

## مبانی تعهد به ارائه اطلاعات در معاملات سهام

حسن رهپیک<sup>۱</sup>

استاد گروه حقوق خصوصی دانشگاه علوم

قضایی و خدمات اداری

محسن شمس الهی<sup>۲</sup>

دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه

علوم قضایی و خدمات اداری

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۷/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۳/۲۹

### چکیده

سهام نماینده‌ی حق دارنده‌ی آن بر بخشی از شرکت است، اما این حق متمایز از حق مالکیت مشاع بر جزئی از یک مال است. اگر چه حق مالک اوراق بهادار به حق عینی نزدیکتر است تا حق دینی؛ غیر ملموس بودن اوراق بهادار شناسایی اوصاف و ارزیابی کیفیت این اوراق را برای معامله گران بالقوه این اوراق دشوار نموده است. همین امر سبب شده تا در برخی نظامهای حقوقی تعهد به افشای اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار که ممکن است بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد؛ حسب مورد در بازار اولیه و ثانویه بر فعالان مهم بازار اوراق بهادار (ناشران، متعهدین پذیره نویسی و ...) تحمیل شود. در حقوق ایران نیز در قانون اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ ایجاد نظام افشای اجباری اطلاعات در معاملات اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه مد نظر قانونگذار قرار گرفته است. در این مقاله بر آنیم تا با بررسی تطبیقی رویکرد نظام‌های حقوقی مختلف در ارتباط با تعهد به ارائه اطلاعات، و مبانی تحمیل این تعهد بر فعالان بازار؛ این مسئله را مورد ارزیابی قرار دهیم که آیا با توجه به مبانی خاص نظام حقوقی ایران تحمیل چنین تعهدی قابل توجیه است؟ بر اساس کدام مبانی؟ اجمالاً می‌توان گفت که با توجه به ویژگی‌های خاص اوراق بهادار و قواعد خاص حاکم بر معاملات آن، بین سرمایه‌گذاران و فعالان قدرتمند بازار عدم تعادل قابل توجهی از حیث

---

1-sraheik@gmail.com

2- m.shamsollahi@alumni.ut.ac.ir

DOI: 10.22067/le.v24i12.65221

دسترسی به اطلاعات وجود دارد؛ و تحمیل تعهد به افشای اطلاعات بر فعالان قوی تر بازار ضروری به نظر می‌رسد.

**کلید واژه‌ها:** حقوق اوراق بهادار، تعهد به ارائه اطلاعات، افشای اطلاعات در معاملات سهام، افشای اختیاری قرارداد

## مقدمه

غیرملموس بودن اوراق بهادار، و ارتباط تنگاتنگ ارزش آن با عملکرد شرکت، اوراق بهادار را از سایر اموال متمایز نموده است. در حالی که اطلاع از عملکرد شرکت برای سهام داران شرکت دشوار است. این امر سبب شده تا مقررات خاصی برای تنظیم معاملات اوراق بهادار وضع شود، تا زمینه برای تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران فراهم شود.<sup>۱</sup> هدف اصلی این مقررات تضمین برقراری جریان مستمری از اطلاعات راجع به ناشر یا شرکت است (Latimer & Maume, 2015, p. 4). این جریان مستمر از زمان تشکیل شرکت آغاز شده و در طول حیات آن نیز ادامه می‌یابد. بنابراین بر اساس این قواعد در بازار اولیه‌ی اوراق بهادار ناشران ملزم اند اطلاعات خاصی را از طریق بیانیه ثبت در دسترس عموم قرار دهند. در بازار ثانویه نیز شرکت‌ها ملزمند کلیه‌ی اطلاعاتی را که ممکن است بر قیمت اوراق بهادار اثر بگذارد از طریق ارائه گزارش‌های دوره‌ای در دسترس سهامداران بالفعل و بالقوه شرکت قرار دهند.

در حقوق ایران نیز در قانون اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ توجه ویژه‌ای به ایجاد نظام افشای اجباری اطلاعات در معاملات اوراق بهادار شده است.<sup>۲</sup> چنانچه در ماده ۲۰ این قانون ثبت اوراق

۱- اهمیت اطلاعات در بازار اوراق بهادار به حدی است که برخی اطلاعات را نیروی حیاتی بازارهای اوراق بهادار و ابزار اولیه‌ی نهادهای ناظر بر بازار دانسته‌اند (Choi & Pritchard, 2008, p. xviii). برخی نیز مقررات آمره‌ی مربوط به افشای اطلاعات را موضوع اصلی که در مقررات اوراق بهادار مدنظر قانونگذاران قرار گرفته و مظهر اصلی حقوق اوراق بهادار، دانسته‌اند (Bagheri, Market-based economy and the deficiencies of private law, 2005, p. 71). برخی نیز از این قواعد به عنوان اصل اساسی حقوق شرکتهای یاد کرده‌اند (Villiers, 2001, p. 181).

