

## بررسی تطبیقی قلمرو افشاء اطلاعات در عرضه اولیه اوراق بهادار در حقوق ایران و آمریکا

احمد دیلمی<sup>۱</sup> / محدثه فریدون<sup>۲</sup>

### چکیده

امروزه، جریان آزاد اطلاعات از جمله ویژگی های اساسی بازارهای مختلف است. بر همین مبنا یکی از مهمترین مسائل در روند رشد و توسعه بازارهای بورس، افشاء اطلاعاتی است که در تصمیم گیری فعالان این بازار تاثیر گذار است. از این رو، مقررات متعددی در خصوص افشاء اطلاعات در بازارهای بورس به تصویب رسیده است. در این میان یکی از چالش های اصلی در زمینه افشاء اطلاعات، تعیین شرایط و قلمرو افشاء اطلاعات است، به نحوی که اطلاعات به شکل صحیح و در زمان مناسب منتشر شده و در عین حال، افشاء اطلاعات به گونه ای صورت گیرد که ارائه تصویر دقیق از وضعیت شرکت را میسر سازد، و همزمان امکان رقابت سالم را از بین نبرد. بر این اساس، در مقاله پیش رو به بررسی تطبیقی قلمرو افشاء اطلاعات در عرضه اولیه در حقوق ایران و ایالات متحده به عنوان یکی از کشورهای پیش رو در زمینه بازار سرمایه خواهیم پرداخت. این پژوهش در مرحله گردآوری اطلاعات به شیوه کتابخانه ای و اسنادی؛ و در مرحله استنتاج، به شیوه توصیفی، تطبیقی و تحلیلی به انجام خواهد رسید. و در انتها مشخص خواهد شد که مقررات گذاری در این زمینه بر اصل لزوم افشاء اطلاعات موثق از وضعیت شرکت استوار است، چرا که اصل بر محرمانه نبودن اطلاعات است، در عین حال استثنائاتی به منظور عدم افشاء اسرار تجاری شرکت و همچنین پیشگیری از تضرر شرکت ها در وضعیت های اضطراری در نظر گرفته شده است.

**واژگان کلیدی:** افشاء اطلاعات، بورس، عرضه اولیه، قلمرو افشاء، اصل محرمانه نبودن.

**طبقه بندی موضوعی:** K20, K22

۱. دانشیار گروه حقوق خصوصی و اسلامی دانشکده حقوق دانشگاه قم

۲. دانشجوی دوره دکتری حقوق خصوصی دانشگاه قم (نویسنده مسئول) Mohaddeseh.fereidoon@yahoo.com

## ۱- مقدمه

وجود تقارن اطلاعاتی<sup>۳</sup> در معاملات، می تواند وجود قرارداد مطلوب طرفین را تا حد زیادی تضمین نماید. به همین دلیل در بسیاری از موارد، قانونگذاران تلاش نموده اند تا با وضع قوانین، ضمن تضمین گردش آزاد اطلاعات، دسترسی طرفین به اطلاعات را تضمین نمایند. برای مثال، تفسیر ابهامات قرارداد به ضرر نگارنده آن و یا تکمیل قرارداد با شروطی به نفع طرف ضعیف تر، از نمونه های این رویکرد در حقوق کامن لا است. (سربازیان و رستم زاد اصلی، ۱۳۹۶، ص ۲) در مواردی نیز طرفی که از اطلاعات فنی و تخصصی نسبت به موضوع برخوردار است، وظیفه ارائه اطلاعات را بر عهده دارد. به موازات این تلاش های قانونی، طرفین قرارداد نیز تلاش دارند تا با دسترسی به اطلاعات، تصمیمات مناسب تری اتخاذ نمایند، برای مثال، در صورتی که یکی از طرفین ادغام با استخدام کارآگاه خصوصی اطلاعاتی را در مورد وضعیت مالی نامناسب طرف دیگر ادغام و یا اهداف واقعی آنها از ادغام به دست آورد، می تواند سود بیشتری از قرارداد بدست آورده و یا اصولاً وارد قراردادی فاجعه بار نشود. حتی در برخی از قراردادها به مسئله دسترسی به اطلاعات به عنوان قاعده ای عمومی تصریح شده است (اصل ۲۲ قانون اساسی؛ ماده ۱۴ قانون انتشار و دسترسی آزاد به اطلاعات، مصوب ۱۳۸۸)، از جمله قراردادهای بیمه که عمدتاً مبتنی بر اظهارات بیمه گذار است؛ و معاملات بورسی بخصوص در عرضه های اولیه که مبتنی بر اطلاعات ارائه شده از سوی ناشر است. (حسینی و امینی، ۱۳۹۷، ص ۱۴)

اصولاً، بازار بورس اوراق بهادار بر مبنای شفافیت اطلاعاتی بنا شده است. و اطلاعات مبنای اصلی تصمیم گیری در بازار اوراق بهادار است. با توجه به اینکه در بازارهای اوراق بهادار محصول فیزیکی در دسترس نیست، اهمیت اطلاعات در این بازار دوچندان است. از این رو، شاهد مقررات گذاری های گسترده در زمینه افشاء اطلاعات در بازارهای بورس هستیم، تا سلامت و توسعه بازار اوراق بهادار تضمین گردد. در خصوص عرضه های اولیه چالش جدی در مورد تخمین قیمت سهام و افزایش یا کاهش آن پس از عرضه است که در نهایت سود یا زیان اطراف مربوطه را تعیین می کند. با وجود اینکه ارزش اسمی هر سهمی ۱۰۰ تومان است، اما در زمان عرضه اولیه فرایندی تحت عنوان کشف قیمت جریان می یابد که طی آن، کارگزاران بازار اوراق بهادار، و کاربران برخط، تنها به میزان مقرر، اقدام به خرید می کنند؛ و سایر اشخاص حقیقی در این مرحله قادر به خرید نیستند. مشخص است که

<sup>۳</sup> Information symmetry. تقارن سطح اطلاعات مدیران و سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار نسبت به حجم معاملات، نوسان قیمت سهام، نسبت قیمت سود، تعداد روزهای معاملاتی، عمر شرکت و میزان مدیریت سود شرکتها.

شیوه تعیین قیمت و برآوردها از صعود و یا نزول قیمت سهام، همه مبتنی بر اطلاعاتی است که از سوی ناشر ارائه می شود و در کنار آن، تحلیل های بنیادین فعالان بازار است. لذا، شفافیت اطلاعاتی بازار، به توانایی افراد شرکت کننده در بازار، جهت مشاهده اطلاعات مربوط به فرآیند معامله ها، بستگی دارد. (ابراهیم نژاد و سایرین، ۱۳۸۸، ص ۲) اطلاعات ارزشمندترین دارایی در بازار اوراق بهادار است به نحوی که برخورداری از اطلاعات صحیح، سریع و به موقع منجر به کسب بازده مناسب از بازار می شود و اعتماد سرمایه گذاران را به بورس دو چندان می کند. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به موقع و سریع قیمت اوراق بهادار ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در عین حال، در بسیاری از قراردادهای طرفین به منظور درگیر نشدن در مسئولیت مدنی ناشی از نقض تکلیف به افشاء اطلاعات صحیح، اقدام به ارائه داوطلبانه اطلاعات می کنند، این در حالی است که در بازار اوراق بهادار با ارائه اجباری اطلاعات مواجه هستیم. افشای اجباری در سطح ملی یا منطقه ای از سوی مقام های دولتی و سازمانهای حرفه ای وضع می گردد و همه شرکتها صرف نظر از اندازه و سیستم حسابداری و منابع مالی و سایر عوامل موثر در افشاء، ملزم به رعایت آن می باشند. لذا باید گفت که اصل بر لزوم افشاء اطلاعات بوده و هدف از افشای اجباری، تامین نیاز اطلاعاتی استفاده کنندگان و تضمین کیفیت اطلاعات از طریق رعایت استانداردها و قوانین است. (حجازی و سایرین، ۱۳۸۹، ص ۲۴)

هدف اصلی این مقاله، ترسیم قلمرو دقیق اصل الزام به افشاء اطلاعات؛ و بیان موارد استثناء آن؛ و تعیین اصل عملی در مواردی است که در لزوم محرمانه بودن آنها تردید وجود دارد. از این رو، تعیین قلمرو افشاء اطلاعات، مرهون پاسخ به سه پرسش اصلی است: ۱. اصل ماهوی<sup>۴</sup> در مورد افشاء اطلاعات چیست؟ ۲. معیار و ملاک ماهوی استثناء از این اصل و موارد کلی آن چیست؟ ۳. در مرحله اثبات، در صورت تردید در الزامی بودن یا نبودن افشاء اطلاعات در مورد خاص، اصل عملی و شکلی کدام است؟ فرضیه اولیه این مقاله این است که اصل ماهوی لزوم افشاء اطلاعات به صورت الزام قانونی است و استثنائات این اصل حصری بوده که در ماده ۲۰ دستورالعمل افشاء اطلاعات به آنها تصریح شده است. و اصل عملی شکلی<sup>۵</sup> نیز لزوم افشاء است. در این نوشتار، پس از گردآوری کتابخانه ای داده ها، به روش توصیفی، تطبیقی و تحلیلی، به این پرسش ها در دو نظام حقوقی ایران و امریکا،

۴. اصل ماهوی، یعنی اصل حقوقی مربوط به مرحله واقع (نه مرحله کشف و شناسایی)؛ که بیانگر علل، شروط و موانع ایجاد، انتقال و سقوط حقوق، تکالیف و مسئولیت، است. مانند اصل اباحه (کاتوزیان، ۱۳۸۱، ص ۱۲۲-۱۲۳)

۵. اصل شکلی (در مقابل اصل ماهوی)، یعنی اصل حقوقی مربوط به مرحله کشف و شناسایی؛ که چگونگی کشف و اثبات اصول و قواعد ماهوی را بیان می کند. این اصول خود گونه های مختلفی دارند؛ و اصول عملی یکی از آنها است که در موقعیت فقدان دلیل معتبر و شک نسبت به قاعده ماهوی، اجرا می شود. مانند اصل برائت. (کاتوزیان، ۱۳۸۱، ص ۱۲۲)

پاسخ داده خواهد شد. به این منظور ضمن بررسی تعریف افشاء اطلاعات و شیوه عرضه های اولیه، به دلیل رعایت یکپارچگی هر نظام حقوقی، ابتدا به بررسی مستقل حقوق آمریکا و ایران، و سپس تطبیق آن دو با یکدیگر خواهیم پرداخت.

