

## راه حل‌های حقوقی در مواجهه با اثرات منفی توقف نماد معاملاتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار

هادی ملک<sup>۱</sup>، جعفر جمالی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> دانشجوی ارشد رشته حقوق مالی اقتصادی، گروه حقوق دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیکی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup> استادیار گروه حقوق، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

### چکیده

نمادها در بورس اوراق بهادار تهران همیشه در حالت مجاز نیستند و ممکن است به دلایل مختلفی وضعیت آنها تغییر یابد و قابل معامله نباشند. برای بررسی بهتر توقف معاملات به دو دسته کلی وقفه‌های صلاحیدیدی و وقفه‌های خودکار تقسیم می‌گردد. هر چند در بسیاری از بازارهای سرمایه در دیگر کشورها، این بورس‌ها هستند که بخش عمده سازوکار توقف، تعلیق و بازگشایی را بر عهده می‌گیرند اما از دیگر سو در دریافت اطلاعات از ناشران، نظارت بر فعالیت‌ها معاملاتی، پیگیری احراز شرایط پذیرش و از همه مهم‌تر در انجام اقدامات انضباطی نیز دارای اختیار و توانایی هستند. بنابراین در صورت تمایل به تفویض وظایف مربوط به توقف و تعلیق نماد معاملاتی از سوی سازمان بورس به بورس‌های اوراق بهادار، فراهم ساختن بستر قانونی، تجهیز نیروی انسانی و امکانات سخت افزاری و نرم افزاری امری ضروری به نظر می‌رسد. به دلیل نوظهور بودن بازار بورس اوراق بهادار تهران، موضوعات و اشکالات زیادی وجود دارد که تاکنون به آنها کمتر پرداخته شده است. هدف این مقاله بررسی راه حل‌های حقوقی در مواجهه با اثرات منفی توقف نماد معاملاتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار می‌باشد.

**واژه‌های کلیدی:** راه حل‌های حقوقی، اثرات منفی، توقف نماد معاملاتی، بورس اوراق بهادار

## ۱. مقدمه

نهادهای ناظر در بورس با اهدافی همچون انتشار منصفانه و صحیح اطلاعات میان سرمایه گذاران اقدام به توقف نماد شرکت‌های حاضر در تابلوی معاملاتی بازار سهام می‌کنند. واقعیت این است که نهاد ناظر برای تصمیم‌گیری پیرامون توقف یا عدم توقف نماد شرکت‌ها میان دو هدف متناقض یعنی تأمین نقد شوندگی در بازار و همچنین افشای به موقع و صحیح اطلاعات قرار دارد. این در حالی است که تأمین یکی از اهداف مذکور سبب عدم تأمین هدف دیگری خواهد شد. توقف نمادهای معاملاتی یک بنگاه اقتصادی یکی از بدیهی‌ترین اتفاقات روزمره در بازار سهام است اما لازم است با اتخاذ سازو کار مناسب، توقف نماد به حداقل زمان ممکن برسد. نگاهی به بورس‌های پیشرفته دنیا تأیید کننده این الزام است. در این بورس‌ها توقف نمادها یا معنی ندارد یا حداکثر چندین ساعت به طول می‌انجامد. در واقع بازار سهام این کشورها در مواقع بسیار نادر مانند برگزاری مجمع عمومی عادی یا در مواقعی که بنا به تشخیص کمیته‌های تخصصی در بورس افت و خیز قیمت سهامی در طول روز بسیار زیاد باشد، نماد مذکور به مدت حداکثر چند ساعت متوقف می‌شود. [۱]

به اعتقاد غالب اقتصاددانان یکی از عمده دلایل ناکارآمدی‌های اقتصادی چه در بازار سهام و چه در دیگر بازارهای پولی و مالی ریشه در دخالت و کنترل‌های دولتی دارد. توقف طولانی مدت نمادها در بورس تهران نیز تا حدودی به همین موضوع باز می‌گردد. مشکل اصلی این است که در اقتصادهایی که دولت نقش غالب داشته و بیشتر صنایع تحت نظارت مستقیم دولت به فعالیت می‌پردازند، بدیهی است که افشای اطلاعات توأم با نقص باشد چرا که منافع مدیران مستقل از منافع سهامداران تعریف می‌شود و مدیران شرکت‌ها به دلیل نبود سیاست‌های بلندمدت امکان ارزیابی نتایج پدیده‌های مهم بر عملکرد اقتصادی شرکت را ندارند. بر این اساس، به نظر می‌رسد راه حل کلیدی حل مشکل در خصوصی‌سازی واقعی شرکت‌ها و اصلاح قوانین بورس می‌باشد. [۲]

تحلیل گران بازار سرمایه معتقدند که می‌توان با استفاده از سه راهکار مشکل توقف طولانی مدت نمادها را رفع کرد: یکی از کارآترین راهکارها این است که سازمان بورس با تهیه آیین نامه‌ای شرکت‌هایی را که به دلایل ناموجه با عدم افشای اطلاعات عمداً زمینه بسته ماندن نمادی را فراهم می‌کنند، جریمه کند. این امر می‌تواند مشمول مدیران عامل یا حتی هیئت مدیره شرکت‌ها نیز شود. علاوه بر این همان گونه که سازمان بورس برای کارگزاری‌ها و دیگر نهادهای تحت نظارت حداقل‌های کارشناسی را تعیین کرده است، می‌تواند شرکت‌های پذیرفته شده را ملزم به به کارگیری کارشناسان بازار سرمایه دارای گواهینامه تخصصی کند. راهکاری که شرکت‌ها را قادر می‌کند تا ارتباط جامع‌تری با بازار سهام برقرار کنند. همچنین چنانچه دلیل توقف نمادی ریسک‌های سیستماتیک همانند مصوبات احتمالی مراجع قانون گذاری دولتی باشد، نهاد ناظر باید صرفاً با اشاره به ابهام موجود اقدام به بستن نمادی کند [۳]. با توجه به مطالب ذکر شده این تحقیق بر آن است تا به بررسی راه حل‌های حقوقی در مواجهه با اثرات منفی توقف نماد معاملاتی شرکت‌های بورس اوراق بهادار بپردازد

## ۲. تأثیرات منفی توقف نمادهای معاملاتی بر حقوق سهامداران

کلیه در بازارهای مالی طراحان و قانون‌گذاران همواره سعی دارند تا موانع موجود بر سر عدم تقارن اطلاعاتی را برطرف نمایند تا از این طریق حقوق مساوی و برابری را برای مشارکت کنندگان در بازار فراهم نمایند زیرا از این طریق است که می‌توان به مفید و کارا بودن بازار کمک نمود. [۴]

در بازارهای نوظهور به دلیل ناکارآ بودن این بازارها و وجود اطلاعات درونی در دست عده‌ای خاص از فعالان موجود در بازار قوانین و مقرراتی که مانع از به وجود آمدن عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشند بیشتر به چشم می‌خورد. آنچه در رابطه با توقف معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد روش‌های نانوشته و کیفی‌ای است که معمولاً بر اساس توافقات انجام گرفته بین مسئولان امر در سازمان بورس اوراق بهادار تهران اعمال می‌گردد. و با توجه قوانین و مقرراتی که در فصل قبل آورده شد تنها بندهای کلی در رابطه با توقف معاملات به تصویب رسیده است. آنچه می‌توان به عنوان ضعف اصلی در رابطه با توقف

معاملات در بورس اوراق بهادار تهران بدان اشاره کرد، عدم وجود قوانینی سخت گیرانه در رابطه با شرکت‌ها، افراد حقیقی و حقوقی سوء استفاده گر از اطلاعات شرکت‌ها است. [۳]

منتقدان توقف معاملات معتقدند که توقف معاملات موجب به تأخیر انداختن فرآیند کشف قیمت شده و در ضمن به آن گروه از سرمایه گذاران که فرصت معامله سهم موردنظر را نداشته اند، هزینه اضافی تحمیل نموده و در نهایت موجب عدم ایفای حقوق سهام داران می‌شود و جذابیت بازار نزد آنان کاهش می‌یابد. [۵]

از دیگر معایب توقف معاملات می‌توان به ناچیز و کوتاه مدت بودن تأثیر توقف معاملات بر نوسان‌های آتی، ایجاد تأخیر در فرآیند کشف قیمت، افزایش نوسان قیمت سهم قبل از توقف و افزایش شکاف بین مظنه‌های عرضه و تقاضا اشاره کرد. مقالات کامل توسط داوران کنفرانس مورد ارزیابی قرار می‌گیرند [۲].

## ۲-۱- نقد قوانین و مقررات مربوط به توقف و تعلیق نمادهای معاملاتی

بررسی قوانین و مقررات مربوط به توقف و تعلیق نماد معاملاتی نشانگر کاستی‌هایی در تعاریف، مصادیق، نهاد تصمیم گیرنده در اجرای مدت زمان و اقدامات موردنیاز در توقف ( خودکار و صلاح دیدی ) است که در ادامه به آنها اشاره می‌شود. [۱]

- عدم وجود مقررات یکپارچه:

در مجموعه قوانین و مقررات موجود بازار سرمایه ایران، ساز و کارهای توقف و تعلیق نماد معاملاتی به صورت پراکنده ذکر شده‌اند. از این رو از تفاوت‌های اصلی قوانین موجود با قوانین کشورهای مورد بررسی، عدم وجود قوانین یکپارچه، مجزا و کامل در مورد توقف و تعلیق نماد معاملاتی و چگونگی شرایط بازگشایی نمادها است. این امر خود باعث ایجاد ابهاماتی در اجرای سازو کار توقف معاملات شده است.

