

Reviewing the Right of the Stock Market Consumer to Disclose Critical Information with a Comparative Study (According to the Latest Amendments to the Instruction on the Disclosure of Information by Registered Companies to the Organization Approved in 2007)

Abbas Ghasemi Hamed^{1*}, Yousef Barari Chenari²

1. Professor, Department of Economic Law, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

*Corresponding Author: Email: gh-hamed@sbu.ac.ir

2. PhD in Private Law, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

Email: Barariy@yahoo.com



S.D.I.L.
The SD Institute of Law
Research & Study



Publisher:

Shahr-e- Danesh
Research And Study
Institute of Law

Article Type:

Original Research

DOI:

10.48300/jlr.2024.425171.2493

Received:

24 October 2023

Accepted:

1 January 2024

Published:

4 January 2025



ABSTRACT

Consumers of stock exchanges or retail investors who are natural or legal persons who are non-specialized and with the goal of earning money, Without a career or a major job for them, Buy and sell securities on the stock market, Similar to other consumers, Due to its informational and economic weakness, They have special rights, including access to information which is the most valuable asset in the stock exchange and plays a vital role in the decision-making and trading of securities and is disclosed in the form of disclosure by the publisher. From the information discussed on three types, Important information, or in accordance with the Execution Instructions for the disclosure of information by companies registered with the Organization in 1386 as amended 14/9/1396 important information is more relevant than the rest of the market and plays a role in the market

Copyright & Creative Commons:

© The Author(s). 2021 Open Access. This article is licensed under a Creative Commons Attribution Non-Commercial License 4.0, which permits use, distribution and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. To view a copy of this licence, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.



and that's why there's a requirement for immediate disclosure. While for other information, the publisher has certain deadlines for disclosure. In contrast to the relevant information that is correct and Right, There are rumors which is also an important, but misleading, type and through informal and illegal publication it is either endorsed or denied by the publisher and is destructive and may affect the market. In this case, the task of presenting the transparency report to the publisher is intended to neutralize it. Of course, the criminal, disciplinary and civil responsibility of the publisher remains in case of violation of her duty.

Keywords: Consumer, Stock Exchange, Disclosure, Important Information, Rumors.

Excerpted from the Ph.D. thesis entitled "Analysis of Consumer Rights in the Stock Exchange", Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

Funding:

The author(s) received no financial support (funding, grants, and sponsorship) for the research, authorship, and/or publication of this article.

Author contributions:

Abbas Ghasemi Hamed: Conceptualization, Methodology, Software, Validation, Formal Analysis, Investigation, Resources, Data Curation, Writing - Original Draft, Writing - Review & Editing, Visualization, Supervision, Project Administration.

Yousef Barari Chenari: Conceptualization, Methodology, Software, Validation, Formal Analysis, Investigation, Resources, Data Curation, Writing - Original Draft, Writing - Review & Editing, Visualization, Supervision, Project Administration.

Competing interests: The authors declare that they have no competing interests.

Citation:

Ghasemi Hamed, Abbas & Yousef Barari Chenari. "Reviewing the Right of the Stock Market Consumer to Disclose Critical Information with a Comparative Study (According to the Latest Amendments to the Instruction on the Disclosure of Information by Registered Companies to the Organization Approved in 2007)". *Journal of Legal Research*, 23, no. 60 (January 4, 2025), 71-108.

Extended Abstract

Consumers of the stock exchange or small investors who are natural or legal persons who are non-specialists and with the aim of earning money, without having the aspect of profession and main job for them, buy and sell securities in the stock market, similar to other Consumers, due to their informational and economic weakness, have special rights, which include access to information, which is the most valuable asset in the stock market and plays a vital role in decision-making and securities transactions, and is presented in the form of information disclosure by the publisher. be made The importance of this has become more apparent due to the specialization of stock market transactions and the non-specialization of its consumers, and it has also attracted the attention of developed countries. According to Clause 4, Article 1, of the executive directive for information disclosure of companies registered with the organization, approved on 5/3/2016, by the Board of Directors of the Securities and Exchange Organization, last amended on 9/14/2016, disclosure is the public and timely publication of information in accordance with the rules of the said directive. And features such as public access, the need for accuracy and timeliness are its accessories. Regarding the first feature, the public mentioned in the instructions includes both active and actual consumers of the stock market and potential consumers. Regarding the necessity of the above-mentioned authenticity, according to the repeated article 2 of the disclosure directive, "disclosed information should not be false, untrue, misleading, baseless, exaggerated and incomplete, and should not create a wrong image in the minds of investors regarding the current situation of the publisher." So that it can be said that even if after disclosing the information, the publisher discovers that the information was incorrect at the time of disclosure, or that the information that was correct at the time of publication has become incorrect as a result of changes made after the disclosure of information. And, the publisher will be obliged to correct and update the disclosed information. In American law, neither in the Securities Act of 1933 nor in the Securities Exchange Act of 1934, this is not foreseen, but the jurisprudence with a broad interpretation of Article (b) 10 of the 1934 Act, removes this obligation. Regarding the third feature, which is the timely disclosure of information, it should be said; Information should reach the consumer as soon as possible after its formation. Among the discussed information, which is of three types, important information or, in the interpretation of the executive directive for information disclosure of companies registered with the organization approved in 1386 in its latest amendment dated 9/14/1396, important information, is more important than others and in The market plays a role, and for this reason, it is required to disclose immediately,

whether it is positive or negative information of the company. While in the case of other information, the publisher has specific deadlines for their disclosure, and it is referred to as disclosure with specific deadlines, which is stated in Article 45 of the Securities Market of 1384 amended in 1390 of our country. In contrast to the important information that is true and correct, there are rumors, which are important information, but considered to be false and misleading, and were published informally and illegally, and have not been confirmed or denied by the publisher, and may be destructive. take over the market In this case, the task of presenting a clarification report is on the publisher to neutralize it. Of course, the criminal, disciplinary and civil responsibility of the publisher remains in case of violation of his duty. Obviously, the aforementioned criminal enforcement guarantee is the most severe type of dealing with the offending publisher and under titles such as misuse of confidential information, providing causes for the disclosure and publication of confidential information in other than prescribed cases, trading based on confidential information in the securities market law, manipulation of the securities market and Knowledgeable and intentional misuse of any information, documents, documents or false reports related to securities is foreseen. Disciplinary responsibility is also comprehensively stated in Article 35 of the Securities Market Law and Articles 17 and 18 of the Executive Regulations of the Securities Market Law of the Islamic Republic of Iran approved in 2016. In terms of civil liability, the legislator has provided for a two-stage process and mandatory arbitration of disputes in case of failure to reach a compromise in the centers in Article 36 of the Securities Market Law. This article states: "Disputes between brokers, market operators, brokers/dealers, investment advisors, publishers, investors and other related parties arising from their professional activities will be handled by the arbitration board if there is no compromise in the centers." Therefore, although this is foreseen in the laws of advanced countries such as America, but in those countries, unlike Iran, referring to arbitration in the field of stock market disputes is subject to the agreement of the parties according to the general rules. An issue that is not considered in our country.

بررسی حق مصرف‌کننده بورس اوراق بهادار بر افشای اطلاعات بااهمیت با مطالعه تطبیقی (بر اساس آخرین اصلاحات دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶)

عباس قاسمی حامد^۱، یوسف براری چناری^۲

۱. استاد، گروه حقوق اقتصادی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

*نویسنده مسئول: gh-hamed@sbu.ac.ir

۲. دکترای حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

Barariy@yahoo.com

چکیده:

مصرف‌کنندگان بورس اوراق بهادار یا سرمایه‌گذاران خرد که شخص حقیقی یا حقوقی غیرمتخصص بوده و با هدف کسب درآمد، بدون اینکه برای آنها جنبه حرفه و شغل اصلی داشته باشد، اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار در بازار بورس می‌نمایند، مشابه سایر مصرف‌کنندگان به دلیل ضعف اطلاعاتی و اقتصادی خود، حقوق ویژه‌ای دارند که از جمله آنها دستیابی به اطلاعات است که ارزشمندترین دارایی در بورس بوده و نقش حیاتی در تصمیم‌گیری و معاملات اوراق بهادار داشته و در قالب افشای اطلاعات توسط ناشر مطرح می‌گردد. از بین اطلاعات مورد بحث که بر سه نوع است، اطلاعات مهم یا به تعبیر دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶ در آخرین اصلاحیه خود مورخه ۱۳۹۶/۹/۱۴، اطلاعات بااهمیت، بیش از سایرین مورد توجه بوده و در بازار نقش‌آفرین است و به همین سبب الزام به افشای فوری برای آن مقرر شده است. در حالی که در مورد سایر اطلاعات، ناشر برای افشای آنها



پژوهش‌کده حقوق



نوع مقاله:

پژوهشی

DOI:

10.48300/jlr.2024.425171.2493

تاریخ دریافت:

۲ آبان ۱۴۰۲

تاریخ پذیرش:

۱۱ دی ۱۴۰۲

تاریخ انتشار:

۱۵ دی ۱۴۰۳

کپی‌رایت و مجوز دسترسی آزاد:



کپی‌رایت مقاله در مجله پژوهش‌های حقوقی نزد نویسنده (ها) حفظ می‌شود. کلیه مقالاتی که در مجله پژوهش‌های حقوقی منتشر می‌شوند با دسترسی آزاد هستند. مقالات تحت شرایط مجوز 4.0 Creative Commons Attribution Non-Commercial License منتشر می‌شوند که اجازه استفاده، توزیع و تولید مثل در هر رسانه‌ای را می‌دهد، به شرط آنکه به مقاله استناد شود. جهت اطلاعات بیشتر می‌توانید به صفحه سیاست‌های دسترسی آزاد مراجعه کنید.



دارای مهلت‌های خاصی است. در مقابل اطلاعات بااهمیت که صحیح و درست می‌باشد، شایعات وجود دارد که آن‌هم نوعی اطلاع مهم ولی از نوع خلاف واقع و گمراه‌کننده تلقی و از طریق غیررسمی و غیرقانونی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده و مخرب بوده و ممکن است بازار را فرا گیرد. در این صورت تکلیف ارائه گزارش شفاف‌سازی بر عهده ناشر جهت خنثی‌سازی آن در نظر گرفته شده است. البته مسئولیت کیفری و انضباطی و مدنی ناشر در صورت تخطی از تکلیف خود پابرجاست.

کلیدواژه‌ها:

مصرف‌کننده، بورس اوراق بهادار، افشا، اطلاعات بااهمیت، شایعات.

برگرفته از رساله دکتری با عنوان «بررسی حقوق مصرف‌کننده در بورس اوراق بهادار»، دانشکده حقوق، دانشگاه

شهید بهشتی، تهران، ایران.

حامی مالی:

این مقاله هیچ حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان:

عباس قاسمی حامد: مفهوم‌سازی، روش‌شناسی، استفاده از نرم‌افزار، اعتبارسنجی، تحلیل، تحقیق و بررسی، منابع، نظارت بر داده‌ها، نوشتن - پیش‌نویس اصلی، نوشتن - بررسی و ویرایش، تصویرسازی، نظارت، مدیریت پروژه.

یوسف براری چناری: مفهوم‌سازی، روش‌شناسی، استفاده از نرم‌افزار، اعتبارسنجی، تحلیل، تحقیق و بررسی، منابع، نظارت بر داده‌ها، نوشتن - پیش‌نویس اصلی، نوشتن - بررسی و ویرایش، تصویرسازی، نظارت، مدیریت پروژه.

تعارض منافع:

بنابر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

استناددهی:

قاسمی حامد، عباس و یوسف براری چناری. «بررسی حق مصرف‌کننده بورس اوراق بهادار بر افشای اطلاعات بااهمیت با مطالعه تطبیقی (بر اساس آخرین اصلاحات دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶)». مجله پژوهش‌های حقوقی، ۲۳، ش. ۶۰ (۱۵ دی ۱۴۰۳)، ۷۱-۱۰۸.

مقدمه

مصرف‌کنندگان بورس اوراق بهادار متفاوت از اشخاصی هستند که بند ۱ ماده ۱ قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان مصوب ۱۳۸۸ و سایر مقررات مرتبط تعریف نموده‌اند و به شخص حقیقی یا حقوقی اطلاق می‌گردد که غیرمتخصص بوده و با هدف کسب درآمد اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار در بازار بورس نموده و این فعالیت او برای وی جنبه حرفه و شغل اصلی نداشته باشد. اشخاص موردنظر، سرمایه‌گذاران خرد^۱ در برابر سرمایه‌گذاران نهادی^۲ که اشخاصی حرفه‌ای می‌باشند، هستند. تعریف مزبور به نحوی در فهرست ۵ بخش (۸) ۲۱۲ قانون خدمات و بازارهای مالی مالزی مصوب ۲۰۰۷^۳ و بند a ماده ۹۱۳ قانون اصلاح وال استریت و حمایت مصرف‌کننده (موسوم به قانون داد - فرانک) آمریکا مصوب ۲۰۱۰^۴ نیز آمده است.

نظر به اینکه که سرمایه‌گذاران خرد یا مصرف‌کنندگان بازار بورس از نظر ملاک‌های اطلاعاتی و اقتصادی، همانند سایر مصرف‌کنندگان دارای ضعف هستند، نیازمند حمایت خاص می‌باشند. از جمله حقوق مصرف‌کننده^۵ بورس، افشای اطلاعات توسط ناشر است.