## ۲- ادبیات تحقیق

برخی از مهم ترین مفاهیم کلیدی محتاج تعریف در این پژوهش به قرار زیراند:

۱-۲. **افشاء اطلاعات؛** در تعریف آن عنوان شده است که: «افشا در حالت کلی به معنای انعکاس اطلاعات است. اما حسابداران از این واژه معنای محدودتری را اختیار می کنند و آن به معنای انعکاس اطلاعات مالی واحد تجاری در قالب گزارش های مالی است که معمولاً به صورت سالیانه تهیه می شود» (هندریکسون ۱۹۹۱ به نقل از حسنی و بشیر حسینی، ۱۳۸۹، ص ۷۷) اما این تعریف از جامعیت کافی برخوردار نیست چرا که به طور خاص بحث افشاء اطلاعات در زمان عرضه اولیه سهام را در بر نمی گیرد. از این رو، در تعریف آن باید گفت: «اعلام اطلاعات برای معامله کنندگان احتمالی اوراق بهادار دانست.» (حبیبی قبادیان، ۱۳۹۷، ص ۴۸) منظور از «اعلام» در این تعریف، انتشار موثر اطلاعات است به نحوی که اطمینان حاصل شود که این اطلاعات، در دسترس عموم سرمایه گذاران بازار اوراق بهادار و معامله کنندگان احتمالی، اعم از پذیره نویسان و معامله کنندگان سهام شرکت، قرار گرفته است. و معامله کنندگان احتمالی، هم در بر گیرنده پذیره نویسان و هم معامله کنندگان سهام شرکت می باشد.» (همان) به بیان دیگر، افشا عبارت است از «انتشار اطلاعات مهم و تاثیرگذار بر بازار» (نویخت، ۱۳۸۵، ص ۴۳) از حیث قانونی نیز «افشا، ارسال اطلاعات به سازمان و انتشار عمومی و به موقع اطلاعات مطابق ضوابط این دستورالعمل می باشد.»<sup>۶</sup> افشای فوری نیز: «افشای اطلاعات به محض آگاهی ناشر، با رعایت شرایط این دستورالعمل است.»<sup>۷</sup> این اطلاعات باید در چهارچوب مشخص شده در دستورالعمل مزبور و به موقع به سازمان بورس ارسال شود.<sup>۸</sup> در مورد عرضه اولیه نیز افشاء اطلاعات به تکلیف ناشران اوراق بهادار در ارائه اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مهم در قالب بیانیه به مقام ناظر

۶- بند چهارم ماده یک دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۸۶/۵/۳ هیئت مدیره سازمان بورس با اصلاحات بعدی.

۷- بند پنجم همان دستورالعمل.

۸- ماده ۲ دستورالعمل مقرر می دارد:

«ناشر موظف است اطلاعات موضوع این دستورالعمل را در مهلت مقرر، مطابق فرم های تعیین شده برای عموم افشا نماید. تخطی از این ماده مشمول فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار خواهد شد.»

گفته می شود. این امر از بندهای الف و ب ماده ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکتهای ثبت شده نزد سازمان، استنباط می گردد.

بنابراین، در این تعریف چند معیار برای صحت افشا مد نظر قرار گرفته است: ارسال اطلاعات به سازمان، انتشار عمومی اطلاعات، انتشار به موقع اطلاعات و انتشار مطابق دستورالعمل افشا. (ابراهیمی، پیشین، ص ۱۷۸) افشاء اطلاعات به دو صورت اختیاری و الزامی صورت می گیرد. در افشای الزامی، اطلاعات موجود در چک لیست، بر حسب موارد ذکر شده در استانداردهای حسابداری تعیین می شود؛<sup>۹</sup> و در افشای اختیاری، این ابزار خودساخته از مرور رهنمودهای مجامع حرفه‌ای حسابداری و ادبیات موجود در این حوزه حاصل می شود. (عربی و بندریان، ۱۳۹۱، ۴) بنابر این، واضح است که موارد مصرح در قوانین و مقررات الزام آور، مصادیق افشاء الزامی اند که موضوع اصلی این مقاله را تشکیل می دهند و مواردی که در اصول اخلاق حرفه ای و یا سایر رهنمودهای فاقد الزام قانونی مورد اشاره قرار گرفته اند، در زمره افشاء اختیاری اطلاعات قرار می گیرند.

**۲-۲. عرضه اولیه؛** عرضه اولیه فرایندی است که طی آن، سهام شرکت برای اولین بار در بازار بورس عرضه می شود. معاملات بعدی سهام مزبور در بازار ثانویه صورت خواهد گرفت. (بند ۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۴/۲/۹) با توجه به این موضوع، مهمترین تفاوت بازار اولیه و ثانویه در مسئله فرآیند کشف قیمت است. در این خصوص باید توجه داشت که قیمت اسمی سهام هر شرکت ۱۰۰ تومان است، اما یک شرکت سهامی عام برای آنکه بتواند مورد پذیرش در بازارهای اول یا دوم بورس اوراق بهادار تهران قرار گیرد، لازم است تا بین یک تا سه سال بسته به بازاری که وارد آن می شوند (بازار اول یا دوم)، سابقه فعالیت در صنعت مورد نظر را داشته باشند. ۱۰ بدیهی است که در طی این مدت، قیمت بازاری سهام شرکت متناسب با قیمت اسمی آن خواهد بود و لازم است تا قیمت مناسبی که متناسب با ارزش تجاری سهام، میزان سودآوری شرکت و غیره باشد، برای اولین

<sup>۹</sup> . در این خصوص مقررات مختلفی وجود دارد، از جمله: در اجرای ماده ۱۰ دستورالعمل کنترل‌های داخلی برای ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، منشور کمیته حسابرسی شرکت نمونه (سهامی عام) در تاریخ ۱۳۹۱/۱۱/۲۳ شامل ۱۴ ماده و ۲ تبصره به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید و از تاریخ تصویب، لازم‌الاجراست. دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب شورای عالی بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶ با اصلاحات بعدی. استانداردهای حسابرسی شماره ۷۰ تا ۷۲ در خصوص اطلاعات صورت های مالی، استاندارد شماره ۲۴ در خصوص مسئولیت حسابرس در خصوص تقلب و اشتباه در صورت های مالی. در حقوق آمریکا نیز ماده (b)(b) 13 لزوم استفاده از استانداردهای حسابرسی بورس ها را در بررسی های درون و برون سازمانی مقرر داشته است.

<sup>۱۰</sup> - مواد ۶، ۹ و ۱۰ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳۸۶ با اصلاحات بعدی.

عرضه سهام در نظر گرفته شود. به فرایندی که طی آن اولین قیمت برای عرضه سهام مشخص خواهد شد، فرایند کشف قیمت گفته می شود. (مستنبط از بند ۹ ماده ۱ قانون بازار و اوراق بهادار)

لذا، کشف قیمت عبارت است از فرآیندی که از طریق آن خریداران و فروشندگان یک کالا، برای یک مقدار مشخص از آن کالا با کیفیت معینی از آن، و در یک مکان و زمان خاص، به یک قیمت معاملاتی می رسند. فرآیند کشف قیمت از سطح قیمت بازار شروع می شود. از آنجا که خریداران و فروشندگان بر پایه انتظارات خویش از آینده نامعلوم و با نااطمینانی قیمت ها را کشف می کنند، قیمت معاملاتی در اطراف سطح قیمت بازار در نوسان خواهد بود. نشان دادن کشف قیمت بسیار مشکل تر از نمودار تعیین قیمت است. لذا مشخص است که کشف قیمت با تعیین قیمت متفاوت است. ماده ۱۴۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات اوراق بهادار در فرابورس ایران مقرر داشته: «مدیر عرضه می تواند عرضه را در دو مرحله انجام دهد. در مرحله اول بخشی از عرضه را با روش ثبت سفارش و با شرط حداقل خرید توسط هر مشتری عرضه و قیمت را کشف نماید و در مرحله دوم باقی مانده اوراق را بدون شرط مذکور و با قیمت کشف شده در مرحله اول عرضه نماید. حجم اوراق مورد عرضه در مرحله دوم باید حداقل ۱۰ درصد و حداکثر ۲۰ درصد کل اوراق قابل عرضه باشد.»

در مقابل در معاملات ثانویه که معاملات بعدی را دربر می گیرد، تعیین قیمت بر اساس عرضه و تقاضای بازار صورت می گیرد. بدیهی است که در زمان عرضه های اولیه، به دلیل فقدان سابقه معاملات، تخمین قیمت با چالش های جدی تری روبرو است و باید پذیرفت که در زمان معاملات ثانویه، با وجود اینکه همچنان نیاز به افشاء اطلاعات وجود دارد، اما خریداران و فروشندگان می توانند تا حد زیادی با بررسی سابقه معاملات، قیمت بازاری را مشخص نمایند.

