

## نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران\*

محمد حسن صادقی مقدم\*\*

دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

محمد نوروژی

دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۵/۴ - تاریخ تصویب: ۱۳۸۹/۷/۱۹)

### چکیده:

به منظور آگاهی از وضعیت شرکت های پذیرفته شده در بورس، این شرکتها مکلف هستند وقایع مهم و تأثیر گذار بر قیمت اوراق بهادار خویش را فوراً برای تمام سرمایه گذاران افشا کنند و در پایان هر سه ماه نیز گزارش عملکرد خویش را که در واقع مروری بر فعالیت شرکت در آن دوره و برآیند آن است، در اختیار عموم قرار دهند. البته، هنگامی که ارائه اطلاعات به بورس موجب ورود زیان قابل توجه و جبران ناپذیر به شرکت های حاضر در این بازار شود، شرکت های بورسی می توانند به طور موقت از ارائه اطلاعات خودداری کنند، به شرط آنکه در خلال این مدت نهایت تلاش خود را برای محرمانه باقی ماندن این اطلاعات انجام دهند. مقاله حاضر در پی آن است تا با بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران و مقایسه آن با حقوق آمریکا و انگلستان، نواقص کنونی این نظام را برای اصلاحات آینده به قانون گذار ایرانی گوشزد کند.

### واژگان کلیدی:

اطلاعات مهم، افشای فوری، شایعه، معافیت از افشا، حفاظت از اطلاعات.

\* تقدیم به شهدای دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران.

Email: mhsadeghy@ut.ac.ir

فاکس: ۶۶۴۶۲۳۴۹

\*\* مسئول مقاله

برای اطلاع از دیگر مقالات منتشر شده نویسنده در همین فصلنامه به صفحه پایانی این مقاله رجوع شود.

## ۱- مقدمه

قانون تاسیس بورس اوراق بهادار (مصوب ۱۳۴۵) را می‌توان مبنای تاسیس بازار سرمایه در ایران نامید. اما این قانون عمدتاً به بررسی ارکان بازار اوراق بهادار پرداخته و سخنی از فرایند افشای اطلاعات به میان نیاورده بود. بنابراین، برای سالها، فقدان نص قانونی و صرف اتکا به آیین‌نامه‌هایی محدود، ناقص و ناکارآمد نظام افشای اطلاعات در بازار سرمایه را دچار مشکلات فراوان کرده بود. با این حال، قانون گسترش مالکیت سهام واحدهای تولیدی (مصوب ۱۳۵۴) که موسسات تجاری را ملزم به عرضه بخش عمده سهام خود به شهروندان می‌کرد و قانون معافیت‌های مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس (مصوب ۱۳۵۴) به این بازار رونق نسبی بخشیده بودند. در دوران افول با ملی شدن بانکها و دیگر موسسات بزرگ تجاری<sup>۱</sup>، بازار سرمایه ایران دچار رکود شد و این وضع تا هنگام تصویب ماده ۹۴ قانون برنامه سوم توسعه و تبصره ۳۵ قانون بودجه سال ۱۳۷۸ کل کشور ادامه داشت که دولت را موظف به واگذاری یا فروش سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی و تعاونی می‌کرد. قوانین اخیر الذکر ضمیمه را برای تصویب قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۱)، قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی (مصوب ۱۳۸۱/۳/۴)، قانون تنظیم بازار غیرمتمشکل پولی (مصوب ۱۳۸۳/۱۰/۲۳) و در نهایت قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۴/۹/۱)، که مهم‌ترین قانون در زمینه اوراق بهادار است، فراهم آوردند.

قانون بازار اوراق بهادار، فصلی نوین را به روی معاملات اوراق بهادار گشود. زیرا، بر خلاف قانون تاسیس بورس اوراق بهادار، بخشی از مقررات خود را به اطلاع‌رسانی در بازار و ضمانت اجرای تخلف از آن (فصل‌های پنجم و ششم) اختصاص داد. این اهمیت باعث شد تا سازمان بورس و اوراق بهادار آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های مختلف را در این باره به تصویب رسانده و نظامی نوپا را در زمینه افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار تشکیل دهد.<sup>۲</sup> بی‌گمان،

۱. از جمله قانون اداره امور بانک‌ها (مصوب ۱۳۵۸/۳/۷۱ شورای انقلاب) که به موجب آن بانک‌های کشور در چارچوب ۹ بانک ادغام و ملی شدند.

۲. الزام شرکت‌های حاضر در بازار اوراق بهادار به انتشار اطلاعات مربوط به کسب و کارشان، از یک سو به نفع سرمایه‌گذاران این بازار است؛ چرا که آگاهی عمومی از اوضاع و احوال شرکت‌های بورسی امکان‌تقلب در معاملات اوراق بهادار این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، این الزام به نفع خود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیز می‌باشد؛ زیرا باعث افزایش اعتبار این شرکت‌ها، اعتماد سرمایه‌گذاران به آنها و رغبت به خرید سهامشان می‌گردد. برای مطالعه تفصیلی در این مورد رک. نوروزی، محمد، «مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۱۷، بهار و تابستان ۱۳۸۹، صص ۲۱۲-۲۰۳.

هر نظام نوپای حقوقی در ابتدا، دچار نواقصی است که به مرور زمان با اظهارات صاحب نظران (دکترین) در مورد آن بر طرف خواهد شد؛ امری که این نوشتار نیز بدان اختصاص دارد. به لحاظ منطق، اقدامات شرکت (به عنوان ناشر اوراق بهادار) سه گونه است: ۱- اقداماتی که بوسیله رکن اجرائی آن (مدیران و کارمندان) صورت می‌گیرد؛ ۲- آنهایی که از جانب رکن نظارت آن (بازرسان)، در قالب تأیید یا رد گزارش‌های مالی، تحقق می‌پذیرد؛ ۳- اعمالی که منسوب به رکن تصمیم‌گیری آن (مجامع عمومی) است.

دستورالعمل افشای اطلاعات در بورس<sup>۱</sup> با پیروی از ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار ایران و با تقلید از مقررات قانون معاملات اوراق بهادار آمریکا<sup>۲</sup> و عقیده صاحب‌نظران در حقوق انگلیس<sup>۳</sup>، چنین تقسیم‌بندی را برای تعیین موارد افشاء، ملاک کار خود قرار داده است: فصل سوم این دستورالعمل، دسته اول از این افعال که بوسیله رکن اجرائی انجام می‌شود و اگر هم مستقیماً بوسیله رکن اجرائی انجام نشود، به آن مربوط است را «اطلاعات مهم» می‌نامد. دسته دوم که حساب‌رسان معتمد بورس، یعنی همان بازرسان شرکت، با اظهارنظر خود، اصلی‌ترین نقش را در آن ایفا می‌کنند تحت عنوان «گزارشها و صورتهای مالی» بررسی کرده و قسمتی جداگانه‌را هم به بیان نحوه افشای تصمیمات «مجامع عمومی» اختصاص می‌دهد.<sup>۴</sup> در این مقاله برای انطباق ملموس‌تر حقوق بیگانه با مقررات ایران، بر اساس همین تقسیم‌بندی احکام افشای رویدادها در سه گفتار پیاپی بیان خواهد شد.<sup>۵</sup>

### گفتار اول: اطلاعات مهم

در این گفتار ابتدا به مفهوم اطلاعات مهم و نحوه افشای آن می‌پردازیم (مبحث اول) و سپس معافیت از تعهد به افشای این اطلاعات را بررسی خواهیم نمود (مبحث دوم).

