مربوط به معاملات داخلی، کفایت سرمایه، ثبت و گزارش‌دهی اجباری بر اساس دغدغه‌های منافع عمومی تنظیم شده‌اند. این اقدامات قانونی، اهدافی فراتر از تضمین عدالت و انصاف میان افراد طرف معامله دارند. (R R Pennington, 1990, p.225-229)

ماهیت مختلط اوراق بهادار، آثاری مهم برای همسان‌سازی بین‌المللی آنها دارد. در این باره نه تنها مشکلاتی در زمینه تفکیک ابعاد حقوق خصوصی آنها از وجوه حقوق عمومی‌شان وجود دارد، بلکه همچنین بعد حقوق عمومی آنها آمیخته با مسائل منفعت عمومی و سیاست‌های اقتصادی و اجتماعی خاص هر کشور هستند. برای مثال در مورد افشای اطلاعات مرتبط با اوراق بهادار، قواعد افشای اطلاعات، بسته به مفهومی که در هر کشور درباره عدالت وجود دارد و ملاحظاتی که در مورد توزیع منابع وجود دارد و نیز نوع خاص اطلاعاتی که باید افشا شوند و همچنین رفتار متفاوتی که با انتشار اولیه اطلاعات و انتشارهای بعدی آن می‌شود تفاوت می‌کند. پاسخ قانون‌گذاران به عدم تقارن در اطلاعات و الزامات افشای عمومی اطلاعات نشان‌دهنده انگیزه‌های متفاوت کشورهاست که با ملاحظات اقتصاد کلان آنها مرتبط است. بر اساس این ملاحظات، برخی از کشورها حداکثر افشای اطلاعات را مقرر داشته‌اند و برخی دیگر حداقل چنین افشایی را الزامی نموده‌اند. تفاوت در مفهوم تقلب نیز می‌تواند نتیجه تفاوت در مفاهیم پیچیده حقوقی و اقتصادی مرتبط با تقلب درباره اوراق بهادار و نیز تفاوت در ساختار بازارهای اوراق بهادار در کشورها باشد (Licht, supra note 53 at 105; W C Kester, 1996, p.107 at 107, 112-113; Underhill, supra note 13, p. 17 at 21). علاوه بر این از کشوری به کشور دیگر، تعریف تقلب می‌تواند گسترده یا مضیق باشد. همچنین می‌توان تفاوتی جدی بین رهیافت‌های قانونی کشورها در باب معاملات داخلی یافت که این تفاوت نشان‌دهنده آن

۱. برخلاف قوانینی که به دنبال منافع عمومی ملت‌ها هستند، قوانینی که به دنبال حمایت از فرد ضعیف‌تر در قرارداد هستند، اراده آزاد فرد ضعیف را برای حفظ منافع او محدود می‌کنند.



است که مفهوم معامله داخلی نیز فاقد یک تعریف جهانی است. (See Licht, supra note 53 at 115-116)

اگرچه این تفاوت‌ها هم می‌توانند موضوع حقوق خصوصی باشند و هم موضوع حقوق عمومی، این جنبه حقوق عمومی آنهاست که در برابر همسان‌سازی مقاومت می‌کند و ابعاد حقوق خصوصی ساده‌تر می‌توانند همسان شوند. تا آنجا که به حقوق خصوصی مربوط می‌شود، سنت جاافتاده‌ای در مورد یکسان‌سازی مقررات حقوق خصوصی و تجارت وجود دارد. همسان‌سازی حقوق قراردادها در عرصه‌هایی مانند بانکداری، بیمه و مقررات اوراق بهادار تنها یک امکان نیست، بلکه یک واقعیت است چرا که حقوق قراردادها کمتر با اهداف سیاست ملی پیوند خورده است و بهتر قابل همسان‌سازی است. (See Norton, supra note 42 at 137)

قوانین یک‌شکل و معیارهای مشترک برای تفسیر، بخشی مهم از حقوق خصوصی فراملی را تشکیل می‌دهند. اخیراً با تلاش‌هایی که مؤسسه یکنواخت‌سازی حقوق بین‌الملل خصوصی در سال ۱۹۹۴ انجام داد، شأن و موقعیت بالاتری برای حقوق و رسوم مشترک میان تجار شناخته شد.<sup>۱</sup> در حال حاضر نظام‌های معقولی در مورد حقوق خصوصی وجود دارند که می‌توانند از راه پذیرش استقلال طرفین، راه را برای پذیرش هنجارهای مشترکی در مورد عقد قرارداد و دادرسی در معاملات بین‌المللی هموار نمایند. حقوق خصوصی با ساختار نظام بین‌المللی لیبرالی متناسب است که در آن استقلال طرفین ارزش و اهمیت اصلی و اساسی دارد. استقلال طرفین، فضا را برای هنجارهای مشترک حقوق خصوصی هموار می‌نماید که در سراسر جهان هم برای طرفین خصوصی و هم برای دولت‌ها پذیرفته باشند. با این حال اگر دولت‌ها دربارهٔ محدوده و محتوای نظم حقوقی بین‌المللی موافق باشند، اما باز هم بعید است که بتوانند به توافقی در مورد سیاست عمومی جهانی یا اهداف تقنینی جهانی برسند. ایدهٔ هنجارهای تقنینی و یا حقوق عمومی جهانی و همسان‌سازی تقنینی با تکامل رسوم و عرف مشترک میان تجار که به مثابهٔ یک‌سری هنجارهای یک‌شکل حقوق خصوصی و نیز یک‌سری معیارهای مشترک برای تفسیر تفاوت دارد که بر ابعاد حقوق خصوصی معاملات میان طرفین حکومت می‌کنند. نزدیکی و تقارب زیادی میان قواعد حقوقی در عرصهٔ حقوق تجارت وجود داشته است، اما نمی‌توان چنین امری را در عرصهٔ مقررات اوراق بهادار نیز انتظار داشت جز در مواردی که مقررات اوراق بهادار بیان‌کنندهٔ رژیم حقوق خصوصی باشند.

1. <http://www.jus.uio.no/lm/unidroit.contract.principles.1994/index.html>; also K P Berger, 1997, 934 at 987; B M Cremades & S L Plehn, 1984, 317-348; Tita supra note 39 at 51; M Bagheri, 2000, P. 194-199

بنابراین احتمال هم‌پوشانی بین مقررات اوراق بهادار در کشورهای مختلف، مبتنی بر ماهیت حقوق عمومی و حقوق خصوصی این قواعد است. اگرچه همسان‌سازی مقررات حقوق خصوصی با مشکلات کمی روبه‌روست، یکپارچگی قانونی در این عرصه همچنان مشکل است.<sup>۱</sup> ابعاد حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار برخلاف ابعاد حقوق خصوصی آنها در ذات متفاوت هستند و بخشی از سیاست اقتصادی ملی را تشکیل می‌دهند در حالی که ابعاد حقوق خصوصی تنها بیان‌کننده تعبیری ملی از عدالت هستند که جز در موارد استثنایی ارزشی برابر با هنجارهای خارجی حقوق خصوصی دارد. همسان‌سازی این مقولات حقوق خصوصی، محتمل‌تر است. از سوی دیگر، ابعاد حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار، می‌توانند به سادگی همسان شوند یا با فرایندهای انتخاب قانون به کنار نهاده شوند. ابعاد حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار، آنها را آنچنان آمره ساخته است که طرفین خصوصی نمی‌توانند در زمینه اعمال نشدن آنها قراردادی منعقد نمایند. از آنجایی که اصول استقلال طرفین و آزادی قراردادها بر ابعاد حقوق عمومی مقررات حکومت نمی‌کنند، عرضه‌کنندگان اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران مجاز نیستند که هر نظام مقررات اوراق بهاداری را که ترجیح می‌دهند بپذیرند (For a different view see Sykes, supra note 48 at (2000) 260). با این حال میزان امکان انتخاب قانون در این عرصه‌ها به اندازه خود بحث از تفاوت میان حقوق عمومی و حقوق خصوصی اختلافی است.