### ۳. مبنای لزوم افشاء اطلاعات

یکی از مهمترین مبنای که لزوم نظارت بر بازار بورس را الزامی می گرداند، لزوم حفظ جریان آزاد اطلاعات و تضمین گردش اطلاعات صحیح در میان ارکان و فعالان بازار بورس است. زیرا، در غیر این صورت، بازار بورس نمی تواند عملکرد صحیحی داشته باشد. این امر نشان دهنده اهمیت اصل نظارت بر معاملات بازار بورس اوراق بهادار از حیث رعایت مقررات مربوط به افشاء اطلاعات است. از این رو، ماده دو قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب آذر ماه ۱۳۸۴)، مقرر می دارد که: «حمایت از حقوق سرمایه گذاران و با اهداف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارا اوراق بهادار و نیز نظارت بر حسن اجرای قانون بر اساس ماده هفت، اتخاذ تدابیر لازم جهت

پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار و نظارت بر افشای اطلاعات با اهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بر عهده هیأت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار است.<sup>۱۱</sup> از این رو، «اصل بر اجباری بودن افشاء اطلاعات در بازار اوراق بهادار است زیرا سرمایه گذاران در ازای آورده ای که به بازار می آورند، حق دارند حداقلی از اطلاعات درباره ی محلی که سرمایه به آنجا خواهد رفت، دریافت کند. اما اجرای هر حقی منوط به این است که باعث ایراد ضرر ناروا به دیگری نشود، چرا که ایراد ضرر ناروا به دیگری نقطه ی پایان حق است. (شیخ حسینی نژاد، ۱۳۹۳، ص ۲۲؛ قاسمی، ۱۳۸۷، ص ۴۳)

همچنین، نظارت بر بازار از جهت افشاء اطلاعات که بخش مهمی از فعالیت بورس اوراق بهادار را به خود اختصاص می دهد، با هدف حفاظت از سلامت بازار، به کشف موقعیت های نامطلوب در بازار می پردازد؛ و افراد متقلب و اقدامات متقلبانه آنها را شناسایی می کند. این نظارت دقیق بر بازار، مسئولان بورس را از رویدادها و اتفاقات جاری بازار مطلع می سازد و آنها را در اتخاذ سیاست های کارآمد یاری می رساند. (همان) لذا در اغلب مقررات مربوط به معاملات بورس اوراق بهادار ایران به مسئله نظارت بر افشاء اطلاعات اشاره شده است. ماده ۲۲ دستورالعمل اجرایی بورس<sup>۱۱</sup> مقرر می دارد که: «در صورت وجود اطلاعات یا وقوع شرایط اضطراری که تاثیر با اهمیتی بر قیمت «قرارداد آتی» و یا تصمیم سرمایه گذاران دارد «کمیته آتی» می تواند معاملات را حداکثر به مدت یک جلسه معاملاتی متوقف نموده و موضوع را جهت رفع موارد توقف پیگیری نماید.» ماده ۲۳ آن نیز مقرر داشته: «در صورت وقوع موارد موضوع ماده ۲۲ این دستورالعمل، «کمیته آتی» معاملات مبتنی یا متأثر از این موارد را تشخیص داده و به مدیرعامل "بورس" ارائه می کند. مدیرعامل "بورس" عدم وقوع این گونه معاملات را اعلام می نماید.»<sup>۱۲</sup> نحوه بیان این ماده، به خصوص ضمانت اجرای اعلام عدم وقوع معاملات صورت گرفته در فضای عدم شفافیت اطلاعاتی، به گونه ای است که گویا موافقت بورس هم برای تشکیل قرارداد لازم است. اما به نظر می رسد که نقش بورس فقط نظارت بر روند معاملات است؛ و تایید ناظران بورس تنها از جهت تطبیق معاملات انجام شده با مقررات بورسی است. (صادقی مقدم، پیشین، ص ۱۳۷) معاملات در بورس های رسمی براساس قوانین و مقررات مربوطه انجام می شود و بورس ها بر روند آن نظارت دارند که این نظارت از طریق ناظران انجام می شود. در این نوع معاملات

۱۱ - دستورالعمل اجرایی معاملات قراردادهای آتی در شرکت بورس کالای ایران، مصوب مورخ ۱۳۸۶/۱۲/۱۹ اصلاحی مورخ ۱۳۸۸/۰۹/۱۰ و ۱۳۹۱/۰۷/۰۸، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

۱۲ - ماده ۲۳ دستورالعمل فوق.

نحوه انجام معامله توسط بورس ها مشخص می شود و تابع اراده طرفین نیست. همچنین، ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه های توسعه کشور<sup>۱۳</sup> مقرر داشته: «الف. کلیه اشخاصی که تاکنون نسبت به انتشار اوراق بهادار اقدام کرده اند، حداکثر ظرف مدت شش ماه پس از لازم الاجراء شدن این قانون مکلفند نسبت به ثبت آن نزد سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام نمایند. عدم ثبت، تخلف محسوب می شود، لیکن مانع از اجرای تکالیف قانونی برای ناشر اوراق بهادار نمی باشد. ناشران اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان مذکور باید اطلاعات مالی خود را براساس ترتیبات مقرر در ماده (۴۵) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران منتشر نمایند. ب. معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورسها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آنها حسب مورد امکان پذیر است و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است.» علاوه بر این، قسمت اخیر بند ۲ ماده ۱ آیین نامه معاملات در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱۴</sup> در این خصوص مقرر می دارد: «هر معامله زمانی قطعیت می یابد که به تایید بورس برسد.» بنابراین معامله ای که بدون رعایت مقررات بورس انجام شود، مثلا در زمانی خارج از زمانهای مقرر بورس یا با نقض حد مجاز نوسانات قیمت و نتیجتا، بر خلاف فضای رقابتی صورت گرفته باشد، به تایید بورس نمی رسد و چنین معامله ای در بورس معامله صحیحی به حساب نمی آید. (همان) این معامله به دلیل عدم تایید بورس مربوطه اصولا قطعیت نمی یابد. لذا، مشخص است که چنین معامله ای به دلیل عدم رعایت تشریفات قانونی آن باطل می شود که در نتیجه، تردیدی در تشریفات بودن معاملات بورسی باقی نمی ماند.

در مقام بیان ضمانت اجرای نقض این وظیفه، قسمت اخیر ماده ۵ دستورالعمل معاملات قرارداد آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران مقرر می دارد: «فعالیت در بازار آتی به منزله پذیرش مفاد این دستورالعمل است» در نتیجه، یک معامله زمانی از نظر بورس صحیح تلقی می شود و تضمین های یک معامله بورسی را می یابد که مطابق مقررات بورس انجام شده باشد. و قسمت اخیر بند ۲ ماده ۱ آیین نامه معاملات در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱۵</sup> نیز در این خصوص مقرر می دارد: «هر معامله زمانی قطعیت می یابد که به تایید بورس برسد.» بنابراین، معامله ای که بدون رعایت مقررات بورس انجام شود، مثلا در زمانی خارج از زمانهای مقرر بورس یا با نقض حد مجاز نوسانات قیمت و نتیجتا، بر

۱۳ - مصوب ۱۳۹۵/۱۱/۱۰.

۱۴ - مصوب ۱۳۸۹.

۱۵ - مصوب ۱۳۸۹.



خلاف فضای رقابتی صورت گرفته باشد، به تایید بورس نمی رسد و چنین معامله ای در بورس معامله صحیحی به حساب نمی آید، حتی اگر شرایط عمومی صحت معاملات مندرج در قانون مدنی را دارا باشد. (همان) یعنی در معاملات بورس، علاوه بر قواعد عمومی قراردادها، رعایت شرایط اختصاصی مربوط به معاملات بورسی، از جمله انجام وظیفه افشاء اطلاعات، نیز لازم است، والا معامله از نظر بورس، صحیح تلقی نشده و به تایید بورس نخواهد رسید.

### ۳. قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق آمریکا

نظارت بر بازار سرمایه و الزام مشارکت کنندگان آن به رعایت قواعد و مقررات دولتی به صورت منسجم از ایالات متحده آمریکا پس از بحران بزرگ بازارهای مالی این کشور در سال ۱۹۲۹ آغاز شد. از سال ۱۹۳۰ میلادی نظام حقوقی آمریکا درباره اوراق بهادار (بازارهای اوراق بهادار) به منزله الگوی قانون گذاری از سوی دیگر کشورها تبعیت شده است. ابتدا اروپا و سپس ژاپن و اخیرا دیگر کشورها نیز به این فرایند پیوسته اند. (قربانی، ۱۳۸۹، ص ۳۰۳) بر این اساس، بررسی قلمرو افشاء اطلاعات در عرضه های اولیه در در حقوق آمریکا اهمیت زیادی دارد. این مهم در دو مرحله توصیفی و تحلیلی به انجام می رسد.

#### ۳-۱. توصیف قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق آمریکا

شاید مناسب تر این باشد که توصیف قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق آمریکا، بر محور قوانین مختلف مرتبط در حقوق این کشور، ساماندهی گردد.

#### ۳-۱-۱. قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳

این قانون که اولین قانون گذاری در زمینه اوراق بهادار است، دو هدف اصلی را دنبال می کند: الف) تضمین اینکه سرمایه داران اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار عرضه شده برای خرید عمومی را دریافت کنند؛ و ب) ممنوعیت فریب، ارائه اطلاعات نادرست و سایر انواع کلاهبرداری و تقلب در فروش اوراق بهادار. (Douglas, 1933, pp. 171-217)

ابزار اولیه دستیابی به این اهداف افشای اطلاعات مالی ارزشمند از طریق ثبت نام اوراق بهادار است. به طور کلی، این قانون هر نوع عرضه عمومی اوراق بهادار را که در کمیسیون بورس و اوراق بهادار ثبت نشده باشد، ممنوع می کند. ثبت نام نیز مستلزم رعایت شرایطی است که به طور مستقیم موجب افشاء اطلاعات شرکت می شوند، از جمله: الف) گزارشی از دارایی ها و فعالیت های تجاری

شرکت؛ ب) توضیحاتی در خصوص اوراق بهاداری که برای فروش پیشنهاد شده است؛ ج) اطلاعات مربوط به مدیریت شرکت؛ و د) اظهارنامه مالی تصدیق شده توسط حسابرس مستقل. (Ibid)

در این قانون بر اصل ماهوی لزوم افشاء اطلاعات موثر تأکید شده است. مشخص است که اطلاعات مزبور نه تنها به کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) در فرایند کشف قیمت کمک می‌کند، بلکه سهامداران نیز می‌توانند با استفاده از اطلاعات مزبور به تحلیل بنیادین قیمت سهام عرضه شده در عرضه اولیه بپردازند.