- تعاریف:

از مهم‌ترین ابهامات وضعیت موجود، تعاریف چندگانه توقف و تعلیق نماد معاملات در مقررات موجود بازار سرمایه ایران است. برای مثال در دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس؛ توقف نماد، جلوگیری از انجام معامله یک ورقه بهادار برای مدت محدود و تعلیق نماد، جلوگیری از انجام معامله یک ورقه بهادار تا رفع دلایل تعلیق تعریف شده است، در صورتی که در دستورالعمل انضباطی ناشران؛ تعلیق پذیرش، توقف موقت معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده ناشر در بورس و در دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس؛ تعلیق پذیرش، توقف موقت معاملات اوراق بهادار درج شده در فهرست نرخ‌های بورس ناشی از نقض مفاد این دستورالعمل، تعریف شده است. در صورتی که در بیشتر قوانین مورد بررسی در سایر بورس‌ها، توقف نماد توقف کوتاه مدت و تعلیق نماد توقف بلندمدت در نظر گرفته می‌شود.

- توقف کل بازار:

در دستورالعمل اجرایی شرایط اضطراری، سازو کار توقف کل بازار بیان شده است و بنا به تعریف در مواردی از قبیل سیل، زلزله، آتش سوزی، شرایط بد آب و هوایی و ...، نقص اساسی در زیرساخت‌های سخت افزاری با نرم افزاری سامانه‌های معاملاتی و کاهش یا افزایش ارزش بازار حداکثر یک روز کاری به میزان پنج درصد، معاملات کل بازار حداکثر به مدت سه روز کاری متوقف می‌شود. در بررسی‌های انجام شده مشخص شد که بورس‌های مختلف سازو کار توقف کل بازار را عموماً بر روی یکی از شاخص‌های اصلی آن بازار و معمولاً کاهش آن قرار می‌دهند.

- توقف خود کار:

در قوانین موجود مرز بین توقف خود کار و صلاح دیدی به روشنی مشخص نشده و در مقررات بازار سرمایه نیز توقف خود کار نوعی توقف از پیش تعیین شده تعریف شده است. برای مثال در دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، بورس می‌تواند یک روز کاری قبل از برگزاری مجامع یا قبل از جلسه هیئت مدیره برای تصمیم‌گیری در خصوص تغییر سرمایه یا پس از اعلام سازمان مبنی بر دریافت اطلاعات با اهمیت در موارد تغییرات بیش از ۲۰ درصدی در پیش بینی‌های شرکت)، نماد معاملاتی را متوقف کند. این گونه توقف‌ها به نوعی توقف از پیش تعیین شده محسوب می‌شوند و با ساز و کار توقف خودکار در قوانین کشورهای مورد بررسی تفاوت زیادی دارند. توقف خودکار سهم عموماً بر روی نوسان

قیمت سهمها تعیین می‌شود. برای مثال، اگر میزان نوسان یک سهم در دوره‌ی مشخصی از حد نوسان از پیش تعیین شده مشخصی فراتر رود، نماد معاملاتی برای مدت زمان بسیار کوتاهی متوقف شده و پس از آن با سازو کار حراج بازگشایی می‌شود. در صورتی که توقف‌های از پیش تعیین شده در مقررات بازار سرمایه ایران، بر روی نوسان قیمت نبوده و تنها بر اساس شرایط خاص مشخص شده‌ای نماد معاملاتی متوقف می‌شود [۶].

- توقف صلاحیددی:

توقف صلاحیددی در مقررات بازار سرمایه ایران تنها به نوسانات غیرعادی قیمت و ظن به استفاده از اطلاعات نهانی یا دستکاری نماد معاملاتی محدود می‌شود. برای مثال، بر اساس آیین نامه معاملات بورس، هیئت مدیره بورس می‌تواند در مواردی که نوسان غیر عادی در قیمت پیشنهادی یا معاملاتی اوراق بهادار در هر جلسه مشاهده کند، از انجام معامله جلوگیری نماید یا طبق دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات، بورس می‌تواند حداکثر یک روز کاری در صورت ظن به استفاده از اطلاعات نهانی یا دستکاری نماد معاملاتی را متوقف کند سازمان بورس نیز می‌تواند برای پیشگیری از تضییع حقوق سرمایه گذاران، در شرایطی که ابهام اساسی نسبت به شفافیت اطلاعات ناشر وجود داشته باشد، نماد معاملاتی ناشر را به حالت تعلیق در آورد. در صورتی که در بررسی‌های انجام شده از قوانین سایر بورس‌ها، نوسان قیمت بیشتر در توقف‌های خودکار در نظر گرفته شده و موارد مربوط به شایعات و معاملات نامتعارف و ابهام در اطلاعات ناشر، انتشار اطلاعات توسط ناشر و ... منجر به توقف‌های صلاحیددی از سوی بورس می‌شود. این گونه توقف‌ها مدت زمان کوتاهی داشته و ناشر در این دوره باید پاسخ باشد و سازی منتشر کند. در صورت تداوم شرایط توقف، نماد معاملاتی به حالت تعلیق اطلاعاتیه شفاف در می‌آید. [۷]

- تعلیق:

در مقررات موجود به صورت مشخص تفاوت بین توقف صلاحیددی و تعلیق بیان نشده است. برای مثال سازمان بورس در صورت وجود شرایطی که ابهام اساسی نسبت به شفافیت اطلاعات ناشر وجود داشته باشد، می‌تواند نماد معاملاتی را تعلیق کند. علاوه بر این موارد طبق دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات، بورس می‌تواند در موارد گزارش مردود یا عدم اظهارنظر بازرس قانونی با اعلام سازمان و یا نقض الزامات دستورالعمل پذیرش، نماد معاملاتی را به حالت تعلیق در آورد. در این قوانین تفکیک بین توقف صلاحیددی و تعلیق وجود ندارد و به این صورت برمی آید که توقف و تعلیق مترادف در نظر گرفته شده‌اند. در صورتی که در قوانین بورس‌های مورد بررسی توقف صلاحیددی در موارد وجود شایعات، ابهامات، معاملات نامتعارف و ... صورت گرفته و کوتاه مدت است و در صورتی که موضوع توقف در این دوره زمانی مرتفع نگردد، نماد معاملاتی به حالت تعلیق در می‌آید که این حالت به اعتبار شرکت صدمه خواهد زد.

- دوره زمانی توقف و تعلیق:

در مقررات موجود، به دوره زمانی توقف به جز بازگشایی‌های بعد از مجامع، اشاره‌ای نشده است. در واقع طبق دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس بازگشایی نمادها تنها پس از رفع دلایل تعلیق با اعلام سازمان مجاز بوده و بورس تنها در شرایط خاص می‌تواند بازگشایی را حداکثر با یک روز تأخیر اعمال کند. در این صورت بر اساس قوانین موجود، دوره زمانی توقف و تعلیق معاملات نقطه پایانی ندارد. در صورتی که در بررسی مقررات انجام شده این نکته نمایان است که توقف نمادها نمی‌تواند طولانی مدت باشد (حداکثر ۳ روز کاری و اگر دوره‌ای بلندمدت بنا به صلاحدید بورس یا وضعیت موجود ناشر مدنظر بود، این امر به عموم اطلاع رسانی شده و نماد معاملاتی یا بازگشایی می‌شود یا نماد به حالت تعلیق در می‌آید [۸].

- نهاد تصمیم گیرنده در مورد توقف:

در مقررات کنونی بازار سرمایه ایران در مواردی که بستن نماد معاملاتی بر پایه امور از پیش تعیین شده باشد، فرآیند بستن نماد بر عهده شرکت بورس است و در مواردی که بستن نماد معاملاتی به صورت صلاحیددی انجام می‌شود، مانند وجود ابهام اساسی نسبت به شفافیت اطلاعات، ظن به استفاده از اطلاعات نهانی یا دستکاری قیمت و نقض قوانین پذیرش و افشای اطلاعات و ... نهاد تصمیم‌گیرنده سازمان و شرکت بورس شناخته شده است. در صورتی که بر اساس بررسی‌های انجام شده،

تصمیم‌گیری در مورد توقف نماد معاملاتی عمدتاً بر عهده بورس‌ها بوده و نهادهای ناظر معمولاً تنها وظیفه نظارتی داشته و در صورت عدم انجام این امور توسط بورس‌ها، وارد عمل می‌شوند. [۵]

- اقدامات در زمان توقف:

بر اساس مقررات موجود، اگر توقف یا تعلیق نماد معاملاتی به علت وجود ابهام اساسی در اطلاعات باشد، ناشران به درخواست سازمان بورس توضیحاتی ارائه می‌کنند. در این صورت بازگشایی نماد معاملاتی تا زمان دریافت اطلاعات به تعویق می‌افتد. با توجه به اینکه بر اساس مقررات موجود مدت زمانی برای شفاف سازی ناشر تعیین نشده است، دوره توقف نماد ممکن است بسیار طولانی شود که این امر بر روند سرمایه گذاری بسیار تأثیر خواهد گذاشت. بررسی‌های انجام شده در قوانین و مقررات سایر بورس‌ها نشان می‌دهد که در این موارد ناشران مکلف به پاسخ گویی بوده و باید اطلاعات تکمیلی را سریعاً به بورس ارسال کنند. از آنجایی که بورس‌ها می‌توانند در صورت عدم پاسخ گویی ناشر نماد معاملات را باز کنند یا به حالت تعلیق در بیاورند زیرا عدم افشای اطلاعات از موارد نقض پذیرش است)، عدم پاسخ گویی ناشر می‌تواند اثر منفی زیادی بر قیمت سهام و ریسک اعتباری ناشر داشته باشد [۱].