## (ب) شناسایی و احترام متقابل: اهمیت دوگانگی حقوق عمومی و حقوق خصوصی

### ۱. شناسایی متقابل از راه توافق بر قوانین حل تعارض

در مقابل همسان‌سازی مقررات اوراق بهادار به صورت قوانینی که از نظر محتوایی یکی باشند و یک‌سری مقررات یک‌شکل بین‌المللی، می‌توان رهیافت دیگری ارائه داد و آن هم عبارتست از شناسایی متقابل قوانین یکدیگر. هدف از این رهیافت این است که هر کشور مقررات و اسناد مرتبط کشور دیگر را تا جایی که برخی از استانداردهای حداقلی را دارا باشند به رسمیت شناخته و بپذیرد. این ادعا مطرح شده است که همکاری از راه رابطه متقابل سهل‌تر است. فرایند شناسایی متقابل نیز اغلب از راه قواعد حل تعارض توافق‌شده صورت می‌گیرد (J P Trachtman, supra note 30 at 93). رفتار متقابل به معنی همسان‌سازی محتوایی قوانین نیست، بلکه فقط چهارچوبی از رفتارها و قوانین است که کمک می‌کند کشورها در کنار یکدیگر نوعی همزیستی

1. For a different view see D Caruso, 1997, 3; also Informal Working Paper of the European Commission, Brussels, 20 March 2000, Market/C/PT, p. 7-9.

مسالمت‌آمیز داشته باشند. همکاری بین‌المللی که مستلزم همسان‌سازی هم نباشد، مبتنی بر کنترل دولت میزبان است و راهی را فراهم می‌کند که آن دولت از منافع وابستگی متقابل بهره‌بردار و در عین حال مسئولیت ملی اقدامات خاص تقنینی را نیز حفظ نماید. (E B Kapstein, 1996, p. 80; Steinberg and Michaels, supra note 7 at 236; Gilbert Warren III, supra note 32 at 191-2. برخی از نمونه‌های روشن همکاری در مورد مقررات اوراق بهادار مثل طرح همسان‌سازی اتحادیه اروپا یا نظام افشای اطلاعات چندحوزه‌ای کانادا و ایالات متحده آمریکا، به‌طور عمده مبتنی بر رابطه متقابل و برخی استانداردهای حداقلی مشترک هستند. برای مثال قوانین نظام اخیر اشعار می‌دارند که صادر کنندگان آمریکایی که از مقررات آمریکا درباره گزارش‌های دوره‌ای و گزارش‌های عملکرد<sup>۱</sup> متابعت می‌کنند، از مقررات کانادا درباره اطلاعات نیز متابعت نموده‌اند.<sup>۲</sup>

اتحادیه اروپا که خود نهادی حاصل از نزدیکی مبتنی بر مذاکره است، مهم‌ترین بازیگر جهانی در ایجاد همسویی تقنینی در عرصه مقررات اوراق بهادار است (Gilbert Warren III, supra note 32 at 193; Schooner and Taylor, 1999, supra note 38 at 650). با این حال اگرچه اتحادیه اروپا نظام گسترده و روبه‌رشدی را از دستورالعمل‌ها ایجاد کرده، که بخشی از هدف آن همسان‌سازی برخی از جنبه‌های مقررات مالی در کشورهای عضو است، اما هنوز هم شناسایی متقابل و تخصیص مسئولیت نظارتی را به‌طور کامل مطرح نمی‌کند.<sup>۳</sup> در چهارچوب جدید همسان‌سازی این اتحادیه تنها یک‌سری استانداردهای حداقلی که در شناسایی متقابل وجود دارند لازم دانسته شده‌اند. پیش از سال ۱۹۸۵، یکپارچگی اتحادیه اروپا بدین معنا بود که هر عضو اتحادیه می‌بایست قواعد و مقررات یکسانی را بپذیرد. با این حال بعدها مفهوم شناسایی متقابل در بسیاری موارد جایگزین مفهوم همسان‌سازی شد. در شناسایی متقابل لازم نیست که هر دولت عضو قوانین و قواعدی یکسان را بپذیرد؛ در عوض ملزم است که اعتبار مقررات و قواعد دیگر دولت‌های عضو را شناسایی نماید. در سطح اتحادیه اروپا، همسان‌سازی اساسی به همراه شناسایی

1. statements proxy

2. See Multijurisdictional Disclosure and Modifications to the Current Registration and Reporting Systems for Canadian Issuers, Securities Act Release No. 6902 [1991 Transfer Binder] Fed. L. Rep. (CCH)§ 84,812 at 81, 860 (July 1, 1991). See Admission Directive, No. 79/279, 1979 O.J. (L 66) 21; Listing Particular Directive, No. 80/390, 1980 O.J. (L 100) 1; Mutual Recognition Directive, No.87/345, 1987 O.J. (L 185) 81; Steinberg and Michaels, supra note 7 at 254; see also A T Drummond, 1991,775.

3. See, for example, the Council Resolution of 28 October 1999 on mutual recognition, Official Journal C141, 19/05/2000, p. 0005.

متقابل، عنصری اساسی در بازار مالی واحد اتحادیه به شمار می‌رود و «دومین دستورالعمل بانکی» و همچنین «دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری» شاهدهی بر این امر مدعا هستند. این رهیافت ترکیبی اجازه می‌دهد که به مقدار کمتری از همسان‌سازی نیاز باشد. بنابراین حتی در جامعه تقریباً ناهمگن اروپایی هم همسان‌سازی کامل به نفع همسان‌سازی نسبی به‌علاوه قواعد انتخاب قانون توافق شده، کنار گذاشته شده است.<sup>۱</sup>

علاوه بر این، رهیافت شناسایی متقابل در گات و سازمان تجارت جهانی نیز تعقیب شده است. جایی که هدف از توسعه قواعد، آزادسازی و نبود تبعیض است و نه همسان‌سازی ماهوی مقررات. در سازمان تجارت جهانی، پذیرش یک تعهد مثبت توسط دولت عضو مبنی بر «تضمین مطابقت قوانین، مقررات و رویه‌های اداری اش با تعهداتی که در موافقتنامه‌های ضمیمه آمده است»<sup>۲</sup> تنها تعهد به نبود تبعیض است و نه تعهد به همسان‌سازی ماهوی (See M Hart, 1997, 75 at 91-2). موافقتنامه عمومی تجارت خدمات و همچنین موافقتنامه تجارت آزاد امریکای شمالی نیز در اصل به مقررات احتیاطی خدمات مالی نمی‌پردازد. موافقتنامه عمومی تجارت خدمات، مقدار زیادی قانون‌گذاری احتیاطی را مجاز می‌داند. (See D K Das, supra note 33 at 86) بر اساس این موافقتنامه دولت‌های عضو می‌توانند مقرراتی احتیاطی را برای ثبات بازارهای مالی خود وضع نمایند. مواد ۱۲ و ۱۴ این موافقتنامه به اعضا این حق را می‌دهد که چنین مقرراتی را وضع

1. See Council Directive 93/22/EEC on Investment Services in the Securities Field. 1993 O.J. (L 141) 27 (1993). To overcome the difficulty, the commission issued proposals in 1985 in a document entitled completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council. The European Financial Services Action Plan (Com. (1999) 232 of 11/5/99) announces a Commission report on "substantive differences between national arrangements relating to consumer-business transactions". See Informal Working Paper of the European Commission, Brussels, 20 March 2000, Market/C/PT. See also EU Repo Markets: Opportunities for Change, Report of Giovannini Group, Brussels, October 1999, where it says: "Many financial markets are designed to serve and function well within individual countries". <http://europa.eu.int/>; Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets Action Plan, Communication of the Commission, Com (1999) 232, 11/05/1999, p. 5.

