

مطالعه‌ی تطبیقی تعهد ایجابی ناشران اوراق بهادار به افشای اطلاعات در حقوق ایران و آمریکا

مرتضی شهیدی^۱

محسن شمس الهی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۴/۰۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۱/۱۵

چکیده

مطابق مواد ۴۰ و ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی، ناشران اوراق بهادار حسب ترتیبات مقرر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، مکلف به افشای اطلاعات در بازارهای اولیه و ثانویه شده‌اند. این تکلیف شامل؛ دو جنبه‌ی سلبی و ایجابی است. در خصوص جنبه‌ی سلبی این تعهد که شامل؛ تعهد ناشر به عدم افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده است، تردیدی نیست. اما پذیرش جنبه‌ی ایجابی این تعهد به طور عام که به معنای تعهد ناشر به افشای همه‌ی اطلاعاتی است که ممکن است بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد، محل بحث است. خصوصاً این که در رویه‌ی قضایی آمریکا تعهد ایجابی ناشر به افشای همه‌ی اطلاعات مهم پذیرفته نشده است. در این مقاله این موضوع به صورت تطبیقی در حقوق قراردادها و حقوق اوراق بهادار مورد بررسی قرار خواهد گرفت که آیا در حقوق ایران، عموم تعهد ایجابی ناشر پذیرفته شده است یا خیر؟ علاوه بر این به فرض پذیرش عموم این تعهد، بررسی خواهد شد که چه ضابطه‌ای برای تشخیص اطلاعات موضوع افشا وجود دارد و افشا در چه زمانی باید به عمل آید؟ اجمالاً به نظر می‌رسد با توجه به ضرورت‌های موجود در بازار سرمایه ایران، و نیز با توجه به قانون بازار اوراق بهادار و دستورالعمل‌های مربوط به افشای اطلاعات در بازارهای اولیه و ثانویه، برخلاف رویه‌ی حاکم بر بازار سرمایه ایالات متحده‌ی آمریکا، ناشر ایرانی مکلف به افشای فوری اطلاعات است و تعهد وی محدود به اطلاعاتی است که به میزان قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران و یا قیمت اوراق بهادار اثرگذار باشد.

کلیدواژه‌ها: بازار اولیه و ثانویه، افشای اطلاعات، تعهد ایجابی، فوریت افشا، اطلاعات مهم

^۱ استادیار گروه حقوق خصوصی دانشگاه علوم قضایی، تهران، ایران.

^۲ (نویسنده مسئول) دانش آموخته دکتری گروه حقوق خصوصی دانشگاه علوم قضایی، تهران، ایران.

مقدمه

مطابق مواد ۴۰ و ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار ناشران مکلف به افشای اطلاعات در بازار اولیه و ثانویه شده‌اند. در حقوق آمریکا نیز در بازار اولیه، ناشران مطابق قانون اوراق بهادار^۱ ۱۹۳۳ مکلف به تکمیل و انتشار بیانیه‌ی ثبت^۲ و اعلامیه‌ی پذیره‌نویسی شده‌اند و ارائه‌ی برخی اطلاعات در آن الزامی است. در بازار ثانویه نیز مطابق قانون بورس اوراق بهادار^۳ ۱۹۳۴ شرکت‌ها مکلف به افشای اطلاعات خود طی گزارشات دوره‌ای شده‌اند. هدف اصلی از تحمیل این تکلیف بر ناشران، آگاه سازی سرمایه‌گذاران و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای ایشان در خصوص معامله اوراق بهادار است.

اطلاعاتی که افشای آن‌ها مطابق مقررات اوراق بهادار ضروری است، در واقع اوصاف شرکتی است که سهام آن مورد معامله واقع می‌شود. این اوصاف ممکن است مربوط به شرکتی باشد که سهام آن منتشر شده است یا به عوامل بیرونی مربوط باشد که به هر نحو بر ارزش اوراق بهادار شرکت اثرگذار بوده و دسترسی به اطلاعات مربوط به آن برای سرمایه‌گذاران عادی ممکن نیست. بنابراین منظور از تعهد به ارائه‌ی اطلاعات، تعهد به اعلام آن دست از اوصاف اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران است که ممکن است بر ارزش آن اثرگذار باشد. در عین حال آنچه در مقررات اوراق بهادار پیش بینی شده است مشتمل بر تکلیف ناشر بر اعلام اطلاعات به سرمایه‌گذاران به طور مستقیم نیست. بلکه ناشران اطلاعات را از طریق سامانه کدال در دسترس عموم قرار می‌دهد. به همین دلیل است که در معاملات سهام به جای تعهد به ارائه‌ی اطلاعات از تعهد به افشای اطلاعات^۴ سخن گفته می‌شود.

برای تحقق هدف اصلی الزامات مربوط به افشای اطلاعات در قوانین و مقررات مربوط به اوراق بهادار، که همان ایجاد زمینه‌ی لازم برای تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران است، لازم

^۱ - Securities Act of 1933

^۲ - Registration Statement

^۳ - Securities Exchange Act of 1934

^۴ - Duty to Disclose

است که اولاً کلیه‌ی اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری آنها افشا گردد. ثانیاً اطلاعاتی که از سوی ناشر افشا می‌شود، صحیح باشد. بنابراین، این تعهد دارای دو جنبه‌ی سلبی و ایجابی است. منظور از جنبه‌ی سلبی تعهد، این است که کلیه‌ی اطلاعاتی را که ناشر به طور عمومی افشا می‌کند، نباید نادرست و گمراه‌کننده باشد. در مقابل، منظور از جنبه‌ی ایجابی این تعهد این است که ناشر مکلف است کلیه‌ی اطلاعاتی را که ممکن است اثر با اهمیتی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، افشا کند، و عدم افشای کامل اطلاعات مذکور نیز نقض تعهد به افشای اطلاعات محسوب می‌شود. در خصوص جنبه‌ی سلبی تعهد ناشر، تردیدی وجود ندارد؛ با این حال در حدود جنبه‌ی ایجابی تعهد مذکور به طور عام تردیدهایی وجود دارد؛ از این حیث که آیا تعهدات ناشر محدود است به اطلاعات تعیین شده از سوی سازمان بورس و اوراق‌بهادار یا شامل کلیه‌ی اطلاعات مهمی می‌شود که بر تصمیم سرمایه‌گذاران یا قیمت اوراق‌بهادار اثرگذار است؟ بحث دیگری که در این خصوص مطرح است این است که اگر تعهد ایجابی ناشر به طور عام پذیرفته شود، چه معیاری برای تشخیص اطلاعات مهم وجود دارد؟ علاوه بر این، افشای اطلاعات مهم در چه زمانی باید انجام شود؟ آیا فوراً باید به عمل آید یا ناشر امکان تأخیر در افشا را دارد؟

تعهد ایجابی ناشر در دو سطح مختلف قابل بحث است. اولاً ناشر مکلف است اطلاعات خاصی را که بر اساس مقررات موجود یا حسب درخواست سازمان مشخص شده است، افشا کند. در این موارد تردیدی در تعهد ایجابی ناشر به ارائه‌ی اطلاعات مذکور وجود ندارد. ثانیاً ناشر را می‌توان مکلف به افشای همه‌ی اطلاعات مهم دانست. در این خصوص تردید هست که آیا می‌توان قائل به تعهد ناشر به افشای همه‌ی اطلاعات مهم شد، یا تعهد ناشر محدود به موارد مصرح قانونی است؟ علاوه بر این در ادامه‌ی موضوعات ضابطه‌ی تشخیص اطلاعات موضوع تعهد ایجابی عام (مهم بودن)، و زمان اجرای تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات (فوریت افشا) مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۱. تعهدات ایجابی خاص ناشر در افشای اطلاعات

الزامات خاص ناشر به افشای اطلاعات هم در بازار اولیه و ثانویه پیش بینی شده‌است. در این بخش از این مقاله به تفکیک الزامات مذکور در بازار اولیه و ثانویه را مورد بررسی قرار می‌دهیم.

۱-۱. در بازار اولیه

منظور از بازار اولیه بازار اوراق بهاداری است که در آن اوراق بهادار جدید توسط شرکت‌های سهامی عام (یا سایر ناشران اوراق بهادار) منتشر می‌شود؛ (BLACK, 1971, p. 989) اعم از این که این اوراق از سوی شرکت جدیدالتأسیس منتشر شود یا در راستای افزایش سرمایه و یا تامین مالی از سوی شرکت‌های موجود عرضه گردد.

در ایالات متحده انتشار اوراق بهادار در بازار اولیه، تابع قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۳ است. هدف اصلی وضع این قانون این است که ناشران به افشای کامل و منصفانه‌ی همه‌ی اطلاعات مهم مربوط به عرضه و ناشر ملزم شوند تا سرمایه‌گذاران بالقوه بتوانند تصمیم‌گیری آگاهانه‌ای انجام دهند.^۱ (Sjostrom, Jr., 2006, p. 3) مطابق ماده‌ی ۵ این قانون برای انتشار اوراق بهادار، جز در مورد اوراق بهادار معاف از ثبت، در بازار اولیه ناشر مکلف است بیانیه‌ی ثبت^۲ و اعلامیه‌ی پذیره نویسی^۳ را پس از تأیید کمیسیون بورس و اوراق بهادار منتشر کند و از این طریق اطلاعات لازم را افشا کند. اعلامیه‌ی پذیره نویسی یک سند افشای جزئی و کامل است (Steinberg, Gevurtz, & Chaffee, 2014, p. 35) و حاوی اطلاعاتی در خصوص شرکت، کسب و کار و مدیریت آن، هدف انتشار اوراق بهادار، ساختار سرمایه شرکت، خطرات خرید اوراق بهادار و عملکرد مالی

^۱ - با این حال ناشر مکلف به افشای اطلاعات تعیین شده از سوی SEC و مطابق قاعده‌ی ۴۰۸ قانون اوراق بهادار (Rule 408 of the Securities Act) است و لذا این احتمال وجود دارد که اطلاعات مهمی وجود داشته باشد که الزامی به افشای آن وجود ندارد. (Sjostrom, Jr., 2006, p. 3)

^۲ - Registration statement

^۳ - Prospectus

شرکت می‌باشد. اطلاعات مالی موجود در این اعلامیه می‌بایست توسط حسابداران مستقل بررسی و تأیید شده باشند. (Palmiter, , 2009, p. 91)

در حقوق ایران مطابق ماده ی ۲۰ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران عرضه ی عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه منوط به ثبت آن نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است و مطابق ماده ی ۲۲ این قانون برای تقاضای ثبت، تسلیم بیانیه ثبت و اعلامیه ی پذیره نویسی به سازمان الزامی است. بیانیه ی ثبت مجموعه ی فرم‌ها، اطلاعات، و اسناد و مدارکی است که در مرحله ی تقاضای ثبت شرکت، به سازمان داده می‌شود؛ و اعلامیه ی پذیره نویسی اعلامیه‌ای است که از طریق آن، اطلاعات مربوط به ناشر و اوراق بهادار قابل پذیره نویسی، در اختیار عموم قرار می‌گیرد. (بندهای ۳۰ و ۳۱ ماده ی ۱ این قانون)

به این ترتیب هدف از مکلف کردن ناشر به تحویل اسناد مذکور، افشای اطلاعات مربوط به ناشر و اوراق بهادار برای عموم است. در عین حال مصادیق اطلاعاتی که افشای آنها از طریق بیانیه ثبت لازم است، در ماده ۶ دستورالعمل ثبت و عرضه ی عمومی اوراق بهادار آمده است و در ماده ی ۱۸ دستورالعمل نیز مقرر شده که اعلامیه ی پذیره نویسی شامل اطلاعات بیانیه ی ثبت و موارد مندرج در قانون تجارت (حسب مورد ماده ی ۹ و ۱۷۴ لایحه ی اصلاحی قانون تجارت) می‌باشد که طبق فرم‌های ارائه شده توسط سازمان تهیه می‌شود. بنابراین مطابق دستورالعمل مذکور اطلاعاتی احصا شده است که افشای آنها در بازار اولیه لازم است که در بند ۳ ماده ۴۹ قانون مذکور برای این تکلیف ضمانت اجرای کیفری نیز پیش‌بینی شده است. (میرزایی منفرد، ۱۳۹۱: ۱۶۸)

۲-۱. در بازار ثانویه

۱-۲-۱. مطالعه ی تطبیقی

در حقوق آمریکا در بازار ثانویه ماده (b) 13 قانون بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ به کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱ اختیار پیش‌بینی فرم و محتوای اطلاعات مالی که ارائه ی آنها

^۱ - SEC (Securities and Exchange Commission)

مطابق این قوانین لازم است را داده‌است. این کمیسیون در اجرای این ماده ی ۳ فرم طراحی نموده‌است که شرکت‌هایی که سهام آنها در بورس مورد معامله قرار می‌گیرد، مکلف به ارائه ی آنها به این مرجع هستند:

الف- فرم شماره 10K: این فرم که به صورت سالانه ارائه می‌شود، جامع‌ترین فرم است. هدف از پیش‌بینی این فرم ارائه ی یک تصویر کامل از کسب و کار شرکت است. مهم‌ترین اطلاعاتی که افشای آنها از این طریق لازم است، ترازنامه، صورت سود و زیان و اظهارات تکمیلی است که می‌بایست با جزئیات کامل ظرف ۱۲۰ روز پس از پایان سال مالی شرکت ارائه شوند. (Benston, 1973, p. 133) همچنین مدیران شرکت مکلفند تمایلات و متغیرهایی که مدیران شرکت به طور معقولی انتظار دارند که بر عملکرد شرکت در آینده موثر باشد، را افشا کنند. اطلاعات مالی ارائه شده در این فرم باید توسط حسابدار عمومی مستقل حسابرسی شود. این تفاوت اصلی این فرم با فرم 10-Q است که در انتهای هر فصل (بجز فصلی که فرم 10-K ارائه می‌شود) جهت به روز رسانی فرم 10-K که قبلاً ارائه شده‌است، داده می‌شود. هر دوی این فرم‌ها باید توسط مدیر عامل^۱ و مدیر امور مالی^۲ شرکت گواهی شوند، ایشان تأیید می‌کنند که اولاً گزارش را مطالعه کرده‌اند و ثانیاً گزارش حاوی اظهارات نادرست، یا عدم ارائه اطلاعات نیست. ثالثاً اظهارات مالی به شکل منصفانه‌ای حاوی کلیه ی جنبه‌های مهم وضعیت مالی ناشر است و رابعاً، آنها کنترل‌های مالی شرکت را بررسی کرده‌اند و هر ضعف موجود در این بررسی‌ها را به حساب‌رسان اعلام کرده‌اند.^۳