۱. دستورالعمل اجرائی افشاء اطلاعات شرکتهای ثبت شده نزد سازمان بورس، مصوب ۱۳۸۶/۵/۳ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار که در این مقاله از این پس به اختصار از آن تحت عنوان دستورالعمل افشاء یاد می‌کنیم.

۲. Section 13 (b) of Securities Exchange Act 1934 (London Stock Exchange Listing Rules) این تقسیم‌بندی به طور صریح در قانون بورس انگلستان (لندن) نیامده، لیکن برخی مؤلفین صاحب نام برای بیان احکام افشاء اطلاعات از این تقسیم‌بندی استفاده کرده‌اند. از جمله Stamp, M, Practicale company Law.

۳. از اشکالات وارد بر تقسیم‌بندی صورت گرفته بوسیله دستورالعمل افشاء این است که موارد افشاء را به ترتیب اهمیت بیان نکرده و برای تصحیح این نقص، در این مقاله، موارد افشاء به ترتیب اهمیت آن بیان خواهد شد.

۴. این تقسیم‌بندی قاطع نبوده و بیشتر برای سهولت مطالعه است. چه اینکه، همانطور که در ادامه خواهیم دید، در تهیه گزارش‌های مالی از اطلاعات مهم استفاده می‌شود یا اینکه مجامع عمومی، خود مصداقی از اطلاعات مهم است.

## مبحث اول: افشاء اطلاعات مهم

### ۲- مفهوم اطلاعات مهم

مطابق تعریف پارلمان اتحادیه اروپا، اطلاعات مهم «هرگونه پیشامد جدید در قلمرو فعالیت شرکت است که به واسطه تأثیر آن بر دارایی یا روند کلی کسب و کار شرکت به تغییر قابل توجه در قیمت اوراق بهادار شرکت منجر می‌شود»<sup>۱</sup> (Vanessa, 1999, p 328). همین تعریف عیناً در قانون بورس انگلستان تکرار شده است<sup>۲</sup> (Bushee and Leuz, 2005, p115). البته همانطور که از کاربرد واژه «may» در این مقرر نیز فهمیده می‌شود، صرف وجود احتمال متعارف بر وجود چنین اثری بر قیمت، برای «مهم» تلقی شدن اطلاعات کافی است و لازم نیست به یقین بدانیم که این اطلاعات قیمت اوراق بهادار را تغییر خواهد داد. البته، آنچه جوهره اطلاعات مهم را تشکیل می‌دهد، داشتن تأثیر «قابل توجه» بر قیمت اوراق بهادار است (Hargis, 2000, p 110). وصف قابلیت تأثیر قابل توجه در قیمت، اطلاعات مهم به مفهوم اخص کلمه را از دیگر اطلاعاتی که هر چند در تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله مؤثرند؛ لیکن در قیمت اوراق بهادار تأثیر چندانی ندارند، مانند اعلام سهامداران عمده، متمایز می‌کند (cheffins, 1997, p. 212). معیار تأثیر قابل توجه در قیمت واکنش یک سرمایه‌گذار متعارف است (Mayson, French and Rayan, 2007-2008, p 338). بدون شک، اطلاعاتی که بر قیمت مؤثرند به طریق اولی بر تصمیم به معامله هم نقش دارند. به همین دلیل ماده ۶ دستورالعمل افشا بیان می‌دارد که اطلاعات مهم عبارتند از «اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد».

### ۳- عدم قابلیت احصای اطلاعات مهم

وسعت و پیچیدگی دنیای تجارت اقتضا دارد که وظیفه اصلی قانونگذاران ارائه ملاک برای تعیین اطلاعات مهم باشد و نه حصر موارد آن، هر چند به عنوان ارشاد برخی از مصادیق آن را ذکر کنند (Ellickson, 2001, p25). زیرا هرگز نمی‌توان مصادیق اطلاعات مهم را احصا کرد. تدوین کنندگان دستورالعمل افشا نیز که از وجود چنین تفکری در ذهن قانونگذار امریکایی<sup>۳</sup> اطلاع داشته‌اند، هنگام نگارش برخی از مواد آن سعی کرده‌اند همین مفهوم را به حقوقدانان

1-Article 2 of EC Consolidated Admissions and Reporting Directive: "... Any major new developments in sphere of activity which may, by virtue of their effect on company's assets and liabilities or financial position or on the general course of its business, lead to substantial movements in the price of its shares". (Directive 2003/124/EC).

2- Rule 9-10 of Landon Stock Exchange listing Rules.

3- Section 13 (b)(1) of Securities Exchange Act.

ایرانی برسانند. از جمله اینکه ماده ۴ این دستورالعمل بیان می‌دارد: «... تشخیص سایر اطلاعاتی که مهم است ... به عهده ناشر است». سپس، با این پیش زمینه، ماده ۱۳ اعلام می‌کند «برخی از مصادیق اطلاعات مهم به شرح زیر است...».

#### ۴- نحوه افشاء: تفاوت فوریت در حقوق مدنی با حقوق اوراق بهادار

ویژگی قابلیت تأثیر قابل توجه بر قیمت، ایجاب می‌کند که اطلاعات مهم فوراً (Without "delay" or "as soon as possible") افشاء شود: امری که مورد توجه صدر ماده ۱۳ دستورالعمل افشاء و حقوق خارجی<sup>۱</sup> نیز بوده است. در حقوق خصوصی، فوریت مفهومی است عرفی و نه ریاضی و در مقابل درنگ به کار می‌رود (کاتوزیان، ۱۳۸۳، ص ۷۳). بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل افشاء که افشاء فوری را «... افشاء اطلاعات به محض آگاهی ناشر...» می‌داند، ترجمانی دیگر از این قاعده است. این مقرر از جهت هماهنگی با مبانی حقوق خصوصی قابل تأیید است؛ لیکن اصل سرعت در امور تجاری اقتضا دارد برای همین فوریت کوتاه مدت در بورس هم محدودیت قایل شویم. به همین دلیل، بهتر بود قواعد افشای اطلاعات در انگلستان<sup>۲</sup> که شرکت را ملزم می‌کند تا ترتیبی اتخاذ کند که اطلاعات را حداکثر تا پایان روز کاری بعد از آگاهی، روی سایت اینترنتی خود قرار دهد<sup>۳</sup> (Mayson, French and Rayan, 2007-2008, p 338) مورد پیروی قانونگذار ایرانی نیز قرار می‌گرفت.