2. See Article xvi:4 of the Agreement establishing World Trade Organization, [http://www.wto.org/english/docs\\_e/legal\\_e/final\\_e.htm](http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/final_e.htm). However, there could always be a tension between regulatory and free trade objectives. In this respect one can say: "No matter how legal test is articulated, it cannot satisfactorily resolve the tension between ... autonomy and free trade in all conceivable cases". A Mattoo and A Subramanian, Regulatory Autonomy and Multilateral Disciplines: the Dilemma and a Possible Resolution, 1 Journal of International Economic Law 303 at 322 (1998).

نمایند. البته این مقررات نباید تبعیض‌آمیز باشد. در حقیقت مهم‌ترین بخش مربوط به خدمات مالی؛ یعنی ضمیمهٔ راجع به خدمات مالی مقرر می‌کند که هیچ چیز در موافقتنامهٔ عمومی خدمات مالی مانع از آن نمی‌شود که یک دولت، اقدامات احتیاطی اتخاذ نماید.<sup>۱</sup>

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار نیز اخیراً از مقامات قانون‌گذاری کشورها خواسته است که در این زمینه‌ها به مشارکت و شناسایی متقابل روی آورند، هدفی که بسیار واقع بینانه‌تر است از هدف بلندپروازانهٔ همسان‌سازی مقررات اوراق بهادار.<sup>۲</sup> البته ممکن است این سازمان به تلاش برای ایجاد بازارهای باز و همسان‌سازی مقررات نیز ادامه دهد، اما نیاز به شناسایی متقابل مقررات اوراق بهادار در مسائل اجرایی را نیز تشخیص داده است. این سازمان در ۱۹۸۶ قطعنامه‌ای را پذیرفت که از سازمان‌های عضو خود می‌خواست در رابطه مورد به دست آوردن اطلاعات بازار و مقابله با تقلب با یکدیگر همکاری نمایند. یادداشت تفاهمی که تحت نظر این سازمان تنظیم شد پیشنهاد می‌داد در عرصهٔ تحقیقات، قطع نظر از اینکه رفتار مورد تحقیق، نقض قوانین کشوری باشد، که در عرصهٔ آن تحقیقات انجام می‌گیرد، همکاری مؤثر به عمل آید، مگر اینکه آن کشور به روشنی از ارائهٔ چنین همکاری‌ای نهی شده باشد.<sup>۳</sup> بنابراین نهادهای اوراق بهادار با امضای چنین یادداشت تفاهمی به همگان خود اعلام می‌کنند که ارزش‌هایشان با یکدیگر یکی است و اعمال صلاحیت فرامرزی را تجاوز به حوزهٔ صلاحیت خویش تلقی نخواهند کرد.<sup>۴</sup>

شناسایی متقابل با شناسایی یکجانبه تفاوت دارد و بیان‌کنندهٔ روشی است که به وسیلهٔ آن کشور میزبان می‌پذیرد که مقررات کشوری دیگر جایگزین مقررات وی شود. بنابراین شناسایی متقابل عبارتست از یک قاعدهٔ انتخاب قانون یکجانبه یا چندجانبه توافق‌شده که از راه آن دولت سرزمینی

---

1. See Articles XII and XIV of the General Agreement on Trade in Services, and Article 2(a) of the Annex on Financial Services, see

[http://www.wto.org/english/docs\\_e/legal\\_e/final\\_e.htm](http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/final_e.htm).

2. Discussion Paper on International Co-operation in Relation to Cross-border Activity of Collective Investment Schemes, International Organization of Securities Commissions, IOSCO, [www.iosco.org/docs-public](http://www.iosco.org/docs-public).

3. Principles for Memoranda of Understanding, Technical Committee, IOSCO, Released at the XVI Annual Conference- September 1991, Washington D.C. p. 1-3.

4. Page 4, Trading and Derivatives Disclosures of Banking and Securities Firms, Results of the survey of public disclosures in 1998 annual reports, Joint report by the Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee of IOSCO, December 1999.

به نفع دولت متبوع شخص کنار می‌رود.<sup>۱</sup> به‌طور سنتی مقولات مربوط به حقوق قراردادهای و حقوق خصوصی با قواعد یکجانبه و عرفی تعارض قوانین حل و فصل شده‌اند، اما تکنیک‌های شناسایی متقابل در عرصه حقوق عمومی اهمیت بیشتری داشته‌اند.<sup>۲</sup> در عرصه حقوق عمومی، شناسایی متقابل منتظم در طراحی محدودیت‌ها و تضمین‌های رقابت تقنینی بر همسان‌سازی ساده تقدم داشته است (K Nicolaidis and J P Trachtman, supra note 44 at 267).

تا آنجا که به بازارهای اوراق بهادار مربوط می‌شود، تعهدی اساسی که طرفین باید به‌طور متقابل بپذیرند عبارتست از پذیرش متقابل برابری میان آنها. این بدان معناست که مقررات خارجی می‌توانند به جای مقررات داخلی اعمال شوند. از آنجا که مقررات خارجی می‌توانند یک‌سری تعهدات شکلی را برای دادگاه‌های داخلی ایجاد نمایند، مناسب است قواعد حل تعارض مناسب، در موافقتنامه‌های دوجانبه گنجانده شوند (Zampetti, supra note 44 at 301-2). ماده ۷ موافقتنامه عمومی تجارت خدمات که هم به شناسایی متقابل اختصاص دارد و هم به شناسایی طبقه‌بندی‌شده مقررات دیگر دولت‌های عضو اشاره می‌کند و شناسایی رژیم‌های دیگر را به‌طور یکجانبه، دوجانبه یا چندجانبه مقرر می‌کند ( / [http://www.wto.org/english/docs\\_e/legal\\_e/final\\_e.htm](http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/final_e.htm)). با این حال چنین شناسایی‌هایی انجام نخواهند شد مگر اینکه مقررات خارجی، دولت میزبان را قانع کند که اهداف وی به‌طور رضایت‌بخشی محقق خواهند شد. این رویه نشان‌دهنده نیاز به ارتباطی قوی‌تری بین بند ۴ از ماده ۶ (مقررات داخلی) و ماده ۷ (شناسایی متقابل) موافقتنامه عمومی تجارت خدمات است. ماده ۷ جدا از ماده ۶ وجود ندارد. این مقررات در کنار یکدیگر نظامی پیچیده از شناسایی مدیریت‌شده را فراهم می‌کنند. (Nicolaidis and Trachtman, supra note 83 at 264).

1. See J P Trachtman, supra note 30 at 95-96; Mutual recognition requires both the abolition of trade barriers (negative integration) and the setting of common standards (positive integration). See also Hertig, supra note 72 at 353-4.

2. See Informal Working Paper of the European Commission, Brussels, 20 March 2000, Market/C/PT, pp.10-11; G W Downs, Enforcement and the Evolution of Cooperation, 19 Michigan Journal of International Law, 323 (1998). See also International Equity Offers, Report of the Technical Committee of IOSCO 7 (September 1989); Steinberg and Michaels, supra note 7 at 266

## ۲. شناسایی یکجانبه مقررات اوراق بهادار و قواعد عرفی تعارض قوانین

تفکیک بین حقوق عمومی و حقوق خصوصی واجد یک سری آثار هنجاری برای قواعد حقوق بین الملل است. تحلیل تفکیک میان مقررات حقوق عمومی و حقوق خصوصی در اقتصاد سیاسی جهانی پیشرفته آثاری بسیار دارد. این تفکیک می تواند باعث شود دولت های مستقل ملی مفهوم تعهد به جامعه وسیع تر جهانی را راحت تر بپذیرند.<sup>۱</sup> تفکیک یاد شده هم در فرایند همسان سازی نقشی مهم دارد و هم در شناسایی قوانین ملی اثر دارد.