(Choi & Pritchard, 2008: 91)

ب- فرم شماره 9K: گزارش نیم سالانه‌ی دارای جزئیات کمتری^۴ که باید ظرف مدت ۴۵ روز پس از گذشت نیمی از سال مالی شرکت ارائه شود. (Benston, 1973, p. 133)

^۱ -CEO(chief executive officer)

^۲ - CFO(chief financial officer)

^۳ -این الزام با قانون Sarbanes-Oxley ایجاد شد و مدیران شرکت را درقبال اشکالات اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت متعهد نمود. (Choi & Pritchard, 2008, p. 91)

^۴ - a much less detailed semiannual report

ج- فرم 8K: این فرم حاوی گزارشی ظرف ۱۰ روز پس از پایان هر ماه است که در آن اتفاقات مهم^۱ نظیر تغییر در کنترل شرکت، اقدامات حقوقی مهم انجام شده، تجدید ارزیابی دارایی‌ها و همچنین رخدادهایی نظیر ورشکستگی، ادغام یا استعفای غیردوستانه مدیران و مواردی از این قبیل اعلام می‌شود. (Benston, 1973:133) فرم مذکور باید ظرف ۴ روز از تاریخ تحقق برخی رخدادهای مهم ارائه گردد. اگرچه این رخدادهای اخیر گسترش یافته‌اند. البته آنچه که افشای فوری آن از طریق فرم مذکور الزامی است محدود به اتفاقات بزرگ، نظیر ورشکستگی، خرید یا فروش بیش از ۱۰ درصد مجموع اموال شرکت، تغییر بازرس شرکت و علت تغییر آن، تغییر در کنترل شرکت، یا تغییر در مدیران و مواردی از این قبیل است.^۲ البته شرکت می‌تواند به اختیار خود هر چیز دیگری را که مایل است به سهام داران خود اعلام کند در این فرم قرار دهد. (Choi & Pritchard, 2008, p. 91)

۲-۲-۱. در حقوق ایران

مطابق ماده ی ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار هر ناشری که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان دریافت کرده‌است، مکلف است حداقل صورت‌های مالی سالانه حسابرسی شده، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای شامل صورت‌های مالی ۶ ماهه حسابرسی شده، و صورت‌های مالی سه‌ماهه و گزارش هیئت مدیره به مجامع و اظهار نظر حسابرس را طبق دستورالعمل اجرایی که توسط سازمان تعیین خواهد شد، به سازمان ارائه نماید.

مطابق ماده ی ۲ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، ناشر موظف شده‌است اطلاعات موضوع این دستورالعمل را در مهلت مقرر، مطابق فرم‌های تعیین شده

^۱ - "significant" events

^۲ - قانون ساربینز اوکسلی (Sarbanes-Oxley Act) مصوب ۲۰۰۲ ناشر را در بازار ثانویه مکلف نمود که اطلاعات مربوط به تغییرات قابل توجه در اوضاع مالی اش را افشا نماید. (Steinberg M. I., 2014, ص. ۲-۳) کنگره در زمان تصویب این قانون در سال ۲۰۰۲ به SEC این اختیار را داد اما این مرجع تا کنون چنین الزامی را تصویب نکرده است.. (Choi & Pritchard, 2008, p. 92)

برای عموم افشا کند. در ماده‌ی ۷ این دستورالعمل مصادیق و تشریفات اطلاعات بدین شرح پیش‌بینی شده‌است:

الف- صورت‌های مالی و گزارش تفسیری مدیریت سالانه‌ی حسابرسی شده‌ی شرکت اصلی و تلفیقی گروه، حداقل ۱۰ روز قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی و حداکثر ۴ ماه پس از پایان سال مالی. (بند ۱ ماده‌۷) قبل از اصلاحات سال ۹۶ در این بند اشاره‌ای به گزارش تفسیری مدیریت اشاره نشده بود؛ اما در اصلاحات اخیر ارائه‌ی گزارش تفسیری مدیریت^۱ شرکت نیز علاوه بر صورت‌های مالی حسابرسی شده، الزامی شد. منظور از گزارش تفسیری مدیریت مطابق بند ۱۱ ماده‌ی ۱ این دستورالعمل «گزارشی از صورت‌های مالی و دیگر داده‌های آماری ناشر است که به باور مدیریت شرکت به فهم و درک بیشتر سهامداران شرکت از وضعیت مالی فعلی و آینده، تغییرات در وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت کمک خواهد کرد». این تغییر در خصوص بندهای ج، د، و ه نیز صادق است.

ب- گزارش هیئت مدیره به مجامع و اظهارنظر حسابرس در مورد آن، حداقل ۱۰ روز قبل از برگزاری مجمع عمومی. (بند ۲ ماده‌۷)

ج- اطلاعات، صورت‌های مالی و گزارش تفسیری مدیریت میان‌دوره‌ای^۳، ۶ و ۹ ماهه‌ی حسابرسی نشده، حداکثر ۳۰ روز پس از پایان مقاطع سه‌ماهه. (بند ۳ ماده‌۷)

۱- مطابق بند ۹ ضوابط تهیه‌ی گزارش تفسیری مدیریت «گزارش تفسیری مدیریت یک گزارش توصیفی است که زمینه‌ای را برای تفسیر وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری فراهم می‌آورد. گزارش تفسیری مدیریت همچنین این فرصت را برای مدیریت فراهم می‌آورد تا به تشریح اهداف و راهبردهای خود جهت دستیابی به آن اهداف بپردازد. به‌طور معمول، استفاده کنندگان از اطلاعات ارائه شده در گزارش تفسیری مدیریت، برای ارزیابی چشم‌انداز واحد تجاری و ریسک‌های عمومی آن و همچنین موفقیت راهبردهای مدیریت برای دستیابی به اهداف تعیین شده، استفاده می‌کنند. گزارش تفسیری مدیریت، یک عنصر مهم در اطلاع‌رسانی به بازار سرمایه و همچنین مکمل و متمم صورت‌های مالی است.»

د- صورت‌های مالی و گزارش تفسیری مدیریت میان‌دوره‌ای ۶ ماهه‌ی حسابرسی شده حداکثر ۶۰ روز بعد از پایان دوره‌ی ۶ ماهه و در مورد شرکت‌هایی که ملزم به تهیه‌ی صورت‌های مالی تلفیقی هستند، حداکثر ۷۵ روز پس از پایان دوره‌ی ۶ ماهه. (بند ۴ ماده‌۷)

هـ- صورت‌های مالی و گزارش تفسیری مدیریت سالانه‌ی حسابرسی نشده حداکثر ۶۰ روز پس از پایان سال مالی و در مورد شرکت‌هایی که ملزم به تهیه‌ی صورت‌های مالی تلفیقی هستند حداکثر ۹۰ روز پس از پایان سال مالی. (بند ۵ ماده‌۷)

و- اطلاعات وضعیت عملیات ماهانه، حداکثر ۵ روز کاری بعد از پایان هر ماه. (بند ۶ مکرر ماده‌۷) البته مهلت ناشرانی که شناسایی درآمد توسط آن‌ها نیازمند تأیید مشتریان می‌باشد، به درخواست ناشر و در صورت تأیید سازمان، تا سقف ۱۰ روز کاری قابل افزایش خواهد بود.

ز- اطلاعات و صورت‌های مالی شرکت‌های تحت کنترل:

۱- صورت‌های مالی سالانه‌ی حسابرسی شده‌ی شرکت‌های تحت کنترل، حداقل ۱۰ روز قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی سالانه‌ی شرکت اصلی و حداکثر ۴ ماه پس از پایان سال مالی شرکت‌های مذکور.

۲- صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای ۶ ماهه‌ی حسابرسی شده‌ی شرکت‌های تحت کنترل، مطابق مهلت‌های مقرر در بند ۴ این ماده.

۳- اطلاعات پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های تحت کنترلی که فعالیت اصلی آن‌ها سرمایه‌گذاری در اوراق‌بهدار می‌باشد، در مقاطع ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه، حداکثر ۵ روز کاری پس از پایان دوره‌ی سه‌ماهه. (بند ۱۰ مکرر ماده‌۷)

در اصلاحات به عمل آمده در دستورالعمل افشای اطلاعات در سال ۱۳۹۶، بندهای ۶ تا ۹ دستورالعمل فوق که در آن‌ها افشای «برنامه‌های آتی مدیریت و پیش‌بینی عملکرد سالانه‌ی شرکت برنامه‌های آتی مدیریت و پیش‌بینی عملکرد سالانه‌ی شرکت»، «پیش‌بینی عملکرد سالانه‌ی شرکت»، «پیش‌بینی عملکرد حسابرسی شده در سایر مواردی حذف گردیده‌است که به تغییر بااهمیت در پیش‌بینی عملکرد منجر می‌گردد»؛ الزامی شده بود و از این رو به نظر می‌رسد در اصلاحات اخیر

ناشران دیگر الزامی به افشای برنامه‌های آتی و پیش‌بینی عملکرد ندارند. با این حال، به جای آن ارائه‌ی گزارش تفسیری مدیریت ضمن صورت‌های مالی سالانه، دوره‌ای و نیم سالانه الزامی شده‌است. این گزارش مطابق تبصره‌ی ۸ ماده فوق می‌بایست مطابق ضوابطی تهیه شود که توسط سازمان بورس ابلاغ می‌گردد.^۱

۲. تعهد ایجابی عام ناشر به ارائه‌ی اطلاعات

منظور از تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات در معاملات اوراق بهادار تعهد ناشر به افشای همه‌ی اطلاعات مهم یا اقدام به انجام اقدامات اصلاحی در موارد خاص است. (Steinberg M. I., 2014: 2-14) به این ترتیب با پذیرش این تعهد، در بازار اولیه، ناشر مکلف است که کلیه‌ی اطلاعاتی را که ممکن است بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید اوراق بهادار و قیمت این اوراق اثر گذار باشد، را در بیانیه‌ی ثبت و اعلامیه‌ی پذیره نویسی، ذکر کند. در بازار ثانویه نیز شرکت مکلف است که کلیه‌ی اطلاعاتی را که ممکن است بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران (خریداران برای خرید اوراق بهادار، و نیز فروشندگان برای فروش اوراق بهادار) و قیمت اوراق بهادار اثر گذار باشد را ارائه کند. با این حال بحثی که در این خصوص مطرح است این است که علاوه بر موارد گفته شده در بند اول، آیا می‌توان ناشر را به طور کلی متعهد به افشای اطلاعات در معامله دانست یا تعهد ناشر محدود به مواردی است که به طور صریح از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار افشای آن لازم دانسته شده‌است. برای این منظور ابتدا وضعیت تعهد مذکور را از منظر قواعد

^۱ - این ضوابط در تاریخ ۹۶/۱۰/۴ به تصویب هیأت مدیره‌ی سازمان بورس رسیده است. در بند ۱۷ این ضوابط اطلاعات آینده نگر به عنوان یکی از اطلاعاتی پیش‌بینی شد که در این گزارش می‌بایست مد نظر قرار گیرد: «گزارش تفسیری مدیریت باید اطلاعاتی درباره‌ی چشم‌انداز مدیریت از جهت‌گیری واحد تجاری ارائه دهد. چنین اطلاعاتی آینده را پیش‌بینی نمی‌کند، اما به جای آن، اهداف مدیریت برای واحد تجاری و راهبردهای مدیریت برای رسیدن به این اهداف را تعیین می‌نماید. میزان آینده‌نگری در گزارش تفسیری مدیریت، تحت تأثیر محیط قانونی و مقرراتی که هر واحد تجاری در آن فعالیت می‌کند، می‌باشد.»

عمومی قراردادها بررسی می‌کنیم؛ سپس به این موضوع از منظر حقوق اوراق‌بهادار در نظامهای حقوقی آمریکا و ایران می‌پردازیم.

۱-۲. قلمرو تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات در قواعد عمومی قراردادها

۱-۲-۱. مطالعه‌ی تطبیقی در حقوق فرانسه قبل از اصلاحات به عمل آمده در قانون تعهدات در سال ۲۰۱۶، تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات به طور صریح پذیرفته نشده بود. البته مطابق قوانین خاص و در قراردادهای خاصی نظیر قراردادهای مصرف‌کننده یا بیمه، تعهد به ارائه‌ی اطلاعات بر طرف قوی تر قرارداد تحمیل شده بود. با این حال، تا قبل از اصلاحات اخیر، این قاعده به عنوان قاعده‌ای عام که بر طرفین همه‌ی قراردادها حاکم باشد، در قوانین این کشور پذیرفته نشد. (Poitevin, 2011, ص. ۱۰۳). البته در رویه‌ی قضایی عدم ارائه‌ی اطلاعات با عنوان عدم افشای متقلبانه^۱ به عنوان یکی از مصادیق تدلیس پذیرفته شده و تردیدی وجود نداشت که تدلیس ممکن است در اثر ساکت ماندن و خودداری از رفع درک نادرست طرف مقابل صورت گیرد.^۲ (Hondius, 2004, p. 192)

در اصلاحات قانون مدنی فرانسه در سال ۲۰۱۶ ماده ۱-۱۱۱۲ این قانون به تعهد به ارائه‌ی اطلاعات اختصاص یافت و بر اساس آن هر یک از طرفین قرارداد که اطلاعاتی را در اختیار داشته باشد که برای اراده‌ی طرف دیگر، دارای اهمیت تعیین‌کننده است؛ مکلف است او را از این اطلاعات آگاه سازد. البته مشروط بر این که طرف قرارداد قانوناً از این اطلاعات نا آگاه باشد یا به طرف مقابل خود اعتماد نموده باشد. در این موارد تخلف طرف مقابل از این تعهد می‌تواند حسب

۱ - Réticence Dolosive

^۲ - تدلیس در حقوق فرانسه در کنار اشتباه و اکراه به عنوان یکی از عیوب اراده شناخته شده است. تدلیس مانور متقلبانه‌ای است که اثر تعیین‌کننده بر رضای طرف مقابل دارد. برای تحقق تدلیس در اثر عدم افشای اطلاعات سه شرط اولاً باید عدم ارائه‌ی اطلاعات متقلبانه باشد؛ یعنی شخص باید به صورت ارادی نسبت به اطلاعاتی که می‌داند اثر تعیین‌کننده بر رضای طرف مقابل دارد، سکوت کند. ثانیاً عدم ارائه‌ی اطلاعات باید اثر تعیین‌کننده بر رضا داشته باشد. (Disdet, 2011, p. 362)

مورد تحت عنوان تدلیس یا اشتباه زمینه ساز انحلال قرارداد شود یا در صورت اجتماع شرایط مسئولیت مدنی موجب مسئولیت غیر قراردادی گردد.

