

# پژوهشهای حقوقی

شماره ۱۷

هزار و سیصد و هشتاد و نه - نیمسال اول

## مقالات

توصیف خواسته در قانون و رویه قضایی • اصول بنیادین حاکم بر کنوانسیون ارتباطات الکترونیکی  
آنسیترال • مؤلفه‌های امنیت اجتماعی در قوانین کیفری • شناسایی در حقوق بین‌الملل: آثار حقوقی  
شناسایی کوزوو، اوستیای جنوبی و آبخازیا • اصول حاکم بر تعارض ادله اثبات دعوا • جلوه‌های  
حقوق بین‌الملل کیفری در خاورمیانه؛ از محاکمه صدام تا محاکمه عاملان ترور رفیق حریری

## موضوع ویژه: بورس اوراق بهادار در حقوق ایران و کشورهای دیگر

مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس • مطالعه تطبیقی ممنوعیت‌های دارندگان اطلاعات  
نهانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار • تحلیل جرم معامله متکی بر اطلاعات نهانی • مبارزه با  
تقلب در بازارهای اوراق بهادار؛ نگاهی به نظم حقوقی بازار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا •  
بررسی آراء قضایی صادره در خصوص معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی • مسؤولیت  
مدنی کارگزاران بورس و فرایند طرح دعاوی مرتبط در مراجع صالحه • مسؤولیت کارگزاران در  
معاملات فضولی اوراق بهادار با تکیه بر رویه هیأت داوری • نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و  
تأمین بر قوانین و مقررات حاکم بر آن • داوری اختلافات در بازار اوراق بهادار • ماهیت حقوقی و  
صلاحیت‌های هیأت داوری بازار اوراق بهادار • قواعد حاکم بر تشکیل شرکت‌های سهامی عام در پرتو  
قانون بازار اوراق بهادار • آثار حقوقی الحاق ایران به سازمان جهانی تجارت بر خدمات بورس  
اوراق بهادار • ادغام فرامرزی بازارهای بورس سهام و اوراق بهادار: توهم یا واقعیت؟

## نقد و معرفی

ملاحظات پیرامون «نظریه مشورتی کوزوو» • بررسی جرم تجاوز در کنفرانس بازننگری اساسنامه  
دیوان کیفری بین‌المللی • نقدی بر قانون جدید بیمه اجباری مسؤولیت مدنی دارندگان وسایل نقلیه  
• علائم تجاری غیر سنتی • قطعنامه ۱۹۲۹ شورای امنیت: بازنمایی نبرد حق و قدرت در جهان  
نامتحد • ششمین دوره مسابقات شبیه‌سازی دیوان کیفری بین‌المللی





[http://jlr.sdil.ac.ir/article\\_40936.html](http://jlr.sdil.ac.ir/article_40936.html)

مجله پژوهش‌های حقوقی (علمی - ترویجی)، شماره ۱۷، نیمسال اول ۱۳۸۹  
صفحات ۲۰۳ الی ۲۱۲، تاریخ وصول: ۱۳۸۹/۲/۳۰، تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۴/۱۴

## مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس

محمد نوروزی\*

**چکیده:** دگرگونی‌هایی که در دهه‌های اخیر در وضع روابط اقتصادی افراد جامعه رخ داده، دانشمندان مکتب حقوق و اقتصاد را به سوی ایجاد تحول در حقوق قراردادهای، در راستای حمایت از اقشار ضعیف‌تر روابط اقتصادی، سوق داده است. یکی از عرصه‌های تغییر در حقوق قراردادهای پردازش نظریه تعهد به دادن اطلاعات در بورس است که اگر چه هدف اولیه آن حمایت از سرمایه‌گذاران عادی بازار اوراق بهادار است اما به طور غیرمستقیم منجر به کسب اعتبار برای شرکت‌های حاضر در بورس و کاهش هزینه‌های مبارزه با تقلب در بازار اوراق بهادار شده است. نظریه مذکور به گونه‌ای طراحی شده است که موجب افشای جزئیات گسترده‌ای در مورد شرکت‌های بورسی می‌گردد. مقاله حاضر ابتدا به شناخت مبانی نظری تعهد به دادن اطلاعات در بورس پرداخته و سپس در صدد بیان اصول حاکم بر اجرای این تعهد می‌باشد.

**کلیدواژه‌ها:** اعتبار شرکت، تقلب در بازار، حمایت از سرمایه‌گذار، کارآمدی بازار، اصول افشاء، بورس، اطلاعات

### ۱- مقدمه

بازار اوراق بهادار از جمله مناسب‌ترین محلها برای جذب سرمایه‌های جامعه است که در آن تمام اقشار، حتی با کمترین داراییها، توان سرمایه‌گذاری را دارند. بدون شک، مهمترین عامل برای جذب سرمایه ایجاد امنیت سرمایه‌گذاری است. در بازار اوراق بهادار امنیت سرمایه‌گذاری هنگامی حاصل می‌شود که سرمایه‌گذاران بتوانند با آگاهی کامل برای معاملات این اوراق تصمیم گرفته و بیم قربانی شدن در مقابل افرادی خاص که به علت موقعیت ویژه خود در شرکت‌های حاضر در بورس از اطلاعات نهانی این شرکتها با خبرند را نداشته باشند.

