

## جبران خسارات ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در رأی هیأت داوری بورس

محسن شمس‌الهی

### مقدمه

مبنای اصلی تکمیل الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات بر ناشران اوراق بهادار، ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای سرمایه‌گذاران است. اگر ناشر اقدام به افشای اطلاعات نادرست کند یا از افشای برخی اطلاعات بااهمیت که اثر قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران دارد، امتناع کند، سرمایه‌گذاران از دو جهت متضرر می‌شوند:

اولاً، لازمه اصل آزادی قراردادها این است که اشخاص با علم به اوصاف مورد معامله و آگاهی از آثار انعقاد معامله تصمیم به انعقاد قرارداد بگیرد. اگر ناشر اقدام به افشای اطلاعات نادرست کند، امکان تصمیم‌گیری آگاهانه از سرمایه‌گذاران سلب می‌شود و سرمایه‌گذاری که تحت تأثیر اطلاعات نادرست، به تصور انعقاد یک معامله سودآور، سهام را خریداری نموده است، فرصت خرید سهام با شرایط مطلوب‌تر و یا حتی سرمایه‌گذاری پول خود در خارج از بازار سرمایه را از دست می‌دهد.

ثانیاً، افشای اطلاعات نادرست، حسب مورد (بسته به مثبت یا منفی بودن اطلاعات) سبب افزایش یا کاهش رغبت و تقاضا نسبت به سهام و به تبع آن فاصله گرفتن قیمت سهم از قیمت واقعی آن می‌شود. در نتیجه، سرمایه‌گذار پس از افشای اطلاعات نادرست (مثبت)، سهام را به قیمتی بیشتر از قیمت واقعی خریداری می‌کند و سهام‌دار فعلی شرکت پس از افشای اطلاعات نادرست (منفی)، سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمت واقعی می‌فروشد.

مقدمتاً باید گفت که به تبع رویکردهای نظام‌های حقوقی مختلف در مسئولیت مدنی و این‌که در برخی نظام‌ها قاعده عام برای مسئولیت مدنی پیش‌بینی شده (وحدت‌گرا)، و در برخی نظام‌ها برای تحقق مسئولیت اثبات عناوین خاص مسئولیت مدنی لازم است (کثرت‌گرا)<sup>۱</sup>؛ نظام‌های حقوقی مختلف در قبال مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، دو رویکرد مختلف اتخاذ نموده‌اند:

در حقوق آمریکا اعمال مسئولیت مدنی در موارد نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات، با پیش‌بینی عناوین خاص مسئولیت مدنی در قانون اوراق بهادار و قانون بورس اوراق بهادار در سال‌های ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ آغاز شد (FOX, 2009: 241). در این قوانین برای جبران زیان‌های ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات دو شبه‌جرم اصلی پیش‌بینی شده است<sup>۲</sup>، که هر یک از آن‌ها محدودیت‌ها و الزامات خود را دارد:

۱. ماده ۱۱ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ برای جبران زیان ناشی از نقض این الزامات در بازار اولیه

۱. به طور کلی نظام‌های مسئولیت مدنی به سه گروه نظام‌های کثرت‌گرا که در آن جبران زیان از طریق عناوین خاصی که هر کدام مینا، شرایط و آثار خاص خود را دارد، صورت می‌گیرد؛ وحدت‌گرا که در آن اصل کلی برای مسئولیت مدنی وجود دارد که جبران هر نوع زبانی را در بر می‌گیرد؛ و نظام‌های بینابین که به نوعی کثرت‌گرایی محدود تن‌در داده‌اند تقسیم می‌شوند (بادینی، ۱۳۸۴: ۴۱-۴۶).

۲. در این زمینه اشاره به ماده 12(a)(2) قانون اوراق بهادار نیز مفید خواهد بود. مسئولیت مدنی ناشی از ماده 12(a)2 مستلزم اظهار غلط یا گمراه‌کننده است. در صورتی که فروشنده اظهار نادرست مهمی را انجام دهد یا بخشی از اطلاعات مهم را بیان نکند؛ در برابر خواننده مسئول خواهد بود، و بسته به این‌که خواهان هنوز مالک اوراق بهادار باشد یا خیر، جبران‌های فسخ یا خسارت برای خریدار در دسترس خواهد بود (Steinberg, 2005: 6-10).

قسمت اول این ماده (۱۲) (الف) (۲) نیز مربوط به شرایطی است که فروشنده ماده ۵ این قانون را نقض کرده باشد. در این صورت این ماده به خریدار اوراق بهادار حق اقامه‌ی دعوا بر علیه فروشنده را می‌دهد. در صورتی که خریدار هنوز مالک اوراق بهادار باشد، فسخ طریقه‌ی مطلوب جبران خسارت خواهد بود؛ در غیر این صورت خسارت پولی طریقه‌ی مطلوب جبران خسارت خواهد بود (Steinberg, 2008: 6-8). برخلاف ماده ۱۲ و ماده (۱۲) (الف) (۲)؛ مسئولیت مدنی ناشی از این ماده نیازمند اظهار غلط یا گمراه‌کننده نیست، و شرط تحقق مسئولیت این ماده نقض ماده ۵ قانون اوراق بهادار است (Choi, 2008: 481).