همچنین در مقررات موجود ساز و کاری مشخصی در چگونگی برخورد با بروز شایعات و معاملات نامتعارف و لزوم یا عدم لزوم توقف نماد معاملاتی ناشران وجود ندارد و مسئولیت قانونی ناشران در این موارد بسیار کم است. رویه قانونی در مورد این رویدادها، تنها در دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات بیان شده است. به این صورت که اگر تأخیر در افشای اطلاعات مهم (اطلاعاتی که ناشر می‌تواند با تأخیر افشا کند منجر به اشاعه اطلاعات مزبور با داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی یا فعالیت نامتعارف بازار شود، ناشر مکلف به افشای فوری آن اطلاعات است. بررسی‌های انجام شده در قوانین سایر بورس‌ها نشان می‌دهد که بر اساس قوانین، ناشران مکلف به پاسخ گویی و شفاف سازی در مورد شایعات و معاملات نامتعارف هستند و عدم پاسخ گویی آنها به اعتبار شرکت و به تبع بر قیمت سهام و ریسک اعتباری آنها اثر می‌گذارد. از این رو ناشران بنا به درخواست بورس یا به صورت داوطلبانه به هر گونه شایعه در بازار یا معاملات نامتعارف سهام خود را پاسخ می‌دهند. بر اساس قوانین بررسی شده حتی اگر ناشر در زمان کوتاهی نتواند اقدامات لازم را انجام دهد باید برنامه زمان بندی خود را جهت انجام اقدامات لازم به بورس و عموم افشا کند. بورس‌ها نیز در صورت بروز این رویدادها بنا به صلاحدید خود ممکن است نماد معاملات ناشر را تا زمان پاسخگویی وی متوقف سازند و اگر پاسخی از ناشر دریافت نشد با اعلام عمومی عدم پاسخ گویی ناشر نماد معاملات را باز کرده تا سرمایه گذاران با آگاهی از عدم شفافیت ناشر تصمیمات معاملاتی خود را اخذ کنند [۳].

## ۲-۲- تأثیرات توقف نمادهای معاملاتی

از منظر کمیته فنی سازمان بین المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار نتایج مطالعات در مورد تأثیرات توقف‌های معاملاتی و توقف بازار مختلف است. توقف‌های معاملاتی باعث کند شدن تغییرات قیمت‌ها می‌شود. تأثیری که این تغییرات با تأخیر قیمت بر نوسانات زودگذر (کوتاه مدت) دارد، مشخص نیست. اگر معامله گرانی که به نوسانات زودگذر دامن می‌زنند محدود شوند، نوسانات زودگذر کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، جلوگیری از معاملات معامله گرانی که مشارکت آنها منجر به انتقال اطلاعات می‌شود باعث افزایش نوسانات زودگذر خواهد شد. تأثیر خالص این نوع وقفه‌های معاملاتی بر نوسانات زودگذر قابل تعیین نیست. [۸]

مطالعات تجربی درباره تأثیر انواع مختلف وقفه‌های معاملاتی (شامل توقف معاملات، توقف بازار و محدودیت‌های قیمتی) بر نوسانات زودگذر، تحت تأثیر مشکلات آماری می‌باشد.

الگوهای توقف معاملات (و توقف بازار) نشان می‌دهد که تحت شرایط مناسب، منافع وقفه‌های معاملاتی، کاربرد آنها را توجیه می‌کند. محدودیت‌های معاملاتی که با آن مقامات ناظر، نوسانات قیمت ناشی از معاملات نا آگاهانه را محدود می‌سازند، بیشترین منفعت را دارند. متأسفانه اثبات منافع بالقوه دشوار است، چون در دوران نوسانات شدید بازار شناسایی تغییرات قیمت

ناشی از معاملات ناآگاهانه غیر ممکن است. علاوه بر این، توقف‌های معاملاتی هزینه‌های بالقوه دارند. برای مثال فرآیند تعیین قیمت را به تأخیر می‌اندازد و یا باعث افزایش نوسانات قیمت می‌شود. [۹]

شواهد تجربی درباره تأثیر انواع مختلف محدودیت‌های معاملاتی بر نوسانات قیمت، متفاوت می‌باشد. دلایل و توضیحات زیاد دیگری برای نوسانات قیمت وجود دارد. مطالعات تجربی در مورد توقف‌های معاملاتی (و توقف بازار) در شناسایی و اثبات تأثیر با اهمیت بر نوسانات قیمت ناتوان هستند. یافته‌های اکثر مطالعات حاکی از این است که تأثیر توقف‌های معاملاتی بر نوسانات بعدی قیمت ناچیز و کوتاه مدت است. به دلیل وجود مشکلات آماری، که برای مطالعات مربوط به نوسانات شدید بازارها امری ذاتی است، مطالعات تجربی به نتایج قوی و قابل قبولی دست نیافته‌اند.

کمیته مشورتی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار اطلاعات مربوط به اعمال توقف صلاحیدید معاملات را فراهم نموده است. شانزده عضو پرسشنامه را تکمیل کرده‌اند. اطلاعات به شکل متفاوتی ارائه شده بود. برای مثال، برخی اطلاعات فقط به صورت متن توصیفی و برخی دیگر به صورت نموداری بود که دوره یا علت توقف‌ها را نشان می‌داد. چنین تفاوت‌هایی انجام مقایسه را مشکل کرده بود. به هر حال، تجزیه و تحلیل اطلاعات دریافتی نتایجی را در بر داشت که به شرح زیر است: [۵]

توقف‌های معاملاتی ابزاری است که برای مقابله با بی‌نظمی‌های بالقوه و واقعی بازار استفاده می‌شود. از طریق ایجاد وقفه در بازار، می‌توان خطر برهم خوردن نظم بازار را کاهش داد. وقفه‌های معاملاتی در تمام حوزه‌های قانونی و بیشتر در این دو وضعیت به کار می‌رود. دسته اول، وقفه‌های معاملاتی طراحی شده‌اند تا استفاده کنندگان فرصت کافی برای جذب اطلاعات با اهمیت و ارزش گذاری اوراق بهادار داشته باشند. این توقف اصولاً زمانی اعمال می‌شود که ناشر اطلاعات جدیدی را منتشر می‌کند، اما اگر ناشر در موقعیتی نباشد که بتواند اطلاعات مؤثر بر قیمت را منتشر کند و امکان نشت اطلاعات وجود داشته باشد مجدداً توقف اعمال می‌شود. چنانچه، گردانندگان بازار یا مقام ناظر تشخیص دهند ناشر در افشای اطلاعات (یا رعایت الزامات پذیرش) قصور می‌کند اقدام به توقف معاملات خواهند نمود.

دسته دوم از شرایطی که در آنها وقفه‌های معاملاتی اعمال می‌شود عدم توازن سفارشات، تغییرات شدید یا نشانه‌هایی حاکی از برهم خوردن نظم بازار است. در این موارد، توقف معاملاتی فرصتی را فراهم می‌آورد تا عرضه و تقاضا در قیمت معاملاتی جدیدی به توازن رسد [۵].

### ۳. دیدگاه سهامداران خرد در رابطه با توقف نمادهای معاملاتی

توقف نمادها همواره در بازار سرمایه کشور با اعتراض فعالان همراه بوده است زیرا حبس نقدینگی در دوره‌های مختلف مشکلات زیادی را برای سهامداران این نمادهای متوقف ایجاد می‌کند. سهامداران معتقد هستند که شیوه ایده آل برای توقف و بازگشایی نمادها این است که بازگشایی نماد در فاصله یک روزه اتفاق بیفتد. گاهی اوقات با عدم ارائه اطلاعات از سوی شرکت‌ها بازگشایی نمادها به مشکل برخورد می‌کند. از سوی دیگر شفاف نبودن برخی پارامترهای اقتصادی باعث می‌شود اطلاعات ارسال شده شرکت‌ها شفاف و کامل نباشد. [۶]

در بورس‌های خارج از کشور برای اثربخش بودن توقف نمادها و کمک به نقد شوندگی بازار، دوران توقف نمادها بسیار کوتاه است و حتی در برخی موارد در بعضی از بورس‌ها به حدود ۱۰ دقیقه می‌رسد. در واقع بورس‌ها بر این باور هستند که توقف معاملات فقط باید در شرایط خاصی بکار گرفته شود و هر چه زودتر برطرف شود. در کشور ما بخش عمده توقف طولانی مدت به دلیل اطلاع رسانی است. از سال ۱۳۹۰ این مسئله در مدیریت امور ناشران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و در نهایت تصمیم گرفته شد که جلسات حضوری با مدیران مالی شرکت‌ها داشته باشند. البته این جلسات جنبه بازآموزی مقررات بورس را داشته ولی هدف بیان حساسیت‌های موجود در بازار سرمایه به مدیران شرکت‌ها است. [۲]

در مورد بازگشایی نمادها بسیاری از سهامداران معتقدند که اگر چه شرایط اقتصادی کشور در توقف‌های طولانی مؤثر است اما وجود اعمال سلیقه در برخی بازگشایی‌ها به بهانه در نظر گرفتن ملاحظات بورس از سوی نهادهای مسئول نیز مزید بر علت

است؛ به نحوی که در برخی موارد میان زمان ارائه اطلاعات از سوی شرکت‌ها و انتشار آنها از سوی سازمان بورس مدت زیادی می‌گذرد. بر این اساس، تشکیل کارگروه تخصصی و تدوین دستورالعمل بازگشایی‌ها با جزئیات دقیق‌تر به نحوی که مواردی همچون الزام زمانی شرکت‌ها در ارائه اطلاعات جدید و الزام زمانی نهاد مسئول در بررسی و انتشار اطلاعات جدید در این زمینه مفید به نظر می‌رسد. [۷]

بسیاری از کارشناسان بازار سرمایه مشکل اصلی را در اقتصادی که دولت نقش غالب دارد و منافع مدیران مستقل از منافع سهامداران تعریف می‌شود یا در اقتصادی که مدیران شرکت‌ها بنا به عدم وجود سیاست‌های بلندمدت در کلان اقتصاد، امکان ارزیابی نتایج پدیده‌های مهم را بر عملکرد شرکت خود ندارند می‌دانند.