البته طرفین قرارداد مکلف به ارائه‌ی اطلاعاتی که دسترسی به آن‌ها نوعاً برای طرف مقابل ممکن است، شناخته نمی‌شوند و در این موارد در واقع خود طرف قرارداد مکلف به کسب آگاهی است؛ تکلیفی که برخی آن را «تعهد به خودآگاهی» خوانده‌اند. (لوک اویر & کولار دوتیول، ۱۳۹۰: ۷۴) بنابراین تعهد به ارائه‌ی اطلاعات صرفاً اطلاعاتی را در بر می‌گیرد که نوعاً از دسترس طرف قرارداد خارج باشد. همچنین نمی‌توان شخصی را به این علت که چیزی را که نمی‌دانسته افشا نموده‌است، مدلس محسوب نمود. (Wéry, 2010: 227).

در حقوق کامن لا هیچ تعهد عامی برای ارائه‌ی اطلاعاتی که ممکن است بر تصمیم‌گیری طرف مقابل اثر گذار باشد پیش بینی نشده‌است و سکوت نمی‌تواند تدلیس تلقی شود، حتی اگر شخص ساکت، عالم به واقع باشد. (Marsh & Soulsby, 2002: 131) در خصوص مبنای این رویکرد گفته شده که مطابق اصل آزادی قراردادها هر یک از طرفین قرارداد مسئول حفاظت از منافع خویش است و حقوق قراردادها مایل نیست که به شخصی که معامله بدی را منعقد کرده‌است امکان‌گریز از تعهدات قراردادی را بدهد (Monaghan & Monaghan, 2011: 67) البته در قراردادهای خاصی نظیر قرارداد بیمه که یکی از طرفین به تنهایی همه‌ی اطلاعات مهم را به طور کامل در اختیار دارد؛ وی مطابق قانون ملزم به اثبات حداکثر حسن نیت و مکلف به ارائه‌ی همه‌ی اطلاعات مهم خواهد بود، و گرنه قرارداد قابل فسخ خواهد بود. (Furmston, Cheshire, & Fifoot, 2012, 1, 378)

بنابراین در حقوق فرانسه تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات به عنوان قاعده‌ی عمومی در حقوق قراردادها پذیرفته شده‌است؛ اما در حقوق کامن لا این تعهد جز در مورد برخی قراردادهای خاص پذیرفته نشده‌است.

^۱ - قراردادهای خرید سهام نیز از این قسم قراردادها دانسته شده است. (Furmston, Cheshire, & Fifoot, 2012, p. 384)

۲-۱-۲. در حقوق ایران

در فقه امامیه در مبحث مربوط به بیوع الامانات که یکی از مباحث مشهور مربوط به ارائه‌ی اطلاعات است (اوصیا، ۱۳۷۷: ۳۲۶) تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات در خصوص قیمتی که مبیع توسط بایع خریداری شده است، پیش بینی نشده و حتی عدم تصریح به این امر اولی دانسته شده و بهترین قسم بیع مساومه (بیعی که در آن تعرضی به امور مذکور نمی‌شود) دانسته شده است. (عاملی جُبعی، ۱۴۱۲ هـ. ق، ص. ۳۱۷)

در حقوق مدنی در باب تدلیس این بحث مطرح شده است که آیا سکوت یکی از طرفین «نسبت به واقعیتی که معامل از آن آگاه نیست و در نتیجه همین جهل به معامله دست می‌زند» را می‌توان مصداق تدلیس شمرد یا خیر؟ (کاتوزیان، ۱۳۷۸: ۴۳۰) چنانچه قائل به وجود تدلیس در اثر سکوت شخص نسبت به آنچه طرف مقابل از آن آگاه نیست و به واسطه‌ی آن دست به معامله می‌زند، باشیم، در واقع طرفین قرارداد را متعهد به ارائه‌ی اطلاعات به طرف معامله قرار داده‌ایم.^۲ تعهدی که ضمانت اجرای آن در صورتی که جهل ناشی از عدم ارائه‌ی اطلاعات در امور اساسی باشد، بطلان معامله بوده و چنانچه در امور غیر اساسی باشد ممکن است برای طرف مقابل خیار تدلیس ایجاد کند.

در امکان تحقق سکوت مدلسانه و جوه و اقوال مختلفی مطرح است:

۱) از یک سو می‌توان گفت با توجه به ظاهر ماده‌ی ۴۳۸ قانون مدنی و این که از واژه‌ی «عملیات» تحقق تدلیس با فعل مثبت به ذهن متبادر می‌شود، سکوت نمی‌تواند موجب ایجاد خیار تدلیس گردد. چنانچه در فقه اسلامی چه سنت و چه شیعه در متونی که مربوط به پنهان ساختن عیب می‌شود گفته شده که سکوت برای پیدایش تدلیس کافی بنظر نمی‌رسد. (اوصیا، ۱۳۷۷: ۳۲۶)

^۱ - «المساومه و هی البیع بما یتفقان علیه من غیر تعرض للإخبار بالثمن سواء علمه المشتري أم لا و هی أفضل الأقسام» (عاملی جُبعی، ۱۴۱۲ هـ. ق، ص. ۳۱۷)

^۲ - بر همین مبنا برخی سوال مذکور را بدین شکل مطرح نموده‌اند: «آیا هریک از طرفین عقد وظیفه دارد که کلیه عوامل موثر در عقد را در برابر طرف دیگر افشا کند و اگر نکند مرتکب تدلیس شده است؟» (اوصیا، ۱۳۷۷: ۳۲۶)

۲) برخی سکوت از روی علم و عمد را مصداق تدلیس می‌دانند (جعفری لنگرودی، مبسوط در ترمینولوژی حقوق، ج ۲، ۱۳۷۸: ۱۱۷۶) و معتقدند سکوت از ذکر واقع با وجود اطلاع از آن، اخفاء است که مصداق تدلیس است. (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۲: ۱۷۹)

۳) برخی بین پنهان و آشکار بودن عیب کالا تمایز قائل شده‌اند و معتقدند چنانچه عیب آشکار باشد، سکوت نسبت به آن تدلیس محسوب نمی‌شود، اما چنانچه عیب پنهان باشد، سکوت نسبت به آن تدلیس محسوب می‌شود. (کاتوزیان، ۱۳۷۸: ۴۳۱)

۴) برخی سکوت عمدی طرف معامله را در صورتی که عرف یا اوضاع و احوال شخصی طرفین بیان و اظهار عیب را لازم بدانند، مصداق تدلیس می‌دانند. (صفایی، ۱۳۸۲: ۲۹۲)؛ (امیری قائم مقامی، ۱۳۹۲: ۳۱۸)

در هر حال با وجود اختلاف نظرهای فوق، تردیدی در این نیست که عدم ارائه‌ی اطلاعات به تنهایی نمی‌تواند موجب خیار تدلیس باشد. از این رو، نمی‌توان طرفین قرارداد را مکلف به ارائه‌ی اطلاعاتی دانست که از دسترس طرف مقابل خارج است. البته می‌توان عدم ارائه‌ی اطلاعات را به شرط این که اولاً شخص عالم به موضوعی باشد که طرف قرارداد نسبت به آن جاهل است، و ثانیاً وی بداند که عدم ارائه‌ی اطلاعات به طرف مقابل سبب فریب طرف مقابل می‌گردد (شرط عمدی بودن تدلیس) و در واقع هم عدم ارائه‌ی اطلاعات سبب انعقاد عقد از سوی شخص باشد به نحوی که اهمیت اطلاعات به حدی باشد که اگر ارائه می‌شد، طرف مقابل از انعقاد عقد خودداری می‌کرد؛ و ثالثاً سکوت نسبت به اموری باشد، که از قلمرو آگاهی طرف مقابل قرارداد خارج بوده، و آگاهی وی از آنها به طریق متعارف ممکن نباشد؛ سبب تحقق تدلیس دانست. در واقع در این موارد نیز عدم ارائه‌ی اطلاعات، به خود جنبه مثبت می‌گیرد. به عبارت دیگر، در این موارد «سکوت حالت عمل می‌یابد و مشمول ماده‌ی ۴۳۸ قانون مدنی می‌شود» و آنچه اتفاق افتاده «دیگر سکوت نیست؛ بلکه حالتی است که شخص ساکت به خود می‌گیرد تا واقعیتی را پنهان سازد و این حالت خود نوعی رفتار است و مانند هر رفتار دیگر اگر همراه با عنصر روانی تدلیس باشد سبب تحقق تدلیس می‌شود.» (اوصیا، ۱۳۷۷: ۳۲۷)

بنابراین می‌توان گفت که در حقوق ایران تعهد عام ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات، پذیرفته نشده‌است و عدم ارائه‌ی اطلاعات صرفاً در موارد خاص می‌تواند موجب خیار تدلیس باشد.

۲-۲. قلمرو تعهد عام ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات در معاملات اوراق بهادار

گفته شد که در حقوق قراردادهای، جز در اصلاحات اخیر قانون مدنی فرانسه علی‌الاصول تعهد به ارائه‌ی اطلاعات به عنوان قاعده‌ی عمومی پذیرفته نشده‌است. اما در قراردادهای خاص این تعهد پیش‌بینی شده‌است. معاملات اوراق بهادار یکی از اقسام این قراردادها است که در آنها ناشران در بازار اولیه و ثانویه مکلف شده‌اند اطلاعات خود را افشاء نموده و زمینه‌ی آگاهی سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در انعقاد قرارداد را فراهم آورند. با این حال در حدود جنبه‌ی ایجابی این تعهد در معاملات اوراق بهادار تردید هست. برای این منظور در ادامه بررسی خواهد شد که در نظام‌های حقوقی ایران و ایالات متحده‌ی آمریکا می‌توان تعهد عامی برای ناشران اوراق بهادار در افشای همه‌ی اطلاعات مهمی که در اختیار دارد به رسمیت شناخت یا خیر؟

نکته‌ای که در تحلیل این بحث می‌بایست مدنظر قرار گیرد، لزوم ایجاد تعادل بین نیازهای مشروع سرمایه‌گذاران به اطلاعات و نیاز همان قدر مشروع شرکت و سهام‌داران غیرمعامله‌گر آن به سکوت، است. (BAUMAN, 1979, p. 939) از این رو نه می‌بایست تعهد ناشر به حدی گسترده تعریف شود که منافع وی تحت تأثیر قرار بگیرد و نه به حدی مضیق تعریف شود که امکان تصمیم‌گیری آگاهانه از سرمایه‌گذاران سلب شود.

۲-۲-۱. در حقوق آمریکا

در ایالات متحده‌ی آمریکا دو رویکرد در این خصوص اتخاذ شده‌است: برخی حقوقدانان قائل به وجود چنین تعهدی هستند و معتقدند که ماده‌ی 10b-5 قانون بورس اوراق بهادار، افشای فوری کلیه‌ی اطلاعات مهم را ضروری می‌داند و این حکم فقط در معرض استثنای محدودی قرار گرفته‌است. (BAUMAN, 1979, p. 937) ایشان در توجیه این نظر به پرونده‌هایی استناد کرده‌اند که در آنها مقرر شده، «اگر ناشر دلیل تجاری مشروعی برای عدم

افشای اطلاعات داشته باشد؛ هیچ تعهدی بر افشای اطلاعات وجود ندارد. ایشان از مفهوم این عبارت این گونه برداشت می‌کنند که در غیاب چنین دلیل تجاری مشروعی، ناشر مکلف به افشای کامل اطلاعات است. (Sheffy, 1982, p. 763) همچنین گفته شده عدم افشای همه‌ی اطلاعات مهم از این جهت تخلف از الزامات افشا تلقی است که شرکت با افشای بخشی از اطلاعات مهم به طور ضمنی اظهار نموده‌است که همه اطلاعات مهم افشا شده‌است. (BAUMAN, 1979, p. 938) علاوه بر این افشای کلیه‌ی اطلاعات مهم زمینه ساز تصمیم‌گیری آگاهانه تر سرمایه‌گذاران می‌شود، فاصله‌ی قیمت سهام با قیمت واقعی آنها را به حداقل می‌رساند، و امکان سوءاستفاده دارندگان اطلاعات نهانی از اطلاعات را کاهش می‌دهد.