بنابراین، هیچ تردیدی در لزوم برقراری شفافیت در بازار سرمایه باقی نمی‌ماند. این امر موجب

---

\* دانشجوی دوره دکترای حقوق خصوصی، دانشگاه شهید بهشتی mohammadnrz@yahoo.com

این مقاله به روح پاک پاسدار خلبان شهید حسن حسنی تقدیم می‌شود.

شد تا قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ اقدام به یک نوآوری قابل توجه در مقایسه با قانون تأسیس بورس اوراق بهادار ۱۳۴۵ نموده و نظام افشاء اجباری اطلاعات در بورس را تأسیس نماید. نخستین گام در پیشبرد ادبیات نوپای حقوق اوراق بهادار ایران آن است که کلیات مربوط به این نوع از افشاء اطلاعات مورد تحلیل قرار گیرد. بدین سان، مقاله حاضر ابتدا مبانی تعهد به ارائه اطلاعات در بورس را بررسی نموده (گفتار اول) و سپس به بیان اصولی که باید در افشاء اطلاعات به بورس رعایت شود، خواهد پرداخت. (گفتار دوم)

### گفتار اول: مبانی تعهد به ارائه اطلاعات در بورس

#### ۲- افشاء صحیح اطلاعات؛ وسیله‌ای برای کسب اعتبار شرکت

افشاء اجباری اطلاعات از دو جهت برای شرکتهای موفق مفید خواهد بود:

به لحاظ اقتصادی، انتشار اخبار امید آفرین و صحیح درباره شرکت باعث خواهد شد که سهام و دیگر اوراق بهادار آن با قیمت بالاتری معامله شود،<sup>۱</sup> چه اینکه، به قول حقوقدانان اقتصادی در امریکا، اصل بر وجود اخبار بد است مگر این که شرکت اطلاعات خوب را منتشر کند.<sup>۲</sup> ریشه این اصل در این است که اگر واقعاً اخبار خوبی وجود داشته باشد، شرکتها معمولاً در انتشار آن درنگ نخواهند کرد. همچنین به تبع اجباری بودن افشاء، مدیران نیز تحریک خواهند شد که برای حفظ آبروی خویش تمام سعی خود را در ایجاد اخبار خوب برای شرکت بنمایند.

به لحاظ حیثیتی، نیز صحت و درستی اطلاعات افشاء شده موجب ایجاد اعتبار برای شرکت خواهد بود. اثبات راستگویی یک شرکت در درازمدت باعث گرایش مردم و سرمایه‌های عمومی به سمت آن شرکت خاص خواهد شد.<sup>۳</sup> چه اینکه، سرمایه‌گذاران مطمئنند که این شرکت هرگز به آنها دروغ نخواهد گفت و به قول فرانسویها «خانه‌ای بلورین»<sup>۴</sup> است که اطلاعات افشاء شده واقعاً منعکس‌کننده اوضاع آن است.<sup>۵</sup> پس به عنوان قاعده می‌توان گفت: «هر چه امنیت اطلاعاتی یک شرکت بیشتر باشد، سرمایه‌داران قیمت بیشتری برای اوراق بهادار آن خواهند پرداخت».

#### ۳- افشاء اجباری اطلاعات؛ تدبیری برای کاهش هزینه‌ها

اطلاعات راجع به اوراق بهادار کالایی عمومی است. بدین معنی که همه فعالان بازار می‌توانند از

1. Frank Easterbrook and Daniel R. Fischel, (1984), "Mandatory disclosure and the protection of investors", 70 *Virginia Law Review* 669, p. 306.

2. K. Hargis, (2000), "International cross-listing and stock market development in emerging economies", 9 *International Review of Economics and Financial*, p. 104.

3. M.D. Mann, (1993), "What Constitutes a successful securities regulatory regime?", 3 *Australian Journal of Corporate Law* 2, p. 67.

4. maison de verre

5. Carol Umhoefer, (1992), "Insider Trading Law in France", 30 *Columbia Journal of Transnational Law* 1, p. 215.

آن استفاده کنند بی آنکه این کالا مصرف و تمام شود.<sup>۶</sup> همانند کالاهای دیگر، در اوراق بهادار نیز خریدار این حق را دارد که قبل از انجام معامله درباره این کالا اطلاعات لازم را کسب کند و در غیراین صورت از این اوراق استقبالی نخواهد شد. برای این کار راه‌های مختلفی وجود دارد: اولین آنها اقدام خود سرمایه‌گذاران برای بررسی اوضاع و احوال شرکت است که سرمایه‌گذاران معمولاً نه توان این کار را دارند و نه علاقه‌ای به آن.<sup>۷</sup> راه‌حل بعدی این است که مدیران را وادار به افشاء اطلاعات کرده، آنگاه آنها را مجبور کنیم که برای صحت اظهارات خود ضامن معرفی کنند تا ضامین هم در راستای دوری از خطر، صحت اظهارات مدیران و عملکرد آنها کنترل کنند. یا آنکه خود مدیران را ملزم به خرید اوراق بهاداری کنیم در مورد آن اطلاعات خوب منتشر کرده‌اند. چنین اقداماتی پرهزینه، پرزحمت، نامعقول و حتی ناشدنی است.<sup>۸</sup>