۲. قاعده ۱۰ ب - ۵ مربوط به ماده ۱۰ (ب) قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ در مقابل در برخی نظام‌های حقوقی نظیر فرانسه<sup>۱</sup>، مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات تابع قاعده عمومی مسئولیت (تقصیر)، دانسته شده است. چرا که حقوق فرانسه مبتنی بر اصل عام مسئولیت مبتنی بر تقصیر است و هر چند در زمینه مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات مقرر قانونی صریحی وجود ندارد؛ راه‌حل‌های موجود برای جبران زیان مالی سهام‌داران از رویه قضایی نشأت می‌گیرد و مبتنی بر قواعد عمومی مسئولیت قهری است (KLEIN, 2014: 19).

در حقوق ایران مثل حقوق فرانسه نظام مسئولیت مدنی وحدت‌گرا بوده و مسئولیت علی‌الاصول مبتنی بر قاعده عام تقصیر بوده و برای اثبات مسئولیت نیاز به اثبات عناوین خاص نیست. با این حال در برخی مواد قانون بازار اوراق بهادار، به جبران خسارت اشخاصی که از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات، توجه شده است:

اولاً، در خصوص بازار اولیه در ماده ۴۳ این قانون مقرر شده است که «ناشر، شرکت تأمین سرمایه، حسابرس و ارزش‌یابان و مشاوران حقوقی ناشر، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذارانی هستند که در اثر قصور، تقصیر، تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع در عرضه اولیه که ناشی از فعل یا ترک فعل آن‌ها باشد، متضرر گردیده‌اند.»

ثانیاً، هرچند، در خصوص نقض این الزامات در بازار ثانویه، مقرر صریحی

---

۱. حقوق اوراق بهادار فرانسه کاملاً ملهم از حقوق آمریکا است. سی و سه سال پس از ایجاد کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) در آمریکا، در فرانسه کمیسیون معاملات بورسی (Commission des Opérations de Bourse) یا همان سی.اوبی (COB) به منظور کنترل اطلاعات دارندگان اوراق بهادار و شرکت‌های عمومی و عملکرد مطلوب بازار سهام، ایجاد شد: (Tunc, 1982: 759)

اما از حیث مسئولیت مدنی، بین آن‌ها تفاوت وجود دارد و در فرانسه مسئولیت مدنی ناشی از نقض این الزامات تابع قواعد عمومی مسئولیت مدنی قرار داده شده است. تفاوت دیگر رویکرد حقوق فرانسه، در این است که بر خلاف این که در حقوق آمریکا در زمینه نقض الزامات مذکور و مسئولیت مدنی ناشی از آن بیشتر به جنبه اقتصادی توجه شده است، تمرکز حقوق فرانسه بر ویژگی اخلاقی تخلفات

مذکور است: (VALANCE, 2007: 20)

پیش‌بینی نشده است؛ اما مطابق بند ۲ ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار عمل «هر شخصی که به موجب این قانون مکلف به ارائه تمام یا قسمتی از اطلاعات، اسناد و یا مدارک مهم به سازمان و یا بورس مربوط بوده و از انجام آن خودداری کند»، جرم تلقی شده است و مطابق قسمت اخیر ماده ۵۲ این قانون «چنانچه در اثر جرائم مذکور ضرر و زیانی متوجه سایر اشخاص شده باشد، زیان‌دیده می‌تواند برای جبران آن به مراجع قانونی مراجعه نموده و وفق مقررات، دادخواست ضرر و زیان تسلیم نماید.»

البته با توجه به عموم ماده ۱ قانون مسئولیت مدنی ضرورتی به اثبات جرم برای ایجاد حق بر جبران خسارت وجود ندارد و در هر حال، در صورت اجتماع شرایط مسئولیت مدنی امکان رجوع زیان‌دیده به عامل زیان وجود خواهد داشت. برای تحقق مسئولیت ناشی از نقض این الزامات، اجتماع سه عنصر ضروری است:

۱. ارتکاب فعل زیان‌بار

۲. وجود ضرر

۳. رابطه سببیت بین فعل زیان‌بار و ضرری که وارد شده است (کانون‌زیان، ۱۳۹۰: ۲۳۹). در این بین، اثبات فعل زیان‌بار (تقصیر) با دشواری زیادی همراه نخواهد بود، اما احراز و اثبات شرایط مربوط به ورود زیان و رابطه‌ی سببیت دشوار است (Prorok, 2016: 197)<sup>۱</sup> با این حال، در حقوق ایران، ادبیات حقوقی موجود در زمینه مسئولیت مدنی ناشی از نقض این الزامات، که بیشتر تحت تأثیر رویه قضایی آمریکا است (مبین، ۱۳۹۳: ۵۳۱)، به محذورات و مشکلاتی که در تشخیص قطعیت زیان مذکور و احراز رابطه سببیت بین تقصیر در افشای اطلاعات و تحقق