با این حال، رویکرد غالب رویه‌ی قضایی^۱، کمیسیون بورس و اوراق بهادار، و نیز مشهور حقوقدانان این کشور، از به رسمیت شناختن تعهد ایجابی عام به افشای اطلاعات امتناع نموده‌اند.^۲ (Steinberg M. I., 2014, ص. ۲-۳). البته ایشان قائل به لزوم کامل بودن اطلاعات هستند، اما معیار کامل بودن اطلاعات را این می‌دانند که «اطلاعات افشا شده نباید به حدی ناقص

۱ - دادگاه عالی ایالات متحده در سال ۱۹۸۰ در پرونده‌ی (Chiarella v. United States, 1980) مقرر نموده است که «وقتی ادعای تقلب متکی به عدم افشا است به واسطه‌ی عدم وجود تعهد ایجابی افشا تقلبی موجود نخواهد بود... یک تعهد به افشا... از صرف در اختیار داشتن اطلاعات غیر عمومی ناشی نمی‌شود.» (Glover, 2006, pp. 12A-40) و «تعهد به افشا زمانی پدید می‌آید که یک طرف اطلاعاتی در اختیار داشته باشد که طرف دیگر به واسطه‌ی وجود رابطه‌ی امانی یا سایر روابط مشابه مبتنی بر امانت و اعتماد بین آن‌ها، محق در دانستن آن اطلاعات باشد.» (Brown J. R., 1995, pp. 3-3) در پرونده (Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 2011) نیز مقرر شده است که: «ماده (b) 10 و مقرر (b) 5(b)-10 قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ یک تعهد ایجابی برای افشای همه‌ی اطلاعات مهم ایجاد نمی‌کند. مطابق این مقررات افشا تنها زمانی ضروری است که به منظور غیر گمراه کننده شدن اظهارات صورت گرفته با توجه به اوضاع و احوال؛ ارائه اطلاعات لازم است... حتی در خصوص اطلاعاتی که سرمایه‌گذار معقول ممکن است مهم تلقی کند؛ شرکتها می‌توانند آن چه باید مطابق این مقررات افشا کنند را از طریق کنترل آنچه به بازار می‌گویند، اداره کنند.» همچنین در این خصوص رجوع شود به پرونده‌ی های: (Greenfield v. Heublein, 1984)، (Gallagher v. Abbott Laboratories, 2001)، (Texas Partners v. Conrock Co., 1982)

^۲ -See Also (Glover, 2006, pp. 12A-40)

باشد که گمراه کننده محسوب شود»^۱ و از آن تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات^۲ را برداشت نمی‌کنند.^۳ در واقع شرکت‌ها در بازار اولیه صرفاً مکلف به پر کردن فرم‌های اظهارنامه و بیانیه ثبت هستند و در بازار ثانویه نیز ملزم به ارائه‌ی گزارش‌های دوره‌ای به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) هستند؛ که شامل ارائه‌ی اطلاعات خاص اعلام شده از سوی این مرجع به علاوه هر اطلاعات مهمی است که برای گمراه کننده نبودن اطلاعات لازم است، (Palmiter, 2008, p. 76) (Block, Barton, & Garfield, 1985, p. 1251) و شامل افشای همه‌ی اطلاعات مهم نمی‌شود. بنابراین اگر شرکتی اطلاعات مهمی را ارائه نکند و نقص مزبور، اطلاعات ارائه شده را گمراه کننده نسازد؛ تخلفی از سوی شرکت صورت نگرفته است.

در توجیه عدم پذیرش تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات گفته شده سرعت در افشای اطلاعات ممکن است به قیمت از دست دادن دقت اطلاعات تمام شود. افشای کلیه‌ی اطلاعات مهم ممکن است به طور بالقوه کارایی اطلاعاتی بازار را کاهش دهد و سبب افزایش منابع اختصاص یافته به گزارش‌های دوره‌ای می‌شود. الزام شرکت‌ها به افشای همه رخدادهای مهم مربوط به کسب و کارشان، سبب فشار زیادی بر مکانیزم‌های شرکت برای انتقال جریان داخلی اطلاعات شرکت ایجاد می‌کند. (Choi & Pritchard, 2008, p. 92)

علی‌رغم عدم پذیرش تعهد ایجابی به ارائه‌ی اطلاعات در حقوق اوراق بهادار آمریکا، در مواردی این تعهد پذیرفته شده است. یکی از این استثنائات دکترین «افشا کن یا از انعقاد معامله خودداری کن»^۴ است. مطابق این دکترین، در مواردی که شرکت قصد دارد که اوراق بهادار خود را بخرد یا بفروشد، مکلف است همه‌ی اطلاعات مهم غیرعمومی را افشا کند یا از انعقاد معامله امتناع کند. این استثنا بر تعهد شرکت بر عدم استفاده از اطلاعات نهانی در هنگام معامله با سهامداران خود

^۱ - the issuer's statement may not be "so incomplete as to mislead."

^۲ - Affirmative Duty to Disclose

^۳ - بر خلاف آمریکا، در برخی کشورها نظیر کانادا شرکت ملزم به افشای همه‌ی اطلاعات مهمی که در دسترس شرکت قرار گرفته، جز در برخی موارد استثنایی، شده است. (Choi & Pritchard, 2008, p. 92)

^۴ - Disclose or Abstain

مبتنی است. (Levy, 2016, pp. 5-8) در واقع در این موارد، خود ناشر به عنوان شخصی مدنظر قرار گرفته که معامله وی با استفاده از اطلاعات نهانی متصور است و چون مفروض است که ناشر عالم به همه اطلاعات نهانی است مکلف است که همه‌ی اطلاعات مهم افشانشده را افشا کند یا از معامله بر سهام خود امتناع نماید. (Shaw v. Digital Equipment Corp., 1996)

۲-۲-۲. در حقوق ایران

در خصوص بازار اولیه در بند ۳۷ ماده‌ی ۶ دستورالعمل ثبت و عرضه‌ی عمومی اوراق بهادار بعد از احصاء مصادیق اطلاعاتی که لازم است در بیانیه‌ی ثبت و اعلامیه‌ی پذیره نویسی افشا شود قاعده‌ای کلی ارائه می‌کند که بر اساس آن افشای «سایر اطلاعات بااهمیتی که به تشخیص ناشر بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر است» از طریق اسناد مذکور الزامی است. به این ترتیب در بازار اولیه تعهد ایجابی ناشر به افشای کلیه اطلاعات مهم پیش بینی شده است. در عین حال تشخیص اهمیت اطلاعات بر عهده‌ی ناشر قرار گرفته است.

در خصوص بازار ثانویه نیز در بند ۴ ماده‌ی ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار، افشای مطلق «اطلاعاتی که اثر بااهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد» الزامی دانسته شده است، که با توجه به سیاق عبارات این ماده به نظر می‌رسد در اینجا مطلق افاده‌ی عموم می‌کند. همچنین مطابق ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، ناشران موظف به افشای فوری اطلاعات مهم شده‌اند. در این ماده مصادیق اطلاعات مهم به صورت غیرحصری احصاء شده است و بر حسب درجه‌ی اهمیت به دو گروه الف که حاوی اطلاعات بااهمیت تر است و گروه ب که حاوی اطلاعات بااهمیت کمتر می‌شود، تقسیم شده‌اند.^۱

^۱ - تفاوت تقسیم اطلاعات در نحوه‌ی توقف نماد معاملاتی ناشر در موارد تخلف در افشای اطلاعات است. در این خصوص در ماده‌ی شانزده مکرر دستورالعمل اجرایی نحوه‌ی انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران آمده است: «در صورتی که ناشر از افشای اطلاعات گروه الف خودداری کند، نماد معاملاتی به صورت خودکار بلافاصله پس از ارسال اطلاعات با اهمیت موضوع ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، به صورت زیر متوقف و بازگشایی می‌شود:

با توجه به عبارت «برخی از مصادیق اطلاعات مهم» در صدر ماده‌ی مذکور و نیز قرار گرفتن «سایر موارد» به عنوان مصداق آخر اطلاعات گروه (ب)، و نیز با توجه به ماده‌ی ۴ این دستورالعمل که بر اساس آن این موارد «حداقل الزامات در زمینه‌ی افشای اطلاعات» است؛ الزام ناشر به افشای اطلاعات محدود به این موارد نبوده (صادقی مقدم & نوروزی، ۱۳۹۰: ۱۳۴) و ناشر مکلف است همه اطلاعات مهمی را که احتمال اثرگذاری آن‌ها بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران وجود دارد، را افشا کند. به این ترتیب مطابق ماده‌ی ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار و دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان، ناشر مکلف است کلیه‌ی اطلاعات

الف) اگر اطلاعات با اهمیت در "گروه الف" موضوع ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان قرار داشته باشد:

در صورت افشای اطلاعات با اهمیت، نماد معاملاتی به‌طور خودکار متوقف شده و در اولین جلسه‌ی معاملاتی بعد بازگشایی خواهد شد؛

ب) اگر اطلاعات با اهمیت در "گروه ب" موضوع ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان قرار داشته باشد:

۱- در صورتی که اطلاعات با اهمیت تا ۹۰ دقیقه قبل از پایان جلسه معاملاتی ارسال شود، نماد معاملاتی به‌طور خودکار، به مدت ۶۰ دقیقه متوقف و بعد از آن بازگشایی می‌شود؛

۲- در صورت افشای اطلاعات با اهمیت در ۹۰ دقیقه پایانی جلسه معاملاتی، نماد معاملاتی به‌طور خودکار متوقف شده و در جلسه معاملاتی بعد بازگشایی خواهد شد؛

۳- در صورتی که اطلاعات با اهمیت در ساعت خارج از بازار منتشر شود، نماد معاملاتی در ۹۰ دقیقه ابتدایی جلسه معاملاتی بعد بازگشایی خواهد شد.»

تبصره یک: «در صورت عدم رعایت ضوابط افشای اطلاعات با اهمیت یا وجود هرگونه ابهام در انتشار اطلاعات با اهمیت، سازمان می‌تواند رأساً یا به پیشنهاد بورس، ضمن انتشار پیام شفاف‌سازی در خصوص دلایل توقف (فرم س-۵)، نماد ناشر را جهت رفع ابهام یا اصلاح اطلاعات منتشر شده حداکثر برای ۲ روز کاری متوقف نگه دارد. در صورت عدم رفع ابهام یا عدم اصلاح اطلاعات از سوی ناشر پس از مدت تعیین شده، سازمان مطابق فرم س-۶، ضمن افشا به عموم در خصوص عدم همکاری ناشر، بازگشایی نماد را به بورس اعلام می‌نماید.»

تبصره دو: «بازگشایی نماد مطابق ترتیبات ماده‌ی ۲۲ صورت می‌گیرد که با توجه به اطلاعات با اهمیت موضوع ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، اگر در گروه (الف) قرار داشته باشد حراج ناپیوسته بدون محدودیت دامنه نوسان و اگر در گروه (ب) قرار داشته باشد حراج ناپیوسته با محدودیت دامنه نوسان انجام می‌گیرد.»

مهمی که ممکن است بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد، را افشا کند و تعهد وی محدود به ارائه‌ی گزارش‌های دوره‌ای و افشای اطلاعات خاص تعیین شده در دستورالعمل‌ها و فرم‌های مربوطه نیست.

البته مطابق قسمت اخیر ماده‌ی ۴ این دستورالعمل، تعیین و تشخیص سایر اطلاعاتی که مهم است و باید افشای فوری شود، بر عهده‌ی ناشر است. با این حال، این به معنی اختیاری بودن افشای سایر اطلاعات مهم نیست و اگر ناشر از افشای اطلاعاتی را که نوعاً به نظر می‌رسد بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار است، خودداری کند؛ از الزامات قانونی راجع به افشای اطلاعات تخلف کرده است. بنابراین ناشر نمی‌تواند به بهانه‌ی این که اطلاعات را غیرمهم تشخیص می‌دهد از افشای اطلاعات مهم خودداری کند.

۳. اطلاعات موضوع تعهد ایجابی ناشر به افشای اطلاعات

با وجود دلایل مختلفی که برای توجیه تعهد ایجابی ناشر وجود دارد، نمی‌توان از ناشران انتظار داشت که کلیه‌ی اطلاعات راجع به عرضه‌ی فاش کنند؛ چرا که افشای بیش از حد اطلاعات هم برای شرکت و هم برای سرمایه‌گذاران هزینه بر است. چنین تعهدی هزینه‌ی زیادی بابت جمع‌آوری و بررسی و انتشار اطلاعات به شرکت تحمیل می‌کند. همچنین سبب می‌شود، سرمایه‌گذاران با سیل اطلاعات افشا شده مواجه شوند که این امر سبب عدم توجه آنها به بخش‌های مهم اطلاعات می‌شود و وقت بیشتری از ایشان برای غربال کردن اطلاعات خواهد گرفت. (Choi & Pritchard, 2008: 27) در این زمینه دکترین اطلاعات مدفون^۱ مطرح شده است که بر اساس آن همان گونه که افشای ناقص و محدود اطلاعات می‌تواند زیان آور باشد، افشای زیاد از حد اطلاعات نیز گمراه کننده است. (Palmiter, 2008: 86)

^۱ -Buried Facts Doctrine

بنابراین افشای همه‌ی اطلاعات از سوی ناشر لازم نیست. به همین دلیل در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ آمریکا صرفاً افشای اطلاعات مهم^۱ ضروری دانسته شده و لازم نیست اطلاعات غیر مهم فاش شود. در حقوق ایران هم در خصوص افشای اطلاعات که در بازار اولیه در بند ۳۷ ماده ۶ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار تعهد ناشر در خصوص مواردی که در این ماده تصریح نشده است محدود به «اطلاعات بااهمیتی که به تشخیص ناشر بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر است» شده است. در بازار ثانویه نیز، در بند ۴ ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ضابطه‌ای کلی برای اطلاعاتی که افشای آنها ضروری است ارائه شده که بر اساس آن افشای «اطلاعاتی که اثر بااهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد» ضروری دانسته شده است. این اطلاعات در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده، اطلاعات مهم نامیده شده است. با این حال، ابهاماتی در خصوص ضابطه‌ی تشخیص اطلاعات مهم وجود دارد که در ادامه مورد بررسی قرار خواهد گرفت. البته، در این زمینه صرفاً سعی خواهد شد که ضابطه‌ای برای تشخیص اطلاعات مهم ارائه شود و ورود به مصادیق آن لازم نیست. چرا که همان‌گونه که برخی فقها گفته‌اند در این موارد وظیفه‌ی حقوقدان و فقیه در این موارد ارائه‌ی ضابطه و قاعده‌ی کلی است (شهید ثانی، ۱۴۲۲) و تشخیص مصادیق آن، برای افراد عادی (و در این خصوص، متخصصین امور مربوط به بازار سرمایه) ساده تر خواهد بود.^۲

برای این منظور ابتدا این موضوع از منظر قواعد عمومی قراردادها مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس مفهوم اطلاعات مهم در معاملات اوراق بهادار بررسی می‌شود.