آخرین و بهترین راهکار این است که افشاء اطلاعات توسط شرکت را اجباری کرده، نهادی دولتی را ناظر بر این امر قرار داده و تخلف از قواعد چنین افشایی را در حکم تقلب و تدلیس بدانیم و حتی به آن به جنبه کیفری هم ببخشیم.<sup>۹</sup> این راه‌حل انجام تقلب در بازار را مشکل‌تر می‌سازد و ریسک آن را بالا می‌برد و در عین حال هزینه‌ها و زحمتهای را برای ارائه حداقل اطلاعات لازم جهت انجام یک معامله اوراق بهادار می‌کاهد.<sup>۱۰</sup> بدین سان، این نهاد دولتی مسئول، با الزام شرکتها به افشاء اطلاعات در قالب استانداردهای یکسان و قابل فهم حسابرسی، این فرصت را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند که بتوانند بین عملکرد ناشرین اوراق بهادار، که همگی با معیارهای یکسانی افشاء شده‌اند، مقایسه کرده و بر اساس آن برای انجام معاملات خود تصمیم بگیرند.

#### ۴- افشاء کامل اطلاعات؛ راهکاری برای حمایت از سرمایه‌گذاران

به دلیل تأثیر بی‌چون و چرای اطلاعات مربوط به فعالیت شرکتهای تجاری بر قیمت اوراق بهادار آنها، امروزه همگان معتقدند که اوراق بهادار، کالاهای پیچیده‌ای هستند که تجارت آنها به گونه‌ای است که همواره فرصت عدم صداقت و سوء رفتار را برای طرفین معامله به وجود می‌آورد. چه، در قلمرو حقوق اوراق بهادار وقتی از انتشار اطلاعات دریغ می‌شود، برخی افراد به واسطه موقعیت برتر خود نزد ناشرین اوراق بهادار (شرکتها)، به اطلاعات نهانی آنها دست یافته و با دستکاری و تقلب مانع انجام معامله در یک فضای شفاف می‌گردند. این امر به اضمحلال بازار و به دنبال آن از دست رفتن امنیت مالی بخش وسیعی از جامعه می‌گردد. بدین سان مقررات امری مربوط به افشاء اطلاعات، به عنوان مظهر اصلی حقوق اوراق بهادار و بورس، صادرکننده این اوراق

6. It can be used without being used up, cf. Easterbook and Fischel, *op. cit.*, p. 286.

7. Brian J. Bushee and Christian Leuz, (2005), "Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from the OTC bulletin board", 39 *Journal of Accounting and Economics* 2, p. 133.

8. Easterbrook and Fischel, *op. cit.*, p. 303.

9. Hargis, *op. cit.*, p. 106.

10. Felice B. Friedman and Claire Grose, (2006), "Promoting access to primary equity markets: A legal and regulatory approach", <http://econ.worldbank.org>, working paper 3892, p. 10.

را ملزم می‌کند تا اطلاعات خود را در اختیار عموم قرار دهد. باری، این امر مصداقی از مأموریت حقوق اقتصادی مبتنی بر حمایت از افراد ضعیف‌تر جامعه، مثل سرمایه‌گذاران یا مصرف‌کنندگان، در روابط اجتماعی است. زیرا در عمل، تعاملات اجتماعی امروزی باعث از بین رفتن برابری افراد ضعیف در مقایسه با طرف مقابل خود در انعقاد قرارداد شده است. سهام‌داران کوچک و دیگر سرمایه‌گذاران عادی اوراق بهادار را به دو دلیل می‌توان طرف ضعیف‌تر روابط اقتصادی در این بازار دانست؛ اول اینکه این افراد منفعلند<sup>۱۱</sup> و مجبورند تابع فعالیت‌هایی باشند که افراد با نفوذتر بازار انجام می‌دهند. دلیل دوم که بیشتر بر آن تأکید می‌شود این است که سرمایه‌گذاران جز نه وسیله کافی را برای دفاع از خود دارند و نه انگیزه کافی را. چه، کوچک بودن سرمایه باعث می‌شود که این افراد از قدرت تصمیم‌گیری اندکی برخوردار بوده و نتوانند در انتخاب مدیران، که اطلاعات نهانی شرکت را در اختیار کسانی می‌گذارند که آنها را هیأت مدیره فرستاده‌اند، نقش ایفا کنند. همچنین، اندک بودن میزان سرمایه باعث خواهد شد تا سهام‌داران کوچک از انگیزه کافی برای دستیابی به اخبار مهم شرکت برخوردار نبوده و سرنوشت شرکت را یکسره به سهام‌داران عمده آن واگذار کنند.<sup>۱۲</sup> در نتیجه، اطلاعات مهم شرکت تنها در اختیار سهام‌داران عمده و دیگر افراد با نفوذ آن قرار خواهد گرفت و این افراد خواهند توانست تا در معاملات سهام، با استفاده از موقعیت برتر اطلاعاتی خود، سهام‌داران کوچک و دیگر سرمایه‌گذاران عادی را دچار زیان نا روا سازند.