۱. حقوق بورس شاخه‌ای از حقوق است که در آن قضات بیشتر بر رابطه‌ی سببیت تمرکز کرده‌اند تا زیان. به همین دلیل است که ترجیح داده شده که به جای «تقصیر/ ضرر/ رابطه سببیت» سنتی، «تقصیر/ رابطه سببیت/ ضرر» جایگزین شود. دومینیک اشمیت معتقد است که در بحث معاملات دارندگان اطلاعات نهایی، لزوماً و چه بسا اصلاً رابطه سببیت وجود ندارد. زیرا یک سرمایه‌گذار که می‌خواهد در بازار خرید یا فروش کند، ممکن است که در برابرش سوءاستفاده‌کنندگان اطلاعات نهانی باشد یا نباشد. در معاملات بورسی طرفین رابطه مستقیم ندارند و آنچه سبب واداشتن سرمایه‌گذار به خرید اوراق بهادار شده است عمل فروشنده نیست، بلکه تأثیر حضور معامله‌کننده دارای اطلاعات نهانی در بازار است. در معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، هر چه سببیت غیرمحمّل‌تر باشد، قاضی تلاش می‌کند که درصد کمتری از زیان وارده را اعمال کند (COURET et al, 2013: 19).

این زیان مذکور وجود دارد، توجه چندانی نشده است. در حقوق ایران، علیرغم وجود مستندات قانونی مشخص در خصوص مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، دعاوی حقوقی زیادی در این خصوص مطرح نشده است. با این حال برخی دعاوی در این زمینه نزد هیئت داوری بورس مطرح شده است و در این مقاله حاضر، به تحلیل یکی از آراء هیئت داوری بورس<sup>۱</sup> در خصوص این موضوع خواهیم پرداخت. برای این منظور ابتدا، جریان پرونده طرح می‌شود، سپس چالش‌ها و مسائل اصلی مطروحه در این پرونده به لحاظ حکمی مورد بررسی قرار می‌گیرد، پس از آن رأی صادره خواهد آمد و در نهایت رأی صادره مورد نقد و بررسی قرار خواهد گرفت.

### مبحث نخست: جریان پرونده

در این پرونده خواهان مدعی شده که: «عدم ارائه اطلاعات به موقع، بدین جهت برنامه‌ریزی شده ... که سهم شرکت یادشده تا حد امکان با اطلاعات ساختگی پیشین (آخرین اطلاعات صادره از شرکت مورد نظر) به نهایت سقف قیمت خود در بازار رسانده شود و سهام‌دار عمده متخلف سهام خود را در اوج قیمت واهی به فروش رساند... به گونه‌ای که سهم به بالای ۱۱۰۰۰ ریال رسانده شده» و سهام‌دار عمده در سقف قیمت یادشده سهام خود را فروخته، لیکن بعد از افشای اطلاعات قیمت به زیر ۲۰۰۰ ریال کاهش یافته است. نظر به مراتب مذکور خواهان مدعی شد که از خرید سهام شرکت س.ع.ک دچار خسارت اقتصادی و معنوی شده است.<sup>۲</sup> خواننده در پاسخ مدعی شد که «نرخ سهام این شرکت دائماً در حال نوسان بوده است» و قیمت سهام طی ۵ سال از ۱۱۰۰۰ ریال به ۲۰۰۰ ریال تقلیل یافته است (جمالی و صادقی، ۱۳۹۵: ۵۳۰).

هیئت داوری بورس از معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و

---

۱. پرونده شماره ۹۳۰۰۴۲ که در تاریخ ۱۳۹۵/۰۶/۱۷ منجر به صدور رأی گردیده است (جمالی، ۱۳۹۵: ۵۳۳).

۲. یکی از درخواست‌های خواهان «الزام شرکت به خرید سهم و تأدیه اصل بهاء خرید» بوده است که خواننده آن را غیرقانونی و تکلیف به مالا بطلاق تلقی نموده است و در نهایت نیز مورد توجه دادگاه قرار نگرفته است.

اوراق بهادار تقاضای اظهارنظر در خصوص «روند تغییرات قیمت سهام شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸» نمود. مرجع مذکور در پاسخ اعلام داشت «تفکیک اثرات این عوامل از اثرات متغیرهای بنیادی امکان‌پذیر نیست» (جمالی و صادقی، ۱۳۹۵: ۵۳۰).

هیئت مذکور همچنین در دو مرحله موضوع را جهت اظهارنظر در خصوص «تأثیر عدم افشای به موقع اطلاعات توسط ناشر بر قیمت خرید سهام و خسارت احتمالی وارده به خواهان» به کارشناس ارجاع داد. مطابق نظریه اولیه کارشناس مورخ ۱۳۹۴/۰۵/۶: «تأخیرهای شرکت در ارائه اطلاعات به گونه‌ای مشخص و قابل ردیابی باعث ورود خسارت یا زیان به خواهان نشده است؛ و حتی با فرض پذیرش ورود خسارت یا زیان علت تامه آن نبوده است». همچنین به نظر ایشان «تاریخ خرید سهم از سوی خواهان پس از ارائه اطلاعات به سازمان بورس و افشای آن در بازار بوده است» (جمالی و صادقی، ۱۳۹۵: ۵۳۰).

