

تحلیل حقوقی ساختار شرکت بورس و نقش آن در افزایش کارایی

معاملات بازار سرمایه

علی انصاری^۱ / عباس طوسی^۲ / مریم حیدری سورشجانی^۳

چکیده

امروزه بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از نظام مالی کشورها، یکی از شاخص‌های مهم ارزیابی رشد و توسعه اقتصادی محسوب می‌شود. از این رو شناخت ارکان این بازار و کارکردهای آن حائز اهمیت است. شرکت بورس اوراق بهادار به عنوان رکن اجرایی بازار وظایف مختلفی در انجام معاملات بازار سرمایه برعهده دارد. اما عدم توجه و شناخت آثار و مبانی معاملات بورسی، موجب بروز اختلاف نظرهایی درباره تفسیر و اعمال مقررات مربوط به وظایف این شرکت در قلمرو معاملات بورسی شده است. از آنجا که قواعد حقوقی کلاسیک، در اثر پیچیده شدن روابط معاملاتی قادر به تضمین و حمایت از منافع تمام گروه‌های درگیر در معاملات بورسی نیست و نمی‌تواند پاسخگوی اقتضائات و ضروریات بازار در جهت لزوم سازماندهی کارآمد منابع اقتصادی باشد، ارزیابی قواعد و مقررات موجود در خصوص مداخله شرکت بورس در معاملات می‌بایست با تکیه بر تئوری‌های اقتصادی از جمله کارایی، مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. لذا در این مقاله تلاش شده است با روشی تحلیلی مبانی و آثار حقوقی و اقتصادی مداخله شرکت بورس در معاملات بررسی شود.

واژگان کلیدی: شفافیت بازار، افشای اطلاعات، شرکت بورس، معاملات بورسی، کارایی اقتصادی.

طبقه‌بندی موضوعی: K22

۱. دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشگاه خوارزمی

۲. استادیار گروه حقوق خصوصی دانشگاه علامه طباطبائی

۳. کارشناسی ارشد حقوق خصوصی دانشگاه خوارزمی

مقدمه

بورس‌های اوراق بهادار به عنوان بازارهایی متشکل و خودانتظام جزء لاینفک نظام اقتصادی امروز جهان هستند که اهمیت و تأثیر آنها بر اقتصاد کشورها و حتی جهان بر هیچ کس پوشیده نیست. این بازارها علاوه بر تأثیر بر نظام اقتصادی بر روابط و مناسبات سیاسی و اجتماعی کشورها نیز تأثیر می‌گذارند. بنابراین، مراقبت از آن برای حمایت از مشارکت کنندگان و حفظ انسجام و اعتبار اقتصاد ملی ضروری است.

بسیاری از افراد جامعه و حتی گروهی از متخصصین، شرکت بورس اوراق بهادار را صرفاً مکانی برای انجام معاملات سهام می‌دانند؛ حال آنکه شرکت بورس اوراق بهادار ضمن آنکه زمینه و شرایط را برای مواجهه خریداران و فروشندگان فراهم می‌کند، نظارت بر صحت روند معاملات، ایجاد شرایط یکسان اطلاعاتی طرفین و تأمین امنیت معاملات و... را بر عهده دارد. هر چند بر اصل حاکمیت اراده و اجتناب از دخالت اراده‌ای غیر از اراده‌ی متعاقدين در معاملات تأکید شده، با این وجود، در معاملات بازار سرمایه، رکن دیگری غیر از متعاقدين، در انجام معاملات دخالت می‌نماید.

در تمام نظام‌های پیشرفته حقوقی، کارایی اقتصادی یکی از اهداف نظام حقوقی است و به هنگام قانونگذاری و شکل‌گیری قواعد حقوقی در کنار عناصر اخلاقی و اجتماعی و... مورد توجه قرار می‌گیرد. مقررات مربوط به مداخله شرکت بورس در معاملات نیز به لحاظ تکوینی، تحت تأثیر ملاحظات اقتصادی می‌باشد.

این رویکرد با به کارگیری مفاهیم اقتصادی می‌کوشد تا قواعد و مقررات حقوقی موجود در خصوص مداخله شرکت بورس در معاملات بازار سرمایه را تبیین و توجیه نموده و از نظر اقتصادی کارآمد بودن این مقررات را مورد ارزیابی قرار دهد.

در این راستا، سؤال اصلی این پژوهش این است که آیا مقررات مربوط به مداخله شرکت بورس در معاملات بازار سرمایه را می‌توان با ابزار تئوری اقتصادی تبیین و توجیه نمود؟ شرکت بورس اوراق بهادار با چه ابزار و مکانیسمی در نظام اقتصادی نقش ایفا می‌کند؟ برای ارائه پاسخ به سؤالات یاد شده این نوشتار به سه گفتار تقسیم شده که در گفتار اول مبانی مداخله شرکت بورس در معاملات بحث گردیده و در گفتار دوم به بررسی ابزارها و مکانیسم‌های مداخله شرکت بورس و آثار آن پرداخته خواهد شد و در گفتار سوم هدف مداخله شرکت بورس در معاملات بازار سرمایه تبیین خواهد گردید.

گفتار اول - مبانی مداخله شرکت بورس اوراق بهادار در معاملات بازار سرمایه

شرکت بورس اوراق بهادار در انجام معاملات بازار سرمایه، وظایف مختلفی ایفا می‌کند. اهم موارد آن عبارتند از: افشای اطلاعات مربوط به معاملات قبل و بعد از انجام معاملات؛ به موجب ماده ۲ دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات توسط بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸، این اطلاعات در برگیرنده ارقام متفاوتی از قبیل اعلام قیمت، حجم و ارزش معاملات و... است. علاوه بر این، از دیگر وظایف شرکت بورس می‌توان به نظارت بر حسن انجام معاملات اشاره نمود (بند ۸ ماده ۳ اساسنامه شرکت بورس اوراق بهادار تهران). این شرکت همچنین وظیفه نظارت بر فعالیت ناشران و از جمله افشای اطلاعات توسط آن‌ها را به موجب بند ۱۰ ماده ۳ اساسنامه شرکت بر عهده دارد. در ادامه به مبانی حقوقی و اقتصادی وظایف و مداخلات شرکت بورس اوراق بهادار در معاملات بازار سرمایه اشاره می‌شود.

بند اول - مبانی اقتصادی

معاملات بورسی تأسیسات اقتصادی مهمی محسوب می‌شوند چرا که نقش مهمی در تخصیص کارآمد کالا و خدمات ایفا می‌کنند. در دیدگاه اقتصادی به معاملات بورسی، همانند نگرش اقتصادی به حقوق به صورت کلی، قواعد حقوقی بر اساس کارایی مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. به طور کلی، نقشی که قانونگذار در انجام معاملات بورسی بر عهده شرکت بورس، قرار داده است با اصلاح هزینه‌ها و منافع توجیه می‌شود. مهم‌ترین دلیل دخالت دولت در قراردادهای بورسی از طریق وضع مقررات مربوط به وظایف شرکت از قبیل افشای اطلاعات مربوط به معاملات و نظارت بر حسن انجام آنها (تأیید معاملات) این است که قراردادهای خصوصی در صورتی اعتبار دارند که دراز مدت موجب تحقق اهداف اجتماعی و منجر به تخصیص کارآمد منابع شود و این وظایف به منظور حمایت و تشویق به حداکثر رساندن ارزش تخصیص منابع وضع شده‌اند.