اطلاعات مالی که موضوع علوم مختلفی چون اقتصاد و حسابداری هم است و در رأس آن، اطلاعات بااهمیت یا مهم، ارزشمندترین دارایی در بورس و مایه حیات این بازار است و مهم‌ترین حق مصرف‌کننده بورس که از الزامات ناشر^۶ بوده نیز مرتبط با اطلاعات یعنی افشا و شفافیت اطلاعاتی و دسترسی مصرف‌کنندگان بازار بورس به اطلاعات صحیح و به‌موقع است. این امر در کشورهای توسعه‌یافته نمود بیشتری دارد؛ علت اهمیت مزبور هم تخصصی بودن معاملات بورس و غیرمتخصص بودن مصرف‌کننده آن است. مصرف‌کننده باید برای انتخاب مناسب و پرهیز از انتخاب بد، دارای اطلاعات کافی و به‌موقع باشد. از نظر تطبیقی هم باید گفت در بورس ایالات متحده آمریکا از قرن بیستم، جهت‌گیری فلسفی

1. Retail Investor

2. Institutional Investor

۳. محسن صادقی، «نارسایی‌های حقوق خصوصی ایران در مقابله با مخاطرات بازار بورس برای مصرف‌کننده» (اولین همایش ملی مخاطرات و حقوق، مهر ۱۳۹۴)، ۱.

Julia Black, "Involving Consumers in Securities Regulation", Prepared for the Taskforce to Modernize Securities Regulation in Canada, London, June 2006, 22.

4. Capital Markets And Services Act 2007

5. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010

6. Consumer Rights

۷. بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ در تعریف ناشر بیان می‌دارد: ناشر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند.

قوانین اوراق بهادار از قاعده «خریدار آگاه باش» به الزام افشای کامل اطلاعات تغییر یافت. چراکه به‌موجب فرض اقتصادی، افشای کامل و به‌موقع اطلاعات موجب کارآمدی بازار سرمایه می‌گردد و یا به عبارتی کارآمدی بازار اوراق بهادار بستگی به جریان اطلاعات دارد.^۸ فرانسه هم از قرن نوزدهم قاعده فوق را در معاملات اوراق بهادار کنار گذاشت؛ اما مقررات فرانسه برای محدود یا منع کردن معاملات در جایی که نابرابری قدرت معاملاتی وجود دارد، به سمت قواعد اخلاقی گرایش یافتند.^۹ اهمیت افشای اطلاعات در بورس که تا سطح خاصی مورد توجه اتحادیه اروپا نیز قرار گرفته است،^{۱۰} به‌اندازه‌ای است که برخی از اساتید^{۱۱} مظهر اصلی حقوق اوراق بهادار و بورس را مقررات امری مربوط به افشای اطلاعات دانسته‌اند. از جمله تفاوت‌های قانون بازار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ با قانون بورس ۱۳۴۵ هم این است که قانون جدیدتر، نظام افشای اجباری اطلاعات را مقرر نموده در حالی که قانون ۱۳۴۵ فاقد آن بود. موضوعاتی که در این مقاله قابل طرح هستند اینکه افشا چیست و ویژگی‌های آن کدام است؟ اطلاعات مورد بحث که مصرف‌کننده باید به آن دسترسی داشته باشد، کدام اطلاعات بوده و مسئولیت نشر آن با چه شخصی است؟ ویژگی‌های این اطلاعات چه بوده و مهلت نشر آن چه مدتی است؟ به همان نسبت که به افشای اطلاعات صحیح و درست در بازار اوراق بهادار پرداخته می‌شود، آیا به مقابله با اطلاعات گمراه‌کننده و جعلی نیز توجه می‌گردد؟ مسئولیت مقابله و شفاف‌سازی با اطلاعات اخیر چه شخصی است؟

این مقاله به سه قسمت تقسیم می‌گردد؛ ابتدا افشا و سپس اطلاعات در بازار اوراق بهادار و در ادامه ضمانت اجرا مورد تحلیل قرار می‌گیرد که هر کدام از این سه قسمت، خود به بخش‌های کوچک‌تر تقسیم و مفهوم و اقسام و ویژگی‌های آن مورد کنکاش قرار گرفته و در نهایت نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

۱ - تحلیل افشا در بازار اوراق بهادار

برای کسب اطلاعات در بورس راه‌های مختلفی متصور است. علاوه بر اقدام خود مصرف‌کنندگان برای

8. Armando Gomes, Gary Gorton & Leonardo Madureira, "SEC Regulation Fair Disclosure, information, and the cost of capital", *NBER Working Paper*, 10567(2004), 44.

9. Eric Cafritz & Omer Tene, "Securities Regulation v. Consumer Protection: French Financial Market Legislation", *International Lawyer*, 37, 1(2003), 1.

10. Michael Scott, "EC Company Law, Vanessa Edwards, Clarendon Press 1999", *Chicago Journal of International Law*, 1, 1(2000), 199.

۱۱. محمود باقری، نقش حقوق شرکت‌ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی‌سازی (تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۰)، ۱۳۰.

بررسی اوضاع و احوال شرکت که آنها معمولاً نه توان این کار را دارند و نه علاقه‌ای به آن، بهترین راهکار این است که افشای اطلاعات توسط شرکت را اجباری کرده، نهادی دولتی را ناظر بر این امر قرار داده و تخلف از قواعد افشا را در حکم تقلب و تدلیس بدانیم و حتی به آن جنبه کیفری بدهیم. راه اخیر ارجح به نظر رسیده و موجب کاهش تقلب در بازار بورس می‌گردد.^{۱۲}

داشتن اطلاعات بیشتر موجب انتخاب بهتر و کم‌خطرتر برای مصرف‌کننده می‌گردد و ریسک و هزینه‌ها را کاهش می‌دهد. در مقابل وقتی از انتشار اطلاعات در بورس خودداری گردد، علاوه بر آثار سوء آن برای مصرف‌کننده این بازار و عدم اعتماد او به بورس و از رونق افتادن آن، همچنین ممکن است برخی از افراد به واسطه موقعیت خود به اطلاعات دست یافته و در نهایت با دست‌کاری و تقلب مانع از انجام معاملات در یک فضای شفاف گشته و منجر به مطرح شدن موضوع سوءاستفاده از اطلاعات نهانی خواهد شد که این امر به نابودی تمام بازار و گرفتاری‌هایی برای بخش وسیعی از جامعه به دنبال از دست دادن امنیت مالیشان می‌انجامد؛ بنابراین در بازار اوراق بهادار منفعت عمومی زیادی نهفته است. ناشرین در افشا یا عدم افشای اطلاعات آزاد نیستند چراکه وقتی مشخص می‌شود جنبه‌های مختلف نارسایی بازار در بخش خدمات مالی از طریق ابزارهای حقوق خصوصی اصلاح نمی‌شود، مداخله مقررات عمومی اقتصادی اجتناب‌ناپذیر است و همان‌طور که گفته شده^{۱۳} نظارت و کنترل اجرای این مقررات و افشای اطلاعات توسط ناشر با شرکت بورس بوده و از تأیید هر معامله‌ای که شفافیت بازار اوراق بهادار را مورد خدشه قرار دهد یا بر خلاف اطلاعات منتشر شده توسط بورس منعقد شود، خودداری می‌کند.^{۱۴} همچنین نباید از نقش نظارتی هیئت‌مدیره سازمان بورس به‌موجب بند ۱۸ ماده ۷ قانون بازار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ غافل بود.

۱-۱- مفهوم افشا

با توجه به اینکه افشا علاوه بر حقوق، موضوع علوم دیگری مانند حسابداری نیز است، لذا در این قسمت

۱۲. محمد نوروزی، «مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس»، پژوهش‌های حقوقی، ۹، ۱۱۷ (۱۳۸۹)، ۲۰۶.
۱۳. علی انصاری و مریم حیدری سورشجانی، «تحلیل حقوقی تأیید بورس در معاملات اوراق بهادار»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲۷ (۱۳۹۳)، ۱۴۴.

۱۴. مطابق بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و ماده ۲۹ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات مصوب ۸۹ هم قطعی شدن معاملات اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس منوط به تأیید بورس بوده که یک شرط شکلی محسوب می‌شود و رعایت آن الزامی و موجب اعتبار معامله می‌شود.

ابتدا مفهوم افشا در لغت و علم حسابداری و سپس در مقررات بررسی می‌گردد.

۱-۱-۱- مفهوم افشا در لغت و علم حسابداری

افشا^{۱۵} در لغت فارسی به معنای «آشکار کردن»، «فاش نمودن»، «پدید ساختن»^{۱۶} و حتی «پراکنده ساختن»^{۱۷} و در فرهنگ حقوقی لاتین به معنای «آشکار ساختن» و در مقابل رازداری و پرده‌پوشی و مترادف «Revelation»^{۱۸} است؛ همچنین به معنای «انتشار اطلاعات در مورد شخص یا شرکت» آمده و دارای معانی مختلف در حالات گوناگون بوده است.^{۱۹}

افشا که یکی از اصول علم حسابداری هم می‌باشد، در این علم چنین تعریف شده است:^{۲۰} افشا در حالت کلی به معنای انعکاس اطلاعات است؛ اما حسابداران از این واژه معنای محدودتری را در نظر می‌گیرند و آن را به معنای انعکاس اطلاعات مالی واحد تجاری در قالب گزارش‌های مالی می‌دانند که معمولاً به صورت سالیانه ارائه می‌شود و هدف اصلی آن کمک به استفاده‌کنندگان در تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری، تفسیر وضعیت مالی شرکت‌ها، ارزیابی عملکرد مدیریت و پیش‌بینی جریانات وجوه نقد آتی است. در علم حسابداری گفته شده نبود شفافیت^{۲۱} اطلاعاتی موجب ایجاد رانت^{۲۲} گشته و عدم تقارن اطلاعاتی^{۲۳} را به دنبال دارد که پدیده‌ای است منفی و موجب تصمیم‌گیری‌های نامناسب

15. Disclosure

۱۶. محمد معین، فرهنگ فارسی معین (دوره دو جلدی)، جلد اول (تهران: انتشارات ادنا، ۱۳۸۶)، ۱۷۶.

۱۷. حسن عمید، فرهنگ فارسی عمید (تهران: انتشارات راه رشد، ۱۳۸۹)، ۱۵۱.

18. Henry Campbell Black, Black's Law Dictionary: Definitions of the Terms and Phrases of American and English Jurisprudence, Ancient and Modern (St. Paul: West Publishing Company, 1968), 551.

19. Susan Ellis Wild, Webster's New World Law Dictionary (Hoboken, NJ: Wiley, 2006), 125.

۲۰. بهمن بنی‌مهد و مهتاب توتنجی، «عوامل تعیین‌کننده در ارائه به‌موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۸ (۱۳۹۲)، ۱۵۳.

21. Transperency

۲۲. رانت (Rent) در نوشته‌های علم اقتصاد و حسابداری به معنای درآمد مازاد بر هزینه فرصت‌های ازدست‌رفته و یا اضافه درآمد یک عامل تولید نسبت به درآمد همان عامل تولید در شرایط رقابت کامل است. برای مطالعه تفصیلی در این خصوص نک: احمد میدری، «عدم تقارن اطلاعات منبع رانت»، راهبرد، ۴ (۱۳۷۳)، ۴۳، ۴۵؛ حامد همتی و سپیده همتی، «بررسی رابطه بین نابرابری اطلاعاتی و تقسیم سود» (دهمین همایش ملی حسابداری ایران، تهران، دانشگاه الزهرا (س)، دوم خرداد ۱۳۹۱)، ۴۸.

۲۳. در مقابل تقارن اطلاعاتی به این معنا است که طرفین مبادله‌کننده به یک اندازه از کیفیت و شرایط و اطلاعات مورد معامله اطلاع داشته باشند.

P.C.Venkatesh and R.Chiang, "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements", *Journal of finance*, 41, 5 (1986), 11.

اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران شده چرا که این اشخاص تصمیمات خود را در بورس بر اساس اطلاعات اتخاذ می‌کنند.

۱-۱-۲- مفهوم حقوقی افشا و ویژگی‌های آن

در این قسمت ابتدا مفهوم افشا در مقررات کشورمان با بررسی تطبیقی مطالعه سپس ویژگی‌های آن تشریح خواهد شد.

۱-۱-۲-۱- مفهوم افشا در مقررات

علاوه بر قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ کشورمان که توجه قابل ملاحظه‌ای به شفافیت و اطلاع‌رسانی در بورس داشته و مهم‌ترین ماده آن ۴۵ بوده و در این قانون ضمانت اجرا برای تخلف از آن هم در نظر گرفته است، بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶/۵/۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار آخرین اصلاح ۱۳۹۶/۹/۱۴، افشا را انتشار عمومی و به‌موقع اطلاعات مطابق ضوابط دستورالعمل مزبور می‌داند.

بخش ۱۰۳۲ قانون اصلاح وال استریت و حمایت مصرف‌کننده (موسوم به قانون داد - فرانک) مصوب ۲۰۱۰ افشا را به‌طور کلی بررسی و بخش ۱۰۳۳ آن را به‌عنوان یکی از حقوق مصرف‌کننده دانسته و بند ۳ قسمت ز بخش ۱۵F این قانون، افشای اطلاعات در بورس را مورد بررسی قرار می‌دهد.

۱-۱-۲-۲- ویژگی‌های افشا

چند نکته در خصوص تعریف ارائه‌شده در مورد افشای اطلاعات در مقررات قابل ذکر است:

۱-۱-۲-۲-۱- دسترسی عمومی

ویژگی اول برای اینکه افشا را محقق بدانیم این است که اطلاعات در دسترس عموم قرار گیرد. مقصود از عموم در تعریف بند ۴ ماده ۱ و ماده ۲ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار اصلاحی ۱۳۹۶/۹/۱۴ علاوه بر

عدم تقارن اطلاعات یا اطلاعات نامتقارن (Asymmetric Information) حالتی است که در یک رابطه قراردادی یا معاملاتی، یکی از طرفین قرارداد یا معامله کمتر از طرف دیگر اطلاعات داشته باشد، یعنی توزیع اطلاعات بین استفاده‌کنندگان از اطلاعات ناهمسان باشد. نک: سید محمود طباطبائی‌نژاد، محمود باقری و هدایت فرخانی، «عدم تقارن اطلاعات در حقوق بانکی (مطالعه موردی قراردادهای تسهیلات سندیکایی)»، مطالعات حقوق خصوصی، ۵۳، (۱۳۹۶).