### ۳-۱-۲. مقررات مصوب کمیسیون بورس و اوراق بهادار

علاوه بر قانون فوق، شاهد وضع مقررات متعددی از سوی کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده هستیم<sup>۱۶</sup> که در آنها به طور گسترده به بحث افشاء اطلاعات در عرضه اولیه توجه شده است. (Orol, 2012, p. 22) در حقوق آمریکا کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده (SEC) اقدام به اجرای قوانین و مقررات افشای اطلاعات و همچنین نظارت بر اجرای آنها توسط شرکت‌های فعال در بازار بورس می‌نماید. (Volz, 2016, p. 4) همه شرایط افشای اطلاعات مقرر شده توسط این کمیسیون دارای ضمانت اجرای قانونی اند؛ و این قوانین و مقررات در طی زمان در معرض تغییر و اصلاح بوده و هستند. (Ibid) برخی اصلاحات در نتیجه قوانین حسابداری جدیدی است که توسط کارگروه تدوین قوانین حرفه حسابداری<sup>۱۷</sup> تدوین شده اند. سایر تغییرات نتیجه تغییرات موجود در دستورالعمل‌های کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده صورت گرفته اند. (Gillis, 1981, pp. 14-15) برای مثال در سال ۲۰۰۰ کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده مقررات جدیدی را برای مقابله با افشای اطلاعات سلیقه‌ای (افشاء اطلاعات بر اساس نظر خود شرکت‌ها) تدوین کرد که براساس آن صاحبان کسب و کارها موظف گردیدند تا برآوردهای مالی و دیگر اطلاعات مهم مربوط به کسب و کار خود را پیش از اطلاع سرمایه‌گذاران کوچک و عموم مردم، در اختیار

<sup>۱۶</sup> - این کمیسیون شامل ۵ عضو انتخابی هیات مدیره، ۴ بخش و ۱۸ دفتر است. مقر آن در واشنگتن دی سی بوده و ۱۱ دفتر منطقه‌ای در سطح کشور دارد. ۵ عضو هیات مدیره با پیشنهاد و رضایت سنا و توسط رییس جمهوری انتخاب می‌گردند. دوره‌ی فعالیت آن‌ها پنج ساله بوده و به این نحو است که به طور تناوبی در ۵ ژوئن هر سال دوره‌ی یک نفر از آن‌ها به پایان می‌رسد. برای تضمین بی‌طرفی کمیسیون بیش از سه عضو هیات مدیره نمیتوانند متعلق به یک حزب سیاسی باشند. رییس جمهوری یکی از این پنج نفر را به عنوان رییس منصوب میکند که بالاترین مقام اجرایی کمیسیون می‌باشد.

<sup>۱۷</sup> - Principal rule-making bodies of the accounting profession.

تحلیلگران و سهامداران نهادهای بزرگ قرار دهند. این مقررات شرکتها را ملزم می نماید که اطلاعات متناسب با بازار را تهیه کرده و همزمان با عرضه اولیه در اختیار همه بخش های بازار بگذارند. (Ibid) مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده مقرر می دارد که شرکتهای سهامی عام، اطلاعات تجاری و مالی بخصوصی را در اختیار سهامداران شرکت ها بگذارند. این کمیسیون همچنین، مقرر می دارد که اطلاعات تجاری و مالی مربوطه به سرمایه گذاران بالقوه، اوراق بهادار جدید، مثل سهام و اوراق قرضه، تهیه و ارائه گردد؛ اگرچه چندین استثناء (معافیت) نیز برای بخشهای خصوصی کوچک در نظر گرفته شده است. این سیستم افشای اطلاعات اجباری شرکتها در حال حاضر، به عنوان سیستم افشای یکپارچه اطلاعات<sup>۱۸</sup> نیز شناخته می شود. (Gillis, op. cit, p. 16) در عمل، با اصلاح برخی از مقررات موجود، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده تلاش کرده است تا این سیستم با استانداردهای اشکال مختلف شرایط گزارش دهی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده و سهامداران و از بین بردن برخی تبعیض های موجود در این زمینه، شرایط بهتری را برای فعالیت شفاف شرکت ها ایجاد کند.

البته رویه قضایی نیز نقش مهمی در اصلاح قوانین و مقررات موجود ایفا نموده است. برای مثال، سرمایه گذارانی که به دلیل اطمینان به اظهارات گمراه کننده که در اسناد ارائه شده به کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۱۹</sup> مندرج بوده، متضرر شده اند، طبق بخش ۱۸ قانون ۱۹۳۴ حق اقامه دعوا دارند. در پرونده ای که در سال ۱۹۷۴ در این خصوص در دادگاه مطرح شده، دادگاه معیاری به عنوان معیار «کره چشم»<sup>۲۰</sup> ایجاد نمود، که طبق آن خواهان می بایست دانش واقعی از اطلاعات ثبت شده در کمیسیون (یا رونوشت آنها) داشته باشد؛ و از آنها مطمئن باشد و صرف اینکه خواهان اطلاعات مشابهی را در اسنادی که صادرکننده آماده کرده مشاهده نموده، کفایت نمی کند. (Ross, 1979, P. 545,552) در اقدامی دیگر، در پرونده ای خواهان ادعا نمود که شخص مقاله نویس در ستون بورس، قبل از توصیه به خرید سهام شرکتی خاص، خود اقدام به خرید سهام آن شرکت نموده و در نتیجه عدم افشا اطلاعات در مورد خرید خود مقاله نویس و توصیه بعدی وی موجب افزایش صوری قیمت و تضرر خریداران شده بود. خریداران در آن زمان در حال ادغام با شرکت مزبور بوده و در نتیجه توصیه های مقاله نویس به خرید سهام، سهام شرکت را با قیمت بالاتری خریداری نمودند. (Zweig, 1979, p. 1261)

<sup>۱۸</sup>- integrated disclosure system.

<sup>۱۹</sup>- SEC.

<sup>۲۰</sup>- eyeball test.

از مقررات مذکور این کمیسیون در باب قلمرو افشاء اطلاعات می توان به واقعی، غیر سلیقه ای و مفید بودن در عرصه رقابت سالم تجاری اشاره کرد. یعنی، الزام به افشاء از ابتدا شامل این قبیل اطلاعات می گردد؛ و اطلاعات غیر واقعی، سلیقه ای و غیر مفید تخصصاً از قلمرو این تکلیف خارج است.

### ۳-۱-۳. قانون ساربنس-اکسلی

با تصویب قانون ساربنس-اکسلی<sup>۲۱</sup> در تابستان سال ۲۰۰۲ اصلاحات گسترده ای در خصوص قوانین افشای اطلاعات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده اعمال شده است. قانون ساربنس-اکسلی به دلیل ورشکستگی غیرمنتظره شرکت بزرگ تجارت انرژی انرون<sup>۲۲</sup>، در اواخر سال ۲۰۱۱ به تصویب شد. (Bryce, 2002, p. 48) این ورشکستگی، باعث شد سرمایه گذاران میلیارد ها دلار سرمایه خود را از دست بدهند و برخی از کارکنان علاوه بر شغل، تمامی پس انداز زندگی خود را از دست بدهند. این در حالی است که اگر بی نظمی های موجود در حسابداری تشخیص داده می شد و یا اگر اطلاعات لازم بطور کامل منعکس می شدند، پیشگیری از ورشکستگی شرکت انرون قابل پیشگیری بود. (Barboza, 2012, p. 92) امروزه در این مسئله تردیدی باقی نمانده که ورشکستگی شرکت انرون و عدم امکان پیش بینی و پیشگیری از آن، در نتیجه استفاده از شیوه های اشتباه در زمینه افشاء اطلاعات بوده است. (Brewer, 2002, p. 27)

تصویب قانون ساربنس-اکسلی اصولاً واکنشی به این شکست در پیشگیری از عملیات مبهم و غیر قانونی شرکت انرون بود. (Deakin & Suzanne, 2010, p. 290) و محتوای این قانون به سرعت بر ورشکستگی شرکت ورلد کام<sup>۲۳</sup> و تیکو<sup>۲۴</sup>، اعمال گردید. (Culp & William, 2003, p. 34) البته، این مقررات بیشتر بر عرضه های ثانویه در دوران عرضه های آتی در بازارهای بعدی موثر است. در نتیجه قانون ساربنس-اکسلی اقدامات ذیل را مقرر داشته است: (۱) اصلاح روش های حسابداری و حسابداری، از جمله کنترل های داخلی، (۲) نظارت بر مدیران شرکت ها و بازرسان و مقررات تضاد منافع مدیران با شرکت ها، معامله مدیران با خود و افشای حقوق ویژه و پاداش مدیران، (۳) اختلافات در سود میان تحلیل گران سهام، (۴) افشای زود هنگام و کامل تر اطلاعات در مورد هر

<sup>۲۱</sup>- Sarbanes-Oxley.

<sup>۲۲</sup>- Enron Corporation.

<sup>۲۳</sup>- WorldCom. (شرکت مخابراتی).

<sup>۲۴</sup>- Tyco. (شرکت تولید کننده تجهیزات).

چیزی که به طور مستقیم و غیر مستقیم می‌تواند نتایج مالی را تحت تاثیر قرار دهد، (۵) رسیدگی به جرایم مربوط به جعل اسناد، دخالت در تحقیقات، و تخلف از قوانین افشاء اطلاعات و ... . لذا، مفاد قانون ساربنس-اکسلی به طور قابل توجهی شرایط افشا کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده را تغییر و قلمرو افشاء اجباری اطلاعات را گسترش داده است. (Summary of Sarbanes-Oxley Act, 2006, p.1)

مشخصه بارز این قانون را از جهت موضوع این نوشتار، می‌توان در تمرکز آن بر تعیین مصادیق اطلاعات مفید و مؤثری که متخلفان انگیزه زیادی برای پنهان نگاه داشتن آنها دارند، و معامله گران به شدت به آنها نیازمندند، دانست.

### ۳-۲. تحلیل قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق امریکا

در ایالات متحده، به طور سنتی توجه اولیه بر روی نقض الزامات افشا در عرضه های اولیه بوده است. اشخاصی که مسئول کنترل و ارائه اطلاعات در عرضه های اولیه هستند عبارتند از:

الف: ناشر؛ که در صورت عدم رعایت الزامات افشای اطلاعات در زمان انتشار اعلامیه پذیره نویسی، مسئولیت محض برای جبران خسارات سرمایه گذاران خواهد داشت. این مسئولیت هم شامل شخص حقوقی ناشر و هم شامل مدیران آن شخصیت حقوقی می‌گردد.