تا جایی که به ابعاد حقوق خصوصی مقررات اوراق بهادار مربوط می شود، در بیشتر نظام های قضائی، یک نظام شناسایی یکجانبه وجود دارد، اگرچه دشواری تفکیک بین ابعاد حقوق خصوصی مقررات اوراق بهادار از ابعاد حقوق عمومی آنها می تواند مشکلاتی را ایجاد نماید. همان طور که قبلاً بحث شد بسیاری از ابعاد مقررات اوراق بهادار متضمن ترکیبی از مقررات حقوق عمومی و حقوق خصوصی هستند. با این حال تا جایی که یک مقررۀ قانونی در پی محقق ساختن عدالت در روابط خصوصی افراد باشد و نه عدالت برای تحقق منافع عمومی، شناسایی یکجانبه آن اختلاف برانگیز نخواهد بود.

در حقوق خصوصی، به طور معمول تصمیم دادرس با منافع دولت قانون گذار ارتباطی ندارد، اما در حقوق عمومی و حقوق کیفری، دولت قانون گذار و دادرس گرچه مستقل، ولی در حقیقت یکی هستند. بنابراین در عرصه هایی که می توان آنها را جزء حقوق خصوصی دانست، پذیرش صلاحیت قانون گذاری کشور خارجی می تواند با اغماض روبه رو شود.<sup>۲</sup> از آنجا که قواعد حقوق خصوصی بی طرف هستند، ایجاد تعارض صلاحیتی به وسیله آنها کمتر محتمل است (J G Castel, 1988, pp. 27, 103, 131; see also generally, D Lange & G Born (eds.), 1987); J Basedow, 1994, 423-6; R W Hillman, 1992, 331 at

1. For a different view, see A Claire Cutler, Artifice, Ideology and Paradox: the Public/Private Distinction in International Law, 4:2 Review of International Political Economy, 261, 262, 264, 267 (1997).

2. See M Akehurst, 1972, 179, 181; F A Mann believed that there is no room for distinguishing between criminal, public and private laws. He argued that this distinction is not tenable as the theory of jurisdiction in international law is pervasive in a very wide sense so that it imposes legal obligations on the States both in private and public law aspects. In the same way that public international law contains principles for resolving jurisdictional conflicts, it also imposes on States the obligation to have a system of private international law based on reasonable contact and minimum justice in applying lex fori laws or foreign laws. See F A Mann, Further Studies in International Law, (Clarendon, Oxford, 1990), p.4; see also R J Weintraub, 1799 at 1818 (1992).

333). به همان میزان که همسان‌سازی و یکی کردن مقررات حقوق خصوصی آسان‌تر است، امکان اینکه حقوق ناشی از مقررات حقوق خصوصی در سیاق بین‌المللی اعمال شوند نیز بیشتر است (Rider, supra note 49 at 196). بسیاری از کشورها از راه قواعد تعارض قوانین و فرایندهای قضائی یا اداری اجازه اعمال مقررات حقوق خصوصی خارجی را در سرزمین خویش می‌دهند، در حالی که از اثر بخشی به قوانین، که اهداف حقوق رفاهی را دارند، اکراه دارند. بنابراین تکیه بر اصول تعارض قوانین برای تعیین محدوده بین‌المللی مقررات نظارتی نادرست است (W S Dodge, 1998, 100 at 105). بنابراین اجازه انتخاب بین مقررات داخلی و خارجی اوراق بهادار به ماهیت این مقررات و بعد حقوق عمومی و خصوصی آنها و توانایی اعمال تعارض قوانین بر آنها بستگی دارد. (Hillman, supra note 89 at 331)

#### **بخش پنجم: شناسایی ابعاد حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار در حقوق بین‌الملل عمومی: مقولات**

##### **فراسرزمینی**

همان‌طور که اشاره شد مقررات حقوق بین‌الملل دست‌کم در برخی ابعاد به منزله مقررات حقوق عمومی در نظر گرفته شده‌اند. درباره بازارهای مالی، هدف عمومی این مقررات عبارتست از مجموعه‌ای از عوامل از جمله ثبات نظام، رسیدن به اهداف اساسی سیاست کلان اقتصادی، رقابت و حمایت از سرمایه‌گذاران. تا جایی که مقررات اوراق بهادار، به منزله بخشی از حقوق عمومی در نظر گرفته شوند و تا آنجا که یک‌سری مقررات مبتنی بر معاهده برای همسان‌سازی مقررات اوراق بهادار وجود نداشته باشد و همچنین تا وقتی که یک مقام فراملی برای این امر حضور نداشته باشد، جهان همچنان در این عرصه تنها مقررات تنظیم و کنترل‌کننده داخلی و ملی خواهد داشت.<sup>۱</sup> در یک اقتصاد جهانی‌شده، که در آن مرزهای ملی کمرنگ گشته‌اند، اثر مقررات داخلی اوراق بهادار، که برای مقابله با کاستی‌های بازار وضع شده‌اند، ممکن است در عرصه بین‌المللی نیز گسترده شود و ایجاد ابهام و تعارض نماید. به نظر می‌رسد در چنین جهانی، یک

---

1. See Hillman, supra note 89 at 333; M D Mann et al, The Establishment of International Mechanism for Enforcing Provisional Orders and Final Judgments Arising from Securities Law Violations, 55 Law and Contemporary Problems, 303 (1992). Disclosure of information and greater transparency as to the structure, activities and policies of the enterprises are key elements for the regulations of securities related issues in a global economy. See Multinational Enterprises and Disclosure of Information, Clarification of OECD Guidelines for Multinational Enterprises, Organization for Economic Co-operation and Development, Paris, 1988, p. 9.



چهارچوب حقوق بین‌الملل عمومی، که منافع متعارض دولت‌ها را هماهنگ کند، میان آنها توازن برقرار کند و آنها را آشتی دهد، تنها شیوه مؤثر در تنظیم مقررات اوراق بهادار در عرصه بین‌المللی باشد. (Licht, *supra* note 53 at 68) بنابراین مقررات داخلی مؤثر و کارآمد در بازارهای بین‌المللی اوراق بهادار، نیازمند قوانین مؤثر و کارآمد در بخش مقررات بین‌المللی است. (Jackson, *supra* note 19 at 16)

تا آنجا که به حقوق بین‌الملل مربوط می‌شود، قوانین ملی تجلی حاکمیت دولت‌ها هستند که به شکل اعمال قانون‌گذاری، قضائی و اداری ظاهر می‌شوند. (I Brownlie, 1998, pp. 289-296; A C Swan & F J Murphy, 1991, p. 515) دولت در یک قضیه به میزان منافع وی در اعمال صلاحیت بر آن قضیه بستگی دارد، با توجه به ماهیت و هدف آن و میزان منافع دولت‌های دیگر در اعمال صلاحیت بر همان قضیه. از آنجایی که هر دولتی، عضوی از جامعه بین‌المللی است باید توجه داشته باشد که در تعیین میزان صلاحیت خویش نیازهای جامعه را در نظر گیرد و به‌خصوص در آنجایی که لازم نیست، به منافع دیگر اعضای جامعه دست‌اندازی نکند (L Henkin et al, 1993, pp. 1048-1049. L Henkin, 1995, p. 48-54) معیارهای عملی ایجاد شوند که تعارض بین قوانین کشورها را حل نمایند (J H Jackson, *supra* note 19 at 18. Also R Thigpen, 1982; for more discussion as to the role of international law in the development of national law, see R G Steinhardt, 1990, 1103-1114).