فعالان بازار، سایر افراد جامعه یعنی عموم اشخاص جامعه نیز هستند چراکه همه اشخاص جامعه را می‌توان به‌طور بالقوه یا بالفعل مصرف‌کننده و سرمایه‌گذار بورس دانست، پس باید اطلاعات در دسترس همگان بوده تا افشا تلقی و هدفی که از این الزام وجود دارد، حاصل شود. به‌عنوان نتیجه می‌توان گفت منظور از عمومی که اطلاعات برای رهایی از قید نهانی بودن باید برای آنها افشا شود عموم اعضا و فعالان بازار اوراق بهادار است، منتها به این شرط که افشای اطلاعات به نحوی باشد که افراد خارج از بازار نیز اگر بخواهند بتوانند همانند خود اعضای بازار از اطلاعات، کسب آگاهی کنند؛ بنابراین عموم مذکور در دستورالعمل، هم فعالان و مصرف‌کنندگان بالفعل بورس را در برمی‌گیرد هم مصرف‌کنندگان بالقوه را.

۱-۱-۲-۲-۲- لزوم صحت

از ویژگی‌های دیگر، لزوم صحت افشای اطلاعات است. افشای اطلاعات نادرست به‌مانند عدم وجود اطلاعات، موجب زیان مصرف‌کنندگان بورس می‌گردد. به این امر در مواد ۲ مکرر و ۲ مکرر ۱ و ۵ دستورالعمل افشا توجه شده است. ماده ۵ مورد بحث هم ضمن اعلام این موضوع که مسئولیت انتشار اطلاعات بر عهده مدیران (هیئت‌مدیره و مدیرعامل) ناشر است و تخطی از این ماده مشمول فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار خواهد شد، بیان داشته «اطلاعات افشاشده از سوی ناشر باید قابل اتکا، به‌موقع و به دور از جانب‌داری باشد. اطلاعات دارای تأثیر منفی باید به همان سرعت و دقتی که اطلاعات دارای تأثیر مثبت منتشر می‌شود، افشا شوند.» «قابل اتکا» بودن در متن ماده، اشاره به لزوم صحت و دقت اطلاعات داشته است. ماده ۲ مکرر هم صراحت بیشتری در این خصوص دارد و علاوه بر اعلام اینکه «اطلاعات افشاشده نباید نادرست، خلاف واقع، گمراه‌کننده، بی‌اساس، اغراق‌آمیز و ناقص بوده و در خصوص وضعیت موجود ناشر، تصویر اشتباهی در ذهن سرمایه‌گذاران ایجاد نماید»، در ادامه ناشران را از سوءاستفاده از افشای اطلاعات بااهمیت به‌منظور بهره‌جستن برای تبلیغ یا بازاربایی فعالیت‌های تجاری خود منع می‌کند. ماده ۲ مکرر ۱ هم ضمانت اجرای این شرط را در افشای اطلاعات مدنظر قرار داده و می‌گوید: «... تخطی از این ماده مشمول فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار نیز خواهد شد.» این مطلب توسط قانون‌گذار آمریکا نیز در بند ۲ قسمت a بخش ۱۳ قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ مورد توجه قرار گرفته است.

علاوه بر آنچه گذشت، همچنین گفته شده^{۲۴} حتی در صورتی که پس از افشای اطلاعات، ناشر

۲۴. حسن ره‌پیک و محسن شمس‌الهی، «تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و

کشف کند که در زمان افشا، اطلاعات نادرست بوده و یا در اثر تغییراتی که پس از افشای اطلاعات صورت گرفته است، اطلاعاتی که در زمان انتشار صحیح بوده نادرست شده‌اند، ناشر مکلف به اصلاح و به‌روزرسانی اطلاعات افشاشده خواهد بود. به‌خصوص زمانی که سرمایه‌گذار به‌طور معقولی تصور کند که اطلاعات افشاشده صحیح بوده و صحت اطلاعات هنوز استمرار داشته و به آن تکیه کند.^{۲۵} اگرچه دستورالعمل افشا قبل از اصلاحیه در این خصوص ساکت بود، ولی در اصلاحات به این موضوع نسبت به اطلاعات بااهمیت توجه شده و تبصره ماده ۱۳ دستورالعمل در حال حاضر مقرر می‌دارد «هرگونه تغییر در اطلاعات بااهمیتی که پیش از این در مورد آن اعلامی صورت گرفته است، به‌عنوان مصادیق اطلاعات بااهمیت در نظر گرفته شده و ناشر موظف به افشای فوری آن می‌باشد.» در حقوق آمریکا در حال حاضر در دادگاه‌های فدرال در مورد اصل وجود این تعهد برای شرکت و میزان آن، اتفاق نظر وجود ندارد. برخی از دادگاه‌ها و محققان موافق وجود این وظیفه هستند، ولی در مورد دامنه آن با یکدیگر اختلاف نظر دارند. لازم به ذکر است که نه در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و نه در قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ این امر پیش‌بینی نشده است، ولی رویه قضایی با تفسیر موسع از ماده (b) ۱۰ قانون ۱۹۳۴، این تعهد را برداشت می‌کند.^{۲۶}

۱-۱-۲-۲-۳- به‌موقع بودن

به‌موقع بودن افشای اطلاعات نیز نکته مهم دیگری است. در عصر حاضر که با انفجار اطلاعات و وجود فناوری‌های جدید سرعت انتشار اطلاعات قابل قیاس با گذشته نیست، لذا فوریت افشای اطلاعات اهمیت بیشتری نسبت به گذشته داشته و کارایی بورس، علاوه بر اینکه به وجود اطلاعات صحیح بستگی دارد، به همان میزان نیز افشای به‌موقع آن ضروری و مؤثر است. صاحب‌نظران خارجی^{۲۷} معتقدند افشا اطلاعاتی به‌موقع است که زمانی در دسترس مصرف‌کنندگان قرار گیرد که در فرایند تصمیم‌گیری مؤثر واقع شود. این اصل علاوه بر بند ۴ ماده ۱ و ماده ۲، در ماده ۵ دستورالعمل هم مزبور آمده و اشاره به

امریکا)، «مطالعات حقوقی دانشگاه شیراز، ۱۰، ۲۸ (۱۳۹۷)، ۲۲۰.

25. Jeffrey D. Bauman, "Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose", *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works*, 67, (1979), 940.
26. Jeffrey A. Brill, "Status of the Duty to Update", *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 7, 2(1998), 606-608.
27. Muhammad Fachruddin Arrozi Adhikara, Maslichah Maslichah & Nur Diana, "Qualitative characteristics of accounting information in the belief revision of the users for the securities prospects in Indonesia Stock Exchange (IDX)", *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 17, 1(2014), 92.

اصل سرعت هم دارد و معتقد است اطلاعات باید در سریع‌ترین زمان ممکن پس از شکل‌گیری به دست مصرف‌کننده برسد. البته این ماده هر سه نوع اطلاعات مدنظر فصل سه دستورالعمل را در برمی‌گیرد و در خصوص اطلاعات مهم یا بااهمیت، وفق ماده ۱۳ دستورالعمل فوریت مدنظر بوده و در مورد سایر اطلاعات به‌موجب ماده ۷ به بعد همان دستورالعمل، باید ظرف مهلت مقرر باشد.

۱-۲- روش‌های افشا

کشورهای مختلف، روش‌های متفاوتی برای افشای اطلاعات مقرر نموده‌اند. در کشور ما ماده ۲ دستورالعمل بیان می‌دارد «ناشر موظف است اطلاعات موضوع این دستورالعمل را در مهلت مقرر، مطابق فرم‌های تعیین‌شده برای عموم افشا نماید. تخطی از این ماده مشمول فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار خواهد شد.» ماده ۲ مکرر ۲ هم اشعار داشته «ناشر ملزم است پیش از هرگونه اطلاع‌رسانی عمومی اطلاعات بااهمیت از طرق مختلف اعم از مصاحبه‌های خبری، انتشار بر روی وبسایت‌های مرتبط با ناشر، استفاده از فضای مجازی یا هرگونه رسانه دیگر، نسبت به انتشار اطلاعات مطابق ضوابط این دستورالعمل از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان اقدام نماید.» در راستای مواد فوق و به‌منظور افزایش شفافیت اطلاعات در بازار سرمایه و کاهش فاصله زمانی بین تهیه اطلاعات تا انعکاس آن به عموم، ایجاد سامانه یکپارچه گردآوری و انتشار الکترونیکی اطلاعات موسوم به کدال^{۲۸} از آبان ماه ۱۳۸۵ در دستور کار سازمان بورس قرار گرفت.^{۲۹} اگرچه به نظر می‌رسد مقرر فوق و شرایط شکلی افشا در بورس آمره و مربوط به نظم عمومی بوده و در صورت رعایت نکردن این مقررات، باید معتقد بود هنوز افشای اطلاعات انجام نگرفته است و در موارد تردید، اصل عدم را باید اجرا کرد، ولی برخی از مؤلفین کشورمان^{۳۰} و نیز مفسرین حقوق فرانسه^{۳۱} معتقدند قواعد فوق طریقت دارند و فقط رفع تبعیض اطلاعاتی مدنظر می‌باشد؛ برای این امر راه‌های مختلفی وجود دارد

28. CODAL

۲۹. برای مطالعه بیشتر در این خصوص نک: مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق (ع) با همکاری شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، گفتارهایی پیرامون بورس: مجموعه سخنرانی‌های دکتر علی صالح‌آبادی رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در دانشگاه امام صادق (ع) (تهران: انتشارات بورس وابسته به شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۹۱)، ۵۵-۵۶.

۳۰. لعیا جنیدی و محمد نوروزی، «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»، مطالعات حقوق خصوصی، ۳۹، (۱۳۸۸)، ۱۳۷.

31. Alain Pietrancosta & C. A. Umhoefer, "Insider Trading Law in France", *Columbia Journal of Transnational Law*, 30, 1(1992), 126.

که بی‌گمان شایع‌ترین آنها اطلاع‌رسانی از طریق خود سازمان بورس و تحت نظارت آن است. لیکن هیچ یک از نظام‌های حقوقی، اطلاع‌رسانی از راه‌های دیگر را نفی نمی‌کند. چنانچه در فرانسه مقررات ۹۰-۰۲ مصوب سال ۱۹۹۰ و در انگلستان بند ۲ ماده ۵۸ قانون عدالت کیفری مصوب ۱۹۹۳، علاوه بر اطلاعاتی که مطابق قواعد سازمان بورس منتشر می‌شوند، برخی اطلاعات دیگر را که به طریق دیگر منتشر می‌گردند را هم افشاشده می‌دانند؛ بنابراین طرق افشا تمثیلی بوده و حصری نیست و همین که اطلاعات به راحتی توسط عموم قابل دسترسی و بررسی باشد، افشاشده تلقی می‌گردد. این موضوع در ماده ۱۰ قانون اوراق بهادار ۱۹۸۵ انگلستان نیز قابل مشاهده است.^{۳۲}

۱-۳-۱- اقسام افشا

افشای اطلاعات در بورس به موجب دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار اصلاحی ۱۳۹۶/۹/۱۴ دو گونه است؛ ممکن است فوری یا دارای مواعد مشخص باشد:

۱-۳-۱- افشای فوری

به موجب ماده ۱۳ دستورالعمل افشا، مربوط به اطلاعات مهم یا بااهمیت^{۳۳} است. در بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل تعریف شده است این تعریف بیان می‌دارد:

«افشای فوری: افشای اطلاعات به محض آگاهی ناشر، با رعایت شرایط این دستورالعمل است.»
با توجه به عدم تعیین مدت برای فوریت انتشار، باید آن را امری عرفی بدانیم. بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل مزبور از جهت هماهنگی با مبانی حقوق خصوصی قابل تأیید است؛ لیکن به جهت لزوم اصل سرعت در امور تجاری، باید برای فوریت مورد نظر نیز محدودیت‌هایی وضع شود. به همین علت بهتر بود قواعد افشای اطلاعات در انگلستان که شرکت را ملزم می‌کند تا ترتیبی اتخاذ نماید که اطلاعات را حداکثر تا پایان روز کاری بعد از آگاهی روی سایت اینترنتی خود قرار دهد، مورد توجه مقررات ما نیز قرار گیرد.^{۳۴}
البته قید فوریت افشای اطلاعات بااهمیت مطلق نبوده و دارای استثنائاتی است.

32. Kern Alexander, "Insider Dealing and Market Abuse: The Financial Services and Markets Act 2000", *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, 222(2001), 19.

۳۳. اطلاعات بااهمیت در ادامه تشریح خواهد شد.

۳۴. محمدحسن صادقی مقدم و محمد نوروزی، «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران»، مطالعات حقوق خصوصی، ۴۲، ۲ (۱۳۹۰)، ۱۳۵.