بسیاری از سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران معتقدند که بازنده اصلی توقف‌های طولانی که از بلا تکلیفی شرکت‌ها در اطلاع رسانی نشأت می‌گیرد، سرمایه گذاران هستند. سرمایه گذاران در دوره نگهداری سرمایه گذاری خود، از فروش دارایی هایشان باز می‌مانند، بنابراین از این جهت متحمل زیان مادی و بعضاً روحی می‌شوند. چنانچه فروش دارایی آزاد باشد، این امکان وجود دارد که سرمایه گذاران حاضر شوند به قیمت‌هایی نازل‌تری از بازار خارج شوند و سبد دارایی خود را متناسب با ریسک پذیری خاص خود تطبیق دهند، اما توقف نماد از یک طرف اختیار سرمایه سرمایه گذار را از بد او خارج می‌کند و از طرف دیگر تلوینحا ادعای عدم صلاحیت سرمایه گذار را در مدیریت دارایی‌های خود به او تحمیل می‌کند. تحمیل قفل شدگی دارایی‌ها، سهامداران خرد را بیش از هر سرمایه گذار دیگری تحت تأثیر قرار می‌دهد. از آنجا که معمولاً سهام داران خرد پرتفوی متنوعی در اختیار ندارند، بخش قابل توجهی از دارایی خود را قفل شده می‌یابند. [۱۰]

#### ۴. اصلاح مقررات توقف و تعلیق در بازار بورس اوراق بهادار

بازنگری و اصلاح مقررات حاکم بر ساز و کارهای توقف، تعلیق و بازگشایی نمادهای معاملاتی در دو حوزه‌ی فرآیندها و همچنین مسئول با مسئولین انجام هر فرآیند قابل تصور است. در مورد فرآیندها توجه به ارتباط نزدیک ساز و کار توقف نماد معاملاتی با مقررات مربوط به پذیرش، افشای اطلاعات، انضباطی ناشران و نظارت بر معاملات ضرورت دارد. به بیان دیگر هر گونه اصلاح و بازنگری در مقررات مربوط به توقف، تعلیق و بازگشایی نماد معاملاتی باید با توجه به فرآیندهای مربوط به افشای اطلاعات، پذیرش و لغو پذیرش ناشران، اقدامات انضباطی و تنبیهی و همچنین ساز و کارهای معاملاتی صورت گرفته و در صورت نیاز به اصلاح این فرآیندها نیز بپردازد. در شرایط کنونی مقررات ناظر بر توقف و تعلیق نماد معاملاتی در بازار سرمایه ایران نیز در دستورالعمل‌های معاملات، افشای اطلاعات و پذیرش توزیع شده است. از این رو هر گونه بازنگری در مقررات توقف معاملات نیازمند اصلاحات یکپارچه در تمامی مقررات حوزه‌های یادشده است. از دیگر سو با توجه به ارتباط ناگسستنی میان فرآیند توقف و تعلیق با ساز و کارهای افشا، پذیرش، معاملات و انضباطی و تنبیهی ناشران، نمی‌توان مسئولین متفاوتی برای حوزه‌های یادشده متصور بود. هر گونه توقف نماد معاملاتی یا تعلیق آن ریشه در افشای اطلاعات، نقض الزامات پذیرش یا معاملات نامتعارف دارد [۱۱].

. بدین سان مسئول توقف نماد معاملاتی در ادامه این فرآیند نیاز به قدرت قانونی لازم برای دریافت اطلاعات، اخطار و پیگیری احراز دوباره الزامات پذیرش، نظارت بر فرآیندهای معاملاتی و انجام اقدامات انضباطی در صورت نیاز دارد. از این رو هر چند در بسیاری از بازارهای سرمایه در دیگر کشورها، این بورس‌ها هستند که بخش عمده ساز و کار توقف، تعلیق و بازگشایی را بر عهده می‌گیرند اما از دیگر سو در دریافت اطلاعات از ناشران، نظارت بر فعالیت‌ها معاملاتی، پیگیری احراز شرایط پذیرش و از همه مهم‌تر در انجام اقدامات انضباطی نیز دارای اختیار و توانایی هستند. بنابراین در صورت تمایل به تفویض وظایف مربوط به توقف و تعلیق نماد معاملاتی از سوی سازمان بورس به بورس‌های اوراق بهادار، فراهم ساختن بستر قانونی، تجهیز



نیروی انسانی و امکانات سخت افزاری و نرم افزاری امری ضروری به نظر می‌رسد. در ارتباط با بستر قانونی حاکم بر بازار سرمایه موارد زیر در خور توجه هستند [۹]:

□ بر اساس بند ۱۸ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار، یکی از وظایف و اختیارات هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان است.

□ ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار هر ناشری را که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان بورس دریافت کرده، مکلف نموده است که اطلاعات با اهمیت خود شامل صورت‌های مالی، گزارش هیئت مدیره به مجامع، اظهار نظر حسابرس و اطلاعاتی که اثر با اهمیتی بر قیمت اوراق بهادار دارد را به سازمان بورس ارسال کند.

□ بر اساس ماده ۲۹ قانون بازار اوراق بهادار، تأیید صلاحیت مدیران نهادهای مالی (از جمله شرکت‌های سرمایه گذاری و هلدینگ پذیرفته شده در بورس) در اختیار سازمان بورس است. همچنین بر اساس ماده ۱۳ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و آیین نامه اجرایی آن (مصوب هیئت وزیران)، احراز و سلب صلاحیت مدیران ناشران اوراق بهادار (از جمله ناشران پذیرفته شده در بورس) توسط سازمان بورس صورت می‌گیرد. ۴- ماده ۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، اصلاحی ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم، بخشودگی مالیاتی ناشران پذیرفته شده در بورس را منوط به تأیید سازمان بورس کرده است. ۵ بر اساس ماده ۱۴ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید و آیین نامه اجرایی آن (مصوب هیئت وزیران)، اقدامات انضباطی و تنبیهی در صورت نقض قوانین و مقررات از سوی ناشران در اختیار سازمان بورس است. بنابراین هر گونه برخورد انضباطی با ناشران پذیرفته شده در بورس و یا مدیران آنها در صورت انجام تخلف یا تخطی از مقررات (از جمله مقررات ناظر بر افشای اطلاعات در اختیار سازمان بورس است.

□ ماده ۱۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، ناشران را مکلف کرده است تا در صورت درخواست سازمان بورس اسناد، مدارک، اطلاعات و گزارش‌های موردنیاز را به این سازمان ارائه کنند. همچنین بر اساس تبصره ۲ این ماده اگر اسرار تجاری محرمانه از سوی سازمان بورس افشا شود، سازمان مسئول جبران ضرر و زیان وارده خواهد بود. بدین ترتیب سازمان در انتقال اطلاعات به بورس‌های اوراق بهادار دارای محدودیت‌هایی دانسته شده است.

بدین ترتیب مشخص است که ظرفیت‌های قانونی لازم برای الزام شرکت‌ها به ارائه اطلاعات و پاسخ گویی به بورس‌ها در شرایط کنونی وجود نداشته و تمامی الزامات قانونی، جریان نشر اطلاعات را به سوی سازمان بورس هدایت کرده است. این امر با توجه به ارتباط ناگسستنی فرآیند توقف نمادهای معاملاتی با ساز و کار درخواست اطلاعات از ناشران و ضمانت‌های اجرای آن، می‌تواند تفویض وظایف مربوط به توقف و بازگشایی نمادهای معاملاتی به بورس‌ها را با مشکل روبه رو کند. بدین سان می‌توان اصلاح ساز و کارهای قانونی یادشده را پیش نیاز هر گونه تفویض مسئولیت در حوزه توقف و تعلیق نمادهای معاملاتی برشمرد [۹].

۴-۱- بازنگری در تعاریف انجام شده در قوانین سیستم واحدهای استاندارد SI تنها سیستم قابل قبول طرح مسائل می- باشد. در شرایط ویژه که بیان مسئله در سایر سیستم‌ها ضروری است، لازم است معادل‌های استاندارد SI آنها نیز ذکر گردند. توجه گردد که واحدها برای مقادیر ذکر شده در جداول و یا عناوین محورها در اشکال فراموش نشوند.