در این زمینه پذیرفته شده است که دولت حق دارد اقتدار قانون‌گذاری<sup>۱</sup> خود را بر اشخاص و وقایعی که در درون سرزمین وی هستند و همچنین بر اتباع خود در خارج از سرزمینش اعمال نماید. بر اساس این سرزمینی بودن و ملی بودن به منزله مبانی اعمال صلاحیت و همچنین به منزله معیار پذیرش اقتدار دولت‌ها در نظر گرفته شده است. سرزمینی بودن را اغلب مبنای متعارف اعمال صلاحیت دانسته‌اند؛ (O Schachter, 1991, pp. 250-252 at 254; also Castel, *supra* note 89 at 10-13) دولت بر تمامی اشخاص و اشیایی اعمال صلاحیت می‌نماید که در محدوده سرزمین وی هستند. از آنجایی که از دیدگاه حقوق بین‌الملل همه دولت‌ها برابر

1. "Prescriptive" has been preferred to "legislative" in that it include rules and regulations as well as decisions. See R Higgins, "Legal Bases of Jurisdiction," in C J Olmstead (ed.), *Extraterritorial Application of Laws and Responses Thereto*, (International Law Association in association with ESC Publishing Ltd, Oxford, 1984), at 31-35.

هستند، این قدرت باید بدون لطمه به دیگر دولت‌های حاکم استفاده گردد. اصل سرزمینی بودن در حقوق بین‌الملل مقرر می‌دارد که دولت‌ها برای تجویز اعمال مقررات خارجی در کشور خود اختیار مطلق دارند و در نتیجه این اصل وظیفه دارند که در امور دولت‌های دیگر مداخله نمایند (Brownlie, supra note 96 at 287-297; See D P O'connell, 1970, Ch. 19; see also J W Bridge, 1984, 2 at 8; A D Neale & M L Stephens, (1988), p. 12). با این حال به منزله استثنایی بر اصل صلاحیت سرزمینی و بسته به وجود برخی شرایط، پذیرفته شده است که دولت می‌تواند صلاحیت خود را بر اساس مبانی دیگری از جمله بر مبنای تابعیت نیز اعمال نماید (Schachter, supra note 100 at, 254). بر اساس این، اقتدار دولت حاکم بر کسانی که تابعیت او را دارند با ترک سرزمین آن دولت به وسیله آن اشخاص خاتمه نمی‌یابد (Brownlie, supra note 96 at 289).

با این حال جهانی‌شدن اوراق بهادار (generally, R Murray, 1981; also P Muchlinski, 1995, Chapter 5) این مفروضات را تغییر داده است و اصل صلاحیت سرزمینی در مواجهه با برخی مشکلات پیچیده و لاینحل، به کنار نهاده شده است. این تغییرات، مشکلاتی پیش‌بینی نشده را برای نظریه و رویه حقوق بین‌الملل فراهم کرده و آثاری جدی برای اجرای بین‌المللی مقررات اوراق بهادار داشته است. در پرتوی این پیشرفت‌ها لازم است که راهکارهایی عملی‌تر پذیرفته شود (G B Born, 1992, 1). با توجه به اینکه بازارهای مالی در سراسر جهان با سرعت زیاد و فزاینده‌ای بین‌المللی شده‌اند و اصول صلاحیتی را نامؤثر ساخته‌اند (A L Peters & A E Feldman, 1988, 19-52; J Seligman, 1988, 1-17) قوانین ملی تنظیم و کنترل‌کننده بازارهای مالی به منزله تنها راه حل موجود، فراتر از مرزهای صلاحیتی فعلی اعمال گشته‌اند (H Pitt et al, 1987, 375-451; D Hawes, 1987, 53; D L Goelzer et al, 1988, 258). در برخی موارد پیشگیری از جرایم بین‌المللی مرتبط با اوراق بهادار، می‌تواند توجیهی مناسب برای اعمال فراملی مقررات ملی باشد، چرا که در این گونه موارد هیچ راهکار بین‌المللی برای پرداختن به این پدیده وجود ندارد (Weintraub, supra note 88 at 1816-17; O Ajayi, 1992, 192). با این حال در سیاق بین‌المللی، تعارض بین قوانین گریزناپذیر است، چرا که اغلب در تنظیم و کنترل مقررات مربوط به اوراق

بهادار منافع مشروع دارند.<sup>۱</sup> در حقیقت چنین تعارضاتی در مورد مقررات اقتصادی مهمی چون معاملات درون‌سازمانی، دعاوی تقلب، پذیرش، افشای اطلاعات، الزامات حاشیه و به‌دست آوردن اطلاعاتی که در خارج هستند بسیار رواج دارند (Hillman, supra note 89 at 339-41 (1992); W B Haseltine, 1987, 36 International and Comparative Law Quarterly 307; Weintraub supra note 88 at 1799; Schuster, supra note 26 at 165).

این ادعا به‌طور خاص در مورد رویه ایالات متحده صحیح است. ایالات متحده همیشه تلاش کرده است به منظور حفظ یک دیوار حمایتی میان شهروندان خود و بازارهای خارجی کمتر انتظام یافته و به‌طور مداوم گستره مقررات اوراق بهادار خود را افزایش دهد.<sup>۲</sup> از دیدگاه ایالات متحده، اعمال صلاحیت فرامرزی در مورد تقلب یا معاملات درون‌سازمانی توجیه‌پذیر است، چرا که این امور در ذات قبیح هستند و هیچ ملتی نمی‌تواند به اجرای فرامرزی قوانین امریکا در این زمینه اعتراض نماید، چرا که نفع این‌گونه مقررات به همه می‌رسد. اگرچه دیگر کشورها به طور لزوم با امریکا در این امر هم عقیده نیستند اما نتیجه منطقی وضعیتی است که در آن بازارهای اوراق بهادار جهانی شده‌اند، اما قانون‌گذاری در مورد آنها جهانی نشده، این است که دولت‌ها در سطح ملی و داخلی به وضع قواعد برای این بازارها پردازند (See D C. Langevoort, 1993, 175; M B Fox, 1992, 263; S J Choi and A T Guzman, 1996, 207; J P Garland & B P Murray, 1996, 235; S M Drew, 1998, 231 at 235).

در مواجهه با چنین تعارضاتی لازم است یک نظم حقوقی بین‌المللی وجود داشته باشد که قوانین بین‌المللی لازم برای تعریف حدود صلاحیت دولت‌ها را دربر داشته باشد (M N Shaw, 1997, p. 102; also P Weil, supra note 99 at 31-35. See O'connell, supra note

1. A H Hermann, 1982, pp. 37-40; for a different view in this respect see R A Kellan, , MCG, Inc. v. Great Western Energy Corp., 896 F.2d 170 (5th Cir. 1990), 15 Suffolk Transnational Law Journal 420-429 (1991).

2. See J D Cox, 1998, 3 ; in Schoenbaum v. Firstbrook, 268 F. Supp. 385 (1969) Another case that relies on the effects test by a U.S. Court is Tamari v. Bache & Co. (Lebanon) SAL, 730 F.2d 1103, 1108 (1984) where it was argued that when a transaction, which is initiated abroad, involves trading on the U.S. exchanges, it is just like a domestic transaction and, therefore, the U.S. law should be applied. See also A Fleischer, "Extraterritorial Application of United States Securities Laws", in page 107 Olmstead (ed.), supra note 99 at, 107-112; C J Johnson, Application of Federal Securities Laws to International Securities Transactions, 45 Albany Law Review 890 (1980-81).