#### ۵- شایعه

از فروع مبحث اطلاعات مهم، بحث شایعه (Rumor) است. شایعه در عالم واقع نوعی اطلاعات مهم است. چرا که بنابر احتمالی معقول بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. متنها چیزی که به آن عنوان شایعه می‌دهد، و مقتضای ذات آن محسوب می‌شود، این است که نه به طور رسمی منتشر شده و نه خود شرکت آن را تأیید یا تکذیب کرده است (Ellickson, 2001, p29). به دلیل همین عدم رسمیت است که دستورالعمل افشا از دادن عنوان اطلاعات به آن پرهیز کرده و از آن تحت عنوان «اخبار حاکی از اطلاعات مهم» یاد می‌کند. به تعبیر بند ۷ ماده ۱ این دستورالعمل، شایعه «اخبار حاکی از وجود اطلاعات مهم است که به طور غیررسمی منتشر شده و بوسیله ناشر تأیید یا تکذیب نشده و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر

1 - Paragraph 9.2 of London Stock Exchange Listing Rules, and Art 6 of EC Market Abuse Directive (Directive 2003/6/EC).

2 - Rule 2.2.1 of Disclosure and Transparency Rule as a part of Financial Service Act 2000.

۳. البته همزمان با قرار دادن اطلاعات در سایت، مطابق پاراگراف ۹،۱ قانون بورس، شرکت باید نسخه‌ای دیگر از اطلاعات را به دفتر اخذ اطلاعات بورس (company announcement office (CAO)) ارسال کند تا این دفتر اطلاعات مزبور را از طریق سرویس خبر الکترونیک خود در اختیار سرمایه‌گذاران بازار قرار دهد (Stamp, 1998, 262).

تأثیر با اهمیت داشته باشد.<sup>۱</sup> بنابراین، اگر یکی از نشریات معتبر مالی به دلیل قدرت بالا در کشف حقایق، خبر مربوط به کسب مجوز انحصاری تولید محصولی خاص را، قبل از اعلام بورس یا خود شرکت، منتشر کند، در حقوق اوراق بهادار این خبر را شایعه می‌نامیم هر چند که صحت داشته باشد.

#### ۶- واکنش نسبت به شایعه

وجود شایعه باعث خواهد شد تا قیمت اوراق بهادار از کنترل مراجع رسمی بازار خارج شده و تحت تأثیر مافیای رسانه‌ای قرار گیرد. همچنین این پدیده موجب فعالیت نامتعارف بازار در خصوص قیمت یا حجم داد و ستد اوراق بهادار یا هر دوی آن می‌شود. بدین سان، در صورت انتشار شایعه، ممکن است قیمت اوراق بهادار به هیچ‌وجه نشان‌دهنده ارزش واقعی آن نباشد (Goulding, 1996, p 163). انتشار شایعه و به دنبال آن فعالیت نامتعارف بازار به حدی مخرب است که دستورالعمل افشاء در مقام واکنش، آن را همانند اظهار خلاف واقع دانسته و حکم هر دو را در یک ماده بیان می‌کند: «در صورت انتشار شایعه یا گزارشی که حاوی اطلاعات خلاف واقع و یا گمراه کننده و یا مستندات جعلی باشد، ناشر مکلف است، بلافاصله اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را به سازمان ارسال و برای عموم افشاء نماید»<sup>۲</sup> (ماده ۱۴).

#### ۷- پیشنهاد به قانونگذار

در مورد واکنش نسبت به شایعه ذکر دو مطلب از بورس نیویورک<sup>۳</sup> مفید به نظر می‌رسد: اول اینکه اگر «اخبار حاکی از وجود اطلاعات مهم» فقط حالت پیش‌بینی داشته باشد؛ چنین اخباری فقط یک اظهار نظر محسوب شده و شرکت موظف به واکنش نسبت به آن نیست. دوم آنکه در مقام واکنش نسبت به شایعه، شرکت موظف است از طریق همان مجاری که شایعه به وسیله آنها منتشر شده اعم از نشریات مالی، سایت‌های اینترنتی ...، نسبت به آن اظهار نظر کرده یا توضیح دهد (Skousen, 1991, p 94).

1 - The same definition is given by Art 5 of EC Market Abuse Directive.

۲. مضمون این ماده در دومین اصل از اصول راهبردی بورس لندن در مورد افشاء اطلاعات (مصوب فوریه ۱۹۹۴ و اصلاحی فوریه ۱۹۹۵) و ماده (۱) ۶ دستور العمل اتحادیه اروپا در مورد سوء استفاده های بازار (Market Abuse Directive) نیز نقل شده است.

3- New York Securities Exchange (NYSE)

گنجاندن این مطالب در دستورالعمل افشاء به مقامات ذیصلاح ایرانی پیشنهاد می شود. چه اینکه، اولی شرکت را از تکلیف بیهوده در برخورد با شایعه رها می سازد و دومی برخورد شرکت با شایعه را کاراتر می کند.

### مبحث دوم: معافیت از افشا

#### ۸- وضعیت اضطراری شرکت

از مطالبی که تاکنون بیان شد اینگونه فهمیده می شود که 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 در باره محلی که سرمایه آنها به آنجا خواهد رفت، دریافت کنند (Burn, 2008, 142). اما، اجرای هر حقی منوط به این است که باعث ایراد ضرر ناروا به دیگری نشود و به تعبیر یکی از حقوقدانان ایرانی، ایراد ضرر ناروا به دیگری نقطه پایان حق است (کاتوزیان، ۱۳۸۵، ص ۴۲۴). معافیت موقت یا همان تأخیر در افشا یکی از مصادیق بارز چنین وضعیتی است. در مواردی که حقوق اوراق بهادار به طور موقت شرکتها را از افشای اطلاعات معاف می کند، وضعیت بازار به گونه ای است که در صورت انتشار اطلاعات، صدماتی جبران ناپذیر به شرکتها وارد خواهد شد. این صدمات به حدی است که حتی از زیانهای ناشی از عدم افشای اطلاعات به سهامداران نیز بیشتر خواهد بود (Stam, 1998, 263). در چنین شرایطی قواعد افشای اطلاعات آمریکا<sup>۱</sup> و انگلستان<sup>۲</sup> به شرکتها اجازه می دهد تا پایان وضعیت اضطراری از افشای اطلاعات خودداری کنند (Mayson, French and Rayan, 2007, p 338). با در نظر گرفتن این وضعیت است که ماده ۱۵ دستورالعمل افشا اعلام می کند «ناشر می تواند در موارد زیر، اطلاعات مهم را با الزام به عدم افشا، با تأخیر (پس از رفع محدودیت های ذیل) افشاء نماید...».

#### ۹- نحوه تفسیر ماده ۱۵

اگر اجباری بودن افشای اطلاعات مهم را به عنوان «اصل» بدانیم، معاذیری که به طور موقت این اصل را از اثر انداخته و بر آن حاکم می شود را باید به مثابه «استثنا» فرض کنیم. بنابراین، مواردی که شرکت می تواند افشا را به تأخیر اندازد، حصری است و در آن موارد باید به مورد نص اکتفا کرد. چنین تفسیری از ماده ۱۵ موافق با طبع مقررات حقوق اقتصادی است. چه اینکه، از جمله اهداف این بخش از حقوق حمایت از طرف ضعیف تر، که اینجا

1- Rule 5 of the SEC Fair Disclosure Rules 2000.

2- Rule 2.5.1 of Disclosure and Trading Rules (DTR).