^۱ -Material Facts or Informations

^۲ - «ضابط الوصف الذی یُشترط ذکره ما یختلف الثمن باختلافه و ربما کان العامی أعرف به من الفقیه؛ لأنّ غرض الفقیه إعطاء القانون الکلی» (شهید ثانی، ۱۴۲۲)

۳-۱. ضابطه‌ی تشخیص اطلاعات مهم در حقوق قراردادها

«اطلاعات» در قوانین اوراق بهادار به اوصاف مورد معامله در حقوق قراردادها نزدیک است. در معاملات سهام، موضوع معامله سهم است؛ اما ورقه‌ی سهم فی نفسه ارزشی ندارد و ارزش آن به واسطه‌ی دلالت سهم بر حق دارنده نسبت به شرکت است. بنابراین با مسامحه می‌توان گفت که در این معاملات در واقع حق شخص نسبت به شرکت منتقل می‌شود و موضوع معامله‌ی جزئی از شرکت است. به این ترتیب، اطلاعاتی که افشای آن‌ها مطابق مقررات اوراق بهادار ضروری است، در واقع همان اوصاف جزء شرکت است که مورد معامله واقع می‌شود. البته این اطلاعات در برابر همه‌ی اوصاف قرار نمی‌گیرد. برای بررسی این که اطلاعات مهم در برابر کدام گروه از اوصاف مورد معامله قرار می‌گیرد، در ادامه اقسام مورد معامله بررسی می‌شود.

اوصاف مورد معامله از حیث سطح اهمیت بر سه قسم است:

۱) اوصاف اساسی که منظور از آنها وصفی است که هویت مورد معامله به آن ارتباط دارد، مثل وصف دست بافت بودن در بیع قالی دستبافت. (جعفری لنگرودی، ۱۳۸۱: ۳۷۷۶) اشتباه در این وصف سبب انتفای قصد متعاملان شده و بطلان عقد می‌گردد و چنانچه در بیع کلی متعهد مصداقی را ادا کند که فاقد وصف اساسی مورد تراضی است در واقع وفای عهد به غیر جنس دین نموده است و تأدیه معتبر نخواهد بود.

۲) اوصاف مهم: اوصافی هستند که اهمیت آنها به اندازه‌ی اوصاف اساسی نیست؛ اما بر تصمیم طرفین اثرگذار هستند. البته در لزوم تعیین همه این اوصاف در زمان انعقاد عقد، تردید هست. مطابق ماده‌ی ۳۴۲ قانون مدنی جنس و مقدار و وصف مبیع باید معلوم باشد و درباره‌ی مبیع کلی، ماده‌ی ۳۵۱ قانون مدنی ذکر این موارد لازمه‌ی صحت عقد دانسته شده است. با این حال در خصوص حدود اوصافی که تعیین آنها لازم است بین حقوقدانان اختلاف است:

برخی به طور مطلق لزوم تعیین همه اوصاف مهمی را که عرف به راحتی از آن نمی‌گذرد، را لازمه‌ی معلوم بودن معامله دانسته‌اند. (رهپیک، حقوق قراردادها، ۱۳۹۰: ۱۲۱) در

مقابل برخی لزوم تعیین همه این اوصاف را نپذیرفته‌اند و معتقدند که «اوصافی که در قصد مشترک از انگیزه‌های اصلی تراضی است و معامله برای آن انجام می‌شود، بایستی روشن باشد.» (کاتوزیان، قواعد عمومی قراردادها، ج ۲، ۱۳۸۸: ۱۹۵) در عین حال گفته‌اند که علم به وصفی که خصیصه‌ی اساسی و ذاتی را دارا نیست هیچ ضرورتی برای انعقاد و نفوذ قرارداد ندارد. (کاتوزیان، قواعد عمومی قراردادها، ج ۲، ۱۳۸۸: ۱۹۷) به نظر می‌رسد، در بیع عین معین تعیین اوصاف مذکور ضرورتی ندارد و عدم تعیین آن در ضمن عقد به منزله‌ی بی‌اهمیت بودن آن برای طرفین است. اگر طرفین به طور صریح یا ضمنی بر آن توافق کردند، که به عنوان شرط صفت تلقی می‌شود و در صورتی که بعداً کشف شود مورد معامله فاقد اوصاف مقرر است عقد قابل فسخ خواهد بود؛ اما اگر طرفین بر آن توافق نکنند در واقع وصف مذکور برای ایشان اهمیتی نداشته‌است.^۱ (صفایی، ۱۳۸۲: ۱۰۲) اما در بیع کلی مطابق ماده‌ی ۳۵۱ قانون مدنی تعیین این قسم اوصاف اصولاً لازم است؛ جز در موارد خاصی نظیر وصف مرغوب بودن کالا که هرچند بر قیمت کالا و رغبت اشخاص اثرگذار است اما مطابق ماده‌ی ۲۷۹ تعیین آن ضروری نیست و قانونگذار سکوت طرفین را حمل بر اراده‌ی ایشان بر نوع متوسط آن نموده‌است. چنانچه گفته شده وصف مهم در معاملات کلی به قصد انشا تعلق می‌یابد و توافق قصد طرفین نسبت به آن ضروری است، اما در مورد معامله معین صرفاً به عنصر رضا مربوط می‌شود و در قلمرو قصد انشا قرار نمی‌گیرد. (شهبیدی، ۱۳۹۲: ۱۶۳)

^۱ - به عنوان مثال، این که لباسی تولید داخل باشد یا تولید خارج از کشور از اوصافی است که بر جلب تمایل اشخاص و قیمت کالا موثر است؛ اما گفته شده که «اگر کسی پیراهنی به تصور این که خارجی است خریداری کند، بی آن که وجود این وصف در مورد معامله شرط شده یا بنای متعاملین بر آن باشد، و بعد معلوم شود پیراهن ایرانی بوده است.» (صفایی، ۱۳۸۲: ۱۰۲) این امر به صحت عقد خللی وارد نمی‌کند. البته در مثال مذکور فرض بر این است که وصف محل تولید لباس وصف اساسی مورد معامله نیست.

۳) اوصاف غیرمهم اوصافی است که اشخاص نسبت به آن بی تفاوت هستند و در جلب تمایل اشخاص اثری ندارد. مجهول ماندن این اوصاف خدشه‌ای به اعتبار عقد وارد نمی‌کند.

به نظر می‌رسد منظور از اطلاعات مهم، اطلاعاتی است که به اوصاف مهم مورد معامله مربوط می‌شود، و شامل اوصاف غیر مهم نمی‌شود. با این حال در فقه امامیه و حقوق قراردادها برای تشخیص اوصاف مهم معیارهای مختلفی ارائه شده‌است:

۱) به عقیده‌ی برخی اوصاف مهم اوصافی است که معمولاً در جلب تمایل اشخاص موثر است و به تعبیر فقها اغراض نسبت به آن متفاوت است، هر چند ممکن است در ارزش مورد معامله اثری نداشته باشد. (شهیدی،، ۱۳۹۲: ۲۹۵) این معیار مورد توجه فقها نیز قرار گرفته و تعیین هر وصفی که سبب اختلاف اغراض نوعی در خصوص عوضین شود نظیر عدم تعیین وصف مرغوب یا غیر مرغوب در بیع یک من گندم را برای صحت عقد لازم می‌دانند. (امام خمینی، بی تا: ۱۵۳)

در این خصوص باید گفت که ملازمه‌ای بین اثر وصف بر اختلاف غرائض و تغییر قابل اعتنای ثمن نیست. در واقع اگر وصف به گونه‌ای باشد که غالب اشخاص، کالای دارای آن وصف را به کالای فاقد آن وصف ترجیح دهند، چنین وصفی هم سبب تمایل اشخاص می‌شود و هم بر قیمت آن اثرگذار است. چنانچه در خصوص فرش معمولاً این وصف که فرش در یک شهر خاص تولید شده باشد، سبب ترجیح این فرش بر سایر فرشها، از سوی غالب اشخاص می‌شود. اما اوصافی هست که اشخاص در تصمیم‌گیری خود آنها را لحاظ می‌کنند، اما مبنای این امر صرفاً سلیقه شخصی افراد است و ترجیح کالای دارای آن وصف غلبه ندارد. مثلاً رنگ اتومبیل وصفی است که بر تصمیم‌گیری اشخاص اثرگذار است، اما مبنای انتخاب رنگ اتومبیل سلیقه‌ی شخصی افراد است. (کمپانی، ۱۴۱۸: ۴۰۰)^۱

^۱ - «التحقیق... أن الأوصاف الدخيلة في مالیه الأشياء علی قسمین: أحدهما: دخلها في مالیه الشئ بلحاظ الأثر المترقب من ذلك الشئ عند نوع العقلاء، و بلحاظه يقدمون علی ابتیاعه و بذل المال یازانه. و ثانيهما: دخلها في مالیه الشئ بحسب الغرض شخصی لكل أحد من المتعاملین. فالأول: كالأوصاف الدخيلة في مالیه الجارية مثلا من كونها سمراء أو

۲) به عقیده‌ی برخی ضابطه‌ی وصفی که ذکر آن لازم است، وصفی است که به واسطه‌ی آن ثمن معامله تغییر کند، مگر این که اطلاق عقد به آن وصف منصرف باشد مثل وصف صحت. (نجفی کاشف الغطاء، بی تا: ۲۲۱) البته وصف باید سبب اختلافی شود که عرفاً قابل تسامح نباشد. (علامه حلی ح. ب.، ۱۴۱۳ ه ق: ۴۵) در باب تدلیس نیز برخی فقها صرفاً تدلیسی را موثر در ایجاد خیار می‌دانند که باعث اختلاف در قیمت شود. (علامه حلی ح. ب.، بی تا: ۴۵۶) برخی حقوقدانان نیز در تعیین اوصافی که تعیین آنها ضروری است، به این معیار توجه کرده‌اند. (بروجردی عبده، ۱۳۸۰: ۲۸۷)

۳) برخی نیز این اوصاف را اوصافی می‌دانند که ترک آن موجب جهل و غرر می‌شود. (نجفی کاشف الغطاء، بی تا: ۲۲۲) البته منظور از غرر جهلی است که توأم با ضرر قابل توجه و غیرقابل اغماض باشد (رهپیک، حقوق مدنی، عقود معین (۱)، ۱۳۸۷: ۲۸) و هر جهلی را نمی‌توان غرر محسوب نمود. زیرا ممکن است وصف موجب تفاوت غیرقابل تسامح در ثمن بشود، اما ترک آن اثری در جهل به مبیع نداشته باشد. (نجفی کاشف الغطاء، بی تا: ۲۲۲)

۴) برخی نیز ترکیبی از دو نظر اخیر را پذیرفته‌اند که بر اساس آن ضابطه تشخیص اوصاف مهم اوصافی است که به واسطه آن ثمن به نحوی اختلاف می‌یابد که سبب جهل در مبیع می‌شود. معیار تشخیص آنچه که ترک آن به جهل در مبیع می‌انجامد نیز عرف است. (نجفی کاشف الغطاء، بی تا: ۲۲۲)

۵) برخی فقها در خصوص بیع عین معین غایب، که مشهور است که در آن تعیین اوصافی که در بیع سلم لازم است ضروری است، تعیین وصفی را لازم دانسته‌اند که تفاوت آن بر رغبت اشخاص موثر بوده و سبب ایجاد تفاوت غیرقابل تسامح در قیمت می‌شود. (محقق کرکی، ۱۴۱۴: ۳۰۱)

سوداء أو طویلة أو قصيرة أو سمنية أو مهزولة فإنها التي تتفاوت الرغبات النوعية بلحاظ ما يترقب منها من وجوه الانتفاع بوطيها و خدمتها. و الثاني: كالأوصاف الدخيلة في ماليتها من كونها عارفة بالموسيقى و سائر الكمالات التي هي محط نظر بعض الأشخاص، و متعلق غرض صنف خاص» (کمپانی، ۱۴۱۸، ص. ۴۰۰)

۶) در باب تدلیس ضابطه‌ای مضیق تر از معیارهای فوق مدنظر قرار گرفته‌است. وصف موضوع تدلیس باید برای طرف قرارداد اهمیت تعیین کننده داشته باشد^۱ و تدلیس در صورتی موجد خیار است که موضوع آن از درجه‌ای از اهمیت برخوردار باشد که بر تصمیم‌گیری طرف معامله اثرگذار است، می‌شود.^۲ برخی حقوقدانان نیز تعیین اوصافی را لازم می‌دانند که «در قصد مشترک طرفین از انگیزه‌های اصلی تراضی» بوده‌است. (کاتوزیان ن.، ۱۳۸۸: ۱۹۷)

در کامن لاینز در دعاوی تدلیس^۳ در خصوص مهم بودن گفته شده که موضوعی که وجود یا عدم وجود آن برای معامله مگر معقول در تصمیم‌گیری برای معامله مورد بحث مهم خواهد بود.^۴ (DENNIS, 1984: 383)

در متن نهایی اصلاحات جدید به عمل آمده در قانون تعهدات فرانسه در ماده ۱-۱۱۱۲ نیز افشای اطلاعاتی لازم دانسته شده که «دارای اهمیت تعیین کننده در تحقق اراده طرف معامله باشد».^۵ با توجه به قید «تعیین کننده»^۶ به نظر می‌رسد مطابق این ماده ارائه‌ی اطلاعاتی لازم است که به حدی برای طرفین مهم است که اگر عالم به آن باشد اقدام به انعقاد معامله نمی‌کند.^۷

^۱ - در ماده ۴۳۸ قانون مدنی بر لزوم تأثیر فریب بر طرف قرارداد تأکید شده است و بین تدلیس و انعقاد معامله باید رابطه‌ی سببیت برقرار باشد، به گونه‌ای که اگر شخص از واقع آگاه می‌بود، اقدام به انعقاد معامله نمی‌نمود. (کاتوزیان، قواعد عمومی قراردادها جلد پنجم، انحلال قرارداد، ۱۳۸۷: ۲۹۱) (شهیدی، حقوق مدنی، عقود معین ۱، ۱۳۹۲) از این تعابیر می‌توان لزوم تعیین کننده بودن موضوع تدلیس را برداشت کرد. البته گفته شده که تحقق این خیار منوط به اثرگذاری وصف موضوع تدلیس بر قیمت نیست و خود فریب می‌تواند موجد خیار باشد. (رهپیک، حقوق مدنی، عقود معین (۱)، ۱۳۸۷: ۷۰)

^۲ - گفته شده که اعمال این معیار ثبات اقتصادی را ارتقا می‌دهد؛ چرا که طرفین نمی‌توانند از تکمیل معامله به بهانه سوءاظهارات کم اهمیت اجتناب کنند. (W. PROSSER, HANDBOOK OF THE LAW OF TORTS § 108 (4th ed. 1971) cited in: DENNIS, 1984, p. 383)

^۳ - Misrepresentation

^۴ - would be important to the reasonable actor

^۵ - «...une information dont l'importance est déterminante pour le consentement de l'autre...»