در معاملات بورس اوراق بهادار، گرچه عوامل متعددی در قیمت‌گذاری سهام مؤثر است، ولی بخش قابل ملاحظه‌ای از عوامل مؤثر بر قیمت سهام، اطلاعات مربوط به وضعیت مالی شرکت‌ها و به تبع آن اطلاعات مربوط به میزان و حجم معاملات و قیمت آنهاست. در معاملات بازار اوراق بهادار بعضاً طرفین معامله از شرایط اطلاعاتی یکسان برخوردار نیستند و ممکن است یک طرف به واسطه موقعیتش به اطلاعات بیشتری دسترسی داشته باشد و امکان سوء استفاده از اطلاعات وجود دارد که این امر به نارسایی بازار منتهی می‌شود. از منظر اقتصادی، عدالت بر اساس مفاهیمی خارج از اراده‌ی

طرفین یعنی کارایی مورد سنجش قرار می‌گیرد. در واقع اگر یکی از طرفین از اطلاعات بیشتری نسبت به دیگری برخوردار باشد، تحدید آزادی قراردادی کارایی را افزایش می‌دهد. (انصاری، ۱۳۹۰). در تحلیل اقتصادی، قرارداد مطلوب باید کامل باشد یعنی کلیه احتمالات بوسیله طرفین مورد پیش‌بینی قرار گیرد. نابرابری اطلاعاتی موجب مسأله اقتصادی «انتخاب بد» می‌شود. تحقق عدالت در معاملات بورسی، مستلزم تأمین ثبات قراردادی و ایمنی معاملات می‌باشد. فلذا در صورت فقدان این شرایط، اجرای عدالت جمعی و انصاف به خطر می‌افتد.

یکی از مهم‌ترین بخش‌های انعقاد معاملات بورسی، تلاش افراد یعنی زمان و منابعی است که آنها برای جستجو و بررسی فرصت‌های قراردادی صرف می‌کنند (انصاری، ۱۳۹۰). کسب اطلاعات در این خصوص، هزینه دارد. راه حل مطلوب، ارائه اطلاعات بهتر و بیشتر است. چرا که، انتقال اطلاعاتی که یکی از طرفین آنها را در اختیار دارد شفافیت را تأمین می‌کند. تکلیف به ارائه‌ی اطلاعات منجر به تعادل منافع طرفین می‌شود. شرکت بورس اوراق بهادار با چند روش از هزینه‌های معاملاتی می‌کاهد؛ از جمله اینکه افشای اطلاعات موجب صرفه‌جویی در هزینه‌های کسب اطلاعات شرکت‌کنندگان بازار می‌شود و نقص بازار و نارسایی آن را در این خصوص اصلاح می‌نماید. به علاوه الزام مستقیم شرکت بورس به افشای اطلاعات، منجر به ایجاد انگیزه‌ی افراد در بدست آوردن اطلاعات و اقدام به سرمایه‌گذاری توسط آنها می‌شود. همچنین پیش‌بینی مقررات مربوط به افشای اطلاعات موجب کاهش فرصت طلبی و رفتارهای متقلبانانه می‌شود. در حقیقت، کارایی اقتصادی ایجاد می‌کند هزینه‌های مربوط به پیشگیری از رفتارهای متقلبانانه کاهش یابد. تلاش، زمان و مخارجی که افراد برای پیشگیری از این رفتارهای متقلبانانه به کار می‌گیرند، بخشی از این هزینه‌هاست. در چنین شرایطی تکلیف شرکت بورس به افشای اطلاعات مربوط به معاملات، پیش از انعقاد معاملات و طراحی ضمانت اجرای حقوقی تأیید معاملات، پس از انعقاد قرارداد، تعداد و گستره معاملات را افزایش می‌دهد و مطلوبیت کلیه متعاقدین و کارایی اقتصادی را به نحو شایسته‌ای بهبود می‌بخشد.

نتیجتاً، فراهم آوردن این اطلاعات، توسط شرکت بورس با وجود الزام و تکلیف به افشا و عدم تأیید آن دسته از معاملات که متضمن اطلاعات محرمانه، تقلب و عدم افشای اطلاعات صحیح هستند، موجب می‌شود هر یک از طرفین همواره در معاملات بورسی، بازده قراردادی را که منعقد می‌کنند مورد ارزیابی قرار دهند و برای به حداکثر رساندن منافع خود، عاقلانه رفتار کنند. به عبارتی مقررات مربوط به مداخله شرکت، با برقراری معیارهای رفتاری می‌تواند به تخصیص کارای منابع منجر شود. نقش بازدارندگی این شرکت، در خصوص رفتارهای متقلبانانه نیز در تحقق این مهم قابل تردید نیست.

در ادامه به برخی از مهم ترین مقررات مربوط به افشای اطلاعات توسط شرکت بورس اشاره می شود: تأکید بر ارائه دقیق و به موقع اطلاعات معاملات، توزیع و انتشار برابر آنها و نظارت بر فرآیند افشای اطلاعات ناشران، از جمله مقرراتی است که قانونگذار در این راستا وضع نموده (مبین، ۱۳۹۳) و شرکت بورس اوراق بهادار را عهده دار انجام آن قرار داده است. به موجب ماده ۶ دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات توسط بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸، شرکت بورس باید به منظور اطمینان از دسترسی همزمان، منصفانه و عادلانه عموم، اطلاعات را در سایت رسمی خود منتشر کند. مطابق با ماده ۲ دستورالعمل مذکور، آن بخش از اطلاعات معاملات که باید توسط شرکت بورس منتشر شوند شامل موارد زیر می باشد: ۱- اطلاعاتی که بایستی به تفکیک اوراق بهادار و ناشر اعلام شود. این اطلاعات شامل فهرست نام و نماد اوراق، آخرین وضعیت نماد (متوقف، معلق، باز) با ذکر دلیل، دوره معامله، جلسه معاملاتی، قیمت (اعم از آغازین، کمترین، بیشترین، میانگین و پایانی)، حجم و ارزش معاملات، تغییرات قیمت پایانی نسبت به قیمت پایانی روز گذشته، تعداد دفعات معاملات، تعداد خریداران و فروشندگان به تفکیک حقیقی و حقوقی، حجم و ارزش معاملات به تفکیک خرد، بلوکی و عمده، حجم و ارزش معاملات به تفکیک خریداران و فروشندگان حقیقی و حقوقی، حجم و ارزش معاملات به تفکیک بازارهای مختلف سامانه معاملات از جمله عادی و بلوکی، نام و میزان سهام سهامداران حقوقی بالای یک درصد ناشر می باشد. ۲- اطلاعات تجمیعی کل بورس، بازارها و صنایع؛ شامل: شاخص ها طبق مقررات مربوط و اطلاعات مربوط به تأثیر هر نماد بر شاخص کل، حجم و ارزش و تعداد دفعات معامله، تعداد اوراق بهادار پذیرفته شده و تعداد اوراق بهادار معامله شده به تفکیک نوع اوراق از جمله سهام، حق تقدم سهام، اوراق مشارکت و سایر اوراق بهادار پذیرفته شده، تعداد خریداران و فروشندگان به تفکیک حقیقی و حقوقی، معاملات انجام شده به تفکیک بلوکی، عمده، خرد و همچنین به تفکیک خریداران و فروشندگان حقیقی و حقوقی.