سرمایه‌گذاران عادی بازارند، می‌باشد (باقری، ۱۳۸۵، ص ۷۰). تفسیر مضیق این ماده باعث خواهد شد تا شرکتها نتوانند به هر بهانه‌ای حق سرمایه‌گذاران عادی بر دانستن اوضاع و احوال آنها را زیرپا بگذارند. به این ترتیب، لازم است تا در ادامه این موارد منصوص بررسی شود:

#### ۱۰- ضرر یا عدم نفع مستقیم

مطابق بند الف ماده ۱۵، نخستین عذر برای تأخیر در افشا هنگامی است که «افشاء فوری موجب زیان یا عدم النفع با اهمیت برای ناشر شود». گاه ممکن است شرکت به طور غیرمنتظره در بحران یا درد سر قرار گیرد که خروج از آن مستلزم گذر زمان و دادن مهلت به شرکت باشد (Mayson, French and Rayan, 2007-2008, p 338). این فرض مورد توجه قوانین افشای اطلاعات اروپا<sup>۱</sup> و انگلستان نیز قرار گرفته<sup>۲</sup> و به عقیده برخی از مؤلفین، جلوگیری از صدمه به منافع مشروع (Legitimate Interest) شرکت در حل بحران است که موجب می‌شود تا حقوق اوراق بهادار به شرکت مهلت اعطا کند (Davise, 1997, 499). البته، همانطور که در بند الف ماده ۱۵ هم تأکید شده، زیان یا عدم‌النفع باید «با اهمیت» باشد و به هر بهانه‌ای نمی‌توان افشا را به تأخیر انداخت. منظور از «با اهمیت» بودن این است که در مقام مقایسه، ضرر وارده به شرکت در صورت افشا، بیشتر از ضرر معامله‌کنندگان احتمالی در صورت عدم افشا باشد. برای نمونه، یکی از مصادیق اطلاعات مهم دعاوی علیه شرکت است (بند الف ماده ۱۳ همان دستورالعمل). حال، اگر دعاوی کلاهبرداری علیه شرکت مطرح شود، در صورت انتشار خبر آن، طرفهای دیگر تجاری روابط خود را با شرکت کمتر کرده و اطمینان آنها به شرکت کاهش خواهد یافت. در این وضع، اگر شرکت بتواند قضیه را محرمانه نگه داشته تا با طرف مقابل دعوا صلح کند، از بحران خارج خواهد شد. همچنین ممکن است اطلاعات مورد نظر جزء اسرار تجاری شرکت باشد که در این صورت باید کماکان محرمانه باقی بماند والا سازمان بورس در صورت اجبار شرکت به افشا، مسئول جبران زیان وارده به آن خواهد بود (تبصره‌های ۱ و ۲ ماده ۱۶ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید).<sup>۳</sup>

1- Art3(a) of Market Abuse Directive(MAD).

2- Rule 2.5.3 of DTR.

۳. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی، مصوب ۱۳۸۸/۹/۲۵ مجلس شورای اسلامی که در تاریخ ۱۳۸۸/۱۰/۱۶ به تأیید شورای نگهبان رسیده است.



**۱۱- امر ناتمام**

دومین عذری که می‌تواند موجب تأخیر در افشا شود، طبق بند ب ماده ۱۵، هنگامی است که «ناشر در حال انجام مذاکره بوده و هنوز بر سر اصول آن توافق حاصل نشده باشد». چنین عذری که در قواعد اوراق بهادار اتحادیه اروپا<sup>۱</sup> و انگلستان<sup>۲</sup> نیز مورد اشاره قرار گرفته است به این دلیل به شرکت حق تأخیر می‌دهد که امکان دارد افشای زود هنگام یک مذاکره، مانند انعقاد قرارداد پیمانکاری یا سرمایه‌گذاری، اتمام موفقیت‌آمیز آن را با مشکل مواجه سازد (Stamp, 1998, p 263). علاوه بر این، ارزش چنین اطلاعاتی قابل تخمین نیست؛ زیرا مربوط به امر ناتمامی است که ممکن است هرگز محقق نشود (Davise, 1997, p499).

**۱۲- یاری رساندن به رقباء**

انگیزه حضور شرکتهای تجاری در بازار اوراق بهادار این است که با کسب وجهه و ایجاد این تصور که مورد اعتماد و اقبال جامعه هستند، بتوانند رونق کسب و کار خود را افزایش داده و با این روش بر رقبای خود برتری یابند. حال، اگر مقررات افشای اطلاعات در بورس به نحوی باشد که این هدف را معکوس کند و حضور در بورس را تبدیل به وسیله‌ای برای یاری رساندن رقبا در پی بردن به اطلاعات لازم برای پیروزی در رقابت کند و به این گونه به نفع شرکتهای رقیب تمام شود، فلسفه حضور در بورس کم رنگ شده یا از بین می‌رود. در این راستا، بند ج ماده ۱۵، همانند حقوق اتحادیه اروپا<sup>۳</sup> و انگلستان<sup>۴</sup>، سومین مورد از معاذیر تأخیر در افشا را هنگامی می‌داند که «افشاء فوری مزایای قابل توجه برای شرکت های رقیب فراهم کند». به عنوان مثال، افشای برنامه‌های مدیریت شرکت در مورد نحوه تسلط بر بازار فروش، باعث خواهد شد تا شرکتهای رقیب با اطلاع قبلی، بتوانند برنامه‌های شرکت را خنثی کنند (Pennington, 1990, p 235).

نکته مهم که در مورد پیشگیری از یاری رساندن به شرکت های رقیب شایان توجه است این که به عقیده برخی صاحب نظران، هنگامی می‌توان در این موارد اطلاعات را محرمانه تلقی کرد و افشای آن را به تأخیر انداخت که دسترسی رقبا به اطلاعات از سایر منابع امکان پذیر نباشد. در غیر این صورت، شرکت ملزم به افشای آن است (Sealy, 1992, p 197). متأسفانه، این امر در دستورالعمل افشا ذکر نشده و تصویب آن به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود.

---

1- Art 3(b) of MAD.

2- Rule 2.5.4 of DTR.

3-Art 3(c) of MAD.

4- Rule 2.5.5 of DTR.

### ۱۳- حفاظت از اطلاعات

محرمانه نگه داشتن اطلاعات شرط ضروری اعطای مجوز برای تأخیر در افشا است. چه اینکه، این امر منطقی به نظر نمی‌رسد که از یک طرف به بهانه جلوگیری از ضرر شرکت اطلاعات به بازار فرستاده نشود؛ و از طرفی دیگر، عده‌ای که به دلیل انجام وظیفه این اطلاعات را در اختیار دارند، از این فرصت بهره برده و اقدام به سوء استفاده از اطلاعات کنند<sup>۱</sup> (Armour and Michel, 2007, p 450). در حقوق ایران، وظیفه شرکت به محرمانه نگه داشتن اطلاعات، از واژه «الزام به عدم افشا» که در ماده ۱۵ دستورالعمل افشا به عنوان شرط اعطای مجوز تأخیر یاد شده، و از وظایفی که ماده ۱۷ این دستورالعمل برای «... جلوگیری از انتشار اطلاعات افشا نشده...» مقرر می‌کند، فهمیده می‌شود. به هر حال، در حقوق اوراق بهادار، شرکت برای حفاظت از اطلاعاتی که محرمانه نگه داشته شده، ملزم به رعایت دو امر است:

#### الف- کنترل اطلاعات

نخستین گام در این زمینه که در حقوق انگلستان نیز به آن اشاره شده<sup>۲</sup>، آن است که شرکت نهایت تلاش خود را انجام دهد تا اطلاعات مزبور فقط در دسترس کسانی قرار گیرد که برای انجام امور، ناگزیر است آنها را نیز در جریان اطلاعات قرار دهد (Davise, 1997, p 499). در همین راستا است که بند الف ماده ۱۷ دستورالعمل فوق مقرر می‌دارد در آن وضعیت باید «دسترسی به اطلاعات مزبور محدود به مدیران و کارکنان ذی صلاح ناشر باشد و این اطلاعات صرفاً در ارتباط با وظایف و مسئولیت اشخاص در اختیار آنها قرار گیرد». توجه به این نکته ضروری است که نباید به ظاهر مقرر فوق اعتماد کرد. چه اینکه، افرادی که در این شرایط محرم اطلاعات محسوب می‌شوند، ممکن است محدود به کارکنان ناشر نباشند و مدیران و کارکنان طرف مقابل شرکت که با آن در حال مذاکره است، مشاورین آنها و هر کس دیگر که ممکن است در قضیه درگیر باشد نیز داخل در این گروه محسوب شوند<sup>۳</sup>

۱. دارندگان اطلاعات نهانی ممکن است شخصاً براساس این اطلاعات اوراق بهادار مربوطه را خرید و فروش کرده، دیگران را به انجام معامله اوراق مزبور تشویق کرده و یا اینکه خود اطلاعات نهانی را در ازای مبلغی برای اشخاص غیر مرتبط بازگو کنند. برای بررسی تفصیلی استفاده‌های سه گانه از اطلاعات نهانی ر.ک. قاسمی حامد، عباس و نوروزی، محمد، «استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار»، مجله تحقیقات حقوقی دانشگاه شهید بهشتی، ش ۵۳، تابستان ۱۳۹۰، صص ۳۷-۹.

2- London Stock Exchange Listing Rule. Para 9.5.

۳. اصولاً دارنده اطلاعات نهانی هر شخصی است که به دلیل موقعیت ویژه خود نزد شرکت، می‌تواند از اطلاعات نهانی آن آگاهی یابد. اگر چه اکثر موارد این افراد داخلی شرکت (مانند مدیران، کارمندان ارشد، حسابداران، بازرسان و سهامداران عمده) هستند که از این اطلاعات با خبرند، اما گاهی وجود قرارداد با شرکتهای دیگر باعث می‌شود تا برخی کارکنان شرکت طرف قرارداد نیز (در محدوده موضوع آن قرارداد مشترک) از اطلاعات نهانی شرکت اول آگاه شوند. برای مطالعه تفصیلی در مورد افراد مختلفی که دارنده اطلاعات نهانی شرکت محسوب می‌شوند ر.ک. جنیدی، لعی و نوروزی محمد، «شناخت

(Stamp, 1998, p 263)؛ امری که باید مورد توجه تهیه‌کنندگان دستورالعمل افشا هنگام نگارش مقررره فوق قرار می‌گرفت.

#### ب- کنترل دارندگان اطلاعات

گام دوم این است که شرکت نهایت تلاش خود را در جهت جلوگیری از سوء استفاده افراد مزبور از اطلاعات نهانی انجام دهد. بنابراین، شرکت باید افراد آگاه از اطلاعات را در مورد اوضاع و احوال خاص قضیه توجیه کرده و لزوم محرمانه نگه داشتن اطلاعات و منع استفاده شخصی از آن را به آنها گوشزد کند (Dine, 2001, p 271). این وظیفه که هفتمین اصل از اصول راهبردی بورس لندن نیز بر آن تأکید می‌ورزد، به این معنی است که شرکت موظف است این افراد را متعهد به «رازداری» (Confidentiality) کرده و مقدمات لازم برای تضمین این رازداری را نیز فراهم آورد (Mayson, French and Rayan, 2007-2008, p 338). برای رعایت این امر در حقوق ایران، دستورالعمل افشا ناشر اوراق بهادار را مکلف می‌کند «در صورتی که لازم باشد اطلاعات مزبور در اختیار کارکنان، وکلا،... قرار گیرد، نهانی بودن آن اطلاعات و ممنوعیت استفاده شخصی از آنها در داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی به آنها تأکید شود».

#### ۱۴- واکنش شرکت نسبت به افشاء ناخواسته

طی مدت تأخیر در افشا، شرکت موظف است فعالیت بازار را در مورد اوراق بهادار خود تحت نظر بگیرد. در این دوران، با در نظر گرفتن این مطلب که هنوز آن اطلاعات خاص به بازار منتقل نشده، هرگونه فعالیت نامتعارف بازار در قیمت یا حجم داد و ستد اوراق بهادار شرکت به معنی انتشار ناخواسته اطلاعات خواهد بود (Plott and Sunder, 1982, p 328). در صورت رخ دادن این اتفاق، بین نویسندگان در حقوق انگلستان اختلاف نظر وجود دارد: برخی بر این باورند که ناشر اوراق بهادار باید توقف نماد معاملاتی خود در بورس را تقاضا کند تا از سوء استفاده اطلاعاتی در معاملات اوراق بهادار خود جلوگیری کند و در عین حال کماکان بتواند با محرمانه نگه داشتن اطلاعات از افشاء آن به بورس خودداری کرده و برای حل مشکل خود فرصت کافی در اختیار داشته باشد (Mayson, French and Rayan, 2007-2008, p338).

در مقابل، عده‌ای دیگر معتقدند در حالتی که عده‌ای غیر از افراد ذی صلاح از اطلاعات آگاهی یابند، دیگر عنوان «محرمانه» بودن بر آن صدق نمی‌کند تا بتوان بر مخفی نگه داشتن آن اصرار ورزید. پس شرکت باید اطلاعات را برای همه منتشر کند (Armour, 2007. P453).  
گفتنی است که قواعد بورس لندن<sup>۱</sup> نظر دسته اول را پذیرفته است.

### ۱۵- ارزیابی نظرات و تبیین جایگاه حقوق ایران

رویکرد حقوق انگلیس و تمایل آن به توقف نماد معاملاتی، اگر چه در نگاه اول مطلوب به نظر می‌رسد اما دارای اشکال است. زیرا هدف از عدم افشا به بورس، محرمانه نگه داشتن اطلاعات به منظور رهایی از مشکلات است. حال، اگر اطلاعات به طور ناخواسته و غیرقانونی نزد عده زیادی از افراد منتشر شود، به نحوی که موجب تبعیض اطلاعاتی علیه عده ای دیگر شود که اطلاعات را نمی‌دانند، هم هدف شرکت در محرمانه نگه داشتن اطلاعات از بین رفته و هم ادامه این وضع به سرمایه‌گذاران عادی بازار صدمه خواهد زد (Stamp, 1998, p 263). بنابراین، بهترین کار در این حالت آن است که اطلاعات فوراً افشا شود. همین راه حل است که بوسیله حقوق اتحادیه اروپا برگزیده شده است<sup>۲</sup> (Hannsen and Moalem, 2009, p235). در این راستا، ماده ۱۶ دستورالعمل افشا مقرر می‌دارد: «در صورتی که تأخیر در افشاء اطلاعات منجر به اشاعه اطلاعات مزبور یا داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی یا فعالیت نامتعارف بازار شود، ناشر مکلف به افشاء فوری آن است». در نتیجه، دیدگاه حقوق ایران به دلیل ارائه راه‌حل صحیح، قابل قبول به نظر می‌رسد.