۲- البته پیشینه‌ی الزامات راجع به ارائه‌ی اطلاعات در شرکت‌های سهامی به قبل از این‌ها برمی‌گردد. (مواد ۷ و ۹ و ۱۷۴ لایحه اصلاحی قانون تجارت مصوب ۱۳۴۷ در خصوص بازار اولیه و نیز ماده ۱۰۶ لایحه اصلاحی در خصوص بازار اولیه)

بهادار نزد سازمان بورس و اوراق بهادار برای انتشار اوراق بهادار لازم دانسته شده است، و در ماده ۲۱ هدف از ثبت «حصول اطمینان از رعایت مقررات قانونی و مصوبات سازمان و شفافیت اطلاعاتی» دانسته شده است. به علاوه به موجب مواد ۶ و ۸ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار که در اجرای ماده ۲۲ این قانون تصویب شده است؛ مقرر گردیده است که در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیره نویسی اطلاعات خاصی ارائه شود. علاوه بر این در بازار ثانویه اوراق بهادار نیز به موجب ماده ۴۵ قانون فوق شرکت‌ها مکلف شده اند کلیه «اطلاعاتی که اثر با اهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد.» به سازمان ارائه کنند. این اطلاعات نیز از طریق سازمان بورس و اوراق بهادار در دسترس عموم قرار می‌گیرد.

آنچه در این مقاله مورد بررسی قرار می‌گیرد این است که چه عاملی قانونگذار را بر آن داشته شرکت‌های تازه تأسیس و شرکت‌های موجود را مکلف نماید که به این گستردگی اطلاعات و اسناد مهم مالی و غیرمالیشان را در بازار اولیه و ثانویه در اختیار عموم قرار دهند. در این راستا ابتدا این موضوع را بررسی می‌کنیم که از لحاظ نظری آیا برقراری نظام افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار لازم است یا خیر؟ در این زمینه در حالی که در برخی نظام‌های حقوقی نظام افشای اطلاعات را کافی نمی‌دانند، و فراتر از آن به نهاد ناظر بر بازار اجازه می‌دهند مانع انتشار اوراق بهادار نامناسب شود؛ برخی، نظام افشای اجباری اطلاعات را غیرلازم یا غیرکارآ می‌دانند، و معتقدند اساساً بازار نقضی در این زمینه ندارد که نیاز به دخالت دولت برای تضمین وجود تعادل در معاملات اوراق بهادار باشد. در این خصوص اجمالاً باید گفت که عوامل متعددی در بازار اوراق بهادار الزامی نمودن تعهد به افشای اطلاعات در معاملات اوراق بهادار را توجیه می‌کند و تئوری‌های قائل به افشای اختیاری یا قراردادی اطلاعات بر واقعیات عملی منطبق نیست. در بخش دوم این مقاله نیز این موضوع بررسی خواهد شد که بر اساس کدام مبانی تحمیل تعهد به ارائه اطلاعات بر طرفین معاملات اوراق بهادار، قابل توجیه است؟

### لزوم یا عدم لزوم برقراری نظام افشای اجباری اطلاعات

مطابق رویکرد سنتی حاکم بر حقوق قراردادها طرفین علی‌القاعده الزامی به ارائه اطلاعات در مورد موضوع قرارداد به طرف مقابل ندارند. البته لازم است طرفین نسبت به موضوع معامله عالم باشند؛ اما این شرط دلالت بر الزام طرفین بر ارائه اطلاعات راجع به کالا به طرف معامله ندارد. در

این معاملات علم به موضوع معامله معمولاً از طریق معاینه‌ی شخصی در بیع عین معین یا از طریق بیان وصف و جنس و مقدار در معاملات کلی صورت می‌گیرد. معذک در معاملات اوراق بهادار به واسطه‌ی ماهیت غیر مادی این اوراق، و تبعیت ارزش آن از وضعیت شرکت؛ بررسی مستقیم ورقه‌ی اوراق بهادار امکان ارزیابی آن را به سهامدار یا خریدار بالقوه نمی‌دهد. از سوی دیگر اطلاعات شرکت نیز به راحتی در اختیار سهامداران بالفعل یا بالقوه‌ی شرکت قرار نمی‌گیرد. بر این مبنا برخی قائل به این هستند که به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و قادر ساختن آنها به اتخاذ تصمیمات مبتنی بر اطلاعات صحیح، تحمیل تعهد به افشای اطلاعات در قانون بر شرکت در بازار اولیه و ثانویه ضروری است و می‌تواند عدم تعادل موجود در بازار را برطرف نموده و سرمایه‌گذاران را قادر سازد تصمیم درستی برای سرمایه‌گذاری بگیرند. در مقابل، برخی معتقد به عدم کفایت الزامات راجع به افشای اطلاعات برای حمایت از سرمایه‌گذاران هستند. به اعتقاد ایشان سرمایه‌گذاران عادی حتی اگر همه‌ی اطلاعات مهم مربوط به شرکت را در اختیار داشته باشند، به علت متخصص نبودن درک درستی از این اطلاعات نخواهند داشت و بنابراین افشای الزامی اطلاعات برای حمایت از سرمایه‌گذار کافی نخواهد بود.<sup>۱</sup> بنابراین ایشان پیشنهاد می‌کنند که قبل از انتشار اوراق بهادار نهاد ناظر بر بازار اوراق بهادار اجازه‌ی انتشار اوراق بهادار را به ناشرینی که اوراق بهادارشان نامطلوب است، ندهد.