۱-۳-۱-۱- استثنائات افشای فوری

اصل اولیه در افشای اطلاعات بااهمیت، همان‌گونه که بند ۱۳ قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ آمریکا هم به افشای فوری اطلاعات برای حمایت از سرمایه‌گذار تصریح دارد، به صراحت ماده ۱۳ دستورالعمل کشورمان فوریت آن است. این قاعده که برای حمایت هر چه بهتر مصرف‌کننده وضع شده، همانند سایر قواعد حقوقی منوط به عدم تزاحم آن با قاعده دیگر و عدم ایجاد خسارت برای دیگری است؛ در این صورت اجرای قاعده متوقف و استثنائاتی وضع خواهد شد. استثنائات مورد بحث، مختص کشور ما نبوده و در قوانین خارجی مانند قانون بازاریها و خدمات مالی انگلستان مصوب ۲۰۰۰ در مواد ۸۲ و ۸۷B آمده و مواردی مانند هنگامی که افشای اطلاعات بر خلاف منافع عمومی باشد یا به‌طور جدی به صادرکننده اوراق بهادار آسیب برساند و ... به‌عنوان استثنای افشا تصریح شده است؛ بنابراین حفظ اطلاعات محرمانه به‌طور موقت و عدم افشای فوری آن، در صورت امکان آسیب بالقوه به شرکت یا سرمایه‌گذاران می‌تواند منطقی به نظر برسد. ماده ۱۵ دستورالعمل بیان می‌دارد «ناشر می‌تواند در موارد زیر، اطلاعات مهم را با الزام به عدم افشا، با تأخیر (پس از رفع محدودیت‌های ذیل) افشا نماید: ...» در ادامه این ماده موارد استثنا ذکر شده که اغلب برای جلوگیری از ورود زیان احتمالی به ناشر است. موضوعاتی مانند:

الف- افشای فوری موجب زیان یا عدم‌النفع بااهمیت برای ناشر شود: منظور از بااهمیت بودن زیان یا عدم‌النفع که در دستورالعمل اروپا و حقوق انگلستان نیز مورد توجه قرار گرفته، این است که ضرر وارده به شرکت در صورت افشا، بیشتر از ضرر معامله‌کنندگان احتمالی در صورت عدم افشا باشد. برای نمونه یکی از مصادیق اطلاعات مهم، دعاوی علیه شرکت است.^{۳۵}

ب- ناشر در حال انجام مذاکره بوده و هنوز بر سر اصول آن توافق حاصل نشده باشد: بدیهی است که افشا در این صورت ممکن است موجب عدم انعقاد قرارداد یا انعقاد قراردادی با شرایطی ضعیف‌تر از عدم افشا شود و واضح است که در صورت آگاهی طرف مقابل از اطلاعات مهم ناشر، قرارداد را به‌گونه‌ای مدیریت خواهد کرد که حداکثر نفع را از آن خود نماید.

ج- افشای فوری، مزایای قابل توجهی برای شرکت‌های رقیب فراهم کند: این بند فقط در صورتی است که مزایای قابل توجه شرکت رقیب تنها به جهت افشای فوری اطلاعات ناشر باشد ولی در صورتی که شرکت‌های رقیب به طرق دیگر نیز بتوانند به این مقصود نائل شوند، این استثنا منتفی است.

د- موضوع مورد افشا پیوسته در حال تغییر باشد: به نظر می‌رسد این استثنا در جهت حمایت بیشتر از حقوق مصرف‌کننده باشد چراکه با توجه به عدم ثبات موضوع مورد افشا، ممکن است سرمایه‌گذار بر اساس آن تصمیم به سرمایه‌گذاری کند در حالی که به جهت متغیر بودن مدام آن، تصمیم به سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات افشاشده قبلی به زیان وی باشد.

موارد استثنایی ذکرشده حصری است و نمی‌توان آن را توسعه داد چراکه اقتضای رعایت حقوق مصرف‌کنندگان بورس این است که تا جای ممکن اطلاعات مهم در فوری‌ترین زمان ممکن در دسترس آنها قرار گیرد در غیر این صورت حقوق آنها با مخاطره روبه‌رو می‌شود. لذا وقتی صحبت از استثنا بر اصل عام می‌گردد، باید به قدر متیقن اکتفا و از توسعه شمول آن جلوگیری نمود.

همان‌طور که صدر این ماده و تبصره آن‌هم یادآور می‌شود، این استثنا دائمی نبوده بلکه موقتی می‌باشد و ناشر مکلف است پس از رفع محدودیت‌های فوق نسبت به افشای فوری اطلاعات اقدام نموده و دلایل استناد به هر یک از بندهای این ماده را به همراه مستندات لازم به سازمان اعلام نماید. استثنای مورد بحث علی‌رغم وجود شرایط ماده ۱۵ دستورالعمل و امکان ورود ضرر برای ناشر، در یک صورت تابع قواعد عام مربوط به اطلاعات مهم و افشای فوری می‌گردد و ماده ۱۵ نادیده گرفته خواهد شد و آن زمانی است که تأخیر در افشای اطلاعات موضوع ماده ۱۵ منجر به اشاعه اطلاعات مزبور یا دادوستد متکی به اطلاعات نهانی یا فعالیت نامتعارف بازار^{۳۶} شود (ماده ۱۶ دستورالعمل)، در این صورت ناشر مکلف به افشای فوری آن اطلاعات است.

۱-۳-۲- افشای دارای مواعد مشخص

افشای دارای مهلت که مربوط به گزارش‌ها و صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای و اطلاعات مربوط به مجامع عمومی است، در مقررات تعریف نگردیده ولی اجمالاً باید دانست که در این قسم، فوریت لازم نبوده و ناشر موظف است ظرف مهلت تعیین‌شده اطلاعات موردنظر را منتشر کند.

آنچه در بخش یک دستورالعمل یعنی ماده ۷ و بخش دو یعنی مواد ۸ به بعد از فصل سوم دستورالعمل افشا آمده است، در این دسته جای می‌گیرد. علت فرق قائل شدن برای رعایت زمان افشای اطلاعات مختلف، این است که اهمیت آنها یکسان نمی‌باشد. اطلاعات بااهمیت که ناشر موظف به افشای فوری آنهاست، به اندازه‌ای مهم است که تأثیر زیادی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذار دارد لذا ناشر

۳۶. بند ۱۰ ماده ۱ در توضیح فعالیت نامتعارف بازار مقرر داشته است: فعالیت نامتعارف بازار: به هرگونه نوسان نامتعارف در قیمت یا حجم دادوستد اوراق بهادار ناشر اطلاق می‌شود.

باید بلافاصله بعد از ایجاد جز موارد استثنا، آنها را افشا کند و چه‌بسا اگر ناشر در افشای این اطلاعات تأخیر نماید، فایده‌ای برای آن متصور نبوده و تخلف ناشر محرز خواهد بود. ولی اطلاعات دارای مواعد که از قبل مشخص بوده، دارای دوره زمانی خاصی بوده و ناشر و سرمایه‌گذار می‌داند که چه زمانی محقق خواهد شد و ناشر ظرف مهلت مقرر آن، باید افشا نماید. البته در انتشار این نوع از اطلاعات هم مهلت مقرر باید رعایت گردد.

۲- تحلیل اطلاعات در بازار اوراق بهادار

اطلاعات در دنیای تجارت جزو اسرار تجاری تاجر محسوب می‌شود و به‌موجب ماده ۶۵ قانون تجارت الکترونیکی مصوب ۱۳۸۲ ارزش اقتصادی آن‌هم تصریح شده است. اهمیت آن در معاملات امروز جهان به اندازه‌ای است که برخی از نویسندگان خارجی^{۳۷} از اطلاعات به‌عنوان نیروی حیاتی قوی و چالاک بازار یاد می‌کنند. اطلاعات در بازارهای مالی و بازارهای اوراق بهادار نقش مهم‌تری نسبت به سایر بازارها نیز دارد؛ زیرا این بازارها همان‌طور که گفته شد، بیشتر از بازارهای واقعی در معرض ریسک اطلاعات غلط و گمراه‌کننده قرار دارند. در این قسمت، مفهوم و اقسام اطلاعات و اطلاعات بااهمیت و انواع آن و نقش شایعه در بورس بررسی می‌شود.

۲-۱- مفهوم اطلاعات

اطلاعات که مفهوم آن علاوه بر حقوق در حوزه‌هایی چون ریاضیات، زبان‌شناسی، اقتصاد، روان‌شناسی، ارتباطات و ... نیز بررسی می‌گردد، جمع اطلاع بوده و در فرهنگ معین^{۳۸} به معنای «آگاهی یافتن»، «واقف شدن بر کاری»، «آگاه گردیدن» آمده است. تاکنون درباره مفهوم این کلمه که معادل «Information» در انگلیسی است، تعریفی دقیق و رسمی ارائه نشده است.

جانسون^{۳۹} (۱۷۰۹-۱۷۸۴) در فرهنگ مشهور انگلیش^{۴۰} مورخ ۱۷۵۵، سه معنا را برای واژه اطلاعات ذکر کرده است:

۱- بینش و آگاهی^{۴۱} که به کسی داده می‌شود، آموختن؛^{۴۲} ۲- تفهیم اتهامی یا عهده‌دار شدن

37. Warren Bailey, Haitao Li, Connie X. Mao and Rui Zhong, "Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses", *Journal of Finance*, 58, 6(2003), 2487.

۳۸. معین، پیشین، جلد اول، ۱۶۵.

39. Johnson

40. English

41. Intelligence

42. Instruct

مسئولیتی؛ ۳- عمل مطلع کردن یا سوق دادن به کاری. آنچه از واژه اطلاعات به ذهن می‌رسد، اغلب مفهوم اول است.^{۴۳}

۲-۲- اقسام اطلاعات در دستورالعمل افشا

فصل پنجم قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ از مواد ۴۰ تا ۴۵ به اطلاع‌رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه اختصاص دارد. ماده ۴۵ بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ کشورمان که به تأسی از بخش ۱۳ قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ آمریکا که مربوط به افشای اطلاعات دوره‌ای ناشر است، در مقام بیان اطلاعاتی که ناشر باید به سازمان بورس ارائه کند، بیان می‌دارد «هر ناشری که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان دریافت کرده است، مکلف است حداقل موارد زیر را طبق دستورالعمل اجرایی که توسط سازمان تعیین خواهد شد، به سازمان ارائه نماید:

۱ - صورت‌های مالی سالانه حسابرسی شده

۲ - صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای شامل صورت‌های مالی شش‌ماهه حسابرسی شده و صورت‌های مالی سه‌ماهه

۳ - گزارش هیئت‌مدیره به مجامع و اظهارنظر حسابرس

۴ - اطلاعاتی که اثر بالاهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد.»

علت خطاب قرار دادن «ناشران» که مصداق بارز آن شرکت سهامی عام می‌باشد، در متن ماده این است که اوراق بهادار منتشرشده توسط آنها موضوع معاملات مصرف‌کنندگان بازار است؛ بنابراین ناشران از مهم‌ترین بازیگران بازار سرمایه‌اند.

صدر ماده فوق به دستورالعمل اجرایی که توسط سازمان وضع خواهد شد، اشاره دارد. این دستورالعمل در تاریخ ۱۳۸۶/۵/۳ با عنوان «دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان» به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار رسید. چراکه سازمان بورس به‌عنوان نهاد ناظر بوده و با مجوز قانون باید برای ایجاد بازاری شفاف مقرراتی وضع نماید. دستورالعمل فوق در مورخه‌های ۱۳۸۸/۴/۶، ۱۳۸۹/۶/۲۷، ۱۳۹۶/۴/۲۸ و ۱۳۹۶/۹/۱۴ اصلاح گردید. در این دستورالعمل مهلت و نحوه انتشار آمده است.

فصل سه دستورالعمل فوق که در اجرای ماده ۴۵ مزبور و همچنین بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷

۴۳. اکرم عینی، «اطلاعات چیست؟ مفهوم اطلاعات در مراجع تخصصی و از دیدگاه برخی صاحب‌نظران کتابداری»، مطالعات کتابداری و سازماندهی اطلاعات، ۱۶، ۶۱ (۱۳۸۴).

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب آذرماه ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی به منظور حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار و بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان تصویب شده، در بیان موارد افشا، آن را به دسته تقسیم نموده است: ۱- گزارش‌ها و صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای؛ ۲- مجامع عمومی؛ و ۳- اطلاعات با اهمیت.

در بخش سه از فصل سه دستورالعمل به «اطلاعات با اهمیت» پرداخته و بند ۶ ماده ۱ هم این عبارت را تعریف نموده است در حالی که قبل از اصلاحات این دستورالعمل، «اطلاعات مهم» نامیده می‌شد. در تغییراتی که در این مقرر صورت گرفت، اکثر عبارات «اطلاعات مهم» به «اطلاعات با اهمیت» تغییر یافت اگرچه در برخی مواد مانند ۵ و ۱۵ آن، همچنان «اطلاعات مهم» آمده ولی مراد همه این مواد یکسان است. تقسیم‌بندی این دستورالعمل مشابه ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ است که بیان گردید. به‌مانند صدر ماده ۴۵ قانون بازار که تکلیف مندرج در متن ماده را مختص ناشرین بورسی ندانسته و مطلقاً ذکر شده است، در این دستورالعمل هم سه نوع ناشر پذیرفته‌شده در بورس و ناشر پذیرفته‌شده در فرابورس و ناشر غیربورسی و غیرفرابورسی مصرح است.

مطابق این دستورالعمل، اطلاعاتی که باید افشا شود و به‌موجب بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰^{۴۴} که در بند ۱ ماده ۱ دستورالعمل ۲۰۰۳/۶/EC^{۴۵} هم آمده است تا زمانی که افشا نشده‌اند، اطلاعات نهانی نامیده می‌شوند و از نظر داشتن یا نداشتن مهلت به دو دسته تقسیم می‌شود که شرح آن گذشت. به شرحی که بررسی گردید، اطلاعات مذکور در دستورالعمل افشا که باید توسط ناشر منتشر شود، بر سه قسم می‌باشد ولی آنچه در این مقاله مطالعه می‌گردد، اطلاعات با اهمیت است.

۲-۳- بررسی اطلاعات با اهمیت

همان‌گونه که بیان شد، در اصلاحات دستورالعمل، «اطلاعات مهم» به «اطلاعات با اهمیت» تغییر نام یافت. ما هم از این تغییر تبعیت و بر همین اساس به شرح آتی این موضوع را مورد مطالعه قرار می‌دهیم.

۴۴ بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰: اطلاعات نهانی: هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد.

45. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

در این قسمت ابتدا مفهوم اطلاعات بااهمیت سپس انواع آن و در نهایت نقش شایعه در بازار بورس بررسی خواهد شد.