96, Vol. I, at 38-54; also generally J H Brierly, 1958, pp. 1-68; R G Steinhardt, 1990, 1103-1114). بیشتر حقوقدانان بین‌المللی بر این باورند که هر چند چنین نظام حقوقی بین‌المللی‌ای بر مبنای حقوق عرفی هنوز ایجاد نگشته است و هنوز مشکلاتی مستمر در مورد آن وجود دارد، اما وجود چنین نظامی لازم است. به‌رغم تغییراتی گسترده که در ابزارهای تخصیص صلاحیت‌ها در این مورد صورت گرفته است، اما باز هم مبانی اساسی حقوق بین‌الملل عمومی به ما اجازه می‌دهند که یک نظام حقوقی را در این زمینه استنباط نماییم. از خلال تقابل میان عمل‌ها و عکس‌العمل‌های دولت‌ها هنگامی که به اعمال صلاحیت فراسرزمینی می‌پردازند یا در مقابل آن واکنش نشان می‌دهند، یک رهیافت حقوقی بین‌المللی می‌تواند ایجاد گردد. برای مثال مقامات ایالات متحده در مقابل اعمال فراسرزمینی مقررات اتحادیه اروپا واکنش نشان می‌دهند و بالعکس.<sup>۱</sup> این امر می‌تواند به کشف رهیافت‌های همکاری درباره قوانین خارجی کمک کند. نبود یک روش اجرایی شناخته شده، به معنای بی‌ارزش بودن مطالعه جدی حقوق عرفی در این زمینه نیست (Jackson, supra note 19 at 18). یک رهیافت قاعده‌محور در حقوق بین‌الملل می‌تواند دست‌کم نشان دهد که آیا قاعده‌ای نقض شده است یا خیر؟ (J H Jackson, 1984, 1571-2; J Tumlrir, 1980, p. 1 at 4, 5; also J Tumlrir, 1981), p. 152 at 152-187; Downs, supra note 82 at 325; Stern, supra note 36 at 257; Testy, supra note 25 at 927, 933). با این حال حقوق بین‌الملل نمی‌تواند راه حلی رضایت‌بخش برای تعارض مقررات در عرصه اوراق بهادار ارائه دهد، مگر اینکه با یک‌سری مقررات ماهوی همراه شود که در سیاق تصمیم‌گیری تقنینی و قضائی به کار آیند. وظیفه مهم حقوق بین‌الملل تعیین این قواعد ماهوی است و حرکت از اصول کلی به سوی قواعد جزئی‌تر که توانایی رسیدگی قضائی داشته باشند. در غیر این صورت حقوق بین‌الملل به هدف خود نرسیده است. در این مورد می‌توان حاکمیت، برابری دولت‌ها، مداخله نکردن، ممنوعیت تهدید یا استفاده از زور اقتصادی، مسئولیت، حل و فصل مسالمت‌آمیز اختلافات، حقوق و تکالیف اساسی اقتصادی دولت‌ها، رعایت محدودیت‌های صلاحیتی، عطف به ماسبق نشدن، شناسایی حقوق فردی و انتظارات معقول را مهم‌ترین اصول ماهوی‌ای دانست که تصمیمات باید بر مبنای آن اتخاذ گردند (I Seidl-Hohenveldern, 1992), pp. 102-109; H Fox, (1992), p. 24; Jackson, supra note 19 at 14).

1. It has been maintained that, at least in the field of competition law, sufficient evidence exists to postulate such legal principles. See K M Meessen, 1987, 62; M Akehurst, 1974, 1.

در اینجا به آنها می‌پردازیم، مشکلی را ایجاد می‌کنند که می‌توان از راه آن، قدر و فایده حقوق بین‌الملل را آزمود ( J G Starke, 1984, p. 193; also P R Trimble, 1995, 53 at 10-20 . Neale & Stephens, supra note 101 at 10-20 .55).

### نتیجه‌گیری

در این مقاله ما تلاش کردیم تا مشکلات قانون‌گذاری در مورد بازارهای بین‌المللی اوراق بهادار را نشان دهیم. پاسخی آشکار به پیچیدگی‌های قانون‌گذاری در مورد این بازارها وجود ندارد. همان‌طور که در قبل اشاره شد، در حالی که بازارها بین‌المللی شده‌اند، مقررات همچنان ملی باقی مانده‌اند. مقررات ملی اوراق بهادار، نظامی متعارض و چندجنبه هستند که با یک‌سری مفروضات همراه است. مفروضاتی که جهانی شدن بازارهای اوراق بهادار، تردیدهایی را در مورد آنها ایجاد کرده است و ارزیابی مجدد این مقررات را الزامی ساخته است. همچنین کاهش محدوده صلاحیت ملی دولت‌ها به اشکال مختلف فرصت‌طلبی قانونی و کاستی‌های قانونی منجر شده است. علاوه بر این، هر بخشی از مقررات ملی اوراق بهادار که بر بازارهای جهانی و درهم‌تنیده سرمایه اعمال می‌شود، بیان‌کننده رهیافت‌های گوناگون ملی است که می‌توانند استانداردهای حقوق عمومی یا حقوق خصوصی باشند. چنین منظر پیچیده‌ای به احتمال زیاد به نبود تطابق، ابهام و تعارض منجر خواهد شد و بنابراین رفتاری خاص و ویژه با هر اقدام قانونی را ضروری خواهد ساخت.

به‌طور خاص، ماهیت عمومی یا خصوصی مقررات اوراق بهادار نتایج مهم برای راه‌حل‌های پیشینی و پسینی دارد. خواه این راه‌حل‌ها همسان‌سازی قواعد اوراق بهادار باشند و خواه شناسایی متقابل آنها. ما استدلال نمودیم که احتمال همسان نمودن مقررات اوراق بهادار تا جایی زیاد است که این مقررات بخشی از حقوق خصوصی باشند. از سوی دیگر و به‌رغم قدم‌هایی که در سطوح ملی و بین‌المللی برای همسان ساختن مقررات اوراق بهادار برداشته شده است، ساختار سیاسی فعلی جهان اجازه نمی‌دهد که ابعاد حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار همسان گردند. ابعادی که بیان‌کننده اهداف ملی ذاتی داخلی و متفاوت دولت‌ها هستند.

رهیافت دیگری که به جای همسان‌سازی می‌توان ارائه کرد، شناسایی متقابل مقررات اوراق بهادار است. محدوده اعمال این راه‌حل نیز به ماهیت عمومی یا خصوصی مقررات اوراق بهادار بستگی دارد و همچنین بستگی دارد به وجود یک‌سری ترتیبات خاص میان کشورها. تا جایی که به ابعاد حقوق خصوصی مقررات اوراق بهادار مربوط می‌شود، نظام شناسایی یکجانبه از راه

انتخاب قانون و تفوق حاکمیت اراده طرفین، قرن هاست که اجرا می شود. در مقابل شناسایی معیارهای حقوق عمومی مقررات اوراق بهادار، مشمول رژیم های گوناگونی است. شناسایی متقابل چنین معیارهایی اغلب از راه معاهدات دوجانبه یا چندجانبه ممکن است. با این حال در غیاب چنین ترتیباتی، میزان شناسایی مقررات خارجی اوراق بهادار می تواند مشکلاتی را در مورد حد فاصل میان حقوق عمومی و حقوق خصوصی و مشروعیت اجرای بین المللی مقررات حقوق عمومی فراهم آورد. نتیجه ای که گرفتیم این است که در فقدان ترتیبات متقابل برای شناسایی و در سیاق قضاوت، حقوق بین الملل عمومی می تواند راهکارها و اصول ماهوی ای پیشنهاد دهد که مرزهای اعمال مشروع صلاحیت قانون گذاری را معین نماید.