علاوه بر موارد مذکور در دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات، شرکت بورس به موجب قانون بازار و سایر مقررات موظف به انتشار اطلاعاتی دیگر به قرار ذیل می باشد:

به موجب ماده ۳۰ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، بورس مکلف است فهرست، تعداد و قیمت اوراق بهادار معامله شده در روزهای معامله را تهیه و به اطلاع عموم برساند. این فهرست در حکم سند رسمی است و در سوابق بورس نگهداری خواهد شد. شرکت بورس همچنین مطابق با بند ۹ ماده ۲ اساسنامه شرکت، موظف به تهیه، جمع آوری، پردازش و انتشار اطلاعات مربوط به سفارش ها و معاملات اوراق بهادار می باشد. ارائه اطلاعات لازم از جمله قیمت آغازین و پایانی، شاخص و میزان

سهم شناور آزاد (مواد ۲۵ و ۱۷ آیین نامه معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس)، اعلام قیمت مرجع (بند ۱۶ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸)، استخراج شرکت های مشمول گره معاملاتی و اطلاع رسانی به عموم (ماده ۲۶ همان دستورالعمل)، اطلاع رسانی درخواست عرضه معاملات عمده، انتشار اطلاعیه عرضه اولیه (مواد ۳۵ و ۳۶ همان دستورالعمل) و انتشار اطلاعیه عرضه اولیه اوراق مشارکت نیز مطابق ۱۲۶ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات مصوب ۱۳۸۸ از جمله وظایف شرکت بورس می باشد. گرچه اجرای این مقررات می تواند هزینه بر باشد اما نتیجتاً قانونگذاری معطوف به یک سوءاستفاده می تواند منجر به هزینه های بیش از ضررهای حاصل از فقدان مقررات گذاری گردد.

بند دوم- مبانی حقوقی

ممکن است ایراد شود که با توجه به اصل حاکمیت اراده در انعقاد معاملات و تعیین شرایط اساسی معاملات در قانون مدنی، دخالت شرکت بورس اوراق بهادار در معاملات بازار سرمایه، از منظر حقوقی، چه توجیهی می تواند داشته باشد؟

در پاسخ باید گفت گرچه مطابق اصل حاکمیت اراده، وجود اراده متعاقدين برای انعقاد عقد کافی است و هر طرف می تواند با اراده ی خود، حق و تکلیفی بوجود بیاورد و در مانحن فیه برای مثال بر قیمت سهام توافق کند و قوانین نیز حق ندارند به آثار این اراده تجاوز کنند، با این حال اجرای سرسختانه این اصل، بعضاً کارایی لازم را در بازار معاملات ندارد، چه علی رغم مبنای تحلیلی قابل قبول، اعمال مطلق قاعده مزبور به نتایجی منجر می شود که بعضاً با اهداف عالی بورس، متعارض به نظر می رسد. چراکه، برای تحقق اهداف بورس کافی نیست گفته شود که طرفین تراضی کرده اند؛ اصل حاکمیت اراده در صورتی تأمین کننده عدالت معاوضی است که طرفین در وضعیت برابر اطلاعاتی باشند چنانچه یکی از آنها بر دیگری تفوق داشته باشد عدالت محقق نمی شود. لذا تکیه بر اصل، بدون ملاحظه بستر حاکم بر آن یا جریانی که متعاقدين در آن معامله می کنند توجیه مناسبی نخواهد داشت. واضح است که در معاملات بازار سرمایه، بعضاً امکان تحقق عدالت معاوضی وجود ندارد و ممکن است یکی از متعاقدين بواسطه موقعیتش آگاهی بیشتری نسبت به اوراق بهادار و ارزش واقعی آن داشته باشد. بنابراین امکان وقوع زیان و غبن در معاملات وجود دارد، این امر همچنین تبعات و آثار منفی از جمله عدم تمایل برای شرکت در بازار و رکود آن را به همراه می آورد. بنابراین، تلاش برای ایجاد عدالت معاوضی را می توان به عنوان مبنایی برای توجیه مداخلات شرکت بورس در معاملات

بورسی تعبیر نمود. مسلماً فضای شفاف اطلاعاتی و توازن اطلاعات طرفین بهترین عامل برای تحقق یک معامله متعادل محسوب می‌شود. زیرا هدف از عدالت معاوضی در اینجا چیزی غیر از این نیست که طرفین معادل ارزشی که می‌دهند کالا و در اینجا سهام دریافت دارند. بدین ترتیب، اقتضائات و ضروریات بازار و لزوم سازماندهی کارآمد منابع اقتصادی جامعه رفته رفته عرصه را بر قواعد کلاسیک تنگ‌تر کرده است. لذا اجرای این اصل در پاره‌ای از زمینه‌های مشخص توسط قانونگذاران کشورهای مختلف محدود گردیده است (طوسی، ۱۳۹۳). یکی از تمهیدات مورد نیاز در قلمرو معاملات بورسی، لزوم اتخاذ مقرراتی در جهت ایجاد ثبات و شفافیت محیط معاملات بین شرکت‌کنندگان این بازار می‌باشد که به موجب آن، تضمین قوی برای انعقاد قرارداد داشته باشند. لذا به موجب قوانین و مقررات بازار سرمایه با افشای اطلاعات مربوط به معاملات توسط شرکت بورس اوراق بهادار که در برگیرنده اطلاعات مؤثر بر ارزش سهام از قبیل حجم و قیمت معاملات و... می‌باشد، امکان وقوع غبن و عدم تعادل ارزش عوضین، رفع شده است.