۲-۳-۱- مفهوم اطلاعات بااهمیت

بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل، اطلاعات بااهمیت را که اعم است از اطلاعات مثبت یا منفی شرکت، اطلاعاتی می‌داند درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار تأثیر داشته باشد. مطابق تعریف پارلمان اتحادیه اروپا، اطلاعات مهم، هرگونه پیشامد جدید در قلمرو فعالیت شرکت است که به واسطه تأثیر آن بر دارایی یا روند کلی کسب‌وکار شرکت به تغییر قابل توجه در قیمت اوراق بهادار شرکت منجر می‌شود. همین تعریف عیناً در قانون بورس انگلستان تکرار شده است. البته صرف وجود احتمال متعارف بر وجود تأثیر قابل توجه بر قیمت اوراق بهادار، برای بااهمیت تلقی شدن اطلاعات کافی است و لازم نیست به یقین بدانیم که این اطلاعات قیمت اوراق بهادار را تغییر خواهد داد.^{۴۶} قسمت ۶ بند ۲ ماده ۸۲ قانون بازارها و خدمات مالی انگلستان مصوب ۲۰۰۰ هم اطلاعات مهم را اطلاعاتی می‌داند که برای ارزیابی آگاهانه اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذار و پرهیز از گمراه شدن وی ضروری است. بند ۳ ماده ۸۷A قانون اخیر هم مقرر می‌دارد اطلاعات مهم باید برای ارائه قابل فهم و برای آنالیز اوراق بهادار، ساده باشد. این موضوع همان‌طور که گذشت، در ماده ۵ دستورالعمل^{۴۷} کشور ما نیز آمده است.

بند ۴ ماده ۴۵ قانون بازار هم همان‌طور که گفته شد، به اطلاعاتی که اثر بااهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد، اشاره می‌کند. لذا باید ملاک‌های مزبور را برای ارزیابی اطلاعات در نظر داشته و در صورتی که یکی از این ویژگی‌ها را داشته باشد، آن را مهم دانست. برای بررسی این موضوع که امری نسبی بوده و در بازارهای مختلف، متفاوت بوده و در شرایط گوناگون ممکن است فرق داشته باشد، باید وضعیت آتی بازار بورس را نیز در نظر داشت و تنها به وضع حال آن اکتفا نکرد. برخی از مؤلفین^{۴۸} اطلاعات مهم یا بااهمیت را همان اطلاعات نهانی می‌دانند که افشا نشده و باید

۴۶. صادقی مقدم و نوروزی، پیشین، ۱۳۴.

۴۷. ماده ۵ دستورالعمل: اطلاعات افشاشده از سوی ناشر باید قابل اتکا، به‌موقع و به دور از جانب‌داری باشد. اطلاعات دارای تأثیر منفی باید به همان سرعت و دقتی که اطلاعات دارای تأثیر مثبت منتشر می‌شود، افشا شوند. اطلاعات مهم باید صریح، دقیق، قابل فهم و کافی باشند و تا حد امکان به‌صورت کمی ارائه شوند. مسئولیت انتشار اطلاعات بر عهده مدیران (هیئت‌مدیره و مدیرعامل) ناشر است و تخطی از این ماده مشمول فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار خواهد شد. ۴۸. جعفر جمالی، سمیه سادات آقامیری، فرهاد عابدینی سعدآباد و الهام سلیمان دهکردی، «بازشناسی اطلاعات نهانی و

افشا شود و بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ آن را تعریف کرده و واجد سه ویژگی دانسته است. این مقررہ بیان داشته «اطلاعات نهانی: هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد.»

سه ویژگی بیان‌شده در این ماده عبارت است از: ۱- عدم افشای اطلاعات برای عموم؛ ۲- مربوط بودن به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر؛ ۳- تأثیر بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران.

در خصوص ویژگی‌های اول و سوم پیش‌تر توضیحاتی ارائه گردید ولی در مورد خصیصه دوم باید گفت اطلاعات مربوط به ورقه بهادار در اغلب موارد با اطلاعات مربوط به ناشر ورقه بهادار هم‌پوشانی دارد، زیرا ورقه بهادار از ارزش مستقلی برخوردار نیست و ارزش آن در دارایی نهفته در پس آن و اطلاعات ناظر بر ناشر آن اوراق از قبیل صورت‌های مالی و وقایع مربوط به فعالیت‌های ناشر است. اطلاعات مربوط به معاملات و مالکان اوراق نیز به‌ویژه در مورد سهام شرکت‌های سهامی عام دارای اهمیت است.

۲-۳-۲- انواع اطلاعات بااهمیت

ماده ۱۳ دستورالعمل بعد از آخرین اصلاحات در تاریخ ۱۳۹۶/۹/۱۴ برخی از اطلاعات بااهمیت را بر خلاف متن اولیه این دستورالعمل در سال ۱۳۸۶ که به چهار دسته رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد ناشر، تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی ناشر، تغییر در ساختار مالکیت ناشر و سایر اطلاعات مهم مؤثر بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تقسیم می‌نمود، به دو گروه تقسیم و بعضی از مصادیق هرکدام از این دو گروه را بیان می‌کند. با ملاحظه مصادیق اطلاعات مهم در دستورالعمل قبل از اصلاحات می‌توان ملاحظه نمود که آن مصادیق در اصلاحیه ۱۳۹۶/۹/۱۴ هم آمده ولی دسته‌بندی فوق را بر هم زده است در حالی که این امر با توجه به مناسب بودن تقسیم‌بندی اول، غیرمنطقی به نظر می‌رسد. لذا با توجه به مطالبی که گفته شد، ما برای بررسی مصادیق اطلاعات بااهمیت در این قسمت، از همان الگوی دستورالعمل قبل از اصلاح تبعیت کرده تا بتوان به شکل بهتری این امر را تشریح نمود.

دسته اول- رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد ناشر: این دسته، اصلی‌ترین بخش اطلاعات مهم مربوط به ناشر بوده و حکایت از فعالیت‌های شرکت و وضعیت مالی آن دارد؛ زیرا از آنجا که هدف و فلسفه ایجاد شرکت تجاری، کسب سود و منفعت است، لذا چگونگی فعالیت و

همچنین وضعیت مالی آن نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و نیز تعیین قیمت اوراق بهادار شرکت دارد.^{۴۹} از مصادیق این قسمت می‌توان به تعلیق یا توقف تمام یا بخشی از فعالیت شرکت، نتایج برگزاری مناقصه یا مزایده، نتایج شرکت در مناقصه یا مزایده که در گروه الف و برگزاری مناقصه یا مزایده، شرکت در مناقصه یا مزایده و دعاوی مهم مطروحه له یا علیه شرکت که در گروه ب ماده ۱۳ آمده است، اشاره نمود.

دسته دوم- تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی ناشر: این قسمت بیشتر، تغییر در بدهی ناشر و سیاست تقسیم سود را شامل می‌گردد که جزو اطلاعات بااهمیت از آن یاد شده است؛ مانند برنامه انتشار اوراق بدهی و پیشنهاد پرداخت سود یا تغییر سیاست تقسیم سود که در گروه ب آمده است.

دسته سوم- تغییر در ساختار مالکیت ناشر: علت قرارگیری این دسته از اطلاعات در ردیف سایر اطلاعات بااهمیت این است که ممکن است با هرگونه تغییر ساختار مالکیت ناشر، کنترل شرکت به معنای توانایی راهبری سیاست‌های مالی و عملیاتی یک واحد تجاری به‌منظور کسب منافع از فعالیت‌های آن دچار تغییرات عمده‌ای گردد. از این رو اطلاعاتی از قبیل تغییر عمده در ساختار مالکیت ناشر به نحوی که کنترل شرکت تغییر یابد و یا تغییر در ساختار ناشر مانند هر نوع ترکیب، تجزیه، ادغام و اکتساب باید افشا گردد.^{۵۰}

دسته چهارم- سایر اطلاعات مهم مؤثر بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران: برخی از مصادیق این بخش از اطلاعات که در سه تقسیم‌بندی قبل جای نمی‌گیرند عبارت است از: تعدیلات سنواتی^{۵۱} که در گروه الف و توثیق یا فک رهن دارایی‌ها و ایجاد یا منتفی شدن بدهی احتمالی که در گروه ب ماده ۱۳ دستورالعمل آمده است.

آنچه از صراحت قسمت اخیر ماده فوق به دست می‌آید این است که نمونه‌های اطلاعات مهم اعلام‌شده حصری نبوده و تمثیلی و حداقل الزامات در زمینه افشای اطلاعات است. این امر هم طبیعی

۴۹. محمد سلطانی، مرضیه خلیلی، لیلا سهرابی و زینب فلاح تفتی، بایسته‌های حقوق بازار سرمایه (اصول) (تهران: انتشارات بورس، ۱۳۹۳)، ۸۸.

۵۰. همانجا

۵۱. برای مطالعه در خصوص مفهوم تعدیلات سنواتی (Prior Period Adjustments) نک: سیدرضا سیدنژاد فهیم، اسماعیل اقدامی و محمد جوزپرکند، «تعدیلات سنواتی ابزاری جهت هموارسازی سود»، دانش حسابرسی، ۵۹ (۱۳۹۴)، ۱۷۷.

بوده چراکه اقتضای پیچیدگی بازار سرمایه امروزی و دنیای اقتصاد و تجارت چنین است. همان‌طور که ماده ۴ دستورالعمل نیز این را در نظر داشته و موارد، ضرورت‌ها و روش‌های افشا را که در دستورالعمل تأکید شده است، حداقل الزامات در زمینه افشای اطلاعات دانسته و تعیین و تشخیص سایر اطلاعاتی که مهم است و باید افشای فوری شود را بر عهده ناشر گذاشته است. البته قسمت اخیر این ماده که این اختیار را به ناشر سپرده قابل انتقاد می‌باشد و ممکن است نفع خود را در این خصوص در نظر گیرد.

۲-۳-۳- نقش شایعه در بازار بورس

اطلاعات موجود در بازار بورس محدود به اطلاعاتی نیست که از طرق رسمی منتشر می‌گردد بلکه این بازار سرشار از اطلاعات مختلفی است که از مسیرهای غیررسمی وارد این بازار شده و جنبه شایعه^{۵۲} دارد. این امر مختص بازار بورس نبوده و همانند سایر بازارها و بخش‌های دیگر جامعه از این‌گونه اطلاعات که جزو اخبار مهم تلقی و تأثیر منفی بر واقعی بودن قیمت اوراق بهادار^{۵۴} و کارایی بازار سرمایه و حمایت از حقوق مصرف‌کننده دارد، در امان نبوده و در دستورالعمل افشا به آن توجه و راهکارهایی برای مبارزه با آن وضع شده است. نمونه‌ای از شایعات در بورس، اخبار منتشرشده به‌صورت عمومی توسط اشخاص ثالث در مورد شرکت می‌باشد. همان‌گونه که افشای اطلاعات توسط ناشر در تصمیم سرمایه‌گذار برای معامله یا قیمت اوراق بهادار مؤثر است، شایعات در بازار بورس نیز چنین تأثیری دارد، اگرچه میزان تأثیر همه شایعات به یک اندازه نیست. پس از بررسی دقیق مفهوم شایعه و ویژگی‌های آن، به مسئولیت ناشر در قبال آن خواهیم پرداخت.

۲-۳-۳-۱- مفهوم شایعه در بازار بورس

در لغتنامه مرحوم دهخدا^{۵۵} شایعه را به مفهوم «خبری که فاش شود ولی صحت و نادرستی آن معلوم

52. Rumor

53. Jesper Lau Hansen & David Moalem, "The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution", *Capital Markets Law Journal*, 4, 3(2009), 326.

۵۴. تأثیر منفی بر واقعی بودن قیمت اوراق بهادار فقط به معنی بالاتر بودن قیمت بازاری نسبت به قیمت واقعی نیست بلکه اعم از این است که قیمت بازاری اوراق بالاتر یا پایین‌تر از قیمت واقعی آن باشد چراکه شایعات ممکن است منفی یا مثبت باشد و اوضاع ناشر و سایر عوامل دخیل در قیمت اوراق بهادار را بهتر یا بدتر از حالت واقعی آن نشان دهد. بدیهی است در حالت اول ناشر تمایل زیادی برای خنثی نمودن شایعات دارد ولی در حالت شایعات مثبت، نفع بیشتر ناشر در عدم اقدام در برابر آن است.

۵۵. علی‌اکبر دهخدا، لغت‌نامه دهخدا، جلد نهم (تهران: موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ۱۳۷۷)، ۱۴۱۰۳.

نباشد) و در فرهنگ فارسی معین^{۵۶} به معنای «خبری که شیوع یافته (راست یا دروغ)» آمده است. فرهنگ بلک^{۵۷} آن را به‌عنوان خبر یا حکایتی دانسته که از یک شخص به شخص دیگر منتقل و در حال گسترش بوده ولی منبع خبر برای تشخیص میزان صحت آن مشخص نیست. لذا شایعه ممکن است تنها اظهار عقیده شخصی یا پیش‌بینی آینده بازار بورس باشد و کم‌کم گسترش یابد و مبتنی بر استدلال علمی نباشد، چنانکه در مورد مسائل دیگر غیر از بازار بورس هم امری عادی است. به یک تعبیر می‌توان گفت شایعه عبارت است از انتقال اطلاعات بین اشخاص از طرق مختلف بدون تأیید صحت آن. به عبارتی دیگر شایعه، افشای اطلاعات تأیید نشده است و طریقه افشای آن هم اهمیتی ندارد. شایعه در بازار بورس جزو اخبار مهم تلقی شده و بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، برعکس آنچه در فهم عرفی مرسوم بوده و آنچه از شایعه در ذهن تداعی می‌گردد که شایعه همیشه خبر غیر صحیح است، ولی در معنای لغوی این‌گونه نبوده و در واقع خبری است که شیوع پیدا کرده اعم از اینکه صحیح یا غلط باشد.^{۵۸} مفهوم صحیح شایعه به شرح فوق، یعنی اعم از اخبار صحیح یا غیر صحیح، مورد پذیرش بند ۷ ماده ۱ دستورالعمل اصلاحی ۱۳۹۶/۹/۱۴ بوده و در تعریف آن بیان داشته است «اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهمی است که به‌طور غیر رسمی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده است و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر بااهمیت داشته باشد.»