تصمیم فوق مورد اعتراض خواهان قرار گرفت و خواهان مدعی شد آنچه به عنوان سود هر سهم افشا شده، واهی بوده است و برای بررسی این موضوع پرونده مجدداً به کارشناس ارجاع شد که مقرر نمود «سود هر سهم ... افشا شده در صورت‌های مالی سنوات ۸۵ تا ۸۷ شرکت س.ع.ک با روند نزولی همراه بوده که در سال ۸۷ عملیات شرکت به دلیل کاهش درآمدها و ثبات هزینه‌های اداری و عمومی و افزایش هزینه تسهیلات مالی منتج به زیان گردیده است، لیکن سود افشا شده هر سهم در صورت‌های مالی بر اساس استانداردهای حسابداری تهیه گردیده که در این رابطه صورت‌های مالی سنوات فوق به تأیید مؤسسات حسابرسی و جامعه حسابداران رسمی و متعهد بورس اوراق بهادار رسیده است و مطابق گزارش حسابرس و بررسی‌های کارشناسی کاهش سود هر سهم نسبت به سنوات قبل به دلایل مذکور در گزارش کارشناسی صورت گرفته و نشانه‌ای از کاهش غیرواقعی بودن سود هر سهم برای سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ ملاحظه نگردیده است» (جمالی و صادقی، ۱۳۹۵: ۵۳۱).

### مبحث دوم: چالش‌های اصلی دعوا

**بند نخست: دشواری تفکیک میزان تأثیر اطلاعات بر قیمت از سایر عوامل خرید اوراق بهادار همیشه با این خطر همراه است که محاسبات سرمایه‌گذار در**

عمل درست نباشد و سرمایه‌گذار به سود مورد انتظار خود نرسد و قیمت سهام وی سقوط کند. این احتمال سقوط ارزش سهام و عدم کسب سود ویژگی اصلی بازار اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند هرگاه که در اثر محاسبات نادرست خود متحمل زیان شدند، به مسئولیت مدنی متوسل شوند و «مسئولیت سرمایه‌گذاری‌های بد خود» را برعهده دیگران قرار دهند (LAY, 2004: 8). چرا که، سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه با علم به این خواهد بود که هر احتمال کسب سودی با احتمال ضرر همراه است (Thevenoz, 2008:3) و شخص با سرمایه‌گذاری در بورس خطر تحمل زیان در اثر کاهش قیمت اوراق بهادار ... را پذیرفته است.

به این ترتیب، در ارتباط با بازار بورس می‌بایست دو گروه خطرات از یکدیگر تفکیک شود: از یک سو، خطر ناشی از ارتکاب احتمالی یک تقصیر (نظیر افشای اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده) از طرف یکی از فعالان بازار و از سوی دیگر نفس خطر مالی<sup>۱</sup>، و به عبارت دیگر خطر بورسی<sup>۲</sup>، که فی‌نفسه ناشی از هیچ عمل نادرستی نیست و طبیعتاً می‌بایست از سوی هر سرمایه‌گذار در ازای سودی که انتظار دریافت آن را دارد؛ تحمل گردد (porok, 2016: 41). این خطر ذاتاً در هر سرمایه‌گذاری بورسی وجود دارد (KLEIN, 2014: 27) و تحمل آن برای سرمایه‌گذاران اجتناب‌ناپذیر است. البته، این خطر همیشه نامطلوب نیست، بلکه از این جهت که برای طرف مقابل شانس کسب سود را فراهم می‌کند مطلوب است؛ اما مطلوبیت آن برای یک طرف علی‌القاعده با زیان سرمایه‌گذار دیگری همراه است. هدف مقررات مربوط به تعهد به افشای اطلاعات حمایت از سرمایه‌گذاران در برابر یک رفتار نادرست است؛ نه رفع آثار خطر بورسی (Porok, 2016: 41). بنابراین

### 1. risque financier lui-même

۲. *l'aléa boursier*: منظور از *aléa* عنصر شانس و عدم قطعیت است که در اقتصاد یک معامله تجاری به عنوان

شانس کسب سود یا تحمل زیان از سوی اشخاص ذی نفع معرفی شده است (Comu, 1990: 42)

منظور از خطر بورسی نیز غیرقطعی بودن ارزش یک دارایی مالی است. باید بین خطر اقتصادی و خطر حقوقی تفکیک کرد. خطر اقتصادی یا خطر به مفهوم عام آن در همه قراردادهای، و به طور خاص در همه عقود بیع، وجود دارد؛ زیرا تغییرات بعدی ارزش مال خریداری شده قابل پیش‌بینی نیست. در مقابل خطر حقوقی که به معنی حادثه غیرقابل پیش‌بینی است که میزان تعهدات طرفین اثرگذار است. این نوع خطر با سبب قرارداد ادغام می‌شود (Muller, 2011:75-99).