علاوه بر این، مطابق قواعد عمومی قراردادها، به منظور جلوگیری از غرر و ایجاد اطمینان عرفی، معلوم بودن مورد معامله شرط درستی هر قرارداد می‌باشد. در معاملات بازار سرمایه نیز مطابق قواعد عمومی قراردادها مورد معامله باید معلوم باشد. لیکن، معلوم بودن و دفع غرر، که از شرایط مبنایی صحت معاملات می‌باشد؛ در حوزه بازار سرمایه از پیچیدگی‌های خاصی برخوردار است و مستلزم مداخله شرکت بورس در این حوزه و رفع ابهام از آن است. بنابراین از آنجا که شرکت‌کنندگان بازار به صورت یکسان به اطلاعات مربوط به اوراق بهادار دسترسی ندارند و این اطلاعات نقش بسیار مؤثری در تعیین «ارزش واقعی» اوراق بهادار به عنوان وصف مهم مورد معامله دارند، قانونگذار در جهت رفع ابهام از موضوع معامله و پر کردن این خلأ، شرکت بورس اوراق بهادار را به عنوان مهم‌ترین منبع کسب اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار موظف به انتشار اطلاعات مربوط به معاملات از قبیل حجم و قیمت و... و ناظر بر انتشار اطلاعات مربوط به ناشران اوراق بهادار قرار داده است. و بدین ترتیب، زمینه رفع ابهام از اوصاف مورد معامله و ایجاد امنیت در معاملات و به دنبال آن گسترش میزان معاملات و حجم آنها را فراهم آورده است. تفاوت حوزه بازار سرمایه با سایر بخش‌ها این است که معلوم بودن موضوع معامله توسط نهاد یا ارگانی احراز نمی‌گردد. این در حالی است که در حوزه معاملات بازار سرمایه، معلوم بودن و یا غرری نبودن توسط نهادی به نام شرکت بورس زمینه سازی می‌گردد.

شرکت بورس با مداخله خود در چنین معاملاتی، زمینه‌ساز معاملاتی است که در آن ناقل و منتقل الیه، نسبت‌های برابری را تصاحب کنند. لذا عدالت معاوضی که هدف عالیه نظام معاملات اجتماع محسوب می‌شود به عنوان یک ابزار توجیهی برای دخالت در شرایط صحت یا نفوذ قرارداد، قابل دفاع جلوه می‌کند.

به نظر می‌رسد حدیث نبوی «نهی النبی عن الغرر» از سوی حقوقدانان اسلامی صرفاً به عنوان ابزاری جهت باطل دانستن معاملاتی که غرری یا مبهم بوده‌اند به کار رفته است، این در حالی است که حدیث پرمغز مذکور به عنوان یک ابزار برای طراحی شرایطی که در آن معاملات غرری به حداقل برسد، جایگاه واقعی خود را پیدا ننموده است. لذا طراحی نهادی مانند شرکت بورس در مقام نظارت بر تبادل اطلاعات تأثیرگذار بر معامله سهام که زمینه بروز غرر و ابهام را منتفی سازد، نه تنها با حدیث فوق مغایرتی ندارد بلکه در راستای آن نیز محسوب می‌گردد.

گفتار دوم- نقش و ابزارهای شرکت

بررسی مقررات مربوط به مداخله شرکت در انجام معاملات می‌تواند زمینه را برای قضاوت پیرامون «مؤثر بودن این نظام حقوقی» فراهم نماید. نقش شرکت بورس را می‌توان به ایفای دو وظیفه عمده تقلیل داد: ۱- افشای اطلاعات معاملات ۲- نظارت بر حسن انجام معاملات. لذا در این گفتار به بررسی کارکرد اقتصادی و پیامدهای قواعد حقوقی و مقررات مربوط به مداخله شرکت بورس در روند انجام معاملات پرداخته شده است.

بند اول- افشای اطلاعات معاملات

بورس‌ها مهم‌ترین منبع کسب اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار می‌باشند. شرکت سهامی بورس، رکن اجرائی بازار می‌باشد که اطلاعات کامل و دقیقی از آمار معاملات اوراق بهادار، آخرین قیمت‌ها، نوسانات قیمت در دوره‌های زمانی، شاخص کل و شاخص‌های گروه‌های مختلف صنایع فعال در بورس، اطلاعات راجع به توقف، بازگشایی و تعلیق نمادها و ... بسیاری دیگر از اطلاعات با اهمیت را در اختیار دارد (ماده ۲۵ آیین‌نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۵ شورای عالی بورس و دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات توسط بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸). حتی ماده ۳۱ قانون بازار و ماده ۵ دستورالعمل یاد شده، اطلاعات منتشر شده توسط

بورس را در حکم سند رسمی قرار داده است که امکان استناد و استفاده از این اطلاعات در دعاوی را تسهیل می‌نماید.

از منظر اقتصادی در یک بازار کارا قیمت سهم منعکس‌کننده تمامی اطلاعات مربوط به آن سهم است (Bushman, et al., 2003)، بنابراین اطلاعات به محض انتشار، بر قیمت سهم اثر گذاشته و البته در دریافت این اطلاعات، عدالت دسترسی نیز وجود دارد (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰). اگر اطلاعات مورد نیاز به صورتی نابرابر بین استفاده‌کنندگان توزیع شود، این عمل می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوع واحد دربرداشته باشد. بنابراین قبل از اینکه خود اطلاعات برای فرد استفاده‌کننده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که حائز اهمیت است (Kothari, 2001). بنابراین، در یک بازار کارآمد، قیمت اوراق بهادار بر اساس سیستم عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و این اوراق به ارزش منصفانه^۱، معامله می‌شوند و هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند بر مبنای اطلاعاتی که دارد، بازدهی گزاف^۲ به دست آورد. نوسانات قیمت‌ها در این بازار، تنها در پاسخ به اطلاعاتی است که راجع به شرکت‌ها و اوراق بهادار به بازار ارسال شده است (گروه نویسندگان، ۱۳۸۹). در بورس اوراق بهادار نیز، تا حدودی وضع به همین منوال است. اطلاعات مربوط به معاملات این بازار، پس از انتشار توسط شرکت بورس اوراق بهادار، بوسیله‌ی سرمایه‌گذاران عقلایی مورد بررسی قرار می‌گیرد و جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت‌های بورسی برای سهامداران تخمین زده می‌شود. بدین ترتیب امکان محاسبه ارزش ذاتی وجود داشته و سرمایه‌گذاران با مقایسه تفاوت ارزش ذاتی سهم و قیمت بازار آن، به خرید یا فروش سهم می‌پردازند. بنابراین واضح است که مقررات افشا، کارایی بازار سرمایه را ارتقا می‌دهد (Meier, 1986).

در همین راستا و به منظور اطمینان از دسترسی همزمان، منصفانه و عادلانه عموم به اطلاعات معاملات، دستورالعمل انتشار اطلاعات معاملات توسط بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸، شرکت بورس را موظف نموده است که در مواعید مقرر این اطلاعات را در سایت اینترنتی رسمی خود منتشر نماید (ماده ۶ دستورالعمل مذکور). انتشار اطلاعات که به معنای اعلان عمومی اطلاعات مربوط به هر معامله است، به صورت روزانه، هفتگی و ماهانه توسط شرکت بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد (ماده ۴ همان دستورالعمل). شرکت بورس پیش از انجام معامله و پس از آن، اطلاعات مربوط به معامله را منتشر می‌نماید. به موجب ماده ۷ دستورالعمل فوق‌الذکر، شرکت بورس حتی پس از انتشار

1. Fair value
2. Excess return

اطلاعات نیز مکلف گشته است سابقه اطلاعات معاملات منتشره را از طریق سایت رسمی خود همواره در دسترس عموم قرار دهد.