## References

- A C Swan & F J Murphy (1991), **Cases and Materials on the Regulation of International Business and Economic Relations**, Matthew Bender, New York.
- A Claire Cutler, Artifice(1997), **Ideology and Paradox: the Public/Private Distinction in International Law**, 4:2 Review of International Political Economy, 261, 262, 264, 267 .
- A D Neale & M L Stephens (1988), **International Business and National Jurisdiction**, Clarendon, Oxford.
- A Fanto(1996), **The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance**, 17 Northwestern Journal of International Law & Business, 119 at 205.
- A H Hermann (1982), **Conflicts of National Laws with International Business Activity**, British-North American Committee, London.
- A L Peters & A E Feldman (1988), **The Changing Structure of the Securities Markets and the Securities Industry: Implications for International Securities Regulation**, 9 Michigan Yearbook of International Legal Studies, 19-52.

- A N Licht(1999), **Games Commissions Play: 2 x 2 Games of International Securities Regulation**, 24 The Yale Journal of International Law, 61 at 119.
- A O Sykes (2000), **Regulatory Competition or Regulatory Harmonization? A Silly Question**, Journal of International Economic Law 257-264.
- A T Drummond(1991), **Internationalization of Securities Regulation- Multijurisdictional Disclosure System for Canada and the U.S.**, 36 Villanova Law Review, 775.
- A T Kronman(1983), **Paternalism and the Law of Contract**, 92 The Yale Law Journal.
- Ajayi(1992), **International Securities Regulation**, 5 Journal of International Banking Law.
- B A K Rider(1990), **Policing the International Financial Markets: An English Perspective**, 16 Brooklyn Journal of International Law, 179 at 220 .
- B M Cremades & S L Plehn(1984), **The New Lex Mercatoria and the Harmonisation of the Laws of International Commercial Transactions**, 2 Boston University International Law Journal 317-348.
- B Rider and T M Ashe(1993), **“The Insider Dealing Directive”**, in M Andenas and S Kenyon-Slade (eds.)(1993), **EC Financial Market Regulation and Company Law**, Sweet & Maxwell, London.
- B Simma(1994), **From Bilateralism to Community Interest in International Law**, 250 (VI) Hague Recueil.
- B Stern(2000), **“How to Regulate Globalisation?”** in M Byers, **The Role of Law in International Politics**, Essays in International Relations and International Law, Oxford University Press, Oxford, p. 247 at 251.

- B Unger(1997), “**Limits on Convergence and Globalization**”, in Satya Dev Gupta (ed.), *The Political Economy of Globalization*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Brierly(1985) **The Basis of Obligation in International Law**, Clarendon, Oxford.
- C J Meier-Schatz(1986), **Objectives of Financial Disclosure Regulation**, 8 *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*.
- C McCracken(1999), **Hegel and the Autonomy of Contract Law**, 77 *Texas Law Review*, 719.
- C Nakajima(1999), **Conflict of Interest and Duty**, Kluwer Law International, The Hague.
- C T Plambeck(1998), **Capital Neutrality and Coordinated Supervision: Lessons for International Securities Regulation from the Law of International Taxation and Banking**, 9 *Michigan Yearbook of International Legal Studies*, 171.
- D C(1993), **Langevoort, Fraud and Insider Trading in American Securities Regulation: Its Scope and Philosophy in a Global Marketplace**, 16 *Hastings International & Comparative Law Review*, 175.
- D Caruso(1997), **The Missing View of the Cathedral: The Private Law Paradigm of European Legal Integration**, 3 *European Law Journal*, 3.
- D Hawes(1987), **Internationalisation Spreads to Securities Regulators** 9 *University of Pennsylvania Journal of International Business*, 258 .
- D Honeygold(1998), **International Financial Markets**, Woodhead-Faulkner, Cambridge.



- D K Das(1998), **Trade in Financial Services and the Role of the GATS**, 32(6) Journal of World Trade, 79 at 86.
- D Kennedy(1976), **Form and Substance in Private Law Adjudication**, 89 Harvard Law Review.
- D L Goelzer et al(1988), **Securities Regulation in the International Market: Bilateral and Multilateral Agreements**, 9 Michigan Yearbook of International Legal Studies Symposium: Internationalization of the securities Markets, 53.
- D Lange & G Born (eds.)(1987), **The Extraterritorial Application of National Laws**, Kluwer Law and Taxation Publishers, Boston.
- D P O'connell(1970), **International Law**, Vol. II, Stevens, London.
- E B Kapstein(1996), **Governing the Global Economy, International Finance and the State**, (Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- E J Weinrib(1981), **Legal Formalism: On the Immanent Rationality of Law**, 97 The Yale Law Journal, 949.
- E J Weinrib(1995), **The Idea of Private Law**, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- F A Mann(1990), **Further Studies in International Law**, Clarendon, Oxford.
- F Fabozzi & F Modigliani(1996), **Capital Markets: Institutions and Instruments**, Prentice Hall, New Jersey, 1996.
- G B Born(1992), **A Reappraisal of The Extraterritorial Reach of U.S. Law**, 24 Law and Policy in International Business.
- G C Hazard(1965), **Rationing Justice**, 8 Journal of Law and Economics, 1.
- G L Stigler(1971), **The Theory of Economic Regulation**, 2 Bell Journal of Economics and Management Science 3-21 at 3.

- G Schuster(1994), **Extraterritoriality of Securities Laws: An Economic Analysis of Jurisdictional Conflicts**, 26 Law and Policy in International Business, 173.
- H Beales, R Craswell and S Salop(1981), **The Efficient Regulation of Consumer Information**, 24 Journal of Law and Economics 491 at 512.
- H Fox,(1992), “**Definition and Sources of International Economic Law**”, in H Fox (ed.), International Economic Law and Developing States: An Introduction, British Institute of International and Comparative Law, London.
- H L A Hart(1983), **Essays in Jurisprudence and Philosophy**, Clarendon, Oxford 1983.
- H M Schooner and M Taylor(1999), **Convergence and Competition: The Case of Bank Regulation in Britain and the United States**, 20 Michigan Journal of International Law, 595 at 653.
- H Pitt et al(1987), **Problems of Enforcement in Multinational Securities Market**, 9 University of Pennsylvania Journal of International Business Law, 375-451.
- I Brownlie(1998), **Principles of International Law**, Clarendon, Oxford.
- I Seidl-Hohenveldern(1992), **International Economic Law**, Kluwer Law International, Dordrecht, Boston.
- J Basedow(1994), **Conflict of Economic Regulations**, 42 The American Journal of Comparative Law.
- J C Coffee(1984), **Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System**, 70 Virginia Law Review 717 at 752.
- J D Cox(1998), **Globalisation’s Challenge to the United States Securities Laws**, 7 Canterbury Law Review.
- J G Castel(1998), **Extraterritoriality in International Trade**, Butterworth, Toronto, 1988.

- J G Starke (1984), **Introduction to International Law**, Butterworths, London.
- J H Jackson (1984), **Perspectives on the Jurisprudence of International Trade: Costs and Benefits of Legal Procedures in the United States**, 82 Michigan Law Review, 1571-2 .
- J H Jackson (1998), **Global Economics and International Economic Law**, 1 Journal of International Economic Law, 1 at 13.
- J J Norton and C D Olive (1996), **Globalization of Financial Risks and International Supervision of Banks and Securities Firms: Lessons from the Barings Debacle**, 30 The International Lawyer, 301 at 302.
- J J Norton, **“International Financial Law” an Increasingly Important Component of “International Economic Law”**: a Tribute to Professor John H. Jackson, 20 Michigan Journal of International Law, 133 at 146.
- J P Garland & B P Murray (1996), **Subject Matter Jurisdiction under the Federal Securities Laws: The State of Affairs After ITOBA**, 20 Maryland Journal of International Law & Trade, 235.
- J P Trachtman(1993), **International Regulatory Competition, Externalisation, and Jurisdiction**, 34 Harvard International Law Journal, 47.
- J P Trachtman(1995), **Trade in Financial Services under GATS, NAFTA and the EC: A Regulatory Jurisdiction Analysis**, 34 Columbia Journal of Transnational Law, 37 at 53.
- J P Wernette(1964), **Government and Business**, Macmillan, New York.
- J Parizeau, **“Globalisation and National Interests: The Adventure of Liberalisation”**, in MacLean, supra note 1, p.3 at 8.
- J Seligman(1988), **The Internationalization of the Securities Markets: Preface to a Symposium**, 9 Michigan Yearbook of International Legal Studies.