آن چه به مسئولیت مدنی مربوط می‌شود، مواردی است که عدم رعایت الزامات مربوط به افشای اطلاعات سبب ورود زیان به سرمایه‌گذار شده باشد، و در مواردی که تحت تأثیر شرایط بازار زبانی به سرمایه‌گذار رسیده باشد، این زیان قابل جبران نخواهد بود.

لزوم تفکیک آثار خطر بورسی از خطر ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات نادرست با ارائه یک مثال روشن‌تر می‌شود: فرض کنید شرکتی در اردیبهشت ۱۳۹۷ اقدام به انتشار اطلاعات نادرستی در خصوص افزایش درآمدهای شرکت ارائه می‌کند و این اطلاعات نادرست سبب افزایش قیمت سهام شرکت می‌شود. در شهریور همین سال، نادرستی اطلاعات مذکور کشف می‌شود و قیمت سهام تحت تأثیر این امر کاهش می‌یابد؛ اما در همان زمان تحریم‌های خارجی نیز که کسب‌وکار شرکت مذکور به شدت از آن متأثر است، آغاز می‌شود و این اتفاق نیز موجب کاهش قیمت سهام است. در این فرض قیمت سهام این شرکت تحت تأثیر دو عامل اصلی کاهش یافته است که یکی از آن‌ها در اثر تقصیر ناشر در افشای اطلاعات نادرست رخ داده و دیگری تحت تأثیر عواملی که از حیثه اختیارات ناشر خارج بوده است. در این حالت تنها کاهش قیمت ناشی از افشای اطلاعات نادرست قابل جبران است و کاهش قیمت ناشی از اعمال تحریم، چون جزء خطرات ذاتی مربوط به سرمایه‌گذاری در بورس است قابل جبران نیست.

با این حال مشکل اصلی که در باب مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات مطرح است، این است که نمی‌توان تشخیص داد که چه میزان از زبانی که به سرمایه‌گذار وارد شده است ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات است و چه میزان از این زیان از خطر بورسی ناشی می‌شود؛ و از این حیث احراز رابطه سببیت و نیز قطعیت ضرر قابل جبران در این دعاوی با مانعی جدی مواجه می‌شود. چرا که تحقق مسئولیت مدنی مستلزم تحقق ضرر و رابطه سببیت قطعی است و وجود «خطر بورسی» مانع تحقق چنین قطعیتی است (LAY, 2004: 15).<sup>۱</sup> این که در جریان پرونده مورد بحث معاونت نظارت بر

۱. همچنین گفته شده «ویژگی گمانه‌زنانه سرمایه‌گذاری بورسی» (le caractère spéculatif) مانع تحقق هر نوع قطعیتی در مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات می‌شود (LAY, 2004: 43).



بورس‌ها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار در پاسخ هیئت داوری اعلام نموده «تفکیک اثرات این عوامل از اثرات متغیرهای بنیادی امکان‌پذیر نیست» بر همین مبنا استوار است. با این حال، به نظر می‌رسد، دشواری تشخیص اثر عوامل مختلف مؤثر بر قیمت اوراق بهادار نمی‌تواند عدم جبران خسارت وارده به سرمایه‌گذاران در قبال نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را توجیه کند.

از این رو، با توجه به ضرورت جبران خساراتی که در اثر نقض الزامات مورد بحث به سرمایه‌گذاران وارد شده است، برای رفع مشکلات فوق در حقوق آمریکا و فرانسه، دو راه حل مختلف پذیرفته شده است و در حقوق ایران نیز گریزی جز پذیرش یکی از این دو راه نیست:

۱. در حقوق آمریکا برای احراز رابطه سببیت فرض حقوقی پیش‌بینی شده است.

۲. در حقوق فرانسه، رویه قضایی با اعمال نظریه از دست دادن فرصت در این دعاوی، امکان اعمال قواعد مسئولیت مدنی در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را فراهم نموده است.

### **بند دوم: اهمیت زمان انعقاد معامله**

برای بررسی زیان ناشی از تغییر قیمت می‌بایست به چند بازه زمانی مختلف توجه نمود. اولاً، دوران قبل از نقض الزامات است؛ که معاملات این دوره علی‌الاصول ربطی به نقض این الزامات ندارند؛ ثانیاً، حد فاصل افشای اطلاعات نادرست یا ناقص تا زمان افشای اصلاحی اطلاعات؛ ثالثاً، دوران پس از افشای اصلاحی اطلاعات. این موضوع در پرونده فوق، در نظریه کارشناسی اولیه مدنظر قرار گرفته و مطابق نظر ایشان: «تاریخ خرید سهم از سوی خواهان پس از ارائه اطلاعات به سازمان بورس و افشای آن در بازار بوده است»، که در این صورت دعوای مطروحه تحت تأثیر قرار خواهد گرفت.