به علاوه، برای روشن تر شدن مفهوم کارایی در انجام وظایف و مداخله شرکت بورس می توان آن را از منظر تقلیل هزینه ها نیز مورد بحث قرار داد. به عبارت دیگر، یکی از اصلی ترین وجوه کارایی در حقوق بورس و در روند انجام معاملات آن، مسئله کاهش هزینه های معاملات افراد می باشد. انعقاد معاملات و گسترش آن ها بستگی کامل به هزینه های معامله دارد. از جمله هزینه های معامله، هزینه های کسب اطلاعات است. دسترسی به اطلاعات کامل بی نهایت هزینه بر است (رنانی، ۱۳۸۹). مسلماً فعالیت های اقتصادی و سرمایه گذاری، توأم با مخاطرات اقتصادی است. هرچقدر هزینه های ناشی از انجام فعالیت اقتصادی برای افراد کمتر یا معقول تر گردد و یا هر چقدر هزینه های فعالیت های اقتصادی افراد، میان عاملان اقتصادی متعدد در بازار، توزیع گردد به همان اندازه نیز رغبت به سمت آن فعالیت ها بیشتر خواهد گردید. افشای اطلاعات معاملات توسط شرکت بورس به طور قابل ملاحظه ای هزینه دستیابی به اطلاعات، ریسک اقتصادی و عدم امکان پیش بینی آینده را کاهش داده و توان افراد را در مبادرت به معاملات بورسی ارتقا بخشیده است. زیرا هزینه برقراری نظام افشای اطلاعات توسط شرکت بورس، کمتر از هزینه هایی است که به دلیل نبودن چنین نظامی متوجه عاملان اقتصادی می شود. از این رو ایجاد آن کاراست و منجر به افزایش حجم معاملات، افزایش ثروت جامعه و تخصیص کارای منابع می شود.

شرکت بورس اوراق بهادار همچنین بر افشای اطلاعات ناشران نظارت دارد (بند ۱۰ ماده ۳ اساسنامه شرکت). کیفیت گزارشگری مالی شرکت ها می تواند کارایی سرمایه گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دو روش بهبود بخشد: ۱- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران و سپس کاهش هزینه های افزایش سرمایه شرکت ۲- کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران و سپس کاهش هزینه های سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه های سرمایه گذاری (خدائی و له زاقرد و همکاران، ۱۳۸۹).

به موجب ماده (iii), (i), (b) (39) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا نیز افشای اطلاعات، پیش قدمی برای حمایت از منافع سرمایه گذار و ارتقای اطمینان سرمایه گذاران و درستی و صحت بازار اوراق بهادار محسوب می شود. برخی نویسندگان معتقدند موفقیت بازار مستقیماً به کیفیت سیستم های افشا بستگی دارد زیرا چنین سیستم هایی به سرمایه گذاران در مورد اعتبار اطلاعات افشا شده اطمینان می دهد و بدون اعتماد سرمایه گذار بازار رونق نمی یابد (Levitt, 1998). در آمریکا کمیسیون اوراق

بهادار (SEC) نهادی است که اختیار دستور عملیات افشا برای شرکت‌های تحت قلمرواش را دارد (Higgins, 2000) و قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ این قابلیت را به آن داده است که گزارش‌دهی دوره‌ای اطلاعات توسط شرکت‌ها در مورد اوراق بهادار عرضه شده عمومی مقرر کند^۱ (Securities Exchange Act of 1934). همچنین قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ افشای دوره‌ای اطلاعات مالی را بوسیله شرکت‌هایی که عموماً اوراق بهادار معامله می‌کنند لازم دانسته است (Roszkowski, 1997). قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ مقرر کرده است: سرمایه‌گذاران باید اطلاعات مالی و دیگر اطلاعات مهم در ارتباط با اوراق بهاداری را که برای عرضه عمومی پیشنهاد شده است، دریافت کنند^۲ (Securities Act of 1933). به طور کلی در حقوق آمریکا، اوراق بهاداری که فروخته می‌شوند باید به ثبت برسند. توصیف ویژگی‌ها و معاملات شرکت، توصیف اوراق بهادار عرضه شده برای فروش، اطلاعاتی در مورد مدیران شرکت و اظهارات مالی تصدیق شده بوسیله حسابدار از جمله مواردی است که در فرم‌های ثبت نوشته می‌شود. این اظهارات در فاصله کوتاهی توسط SEC برای اطلاع عموم منتشر می‌شوند. چنانچه شرکت‌های داخلی آمریکا اقدام به ثبت نموده باشند این اظهارات مالی در EDGAR data base قابل دسترسی هستند که در سایت www.sec.gov قابل دستیابی است. اظهارات ثبت شده از این طریق قابل تطبیق و ارزیابی با مقررات افشا هستند. در حقوق آمریکا همه عرضه‌های اوراق بهادار باید بوسیله کمیسیون اوراق بهادار آمریکا ثبت شوند مگر چند مورد استثنا که عبارتند از: ۱- عرضه‌های خصوصی برای شماری محدود از اشخاص یا نهادها ۲- عرضه حجم محدود ۳- عرضه درون‌کشوری ۴- اوراق بهادار شهرداری، دولتی و دولت‌های فدرال^۳ (Securities Act of 1933).

در سیستم فعلی افشا در ایالت متحده آمریکا، شرکت‌های خارجی نیز در صورتی که یک معامله سازمان‌یافته با ثبت رسمی انجام دهند باید از دستورات افشای SEC پیروی کنند. اطلاعات و لوازم ثبت مورد نیاز برای شرکت‌های خارجی شامل معاملات شرکت، بحث مدیران، اظهارات مالی تطبیق‌یافته با استانداردهای حسابداری آمریکا، اصول عوامل ریسک، اصول ویژگی‌های طبیعی شرکت، اقدامات حقوقی معلق، مالیات خارجی به آمریکا، کنترل معاملات، غرامت‌ها، منافع داخلی، اسامی متعهدان و تعهد آنها و دیگر محدودیت‌های مالکیت می‌باشد (Higgins, 2000).

۱. قابل مشاهده در سایت: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

2. Ibid

3. Ibid.

چنانکه ملاحظه می‌شود قانونگذار ما نیز همسو با کشورهای خارجی پیشرفته و موفق در حوزه بورس، در این زمینه گام برداشته و اقدام به وضع این مقررات نموده است.

بند دوم- نظارت بر حسن انجام معاملات

شرکت بورس اوراق بهادار، این وظیفه را در قالب تأیید معاملات انجام می‌دهد. مطابق با بند ۲ ماده ۱ آیین‌نامه معاملات هر معامله در صورتی قطعیت می‌یابد که به تأیید بورس برسد. ماده ۲۹ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات نیز در مفهومی مشابه به تأیید معاملات توسط شرکت بورس اشاره می‌کند. تأیید معاملات توسط شرکت بورس اوراق بهادار نوعی شکل‌گرایی به شمار می‌رود. توضیح اینکه، اصولاً روش‌های نیل به هدف طریقت دارند نه موضوعیت. با این حال، در برخی از عقود بنا به دلایلی نحوه انشای عقود جنبه تأکیدی پیدا نموده و خارج از آن، فرض این است که آن عقد قابل حصول نیست. واقعیت این است که به موازات گسترده شدن نقش دولت‌ها در سازماندهی امور معاملاتی و تجاری مردم «شکل‌گرایی» نیز اهمیت روزافزونی پیدا نموده است. در این میان تأکید بر شکل روابط حقوقی در امور تجاری بیش از امور مدنی رو به گسترش بوده است (طوسی، ۱۳۹۳).