ب: بانک سرمایه گذاری؛<sup>۲۵</sup> تلاش شده تا از این طریق و وضع مسئولیت برای بانک سرمایه گذاری، آنها را به بررسی دقیق و موشکافانه اطلاعات ارائه شده از سوی ناشر وادار کنند و از این طریق میزان شفافیت و قابلیت اتکا به اطلاعات مزبور را افزایش دهند. (Fox, 2009, p. 244) مدیران بانک سرمایه گذاری می‌توانند با اثبات انجام بررسی های لازم و راستی آزمایی اظهارات ناشر، از خود دفاع کرده و از مسئولیت مبرا شوند. هدف از ایجاد مسئولیت برای مدیران بانک های سرمایه گذاری، ایجاد انگیزه در این اشخاص برای انجام بررسی های مستقل درخصوص صحت اطلاعات ناشر و افشاء اطلاعات لازم در زمان انتشار اوراق یا پذیره نویسی است. (ابراهیمی، پیشین، ص ۱۷۴)

طی ۲۵ سال اخیر به دنبال پذیرش فرضیه کارآیی بازار از سوی اقتصاددانان، دو تحول، چهره مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشا را تغییر داده است: یک، الزام به ثبت شرکتها نزد کمیسیون

<sup>۲۵</sup>- بانک سرمایه گذاری - که در ایران شرکت تامین سرمایه نامیده می‌شود یک موسسه مالی است که به افراد، شرکتها، و دولت‌ها کمک می‌کند تا از راه تعهد پذیره نویسی، یا نمایندگی کارفرما در انتشار اوراق بهادار، به گردآوری سرمایه اقدام کنند. یک بانک سرمایه گذاری (شرکت تامین سرمایه) هم چنین می‌تواند خدمات مالی متنوع دیگری نیز به افراد و شرکتها ارائه کند - از جمله: مشاوره در زمینه ادغام و تملیک، بازارگردانی، انتشار ابزارهای مالی با درآمد ثابت و مانند آن.

بورس و اوراق بهادار و تکلیف آنها به افشای دوره ای اطلاعات و افشای موردی؛ و دیگری، تصویب «قانون اصلاح دعاوی شخصی اوراق بهادار» که طرح دعاوی گروهی را در پرونده های مبتنی بر تقلب در بازار اوراق بهادار امکان پذیر ساخته است. در این دوره تحولات قضایی در حوزه مسئولیت مدنی در بازار اوراق بهادار نیز در عملی شدن طرح دعاوی حوزه مسئولیت مدنی به خصوص دعاوی گروهی بسیار موثر بودند: تفسیر موسع از رابطه سببیت بین زیان و نقض مقررات افشای اطلاعات و ایجاد پیش فرضی قابل اتکا بر پایه تئوری تقلب در بازار این تحولات موجب طرح دعاوی بسیاری علیه ناشران اوراق بهادار، ناشی از نقض مقررات افشا شدند. ذینفع این دعاوی سهامدارانی بودند که در زمان نقض مقررات توسط شرکت، مبادرت به خرید سهام کرده و تا آشکار شدن حقیقت برای بازار، سهام خود را نفروخته بودند. این مسئله موجب زیان شدید این سهامداران و اقامه دعاوی متعدد در حقوق آمریکا گردید. (پیشین، ص ۱۷۵) در واقع در این برهه تلاش شد تا از طریق تفسیر موسع رابطه سببیت، تلاش شود تا با فشار احتمال مسئولیت شرکت های فعال در بازار بورس، اجرای مقررات مربوط به افشا اطلاعات را تسهیل نماید. بنابراین، مشخص است که در حقوق آمریکا تلاش بر این است که بازار بورس به سمت خودانتظامی پیش رود، به نحوی که فعالین بازار بورس که اطلاعات در اختیار ایشان می باشد، انگیزه داشته باشند تا خودشان به نحو داوطلبانه اقدام به افشا اطلاعات نمایند. این مسئله هم موجب کاهش هزینه های نظارت بر بازار بورس می شود و هم افشا اطلاعات به نحو مناسب تری صورت می گیرد. در کنار این مسئله نیز نهادهای مقررات گذار ناظر بر بازار بورس نیز تکمیل کننده نظارت بر افرادی است که به انگیزه های متقابلانه اطلاعات را افشا نمی کنند. در عین حال، با توجه به اینکه حمایت از اسرار تجاری یکی از ویژگی های اصلی حقوق مالیکت های فکری آمریکا و همچنین حقوق شرکت های این کشور می باشد، این مسئله در قوانین و مقررات بورس ایران نیز جلوه گر شده و قلمرو استثنائات افشا اطلاعات در حقوق آمریکا را افزایش داده است. در واقع، در تفسیر مقررات قانونی افشاء اطلاعات در حقوق آمریکا باید به این نکته توجه داشت که حمایت از مالکیت های فکری (بخصوصی اسرار تجاری) یکی از عوامل اصلی رشد و توسعه شرکت های آمریکایی و ایجاد شرکت های عظیم چند ملیتی بوده و الزام این شرکت ها به افشای اسرار تجاری، آثار سوئی به بار خواهد آورد.

در طول زمان و با توجه به رهیافت های مکتب حقوقی شیکاگو<sup>۲۶</sup>، نظریه های خودتنظیمی بازارهای اوراق بهادار و حتی سایر بازارهای مالی با اقبال بسیاری روبرو شد که نتیجه آن، واگذاری هرچه بیشتر امور بورس به خود این بازارها بود. (Cary, 1963, p. 244) اما امروزه مشخص گردیده که خودتنظیمی با وجود مزایای متعددی که دارد، اما در زمینه بورس اوراق بهادار منجر به عدم ارائه و یا ارائه ناکافی اطلاعاتی می شود که در تصمیم گیری های سهامداران اهمیتی اساسی دارند. (Miller, 1985, p. 853) در واقع، بررسی ورشکستگی شرکت انرون اثری و تخلفات متعدد موسسه حسابرسی آرتور اندرسن<sup>۲۷</sup> موجب شد تا قانونگذاران بار دیگر به لزوم وجود مقررات سختگیرانه در خصوص افشاء اطلاعات در بازارهای بورس پی برده و در این زمینه به قانونگذاری بپردازد. این قانون دایره افشاء اطلاعات و مسئولیت های اشخاصی که این اطلاعات را در دست دارند تا حد زیادی توسعه داده است.

این قانون حفظ اطمینان سرمایه گذاران نسبت به صحت گزارش های مالی را فراهم می سازد.<sup>۲۸</sup> علاوه بر این، مدیریت شرکتها را ملزم به ارائه گزارشی از کنترل های داخلی به همراه گزارش سالانه می کند. گزارش کنترل های داخلی باید مسئولیتهای مدیران را برای ایجاد و نگهداشت کنترل های داخلی کافی ناظر بر گزارشگری مالی به تفصیل شرح دهد و نظر مدیریت را در مورد اثربخشی کنترل های داخلی در پایان دوره مالی منعکس کند. این قانون همچنین حسابرسان شرکت را ملزم به حسابرسی ارزیابی مدیریت شرکت از کنترل های داخلی در رابطه با گزارشگری مالی و ارائه گزارش آن، مطابق استانداردهای هیئت نظارت بر حسابداری شرکتهای سهامی عام امریکا<sup>۲۹</sup> کرده است.<sup>۳۰</sup> بخش ۴۰۴ قانون ساربینز-اکسلی، مدیریت شرکت را ملزم به مستندسازی و ارزیابی ساختار و عملکرد کنترل های داخلی ناظر بر گزارشگری مالی و گزارش اثربخشی آن نموده است. گزارش کنترل های داخلی باید به پیوست گزارشهای سالانه شرکت ارائه شود. بخش ۳۰۲ قانون، مدیریت شرکت را ملزم به ارزیابی اثربخشی کنترلها و روشهای افشاء در ارتباط با گزارشهای ۳ ماهه و سالانه و ارائه گزارش

<sup>۲۶</sup> . این مکتب در ۱۹۶۰ توسط اقتصاد دانان دانشگاه شیکاگو مطرح گردید؛ و به «تحلیل اقتصادی حقوق» شهرت یافت. اصول بنیادین آن عبارتند از این که: تاثیر حقوق بر رفتار انسان ماهیت اقتصادی دارد؛ و حقوق ایزاری است برای دست یابی به اهداف خاص اقتصادی؛ یعنی، کارایی اقتصادی و افزایش ثروت. (بادینی، ۱۳۸۲، ص ۱۰۱-۱۰۲)

<sup>۲۷</sup> - Arthur Anderson.

<sup>۲۸</sup> - Sarbanes-Oxley Act of 2002, section 302 & 906.

<sup>۲۹</sup> - PCAOB.

<sup>۳۰</sup> - Sarbanes-Oxley Act of 2002, section 404.

آن کرده است. (Sarbanes-Oxley Act of 2002, section 302) این قانون اثر گسترده ای بر توسعه قوانین مربوط به افشا اطلاعات داشته و حتی بر بازارهای اوراق بهادار سایر کشورها نیز داشته است.

مقررات پیشگیرانهٔ ثبتی و نظارتی، و ضمانت اجراهایی از قبیل به رسمیت نشناختن معاملاتی که مقررات افشاء اطلاعات را نادیده انگارند، و مقرر کردن مسئولیت مدنی ناشی از نقض این مقررات، همگی ابزارهایی برای تحقق مقررات تکلیف به افشاء اطلاعات اند. اما در خصوص پاسخ به پرسش های سه گانه مطرح در این نوشتار در مقررات سه گانه مذکور در حقوق آمریکا باید گفت که: در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا، توجه عمده بر اصل ماهوی لزوم افشاء اطلاعات است. در مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، اما، در قدمی رو به جلو بر ماهیت اطلاعات مورد تکلیف به افشاء تمرکز شده و روشن می سازد که افشاء اطلاعات سلیقه ای و گزینشی بی فایده است. لکن در قانون ساربن-اکسی در گامی عملی تر و مفید تر تلاش شده است با ارائهٔ فهرستی از عناوین کلی اطلاعاتی که باید افشاء شوند، هر چه بیشتر و در عمل، تکلیف به افشاء را در خدمت اهداف و مبانی الزام به آن قرار دهد. به همین منظور معافیت موقت یا همان تأخیر در افشاء مقرر شده است. یعنی، «در مواردی که حقوق اوراق بهادار به طور موقت شرکت را از افشای اطلاعات معاف می کند، وضعیت بازار به گونه ای است که در صورت انتشار اطلاعات صدمات جبران ناپذیری به شرکت ها وارد خواهد شد. این صدمات به حدی است که حتی از زیان های ناشی از عدم افشای اطلاعات به سهامداران نیز بیش تر خواهد بود. در چنین شرایطی قواعد افشاء اطلاعات آمریکا و انگلستان به شرکت ها اجازه خواهد داد تا پایان وضعیت اضطراری از افشای اطلاعات خوداری کند.» (صادقی مقدم، ۱۳۹۰، ص ۱۳۸)

#### ۴. قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق ایران

ابتدا به توصیف و سپس به تحلیل قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق ایران پرداخته می شود.