این در حالی است که حقوق قراردادهای، به شکل متداول و مرسوم خود، قادر نیست بین دو طرف معاملات بورس که دسترسی برابر به اطلاعات لازم برای انعقاد قرارداد را ندارند، عدالت را برقرار کند. زیرا پیش فرض حقوق سنتی قراردادهای (حقوق خصوصی) این است که هر یک از طرفین توانایی حفظ منافع خود را دارد و به همین دلیل است که بنای خود را بر (اصل) آزادی طرفین در انعقاد قرارداد می‌نهد.<sup>۱۳</sup> بنابراین، لازم است تا در معاملات بورس برای تعهد به دادن اطلاعات نظامی پیشرفته‌تر و متفاوت با آنچه که در حقوق سنتی قراردادهای وجود دارد طراحی گردد. این امر ما را بدان رهنمون می‌سازد تا در ادامه به بررسی اهم موارد تفاوت بین این دو نظام پردازیم.

## ۵- تفاوت اساسی نظام اطلاعات در بورس با حقوق قراردادهای

نظام اطلاعات در بازار اوراق بهادار از جهات گوناگون با نظام اطلاعاتی که در حقوق قراردادهای به شکل سنتی آن مد نظر می‌باشد متفاوت است.

<sup>۱۱</sup> passive investors

<sup>۱۲</sup> Reachard Posner, (2002), *Economic Analysis of Law*, Aspen publishers, New York, Sixth edition, p. 459.

<sup>۱۳</sup> عباس قاسمی حامد، (۱۳۷۵)، «مروری اجمالی بر نظریه تعهد به دادن اطلاعات در قرارداد از دیدگاه حقوق

فرانسه»، *مجله کانون وکلا*، شماره ۱۶۵، ص ۹۲.

### ۱-۵- ماهیت اطلاعات

اطلاعاتی که بورس اوراق بهادار بر افشاء آن نظارت می‌کند دارای مفهومی مضیق‌تر نسبت به اطلاعات مورد نیاز برای انعقاد یک عمل حقوقی از نظر قراردادهاست. در این اطلاعات که از آن به عنوان «اطلاعات نهانی» تعبیر می‌شود وجود چهار ویژگی شرط است: عدم افشاء برای عموم (نهانی بودن)، دقیق و شامل جزئیات بودن، قابلیت تأثیر قابل توجه در قیمت و مربوط بودن به ناشر اوراق بهادار (بند ۳۲ ماده ۱ قانون بورس<sup>۱۴</sup>). در حالی که در اطلاعات به مفهوم سستی حقوق قراردادهای وجود چنین قیودی الزاماً شرط نیست.

### ۲-۵- هدف و شیوه افشاء

مقررات حقوق قراردادهای بر این فرض بنا شده‌اند که در یک بازار آزاد خود طرفین معامله قادرند که مصلحت خویش را برآورده سازند. به همین دلیل تمرکز خود را در مبحث ارائه اطلاعات به مرحله بعد از انعقاد قرارداد و هنگامی که ذینفع آسیب دیده تقاضای کمک نماید معطوف می‌کنند.<sup>۱۵</sup> همچنین گستره افشاء در حقوق قراردادهای محدود به فراهم آوردن شرایط صحت و نفوذ عمل حقوقی است. پس نگاه این قواعد معطوف به گذشته و خواهان عدالت تصحیحی است.

در جهت مقابل، حقوق اوراق بهادار هدفی سه گانه را دنبال می‌کند: اول حمایت از طرف ضعیف‌تر یعنی سرمایه‌گذاران عادی در رویارویی با دارندگان اطلاعات نهانی، دوم استفاده کارآمد از سرمایه جامعه که به صورت اوراق بهادار درآمده و سوم اهداف اجتماعی دیگر مثل حفظ اعتبار و صحت بازار این اوراق.<sup>۱۶</sup> بنابراین، بر خلاف حقوق قراردادهای که ناظر به گذشته است، مقررات اوراق بهادار ناظر به آینده بوده و می‌خواهد از سوءاستفاده اطلاعاتی در آینده جلوگیری کند.<sup>۱۷</sup> گستره افشاء نیز در این بخش از حقوق بسیار پهناورتر از حقوق سستی قراردادهای بوده<sup>۱۸</sup> و شامل جزئیات کوچک و گوناگونی می‌شود که حتی ممکن است مستقیماً به معامله مربوط نباشد.<sup>۱۹</sup> به

<sup>۱۴</sup> منظور از قانون بورس همان قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱ است که بعضاً به قانون بورس نیز شهرت یافته است.

<sup>۱۵</sup> محمود باقری، (۱۳۸۵)، «اقتصاد مبتنی بر بازار و کاستیهای حقوق خصوصی»، مجله پژوهش حقوق و سیاست، سال هشتم، شماره نوزدهم، ص ۷۰.

<sup>۱۶</sup> حسین کدخدایی، (۱۳۷۸)، مبانی مقررات بازار سرمایه، تهران، بیمه مرکزی ایران، چاپ اول، ص ۷۱.