۲-۳-۳-۲- ویژگی‌های شایعه در بازار بورس

مطابق تعریف بند ۷ ماده ۱ دستورالعمل اصلاحی ۱۳۹۶/۹/۱۴ از شایعه، چند شرط برای تلقی خبری به‌عنوان شایعه نیاز است:

نخست: شایعه از اخبار مهم یا بااهمیت تلقی و همانند تعریفی که از این اخبار گذشت و بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل، می‌تواند بالفعل یا بالقوه در تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار یا قیمت اوراق بهادار تأثیر داشته باشد. قرینه‌ای که در بند ۷ فوق وجود دارد و نشان می‌دهد شایعه، نوعی از اطلاعات

۵۶. معین، پیشین، جلد اول، ۹۲۴.

57. Black, Op. Cit. 1498.

۵۸. ظاهراً ماده ۱۴ دستورالعمل قبل از اصلاح، از فهم عرفی تبعیت و شایعه را اخبار نادرست می‌دانست چراکه در متن ماده بیان می‌داشت: «انتشار شایعه یا گزارشی که حاوی اطلاعات خلاف واقع و یا گمراه‌کننده و یا مستندات جعلی باشد»، گویی شایعه فقط اطلاعات خلاف واقع و جعلی و مانند آن را شامل می‌شود. علت این برداشت از شایعه در متن ماده، شاید به علت تأثیر منفی زیاد این موضوع در بازار بوده که آن را از نظر مخرب بودن، هم‌ردیف مستندات جعلی دانسته شده بود.

مهم است اینکه در متن ماده از عبارت «حاکمی از وجود اطلاعات مهمی» استفاده شده است. اگرچه در بند ۷ ماده «تأثیر بااهمیت» ذکر شده که بند ۶ در آخرین اصلاحیه خود فاقد آن بوده و این قید حذف شده است. با توجه به مراتب فوق، میزان تأثیر شایعه و اطلاعات بااهمیت در قیمت اوراق بهادار و نیز تصمیم سرمایه‌گذاران، قطعی است. تأثیر شایعه در قیمت اوراق بهادار در قسمت اخیر بند ۷ ماده ۱ مزبور تصریح شده است ولی تأثیر آن بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله، اگرچه در این قسمت نیامده، اما از تلقی آن به‌عنوان اخبار بااهمیت یا مهم، قابل برداشت است.

دوم: با توجه به بند ۷ ماده ۱ و نیز ماده ۲ مکرر ۳ دستورالعمل، برای تلقی یک خبر به‌عنوان شایعه، باید از طریق غیررسمی و غیرقانونی منتشر شده و خود ناشر و مراجع قانونی دیگر هم مبادرت به انتشار آن نکرده باشند و اگر خود ناشر خبری را منتشر نماید، در مباحث افشای اطلاعات مذکور در دستورالعمل می‌گنجد و در صورت عدم صحت آن خبر هم مشمول ضمانت اجرای عدم افشای صحیح اطلاعات مذکور در ماده ۲ مکرر ۱ دستورالعمل و تکلیف به اصلاح خواهد بود. عنصر «غیررسمی» بودن اخبار، به‌مانند عناصر دیگر تعریف، ضروری است. همچنین لازم به ذکر است که با توجه به اطلاق تعریف، اخبار فوق ممکن است دارای منبع مشخص یا نامشخص باشند.

سوم: عدم تأیید یا تکذیب خبر توسط ناشر: این موضوع نیز اهمیت داشته و در صورت تأیید یا تکذیب آن توسط ناشر، از حالت شایعه خارج و اگر تأثیری هم بر تصمیم سرمایه‌گذار یا قیمت اوراق بهادار داشته باشد، ضمانت اجرایی نداشته بلکه مسئولیت آن متوجه خود مصرف‌کننده و ناشی از سهل‌انگاری اوست و شاید در صورت شناسایی منبع خبر، در صورت اثبات ارکان مسئولیت مدنی توسط مصرف‌کننده، بتواند علیه شایعه‌سازان طرح دعوای مطالبه خسارت نماید و در صورت انطباق عمل با بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰، مسئولیت کیفری خاطی نیز محفوظ است.

۲-۳-۳-۳- مسئولیت ناشر برای مقابله با شایعه در بازار بورس

همان‌گونه که ناشر برای حمایت از مصرف‌کننده بورس موظف به افشای اطلاعات بااهمیت و سایر اطلاعات مشخص برای عموم بوده و برای این امر ضمانت اجرا مقرر شده است، تکلیف به مقابله با شایعات بورس نیز دارد. علت این وظیفه، اهمیت آن و حمایت از مصرف‌کنندگان بوده تا فریب شایعات را نخورده و بر اساس آن تصمیم به سرمایه‌گذاری در اوراق خاصی از یک شرکت نگیرند و ارزش اوراق نیز تا حد ممکن به‌طور غیرطبیعی افزایش نیابد. اگر الزامی برای ناشر جهت مقابله با شایعات وجود نداشته باشد، مقصود حمایت از مصرف‌کننده حاصل نخواهد شد چراکه شایعات موجود که چه‌بسا به

دلایل تبلیغاتی قدرت نفوذ آن در سرمایه‌گذار بیشتر است، اطلاعات افشاشده ناشر را خنثی خواهد کرد. در حقوق آمریکا قاعده کلی این است که ناشر هیچ تکلیفی به تصحیح یا تأیید یا هر واکنشی نسبت به شایعات در بازار ندارد مگر اینکه شایعات قابل انتساب به ناشر^{۵۹} یا شرکت باشند. قابلیت انتساب به ناشر یعنی منبع شایعه، خود ناشر باشد.^{۶۰} البته این قاعده یک استثنا دارد و آن زمانی است که خود ناشر تصمیم به پاسخ در برابر شایعات دارد؛ در این صورت پاسخ وی باید دقیق باشد.^{۶۱} لازم به ذکر است برخی بورس‌ها نقص رویه قضایی را جبران و شرکت‌ها را ملزم به اصلاح شایعات نموده‌اند، ولو اینکه قابل انتساب به آنها نباشد. چنانچه در ماده ۲۰۲/۰۳ دستورالعمل بازار بورس نیویورک (NYSE)^{۶۲} شرکت‌ها مکلف شده‌اند در مواردی که شایعات نادرست یا غیردقیق هستند به سرعت اقدام به انکار توضیح اطلاعات منتشر شده کنند.^{۶۳}

پیش از اصلاحات دستورالعمل، ماده ۱۴ آن به تکلیف موردبحث توجه نموده بود ولی هم‌اکنون ماده ۲ مکرر ۳ دستورالعمل به این موضوع پرداخته و مقرر می‌دارد «ناشر مسئولیت شفاف‌سازی در مورد شایعات را بر عهده دارد. در صورت انتشار شایعه، خبر یا گزارشی که از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان به اطلاع عموم نرسیده، مدیران ناشر مکلف‌اند به منظور جلوگیری از ایجاد بستری برای سوءاستفاده از اطلاعات نهانی، بلافاصله پس از اطلاع یا بنا به درخواست بورس مربوطه یا سازمان، با ارائه گزارش شفاف‌سازی، اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را افشا نمایند.»

ملاحظه می‌گردد که در صورت بروز شایعه، ماده فوق، مسئولیت شفاف‌سازی را بر عهده ناشر قرار داده است. علاوه بر شایعه، این ماده از «خبر یا گزارشی که از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان به اطلاع عموم نرسیده» نیز یاد می‌کند. این خبر یا گزارش بر اساس تبصره ماده ۲ مکرر ۲ دستورالعمل،^{۶۴} همان اطلاعات نهانی است که به‌طور غیرقانونی و غیررسمی و

59. Attributable to the Issuer

60. John M. Sheffey, "Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem", *Notre Dame Law Review*, 57, 5(1982), 780.

61. Dennis J. Block, Nancy E. Barton and Alan E. Garfield, "Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans", *The Business Lawyer*, 40, 4(1985), 1253-1254.

62. New York Stock Exchange Listed Company Manual

۶۳. ره پیک، پیشین، ۲۲۸.

۶۴. تبصره ماده ۲ مکرر ۲ دستورالعمل: اطلاعات بااهمیت قبل از انتشار رسمی محرمانه تلقی شده و مسئولیت جلوگیری از افشای غیررسمی این نوع اطلاعات بر عهده دارندگان اطلاعات نهانی موضوع تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار

غیرمجاز منتشر شده ولی این انتشار برای عموم نبوده و به شرحی که گفته شد، منطبق با مقررات نیز نبوده است. این انتشار غیرمجاز راه را برای سوءاستفاده از اطلاعات نهانی باز می‌نماید و بر خلاف انتشار شایعه که ضرر مستقیم به مصرف‌کننده وارد می‌نماید، به‌طور غیرمستقیم موجب اضرار آنها می‌گردد. به همین علت است که ماده ۲ مکرر ۳ به هدف «جلوگیری از ایجاد بستری برای سوءاستفاده از اطلاعات نهانی» تصریح و مدیران ناشر را موظف نموده در صورت اطلاع یا بنا به درخواست بورس مربوطه یا سازمان، گزارش شفاف‌سازی ارائه نموده و در مورد شایعه، اطلاعات و توضیحات کافی منتشر و در مورد اطلاعات نهانی که به طرق غیرقانونی منتشر شده، آن را افشای عمومی نماید تا همه مصرف‌کنندگان بازار از شرایط برابر برخوردار باشند. در صورت عدم ارائه گزارش شفاف‌سازی توسط ناشر علاوه بر مسئولیت مدنی وی وفق ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰، سازمان عدم پاسخگویی را افشا می‌کند (تبصره ماده ۲ مکرر ۳ دستورالعمل). ماده ۱۴ مکرر ۱ دستورالعمل هم می‌گوید «در صورت افشای غیررسمی اطلاعات نهانی، ناشر موظف است این اطلاعات را بلافاصله از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان افشا نماید. مسئولیت انتشار اطلاعات نهانی بر عهده مدیران (هیئت‌مدیره و مدیرعامل) ناشر است و تخطی از این ماده مشمول فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار خواهد شد.»

۳- ضمانت اجرا

ضمانت اجرا که معادل واژه انگلیسی «Sanction» است توسط صاحب‌نظران حقوقی کشورمان، به قدرتی که برای به کار بستن قانون یا حکم دادگاه یا قراردادها و غیره از آن بهره برده می‌شود، تعریف شده است و اعم از ضمانت اجرای مدنی، کیفری و انتظامی می‌باشد.^{۶۵} در خصوص موضوع مورد بحث، قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ توجه قابل ملاحظه‌ای به شفافیت و اطلاع‌رسانی در بورس داشته و مهم‌ترین ماده آن هم ۴۵ بوده و در این قانون ضمانت اجرا برای تخلف از آن هم در نظر گرفته است. وجود مقررات مربوط به افشای اطلاعات در قانون بیمه و همچنین در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ از جمله مواد ۴۳، ۴۵، ۴۶ و سایر مواد قانون اخیر و وضع دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات و تعیین ضمانت اجرا برای تخطی از این تکلیف، نشانگر وجود مقررات نسبتاً کاملی است که در بازار سرمایه و بازار بیمه برای ارائه اطلاعات تدوین شده‌اند در حالی که مقررات مشابه کمتری در بازار

است. تخطی از این ماده مشمول ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار می‌باشد.

۶۵. محمدجعفر جعفری لنگرودی، دانشنامه حقوقی، جلد چهارم (تهران: انتشارات گنج دانش، ۱۳۹۱)، ۵۱.

پول به‌عنوان بخشی از بازار مالی در کنار دو بازار فوق، یافت می‌شود.^{۶۶} لذا علاوه بر وجود نهادهای ناظر در بورس که مهم‌ترین وظیفه آنها حمایت از حقوق مصرف‌کننده بوده و در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰ از شورای عالی بورس و اوراق بهادار و سازمان بورس و اوراق بهادار نام برده شده است، به ضمانت اجرای کیفری، انضباطی و مدنی ناقضان حقوق سرمایه‌گذاران خرد نیز باید اشاره نمود که شایسته مطالعه هستند؛ بنابراین مباحث این قسمت را به سه دسته می‌توان تقسیم نمود: ۱- جرایم؛^{۶۷} ۲- تخلفات انضباطی؛^{۶۸} ۳- اختلافات.^{۶۹}

۳-۱- جرایم

تخطی از برخی مقررات بازار سرمایه به جهت عواقب منفی بیشتری که دارد، موجب گرایش به تلقی آن به‌عنوان بزه شده و اینجاست که صرف اکتفا به ضمانت اجرای انضباطی کافی نیست. قانون‌گذار نیز این موضوع را برای جرم‌انگاری‌های خود در این بازار در نظر داشته است. نخست لازم به ذکر است که قسمت اول ماده ۵۲ قانون بازار می‌باشد که سازمان بورس^{۷۰} را مکلف به گردآوری مستندات و مدارک وقوع جرم در بازار و ارائه آن به مرجع قضایی و پیگیری آن به‌عنوان شاکی می‌کند. نکته دیگر آنکه قانون بازار اوراق بهادار در خصوص تعیین مجازات جرایم مذکور در مواد ۴۷، ۴۸ و ۵۰ این قانون از شیوه‌ای استفاده کرده که در اصطلاح به آن روش احاله‌ای یا کیفر حواله‌ای یا حواله کیفری گفته می‌شود که معمولاً خصیصه‌ای منفی محسوب شده و می‌تواند مشکل‌زا بوده و به تشدید آرا بیانجامد. این اشکالات وقتی که به قوانین داخلی احاله داده شود کمتر بوده ولی شکل دیگر آن یعنی احاله به قوانین خارجی، معداً اشکالات بیشتری است.^{۷۱} جرایم مرتبط با لزوم افشای اطلاعات به‌عنوان یکی از حقوق مصرف‌کننده بورس اوراق بهادار عبارت است از:

سوءاستفاده از اطلاعات نهانی موضوع قسمت اول بند ۱ ماده ۴۶ ق.ب.ا.ب^{۷۲}؛ فراهم کردن موجبات

۶۶. محمود باقری و سعید رحمانی، حمایت از حقوق مصرف‌کننده در نظام بانکی (تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۹۶)، ۶۸.