توقف:

در ماده ۱ آیین نامه معاملات در شرکت بورس، بستن نماد را توقف معاملات هر یک از انواع اوراق بهادار طی دوره معین طبق دستورالعمل مربوطه می‌داند؛ همچنین ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس، توقف نماد را جلوگیری از انجام معامله یک ورقه بهادار برای مدت محدود تعریف می‌کند.

به نظر می‌رسد که مشخص نکردن مدت زمان دقیق جلوگیری از انجام معاملات ورقه بهادار، مشکلات فراوانی را برای سهامداران ایجاد کرده است و بهتر است که توقف معاملات این گونه تعریف شود: جلوگیری از انجام معاملات ورقه بهادار، برای مدت زمان حداکثر ۱۵ روز کاری. [۱۱]

تعلیق:



ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس تعلیق نماد را جلوگیری از انجام معامله یک ورقه بهادار تا رفع دلایل تعلیق می‌داند اما ماده ۱ دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس، تعلیق پذیرش را توقف موقت معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده‌ی ناشر در بورس تعریف کرده است و همچنین ماده ۱ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس، تعلیق پذیرش را توقف موقت معاملات اوراق بهادار درج شده در فهرست نرخ‌های بورس ناشی از نقض مفاد این دستورالعمل تلقی کرده است. بهتر است که تعریف واحدی از تعلیق وجود داشته باشد و تعلیق را جلوگیری از انجام معاملات ورقه بهادار تا رفع دلایل تعلیق در قانون معنا کنیم.

شایعه:

ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار تهران شایعه را اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهمی تعریف کرده است که به طور غیر رسمی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده است و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر با اهمیت داشته باشد. بهتر است که تعریفی دقیق‌تر و جزئی‌نگرتر از شایعه در قانون وجود داشته باشد: اخبار، گزارش‌ها و نقل قول‌های درست یا نادرست منتسب به مدیر عامل، اعضای هیئت مدیره، مدیران داخلی، حساب‌رسان و سایر دارندگان اطلاعات نهانی ناشر در جراید و خبرگزاری‌های رسمی، وب سایت یا انتشارات شرکت به صورت شفاهی، کتبی یا الکترونیکی (اینترنت، پیامک و امثال آن است که شرکت در ارتباط با آن اظهار نظر رسمی به روش‌های مورد تأیید سازمان، نکرده باشد و احتمال این که قیمت را تحت تأثیر قرار داده یا در آینده تحت تأثیر قرار دهد، وجود داشته باشد) [۱۲].

فعالیت نامتعارف:

مطابق ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار تهران فعالیت نامتعارف بازار به هرگونه نوسان نامتعارف در قیمت یا حجم دادوستد اوراق بهادار ناشر اطلاق می‌شود. بهتر است که فعالیت نامتعارف بازار این گونه تعریف گردد: هر گونه نوسان غیر عادی در قیمت، حجم دادوستد یا سفارش‌های خریدوفروش اوراق بهادار [۳].

#### ۴-۲- بازنگری در قوانین توقف کل بازار

سازمان بورس اوراق بهادار مطابق ماده ۳۲ قانون بازار اوراق بهادار، مجاز است با تشخیص شرایط اضطراری، دستور تعطیل و یا توقف انجام معاملات هر یک از بورس‌ها را، حداکثر به مدت سه روز کاری صادر نماید. در صورت تداوم شرایط اضطراری، مدت مزبور با تصویب شورا قابل تمدید خواهد بود و بر اساس تبصره شرایط اضطراری، آن دستورالعمل‌های اجرایی خواهد بود که به پیشنهاد سازمان به به تأیید شورا می‌رسد. مطابق ماده ۴ دستورالعمل اجرایی شرایط اضطراری، شرایط اضطراری شامل موارد زیر می‌شود: [۷]

بند ۱: وقوع رویدادهای غیر مترقبه از قبیل سیل، زلزله، آتش سوزی، شرایط بد آب و هوایی، ناآرامی‌های اجتماعی، عملیات تروریستی، جنگ یا هر واقعه دیگری که امکان ارائه خدمات معاملاتی و یا تسویه را برای بورس‌ها و یا بازارهای خارج از بورس غیر ممکن سازد و یا برای آن تهدید جدی ایجاد نماید.

بند ۲: در صورتی که نقض اساسی در زیر ساخت‌های سخت افزاری با نرم افزاری سامانه معاملاتی یا تسویه‌های به وجود آید .

بند ۳: در صورتی که ارزش بازار بورس یا خارج از بورس طی مدت حداکثر یک روز کاری به میزان پنج درصد کاهش یا افزایش داشته باشد.

تبصره ۱: در صورت تعطیلی یا توقف معاملات بر اثر شرایط موضوع این ماده و وجود امکان تسویه معاملات، امور تسویه باید طبق روال عادی انجام پذیرد. این موضوع هم زمان با اعلام تعطیلی یا توقف معاملات اطلاع رسانی می‌گردد.

تبصره ۲: تغییرات ارزش بازار ناشی از اقدامات شرکتی در محاسبه میزان تغییرات ارزش بازار در شرایط اضطراری لحاظ نمی‌گردد.

به نظر می آید که بند ۳ ماده ۴ از نظر اقتصادی دارای اشکالاتی است و باید این گونه اصلاح گردد: اگر شاخص کل هم وزن در طول یک روز معاملاتی، بیش از ۵ درصد کاهش یابد، معاملات بازار به مدت یک ساعت یا تا پایان بازار هر کدام کمتر باشد متوقف می شود. پس از پایان مدت زمان توقف، معاملات تمامی نمادها معاملاتی با برگزاری حراج از سر گرفته می شود. همچنین حذف تبصره ۲ ماده ۴ بهتر است [۷].

۳-۴ بازنگری در قوانین توقف از پیش تعیین شده

ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس مقرر داشته است که نماد معاملاتی اوراق بهادار پذیرش شده در بورس در موارد زیر توسط بورس متوقف می شود: [۶]

بند ۱: یک روز کاری قبل از برگزاری مجمع عمومی صاحبان سهام بر اساس اطلاعیه دعوت به مجمع منتشره توسط سازمان.  
بند ۲: یک روز کاری قبل از برگزاری جلسه هیئت مدیره ناشر پذیرفته شده جهت تصمیم گیری در خصوص تغییر سرمایه بر اساس اطلاعیه منتشره توسط سازمان.

بند ۳: یک روز کاری قبل از سررسید پرداخت سود علی الحساب اوراق بهادار در صورت تقاضای ناشر پذیرفته شده پیشنهاد می شود که بند ۱ و ۲ این ماده این گونه اصلاح گردد که در پایان روز کاری قبل از برگزاری مجمع عمومی یا در پایان روز کاری قبل از برگزاری جلسه هیئت مدیره، با شرایطی که در خود ماده ذکر شد نماد معاملاتی توسط بورس متوقف شود. همچنین بند ۳ ماده ۱۵ حذف گردد.

در ماده ۱۶ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس مقرر می دارد که بورس، نماد معاملاتی ناشران پذیرفته شده را بلافاصله پس از اعلام سازمان مبنی بر دریافت اطلاعات با اهمیت، در موارد زیر متوقف می کند: [۲]

بند ۱: در صورتی که سود (زیان) قابل اعمال بر اساس پیش بینی های ارائه شده نسبت به سود (زیان) قابل اعمال بر اساس آخرین پیش بینی افشاشده سال مالی مربوطه، بیش از ۲۰ درصد تغییر داشته باشد

بند ۲: در صورتی که سود (زیان) قابل اعمال بر اساس عملکرد واقعی نسبت به سود (زیان) قابل اعمال بر اساس آخرین پیش بینی افشاشده سال مالی مربوطه بیش از ۲۰ درصد تغییر داشته باشد.

بند ۳: در صورتی که سود (زیان) قابل اعمال بر اساس اولین پیش بینی ارائه شده نسبت به سود (زیان) قابل اعمال بر اساس آخرین پیش بینی با عملکرد واقعی سال مالی قبل بیش از ۲۰ درصد تغییر داشته باشد بند ۴: در صورت خرید یا فروش دارایی ثابت و یا سهام به نحوی که قیمت تمام شده آن بیش از ۲۰ درصد ارزش مجموع دارایی ها بر اساس آخرین اطلاعات افشاشده ناشر پذیرفته شده باشد.

تبصره: تغییرات موضوع بندهای ۱ الی ۳، فقط در صورتی که قدر مطلق آن بیش از ۵۰ ریال باشد، منجر به توقف نماد معاملاتی می شود.

در این ماده باید ذکر شود که همزمان با ارسال اطلاعات به سازمان، نماد معاملاتی ناشر متوقف می شود. علاوه بر این در این موضوع مباحثی لازم می آید که قانون گذار به آن نپرداخته است که طی دو ماده پیشنهاد می شود: [۴]

۱- سازمان پس از دریافت اطلاعات موضوع ماده پیشین، طی حداکثر ۳ روز کاری اطلاعات دریافتی را بررسی و اقدامات زیر را انجام می دهد:

در صورت تأیید اطلاعات توسط سازمان، اطلاعات برای عموم منتشر و نماد معاملاتی ۶۰ دقیقه پس از انتشار اطلاعات بدون محدودیت دامنه نوسان با برگزاری حراج بازگشایی می شود.