##### ۴-۱. توصیف قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق ایران

بررسی قوانین ایران نشان می دهد که قانونگذار توجه خاصی به بحث افشا اطلاعات داشته و تعادل ظریفی را میان لزوم افشا اطلاعات و سلامت بازار از یک سو و پیشگیری از آثار سوء افشا اطلاعات بر وضعیت شرکت ها برقرار نموده است. در ماده ۴۲ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، به تکلیف ناشر مبنی بر «ارائه ی صورت های مالی» تصریح شده است. در ماده ۴۵ همین قانون به تکلیف



ناشری که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان دریافت کرده مبنی بر «ارائه اطلاعات مهم» بر اساس دستورالعمل اجرایی که سازمان تهیه کرده، پرداخته شده است. در ماده ۷ دستورالعمل افشاء به تکلیف ناشر بورسی مبنی بر «افشاء گزارش ها و صورت های مالی خود، مطابق استانداردهای ملی» پرداخته شده است. در ماده ۱۳ دستورالعمل مزبور به تکلیف ناشر مبنی بر «افشای فوری اطلاعات» پرداخته شده است. در ماده ۱۴ دستورالعمل افشاء به تکلیف ناشر مبنی بر «ارائه توضیحات و اطلاعات کافی در مورد شایعات و اطلاعات مجعولی که منتشر شده اند»، پرداخته شده است. در تبصره همین ماده، به تکلیف ناشر مبنی بر «افشای فوری اطلاعات موضوع ماده ۱۵ پس از رفع محدودیت» پرداخته شده است. در ماده ۱۸ دستورالعمل افشاء نیز به تکلیف ناشر و سایر تشکل های مکلف به افشاء مبنی بر «ارائه ی سایر اطلاعات درخواستی سازمان» اشاره شده است.

در مورد موارد عدم افشاء اطلاعات نیز، طبق ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان: «ناشر می تواند در موارد زیر، اطلاعات بااهمیت را با الزام به عدم افشاء، با تأخیر (پس از رفع محدودیت های ذیل) افشاء نماید: الف - افشای فوری موجب زیان یا عدم النفع بااهمیت برای ناشر شود؛ ب - ناشر در حال انجام مذاکره بوده و هنوز بر سر اصول آن؛ ج - افشای فوری مزایای قابل توجهی برای شرکت های رقیب فراهم کند، توافق حاصل نشده باشد؛ و د - موضوع مورد افشاء پیوسته در حال تغییر باشد.»

موارد فوق حصری بوده و از این حیث، قانون به نحو شفافی تعیین تکلیف نموده است. در حالی که در حقوق آمریکا، این مسئله تا حدود زیادی به رویه بازار واگذار شده که ابهاماتی را برای شرکت ها ایجاد می کند. حتی قانونگذار ایرانی قدمی بیشتر به جلو برداشته و مدت محدودی برای عدم افشاء اطلاعات در نظر گرفته است، و طبق تبصره ماده ۲۰: «ناشر مکلف است پس از رفع محدودیت های 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.» روشن است که در صورت عدم پذیرش دلایل مزبور از سوی سازمان، سهامدارانی که از عدم افشاء اطلاعات متضرر شده اند می توانند جبران خسارت خود را مطالبه نمایند و ناشر مزبور مسئول خسارات وارده است.

در عین حال، قانونگذار ایرانی در تعارض میان منافع شرکت در عدم انتشار اطلاعات و منافع بازار در انتشار اطلاعات، جانب شفافیت بازار را گرفته است و مقرر داشته: «در صورتی که تأخیر در افشای اطلاعات موضوع ماده ۲۰ منجر به اشاعه اطلاعات مزبور یا دادوستد متکی به اطلاعات نهانی یا فعالیت

نامتعارف بازار شود، ناشر مکلف به افشای فوری آن اطلاعات است.»<sup>۳۱</sup> اگر افشاء اطلاعات در موارد ماده ۲۰ به ناشر ضرر می زند، وی مکلف است که از افشاء آنها به کلی پیشگیری نماید، نه اینکه این اطلاعات در دسترس برخی افراد قرار گیرد؛ و تنها برخی دیگر به آنها دسترسی نداشته باشند. چرا که عدم تقارن اطلاعاتی در این موارد برخلاف روح شفافیت در بازارهای بورس است. در راستای همین رویکرد است که مقنن این اطلاعات را در زمره اطلاعات نهایی محسوب نموده و معاملات بر اساس این اطلاعات را جرم «معامله بر اساس اطلاعات نهایی» دانسته است.

بند ب ماده ۱۷ همین دستورالعمل نیز مقرر می دارد: «در صورتی که لازم باشد اطلاعات مزبور در اختیار کارکنان، وکلا، حسابداران، حسابرسان، مشاوران مالی ناشر یا سایر اشخاص ذیصلاح قرار گیرد، نهانی بودن این اطلاعات و ممنوعیت استفاده شخصی از آن در دادوستد متکی به اطلاعات نهانی باید به آنها تأکید شود. تبصره: اشخاص مذکور در این ماده جزء مصادیق اشخاص دارنده اطلاعات نهانی موضوع تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار مصوب آذرماه ۱۳۸۴ محسوب می شوند.» مسئله لزوم وجود شفافیت در فرایند پذیرش درخواست عدم افشاء اطلاعات نیز مورد توجه بوده و مقرر شده: «سازمان، بورس و فرابورس می توانند مکاتبات فیما بین خود و ناشر را حسب مورد جهت اطلاع، به عموم اعلام نمایند.»<sup>۳۲</sup> این مسئله رویکردی در جهت ایجاد شفافیت در رویه خود سازمان بورس است تا از این طریق از اعمال نفوذ شرکت ها بر سازمان و یا اعمال نظرات شخصی مسئولان سازمان در نظارت بر موارد عدم افشاء اطلاعات جلوگیری نموده و پاسخگویی سازمان را افزایش دهد. ماده ۴۱ این دستورالعمل نیز، بیان می کند که: «سازمان موظف است بورس ها، ناشران اوراق بهادار، کارگزاران، معامله گران، بازار گردانان، مشاوران سرمایه گذاری و کلیه ی تشکل های فعال در بازار سرمایه را ملزم نماید تا بر اساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی کشور، اطلاعات جامع فعالیت خود را انتشار دهند»، همین مضمون از ماده ۴۵ آن نیز قبلاً بیان شد. در ماده ۲ دستورالعمل افشاء نیز آمده است: «ناشر موظف است اطلاعات موضوع این دستورالعمل را در مهلت مقرر، مطابق فرم های مورد نظر سازمان، به صورت الکترونیکی و یا کاغذی در سربرگ رسمی خود که به تأیید دارندگان امضای مجاز رسیده باشد، به سازمان ارسال و هم زمان به طریقی که سازمان تعیین می کند جهت اطلاع عموم منتشر نماید.» و بند ۱۲ ماده ۱ قانون بازار نیز مقرر می دارد: «ناشر شخصی حقوقی است که به نام خود معامله می کند.»

۳۱- ماده ۲۱ دستورالعمل افشاء.

۳۲- ماده ۲۴ دستورالعمل افشاء.

با جمع این مقررہ ها و تدقیق در آن ها به نظر میرسد، مکلفین به افشاء اشخاص حقوقی هستند؛ یعنی شرکت هایی که می توانند ناشر یا کارگزار یا مصداق یکی از تشکل های فعال در بازار سرمایه باشند. اگر فردی مدیر عامل یا سهام دار عمده ی یک شرکت باشد، وی صرفاً بر اساس تبصره ی ماده ۴۶ دارنده ی اطلاعات است و آن شرکت یا نهاد حقوقی است که مکلف به افشای اطلاعات است. حال اگر این فرد از اطلاعات استفاده کند بر اساس بند ۱۱ ماده ۴۶ قانون بازار مجرم است اما نه به خاطر «عدم افشای اطلاعات» بلکه به خاطر «کار بست اطلاعات».

#### ۴-۲. تحلیل قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق ایران

از بررسی قوانین موجود مشخص می شود که حقوق ایران به لزوم افشاء اطلاعات در عرضه اولیه و ثانویه توجه کافی داشته و مقررات مفصل و روشنی را در این زمینه وضع نموده و ضمن احصا موارد استثناء، ضمانت اجرای کیفری را نیز در برخی موارد اعمال نموده است. اما در تحلیل رویه فوق و در زمینه ایزارهای اجرائی و ضمانت اجرای نقض این مقررات، دو ملاحظه شایان ذکر است:

الف: در این مقررات، در فرض نقض آنها و پیدایش مسئولیت مدنی ناشی از این امر، آیین دادرسی خاصی برای دعاوی بوری پیش بینی نشده است. ولی در حقوق آمریکا مدل دعاوی گروهی برای حمایت از سهامداران خرد ایجاد و توسعه یافته است. در بسیاری از دعاوی بوری خسارات وارده به سهامداران در مجموع بسیار زیاد، اما میزان خسارات وارده به هر یک از سهامداران اندک است. و ممکن است بسیاری از سهامداران اقدام به اقامه دعوا نمایند و ضمانت اجرای قانونی غیرقابل اعمال گردد. دعاوی گروهی<sup>۳۳</sup> شیوه ای از طرح دعوا در دادگاه است که در آن گروهی از افراد با آسیب های یکسان یا مشابه، تحت عنوان گروه شکایت می کنند. (کاشانی، ۱۳۹۱، ص ۱۳۰) از این شیوه دادخواهی به طور کلی زمانی استفاده می شود که آسیب یکسان یا مشابه افراد ناشی از یک محصول و یا یک اقدام باشد. (طهماسبی، ۱۳۹۶، ص ۲۸۲) این نوع دعوا عام بوده و شامل مسئولیت مدنی ناشی از نقض تکلیف به افشاء اطلاعات نیز می گردد. (یوسفی، ۱۳۹۴، ص ۴۶) در صورت بروز جرایمی همچون دستکاری در اطلاعات یا عدم افشاء آنها در بازار بورس، معمولاً تعداد کثیری از سهامداران و یا شرکت ها زیان خواهند دید. در این موارد رسیدگی به هزاران دعاوی مشابه جداگانه، نه تنها با اقتصاد قضایی مناسبتی ندارد، بلکه احتمال صدور آراء معارض را نیز افزایش خواهد داد. از سوی دیگر، با توجه به

<sup>۳۳</sup>- class action

اینکه برای اقامه دعوی گروهی نیاز به ارائه دادخواست از سوی زیان دیدگان نیست، این شیوه رسیدگی می تواند جبران خسارت را به نحو مناسب تر و عام الشمول تر صورت دهد.