این شکل‌گرایی که در معاملات بازار سرمایه در قالب تأیید معاملات توسط شرکت بورس، پس از انجام آن بوسیله کارگزاران ظهور می‌یابد به اندازه‌ای اهمیت دارد که اعتبار عمل حقوقی حاصله را تحت الشعاع قرار می‌دهد. به عبارت دیگر در قلمرو معاملات بورسی دولت با مشاهده اینکه آزادی شکل عمل حقوقی، زمینه‌ساز بسیاری از خطرات از قبیل وقوع تقلب، سوءاستفاده از اطلاعات محرمانه و اعمال مخالف با شفافیت بازار و به تبع آن کاهش امنیت بازار و کاهش انگیزه و تمایل سرمایه‌گذاران به انعقاد معاملات بورسی می‌شود، در صدد برآمد تا با وضع و پیش‌بینی فرم حقوقی مناسب و قرارداد آن در زمره شرط نفوذ عقد به پشتیبانی و حمایت از سرمایه‌گذاران در مقابل این خطرات بزرگ اقدام کند (انصاری و همکاران، ۱۳۹۳). و بدین خاطر است که در معاملات بورسی، شاهد تأیید الزام‌آور و غیر قابل جایگزین شرکت بورس به دنبال تأمین هدف حمایت از سرمایه‌گذاران هستیم. در واقع اهمیت اقتصادی و اجتماعی معاملات بورسی همراه با توسعه و گسترش حیطه نظم عمومی منجر به حاکم کردن تشریفات الزامی بر این معاملات به منظور تسهیل و کنترل آن‌ها گردیده است. به طور کلی این فرمالیسم ابزاری است در دست دولت برای برقراری و حفظ نظم بازار که امکان کنترل معاملات از سوی آن را فراهم می‌آورد. چرا که، پویایی و تحرک بازار اوراق بهادار متکی به نهادهایی است که

نظارت بر معاملات را ارتقا می دهند و به سرمایه گذاران این اعتماد را می دهند که اطلاعات قابل اتکا در مورد ارزش شرکت و سهام آن دریافت می کنند (Bushman, et al., 2003).

به نظر می رسد فرمالیسم موجود در معاملات بورسی را می توان از جمله مکانیسم ها و تدابیر قانونی جهت ارتقای کارایی آنها محسوب نمود. زیرا تثبیت رویه ها و روش ها زمینه لازم برای ایجاد محیط شفاف اطلاعاتی فراهم می آورد. بدیهی است سرمایه گذاری در فضای شفاف با سهولت و رغبت بیشتری انجام پذیر است. مقررات مربوط به تکالیف شرکت، با ایجاد ساختار عملیاتی لازم و فراهم نمودن محیط سرمایه گذاری روشن و شفاف، بسترهای لازم جهت جذب سرمایه ها را فراهم می آورد. با این وصف از نگاه شفاف سازی سرمایه گذاری و به دلیل لزوم ارائه اطلاعات مؤثر در سرمایه گذاری افراد، عرضه سهام در بورس اوراق بهادار نیز که اصولاً با رویه ها و شیوه های کنترلی کاملاً شفاف انجام می شود، از عوامل مهم جذب سرمایه گذاری در بورس بوده و از این طریق نیز زمینه های لازم برای تأمین نقدینگی مورد نیاز شرکت ها را فراهم می آورد. مسلماً علت توفیق بازارهای بورس در تأمین نقدینگی معلول تضمین روشمندانه حقوق سرمایه گذاران در شرکت هاست (طوسی، ۱۳۹۳).

بنابراین هدایت اراده و حمایت از آن در شکل گرایی جدید نه تنها اراده های فردی را از میدان بدر نمی کند و مستلزم نفی و طرد توانایی و صلاحیت و نقش آفرینی آن ها در فرآیند تشکیل معاملات نیست، بلکه با ارشاد این اراده ها و سوق دادن آنها به سوی اهداف و غایات اجتماعی و مصالح جمعی از یک سو و حمایت از آنها از سوی دیگر، در واقع باعث مصون ماندن اراده حقوقی فردی از انحراف و نقض مصالح جمعی و مصالح فردی دیگران می گردد (قاسمی، ۱۳۸۸).

از طرفی، در نگرش اقتصادی، به حقوق به عنوان ابزارهایی برای «تغییر رفتار» و «سیاست گذاری» نگریده می شود و سعی بر آن است برای پیش بینی آثار ضمانت اجراهای حقوقی بر رفتار بشر نظریه ای علمی ارائه گردد. قواعد و ضمانت اجراهای حقوقی مانند اثر قیمت بر عرضه و تقاضا است و همانگونه که افزایش یا کاهش قیمت کالایی بر رفتار مصرف کنندگان و تولید کنندگان اثر می گذارد، مردم هم نسبت به قواعد حقوقی واکنش نشان می دهند و رابطه مستقیمی بین نوع و ماهیت قواعد حقوقی و رفتار وجود دارد. لذا قانونگذار ضمانت اجرای شدید عدم نفوذ معاملات را در مورد نقض مقررات مربوط به عدم تقلب، سوء استفاده از اطلاعات محرمانه و سایر امور مخل شفافیت بازار سرمایه برگزیده است و از این طریق موجبات کاهش معاملات مقرون به چنین رفتارهایی را فراهم نموده است.

وضع مکانیزم های پیشگیرانه برای ایجاد اطمینان از نبود امکان عملیات فریبکارانه و وجود نهاد ناظر بر حسن انجام معاملات، با امکان نظارت فعال، هوشمند و دقیق از جمله راهکارهای مناسبی است که

برای ایجاد ثبات، اطمینان و اعتماد به کار گرفته شده است. نتیجه این امر ایجاد فضایی قانونمند و حفاظت شده است و مقبولیت این فضا برای شرکت کنندگان بازار محیطی امن برای انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را ایجاد می‌کند.