در صورت عدم تأیید اطلاعات توسط سازمان، اطلاعات ارسالی از سوی ناشر و توضیحات سازمان برای عموم منتشر و با صلاح دید سازمان نماد معاملاتی ۶۰ دقیقه پس از انتشار اطلاعات در حدود دامنه مجاز روزانه قیمت یا بدون محدودیت دامنه نوسان با برگزاری حراج، بازگشایی می شود.

در صورت درخواست اطلاعات تکمیلی از سوی سازمان از ناشر، کلیات اطلاعات ارسالی و توضیحات سازمان برای عموم منتشر می شود. نماد معاملاتی تا زمان دریافت این اطلاعات و تأیید آن توسط سازمان، متوقف باقی می ماند. پس از دریافت اطلاعات

تکمیلی، بنا به صلاحدید سازمان نماد معاملاتی ۶۰ دقیقه پس از انتشار اطلاعات در حدود دامنه مجاز روزانه قیمت یا بدون محدودیت دامنه نوسان بازگشایی می‌شود.

در صورتی که ۳ روز کاری پس از ارسال درخواست سازمان پاسخی از ناشر دریافت نشود، سازمان طی اطلاعیه‌ای اطلاعات دریافتی از ناشر، اطلاعات تکمیلی درخواستی و عدم پاسخگویی ناشر را منتشر و در مورد ادامه توقف، تعلیق یا بازگشایی تصمیم‌گیری می‌کند. تبصره: در صورتی که فرآیند بازگشایی به یک ساعت پایانی معاملات موکول شود، فرآیند یادشده در روز کاری بعد اجرا می‌شود

۲- در صورت وجود اطلاعات با اهمیت، ناشر باید اطلاعیه "افشای اطلاعات با اهمیت" را به سازمان ارسال کند. سازمان حداکثر طی ۳ روز کاری اطلاعات دریافتی را بررسی و اقدامات زیر را انجام می‌دهد: - در صورت تأیید اطلاعیه از سوی سازمان، نماد معاملاتی هم زمان با انتشار این اطلاعیه به عموم، متوقف شده و پس از ۶۰ دقیقه با صلاحدید سازمان نماد معاملاتی ناشر در حدود دامنه مجاز روزانه قیمت یا بدون محدودیت دامنه نوسان با برگزاری حراج، بازگشایی می‌شود. - در صورت عدم تأیید اطلاعیه توسط سازمان و درخواست اطلاعات تکمیلی، معاملات نماد معاملاتی ناشر همچنان ادامه یافته یا با صلاحدید سازمان تا زمان دریافت اطلاعات تکمیلی و تأیید آن متوقف می‌شود. در صورت توقف نماد معاملاتی، پس از دریافت اطلاعات تکمیلی، بنا به صلاحدید سازمان نماد معاملاتی ۶۰ دقیقه پس از انتشار اطلاعات در حدود دامنه مجاز روزانه قیمت یا بدون محدودیت دامنه نوسان بازگشایی می‌شود. - در صورتی که ۳ روز کاری پس از ارسال درخواست سازمان پاسخی از ناشر دریافت نشود، سازمان طی اطلاعیه‌ای اطلاعات دریافتی از ناشر، اطلاعات تکمیلی درخواستی و عدم پاسخگویی ناشر را منتشر و در مورد ادامه توقف، تعلیق یا بازگشایی تصمیم‌گیری می‌کند. تبصره: در صورتی که فرآیند بازگشایی به یک ساعت پایانی معاملات موکول شود، فرآیند یادشده در روز کاری بعد اجرا می‌شود. [۳]

#### ۴-۴ بازنگری در مقررات توقف صلاحیددی

در ارتباط با توقف صلاحیددی سه ماده در قوانین بورسی ما وجود دارد:

ماده ۶ آیین نامه معاملات در شرکت بورس مقرر می‌دارد که هیئت مدیره "بورس" می‌تواند در مواردی که نوسان غیر عادی در قیمت پیشنهادی یا معاملاتی اوراق بهادار در هر جلسه مشاهده کند، از انجام معامله جلوگیری کند. چگونگی انجام کار در دستورالعمل "توقف معاملات" خواهد آمد. هیئت مدیره بورس می‌تواند اختیارات موضوع این ماده را به مدیر عامل تفویض کند. [۱]

ماده ۱۸ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس مقرر می‌دارد که در صورتی که معاملات اوراق بهادار مظنون به استفاده از اطلاعات نهانی یا دستکاری قیمت باشد، بورس می‌تواند رأساً یا به موجب اعلام سازمان نماد معاملاتی اوراق بهادار را متوقف نماید. بازگشایی نماد معاملاتی پس از بررسی‌های لازم و حداکثر تا پایان روز معاملاتی بعد حسب مورد به تشخیص بورس یا سازمان خواهد بود.

علاوه بر مواردی که در قانون درباره توقف صلاحیددی وجود دارد مواردی هستند که به آنها پرداخته نشده است و در این مورد با خلا قانونی مواجه هستیم که پیشنهاد می‌شود موادی با این محتوا در قانون گنجانده شود. ماده پیشنهادی در مورد شایعات:

در صورت وجود شایعه در بازار، ناشر می‌تواند همراه با اطلاعیه شفاف سازی به سازمان درخواست توقف نماد معاملاتی را ارائه دهد. در صورت انتشار شایعات و عدم درخواست توقف از سوی ناشر، سازمان خود نیز می‌تواند از ناشر درخواست اطلاعات کند و ناشر مکلف است حداکثر ۳ روز کاری اطلاعیه شفاف سازی را ارسال کند. در هر صورت توقف نماد معاملاتی بنا به صلاحدید سازمان خواهد بود.

اطلاعیه شفاف سازی باید شامل یکی از موارد زیر باشد: [۲]

-در صورت درستی شایعه، تأیید آن به همراه اطلاعات تکمیلی موردنیاز

-در صورت تفسیر نادرست اطلاعات موجود باشد، تفسیری درست از آن

-در صورت نادرستی شایعه، تکذیب آن

-در صورت نبود دلیل قانع کننده‌ای برای شایعه، توضیحات ناشر مبنی بر بی اطلاعی از ماهیت مبدأ شایعه و نبود اطلاعات مهمی جدید در مورد ناشر

ماده پیشنهادی در مورد فعالیت نامتعارف:

اگر فعالیت نامتعارفی به تشخیص سازمان بر روی یک نماد معاملاتی وجود داشته باشد و سازمان دلیل قانع کننده‌ای برای آن پیدا نکند، می‌تواند از ناشر درخواست اطلاعات کرده و بنا به صلاحدید خود تا زمان دریافت اطلاعات نماد معاملاتی را متوقف کند. در این صورت ناشر باید حداکثر طی ۳ روز کاری در اطلاعیه شفاف سازی یکی از موارد زیر را مشخص کرده و به سازمان ارسال کند:

-اگر این فعالیت نامتعارف ناشی از وجود اطلاعات مهمی باشد که قبلاً به بازار اعلام نشده، افشای این اطلاعات؛

-اگر ناشر دلیل قانع کننده‌ای برای این فعالیت پیدا نکند، توضیح ناشر مبنی بر بی اطلاعی از دلایل این فعالیت‌های نامتعارف و نبود اطلاعات مهم جدید در مورد ناشر [۵].

ماده پیشنهادی در مورد ابهام اساسی:

در شرایط وجود ابهام اساسی نسبت به اطلاعات ناشر که احتمال تأثیر گذاری آن بر قیمت یا حجم معاملات نماد ناشر وجود داشته باشد، سازمان می‌تواند ناشر را ملزم به ارائه اطلاعات کرده و بنا به صلاحدید خود تا زمان دریافت اطلاعات، نماد معاملاتی را متوقف کند. در این صورت ناشر باید حداکثر طی ۳ روز کاری در اطلاعیه شفاف سازی، اطلاعات یا برنامه زمان بندی برای رفع ابهام را به سازمان ارسال کند. [۶]

ماده پیشنهادی در مورد اقدامات سازمان پس از دریافت اطلاعات:

سازمان پس از دریافت اطلاعات از مواد پیشین، حداکثر طی ۳ روز کاری اطلاعات دریافتی را بررسی و اقدامات زیر را انجام می‌دهد:

پس از تأیید اطلاعیه شفاف سازی، اطلاعات منتشر شده و ۶۰ دقیقه پس از انتشار اطلاعات، نماد معاملاتی ناشر در حدود دامنه مجاز روزانه قیمت یا بدون محدودیت دامنه نوسان با برگزاری حراج، بازگشایی. در صورت باز بودن نماد معاملاتی، سازمان می‌تواند نسبت به توقف نماد پیش از انتشار اطلاعات تصمیم‌گیری کند.

در صورت عدم تأیید اطلاعیه شفاف سازی، سازمان اطلاعات تکمیلی را از ناشر درخواست می‌کند. در صورتی که ۳ روز کاری پس از ارسال درخواست پاسخی از ناشر دریافت نشود، سازمان طی اطلاعیه‌ای اطلاعات دریافتی از ناشر، اطلاعات تکمیلی درخواستی و عدم پاسخگویی ناشر را منتشر و در مورد ادامه توقف، تعلیق یا بازگشایی تصمیم‌گیری می‌کند. تبصره: در صورتی که فرآیند بازگشایی به یک ساعت پایانی معاملات موکول شود، فرآیند یادشده در روز کاری بعد اجرا می‌شود.