ب: در خصوص تصریح به موارد مستثنی از لزوم افشاء اطلاعات در مقررات بورسی ایران، باید گفت که با توجه به پویا بودن بازارهای تجاری، تنظیم بازارهایی همچون بورس باید به شکلی منعطف صورت گیرد تا تغییرات بعدی در رویه شرکت های تجاری و بازارها را نیز در بر گیرد. اگرچه تنظیم قانون به نحو روشن و حصری موجب افزایش قاطعیت قانون خواهد شد، اما توجه به نوع بازار نیز در این خصوص لازم است. نمونه این امر را می توان در بازنگری های صورت گرفته در عرف های تجاری تدوین شده توسط اتاق بازرگانی بین المللی (اینکو ترمز)<sup>۳۴</sup> و قواعد یو.سی. پی<sup>۳۵</sup> مشاهده کرد. به نظر می رسد که قواعد مربوط به افشاء اطلاعات در عرضه اولیه در حقوق ایران نیز، باید با توجه به ضرورت مزبور مورد بازنگری قرار گیرد.

در خصوص پرسش های اصلی مطرح در این مقاله، نظام حقوقی ایران علاوه بر تأکید بر تکلیف به افشاء و ضرورت فوریت این اقدام، ویژگی های کلی مانند: مهم و کافی بودن اطلاعات افشاء شده را لازم می داند؛ و برای ناقضان این تکلیف ضمانت اجرای مسئولیت مدنی را مقرر می دارد؛ و از همه مهم تر فهرستی از موارد استثناء از تکلیف مذکور را ارائه می کند؛ و در همه این مراحل توجه خاصی به برقراری توازن بین مصلحت حفظ اسرار تجاری به منظور ایجاد رقابت سالم، و ضرورت افشاء اطلاعات جهت حفظ سلامت بازار، دارد. از این رو، می توان نظام حقوقی ایران را در این زمینه، و با صرف نظر از میزان توفیق عملی آن، نظامی نسبتاً پیشرفته دانست.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

<sup>۳۴</sup> - اینکو ترمز از مخفف سازی سه لغت لاتین International Commercial Terms به معنای اصطلاحات تجارت بین الملل تشکیل شده که مهمترین علت کاربرد آن تعیین دقیق و روشن حدود مسئولیتها، ریسکها و هزینه ها در فرآیند تجارت بین الملل بین فروشنده، خریدار و همچنین اشخاص حقوقی/حقیقی دخیل فرآیند تجارت می باشد که هر دوره توسط اتاق بازرگانی بین الملل مورد بازنگری و باز نشر قرار می گیرد. اینکو ترمز اولین بار در سال ۱۹۳۶ تدوین شد، و در تاریخ اول ژانویه ۲۰۱۱ آخرین نسخه آن که به اینکو ترمز ۲۰۱۰ موسوم است، منتشر گردیده است.

<sup>۳۵</sup> - مقررات متحدالشکل اعتبارات اسنادی یا یوسی پی (UCP سرنام Uniform Customs and Practice for Documentary Credits) قوانین و مقرراتی یگانه و همسان هستند که توسط اتاق بازرگانی بین المللی ICC و برای یکپارچه سازی در روند تهیه اعتبارات اسنادی تهیه می گردد. نسخه های بازنگری شده این اسناد حدوداً هر ده سال یکبار منتشر می شوند. به نام های یو.سی. پی ۴۰۰ (۱۹۸۳)، یو.سی. پی ۵۰۰ (۱۹۹۴)، سو. سی. پی ۶۰۰ (۲۰۰۷).

## نتیجه گیری

دسترسی آزاد به اطلاعات در بازار بورس، پیش نیاز اتخاذ تصمیمات درست توسط فعالان بازار بورس است. از این رو، در تمامی نظام های حقوقی شاهد تدوین مقررات مختلف در زمینه لزوم افشاء اطلاعات و قلمرو آن هستیم. تدوین قوانین و مقررات در این زمینه باید به نحوی صورت گیرد که به دو دغدغه اصلی در این حوزه پاسخ دهد. از یک سو، اطلاعات لازم و موثر در تصمیم گیری فعالان بازار بورس در دسترس ایشان قرار گیرد؛ و از سوی دیگر، لطمه ای از این حیث به توان رقابتی شرکت ها وارد نگردد. بررسی قوانین موجود در حقوق ایالات متحده از این جهت، نشان داد که حقوق این کشور در این زمینه از تجربه ها و شکست های خود در سالهای گذشته، بخصوص بحران اقتصادی دهه ۱۹۳۰ و ورشکستگی شرکت انرون در سال ۲۰۰۱، درس گرفته؛ و قلمرو افشاء اطلاعات در بازار بورس را توسعه داده است. در حقوق ایران نیز با تصویب مقررات مختلف در مورد ابعاد گوناگون این موضوع پیشرفت های چشمگیری حاصل شده است. اما در خصوص پاسخ به پرسش های سه گانه مطرح شده، از مطالعات صورت گرفته در این مقاله چنین استنتاج می گردد که:

۱. نظام حقوقی امریکا و ایران، هر دو بر لزوم افشاء اطلاعات تأکید دارند، ابزار و ضمانت اجرایی، هر چند تا حدودی متفاوت، برای آن مقرر کرده اند؛ و از جهت ماهیت آنچه که باید افشاء شود، مهم ترین دغدغه آنها ایجاد تعادل بین مصلحت رقابت و حفظ اسرار تجاری از یک سو، و مصلحت حفظ سلامت معاملات باز بورس از سوس دیگر، بوده است. و می توان گفت که در نظام حقوقی ایران در مورد اخیر از حیث قانونگذاری توفیق بیشتری حاصل شده است. اما در مورد اصل ماهوی در این باره، در حالی که نظام حقوقی امریکا بر بیان موارد اصلی و فرعی «آنچه باید افشاء گردد»، تمرکز کرده است، نظام حقوقی ایران بر «آنچه نباید افشاء شود» متمرکز شده است. تفسیر منطقی این رفتار که طبق اصول تفسیر باید آگاهانه فرض شود، این است که تمایل بیشتر نظام حقوقی امریکا به جانبداری از اسرار تجاری و حقوق رقابت است؛ یعنی حفظ اسرار تجاری اصل، و افشاء اطلاعات، استثناء و محتاج تصریح است. در حالی که در حقوق ایران اصل بر دسترسی آزاد به اطلاعات و افشاء آنها است و به موارد عدم افشاء اطلاعات در ماده ۱۵ دستورالعمل اجرائی افشاء تصریح شده است. این مسئله نشان می دهد که قلمرو افشاء اطلاعات در حقوق ایران وسیع تر از حقوق امریکا است.

۲. در مورد معیار استثناها نتیجه این است که این معافیت‌ها در حقوق آمریکا مرتبط با حفظ اسرار تجاری و وضعیت‌های اضطراری است. در حقیقت، اسرار تجاری طبق قوانین موجود آمریکا مورد حمایت قرار گرفته و نایستی افشا گردند. بر خلاف سایر اشکال مالکیت معنوی از جمله کپی رایت و اختراعات که تا زمانی سودمند هستند که مورد استفاده عموم واقع شوند، اسرار تجاری تا زمانی تحت حمایت قرار دارند که وارد حوزه عموم نشوند. شرایط اضطراری نیز وضعیت‌هایی است که تاثیر با اهمیتی بر قیمت «قرارداد آتی» و یا تصمیم سرمایه‌گذاران دارد و از این حیث، افشا آن موجب تضرر شرکت و هرج و مرج در قراردادهای آتی می‌شود. در حقوق ایران و به ویژه مفاد ماده ۲۰ دستورالعمل مذکور، معیارهای عدم قطعیت یا عدم ثبات اطلاعات ناشر، برهم خوردن تعادل امتیازات ناشر و رقباء و جلوگیری از ضرر غیر معقول ناشر مهم‌ترین معیارهای معافیت از افشاء اطلاعات است. این موارد اگرچه در عنوان با آنچه در حقوق آمریکا در این باره آمده است، متفاوت اند، اما در حقیقت با آنها غیر قابل جمع نیستند.

۳. در خصوص اصل عملی و شکلی در مورد مصادیق مشکوک نسبت به شمول تکلیف به افشاء اطلاعات، در هیچ یک از دو نظام حقوقی مقررۀ صریحی مشاهده نشد؛ اما موازین تفسیری و منطقی اقتضاء می‌کند در نظام حقوقی که اصل ماهوی اکثری افشاء اطلاعات قرارداده شده؛ و موارد استثناء محتاج تصریح است، در صورت پیدایش شبهۀ مصداقی، اصل عملی و شکلی طبق اصل یعنی ضرورت افشاء است. برعکس در نظام حقوقی که اصل ماهوی اکثری حمایت از رقابت و اسرار تجاری و محرمانگی آنها است، و موارد لزوم افشاء باید تصریح گردد؛ در شرایط بروز شبهۀ مصداقی، اصل عملی عدم ضرورت افشاء است؛ و موارد مشکوک باید ملحق به موارد معافیت گردد. با توجه به این قاعده و آنچه در بند ۱ بیان شد؛ به نظر می‌رسد که اصل عملی در این باره، در حقوق آمریکا عدم لزوم افشاء؛ و برعکس، در حقوق ایران لزوم افشاء است.