گفتار سوم - شفافیت: هدف مداخله شرکت بورس در معاملات

از جمله پیش شرط‌های سرمایه‌گذاری، شفافیت اطلاعات است. بنابراین وجود اطلاعات کامل و در دسترس برای تمام سرمایه‌گذاران در بازار یکی از شرایط و الزامات هر بازار آزاد و کارآمدی است. شفافیت را به عنوان «استانداردهایی که حوادث، رخدادها و معاملات را آشکار می‌کند و زمینه قضاوت و تخمین اظهارات مالی را فراهم می‌آورد» تعریف کرده‌اند (Pownall, et al., 1999). اطلاعات باید به صورت «کم‌هزینه» و «به‌سرعت» و «به‌طور برابر» در اختیار همگان قرار گیرد. سرمایه‌گذاران بالقوه باید به تمام اطلاعات مالی لازم برای تصمیم‌گیری دسترسی داشته باشند تا بتوانند تصمیمات بهینه‌ای را اتخاذ نمایند (گروه نویسندگان، ۱۳۸۹). بنابراین در هر معامله‌ای برای جلوگیری از ایجاد زیان برای طرفین، باید اطلاعات لازم از معامله رد و بدل گردد. شفافیت اطلاعات به کاهش نوسانات بازار کمک می‌کند و از ریسک‌های بازار می‌کاهد (Kothari, 2001). به علاوه وجود شفافیت و اطلاعات برابر و متقارن، از سوءاستفاده‌های یک گروه خاص از اطلاعات شخصی خود جلوگیری به عمل می‌آورد (Ibid). بنابراین، تضمین شفافیت اطلاعاتی از انجام معاملات متکی بر اطلاعات نهانی^۱ نیز جلوگیری می‌کند که یکی از جرائم اساسی مورد توجه نهادهای ناظر بازار اوراق بهادار می‌باشد (گروه نویسندگان، ۱۳۸۹). افشای اطلاعات و شفافیت بیشتر این اطلاعات، منجر به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت‌تر از سوی سرمایه‌گذاران می‌شود و با دسترسی آسان‌تر به سرمایه جدید، هزینه تأمین مالی کمتر، مدیریت مؤثرتر و مسئولانه‌تر و در نهایت قیمت بالاتر سهام و منافع درخور توجه‌تر سهامداران خواهد شد.

برای تحقق شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه، الزامات قانونی برای شرکت بورس اوراق بهادار وجود دارد که اطلاعات مربوط به معاملات را به‌طور کامل و هم‌زمان، در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد. اگر شرکت بورس مکلف نباشد برخی اطلاعات مهم و تأثیرگذار بر سرمایه‌گذاری را در اختیار عموم جامعه قرار دهد، سرمایه‌گذاران در رابطه با سرمایه‌گذاری در این حوزه، دچار ابهام گردیده و این نیز به نوبه خود می‌تواند از موجبات کاهش حجم مبادلات و معاملات و به جریان افتادن سرمایه‌ها

1. Insider trading

به شمار آید. نتیجه نهایی این است که در چنین فرضی بکارگیری منابع اقتصادی به شکل روان صورت نمی‌گیرد. با گسترش سایت‌های اطلاع‌رسانی در بورس‌ها، اطلاعات به شکل گسترده و با سرعت زیاد در اختیار سرمایه‌گذاران و سهامداران بالقوه قرار می‌گیرد. به محض ورود اطلاعات جدید، قیمت‌ها تغییر می‌کند، و هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند از فرصت‌های سودآور همراه با تبعیض استفاده کند (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰).

بنابراین، وجود ساختارهای قانونمند، سبب شفافیت عملکرد بورس گردیده و امکان رقابت منصفانه را بیش از پیش فراهم نموده است (سوهانی و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین این ساختار شفاف موجب شده است تا بورس‌های اوراق بهادار بتوانند با جلب اعتماد سرمایه‌گذاران (عبدی‌پورفرد، ۱۳۹۱) و اعتماد عمومی به عادلانه بودن بازارهای اوراق بهادار کارایی و نقدشوندگی آنها را افزایش دهند (قربانی و همکاران، ۱۳۸۹) و با جذب سرمایه‌های راکد، از این سرمایه‌ها، به بهترین شکل استفاده نمایند (Licht, 1999).

بدیهی است عدم ارائه این اطلاعات و یا ارائه اطلاعات نادرست می‌تواند موجب برهم خوردن تعادل عرضه و تقاضا، کاهش و یا افزایش غیر واقعی ارزش سهام شرکت‌ها و... شود و زیان‌های هنگفتی را بر سهامداران وارد آورد (مبین، ۱۳۸۹). تأثیرپذیری سرمایه‌گذاران از اطلاعات موجود در بازار و حجم معاملات آن نیز زمینه را برای سودجویی متقلبان برای تحت تأثیر قراردادن قیمت اوراق بهادار مورد معامله فراهم نموده و روش تعیین قیمت عادلانه از طریق قانون عرضه و تقاضا را مختل می‌کند (قربانی و همکاران، ۱۳۸۹).

به منظور حفظ یکپارچگی و تضمین تحقق اهدافی که از بازار اوراق بهادار انتظار می‌رود باید تلاش کرد تا معاملات در فضایی شفاف شکل گرفته و توسعه یابد. بنابراین، وجود همین مقررات سبب شده است تا سرمایه‌گذاران این اطمینان را داشته باشند که با هر میزان سرمایه که وارد بازار شوند، مشمول حمایت‌های قانونی قرار خواهند گرفت و خطراتی همچون کلاهبرداری، سوخت شدن سرمایه و... در بورس وجود نخواهد داشت (قربانیان، ۱۳۸۹). چرا که در این بازار، قیمت‌های اوراق بهادار نزدیک به ارزش ذاتی آنهاست و انحراف از ارزش ذاتی اوراق بهادار به سرعت از بین می‌رود. بنابراین سرمایه‌گذاران این اطمینان را خواهند داشت که قیمت‌ها از ارزش ذاتی فاصله زیادی ندارند و نیز تمام اطلاعات منتشر شده، مورد تحلیل و ارزیابی قرار گرفته، نگرانی کمتری راجع به واقعی بودن قیمت‌ها وجود خواهد داشت.

نتیجه گیری

از مجموع آنچه گفته شد نتایج زیر بدست می آید:

۱. مهم ترین دلیل دخالت دولت در قراردادهای بورسی از طریق وضع مقررات مربوط به وظایف شرکت از قبیل افشای اطلاعات مربوط به معاملات و نظارت بر حسن انجام آنها (تأیید معاملات) این است که قراردادهای خصوصی در صورتی اعتبار دارند که در دراز مدت موجب تحقق اهداف اجتماعی و منجر به تخصیص کارآمد منابع شود و این وظایف به منظور حمایت و تشویق به حداکثر رساندن ارزش تخصیص منابع وضع شده‌اند.
۲. فراهم آوردن اطلاعات، توسط شرکت بورس با وجود الزام و تکلیف به افشا و عدم تأیید آن دسته از معاملات که متضمن اطلاعات محرمانه، تقلب و عدم افشای اطلاعات صحیح هستند، موجب می شود هر یک از طرفین همواره در معاملات بورسی، بازده قراردادی را که منعقد می کنند مورد ارزیابی قرار دهند و برای به حداکثر رساندن منافع خود، عاقلانه رفتار کنند. به عبارتی مقررات مربوط به مداخله شرکت، با برقراری معیارهای رفتاری می تواند به تخصیص کارای منابع منجر شود.
۳. گرچه مطابق اصل حاکمیت اراده، وجود اراده متعاقبین برای انعقاد عقد کافی است، با این حال اجرای سرسختانه این اصل، بعضاً کارایی لازم را در معاملات بازار سرمایه ندارد، چرا که مطابق اصل حاکمیت اراده، عدالت معاوضی زمانی برقرار می شود که طرفین در شرایط یکسان اطلاعاتی قرار داشته باشند در حالی که، در معاملات بورسی وجود شرایط نابرابر اطلاعاتی، امکان تقلب و سوءاستفاده از اطلاعات، در پاره‌ای موارد، امکان تحقق عدالت معاوضی را از بین می برد. شرکت بورس با مداخله خود در این معاملات، زمینه ساز معاملاتی است که در آن ناقل و منتقل الیه، نسبت های برابری را تصاحب کنند. لذا عدالت معاوضی که هدف عالیه نظام معاملات اجتماع محسوب می شود به عنوان یک ابزار توجیهی برای دخالت در شرایط صحت یا نفوذ قرارداد، قابل دفاع جلوه می کند.
۴. طراحی نهادی مانند شرکت بورس در مقام نظارت بر تبادل اطلاعات تأثیرگذار بر معامله سهام که زمینه بروز غرر و ابهام را منتفی سازد، نه تنها با حدیث نبوی نهی النبی عن الغرر مغایرتی ندارد بلکه در راستای آن نیز محسوب می گردد.
۵. مقررات مربوط به افشای اطلاعات معاملات توسط شرکت بورس که دربرگیرنده اعلام حجم و قیمت اوراق بهادار و.. می باشد، نقش بسیار مؤثری در تعیین «ارزش واقعی» اوراق بهادار به عنوان

وصف مهم مورد معامله دارند، لذا قانونگذار در جهت رفع ابهام از موضوع معامله و پر کردن این خلأ در معاملات بورسی، شرکت بورس را به عنوان مهم‌ترین منبع کسب اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهادار موظف به انتشار اطلاعات مربوط به معاملات و ناظر بر انتشار اطلاعات مربوط به ناشران اوراق بهادار قرار داده است.

۶. دلیل برقراری نظام افشای اطلاعات معاملات توسط شرکت بورس، این است که چنین نظامی با کاهش هزینه کسب اطلاعات، مجموع هزینه‌های معاملات را کاهش می‌دهد و این امر موجب به جریان افتادن سرمایه‌ها می‌شود.

۷. وجود ساختار قانونمند و الزامات قانونی برای شرکت بورس در افشای اطلاعات مربوط به معاملات و نظارت بر حسن انجام آنها، موجب شفافیت عملکرد بورس گردیده و امکان رقابت منصفانه را بیش از پیش فراهم نموده است. بنابراین، وجود همین مقررات سبب شده است تا سرمایه‌گذاران این اطمینان را داشته باشند که با هر میزان سرمایه که وارد بازار شوند، مشمول حمایت‌های قانونی قرار خواهند گرفت و نگرانی کمتری راجع به واقعی بودن قیمت‌ها وجود خواهد داشت موضوعی که نهایتاً افزایش حجم معاملات را در پی خواهد داشت.



منابع و مأخذ

۱. انصاری، علی و حیدری سورشجانی، مریم. (۱۳۹۳)، «تحلیل حقوقی تأیید بورس در معاملات اوراق بهادار»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هفتم، شماره ۲۷.
۲. انصاری، مهدی. (۱۳۹۰). تحلیل اقتصادی حقوق قراردادهای، تهران، انتشارات جاودانه، جنگل.
۳. خدائی وله زاقرد، محمد و یحیایی، منیره. (۱۳۸۹). « بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، ش ۵.
۴. رنایی، محسن. (۱۳۸۹). بازار یا نابازار، تهران، مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی.
۵. سعیدی، علی و فرهانیان، سیدمحمدجواد. (۱۳۹۰). مبانی اقتصاد و مالی رفتاری، تهران، سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.
۶. سوهانی، حسین و شهیدی، سید مرتضی. (۱۳۹۳). تحلیل حقوقی معاملات بازار فیزیکی بورس کالای ایران، تهران، انتشارات بورس وابسته به شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.
۷. طوسی، عباس. (۱۳۹۳). تحلیل اقتصادی حقوق شرکت ها، تهران، مؤسسه مطالعات و پژوهش های حقوقی شهردانش.
۸. طوسی، عباس. (۱۳۹۰). «متدولوژی حقوق و اقتصاد»، مجله تحقیقات حقوقی، ویژه نامه ۴.
۹. عبدی پورفرد، ابراهیم. (۱۳۹۱). مباحثی تحلیلی از حقوق تجارت، قم، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۱۰. قاسمی، محسن. (۱۳۸۸). شکل گرایی در حقوق مدنی، تهران، نشر میزان.
۱۱. قربانی، مجید و باقری، عباس. (۱۳۸۹). «دستکاری بازار اوراق بهادار»، فصلنامه پژوهش حقوق، شماره ۲۹.
۱۲. قربانیان، حسین. (۱۳۸۹). «مسئولیت مدنی کارگزاران بورس و فرآیند طرح دعاوی مرتبط در مراجع صالحه»، مجله پژوهش های حقوقی، شماره ۱۷.
۱۳. کوتر، رابرت و یولن، تامس. (۱۳۸۸). حقوق و اقتصاد، ترجمه دادگر، یداله و اخوان هزاره، حامده، تهران، انتشارات پژوهشکده اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس و انتشارات (همدان) نورعلم.
۱۴. گروه نویسندگان. (۱۳۸۹). نهادهای مالی (راهنمای قانون بازار اوراق بهادار) سازمان بورس و اوراق بهادار، تهران، شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.
۱۵. مبین، حجت. (۱۳۹۳). مسئولیت مدنی در بازار بورس اوراق بهادار، رساله برای اخذ درجه دکتری، دانشگاه تهران.

16. Bushman, Robertm and Smith, Abbie. (2003). Transparency, Financial Accountig Information, and corporate Governance, Frbny Economic Policy Review.
17. Higgins, Huong ngo. (2000). Disclosures of Foreign Companies Registered in the U.S, Worcester polytechnic Institute.
18. Kothari, S.P. (2001). The Role of Financial Reporting in Reducing Financial risk, in the Market, Massachusetts, Institute of Technology.
19. Levitt, A. (1998). "The Importance of High-Quality Accounting Standards." Accounting Horizons 12.
20. Licht, Amir N. (1999). "Games commission play: 2x2 games of international Securitie regulation", the Yale Journal of International law.
21. Meier-Schatz, Christian J. (1986). "Objectives of financial disclosure regulation", Journal of Comparative Business and capital market law.
22. Pownall, G and Shipper, K. (1999). Implication of Accounting Research for the SEC`s Consideration of International Accounting Standards for U.S securities Offerings, Accounting Horizons.
23. Roszkowski, Mark E. (1997). Business law: Principles, cases and policy, New York: Addison Wesley.
24. Securities Act of 1933.
25. Securities Exchange Act of 1934.