^۶ - déterminante

^۷ - در ادامه‌ی ماده‌ی مذکور اهمیت تعیین کننده تعریف می‌شود و مطابق آن اطلاعاتی دارای اهمیت تعیین کننده است که «دارای رابطه‌ی مستقیم و ضروری با محتوای قرارداد یا کیفیت طرفین باشد».^۷ بر این معیار انتقاد شده که این معیار نه واضح است و نه در تشخیص اطلاعات دارای اهمیت تعیین کننده موثر است. (Mainguy, 2016, p. 52)

۳-۲. معیار تشخیص اطلاعات مهم در حقوق اوراق بهادار

در بخش قبل مشخص شد که در حقوق قراردادها برای تشخیص اطلاعات مهم، سه معیار اصلی ارائه شده است: اثرگذاری بر تصمیم طرفین قرارداد یا جلب رغبت، اثرگذاری بر قیمت موضوع قرارداد، و تعیین کننده بودن اثرگذاری بر تصمیم گیری. در ادامه معیار تشخیص اطلاعات مهم در بازار اوراق بهادار مورد بررسی قرار می‌گیرد و خواهیم دید که در حقوق اوراق بهادار کدام یک از این معیارها مبنای تشخیص اطلاعات مهم قرار گرفته است.

۳-۲-۱. در حقوق آمریکا

در حقوق آمریکا هر چند تعهد به افشای اطلاعات منوط به مهم بودن اطلاعات شده اما در قوانین موضوعه این کشور تعریفی از این مفهوم ارائه نشده است. با این حال در رویه قضایی این کشور سه معیار مختلف برای این امر ارائه شده بود:

۱) معیار احتمال اثرگذاری اطلاعات بر تصمیم‌گیری^۱: در پرونده (TSC Industries, Inc. v. Northway, 1976) دادگاه تجدید نظر مقرر کرده بود که اطلاعاتی مهم تلقی می‌شود که ممکن است^۲ بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار اثرگذار باشد. این معیار، معیار موسعی است و در نقد آن گفته شده که پذیرش چنین معیار موسعی بیش از آن که مفید باشد، به واسطه‌ی مواجه نمودن سرمایه‌گذاران با سیل عظیم اطلاعات جزئی مضر است. (Sauer, 2007, p. 320)

۲) معیار تعیین کننده بودن اطلاعات برای تصمیم‌گیری^۳: برخی دادگاه‌ها این معیار را این گونه بیان کرده‌اند که اطلاعاتی مهم تلقی می‌شوند که در تصمیم‌گیری شخص معقول راجع به انعقاد قرارداد مورد بحث، اثر قطعی داشته باشد. این معیار برخلاف معیار قبلی معیاری مضیق است و بر اساس آن اطلاعاتی مهم تلقی می‌شود، که سرمایه‌گذار در صورت علم به آنها از انعقاد معامله بر اوراق بهادار امتناع می‌کند. (Palmiter, 2008, p. 75)

¹ - "might" test

² - might

³ - "outcome-determinative would" test

۳) معیار احتمال قابل توجه^۱ تأثیر اطلاعات بر تصمیم‌گیری: مطابق این دیدگاه اطلاعات در صورتی مهم است که احتمال قابل توجهی وجود داشته باشد که یک سرمایه‌گذار معقول در هنگام تصمیم‌گیری برای معامله بر اوراق بهادار آن را مهم تلقی کند. (Palmiter, Securities Regulation: Examples and Explanations, 2008, p. 74) در پرونده‌ی TSC Industries, Inc. v. Northway, 1976 دادگاه عالی بار دو معیار قبلی، این معیار را مبنای تشخیص اطلاعات مهم قرار داد. تصمیمی که در رویه‌ی قضایی این کشور هنوز هم مبنای تعیین مهم بودن اطلاعات قرار می‌گیرد.^۲ در این پرونده مقرر شد که «اطلاعات حذف شده (ارائه نشده)^۳ در صورتی مهم است که احتمال قابل توجهی وجود داشته باشد که یک سهامدار معقول در تصمیم‌گیری ... آن را مهم تلقی کند... از سوی دیگر باید احتمال قابل توجهی باشد که افشای اطلاعات حذف شده از منظر سرمایه‌گذار معقول سبب تغییر قابل توجه ترکیب پیچیده اطلاعات موجود شود»^۴. دادگاه عالی در این پرونده متذکر شد که واژه‌ی substantial likelihood به طور ضمنی متضمن این مطلب است که اطلاعات به احتمال زیاد^۵ برای یک سرمایه‌گذار معقول مهم خواهد بود، نه این که اهمیت آن صرفاً ممکن^۶ باشد. با این وجود، این ضرورتی ندارد که اطلاعات اثر تعیین‌کننده بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد. چنانچه گفته شده «این معیار یک معیار «اگر... نبود» نیست و لازم نیست اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده واقعاً سبب تغییر تصمیم سرمایه‌گذاران

^۱ - substantial likelihood

^۲ - لازم به ذکر است که این معیار در قواعد کمیسیون اوراق بهادار آمریکا نیز منعکس شده است: «اطلاعات در صورتی مهم است که احتمال قابل توجهی وجود داشته باشد که سرمایه‌گذار معقول در تصمیم‌گیری برای خرید، یا فروش اوراق بهادار ثبت شده به آن اهمیت می‌دهد.» (LING LEE, 2004, p. 663)

^۳ - An omitted fact

^۴ - "there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available."

^۵ - "Probably"

^۶ - merely possible

شود؛ بلکه همین که اطلاعات غلط دارای اهمیت بالفعل مفروض برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران داشته باشد، کافی است.»^۱ (Palmiter, 2008, p. 75)

۲-۲-۳. در حقوق ایران

در حقوق ایران در بند ۴ ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار افشای اطلاعاتی لازم دانسته شده است که «اثر بااهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد.» در مقابل در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشا، اطلاعات بااهمیت «اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار تأثیر داشته باشد.» تعریف شده است. در بند ۳۱ ماده ۱ قانون مذکور نیز در تعریف اطلاعات نهانی که در واقع، اطلاعات مهم افشا نشده هستند (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۰۰) (جنیدی و نوروزی، شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار ۱۳۸۸، ۱۳۵) اثرگذاری بر قیمت اوراق بهادار یا تصمیم سرمایه‌گذاران معیار تشخیص این اطلاعات قرار گرفته است.^۲

با توجه به اختلاف عبارات مواد فوق، بین آن‌ها ظاهراً تعارضی وجود دارد بدین بیان که در حالی که در بند ۴ ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار برای مهم تلقی شدن اطلاعات، اثرگذاری آن بر قیمت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران توأمان، لازم است، در بند ۳۱ ماده ۱ این قانون و بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشا، برای مهم تلقی شدن اطلاعات، اثرگذاری آن بر قیمت اوراق بهادار یا تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به صورت علی‌البدل کافی است. جالب آن که قبل از اصلاحات به عمل آمده در دستورالعمل افشای اطلاعات در سال ۱۳۹۶ اطلاعاتی مهم تلقی می‌شد که هم بر

^۱ - در این خصوص در حقوق آمریکا بحثی مطرح شده مبنی بر این که سرمایه‌گذار معقول کیست. در این خصوص سه احتمال داده شده است: سرمایه‌گذار غیرماهر (unsophisticated investors)، تحلیلگران ماهر اوراق بهادار (sophisticated securities analyst) یا هر دو اینها. در هر حال دادگاهها سرمایه‌گذار غیرمنطقی (irrational investors) را معیار قرار نمی‌دهند. (Palmiter, 2008, p. 75)

^۲ - ممکن است گفته شود که هدف قانون‌گذار این بوده که از اطلاعات نهانی تعریفی گسترده‌تر از اطلاعات مهم ارائه دهد؛ که این احتمال بعید به نظر می‌رسد.

تصمیم سرمایه‌گذاران و هم بر قیمت اوراق بهادار اثر گذار باشد؛ اما در اصلاحات اخیر، تعریف مذکور تغییر کرد و اثر گذاری اطلاعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران و یا قیمت اوراق بهادار، برای مهم تلقی شدن اطلاعات کافی تلقی شد. به این ترتیب، یک سری اطلاعات منتشر شده حتی اگر بر قیمت، تأثیر قابل توجه نداشته باشند و تنها بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثر گذار باشد، مطابق تعریف جدید دستورالعمل افشا و بند ۳۱ ماده ی ۱ قانون اوراق بهادار بااهمیت تلقی می‌شود؛ (محمدی، ۱۳۸۹: ۲۹۰) اما مشمول بند ۴ ماده ی ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار نمی‌شود.

ممکن است برای رفع تعارض مذکور گفته شود که بین اثر گذاری اطلاعات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اثر گذاری آن بر قیمت اوراق بهادار ملازمه وجود دارد؛ (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۰۰) با این حال به نظر می‌رسد، رابطه‌ی اطلاعات مؤثر بر قیمت و مؤثر در تصمیم‌گیری، عموم و خصوص مطلق است و همه‌ی اطلاعاتی که بر قیمت اوراق اثر گذار است جلب رغبت نیز می‌کند، اما همه‌ی اطلاعات مؤثر در تصمیم‌گیری، لزوماً بر قیمت مؤثر نیست^۱ (جنیدی & نوروزی، ۱۳۸۸: ۱۴۳) و تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله ممکن است بدون اثر گذاری بر قیمت باشد.^۲ (محمدی، ۱۳۸۹: ۲۰۹)

۱ - مثالی در این خصوص مطرح شده (حالتی که یکی از شرکتهای رقیب شرکت الف، بتواند افراد مجرب و ماهری در شرکت خود جلب کند، در صورت انتشار این خبر سهام شرکت تنزل نخواهد کرد، اما از تمایل به خرید سهام آن کاسته می‌شود). (جنیدی & نوروزی، ۱۳۸۸: ۱۴۳) مثال دیگری که در این خصوص مطرح شده مربوط به فرضی است که دو شرکت (الف) و (ب) که با هم در رقابتند، شرکتی بزرگ و معتبر در شرکت (الف) سرمایه‌گذاری کند. در این فرض ممکن است سهام شرکت (ب) تغییر نکند، اما رغبت به سرمایه‌گذاری در آن کاهش می‌یابد. (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۰۰) به نظر می‌رسد در مثال‌های مذکور هم کاهش رغبت با کاهش قیمت ملازمه دارد. فرضی که چنین ملازمه‌ای وجود ندارد، حالتی است که اشخاص تحت تأثیر انگیزه‌های شخصی و نه عواملی که هر سرمایه‌گذار متعارف را به انعقاد معامله بر می‌انگیزد وارد معامله شوند. و الا در مواردی که اطلاعاتی سبب جلب یا دفع رغبت نوع سهام داران می‌شود، بین جلب رغبت و تغییر در قیمت ملازمه خواهد بود.

۲ - در رویه‌ی قضایی هم ترکیبی از این دو معیار برای تشخیص اطلاعات مهم پذیرفته شده است. در دادنامه شماره ۶۹ شعبه ۱۱۹۲ مجتمع ویژه رسیدگی به جرائم اقتصادی دو فقره معامله شرکت ماشین آلات عمرانی و زراعی (الف) - قرارداد با سازمان شهرداریهای کشور به منظور فروش ۴۵۰ دستگاه تراکتور صنعتی؛ ب- خرید ۹ میلیون سهم بانک کارآفرین)

با این حال به نظر می‌رسد به خصوص در معاملات اوراق بهادار که نوعاً انگیزه‌های شخصی برای انعقاد معامله بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار نیست؛ غالباً بین این دو ملازمه هست و آنچه بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اثر می‌گذارد بر قیمت اوراق بهادار نیز مؤثر است. در واقع همان‌طور که گفته شد اگر اطلاعات به گونه‌ای باشد که سبب شود غالب اشخاص سهام آن شرکت را به سهام سایر شرکت‌ها ترجیح دهند، چنین وصفی هم سبب تمایل اشخاص می‌شود و هم بر قیمت سهام اثرگذار است (کمپانی، ۱۴۱۸: ۴۰۰) اما اگر اطلاعات به گونه‌ای باشد که سبب ترجیح نوع اشخاص در تصمیم‌گیری نسبت به خرید سهام آن شرکت نشود، اما اتفاقاً برخی به‌استناد آن اقدام به انعقاد معامله کنند، اطلاعات مذکور علی‌رغم این که بر تصمیم برخی سرمایه‌گذاران اثرگذار بوده، اما بر قیمت اوراق بهادار اثری ندارد. در این موارد با توجه به این که معیار تشخیص اثرگذاری اطلاعات بر تصمیم اشخاص نوعی است^۱ (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۰۰) و اطلاعاتی مهم تلقی گردند که احتمال اثرگذاری آن بر تصمیم‌گیری نوع سرمایه‌گذاران برود؛ اگر اطلاعات نادرستی از سوی ناشر، افشا شود که فاقد این ویژگی باشد، اما اتفاقاً سرمایه‌گذاری به آن‌ها استناد کرده و اقدام به انعقاد معامله کند، نمی‌توان ناشر را به‌استناد تخلف از الزامات مربوط به افشای اطلاعات مسئول دانست. همچنین است در خصوص عدم افشای اطلاعاتی که بر تصمیم نوع سرمایه‌گذاران اثرگذار نیست، اما به طور خاص بر تصمیم یک سرمایه‌گذار اثرگذار است. لذا، چنانچه اطلاعات نادرستی بر نوع سرمایه‌گذاران اثرگذار نباشد، اما یک سرمایه‌گذار خاص بر اساس آن تصمیم به خرید اوراق بهادار بگیرد نمی‌توان این اطلاعات را مهم تلقی کرد. بنابراین، فرض قانون‌گذار بر این بوده که اطلاعات مؤثر بر تصمیم سرمایه‌گذاران بر قیمت اوراق بهادار نیز مؤثر است. از این رو، تفاوتی بین تعابیر مذکور وجود ندارد.^۲ به این ترتیب اطلاعاتی مهم تلقی می‌شود که هم بر تصمیم

مصادق اطلاعاتی دانسته شد که علاوه بر مؤثر بودن در قیمت اوراق بهادار، بر تصمیم سرمایه‌گذاران هم اثرگذار است.