همچنین ماده ۱۹ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس مقرر می‌دارد که بورس باید دلیل توقف نماد معاملاتی را حداکثر تا پایان روز کاری توقف نماد معاملاتی اطلاع رسانی نماید. همچنین بورس مکلف است حداقل ۱۵ دقیقه قبل از بازگشایی نماد معاملاتی مراتب را به اطلاع عموم برساند [۸]

#### ۵-۴ بازنگری در قوانین تعلیق

در مورد قوانین تعلیق نماد معاملاتی نیز مواردی وجود هستند که نیاز به اصلاح دارند و همچنین با خلأهای قانونی مواجه هستیم. ماده ۱۷ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار، در موارد زیر نماد معاملاتی را توسط بورس به حالت تعلیق در می‌آورد و رفع تعلیق نماد معاملاتی را منوط به رفع دلایل تعلیق میداند:

-در صورتی که بنا به اعلام سازمان حسابرس و بازرس قانونی نسبت به صورتهای مالی ناشر پذیرفته شده، اظهار نظر مردود "یا" عدم اظهار نظر "ارائه نموده باشد؛

-در صورت تعلیق پذیرش طبق دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران. تبصره: سازمان می تواند جهت پیشگیری از تضییع حقوق سرمایه گذاران، در شرایطی که ابهام اساسی نسبت به شفافیت اطلاعات ناشر وجود داشته باشد یا حسب اطلاع ناشر مبنی بر وجود اطلاعات مهم ( با اهمیت نماد معاملاتی ناشر پذیرفته شده را تعلیق نماید. اما پیشنهاد می گردد که در موارد زیر نماد معاملاتی تعلیق شود :

-در صورتی که بنا به اعلام سازمان حسابرس و بازرس قانونی نسبت به صورتهای مالی ناشر پذیرفته شده، اظهار نظر مردود "یا" عدم اظهار نظر "ارائه نموده باشد .

-بنا به صلاحدید سازمان در موارد نقض دستورالعمل پذیرش، ضوابط افشا، نقض اصول راهبری شرکتی

-بنا به صلاحدید سازمان در صورت تداوم توقف معاملات

همچنین به نظر می آید که نیازی به تبصره ماده ۱۷ نیست زیرا ماده پیشنهادی این تبصره در توقف صلاحیددی ارائه شده است. [۱۰]

ماده پیشنهادی در مورد تعلیق:

در صورتی که نماد معاملاتی ناشر به حالت تعلیق در آید، ناشر باید حداکثر طی ۱۰ روز کاری در گزارشی دلایل نقض مقررات و اثرات آن را به سازمان اعلام نماید. پس از تأیید گزارش، ناشر طی اطلاعیه ای دلایل نقض مقررات و اثرات آن را به عموم اعلام می نماید. در صورت درخواست سازمان ناشر باید برنامه زمان بندی مشخصی برای رفع دلایل تعلیق اعلام کند و در فواصل زمانی مشخصی که به تأیید سازمان می رسد، میزان پیشرفت در رفع عوامل تعلیق را گزارش دهد. سازمان می تواند در صورت صلاحدید نسبت به انتشار اطلاعات یاد شده و بازگشایی نماد معاملاتی اقدام نماید. سازمان می تواند در صورت عدم پاسخ گویی ناشر مراتب را به اطلاع عموم برساند. [۱۲]

تبصره ۱: در صورتی که تعلیق نماد معاملاتی به دلیل نقض قوانین و مقررات بازار سرمایه صورت گرفته باشد و با گذشت ۳۰ روز کاری ناشر از رعایت مقررات مربوطه به گونه ای که منجر به رفع تعلیق شود، خودداری کند، سازمان می تواند موارد را برای بررسی به کمیته رسیدگی به تخلفات ارجاع دهد. تبصره ۲: در صورت تعلیق نماد معاملاتی، بازگشایی آن بنا به صلاحدید سازمان منوط به پرداخت دوباره حق درج توسط ناشر خواهد بود. تبصره ۳: در صورت تعلیق نماد معاملاتی سازمان می تواند از تأیید خود، موضوع ماده ۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید در ارتباط با بخشودگی مالیاتی موضوع ماده ۱۴۳ قانون مالیات های مستقیم در مورد ناشر تعلیق شده خودداری کند. همچنین ماده ۳۵، ۳۶، ۳۸ و ۳۹ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس نیز در موضوع با قانون مداری شرکت ها در بورس و رعایت حقوق سهامداران است.

ماده ۳۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس: شرکتی که اوراق بهادار آن در بورس پذیرفته شده، باید اصول راهبری شرکتی مصوب هیئت مدیره سازمان را رعایت نموده و از تطبیق عملیات شرکت با استانداردها، اهداف شرکت و قوانین و مقررات مربوط اطمینان حاصل کند. تغییر موضوع اصلی فعالیت این شرکت ها صرفا پس از موافقت هیئت پذیرش امکان پذیر خواهد بود. [۵]

ماده ۳۶ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس: ناشر اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس، موظف است مقررات مربوطه از جمله الزامات این دستورالعمل و ضوابط افشای اطلاعات ناشران مصوب سازمان را رعایت نماید.

ماده ۳۸ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس: در صورت عدم ایفای تعهدات ناشر، مطابق با مواد ۳۵ و ۳۶ این دستورالعمل، بورس می تواند با رعایت حقوق سهامداران، پذیرش اوراق بهادار پذیرفته شده را حداکثر برای مدت ۳ ماه به حال تعلیق در آورد. تعلیق اوراق بهادار پذیرفته شده برای مدتی بیش از ۳ ماه منوط به موافقت هیئت پذیرش خواهد بود. در هر صورت مدت تعلیق موضوع این ماده حداکثر ۶ ماه خواهد بود.

ماده ۳۹ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس: سازمان می‌تواند در صورت عدم ایفای وظایف ناشر مطابق مواد ۳۵ و ۳۶ این دستورالعمل، دستور تعلیق پذیرش اوراق بهادار پذیرفته شده را به بورس صادر نماید. تشخیص مدت تعلیق موضوع این ماده، با سازمان خواهد بود. [۳]

#### ۴-۶ بازنگری در قوانین بازگشایی

ماده ۲۰ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار شرایط بازگشایی را وضع کرده است. بازگشایی نمادهای معاملاتی ورقه بهادار با اعلام سازمان و طبق شرایط زیر انجام می‌شود:

□ حداکثر دو روز کاری پس از برگزاری مجمع عمومی عادی ناشر پذیرفته شده که تصمیمات آن تصویب صورت‌های مالی یا تقسیم سود باشد، بدون محدودیت دامنه نوسان؛

□ حداکثر دو روز کاری پس از برگزاری مجمع عمومی عادی که موضوع آن سایر موارد غیر از بند ۱ باشد، با محدودیت دامنه نوسان؛

□ حداکثر دو روز کاری پس از برگزاری مجمع عمومی فوق العاده‌ای که تصمیمات آن منجر به تغییر سرمایه ناشر پذیرفته شده نگردد، با اعمال محدودیت دامنه نوسان [۱۱]؛

□ حداکثر دو روز کاری پس از برگزاری مجمع عمومی و یا جلسه هیئت مدیره در خصوص تغییر سرمایه با انتشار هر گونه اوراق بهادار دیگر به منظور تأمین مالی، بازگشایی نماد طی مهلت مقرر در این بند منوط به افشای پیش بینی پس از اعمال اثرات تغییر سرمایه با انتشار اوراق بهادار، بدون محدودیت دامنه نوسان؛

□ نمادهای معاملاتی که به موجب ماده ۱۶ متوقف شده اند، در اولین جلسه معاملاتی پس از افشای اطلاعات، بدون محدودیت دامنه نوسان؛

□ در صورتی که نماد معاملاتی اوراق بهادار قبل از سررسید پرداخت سود علی الحساب متوقف شده باشد، در روز معاملاتی پس از سررسید بازگشایی خواهد شد. تبصره: مواعد زمانی جهت بازگشایی نمادهای موضوع این ماده، در شرایط خاص و با دستور مدیر عامل بورس می‌تواند حداکثر با یک روز تأخیر اعمال گردد.

به نظر می‌آید که بهتر است مواردی از این ماده اصلاح گردد و بند ۴ ماده ۲۰ این گونه باشد که حداکثر دو روز کاری پس از برگزاری مجمع عمومی و یا جلسه هیئت مدیره در خصوص تغییر سرمایه و همچنین بنده و بند ۶ ماده ۲۰ حذف شود. [۹]

ماده ۲۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس مقرر می‌دارد که در صورت رفع دلایل تعلیق نمادهای معلق، بازگشایی نماد با اعلام سازمان بوده و چگونگی اعمال محدودیت دامنه نوسان توسط سازمان تعیین می‌شود.