<sup>۱۷</sup> محمود باقری، پیشین، ص ۷۰.

<sup>۱۸</sup> محمود باقری، (۱۳۸۵)، «نسبت عدالت توزیعی و تصحیحی در توزیع خطر میان دو طرف قرارداد غیرقانونی»، مجله حقوق تطبیقی، دوره جدید، شماره ۲، ص ۲۲۳.

<sup>۱۹</sup> از جمله اطلاعاتی که فقط به صورت غیرمستقیم به معاملات اوراق بهادار مرتبط است لیکن شرکتها ملزم به افشاء آنند، اعلام سهام‌داران عمده می‌باشد.

عبارت بهتر، به لحاظ نظری، اگر چه اطلاعات نهانی به دلیل لازم دانستن چهار ویژگی اساسی نسبت به اطلاعات مد نظر در حقوق سنتی قراردادها، دارای مفهومی مضیق است، لیکن، به لحاظ عملی، از آنجایی که دارای مصادیق فراوان بوده و جزئیات گسترده‌ای درباره شرکت را در بر می‌گیرد، گستره افشاء آن وسیع‌تر از اطلاعات حقوق سنتی قراردادهاست.

### گفتار دوم: اصول حاکم بر افشاء اطلاعات

#### ۶- هدف از تدوین این اصول

هدف از ارائه اطلاعات، کارآمدی بازار اوراق بهادار است تا بتوان به وسیله این بازار اهداف اقتصادی بلندمدت جامعه را برآورده ساخت.<sup>۲۰</sup> بازار کارآمد، بازاری است که کلیه اطلاعات لازم جهت آگاهی سرمایه‌گذاران را به آنان عرضه می‌کند، تمام این اطلاعات منتشر شده را در قیمت اوراق بهادار منعکس کرده و این انعکاس به طور سریع و به موقع انجام می‌گیرد.<sup>۲۱</sup> به طور خلاصه می‌توان گفت در یک بازار کارآمد، به دلیل سلامت اطلاعات، قیمت تعیین شده برای اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن بسیار نزدیک است و قیمت شاخص مناسبی برای پی بردن به اوضاع و احوال شرکتهاست. بدین سان، در افشاء اطلاعات به بازار اوراق بهادار، به منظور دست یافتن به وصف کارآمدی در این بازار، باید سه اصل سرعت، صحت و قابلیت استنباط رعایت شود.

#### ۷- سرعت

سرعت افشاء اطلاعات یا به موقع بودن آن، به معنای هر چه کمتر بودن فاصله بین به وجود آمدن اطلاعات و افشاء آن برای عموم است.<sup>۲۲</sup> این ویژگی اساسی‌ترین خصیصه افشاء اطلاعات است به نحوی که بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل افشاء اطلاعات<sup>۲۳</sup> در مقام تعریف افشاء، آن را جزو مقتضای ذات افشاء می‌داند. به موجب این مقرر «افشاء ارسال اطلاعات به سازمان و انتشار عمومی و به موقع اطلاعات مطابق ضوابط این دستورالعمل می‌باشد».

دلیل اهمیت سرعت افشاء این است که هر چه فاصله زمانی بین به وجود آمدن اطلاعات و افشاء آن در بازار و نتیجتاً تأثیر آن در قیمت کمتر باشد، دارندگان اطلاعات نهانی فرصت کمتری برای استفاده از اطلاعات افشاء نشده خواهند داشت و کمتر می‌توانند از موقعیت برتر اطلاعاتی

20. Micheal Fishman and Hagerty Kathlan, (1992), "Insider Trading and the Efficiency of stock price", 23 *Rand Journal of Economics* 106, p. 125.

21. Lachlan Burn, (2008), "Disclosur in the EEA securities market-making sens of the puzzle", *Capital Market Law Journal*, V 3. No. 2, p. 143.

22. Bushee and leuz, *op. cit.*, p. 138.

23. دستورالعمل اجرایی افشاء اطلاعات شرکتهای ثبت شده نزد سازمان بورس، مصوب ۱۳۸۶/۵/۳، هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

خود سوءاستفاده کنند.<sup>۲۴</sup> در همین راستاست که دستورالعمل افشاء، پس از ذکر این مطلب در مقررہ قبلی، مجدداً در ماده ۵ خود تأکید می‌کند که «اطلاعات افشاء شده از سوی ناشر باید ... به موقع باشد».

به موقع بودن افشاء در بسیاری از موارد مستلزم فوریت آن است. فوریت افشاء به معنی انتشار اطلاعات به محض آگاهی ناشر از آن است.<sup>۲۵</sup> بین اهمیت اطلاعات و فوریت افشاء آن رابطه مستقیم وجود دارد. لذا در حقوق ایران نیز، به پیروی از قانون‌گذاران معتبر دنیا،<sup>۲۶</sup> امر به افشاء فوری اطلاعات شده است (ماده ۱۳ دستورالعمل افشاء).