معاملاتی که قبل از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات منعقد شده‌اند، علی‌الاصول ربطی به اطلاعات ناقص یا نادرستی که در آینده افشا می‌شوند، ندارند و بنابراین علی‌الاصول خریدار یا فروشنده‌ای که قبل از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات معامله نموده، حق اقامه دعوای مسئولیت مدنی ندارد. در واقع،

صرف کاهش قیمت سهام زیان قابل جبران تلقی نمی‌شود؛ اما اگر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات وضعیتی را ایجاد کند که قیمت بازار سهام کمتر از قیمت واقعی شود و سهام‌داری سهم خود را به این قیمت بفروشد، این زیان مصداق ضرر ناشی از تغییر قیمت است.

در مقابل، پس از این که نادرستی اطلاعات افشا شده بر عموم کشف شد، یا ناشر اقدام به افشای اطلاعات مهمی که در گذشته از افشای آن خودداری نموده نماید، (افشای اصلاحی) عنصر تئوری و حسابی که در قیمت سهام شرکت ایجاد شده از بین می‌رود و قیمت سهام به قیمت واقعی می‌رسد.<sup>۱</sup> به این ترتیب در معاملاتی که پس از انجام افشای اصلاحی منعقد می‌شود، در اثر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، زبانی به خریدار یا فروشنده وارد نمی‌شود و علی‌الاصول در این گروه معاملات خسارت قابل جبرانی به معامله‌گران وارد نگردیده است.

بنابراین، تنها معاملاتی که در حد فاصل افشای اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده و افشای اصلاحی<sup>۲</sup> ممکن است موجب مسئولیت مدنی نقض‌کنندگان الزامات مربوط به افشای اطلاعات گردد.<sup>۳</sup>

۱. البته با این فرض که کلیه اطلاعات مهم مربوط به ناشر در دسترس عموم قرار گرفته باشد.
۲. در حقوق آمریکا به این دوره «دوره گروه» (Class period) که مبنای آن اقامه دعوی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات به صورت دعوی جمعی است.
۳. البته، در این خصوص نیز بایسته است بین دو فرض تفکیک قائل شد:

۱. گاه خریدار پس از خرید سهم به قیمت بیش از قیمت واقعی، سهم را تا زمان افشای اصلاحی در مالکیت خود نگه می‌دارد. در این حالت افشای اصلاحی که نتیجه آن انعکاس واقعیت در قیمت اوراق بهادار و نزدیک شدن قیمت بازار به قیمت واقعی خواهد بود، موجب می‌شود که قیمت سهم سهامداری که سهم را به قیمت غیرواقعی خریداری نموده است، کاهش یابد.

۲. گاه خریداری که سهم را به قیمت غیرواقعی خریداری نموده است، قبل از افشای اصلاحی اقدام به فروش آن می‌نماید. در این حالت می‌توان گفت که خریدار متحمل هیچ‌گونه زبانی نشده است؛ چرا که، هر چند سهم را به قیمت غیرواقعی خریداری نموده است؛ اما همان سهم را در حالی فروخته است که تأثیر اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده بر روی قیمت سهم هنوز از بین نرفته است. در واقع زبانی که در اثر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات به وی وارد شده است، با معامله بعدی به خریدار جدید منتقل شده است و در نتیجه خود او ذی‌نفع در اقامه دعوی مسئولیت مدنی نیست؛ بلکه خریدار جدید در این زمینه جایگزین وی می‌شود. بنابراین، تنها در صورتی زیان ناشی از تغییر قیمت

## مبحث سوم: رأی صادره

در نهایت هیئت داوری بورس با توجه به نظریات کارشناسی دعوای خواهان را غیروارد تشخیص داده و حکم بر بطلان آن صادر نمود:

«در خصوص درخواست آقای... به طرفیت شرکت... مبنی بر مطالبه کلیه خسارت مقوم به عدد آورده و نیز کلیه خسارت‌های قانونی دادرسی و همچنین تأخیر تأدیه مقوم به ... ریال به جهت تأخیر در ارائه اطلاعات شرکت ... بدین شرح که خواهان در سالهای ۱۳۸۵، ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷ در سه نوبت اقدام به خرید سهام شرکت مزبور نموده و مدعی شده به جهت عدم افشای به موقع اطلاعات توسط ناشر اوراق بهادار (شرکت...) دچار زیان شده است؛ با توجه به نظریه اداره نظارت بر بورس‌های سازمان بورس و اوراق بهادار... و نیز نظریه کارشناس رسمی دادگستری در رشته بورس و اوراق بهادار... که با بررسی دقیق زمان خرید اوراق بهادار و نیز افشای اطلاعات توسط ناشر، اظهار داشته تأخیر شرکت ... در ارائه اطلاعات به گونه‌ای مشخص و قابل ردیابی، سبب ورود خسارت به خواهان نشده، زیرا اگرچه ناشر در افشای اطلاعات تأخیر نموده است، لیکن تاریخ خرید سهام توسط خواهان

قابل مطالبه است که خریدار نتواند تمام مبلغ مازادی را که پرداخته است از طریق معاملات بعدی بر همان سهم به دست آورد. در این خصوص نیز بایسته است بین سه حالت تفکیک قائل شد:

۱.۲. اگر خریدار مورد بحث، خیلی زود و قبل از آن که تأثیر اطلاعات نادرست افشا شده بر قیمت سهم، بیشتر یا کمتر شود، سهم را به خریدار دیگری به همان قیمت تورمی، بفروشد. در این فرض هیچ ضرر قابل جبرانی به وی وارد نشده است.