۵. نتیجه گیری

از مجموع مباحث این مقاله می‌توان نتیجه گرفت که قوانین و مقررات وضع شده در خصوص توقف نمادهای معاملاتی حاوی ابهامات و خلایه‌هایی هستند که قابل بهبود در راستای احقاق حقوق سهام داران می‌باشند. مقررات ناظر بر توقف و تعلیق نماد معاملاتی در بازار سرمایه ایران در دستورالعمل‌های معاملات، افشای اطلاعات و پذیرش توزیع شده است. از این رو هر گونه بازنگری در مقررات توقف معاملات نیازمند اصلاحات یکپارچه در تمامی مقررات حوزه‌های یادشده است. علاوه بر نیاز به نظام قانون مند در خصوص توقف نماد معاملاتی، بورس اوراق بهادار تهران نیازمند به مقامات ناظر قوی و همچنین ضمانت اجرای مستحکم برای حفظ حقوق سهام داران و رونق بازار بورس اوراق بهادار می‌باشد.

تحقیقات اقتصاددانان نشان داده است که اگر چه میزان نوسان پذیری قیمت پس از توقف نمادهای معاملاتی در همان سطح باقی مانده ولی اطلاعات به طور کارآتر در قیمت‌ها منعکس شده و تغییرات قیمت‌ها نیز در حد پایین است و همچنین میزان اطلاعات نهانی پس از انتشار اطلاعات به وسیله شرکت‌ها کاهش یافته و سرمایه گذاران امیدوار به نقد شوندگی بیشتر در بازار می‌شوند. توقف معاملات موجب می‌گردد تا سرمایه گذاران زمان بیشتری برای ارزیابی اطلاعات جدید منتشر شده داشته باشند به طوری که هیچ گروه خاصی در بازار موفق به سو استفاده از اطلاعات و بهره برداری ناعادلانه از معاملات نشود. از دیگر

مزایای توقف معاملات آن است که شفاف سازی اطلاعاتی موجب کاهش عدم اطمینان در میان سهامداران می‌گردد. توقف نماد موجب نظم در بازار نیز می‌گردد و شرایطی را فراهم می‌کند تا تمامی سرمایه گذاران به اطلاعاتی که در تصمیم‌گیری آنها در مورد سهمی خاص مؤثر است دسترسی هم زمان داشته باشند.

علاوه بر این توقف معاملات موجب افشای اطلاعات و برخورد مناسب با شایعات و شرایط نامتعارف می‌شود و با ارائه اطلاعات جدید به بازار و تأیید یا تکذیب اخبار غیر رسمی و شایعات از طرف ناشر فرصت کافی برای ارائه اطلاعات جدید را ایجاد می‌کند. اگرچه تمامی این مزایا باعث شده است تا بورس بسیاری از کشورها همانند بورس اوراق بهادار تهران از مکانیزم توقف نمادهای معاملاتی برای کنترل بازار استفاده کنند، اما نکات منفی بسیاری نیز به خصوص در بازارهای نوظهور در این مورد وجود دارد. از مهم‌ترین کاستی‌هایی که در بورس اوراق بهادار موجب عدم جاذبه بازار خصوصاً برای سرمایه داران خرد شده است عدم وجود و در مواردی ابهام قوانین و مقررات مربوط به توقف نمادهای معاملاتی است که در متن تحقیق به تفصیل به آن پرداخته شده است. این امر سبب آن شده است که در بین مسئولان امر در سازمان بورس اوراق بهادار روش‌های نانوشته و کیفی اعمال گردد در حالی که قوانین و مقررات دربندهای کلی در رابطه با توقف نمادهای معاملات به تصویب رسیده است. همچنین عدم وجود قوانین سخت گیرانه در رابطه با شرکت‌ها، افراد حقیقی و حقوقی سوء استفاده گر، از اطلاعات شرکت‌ها نیز از دیگر ضعف‌ها به شمار می‌آید. همچنین طولانی شدن مدت زمان توقف نماد معاملاتی بعضی از شرکت‌ها، چه به دلیل توقف صلاحیتی و چه توقف خودکار، سبب شده است که بسیاری از سهام داران خرد با بلوکه شدن دارایی شان مواجه شوند و در نتیجه شکست خورده و از بازار بورس خارج شوند. از دیگر معایب توقف معاملات آن است که موجب به تأخیر انداختن فرآیند کشف قیمت شده و هزینه اضافی به سهامداران تحمیل می‌کند و در نهایت موجب عدم ایفای حقوق سهامداران می‌شود. همچنین تأثیر توقف معاملات بر نوسانات آتی ناچیز و کوتاه مدت است و توقف معاملات موجب تأخیر در فرآیند کشف قیمت می‌شود و افزایش نوسان قیمت سهم قبل از توقف و افزایش شکاف بین مظنه‌های عرضه و تقاضا را در پی دارد.

بازنگری و اصلاح مقررات حاکم بر ساز و کارهای توقف، تعلیق و بازگشایی نمادهای معاملاتی در دو حوزه فرآیندها و همچنین مسئول با مسئولین انجام هر فرآیند قابل تصور است. در مورد فرآیندها توجه به ارتباط نزدیک ساز و کار توقف نماد معاملاتی با مقررات مربوط به پذیرش، افشای اطلاعات، انضباطی ناشران و نظارت بر معاملات ضرورت دارد. به بیان دیگر هر گونه اصلاح و بازنگری در مقررات مربوط به توقف، تعلیق و بازگشایی نماد معاملاتی باید با توجه به فرآیندهای مربوط به افشای اطلاعات، پذیرش و لغو پذیرش ناشران، اقدامات انضباطی و تنبیهی و همچنین ساز و کارهای معاملاتی صورت گرفته و در صورت نیاز به اصلاح این فرآیندها نیز بپردازد. در شرایط کنونی مقررات ناظر بر توقف و تعلیق نماد معاملاتی در بازار سرمایه ایران نیز در دستورالعمل‌های معاملات، افشای اطلاعات و پذیرش توزیع شده است. از این رو هر گونه بازنگری در مقررات توقف معاملات نیازمند اصلاحات یکپارچه در تمامی مقررات حوزه‌های یادشده است. از دیگر سو با توجه به ارتباط ناگسستنی میان فرآیند توقف و تعلیق با سازوکارهای افشا، پذیرش، معاملات و انضباطی و تنبیهی ناشران، نمی‌توان مسئولین متفاوتی برای حوزه‌های یادشده متصور بود. هر گونه توقف نماد معاملاتی یا تعلیق آن ریشه در افشای اطلاعات، نقض الزامات پذیرش یا معاملات نامتعارف دارد. بدین سان مسئول توقف نماد معاملاتی در ادامه این فرآیند نیاز به قدرت قانونی لازم برای دریافت اطلاعات، اخطار و پیگیری احراز دوباره الزامات پذیرش، نظارت بر فرآیندهای معاملاتی و انجام اقدامات انضباطی در صورت نیاز دارد.

## منابع

۱. آستانه، ح. (۱۳۸۵)، "بررسی تأثیر توقف معاملات در بورس اوراق بهادار ایران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، تهران.



۱۲. اکبری سفیده، م. (۱۳۹۵)، "ارزیابی حسابرسی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران"، سومین کنفرانس ملی علوم مدیریت نوین و برنامه‌ریزی پایدار ایران، مرکز راهکارهای دستیابی به توسعه پایدار -موسسه آموزش عالی مهر اروند، تهران، ۴۵-۵۲.
۱۳. بازوکار، ف. (۱۴۰۰) "تاثیر توقف نماد معاملاتی در بورس اوراق بهادار بر حقوق سهامداران"، نهمین کنفرانس بین‌المللی مطالعات حقوقی و قضایی، تهران، ۱۵۱-۱۸۲.
۱۴. بتشکن، م. و رهبری خرازی، م. (۱۳۸۸)، "حاکمیت شرکتی میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه بصیرت، شماره ۴، تهران، ۱۱۵-۱۲۷.
۱۵. حسنی کلوانی، ز. و شیرنژاد، ل. (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و چرخه عمر شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، کنفرانس بین‌المللی نخبگان مدیریت، موسسه سرآمد همایش کارین، تهران، ۷۵-۸۳.
۱۶. دموری، د. و زارعی، م. (۱۳۹۳). "تحلیل تاثیر توقف نماد معاملاتی بر کیفیت بورس اوراق بهادار تهران"، مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره سوم، یزد، ۴۹-۶۲.
۱۷. رهبری خرازی، م. (۱۳۸۳)، "مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان"، پایاننامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
۱۸. زارعی، م. و دموری، د. (۱۳۹۲)، "بررسی تاثیر توقف نماد معاملاتی بر فعالیت معامله در بورس اوراق بهادار تهران"، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، ۱۶۱-۱۷۲.
۱۹. سلطانی، م. (۱۳۹۱)، "تبیین و تحلیل جایگاه ماده ۳۳ قانون برنامه پنجساله پنجم توسعه، جمهوری اسلامی ایران در بازار سرمایه"، کشور فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲، تهران، ۹۶-۱۰۸.
۱۰. صالحی، ن.، تقی پور، ب.، شفیعی، ح. (۱۴۰۰)، "نظام حاکم بر ضمانت اجرای قراردادی در بازار سرمایه"، دانشگاه خوارزمی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، تهران.
۱۱. مهربان پور، م. و سادات میری چیمه، ف. (۱۳۹۶)، "بررسی راهبری شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران"، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و حسابداری، موسسه آموزش عالی صالحان، تهران، ۱۱۹-۱۳۴.
۱۲. نظری، ر.، احمدپور، ا.، بهمنی، م. (۱۳۹۷)، "تاثیر توقف نماد معاملاتی در بورس اوراق بهادار تهران بر حقوق سهامداران"، دانشگاه شهید باهنر کرمان، دانشکده حقوق و الهیات، کرمان.