67. Offences

68. Violation of Regulation

69. Disputes

۷۰. این وظیفه به‌موجب بند ۹ ماده ۷ قانون بازار بر عهده هیئت‌مدیره سازمان بورس است.

۷۱. تهمورث بشیریه، «حواله کیفری (بررسی کیفر جرم موضوع ماده ۵۱۶ قانون مجازات اسلامی)»، آموزه‌های حقوق کیفری، ۷، ۱۱۳ (۱۳۸۹)، ۷.

۷۲. ماده ۴۶: اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست‌آمده

افشا و انتشار اطلاعات نهانی در غیر موارد مقرر موضوع قسمت اخیر بند ۱ ماده ۴۶ ق.ب.ا.ب.^{۷۳}؛ معامله متکی بر اطلاعات نهانی در قانون بازار اوراق بهادار موضوع بند ۲ ماده ۴۶ ق.ب.ا.ب.^{۷۴}؛ دست‌کاری بازار اوراق بهادار موضوع بند ۳ ماده ۴۶ ق.ب.ا.ب.^{۷۵}؛ سوءاستفاده عالمانه و عامدانه از هرگونه اطلاعات، اسناد، مدارک یا گزارش‌های خلاف واقع مربوط به اوراق بهادار موضوع بند ۴ ماده ۴۹ ق.ب.ا.ب.^{۷۶}.

۳-۲- تخلفات انضباطی

علاوه بر مسئولیت کیفری و مدنی خاطی در بازار سرمایه به جهت نقض مقررات این بازار، گاهی متخلف بنا به تصریح همان مقررات دارای مسئولیت انضباطی نیز بوده و مشمول ضمانت اجراهای خاص آن نیز می‌گردد. چراکه به صرف مجازات کیفری و مسئولیت مدنی موجب ایجاد نظم در این بازار نشده و لازم است مسئولیت انضباطی نیز توسط واضعین مقررات در نظر گرفته شود که قاعدتاً دایره شمول وسیع‌تری داشته و گاهی حتی مؤثرتر از مسئولیت کیفری که همانا مجازات حبس و جزای نقدی است، می‌باشد زیرا این موضوع معمولاً موقعیت شغلی شخص را هدف قرار داده و تهدید می‌نماید. این تأثیر زمانی که شخص خاطی مشمول هر سه مسئولیت کیفری و حقوق و انضباطی گردد، بیشتر خواهد بود.

یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد: ۱- هر شخصی که اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار موضوع این قانون را که حسب وظیفه در اختیار وی قرار گرفته به نحوی از انحا به ضرر دیگران یا به نفع خود یا به نفع اشخاصی که از طرف آنها به هر عنوان نمایندگی داشته باشند، قبل از انتشار عمومی مورد استفاده قرار دهد...
 ۷۳. ماده ۴۶: اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد: ۱- هر شخصی که اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار موضوع این قانون را که حسب وظیفه در اختیار وی قرار گرفته به نحوی از انحا به ضرر دیگران یا به نفع خود یا به نفع اشخاصی که از طرف آنها به هر عنوان نمایندگی داشته باشند، قبل از انتشار عمومی، مورد استفاده قرار دهد و یا موجبات افشا و انتشار آنها را در غیر موارد مقرر فراهم نماید.
 ۷۴. ماده ۴۶: اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد: ۲... هر شخصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید.
 ۷۵. هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود.
 ۷۶. ماده ۴۹: اشخاص زیر به حبس تعزیری از یک ماه تا شش ماه یا جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد: ... ۴- هر شخصی که عالماً و عامداً هرگونه اطلاعات، اسناد، مدارک یا گزارش‌های خلاف واقع مربوط به اوراق بهادار را به هر نحو مورد سوءاستفاده قرار دهد.

ماده ۳۵ ق.ب.ا.ب. و مواد ۱۷^{۷۸} و ۱۸^{۷۹} آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران هیئت‌وزیران بدون ارائه تعریفی از «تخلف انضباطی»، به تعیین مرجع صالح برای رسیدگی به آن پرداخته که مجال تفصیل آن و نیز انواع تخلفات در این مختصر نیست.

۳-۳- اختلافات

ماده ۳۶ ق.ب.ا.ب.، فرایند دو مرحله‌ای را پیش‌بینی و داوری اجباری^{۸۰} اختلافات را در صورت عدم حصول سازش در کانون‌ها مقرر داشته است. با وجود فقدان مرجع اختصاصی اجباری در بازارهای سرمایه کشورهای پیشرفته‌ای چون ایالات متحده آمریکا و فرانسه، در کشور ما از زمان تأسیس بورس اوراق بهادار این امر پیش‌بینی و در مواد ۲، ۱۷ و ۱۸ قانون بورس مصوب ۱۳۴۵ هیئت داوری ایجاد و در قانون بازار ۱۳۸۴ این رویه ادامه و ضمن بند ۴ ماده ۱ و مواد ۳۶ و ۳۷ و تبصره ۱ ماده ۴۳ این قانون و نیز مواد ۵ و ۱۵ ق.ت.ا.ن.م مصوب ۱۳۸۸ به آن توجه و هیئت مزبور به‌عنوان یک مرجع اختصاصی اجباری ارجاع اختلافات در بورس تعیین گردید؛ که علت آن نیز علاوه بر لزوم سرعت در رسیدگی، تخصصی بودن موضوع است که معمولاً فراتر از توانایی‌های محاکم عمومی محسوب می‌شود.

نهاد اجباری رجوع به داوری در قانون بازار اوراق بهادار که صلاحیت رسیدگی آن منبعت از اراده قانون‌گذار بوده و نه توافق طرفین و بدین جهت از آن به‌عنوان نوعی دادرسی شبه‌قضایی یاد شده و صلاحیت آن جنبه امری و ذاتی داشته و طرفین نمی‌توانند با توافق، حق رجوع به آن را از خود سلب و رسیدگی به اختلاف را در صلاحیت مراجع قضایی قرار دهند،^{۸۱} مورد انتقاد عده‌ای از نویسندگان

۷۷. ماده ۳۵: هیئت‌مدیره بورس به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار / معامله‌گران، بازارگردانان، ناشران و سایر اعضای خود از هر یک از مقررات این قانون یا آئین‌نامه‌های ذی‌ربط طبق آئین‌نامه انضباطی خود رسیدگی می‌نماید. رأی بورس به مدت یک ماه از تاریخ ابلاغ قابل تجدیدنظر در سازمان است. رأی سازمان قطعی و لازم‌الاجرا می‌باشد.

۷۸. ماده ۱۷: در اجرای ماده ۳۵ قانون، هیئت‌مدیره به‌بازارها موظف‌اند طبق مقررات آیین‌نامه مربوط و بر اساس دستورالعملی که توسط سازمان ابلاغ می‌شود به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار / معامله‌گران، بازارگردانان، ناشران و سایر اعضای بورس رسیدگی کنند. یک نسخه از آرای صادرشده در مورد تخلفات انضباطی یادشده باید حداکثر ظرف سه روز پس از صدور به سازمان ارسال شود.

۷۹. ماده ۱۸: در اجرای بندهای ۳ و ۱۱ ماده ۷ قانون به تخلفات مدیرعامل و اعضای هیئت‌مدیره بورس‌ها و ارکان سایر تشکلهای خوداتنظام در خصوص تکالیف، وظایف و اختیارات آنها در سمت‌های یادشده مطابق دستورالعملی که به تصویب شورا می‌رسد، در هیئت‌مدیره سازمان رسیدگی می‌شود.

80. Compulsory Arbitration

۸۱. سام سوادکوهی، هیئت داوری بازار اوراق بهادار (تهران: انتشارات شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۸۸)، ۱۰ و

کشورمان قرار گرفته که مجال تفصیل نیست.

ماده ۳۶ قانون بازار مصوب ۱۳۸۴ اشعار می‌دارد «اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار / معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها در صورت عدم سازش در کانون‌ها توسط هیئت داوری رسیدگی می‌شود.»

علاوه بر لزوم اشاره به این نکته که صلاحیت هیئت داوری تنها در امور مدنی بوده و حق رسیدگی به جرایم و تخلفات انضباطی را ندارد، به‌طور مختصر بیان سه موضوع از ماده ۳۶ قانون مزبور برای ورود به بحث تحلیل این ماده ضروری به نظر می‌رسد.

ملاحظه می‌گردد که مقنن کشور ما رجوع به کانون سازش و سپس رسیدگی هیئت داوری را در مواقع بروز اختلاف در بازار سرمایه مقرر داشته است. از نظر تطبیقی، کشور آمریکا در زمینه توجه به داوری پیشگام بوده و این امر ابتدا در دعاوی مربوط به بورس اوراق بهادار و حقوق رقابت شروع شده و سپس به حوزه‌های دیگر گسترش یافته و در این خصوص، توجه به دعوی ویلکو علیه سوآن^{۸۲} مربوط به تقلب و نقض ماده ۱۲(۲) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳^{۸۳} شایان توجه بوده است.^{۸۴} امروزه نیز دادگاه‌های آمریکا یک رویکرد و نگاه تشویقی و مثبت را به نهاد داوری تجاری دارند و در اغلب موارد به اجرای آرا و شروط داوری در گستره‌ای وسیع متمایل هستند.^{۸۵} حل اختلافات در بازار اوراق بهادار آمریکا ویژگی خاصی نداشته و همانند دیگر اختلافات از طریق مراجع قضایی حل و فصل می‌شود. لیکن در قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴^{۸۶} به حل و فصل اختلافات به شیوه‌های خارج از مکانیسم دادگاه‌ها با توافق اصحاب دعوا اشاره شده است. موضوع داوری در بخش ۹، A۱۵ و ۱۹ این قانون مورد بررسی قرار گرفته است؛ بنابراین شیوه حل و فصل اختلافات به روش داوری در این کشور مبنای قراردادی دارد. بدین لحاظ، موافقت‌نامه کتبی که قبل از حدوث اختلاف تنظیم شده باشد، ضروری است.^{۸۷} بورس‌های آمریکا در صورت حصول توافق برای ارجاع اختلاف به داوری دارای بخش ویژه داوری هستند و در همین راستا از

82. Wilko v. Swan

83. Andrew T. Guzman, "Arbitrator Liability: Reconciling Arbitration and Mandatory Rules", *Duke Law Journal*, 49, (2000), 1291.

۸۴. سید محمد طباطبائی‌نژاد، «داوری تجاری بین‌المللی و چالش اعمال قواعد آمره: مطالعه موردی داوری در حقوق رقابت»، مطالعات حقوق تطبیقی، ۶، ۱ (۱۳۹۴)، ۲۸۴.

۸۵. سیدمحمد طباطبائی‌نژاد، «نظارت قضایی بر اعمال قواعد آمره در داوری تجاری بین‌المللی»، دانش حقوق مدنی، ۵، ۱ (۱۳۹۵)، ۷۱.

86. Securities Exchange Act of 1934

۸۷. غلامعلی میرزایی منفرد، حقوق بازار اوراق بهادار بخش اختلافات (تهران: نشر میزان، ۱۳۹۰)، ۲۱۵.

سال ۲۰۰۷ به بعد کلیه اختلافات مزبور در صورتی که طرفین به داوری تمایل داشته باشند، به فینرا^{۸۸} ارجاع می‌شود و از طریق سیستم داوری فینرا حل و فصل می‌گردد.^{۸۹} همان‌گونه که در متن ماده ۳۶ مزبور ملاحظه می‌گردد، در صورت بروز اختلاف، غیر از آنچه موضوع مشمول عنوان مجرمانه یا تخلفات انضباطی باشد، پیش از مراجعه به هیئت داوری، اشخاص موظف به مطرح کردن موضوع در کانون‌ها با هدف دستیابی به سازش هستند. لذا عمل مزبور صرف نظر از اینکه طرفین اختلاف اشخاص دولتی یا خصوصی باشند، اجباری بوده و تشکیلات آن نیز در ماده ۳۷ ق.ب.ا.ب.^{۹۰} آمده است.

نتیجه‌گیری

مصرف‌کنندگان بورس اوراق بهادار همانند سایر مصرف‌کنندگان به علت موقعیت ضعیف خود نسبت به سایر اشخاص فعال در بازار، نیازمند حمایت‌های ویژه و خاص بوده و حقوقی برای آنها در نظر گرفته شده است. در رأس حقوقی که برای آنها متصور بوده، افشای اطلاعات توسط ناشر که صادرکننده اوراق بهادار می‌باشد، است. اگرچه پیش‌تر اطلاعات موردنیاز خریدار باید توسط خود وی کسب می‌شد و سایرین تعهدی در این زمینه نداشته‌اند، ولی امروزه این تفکر رنگ باخته است و الزام به ارائه اطلاعات توسط طرف مقابل، به‌عنوان قواعد عمومی قراردادها تلقی می‌گردد. اطلاعات که نقش حیاتی در بازار بورس دارد، انواع مختلفی داشته که مهم‌ترین آن، اطلاعات بااهمیت است که خود اقسامی داشته و تأثیر اصلی در تصمیم سرمایه‌گذاران خرد به‌عنوان مصرف‌کننده بازار برای معامله اوراق بهادار و نقش غیرقابل انکار در قیمت اوراق بهادار دارد؛ همان‌گونه که در تعریف ارائه‌شده توسط این نوع از اطلاعات در دستورالعمل افشا این امر نمایان است و به علت همین تأثیر زیاد آن می‌باشد که افشای فوری در

88. FINRA

۸۹. علیرضا رجب‌زاده اصطهباناتی، ماهیت حقوقی و روش‌های حل و فصل دعاوی در بازار اوراق بهادار (تهران: انتشارات بورس، ۱۳۹۲)، ۱۳۷.