### گفتار دوم: گزارشها و صورت های مالی

#### ۱۶- ماهیت گزارش های مالی

اطلاعاتی که نحوه افشای آنها در گفتار قبلی بررسی شد، مربوط به رویدادهایی بودند که تأثیر فوق‌العاده آنها بر قیمت اوراق بهادار به حدی بود که نمی‌توان برای افشای آنها تا پایان دوره‌های سه ماهه حسابرسی منتظر ماند. به همین دلیل، حقوق اوراق بهادار دستور به افشای فوری آنها می‌دهد (Mann, 1993, p 72). اما گزارشها و صورت های مالی دوره‌ای که در این گفتار مورد مطالعه قرار می‌گیرد، برخلاف اطلاعات مهم، جنبه رویدادی ندارد و در نفس الامر بررسی و مرور عملکرد شرکت در یک دوره زمانی مشخص و نتایج آن و جایگاه مالی شرکت

1- Para 2.2.9 of Listing Rules.

2- Art 6(3) of MAD.

در پایان دوره مربوطه است، هر چند که برای تهیه آنها از اطلاعات مهم استفاده می‌شود<sup>۱</sup> (Burn, op.cit, 144).

### ۱۷- لزوم رعایت معیارهای واحد حسابرسی

مفصل بودن گزارش‌های دوره‌ای ایجاب می‌کند که برای فهم و یکسان‌سازی، تمامی آنها با معیارهای حسابرسی واحد ارائه شوند (Friedman, 2006, p 17). بنابراین، مواد ۴۱ و ۴۲ قانون بازار اوراق بهادار ایران (قانون بورس) شرکتها را موظف می‌کند تا اطلاعات جامع فعالیت خود را براساس «استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی کشور» و «آئین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی که بوسیله سازمان بورس ابلاغ می‌شود» تهیه کنند. این قاعده جنبه فراملی دارد و برای نمونه، هم قانون معاملات اوراق بهادار امریکا<sup>۲</sup> به آن اشاره کرده و هم قواعد بورس انگلستان<sup>۳</sup> تاکید کرده‌اند که گزارشهای مالی باید حتما مطابق با قانون انگلستان بر اساس اصول پذیرفته شده حسابرسی (Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) انگلیس، امریکا یا معیارهای حسابرسی بین‌المللی باشد) (Bartos, Jeapes and King, 2006, p43).

### ۱۸- گزارش‌های سالانه

گزارش سالانه جمع‌کننده گزارش‌های میان دوره‌ای است و جزئیات و محتویات آن بوسیله مقامات ذی صلاح هر کشور با توجه به ضوابط حسابرسی آن معین می‌شود (جهانخاهی و پارسائیان، ۱۳۷۴، ص ۱۲۸). برای نمونه، در حقوق ایالات متحده امریکا، کمیسیون اوراق بهادار این کشور ضمن انتشار فرمی موسوم به «10-k» مواردی را که باید در گزارش‌های سالیانه منعکس شود، بیان کرده (Skousen, 1991, p 100) و در انگلستان قواعد بورس<sup>۴</sup> و قانون شرکتها<sup>۵</sup> به این مسئله پرداخته و در حقوق ایران ماده ۷ دستورالعمل افشا ضوابط این نوع از گزارش را معین کرده است. اگر چه ممکن است بر سر جزئیات افشا بین نظام‌های مختلف حقوقی اختلاف نظر وجود داشته باشد، اما نکته‌ای که همه آنها در آن متفق هستند این است که در صورتی که گزارش‌های مالی، علی‌رغم کامل بودن، باز هم ابهاماتی در تصویر شرکت ایجاد کند، بورس حق داشته باشد که در آن مورد از شرکت تقاضای توضیح بیشتر کند (کدخدایی، ۱۳۷۸، ص ۷۷). به

۱. از تفاوت‌های بارز این دو آن است که، برخلاف گزارش اطلاعات مهم، تهیه گزارشهای مالی دوره‌ای مستلزم صرف وقت و هزینه بسیار است.

2 - Section 13 (b)(b) of Securities Exchange Act.

3 - Paragraph 17.3 of Listing Rules.

4 - Paragraph 12 of Listing Rules.

5 - Section 855 (1)(a).

عبارت بهتر، ماده ۱۸ دستورالعمل افشا که ناشرین اوراق بهادار را موظف می‌کند تا «... سایر اطلاعات مورد درخواست سازمان را افشاء نمایند»، پیرو نظر حقوقدانان انگلیسی<sup>۱</sup> و قانونگذار امریکایی<sup>۲</sup> در خصوص اختیار بورس بر اخذ توضیحات تکمیلی است.

### ۱۹- گزارش‌های میان دوره‌ای

امور تجاری شرکت‌های بزرگ سهامی عام به حدی وسیع بوده و به سرعت انجام می‌پذیرد که به هیچ وجه نمی‌توان برای تصمیم به معامله اوراق بهادار آنها تا پایان سال مالی صبر کرد. به همین دلیل، حقوق اوراق بهادار شرکتها را ملزم به ارائه گزارش‌های میان دوره‌ای سه ماهه راجع به وضعیت مالی خود می‌کند (Davise, 1997, 483). در مقررات ایران در مورد محتوی گزارش‌های میان دوره‌ای صریحاً سخنی به میان نیامده است. اما هم رویه عملی و هم نظریه حقوقدانان غربی بر آن است که محتوی این گزارشها همان اطلاعات و ارقام مندرج در گزارش سالانه است (Stamp, 1998, 287). برای سه ماهه چهارم گزارشی جداگانه تهیه نمی‌شود و جزیی از گزارش سالانه است (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵، ص ۱۳۱). همانند آنچه در مورد گزارش‌های سالانه گفته شد، جزئیات گزارشهای سه ماهه نیز در هر نظام حقوقی متفاوت است. برای نمونه در حقوق ایران بند ۳ ماده ۷ دستورالعمل افشا مهلت تهیه این گزارش را ۳۰ روز می‌داند در حالی که در فرم «10Q» کمیسیون اوراق بهادار آمریکا، این مهلت ۴۰ روز تعیین شده است (Smith, Morreale and Mariani, 2008, p478).

### گفتار سوم: مجامع عمومی

#### ۲۰- اهمیت موضوع

تصمیمات مجامع عمومی در ذات مصداقی از اطلاعات مهم است و از این رو است که ماده ۹ دستورالعمل «افشاء فوری» آن را لازم می‌داند. اما بی‌گمان این تصمیمات برجسته‌ترین گونه اطلاعات مهم محسوب می‌شوند. چه اینکه، گاه ممکن است سرنوشت شرکتی در گرو تصمیمات مجامع عمومی آن قرار گیرد. این امر موجب شده است تا دستورالعمل افشا به پیروی از ضوابط افشای اطلاعات بورس نیویورک (Ellikson, 2001, p42) نحوه افشاء اطلاعات مربوط به مجامع عمومی را در بخشی جداگانه بیان کند. در انگلستان نیز برخی مؤلفین تعهد به ارائه اطلاعات مهم را «تعهد عام افشاء» و تعهد به ارائه اطلاعات مربوط به تصمیمات مجامع

1 - Including Stamp, Mark, op.cit, p283.