۲.۲. ممکن است وی سهامی را که در حد فاصل افشای اطلاعات نادرست و افشای اصلاحی خریداری نموده است، قبل از افشای اصلاحی بفروشد؛ اما فروش وی در زمانی صورت گیرد که میزان تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت اوراق بهادار کاهش یافته باشد. در این صورت فروش سهم باعث جبران تمام زمانی که به وی وارد شده است نیست؛ اما زیان وارده به وی معادل کاهش میزان تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت اوراق بهادار، یا به عبارت دیگر قیمت خرید و فروش سهم، است.

۳.۲. ممکن است وی سهام را زمانی بفروشد که تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت اوراق بهادار در عمل افزایش یابد. در این حالت، او نه تنها متحمل هیچ ضرری نشده است، بلکه بدون این که مرتکب تقصیری شده باشد، از این وضعیت سود برده است. سودی که برخی آن را «سود تورمی» (inflationary gain) نامیده‌اند (Thorsen et al, 2006: 98).

پس از ارائه این اطلاعات به سازمان بورس و افشای آن در بازار بوده است و نظریه مزبور منطبق با اوضاع و احوال محقق و معلوم قضیه و محمول بر صحت می باشد و از این حیث مورد اعتراض طرفین واقع نشده، اگرچه خواهان در مقام اعتراض به نظریه مزبور ادعا نموده سود هر سهم (EPS) افشا شده، واهی بوده و بدین لحاظ موضوع جهت بررسی به کارشناس رسمی در رشته حسابرسی و حسابداری ارجاع شده و کارشناس مزبور اظهار داشته سود هر سهم ... افشا شده در صورتهای مالی سنوات ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۷ شرکت... با روند نزولی همراه بوده که در سال ۱۳۸۷ عملیات شرکت به دلیل کاهش درآمدها و ثبات هزینه های اداری و عمومی و افزایش هزینه های تسهیلات مالی منتج به زیان گردیده است، لیکن سود افشا شده هر سهم در صورتهای مالی بر اساس استانداردهای حسابداری تهیه گردیده که در این رابطه صورتهای مالی سنوات فوق به تأیید مؤسسات حسابرسی عضو جامعه حسابداران رسمی و متعهد بورس اوراق بهادار رسیده است و مطابق گزارش حسابرسی و بررسی های کارشناس، کاهش سود هر سهم نسبت به سنوات قبل به دلایل مذکور در گزارش کارشناسی صورت گرفته و نشان از کاهش غیرواقعی سود هر سهم ندارد و در گزارش یاد شده مدارکی دال بر غیرواقعی بودن سود هر سهم در سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۷ ملاحظه نگردیده است و در نهایت نظریه مزبور مصون از اعتراض طرفین باقی مانده است؛ بنا به مراتب دعوای خواهان غیروارد تشخیص و حکم به بطلان آن صادر می شود...» (جمالی و صادقی، ۱۳۹۵: ۵۳۳).

#### مبحث چهارم: تحلیل رأی صادره

همان طور که ملاحظه می شود، در این پرونده ادعای اولیه خواهان این است که نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات از سوی ناشر سبب شده قیمت سهام شرکت بیش از قیمت واقعی شود و در حالی که به زعم خواهان قیمت واقعی سهم ۲۰۰۰ ریال بوده، «عدم ارائه به موقع اطلاعات» سبب شده به مبلغ ۱۱۰۰۰ ریال برسد. ادعای ثانویه وی نیز این بوده که سود افشا شده سهام شرکت مذکور، خلاف واقع افشا شده و از این حیث ادعای «افشای اطلاعات نادرست» مطرح گردیده است. در نتیجه ظاهراً خواهان متقاضی جبران زیان ناشی از افزایش تصنعی قیمت

سهام یا جلوگیری از کاهش قیمتی که در صورت افشای به موقع اطلاعات، محقق می‌شد، بوده است.

در رد ادعاهایی خواهان در مجموع چهار استدلال اصلی مطرح شده است:

۱. یک استدلال که از سوی خواهان در خصوص ادعای اولیه خواهان مطرح شده است، مبتنی بر این است که «ترخ سهام این شرکت دائماً در حال نوسان بوده است». اگر منظور از آن این باشد که کاهش قیمت مورد ادعای خواهان ناشی از نوسانات بازار بوده است و نه ناشی از عدم ارائه به موقع اطلاعات، به دلیل عدم وجود رابطه سببیت بین عدم افشای به موقع اطلاعات نادرست و زیان وارده به سهام‌دار، زیان ناشی از کاهش قیمت قابل مطالبه نیست.