۴. توسعه یا تضییق قلمرو ضمانت اجرای حقوقی هر حق و تکلیفی با قلمرو اصل آن حق و تکلیف نسبت مستقیم دارد. تکلیف به افشاء اطلاعات در بازار اولیه و چگونگی استفاده از ضمانت اجرای آن، یعنی مسئولیت مدنی ناشی از نقض آن، نیز تابع همین قانون است. از این جهت و از حیث آیین دادرسی، حقوق آمریکا، بر عکس حقوق ایران، به دلیل پذیرش شیوه‌های نوین رسیدگی همچون رسیدگی گروهی، امکان دسترسی سریعتر و کم هزینه‌تر به عدالت و همچنین اعمال کارآمدتر ضمانت اجرای قانونی نقض تکلیف به افشاء اطلاعات در بازار اولیه را به نحو مناسب تری

فراهم می آورد. و در عین حال که امکان خودتنظیمی را برای بازار فراهم می کند، به نحو موثرتری هزینه های نظارت و اعمال ضمانت اجراها را نیز، در این حوزه فراهم می کند.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## منابع و مآخذ

۱. ابراهیم نژاد، مهدی، عباسی، عباس، خلیفه، مجتبی، «بررسی روش های افزایش شفاعیت اطلاعاتی بازار سرمایه ایران و انتخاب روش بهینه با استفاده از فرآیند تحلیل سلسله مراتبی»، مجله پیشرفت حسابداری دانشگاه شیراز، شماره اول، ۱۳۸۸.
۲. ابراهیمی، مریم، «مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۴، شماره: ۱۵، ۱۳۹۰.
۳. اشتیاق، وحید، «مبارزه با تقلب در بازارهای اوراق بهادار»، مجله پژوهشهای حقوقی، شماره ۱۷، سال ۱۳۸۹.
۴. بادینی، حسن، «مبانی فلسفی رویکرد اقتصادی به حقوق»، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران، شماره ۶۲، زمستان ۱۳۸۲، ص ۹۱-۱۳۵.
۵. جمالی، جعفر، سلیمان دهکردی، الهام، عابدینی، فرهاد، «حمایت کیفری از افشاء اطلاعات نهانی در قانون بازار اوراق بهادار»، مجله تحقیقات حقوق خصوصی و کیفری، مقاله ۳، دوره ۱۲، شماره ۱ (پیاپی ۲۷)، بهار ۱۳۹۵.
۶. حبیبی قبادیان، نشاط راهکارهای بهبود مقررات گذاری و نقش آن در توسعه بازار بورس، پژوهش های حقوقی قانون یار، دوره اول، شماره ۱، بهار ۱۳۹۷.
۷. حجازی، رضوان، رحمانی علی، مظفری زهرا، «بررسی اثر مقررات افشای اطلاعات بر کیفیت اطلاعات منتشره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۰، تابستان ۱۳۸۹.
۸. حسنی، محمد؛ بشیر حسینی، سیدمحمد؛ «بررسی رابطه ی سطح افشاء اطلاعات حسابداری و نوسانات قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، سال اول - شماره ۲، زمستان ۱۳۸۹.
۹. دهخدا، علی اکبر، لغتنامه دهخدا، تهران، انتشارات دانشگاه تهران، جلد ششم، چاپ ۱۰، ۱۳۷۳.
۱۰. زارع، مریم، بررسی رابطه بین رقابت بازار محصول و افشای داوطلبانه اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه مقطع کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، ۱۳۹۳.



۱۱. ستایش، محمد حسین، کاظم نژاد مصطفی، ذوالفقاری، مهدی، «بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، تهران مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، ۱۳۹۰.
۱۲. شیخ حسینی نژاد، نفیسه، خدای پور، احمد، زین العابدین صادقی، «بررسی رابطه بین افشای اطلاعات حسابداری منابع انسانی و عملکرد مالی، اقتصادی و بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، اولین کنفرانس ملی تحقیق و توسعه در هزاره سوم - ۱۳۹۳.
۱۳. صادقی مقدم، محمد حسن؛ نوروزی، محمد؛ «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران»، مجله مطالعات حقوق خصوصی، دوره ۴۱، تابستان ۱۳۹۰ - شماره ۲.
۱۴. صالح نیا، رویا، جنبه های حقوقی معاملات بورس پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حقوق خصوصی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، ۱۳۸۲.
۱۵. طهماسبی، علی، دستور دادرسی گروهی در حقوق انگلیس: با نگاهی به حقوق آمریکا و ایران، مطالعات حقوق تطبیقی « بهار و تابستان ۱۳۹۶، دوره هشتم - شماره ۱.
۱۶. عربی، مهدی، بندریان، صفدر، «بررسی تاثیر افشای اجباری اطلاعات بر محتوای اطلاعاتی سود هر سهم و ارزش دفتری آن در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، اولین همایش منطقه ای پژوهشها و راه کارهای نوین در حسابداری و مدیریت، تنکابن، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شفق تنکابن، [http://www.civillca.com/Paper-NRSAM01-NRSAM01\\_038.html](http://www.civillca.com/Paper-NRSAM01-NRSAM01_038.html)، ۱۳۹۱.
۱۷. فرهنگ، منوچهر، فرهنگ بزرگ علوم اقتصادی، جلد اول، تهران، پیکان، ۱۳۷۱.
۱۸. قاسمی، محمد، سیاست جنایی قانونگذار ایران در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، پایان نامه مقطع کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی مرکز، ۱۳۸۷.
۱۹. کاتوزیان، ناصر، مقدمه علم حقوق، تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۱.
۲۰. کاشانی، جواد، دعوی گروه: پاسخی به ضرورت وجود تعادل میان قواعد اولیه و ثانویه در سیستم حقوقی، پژوهش حقوق عمومی « تابستان ۱۳۹۱ - شماره ۳۷.
۲۱. نوبخت، زهرا، «ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکتهای در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بورس، شهریور و مهر ۱۳۸۵، شماره ۵۴ و ۵۵.
۲۲. والی نژاد، مرتضی؛ «مروری بر مراحل تدوین و تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران»، مجله بانک و اقتصاد « اسفند ۱۳۸۴ - شماره ۶۷.

۲۳. یوسف زاده، احمد، دعوی گروهی در حقوق مصرف، رساله مقطع دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه فارابی، ۱۳۹۴.
24. Barboza, David. "Enron Sought to Raise Cash Two Years Ago". <http://bodurtha.georgetown.edu/enron/>. Georgetown University. Retrieved 7 May 2012.
  25. Culp, Christopher, William, Naskanen. Corporate Aftershock: The Public Policy Lessons from the Collapse of Enron and Other Major Corporations, John Wiley & Sons, June 2003.
  26. Deakin, Simon; Suzanne, Konzelmann, "Learning from Enron" (PDF). ESRC Centre for Business Research. University of Cambridge (Working Paper No 274): 1. Archived from the original (PDF) on 2010-10-18. Retrieved 2010-10-17
  27. Douglas, William, Bates, George, "The Federal Securities Act of 1933". Yale Law Journal. The Yale Law Journal Company, Inc. 43 (2), 1993.
  28. Gillis, John, "Securities Law and Regulation: New Integrated Disclosure System" Financial Analysts Journal Vol. 37, No. 1 (Jan. - Feb., 1981).
  29. Lynn Brewer, Matthew Scott Hansen, House of Cards, Confessions of an Enron Executive, Virtualbookworm.com Publishing, 2002.
  30. Orol, Ronald, "Schapiro to step down from SEC", Market Watch, November 26, 2012. Retrieved November 26, 2012,
  31. Penso de la Vega, Joseph, Confusion de confusions by Joseph de la Vega 1688. Portions descriptive of the Amsterdam Stock Exchange, Hermann Kellen Benz (ed.), Cambridge, 1957.
  32. Robert Bryce, Pipe Dreams: Greed, Ego, and the Death of Enron, Public Affairs, 2002.
  33. Salamon, H, "Speculation in the stock market from an Islamic perspective", Review of Islamic Economics, No: 9, 2000.
  34. Summary of Sarbanes-Oxley Act of 2002." American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). Available from; [http://www.aicpa.org/info/sarbanes\\_oxley\\_summary.htm](http://www.aicpa.org/info/sarbanes_oxley_summary.htm). Retrieved on 20 April 2006.
  35. Volz, Dustin. "Yahoo hack may become test case for SEC data breach disclosure rules". Reuters. Retrieved 13 December 2016.

## The Scope of Disclosure Information in the Initial Release; A Comparative Analysis on the Iranian & US Law

Ahmad Deylami<sup>36</sup>  
Mohaddeseh Fereidoon<sup>37</sup>

### Abstract:

Today, free flow of information is one of the basic characteristics of different markets. Based on this, one of the most important issues in the growth and development of stock markets is the disclosure of information that influences decision makers in this market. On the same basis, there are several regulations on disclosure of information in stock markets. One of the main challenges in the disclosure of information is the scope of information disclosure in such a way that the information is published correctly and at the right time, while the disclosure of information takes place in such a way making it possible to provide a precise picture of the company's situation. Accordingly, in the present paper, we will examine the comparative scope of the disclosure of information in the initial release of Iranian law and the rights of the United States as one of the foreseeable future in the field of securities, and finally, it will be determined that the regulation in this area is based on the necessity. The disclosure of credible information is based on the company's status, since it is based on the confidentiality of information, while exceptions are made for the non-disclosure of corporate secrets and the prevention of harm to companies in emergencies.

**Keywords:** Disclosure of Information, Stock Exchange, Initial Release, Scope of Disclosure, Non-Confessional Principle.

**JEL Classification:** K20, K22

---

۳۶. Associate Professor, Department of Private and Islamic Law, Faculty of Law, Qom University

۳۷. PhD Student in Private Law, Qom University (Corresponding Author)

Mohaddeseh.fereidoon@yahoo.com