2 - Section 13 (G)(5) of Securities Exchange Act.

۳. در این کشور، اطلاعات ارائه شده به کمیسیون در نشریات عمومی بورس همچون SEC Monthly Report - SEC Annual Report منتشر می‌شود (کدخدایی، ۱۳۷۸، ص ۷۶۹).

عمومی را «تعهد خاص افشاء» می‌نامند تا نشان‌دهنده اهمیت ویژه این بخش از اطلاعات باشد (Stamp, 1998, 265).

#### ۲۱- اهم موارد افشا

به هر حال، در حقوق ایران، «ناشر موظف است... زمان، تاریخ، محل تشکیل... و موضوعات مهم دستور جلسه... از قبیل انتخاب اعضاء هیأت مدیره... تقسیم سود و اندوخته‌ها و تغییر موضوع فعالیت...» را از ۱۰ روز قبل از برگزاری مجامع عمومی «... در روزنامه‌های کثیرالانتشار و سایت اینترنتی خود...» درج کند (ماده ۸ دستورالعمل) و «... علاوه بر افشاء فوری تصمیمات مجامع عمومی خود، حداکثر ظرف مدت یک هفته پس از برگزاری مجامع عمومی، متنی از صورت جلسه مورد تأیید هیات رئیسه مجمع را افشاء نماید» (ماده ۹).

#### ۲۲- ضمانت اجرا

در حقوق ایران مهم‌ترین ضمانت اجرای در نظر گرفته شده برای عدم ارائه صحیح اطلاعات به بورس، همان ضمانت اجرای عام کیفری حبس (از ۱ تا ۶ ماه) و/ یا جزای نقدی (معادل یک تا سه برابر سود به دست آمده یا ضرر متحمل نشده) است که تبصره ۳ ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار معین کرده است. اگر چه وجود ضمانت اجرای کیفری می‌تواند عامل باز دارنده مناسب برای تخلف از تعهد به ارائه اطلاعات به بورس تلقی شود، اما اثر بازدارنده هنگامی قوی تر خواهد شد که همراه با ضمانت اجرای انتظامی نیز باشد؛ امری که در حقوق اوراق بهادار انگلستان به آن پرداخته شده و ضمانت اجراهای سه گانه این کشور به صرف عدم افشاء اطلاعات اعمال خواهد شد؛ حتی اگر هیچ تقلبی با استفاده از اطلاعات افشاء نشده صورت نگیرد و سرمایه گذاران عادی به واسطه عدم آگاهی از اطلاعات منتشر نشده در معاملات اوراق بهادار متضرر نشوند. این ضمانت اجراها عبارتند از:

۱- بورس بعد از اینکه به شرکت فرصت لازم برای توضیح در مورد عدم افشاء اطلاعات را داد و از توضیح قانع نشد خودش رأساً اقدام به انتشار اطلاعات کند<sup>۲</sup> (Stamp, 1998, p288).

۲- توبیخ خصوصی یا علنی ناشر و یا مدیران آن<sup>۳</sup> (Friedman and Grose, 2006, p16).

۱. بنابراین، ماده ۹۸ لایحه اصلاحی قانون تجارت که فاصله زمانی ۱۰ الی ۴۰ روزه را بین نشر آگهی و تشکیل مجمع مقرر کرده بود، در مورد شرکت های حاضر در بورس نسخ ضمنی شده است.

2- Rule 1 of Listing Rules.

3- Rule 1.4.1 of DTR.

۳- تعلیق یا لغو مجوز پذیرش در بورس<sup>۱</sup> و سلب اهلیت از مدیران متخلف برای مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس<sup>۲</sup> (Mayson, French and Rayan, 2007-2008, p 114).

در حقوق ایران نیز دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۳</sup> ضمانت های اجرایی مشابه را اعمال می کند. به موجب ماده ۲۱ این دستورالعمل، در صورت تخلف از تعهد به دادن اطلاعات در بورس، «تنبیهاات انضباطی شامل موارد زیر است:

- ۱- تذکر کتبی به ناشر و مدیران ارشد آن؛
- ۲- تذکر کتبی به ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده؛
- ۳- اخطار کتبی به ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده؛
- ۴- تذکر کتبی به سهامدار/ سهامداران عمده ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده؛
- ۵- اخطار کتبی به سهامدار/ سهامداران عمده ناشر و مدیران ارشد آن با درج در پرونده؛
- ۶- محرومیت از انجام تمام یا بخشی از فعالیت ها، تعلیق یا لغو مجوز ناشر و یا سهامدار/ سهامداران عمده ناشر در صورتی که ناشر یا سهامدار عمده آن نهاد مالی باشد؛
- ۷- سلب صلاحیت مدیران ناشر، در صورتی که ناشر یا سهامدار عمده آن نهاد مالی باشد؛
- ۸- توقف موقت معاملات ناشر در بورس؛
- ۹- تعلیق یا لغو پذیرش اوراق بهادار ناشر در بورس؛
- ۱۰- اعلام عمومی آراء انضباطی صادره».

### ۲۳- نتیجه گیری و پیشنهاد

از بررسی نظام افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار ایران، نتایج زیر حاصل می شود:

- ۱- در نظام افشای اطلاعات، قانونگذاران بیشترین تأکید خود را بر انتشار «اطلاعات مهم» دارند؛ زیرا این اطلاعات مهم به طور مستقیم باعث تغییرات قابل توجه در قیمت اوراق بهادار می شوند و به دلیل همین تأثیر قابل توجه است که باید فوراً افشا شوند. اما نکته ای که در بند ۵ ماده ۱ دستورالعمل افشای اطلاعات فراموش شده این است که اصل سرعت در امور تجاری اقتضا دارد که برای همین فوریت کوتاه مدت در بورس هم محدودیت قایل شد و حداکثر زمان آن پایان روز کاری بعد از آگاهی شرکت از اطلاعات دانست.
- ۲- یکی از اقسام اطلاعات مهم و تأثیرگذار در قیمت اوراق بهادار شایعه است که به این دلیل چنین عنوانی را به خود گرفته که نه به طور رسمی منتشر شده و نه اینکه خود شرکت آن را تأیید یا تکذیب کرده است. رواج شایعات باعث خواهد شد تا قیمت اوراق بهادار از کنترل مراجع رسمی بازار خارج شده و تحت تأثیر مافیای رسانه ای قرار گیرد. به همین دلیل، ماده ۱۴ دستورالعمل افشای اطلاعات، ناشرین را موظف می کند تا بلافاصله توضیحات کافی را در

1- Rule 2 of Listing Rules.

2- Section 9 of Company Directors Disqualification Act 1986.

۳. مصوب ۱۳۸۷/۱۱/۲۱ هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.