### ۸- صحت

دومین رکن از ارکان افشاء اطلاعات، صحت و درستی آن است. ممکن است مدیران شرکت به ظاهر اقدام به انتشار سریع اطلاعات نمایند، لیکن در عمل با صورت‌سازی اقدام به اظهار مطالب خلاف واقع کرده باشند. اینجاست که منافع دو گروه در تضاد با یکدیگر قرار می‌گیرند: منافع مشروع سرمایه‌گذاران عادی در مقابل منافع نامشروع مدیران. به همین دلیل، حسابرسان معتمد بورس باید قبل از افشاء صورتهای مالی، در مورد صحت و سقم و ارائه مطلوب و منصفانه اطلاعات اظهارنظر کنند.<sup>۲۷</sup> بدین منظور، دستورالعمل افشاء اطلاعات، که به منزله نماینده قانون بورس در زمینه اطلاع‌رسانی است، با در نظر گرفتن نقش حسابرسان، مقرر می‌دارد که اطلاعات افشاء شده از سوی ناشران باید به دور از جانبداری باشد (ماده ۵ دستورالعمل). اصل رعایت صحت، از اصول جهان‌شمول افشاء اطلاعات است به طوری که هم در قانون معاملات اوراق بهادار آمریکا<sup>۲۸</sup> مورد تأکید قرار گرفته و هم قواعد افشاء اطلاعات انگلستان در مقام تشریح آن بیان می‌دارد: «ناشر موظف است به نحو معقولی دقت کند تا افشاء گمراه‌کننده، غلط یا فریب‌دهنده نبوده و هیچ مطلبی که در اهمیت اطلاعات مؤثر است از قلم نیفتد».<sup>۲۹</sup>

#### ۸-۱- صحت اطلاعات افشاء شده و استقلال حرفه‌ای حسابرسان

از توابع لزوم صحت افشاء، بحث استقلال حرفه‌ای حسابرسان است. استقلال حسابرسان باعث خواهد شد که آنها در اظهارنظر خود در مورد صحت گزارشهای ارائه شده، تحت تأثیر مدیریت

24. Mann, *op. cit.*, p. 83.

25. Mark Hirschey and Janis K. Zaima, (1989), "Insider Trading, ownership structure, and the Market Assessment of Corporate sell-offs", 44 *Journal of Financial Economics* 971, p. 109.

26. Including Art 7 of EC Directive on insider dealing, Section 13 of U.S Securities Exchange Act and Rule 12 of British stock Exchange listing Rules

<sup>۲۷</sup> ماده (۲) (a) ۱۳ قانون معاملات اوراق بهادار آمریکا نیز در نافذ بودن افشاء اطلاعات، به ویژه در مورد

گزارشهای مالی، اظهارنظر حسابرس بی‌طرف را شرط می‌داند. Stamp, 1998, p. 216.

28. Section 13(i) of the US Securities Exchange Act 1934.

29. Rule 1.3.4 of Disclosure and Transparency Rules (DTR) as a part of Financial Service and Market Abuse Act 2000.



شرکت قرار نگیرند.<sup>۳۰</sup> عدم استقلال در اغلب موارد از ذینفع بودن حسابرسان در تأیید صحت گزارشهای اعلام شده توسط واحد مورد حسابرسی ناشی می‌شود. به عنوان مثال، هنگامی که خود حسابرس، به طور مخفیانه، از مدیران پشت‌پرده<sup>۳۱</sup> یا یکی از سهام‌داران عمده شرکت مورد حسابرسی بوده و بدین‌سان از دارندگان اطلاعات نهانی آن محسوب شود، سعی خواهد نمود تا در راستای منافع خویش اظهارات دروغین مدیران شرکت را مورد تأیید قرار دهد.<sup>۳۲</sup>

بنا به دلایل فوق، قانون معاملات اوراق بهادار امریکا<sup>۳۳</sup> مؤسسات حسابرسی را از سهام شدن در منافع و سرمایه واحد مورد رسیدگی یا انجام معاملات بازرگانی با آن منع کرده و ضمانت اجرا آن را عدم قابلیت استناد نظر مؤسسه حسابرسی به نفع واحد مزبور می‌داند.<sup>۳۴</sup> در حقوق ایران، دستورالعمل مؤسسات حسابرسی<sup>۳۵</sup> دقیقاً همین مقرر را تکرار کرده (بند «الف» ماده ۱۳) و برای حصول اطمینان از رعایت آن مقرر می‌دارد که «مؤسسه حسابرسی معتمد و شرکاء آن، همسر و اشخاص تحت ولایت، وصایت و قیمومت شرکاء مذکور مجاز نیستند در هیچ‌یک از واحدهای مورد رسیدگی آن مؤسسه مدیر یا سهام‌دار باشند.» (بند «ب» ماده ۱۳) و در ادامه مؤسسات حسابرسی را ملزم می‌کند تا فهرست چنین شرکت‌هایی که در آن ذینفعند را جهت ثبت در «فهرست رعایت استقلال» به سازمان معرفی کنند (تبصره ۲ بند «ب» ماده ۱۳). بدون شک، همانطور که ماده ۴۳ قانون بورس نیز تأکید کرده، در صورت احراز تخلف، حسابرسان در مقابل متضرران مانند سهام‌داران یا بانکهای وام‌دهنده مسؤولیت مدنی داشته<sup>۳۶</sup> و به لحاظ کیفری محکوم به حبس یا جزای نقدی خواهند بود (بند ۳ ماده ۴۹ همان قانون).