۹۰. ماده ۳۷: هیئت داوری متشکل از سه عضو می‌باشد که یک عضو توسط رئیس قوه قضاییه از بین قضات باتجربه و دو عضو از بین صاحب‌نظران در زمینه‌های اقتصادی و مالی به پیشنهاد سازمان و تأیید شورا به اختلافات رسیدگی می‌نماید. رئیس قوه قضاییه و سازمان با تأیید شورا علاوه بر نماینده اصلی خود، هر یک عضو علی‌البدل تعیین و معرفی می‌نمایند تا در صورت غیبت عضو اصلی مربوط در هیئت داوری شرکت نماید. شرایط عضو علی‌البدل همانند عضو اصلی می‌باشد. تبصره ۱- ریاست هیئت داوری با نماینده قوه قضاییه خواهد بود. تبصره ۲- مدت مأموریت اعضای اصلی و علی‌البدل دو سال می‌باشد و انتخاب مجدد آنان حداکثر برای دو دوره دیگر بلامانع است. تبصره ۳- هیئت داوری دارای دبیرخانه‌ای است که در محل سازمان تشکیل می‌گردد. تبصره ۴- بودجه هیئت داوری در قالب بودجه سازمان منظور و پرداخت می‌شود. تبصره ۵- آرای صادرشده از سوی هیئت داوری قطعی و لازم‌الاجرا است و اجرای آن به عهده اداره‌ها و دوایر اجرای ثبت اسناد و املاک می‌باشد.

دستورالعمل مزبور برای آن مقرر شده است. لذا ناشر باید با قید فوریت، بر عکس سایر اطلاعات که دارای مواعد مشخص است، اطلاعات بااهمیت را برای عموم که مصرف‌کنندگان بالقوه و بالفعل بازار سرمایه هستند، افشا نماید. طبقه افشا هم در ماده ۲ مکرر ۲ دستورالعمل افشا آمده و مقرر می‌دارد که انتشار اطلاعات باید مطابق ضوابط دستورالعمل فوق از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان به عمل آید.

ضرورت فوری بودن افشای اطلاعات بااهمیت بیان‌شده، مطلق نبوده و استثنائاتی در دستورالعمل افشا برای آن در نظر گرفته شده است که حصری بوده و عموماً برای حفظ حقوق ناشر است. البته این استثنا موقتی بوده و پس از رفع ضرورت، ناشر مکلف به افشا در اولین زمان ممکن است. علاوه بر فوریت در انتشار، رعایت صحت و قابل فهم بودن اطلاعات نیز ضروری است. موارد گفته شده در کشورهای توسعه‌یافته مانند ایالات متحده آمریکا نمود بیشتری داشته و در مقررات آن کشورها نیز به این موضوعات پرداخته شده است.

اگرچه اطلاعات افشاشده نقشی بی‌پدیل در بازار بورس دارد، ولی نباید از تأثیر مخرب شایعات منتشره در این بازار غافل بود که چه‌بسا به علت جذابیت تبلیغاتی و اغراق موجود در آن، تأثیر مهم‌تری نسبت به اطلاعات بااهمیت برای معامله اوراق بهادار توسط مصرف‌کننده و قیمت اوراق بهادار داشته باشد. مقررات کشورمان هم به این امر توجه داشته و در ماده ۲ مکرر ۳ دستورالعمل افشا، مسئولیت شفاف‌سازی در مورد شایعات را بر عهده ناشر قرار داده که باید بلافاصله پس از اطلاع یا بنا به درخواست بورس مربوطه یا سازمان، با ارائه گزارش شفاف‌سازی، اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را افشا نمایند و در صورت عدم ارائه گزارش شفاف‌سازی توسط ناشر، علاوه بر مسئولیت مدنی وی وفق ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ اصلاحی ۱۳۹۰، سازمان عدم پاسخگویی را افشا می‌کند (تبصره ماده ۲ مکرر ۳ دستورالعمل).

تخطی از تکلیف افشای اطلاعات توسط ناشر مستوجب ضمانت اجرای کیفری و انضباطی و مدنی برای وی خواهد شد که از بین آنها، مسئولیت مدنی ناشر در برابر مصرف‌کننده به لحاظ لزوم مراجعه آنها به داوری اجباری در صورت عدم سازش در کانون مربوطه، شایسته توجه بیشتر است. چراکه داوری مزبور بر خلاف مقررات و شیوه متداول ارجاع اختلافات به داوری بوده که امری اختیاری و منوط به توافق طرفین است.

فهرست منابع

- الف) منابع فارسی
- انصاری، علی و مریم حیدری سورشجانی. «تحلیل حقوقی تأیید بورس در معاملات اوراق بهادار». فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲۷ (۱۳۹۳)، ۵۳-۷۱.
 - باقری، محمود و سعید رحمانی. حمایت از حقوق مصرف‌کننده در نظام بانکی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۹۶.
 - باقری، محمود. نقش حقوق شرکت‌ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی‌سازی. تهران: مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، ۱۳۹۰.
 - بشیریه، تهمورث. «حواله کیفری (بررسی جرم موضوع ماده ۵۱۶ قانون مجازات اسلامی)»، آموزه‌های حقوق کیفری، ۷، ۱۳ (۱۳۸۹)، ۳-۱۳.
 - بنی‌مهد، بهمن و مهتاب توتچی. «عوامل تعیین‌کننده در ارائه به‌موقع صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای». پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۸ (۱۳۹۲)، ۱۵۱-۱۷۳.
 - جعفری لنگرودی، محمدجعفر. دانشنامه حقوقی، جلد چهارم. تهران: انتشارات گنج دانش، ۱۳۹۱.
 - جمالی، جعفر، سمیه سادات آقامیری، فرهاد عابدینی سعدآباد و الهام سلیمان دهکردی. «بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران». تحقیقات حقوق خصوصی و کیفری، ۱۱، ۲۵ (۱۳۹۴)، ۱۱-۳۱.
 - جنیدی، لعیا و محمد نوروزی. «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار». مطالعات حقوق خصوصی، ۳۹، ۲ (۱۳۸۸)، ۱۲۹-۱۴۷.
 - دهخدا، علی‌اکبر. لغت‌نامه دهخدا، جلد نهم. تهران: موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ۱۳۷۷.
 - رجب‌زاده اصطهباناتی، علیرضا. ماهیت حقوقی و روش‌های حل‌وفصل دعاوی در بازار اوراق بهادار. تهران: انتشارات بورس، ۱۳۹۲.
 - ره‌پیک، حسن و محسن شمس‌الهی. «تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا)». مطالعات حقوقی دانشگاه شیراز، ۱۰، ۲۸ (۱۳۹۷)، ۲۱۵-۲۴۰. Doi/10.22099:jls2018.26535.2552.
 - سلطانی، محمد. حقوق بازار سرمایه. تهران: انتشارات سمت: دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۹۵.
 - سلطانی، محمد، مرضیه خلیلی، لیلا سهرابی و زینب فلاح تقتی. بایسته‌های حقوق بازار سرمایه (اصول). تهران: انتشارات بورس، ۱۳۹۳.
 - سوادکوهی، سام. هیئت داورى بازار اوراق بهادار. تهران: انتشارات شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۸۸.
 - سیدنژاد فهیم، سیدرضا، اسماعیل اقدامی و محمد جوزبرکند. «تعدیلات سنواتی ابزاری جهت هموارسازی سود». دانش حسابرسی، ۵۹ (۱۳۹۴)، ۱۷۵-۱۸۷.
 - صادقی مقدم، محمدحسن و محمد نوروزی. «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران». مطالعات حقوق خصوصی، ۴۲، ۲ (۱۳۹۰)، ۱۳۱-۱۴۹.
 - صادقی، محسن. «نارسایی‌های حقوق خصوصی ایران در مقابله با مخاطرات بازار بورس برای مصرف‌کننده». اولین همایش ملی مخاطرات و حقوق. مهر ۱۳۹۴.
 - طباطبائی‌نژاد، سید محمد. «داوری تجاری بین‌المللی و چالش اعمال قواعد آمره: مطالعه موردی داوری در حقوق رقابت». مطالعات حقوق تطبیقی، ۶، ۱ (۱۳۹۴)، ۲۷۷-۳۰۰.
 - طباطبائی‌نژاد، سید محمد. «نظارت قضایی بر اعمال قواعد آمره در داوری تجاری بین‌المللی». دانش حقوق

- مدنی، ۵، ۱(۱۳۹۵)، ۶۸-۸۱.
- طباطبائی نژاد، سید محمود، محمود باقری و هدایت فرخانی. «عدم تقارن اطلاعات در حقوق بانکی (مطالعه موردی قراردادهای تسهیلات سندیکی)». مطالعات حقوق خصوصی، ۱(۱۳۹۶)، ۴۹-۶۴.
 - عمید، حسن. فرهنگ فارسی عمید. تهران: انتشارات راه رشد، ۱۳۸۹.
 - عینی، اکرم. «اطلاعات چیست؟ مفهوم اطلاعات در مراجع تخصصی و از دیدگاه برخی صاحب‌نظران کتابداری». مطالعات کتابداری و سازماندهی اطلاعات، ۱۶، ۱(۱۳۸۴)، ۲۹-۴۵.
 - مرکز تحقیقات دانشگاه امام صادق (ع) با همکاری شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس. گفتارهایی پیرامون بورس؛ مجموعه سخنرانی‌های دکتر علی صالح‌آبادی رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در دانشگاه امام صادق (ع). تهران: انتشارات بورس وابسته به شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، ۱۳۹۱.
 - معین، محمد. فرهنگ فارسی معین (دوره دو جلدی). تهران: انتشارات ادنا، ۱۳۸۶.
 - میدری، احمد. «عدم تقارن اطلاعات منبع رانت». راهبرد، ۴(۱۳۷۳)، ۴۳-۶۲.
 - میرزایی منفرد، غلامعلی. حقوق بازار اوراق بهادار بخش اختلافات. تهران: نشر میزان، ۱۳۹۰.
 - نوروزی، محمد. «مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس». پژوهش‌های حقوقی، ۹، ۱(۱۳۸۹)، ۲۰۳-۲۱۲.
 - همتی، حامد و سپیده همتی. «بررسی رابطه بین نابرابری اطلاعاتی و تقسیم سود». دهمین همایش ملی حسابداری ایران. تهران: دانشگاه الزهرا (س). دوم خرداد ۱۳۹۱.
- (ب) منابع انگلیسی

- Adhikara, Muhammad Fachruddin Arrozi, Maslichah Maslichah & Nur Diana. "Qualitative characteristics of accounting information in the belief revision of the users for the securities prospects in Indonesia Stock Exchange (IDX)". *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 17, 1(2014), 91-104. <https://doi.org/10.14414/jebav.v17i1.269>

- Alexander, Kern. "Insider Dealing and Market Abuse: The Financial Services and Markets Act 2000". *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, 222(2001), 1-50.

- Bailey, Warren, Haitao Li, Connie X. Mao and Rui Zhong. "Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses". *Journal of Finance*, 58, 6(2003), 2487-2514. <https://www.jstor.org/stable/3648201>

- Bauman, Jeffrey D. "Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose". *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works*, 67, (1979), 935-990. <https://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1559>

- Black, Julia. "Involving Consumers in Securities Regulation". Prepared for the Taskforce to Modernize Securities Regulation in Canada, London, June 2006.

- Block, Dennis J., Nancy E. Barton and Alan E. Garfield. "Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans". *The Business Lawyer*, 40, 4(1985), 1243-1265. <https://www.jstor.org/stable/40686686>

- Brill, Jeffrey A. "Status of the Duty to Update", *Cornell Journal of Law and Public Policy*,

- 7, 2(1998), 605-679. <https://ww3.lawschool.cornell.edu/research/JLPP/upload/605-Brill.pdf>
- Cafritz, Eric & Omer Tene. "Securities Regulation v. Consumer Protection: French Financial Market Legislation". *International Lawyer*, 37, 1(2003), 173-190. <https://www.jstor.org/stable/40707726>
- Campbell Black, Henry. *Black's Law Dictionary: Definitions of the Terms and Phrases of American and English Jurisprudence, Ancient and Modern*. 4th Ed. St. Paul: West Publishing Company, 1968.
- Ellis Wild, Susan. *Webster's New World Law Dictionary*. Hoboken, NJ: Wiley, 2006.
- Gomes, Armando, Gary Gorton & Leonardo Madureira. "SEC Regulation Fair Disclosure, information, and the cost of capital". *NBER Working Paper*, 10567(2004), 1-78. <https://www.nber.org/papers/w10567>
- Guzman, Andrew T. "Arbitrator Liability: Reconciling Arbitration and Mandatory Rules". *Duke Law Journal*, 49, (2000), 1279-1334. Available at: <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol49/iss5/2>
- Lau Hansen, Jesper & David Moalem. "The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution". *Capital Markets Law Journal*, 4, 3(2009), 323-340. DOI:10.1093/cmlj/kmp012
- Pietrancosta, Alain & C. A. Umhoefer. "Insider Trading Law in France". *Columbia Journal of Transnational Law*, 30, 1(1992), 89-144.
- Scott, Michael. "EC Company Law, Vanessa Edwards, Clarendon Press 1999". *Chicago Journal of International Law*, 1, 1(2000), 199. Available at: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cjil/vol1/iss1/23>
- Sheffey, John M. "Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem". *Notre Dame Law Review*, 57, 5(1982), 755-796. Available at: <https://scholarship.law.nd.edu/ndlr/vol57/iss5/1>
- Venkatesh, P.C. and R.Chiang. "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements". *Journal of Finance*, 41, 5(1986), 1089-1102. Available at: <https://doi.org/10.2307/2328165>

This Page Intentionally Left Blank