خصوص آن برای سازمان بورس و عموم سرمایه گذاران اداء نمایند. اما آنچه که در این مقرر فراموش شده این است که ناشر موظف است از همان مجاری که شایعه به وسیله آنها منتشر شده اعم از نشریات مالی، سایت های اینترنتی، ... نسبت به آن ادای توضیح یا اظهار نظر کند.

۳- موارد اضطراری مزبور در ماده ۱۵ دستورالعمل افشا را، که در آنها شرکت (ناشر) به طور موقت از انتشار اطلاعات معاف است، باید تفسیر مضیق کرد. در غیر این صورت، ناشرین می توانند به هر بهانه ای حق سرمایه گذاران عادی بر دانستن اوضاع و احوال آنها را زیر پا بگذارند و این امر با طبع مقررات حقوق اقتصادی که هدف آنها حمایت از طرف ضعیف تر (مثل سرمایه گذاران عادی) است، مخالفت دارد. به هر حال، موضوع ماده ۱۶ دستورالعمل افشا که، در صورت انتشار ناخواسته اطلاعات نهانی، ناشر را مکلف به افشای فوری آن می کند قابل قبول به نظر می رسد. زیرا در چنین وضعی هم هدف شرکت در محرمانه نگه داشتن اطلاعات از بین رفته و هم ادامه این وضع به سرمایه گذاران عادی بازار صدمه خواهد زد.

۴- گزارشها و صورت های مالی که در واقع جمع بندی و مروری بر اطلاعات مهم شرکت در یک دوره مالی معین و نشانه برآیند آن بر وضعیت مالی شرکت است، معمولاً مفصل و دارای حجمی زیاد است و از این رو برای راحتی فهم، همه آنها باید تحت معیارهای واحد حسابداری و حسابرسی که بوسیله سازمان های بورس تعیین می شود، افشا شوند. به علاوه، این سازمانها، حتی پس از ارائه صحیح این گزارشها، حق مطالبه توضیحات بیشتر در مورد آن را از شرکت دارند. به دلیل وسعت امور تجاری شرکت های بزرگ سهامی عام، این گزارشها باید هر سه ماه یک بار به بورس ارائه شود؛ لیکن برای سه ماهه چهارم گزارش جداگانه تهیه نشده و جزیی از گزارش سالانه است.

۵- تصمیمات مجامع عمومی صاحبان سهام، از آن جا که ممکن است سرنوشت شرکتی را تغییر دهد، مهم ترین گونه اطلاعات مهم است. بنابراین، اکثر قانونگذاران دنیا فصلی جداگانه را به نحوه انتشار اخبار مربوط به این مجامع (از چگونگی دعوت صاحبان سهام گرفته تا نحوه انتشار تصمیمات آن) اختصاص می دهند. به هر حال، دولتها برای جلوگیری از تخلف تعهد به ارائه صحیح اطلاعات به بورس، علاوه بر مجازات های کیفری، تنبیهات متنوع انضباطی را نیز پیش بینی کرده اند.

## منابع و مأخذ

## الف- فارسی

۱. باقری، محمود، (۱۳۸۵)، الف)، نسبت عدالت توزیعی و تصحیحی در توزیع خطر میان دو طرف قرارداد غیرقانونی، مجله حقوق تطبیقی، دوره جدید، شماره ۲، صص ۲۵۱-۲۱۵.
۲. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۳)، قواعد عمومی قراردادها، جلد پنجم، چاپ ششم، تهران: شرکت سهامی انتشار.
۳. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۵)، الزامهای خارج از قرارداد (ضمان قهری)، جلد اول، چاپ پنجم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۴. جهانخانی، علی و پارساییان، علی، (۱۳۷۴)، بورس اوراق بهادار، چاپ اول، تهران: انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۵. کدخدایی، حسین، (۱۳۷۸)، مبانی مقررات بازار سرمایه، چاپ اول، تهران: بیمه مرکزی ایران.

## ب- خارجی

- 1- Armour, John, (2007), **The proprietary foundations of corporate law**, 27 Oxford Journal of Legal Studies 1, pp.429-462.
- 2-Bartos, Jim Jeapes, Esther and Khng, Peter, (2006), **Obligation of issuers with full listings US/EEA comparative review**, 1 Capital Market Law Journal 1, p.32-53.
- 3- Bushee, B.J and Leuz, (2005), **Economic consequences of SEC disclosure regulator: Evidennce from the OTC bulletin board**, 39 Journal of Accounting and Economics 2, pp.112-150.
- 4- Burn , Lachlan , (2008) , « **Disclosure in the EEA securities market-making sense of the puzzle** », Capital Market Law Journal.V3.No.2.
- 5- Cheffins , Brian . R, (1997), **Company law, Theory, Structure and operation**, oxford, University of British Columbia , Clarendon press.
- 6- Davise, Paul L, (1997), **Gower's Principles of Modern Company Law**, sixth edition, oxford, Sweet and Maxwell.
- 7- Dine , Janet, (2001), **Company Law** , Fourth edition, palgrave.
- 8- Ellickson,R.C, (2001),**The market for social norms**, 3 American Law and Economic Review 1, pp.1-49.
- 9- Friedman, Felice B and Grose, Claire, (2006), **Promoting access to primary equity markets: A legal and regulatory approach**, <http://econ.worldbank.org>, working paper 3892.
- 10- Goulding, Simon, (1996), **Principles of company law**, second edition, London, cavadish.
- 11- Hansen, Jasper Leu and Moalem, David, (2009), **The MAD disclosure regime and the two fold notion of inside information: the available solution**, 4Capital Market Law Journal3, pp.323-340.
- 12-Hargis,K, (2000), **International cross-listing and stock market development in emerging economies**, 9 International Review of Economics and Finance1, pp.101-122.
- 13-Mann, MD, (1993), **What Constitutes a successful securities regulatory regim?**, 3 Australian Journal of Corporate Law 2, pp.60-95.
- 14-Mayson, Stephen French, Derek and Ryan, Christopher, (2007- 2008), **Company Law**, 24 edition, Oxford university press.
- 15-Pennington, Robert. R, (1990), **Pennington's company law**, Sixth edition, London, Butterworth.
- 16-Plott, Charles R, and Sunder Shyam, (1982), **Efficiency of Experimental Security Markets with Insider Information: An Application of Rational Expectations models**, 90 Journal of Political Economy 663 , pp 302- 335.
- 17-Sealy , I. s (1992), **Case and Materials in company law**, Fifth edition, London, Butterworths.
- 18-Skousen , Ferd. L ,(1991), **An Introduction to The SEC**, 5 th Edition , Cincinnati , Ohio , South-western Publishing Co.
- 19-Stamp, Mark , (1998), **Practical Company Law** , London, sweet and Maxwell.
- 20- vansson, Edward, (1999), **EC company law** , First edition, New York, Oxford university press.

---

از این نویسنده تاکنون مقالات زیر در همین فصلنامه منتشر شده است:  
«نگاهی اجمالی به نظریه های ذهنی و عینی در سببیت عقود» سال ۱۳۸۹، شماره ۱۰۱؛ «نظارت  
پذیری هیأت‌های رسیدگی به تخلفات اداری» سال ۱۳۸۹، شماره ۴.