- J Tumlr(1980), “**International Economic Order: Rules, Co-operation and Sovereignty**” in P Openheimer (ed.), Issues in International Economics, Oriel, Stocksfield.
- J Tumlr(1981) “**Evolution of the Concept of International Economic Order**”, in F Cairncross (ed.), Changing Perceptions of Economic Policy, Methuen, London.
- J W Bridge(1984), **The Law and Politics of United States Foreign Policy Export Control**, 4 Legal Studies 2 at 8 (1984).
- K M Meessen(1987), **Conflicts of Jurisdiction Under the New Restatement**, 50 Law and Contemporary Problems, 62.
- K P Berger(1997), **The Lex Mercatoria Doctrine and the UNIDORIT Principles of International Commercial Contract**, 28 Law & Policy in International Business, 934 at 987.
- K Y Testy (1994), **Comity and Cooperation: Securities Regulation in a Global Marketplace**, 45 Alabama Law Review, 927 at 932.
- L Henkin et al(1993), **International Law**, West Pub. Co., St. Paul, Minn.
- L Henkin(1995), **International Law, Politics and Values**, Martinus Nijhoff, Dordrecht, London.
- Longstreth(1983), **Towards Neutral Principles of International Securities Regulation**, 35 Wirtschaft und Recht, JG 35 Heft 2/3, 164 at 169.
- M Akehurst(1973), **Jurisdiction in International Law**, 46 British Yearbook of International Law 179, 181.
- M Akehurst(1974), **Custom as A Source of International Law**, 47 British Yearbook of International Law 1.
- M B Fox(1992), **Insider Trading in A Globalising Market: Who should Regulate What**, 4 Law and Contemporary Problems, 263.

- M Bagheri(2000), **International Contracts and National Economic Regulation**, Kluwer Law International, The Hague.
- M D Mann et al(1992), **The Establishment of International Mechanism for Enforcing Provisional Orders and Final Judgments Arising from Securities Law Violations**, 55 Law and Contemporary Problems.
- M Gilbert Warren III(1990), **Global Harmonization of Securities Laws: The Achievements of the European Communities**, 31 Harvard International Law Journal 185 at 188 at 190.
- M Hart(1997), **The WTO and the Political Economy of Globalisation**, 31(5) Journal of World Trade.
- M N Shaw(1997), **International Law**, Cambridge University Press, Cambridge.
- M Smeets(1990), **Globalisation and the Trade Policy Response**, 24 (5) Journal of World Trade, 56 at 64, 68.
- M Fiss(1980), **The Supreme Court, 1978 Term-Forward: The Form of Justice**, 93 Harvard Law Review 1.
- P Alston(1997), **The Myopia of the Handmaidens: International Lawyers and Globalisation**, 3 European Journal of International Law, 435, at 436, 437.
- P Jimenez (1990), **International Securities Enforcement Cooperation Act and Memoranda of Understanding**, 31 Harvard International Law Journal.
- P Legrand(1991), **Information in Formation of Contracts: A Civilian Perspective**, 19 Canadian Business Law Journal 318.
- P Muchlinski(1995), **Multinational Enterprises and the Law**, Blackwell, Oxford.

- P R Trimble(1995), Editorial Comment, **The Supreme Court and International Law**: the Demise of Restatement Section 403, 89 The American Journal of International Law.
- P S Atiyah(1990), **Essays on Contract**, Clarendon, Oxford, Essay 5, Form and Substance in Contract Law;
- P Weil, “**International Law Limitations on State Jurisdiction**”, C J Olmstead (ed.) .
- R A Kellan(1990), **Securities Law-International Boundaries- Jurisdictional Boundaries of the Anti-Fraud Provisions of the Federal Securities Laws**, MCG, Inc. v. Great Western Energy Corp., 896 F.2d 170, 5th Cir.
- R G Steinhardt(1990), **The Role of International Law as a Canon of Domestic Statutory Construction**, 43 Vanderbilt Law Review, 1103-1114.
- R G Steinhardt(1990), **The Role of International Law As a Canon of Domestic Statutory Construction**, 43 Vanderbilt Law Review, 1103-1114.
- R Higgins(1984), “**Legal Bases of Jurisdiction**,” in C J Olmstead (ed.), Extraterritorial Application of Laws and Responses Thereto, (International Law Association in association with ESC Publishing Ltd, Oxford.
- R J Weintraub(1992), **The Extraterritorial Application of Antitrust and Securities Law: An inquiry into the Utility of a “Choice-of-Law” Approach**, 70 Texas Law Review.
- R Jennings & W Marsh(1987), **Securities Regulation, Cases and Materials**, Foundation Press, New York.
- R Murray(1981), **Multinationals Beyond the Market**, Harvester, Brighton.

- R O Keohane and J Nye(1997), **Power and Interdependence**, boston, Little Brown,.
- R R Pennington(1990), **The Law of the Investment Markets**, BSP Professional, London.
- R Thigpen(1982), **Resolution of Conflicts between National and International Legal Prescription- A Case Review and Assessment**, 25 Howard Law Journal 636.
- R W Hillman(1992), **Cross-Border Investment, Conflict of Laws, and the Privatization of Securities Law**, 55 Law and Contemporary Problems.
- S J Choi and A T Guzman(1996), **The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law**, 17 Northwestern Journal of International law & Business.
- S M Drew(1998), **Extraterritoriality of the United States Securities and Exchange Commission**, 20 Comparative Law Yearbook of International Business.
- S Radelet and S Jeffrey(1998), **“The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”**, Brookings Papers on Economic Activity (I), 82-165.
- Schachter(1991), **International Law in Theory and Practice**, (M. Nijhoff Publishers, Dordrecht.
- W B Haseltine(1987), **International Regulation of Securities Market: Interaction between United States and Foreign Laws**, 36 International and Comparative Law Quarterly.
- W C Kester(1996), **“American and Japanese Corporate Governance: Convergence to Best Practice?”** in S Berger & R Dore, National Diversity and Global Capitalism, Cornell University Press, Ithaca, NY.

- W S Dodge(1998), **Extraterritoriality and Conflict-of-Laws Theory: an Argument for Judicial Unilateralism**, 39 Harvard International Law Journal.

**Sites:**

- <http://europa.eu.int>
- [http://europa.eu.int/geninfo/query\\_en.htm](http://europa.eu.int/geninfo/query_en.htm)
- <http://www.iosco.org/iosco.html>
- <http://www.iosco.org/iosco.html>
- <http://www.jus.uio.no/lm/unidroit.contract.principles.1994/index.html>
- [http://www.wto.org/english/docs\\_e/legal\\_e/final\\_e.htm](http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/final_e.htm)
- [http://www.wto.org/english/docs\\_e/legal\\_e/final\\_e.htm](http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/final_e.htm)
- [http://www.wto.org/english/docs\\_e/legal\\_e/final\\_e.htm](http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/final_e.htm)
- [www.hiid.harvard.edu/pub/other/eaonset.pdf](http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/eaonset.pdf)
- [www.iosco.org/docs-public](http://www.iosco.org/docs-public)