## ۹- قابلیت استنباط

برخی مواقع اطلاعات شرکت هم به صورت صحیح و مطابق واقع و هم با سرعت منتشر می‌شود، لیکن بر اثر ابهام یا کلی بودن، حتی برای تحلیل‌گران حرفه‌ای نیز قابل استفاده نیست. به همین دلیل حقوق اوراق بهادار سعی دارد تا قواعد افشاء را طوری تدوین کند که علاوه بر اینکه زبان افشاء را ساده و قابل فهم گرداند، آن را تا حد امکان مفصل کرده و شامل تمام مسائل مالی و مدیریتی نماید.<sup>۳۷</sup> دستورالعمل افشاء نیز در راستای ایجاد قابلیت استنباط برای اطلاعات اعلام

<sup>۳۰</sup> محمدرضا پاسبان، (۱۳۸۵)، حقوق شرکتهای تجاری، تهران، سمت، چاپ اول، ص ۲۲۸.

<sup>۳۱</sup> shadow director

<sup>۳۲</sup> John H. Farrar and Nigel E. Furrey, Bernda M. Hannigan, (1991), *Farrar's Company Law*, Third edition, London, Butter Worths, p. 495.

<sup>۳۳</sup> section 10 (a)

<sup>۳۴</sup> www.law.uc.edu.

<sup>۳۵</sup> دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۶ شورای عالی بورس

و اوراق بهادار، که در بین حقوقدانان به اختصار دستورالعمل مؤسسات حسابرسی نامیده می‌شود.

<sup>۳۶</sup> Paul L. Davise, (1997), *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sixth Edition, London, Sweet and Maxwell, pp. 552-560.

<sup>۳۷</sup> کدخدایی، پیشین، ص ۷۴.

می‌دارد: «... اطلاعات مهم باید صریح، دقیق و تا حد امکان به صورت کمی ارائه شود.» (ماده ۵).

#### ۱۰- نتیجه

از مطالعه مبانی تعهد به دادن اطلاعات در بورس و اصول حاکم بر آن نتایج زیر حاصل می‌شود:

۱- افشاء اجباری اطلاعات در بورس ریشه در مبانی اقتصادی و حقوقی متفاوتی دارد: اولین فایده آن ایجاد سود معنوی برای شرکتهای حاضر در بورس (به عنوان ناشرین اوراق بهادار) است. چه اینکه، اولاً افشاء اطلاعات باعث می‌شود تا پیش‌فرض وجود اخبار بد در شرکتها که معمولاً در صورت عدم انتشار اطلاعات، در ذهن سرمایه‌گذاران، به وجود می‌آید از بین رود. دوم اینکه وجود فضای شفاف اطلاعاتی در یک شرکت، در درازمدت، باعث گرایش سرمایه‌گذاران به سوی آن خواهد شد.

دومین فایده افشاء اجباری اطلاعات آن است که در عین حال که باعث کاهش هزینه‌ها و زحمتهای برای ارائه حداقل اطلاعات لازم جهت انجام یک معامله اوراق بهادار می‌شود، انجام تقلب در بازار را مشکل‌تر ساخته و ریسک آن را بالا می‌برد.

مهمترین ثمره افشاء اطلاعات در بازار اوراق بهادار محافظت از سرمایه‌گذاران عادی این بازار در مقابل خطر ناشی از سوءاستفاده‌های اطلاعاتی توسط افرادی است که، به واسطه موقعیت ویژه خود نزد شرکتهای بورس، از اطلاعات نهانی این شرکتها آگاه می‌شوند. بدین سان، نظام ارائه اطلاعات در معاملات بورس، به ویژه به لحاظ ماهیت اطلاعات افشاء شده و هدف و شیوه این افشاء، نظامی پیشرفته‌تر و متفاوت با آنچه در حقوق سنتی قراردادهای وجود دارد می‌گردد و دیگر آزادی طرفین قرارداد در مورد تعیین قلمرو اطلاعات مورد نیاز را به رسمیت نمی‌شناسد.

۲- افشاء اطلاعات هنگامی معتبر است که سه اصل کلی در آن رعایت شده باشد: مطالب افشاء شده باید صحیح بوده و تمام واقعیت را منعکس کرده و هیچ مطلب مؤثر در قیمت اوراق بهادار را از قلم نیانداخته باشد. عامل دیگر سرعت افشاء است بدین نحو که فاصله بین به وجود آمدن اطلاعات و افشاء آن در بازار باید آنقدر کم باشد که دارندگان اطلاعات نهانی فرصت سوءاستفاده از اطلاعات را در اختیار نداشته باشند. آخرین مؤلفه نیز قابلیت استنباط از اطلاعات است که مستلزم آن است که اطلاعات با زبانی ساده و به طور صریح، دقیق و تا حد امکان به صورت کمی ارائه شود.