۲. دلیل دیگری که گفته شده و در تعارض با دلیل اول است عدم امکان «تفکیک اثرات این عوامل از اثرات متغیرهای بنیادی» است. مطابق این نظر، امکان تفکیک اثر عدم افشای به موقع اطلاعات و سایر عوامل بر قیمت وجود ندارد. با این حال صرف عدم امکان تفکیک نمی‌تواند مانع حق جبران خسارت برای خواهان شود. در واقع، اگر اطلاعاتی که شرکت از افشای به موقع آن‌ها امتناع نموده است، قابلیت این را داشته باشند که سبب کاهش قیمت سهم شد و در نتیجه عدم افشای به موقع آن‌ها سبب شود که شخصی که سهم را پس از تاریخ عدم افشای به موقع خریداری نموده، بیش از قیمت واقعی پرداخت نماید؛ و سپس افشای اطلاعات افشا نشده، سبب کاهش قیمت سهم خریداری شده از سوی وی، گردد؛ در این صورت می‌توان زیان وارده را قابل جبران تلقی نمود؛ هر چند تعیین میزان تأثیر افشای اطلاعات بر قیمت سهم دشوار باشد.

۳. دلیل دیگر، که از سوی کارشناس ارائه شده «علت تامه نبودن» عدم ارائه به موقع اطلاعات برای ورود زیان است؛ در حالی که برای تحقق مسئولیت مدنی نیازی نیست که عامل ورود زیان علت تامه ورود زیان باشد. ضمن این‌که در این موارد مجموعه‌ای از عوامل هست که موجب تغییر قیمت سهم شده و اگر بتوان میزان تأثیر هر یک از این عوامل را تعیین نمود، در واقع هر یک از این عوامل علت تامه بخش مشخصی از تغییر قیمت است.

۴. دلیل دیگر انعقاد معامله از سوی سهام‌دار پس از افشای اطلاعات مورد بحث

(افشای اصلاحی) است که در این صورت نیز علی‌القاعده اثر اطلاعات افشا شده بر قیمت اوراق بهادار منعکس شده است و زیانی به خواهان در اثر عدم افشای به موقع اطلاعات وارد نشده است.

در مجموع به نظر می‌رسد اشکال اصلی رأی فوق عدم توجه به تاریخی که افشای اطلاعات لازم بوده و عدم افشای آن موجب غیرواقعی شدن قیمت شده، تاریخ انعقاد معامله از سوی خواهان، و تاریخ افشای اصلاحی و اثر آن بر کاهش قیمت سهام، است. در واقع در این زمینه، با توجه به تأثیر این تاریخ‌ها بر نتیجه رأی صادره لازم بوده همه این تاریخ‌ها در متن رأی مورد استناد قرار گیرد و تأخر انعقاد معامله بر افشای اصلاحی در متن رأی توجیه شود.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## فهرست منابع

### فارسی

- ابراهیمی، مریم (۱۳۹۰)، «مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۵.
- بادینی، حسن (۱۳۸۴)، فلسفه مسئولیت مدنی، تهران: شرکت سهامی انتشار.
- جمالی، جعفر و محمد صادقی (۱۳۹۵)، رویه هیئت داورى بورس و اوراق بهادار، تهران: انتشارات بورس.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۰)، مسئولیت مدنی، جلد اول، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- مین، حجت (۱۳۹۳)، مسئولیت مدنی در بازار اوراق بهادار، تهران: دانشگاه تهران.

### غیر فارسی

- Choi, S. J., & Pritchard, A. C. (2008), **Securities Regulation**, New York : Aspen Publishers.
- Cornu, G. (1990), **Vocabulaire Juridique**, Paris: Presses Universitaire de France.
- Couret, A., Field, B., Schmidt, D., Francois, B., deckert, K., de la cotardiere, A., et al. (2013). **quelles strategies face aux abus de marche ? Réparer, transiger, sanctionner**. paris: Colloque du 27 novembre 2013.
- FOX, M. B. (2009), "Civil liability and mandatory disclosure", **Columbia law review**, VOL. 109.
- KLEIN, J. (2014), **l'évaluation du prejudice financier de l'investisseur dans les societes cotees**, Paris: le club des juristes.

- LAY, S. (2004), **perte d'une chance et droit des marchés financiers**. Strasbourg, Mémoire présenté en vue de l'obtention du D.E.A de droit des affaires, UNIVERSITE ROBERT SCHUMAN-STRASBOURG III.
- Muller, A.-C. (2011). **Aléa et marchés financiers**, In *L'aléa*, Paris: DALLOZ.
- Prorok, J. (2016). **La responsabilité civile sur les marchés financiers**, PARIS : Thèse de doctorat en droit à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II).
- Steinberg, M. I. (2005), **Securities Regulation: Liabilities and Remedies**, New York: ALM Properties.
- Thévenoz, L. (2008), **Information, conseil, mise en garde: risques et responsabilité dans les opérations sur valeurs mobilières**. In L. Thévenoz, & C. Bovet, *Journée 2007 de droit bancaire et financier*, Genève: Schulthess.
- Thorsen, M. S., Kaplan, R. A., & Hakala, S. (2006), **rediscovering the economics of loss causation**. *J. Bus. & Sec. L.*, 93 (6), 93-126.