(محمدی، ۱۳۸۹: ۲۹۳)

^۱ - برخی معیار تشخیص اطلاعات مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را شخصی دانسته‌اند، (محمدی، ۱۳۸۹: ۲۹۰)
^۲ - یکی از راه‌های تشخیص مهم بودن اطلاعات این است که آیا زمانی که اطلاعات برای اولین بار منتشر می‌شوند، قیمت اوراق بهادار شرکت تغییر می‌کند؟ اگر در آن روز اطلاعات قیمت اوراق بهادار به صورت قابل توجهی تغییر

سرمایه‌گذاران و هم بر قیمت اوراق بهادار اثر گذار باشد. با این وجود، بهتر بود قانون‌گذار از ادبیات واحدی در تعریف این اصطلاحات بهره می‌برد و دست کم بهتر بود در تعریف بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشا، از بند ۴ ماده ۴۵ قانون تبعیت می‌شد.

بحث دیگری که در این خصوص مطرح است به تحلیل اثر گذاری بر تصمیم‌گیری افراد مربوط می‌شود. برخی با پذیرش معیاری شبیه معیار «اگر نبود...» اطلاعاتی را مهم می‌دانند که «اشخاص را به خرید یا فروش اوراق بهادار ترغیب سازد، به نحوی که اگر اطلاعات یاد شده وجود نداشتند، سرمایه‌گذار در شرایط متعارف اقدام به معامله نمی‌نمود» (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۰۰) این تعبیر که نظیر آن چیزی است که در باب تدلیس گفته شده و برخی حقوق‌دانان در بیان اوصافی که تعیین آن در عقد بیع لازم است به آن توجه کرده‌اند؛ معیاری مضیق است و با ضرورت شفافیت اطلاعاتی در بازار اوراق بهادار سازگار نیست. به همین دلیل گفته شده برای مهم تلقی شدن اطلاعات مربوط به اوراق بهادار، ضرورتی وجود ندارد که اطلاعات حتماً بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران اثر گذار باشد بلکه احتمال اثر گذاری آن برای این منظور کافی است. (صادقی مقدم & نوروزی، ۱۳۹۰: ۱۳۴) با این حال هر تأثیری در این زمینه مؤثر نیست و لازم است این تأثیر قابل توجه باشد. بنابراین اطلاعاتی مهم تلقی می‌شود که اثر قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار داشته باشد. (صادقی مقدم & نوروزی، ۱۳۹۰: ۱۳۴) (جنیدی & نوروزی، ۱۳۸۸: ۱۴۵) شایان ذکر است، لزوم قابل توجه بودن اثر اطلاعات از تعبیر «اثر بااهمیت» در بند ۴ ماده ۴۵ قانون بازار برمی‌آید. این معیار شبیه معیاری است که فقها از آن به اختلاف غیر قابل مسامحه در غرائض یا قیمت یاد کرده‌اند و برخی حقوق‌دانان نیز به آن توجه کرده‌اند.

کند، می‌توان اطلاعات را مهم دانست. البته ممکن است رخدادهای دیگر یا افشای سایر اطلاعات نیز در روز افشا بر قیمت اوراق بهادار مؤثر باشد و تشخیص مهم بودن اطلاعات بر اساس انعکاس اثر انتشار آن بر قیمت اوراق بهادار را دشوار سازد. (Palmiter, 2008, p. 78)

در خصوص رابطه‌ی اطلاعات مهم در حقوق اوراق بهادار و حقوق قراردادهای گفته شده «اطلاعاتی که بورس اوراق بهادار بر افشای آن نظارت می‌کند دارای مفهومی مضیق‌تر نسبت به اطلاعات مورد نیاز برای انعقاد یک عقد از نظر حقوق قراردادهای است. در این اطلاعات که از آن به اطلاعات نهانی تعبیر می‌شود وجود چهار ویژگی شرط است: عدم افشا برای عموم (نهانی بودن)، دقیق و شامل جزئیات بودن، قابلیت تأثیر قابل توجه در قیمت و مربوط بودن به ناشر اوراق بهادار... . در حالی که در اطلاعات به مفهوم سنتی حقوق قراردادهای، وجود چنین قیودی الزامی نیست.» (نوروزی، ۱۳۸۹: ۲۰۷) با این حال به نظر می‌رسد صرف نظر از بحث‌هایی که در خصوص پذیرش تعهد به ارائه اطلاعات در حقوق قراردادهای و نیز اعتبار این شروط وجود دارد، اطلاعاتی که در معاملات اوراق بهادار افشای آن‌ها لازم است، موسع‌تر از اطلاعاتی است که ارائه‌ی آن‌ها در سایر قراردادهای لازم است. چرا که قلمرو اطلاعات مهم در حقوق اوراق بهادار گسترده بوده و شامل مواردی می‌شود که احتمال اثرگذاری آن بر قیمت اوراق بهادار یا تصمیم سرمایه‌گذاران وجود دارد. در حالی که در مواردی که در حقوق قراردادهای تعهد به ارائه اطلاعات وجود دارد این تعهد محدود به اطلاعاتی است که اثر تعیین‌کننده بر تصمیم طرف معامله دارد. (نظیر ماده ۱-۱۱۱۲ اصلاحات اخیر قانون مدنی فرانسه)

۴. فوریت یا عدم فوریت افشای اطلاعات مهم

تعیین زمانی که افشا باید انجام شود دشوار است. از یک سو شرکت‌ها گاه برای تحقیق دقیق و ارزیابی وقایع و گاه به جهت اهداف معتبر تجاری به زمان نیاز دارند. از سوی دیگر، در طول این زمان ممکن است سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات ناقص تصمیم‌گیری کنند. به همین دلیل گفته شده تعیین معیار ارزیابی تصمیمات شرکت در خصوص زمانبندی افشا باید به نحوی صورت گیرد که شرکت، اگر به نحو مسئولانه‌ای الزامات مربوط به افشای اطلاعات را رعایت کرده باشد، از مسئولیت مبرا شود. (BAUMAN, 1979, p. 954)

در حقوق آمریکا در پرونده ی (FINANCIAL INDUSTRIAL FUND, INC v. McDONNELL DOUGLAS CORPORATION, 1973) مساله ی زمان بندی افشا مطرح شده‌است. در این پرونده در آوریل ۱۹۶۶ شرکت مکدونل، پیش بینی‌های عمومی برای آن سال مالی انجام داد. یک ماه بعد مدیران شرکت دریافتند که درآمدها به میزان قابل توجهی کمتر از پیش بینی‌ها خواهد بود و این امر پس از تحقیق فوری شرکت افشا شد. دو هفته ی بعد صورت سود و زیان سه ماهه نشان داد که زیانی بیش از آنچه قبلاً منتشر شده در انتظار شرکت است. یک روز پس از تکمیل تحقیقات در این خصوص، شرکت با یک بیانیه عمومی دیگر جزئیات دقیق مشکلات مالیش را منتشر کرد. سهامداری که سهام شرکت را بین دو بیانیه عمومی خریده بود، علیه شرکت اقامه ی دعوا کرد و مدعی شد که شرکت از طریق عدم افشای کامل کاهش درآمدهایش قبل از بیانیه دوم، الزامات مربوط به افشای اطلاعات را نقض کرده‌است. شعبه ی دهم دادگاه تجدیدنظر مقرر کرد که شرکت این الزامات را نقض نکرده‌است. زیرا، تعهد به افشا مادامی که شرکت اطلاعات کافی برای افشای دقیق را جمع آوری نکرده ایجاد نمی‌شود. بنابراین، اگر شرکتی در تحقیق و ارزیابی وقایع مهم با احتیاط عمل کند، عدم افشای اطلاعات موضوع تحقیق در دوره ی مذکور، نقض قواعد افشاء محسوب نمی‌شود. زیرا قبل از بررسی و ارزیابی کامل، شرکت ممکن است در انتشار نسخه‌ای از اطلاعات که به اندازه ی کافی دقیق بوده و به بروزرسانی‌های متعدد بعدی نیاز نداشته باشد، مشکل داشته باشد. در یک وضعیت سریعاً در حال تغییر، انتشار اطلاعات اولیه و پس از آن تغییر چندباره آن ممکن است سبب نوسانات گسترده در قیمت سهام شرکت شود، که این امر به جای کمک به سرمایه‌گذاران موجب آسیب رساندن به منافع آنها می‌شود. با این حال بعد از انجام تحقیق و ارزیابی لازم، شرکت مکلف به افشای فوری اطلاعات است، مگر این که بتواند یک دلیل تجاری معتبر^۱ برای عدم افشا صادر کند.^۲ (BAUMAN, 1979: 956)

^۱ - a valid business reason

^۲ - مهمترین پرونده مربوط به تشخیص دلیل تجاری معتبر در پرونده (Securities and Exchange Com'n v. Texas Gulf Sulphur Co., 1968) مطرح شده است. در این پرونده هر چند TGS در اواخر نوامبر ۱۹۶۳ حفاری

در حقوق ایران با توجه مواد ۴ و ۱۳ دستورالعمل افشای اطلاعات، اطلاعات باید به صورت فوری افشا شود. منظور از افشای فوری مطابق بند ۵ ماده ۱ این دستورالعمل « افشای اطلاعات به محض آگاهی ناشر، با رعایت شرایط این دستورالعمل است.» در خصوص مبنای لزوم فوریت افشا، به ارتباط افشا با منافع عموم و نظم بازار، لزوم رعایت اصل سرعت در امر تجارت و قابلیت تأثیر سریع اطلاعات بر قیمت و کاهش ریسک وقوع معاملات نهانی اشاره شده است. (سلطانی، ۱۳۹۵: ۱۰۵) (نوروزی، ۱۳۸۹: ۲۰۸)

برخی با استناد به تعریف فوق معتقدند که منظور از فوریت در این ماده «فوریت ریاضی و در مقابل درنگ» است و با فوریت در حقوق خصوصی که مفهومی عرفی است متفاوت است. (نوروزی، ۱۳۸۹: ۲۰۸) با این حال به نظر می‌رسد در این خصوص نیز منظور از فوریت افشا و افشای اطلاعات به محض آگاهی ناشر، فوریت عرفی است و هر درنگ ناشر پس از آگاهی از اطلاعات را نمی‌توان تخلف از الزامات مربوط به افشای اطلاعات تلقی نمود. منظور از فوریت عرفی این است که در نخستین فرصت ممکن و در مهلتی که انسان متعارف در آن شرایط کاری را بی درنگ انجام می‌دهد، اقدامات لازم به عمل آید (کاتوزیان، ۱۳۸۷: ۷۱) و قراردادن تکلیفی فراتر از این بر عهده‌ی ناشر تکلیف بما لایطاق خواهد بود.

البته تعهد ناشر در این زمینه مطلق نیست و ناشر می‌تواند در موارد ضرورت مطابق ماده ۱۵ دستورالعمل افشا اطلاعات مهم را با الزام به عدم افشا، با تأخیر افشا نماید. این موارد به طور حصری در این ماده تعیین شده است:

الف - افشای فوری موجب زیان یا عدم‌النفع بااهمیت برای ناشر شود.

ب - ناشر در حال انجام مذاکره بوده و هنوز بر سر اصول آن توافق حاصل نشده باشد.

هایی انجام داده بود، نتایج حفاری‌ها محرمانه نگه داشته شده بود و ادامه حفاری به تملک زمینهای مجاور موکول شده بود. دو هفته بعد زمین‌های مجاور تملک شد و حفاری ادامه یافت. در این زمان شرکت اولین گزارش را درباره کشف منتشر نمود. دادگاه مقرر نمود که «محرمانه نگهداشتن اطلاعات برای توفیق در تملک زمینهای مجاور لازم بوده و این امر یک دلیل تجاری معتبر است که افشای با تأخیر را توجیه می‌کند.

ج - افشای فوری مزایای قابل توجهی برای شرکت‌های رقیب فراهم کند.

د - موضوع مورد افشا پیوسته در حال تغییر باشد.»

در این خصوص گفته شده که با توجه به این که امکان تأخیر در افشا، استثنایی بر اصل لزوم افشای فوری اطلاعات است، موارد مذکور در این ماده باید به طور مضیق تفسیر شود تا شرکتها نتوانند به هر بهانه‌ای حق سرمایه‌گذاران عادی بر تصمیم‌گیری آگاهانه را نادیده بگیرند. (صادقی مقدم & نوروزی، ۱۳۹۰: ۱۳۷) به همین دلیل در موارد مذکور، ناشر مکلف است به محض رفع محدودیت‌های فوق اقدام به افشای اطلاعات کند.

البته بهتر بود علاوه بر موارد مذکور، به امکان تأخیر در افشای اطلاعات به دلیل عدم قطعیت آنها تصریح می‌شد. در هر حال، به نظر می‌رسد تعهد ناشر به افشای فوری زمانی ایجاد می‌شود که دقت اطلاعات نیازمند بررسی بیشتر نباشد. بنابراین، اگر شرکت در تحقیق و ارزیابی اطلاعات مربوط با احتیاط عمل کند، عدم افشای اطلاعات در دوران تحقیق، نقض تعهد ناشر به افشای فوری محسوب نمی‌شود. (BAUMAN, 1979, p. 956) چرا که انتشار اطلاعاتی که درستی آنها به طور قطعی برای ناشر احراز نشده است نه تنها آگاهی سرمایه‌گذاران را در پی ندارد؛ بلکه بیشتر زمینه ساز گمراهی ایشان را فراهم می‌کند و ممکن است ناشر را در معرض مسئولیت بعدی بابت افشای اطلاعات نادرست قرار دهد.

نتیجه

اطلاعاتی که از سوی ناشران اوراق بهادار افشا می‌شود، نباید نادرست یا گمراه کننده باشد. البته تعهد ناشر محدود به قلمرو علم اوست، هر چند وی مکلف است اقدامات لازم برای راستی آزمایی اطلاعات را انجام دهد و نهایت سعی خود را در عدم ارائه‌ی اطلاعات نادرست به عموم معمول دارد.