#### فهرست منابع و مآخذ

- باقری، محمود، (۱۳۸۵)، «اقتصاد مبتنی بر بازار و کاستیهای حقوق خصوصی»، مجله پژوهش حقوق و سیاست، سال هشتم، شماره نوزدهم، صص ۸۸-۴۱.
- باقری، محمود، (۱۳۸۵)، «نسبت عدالت توزیعی و تصحیحی در توزیع خطر میان دو طرف قرارداد غیرقانونی»، مجله حقوق تطبیقی، دوره جدید، شماره ۲، صص ۲۵۱-۲۱۵.
- قاسمی حامد، عباس، (۱۳۷۵)، «مروری اجمالی بر نظریه تعهد به دادن اطلاعات در قرارداد از دیدگاه حقوق فرانسه»،

مجله کانون وکلا، شماره ۱۶۵، صص ۸۷-۱۲۲.

کدخدایی، حسین، (۱۳۷۸)، مبانی مقررات بازار سرمایه، چاپ اول، تهران، بیمه مرکزی ایران.

- Burn, Lachlan, (2008), "Disclosur in the EEA securities market-making sens of the puzzle", *Capital Market Law Journal*, V. 3. No. 2
- Bushee, B.J. and Leuz, (2005), "Economic consequences of SEC disclosure regulaton: Evidennce from the OTC bulltin board", 39 *Journal of Accounting and Economics* 2, pp. 112-150.
- Davise, Paul L., (1997), *Gower's Principles of Modern Company Law*, sixth edition, oxford, Sweet & Maxwell.
- Easterbrook, Frank H. and Fischel, Daniel R, (1984), "Mandatory disclosure and the protection of investors", 70 *Virginia Law Review* 669, pp. 301-309.
- Farrar, John H, Furrey Nigel E, Hannigan, Bernd M, (1991), *Farrar's company law*, Third edition, London, butter worths.
- Fishman, Micheal and Kathlan, Hagerty (1992), "Insider Trading and the Efficiency of stock price", 23 *Rand Journal of Economics* 106, pp. 88-132.
- Friedman, Felice B. and Grose, Claire, (2006), "Promoting access to primary equity matkets: A legal and regulatory approach", <http://econ.worldbank.org>, *working paper 3892*.
- Hargis, K. (2000), "International cross-listing and stock market development in emerging economies", 9 *International Review of Economics and Finance* 1, pp. 101-122.
- Hirschey, Mark and Zaima, Janis k, (1989), "Insider Trading, ownership structure, and the Market Assessment of Corporate sell-offs", 44 *Journal of Financial Economics* 971, pp. 67-112.
- Mann, MD, (1993), "What Constitues a successful securities regulatory regim?", 3 *Australian Journal of Corporate Law* 2, pp. 60-95.
- Stamp, Mark, (1998), *Practical Company Law*, London, Sweet and Maxwell.
- Umhoefer, Carol, (1992), "Insider Trading Law in France 30", *Columbia Journal of Transnational Law*, 1, pp. 89 -149.
- [www.Law.uc.edu/ccl/34Act/Sec3.html](http://www.Law.uc.edu/ccl/34Act/Sec3.html), visited date: 2007/7/11.

# JOURNAL OF LEGAL RESEARCH

VOL. IX, No. 1

2010-1

## Articles

Claim Description in the Law and Judicial Practice • Fundamental Principles of UNCITRAL Electronic Communications Convention • Social Security Components in Criminal Laws • Recognition in International Law: Legal Effects of Recognition of Kosovo, South Ossetia and Abkhazia • Principles of Conflict of Evidences • The Effects of the International Criminal Law in the Middle-East; from the Saddam's Trial to the Hariri's Accused Prosecution

## Special Issue: The Stock Exchange (Some Considerations on the Law of Iran and other Countries)

Fundamentals of Obligation for Providing Information to Stock Exchange • Comparative Study of Prohibitions of Insider in Securities Dealing in E.U., English, French and Iranian Laws • Some Considerations on the Offense of Insider Trading • Combating the Securities Fraud in the Stock Exchange (The Case of the U.S.) • Some Considerations on Judgments about the Insider Trading in the Stock Exchange • The Stock Broker Liability and the Process of Bringing the Case before the Proper Forum • The Liability of Brokers for the Unauthorized Transaction of Securities in the Approach of Arbitration Board • Sukuk's Rule in Financing the Projects and its Rules and Regulations • Arbitration of Disputes in Commercial Paper Market • The Nature and the Jurisdictions of the Board of Arbitration of the Stock Exchange • The Rules Governing the Formation of Public Joint-Stock Companies in light of the Securities Market Act • Legal Consequences of Iran's Accession to WTO on Securities Service • Cross-Border Stock Exchange Mergers: an Illusion or a Reality?

## Critique and Presentation

Some Considerations on the "ICJ's Kosovo Advisory Opinion" • Considerations on the Concept of the 'Aggression' in the Review Conference of the Statute of International Criminal Court • Some Critics on the Modern Law of Compulsory Insurance of the Owners of Vehicles 2008 • The Non-Traditional Trademarks • Resolution 1929 of the Security Council: The Challenges of the Power and the Right in a Divided World • The 6th Round of the Moot Court Simulation of the International Criminal Court's Session (2010 Summer and Autumn)

ISSN: 1682-9220



S. D. I. L.

The S.D. Institute of Law

Research & Study