همچنین، ناشران به منظور ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای سرمایه‌گذاران، علاوه بر این که مکلفند اطلاعاتی را که از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار و دستورالعمل‌های مربوطه تعیین

شده به درستی افشا کنند، متعهدند کلیه‌ی اطلاعات مهم را افشا کنند. در حقوق آمریکا مطابق رویکرد غالب رویه‌ی قضایی، کمیسیون بورس و اوراق بهادار، و نیز مشهور حقوقدانان این کشور، تعهد عامی برای ناشر نسبت به افشای کلیه‌ی اطلاعات مهمی که ممکن است بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار باشد (تعهد ایجابی عام نسبت به افشای اطلاعات)، به چشم نمی‌خورد؛ بلکه تعهد ناشران اوراق بهادار محدود است به این که اولاً، از افشای اطلاعات نادرست با اهمیت خود داری کنند، و ثانیاً، کلیه‌ی اطلاعاتی را افشا نمایند که برای گمراه‌کننده نبودن اطلاعات افشا نشده لازم است.

در مقابل در حقوق ایران به دلالت مواد مختلف قانون بازار اوراق بهادار، و دستورالعمل‌های مربوط، ناشر هم در بازار اولیه و هم در بازار ثانویه متعهد به رعایت این تکلیف شده است. به این ترتیب صرف عدم ارائه‌ی اطلاعات مهم از سوی ناشر و به عبارتی سکوت ناشر می‌تواند نقض الزامات قانونی راجع به افشای اطلاعات تلقی شود. رویکرد پذیرفته شده در حقوق ایران از این حیث که افشای کلیه‌ی اطلاعات مهم زمینه‌ساز تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران می‌شود، فاصله‌ی قیمت سهام با قیمت واقعی آنها را به حداقل می‌رساند، و امکان سوءاستفاده‌ی دارندگان اطلاعات نهانی از اطلاعات را کاهش می‌دهد، قابل قبول‌تر به نظر می‌رسد. علاوه بر این، عدم افشای همه‌ی اطلاعات مهم را از این جهت می‌توان تخلف از الزامات افشا تلقی نمود که شرکت با افشای بخشی از اطلاعات مهم به طور ضمنی اظهار نموده است که همه‌ی اطلاعات مهم افشا شده است.

با این حال تعهد ناشر بی‌قید و شرط نیست و تعهد وی مشروط به مهم بودن اطلاعات است. اطلاعاتی مهم محسوب می‌شود که بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثر قابل توجهی داشته باشد. معیار تشخیص این اثرگذاری نیز نوعی است و برای تشخیص آنها اثرگذاری اطلاعات بر سرمایه‌گذار معمولی مدنظر قرار می‌گیرد و دواعی شخصی افراد در این زمینه مورد توجه قرار نمی‌گیرد.

همچنین افشای اطلاعات مهم می‌بایست به صورت فوری انجام گیرد و ناشر نمی‌تواند در این خصوص درنگ کند. البته منظور از لزوم فوریت افشا فوریت ریاضی نیست. بلکه منظور فوریت

عرفی است که بر اساس آن لازم است افشای اطلاعات مهم «در نخستین فرصت ممکن و در مهلتی که انسان متعارف در آن شرایط کاری را بی‌درنگ انجام می‌دهد» به عمل آید. علاوه بر این برای این که ناشر متعهد به افشای فوری اطلاعات شود لازم است که درستی اطلاعات برای ناشر احراز شده باشد و در مواردی که راستی آزمایشی اطلاعات نیازمند بررسی بیشتر است تعهد ناشر به افشای فوری منطقی نیست و زمینه ساز گمراهی سرمایه‌گذاران می‌شود.

البته تعهد ناشر به افشای فوری اطلاعات بدون استثنا نیست و در صورت تحقق موارد مقرر در ماده‌ی ۱۵ دستورالعمل افشای اطلاعات درخواست تأخیر در افشا را مطرح کند. این موارد خلاف اصل بوده و می‌بایست به طور مضیق تفسیر شود و به محض رفع ضرورت ناشر مکلف به افشای فوری اطلاعات خواهد بود.

منابع و مآخذ

الف- منابع فارسی و عربی

۱. امام خمینی، س. ر. (بی تا). کتاب البیع، دوره ۵ جلدی، ج ۲. تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی قدس سره.
۲. امیری قائم مقامی، ع. (۱۳۹۲). حقوق تعهدات، ج ۲. تهران: میزان.
۳. اوصیا، پ. (۱۳۷۷). تدلیس در حقوق فرانسه، انگلیس اسلام و ایران. مجله تحولات حقوق خصوصی.
۴. بروجردی عبده، م. (۱۳۸۰). حقوق مدنی. تهران: مجلد.
۵. جعفری لنگرودی، م. (۱۳۸۲). فرهنگ عناصر شناسی. تهران: گنج دانش.
۶. جعفری لنگرودی، م. (۱۳۷۸). مبسوط در ترمینولوژی حقوق، ج ۲. تهران: انتشارات گنج دانش.
۷. جعفری لنگرودی، م. (۱۳۸۱). مبسوط در ترمینولوژی حقوق، جلد پنجم. تهران: گنج دانش.
۸. جنیدی، ل. و ن. نوروزی، م. (۱۳۸۸). شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار. فصلنامه حقوق، دوره ۳۹، شماره ۲، ۱۲۹-۱۴۷.
۹. رهپیک، ح. (۱۳۸۷). حقوق مدنی، عقود معین (۱). تهران: خرسندی.
۱۰. رهپیک، ح. (۱۳۹۰). حقوق قراردادها. تهران: خرسندی.
۱۱. سلطانی، م. (۱۳۹۵). حقوق بازار سرمایه. تهران: سمت.
۱۲. شهیدی، م. (۱۳۹۲). تشکیل قراردادها و تعهدات. تهران: مجلد.
۱۳. شهیدی، م. (۱۳۹۲). حقوق مدنی، عقود معین ۱. تهران: مجلد.
۱۴. شهید ثانی، ز. ا. (۱۴۱۲ هـ ق.). الروضه البهیة فی شرح اللعنة الدمشقی، ج ۱. قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
۱۵. شهید ثانی (زین الدین بن نورالدین علی بن احمد عاملی جُبعی)، ز. ا. (۱۴۲۲). حاشیه المختصر النافع. قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
۱۶. شیخ طوسی، ا. ج. (۱۳۸۷ هـ ق.). المبسوط فی فقه الإمامیه. تهران: المكتبة المرتضویة لإحياء الآثار الجعفریة.
۱۷. صادقی مقدم، م. ح. و ن. نوروزی، م. (۱۳۹۰). نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران. فصلنامه حقوق، دوره ۴۱، شماره ۲، ۱۳۱-۱۴۹.
۱۸. صفایی، ح. (۱۳۸۲). قواعد عمومی قراردادها. تهران: میزان.
۱۹. عبدی پور فرد، ا. (۱۳۹۳). مباحث تحلیلی از حقوق تجارت. قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه.
۲۰. علامه حلی، ح. ب. (بی تا). تذکره الفقهاء، ج ۱۱. قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام.
۲۱. علامه حلی، ح. ب. (۱۴۱۳ هـ ق.). قواعد الأحكام فی معرفة الحلال و الحرام، دوره ۳ جلدی، ج ۲. قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۲۲. کاتوزیان، ن. (۱۳۷۸). اعمال حقوقی. تهران: شرکت سهامی انتشار.

۲۳. کاتوزیان، ن. (۱۳۸۷). قواعد عمومی قراردادهای جلد پنجم، انحلال قرارداد. تهران: شرکت سهامی انتشار.
۲۴. کاتوزیان، ن. (۱۳۸۸). قواعد عمومی قراردادهای، جلد دوم. تهران: شرکت سهامی انتشار.
۲۵. کمپانی، م. ح. (۱۴۱۸). حاشیه کتاب المکاسب، ج ۴. قم: أنوار الهدی.
۲۶. لوک اوپر، ژو، & کولار دو تیول، ف. (۱۳۹۰). حقوق تعهدات، قراردادهای - ترجمه مجید ادیب. تهران: میزان.
۲۷. محقق کرکی، ع. ب. (۱۴۱۴). جامع المقاصد فی شرح القواعد ج ۴. قم: مؤسسه آل البيت عليهم السلام.
۲۸. محمدی، ع. (۱۳۸۹). بررسی آراء قضایی صادره در خصوص معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی. مجله پژوهشهای حقوقی، ش ۱۷، ۲۸۵-۳۰۱.
۲۹. میرزایی منفرد، غ. (۱۳۹۱). حقوق کیفری بازار اوراق بهادار. تهران: میزان.
۳۰. نجفی کاشف الغطاء، م. (بی تا). مورد الأنام فی شرح شرائع الإسلام، دوره ۴ جلدی، ج ۴. نجف اشرف: مؤسسه کاشف الغطاء.
۳۱. نوروزی، م. (۱۳۸۹). مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس. مجله پژوهشهای حقوقی، ش ۱۷، ۲۰۳-۲۱۳.

ب- منابع انگلیسی و فرانسه

32. Palmiter, A. R. (2008). *Securities Regulation: Examples and Explanations*. New York: Aspen Publishers.
33. BAUMAN, J. D. (1979). Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose. *Geo. L.J.* 935, 935-989.
34. Benston, G. J. (1973). Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934. *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 1, 132-155.
35. BLACK, H. C. (1971). *BLACK'S LAW DICTIONARY*. WEST PUBLISHING CO.
36. Block, D. J., Barton, N. E., & Garfield, A. E. (1985). Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans. *The Business Lawyer*, Vol. 40, No. 4, 1243-1265.
37. Brown, J. R. (1995). *The Regulation of Corporate Disclosure*. Aspen Publishers Online.
38. Choi, S. J., & Pritchard, A. C. (2008). *Securities Regulation*. New York : Aspen Publishers.
39. DENNIS, R. J. (1984). MATERIALITY AND THE EFFICIENT CAPITAL MARKET MODEL: A RECIPE FOR THE TOTAL MIX. *WILLIAM AND MARY LAW REVIEW*, VOLUME 25, 372-330.
40. Disdet, D. (2011). *L'obligation d'information dans les contrats du commerce électronique*. THÈSE Présentée pour obtenir le grade de Docteur en droit de l'Université d'Avignon et des Pays de Vaucluse.
41. Furmston, M. P., Cheshire, G. C., & Fifoot, C. H. (2012). *Cheshire, Fifoot and Furmston's Law of Contract*. Oxford : Oxford university press.

42. Glover, S. I. (2006). *Business Separation Transactions Spin-Offs, Subsidiary IPs and Tracking Stock*. Newyork: Law Journal Press.
 43. Hondius, E. H. (2004). *Towards a European Civil Code*. Kluwer Law International.
 44. Levy, P. (2016). *Regulation of Securities: SEC Answer Book, 5th Edition*.
 45. LING LEE, Y. C. (2004). THE ELUSIVE CONCEPT OF "MATERIALITY" UNDER U.S. FEDERAL SECURITIES LAWS. *WILLAMETTE LA W REVIEW* , 660-707.
 46. Mainguy, D. (2016). LE DEVOIR PRECONTRACTUEL D'INFORMATION. In D. Mainguy, *Le nouveau droit français des contrats, du régime général et de la preuve des obligations (après l'ordonnance du 10 février 2016)* (pp. 49-53). Montpellier: Université de Montpellier.
 47. Marsh, S. B., & Soulsby, J. (2002). *Business Law*. Nelson Thornes.
 48. Monaghan, N., & Monaghan, C. (2011). *Beginning Contract Law*. Routledge.
 49. Palmiter, A. R. (2009). *Corporations: Examples and Explanations*. Aspen Publishers.
 50. Palmiter, A. R. (2008). *Securities Regulation: Examples and Explanations*. Aspen Pub.
 51. Poitevin, C. (2011). *L'avant-contrat en droit des contrats d'auteur*. Avignon: THESE Pour obtenir le grade de DOCTEUR DE L'UNIVERSITE D'AVIGNON.
 52. Sauer, R. C. (2007). The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws. *The Business Lawyer, Vol. 62, No. 2* , 317-357.
 53. Sheffy, J. M. (1982). Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem. *Notre Dame L. Rev.* 755 , 753-798.
 54. Sjostrom, Jr., W. K. (2006). THE DUE DILIGENCE DEFENSE UNDER SECTION 11 OF THE SECURITIES ACT OF 1933. *BRANDEIS LAW JOURNAL* , 1-62.
 55. Steinberg, M. I. (2014). *Securities Regulation: Liabilities and Remedies*. Law Journal Press.
 56. STEINBERG, M. I., & GOLDMAN, R. M. (1987). ISSUER AFFIRMATIVE DISCLOSURE OBLIGATIONS-AN ANALYTICAL FRAMEWORK FOR MERGER NEGOTIATIONS, SOFT INFORMATION, AND BAD NEWS. *Maryland Law Review, Volume 46* , 923-955.
 57. Steinberg, M., Gevurtz, F., & Chaffee, E. (2014). *Global Issues in Securities Law*. West Academic.
 58. Wéry, P. (2010). *Droit des obligations - Volume 1: Théorie générale des contrats*. Bruxelles: Larcier.
- ج- آرا
59. *Chiarella v. United States*, 78-1202 (Supreme Court of United States. March 18, 1980).
 60. *FINANCIAL INDUSTRIAL FUND, INC v. McDONNELL DOUGLAS CORPORATION*, 474 F.2d 514 (Court of Appeals, 10th Circuit April 5, 1973).
 61. *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 01-1473, 01-1477. (United States Court of Appeals, Seventh Circuit. September 28, 2001).

62. Greenfield v. Heublein, 83-1846. (Court of Appeals, 3rd Circuit October 10, 1984).
63. Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 09-1156 (Supreme Court of United States. March 22, 2011).
64. Securities and Exchange Com'n v. Texas Gulf Sulphur Co., No. 296, Docket 30882. (Court of Appeals, 2nd Circuit August 13, 1968).
65. Shaw v. Digital Equipment Corp., 82 F. 3d 1194 (Court of Appeals, 1st Circuit May 7, 1996).
66. Texas Partners v. Conrock Co., 80-5764. (United States Court of Appeals, Ninth Circuit. January 8, 1982).
67. TSC Industries, Inc. v. Northway (Supreme Court of United States June 14, 1976).