در این قسمت از این مقاله بر آنیم تا با بررسی هر یک از رویکردهای مذکور و استدلالهای آنها دریابیم که کدام یک با مبانی حقوقی و ضرورت‌های حاکم بر بازار اوراق بهادار سازگار تر است.

### نظریات قائل به عدم کفایت نظام افشای الزامی اطلاعات

بر اساس این رویکرد نظام مبتنی بر افشای الزامی اطلاعات برای حمایت از سرمایه‌گذار کافی نیست، و این نظام برای حمایت از سرمایه‌گذاران مناسب نیست. بر این مبنا نظام مبتنی بر ارزیابی

---

۱- در کنار این رویکرد های در برخی نظام های حقوقی نظام مختلط (Hybrid of the MBR and DBR) پیش بینی شده است که دارای ترکیبی از اوصاف دو نظام فوق است. در این نظام برخی عرضه های عمومی خاص از ارزیابی نهاد ناظر معاف می شود، و در مقابل برخی عرضه ها مشمول ارزیابی قرار خواهد داشت. (Solaiman, 2005, p. 120)

صلاحیت ناشر<sup>۱</sup> پیشنهاد شده است. (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 222) ریشه این نظام به مقررات ایالتی آمریکا<sup>۲</sup> در اوائل قرن بیستم بر می گردد. در این سیستم نهاد ناظر بر بازار<sup>۳</sup> تنها انتشار اوراق بهاداری را اجازه می دهد که با توجه به قرائن امر، سرمایه گذاری در آنها به صرفه است (Solaiman, 2005, p. 118). در واقع نهاد ناظر قبل از تصمیم گیری راجع به قبول یا عدم قبول انتشار اوراق بهادار آنها را ارزیابی می کند و در صورتی که انتشار این اوراق با مصالح جامعه سازگار نباشد مانع انتشار آنها می گردد (Yu, 2011, p. 225).

در توجیه این رویکرد گفته شده حتی اگر شرکت همه‌ی اطلاعات مهم را افشا کند، سرمایه گذار معمولی قادر نیست تصمیماتی منطقی در مورد سرمایه گذاری اش بگیرد. زیرا سرمایه گذاران عادی درک کاملی از ترازنامه‌ها، قراردادهای و دیگر اطلاعات منتشر شده ندارند، و فاقد تجربه کافی برای مقایسه‌ی آنها با هم و استفاده از آنها هستند (Loss & Seligman, 2004, p. 37). همچنین گفته شده که ناشران نسبت به سرمایه گذاران از حیث آگاهی بر مبنای اقتصادی و ظرفیت تجارت ناشر در موقعیت بهتری قرار دارند. بنابراین ارزیابی اوراق بهادار قبل از عرضه از سوی نهاد ناظر سبب می شود که فقط اوراق بهاداری منتشر شوند که عرضه‌ی آنها منصفانه و عادلانه باشد؛ و این روش سرمایه گذاران را در برابر عرضه‌های غیرمنصفانه اوراق بهادار حمایت می کند (Solaiman, 2005, p. 118).

برخی مقررات بلواسکای راه حل‌های شدید تری پیش بینی نموده بودند. این مقررات مبتنی بر این فرض بودند که هوش سرمایه گذار آگاه برای تقابل با نبوغ عرضه کننده اوراق بهادار کافی نیست. بنابراین قدرت تصمیم گیری از خریدار بالقوه گرفته شد و به دپارتمان اوراق بهادار داده شد. به عنوان مثال قانون اوراق بهادار ایالت ویسکانسن دپارتمان اوراق بهادار را مکلف می نمود که انتشار اوراق بهادار را اجازه ندهد، مگر در صورتی که قانع شود « طرح تجاری پیشنهاد شده‌ی ناشر غیرقانونی، غیر صادقانه، متقلبانه یا خلاف نظم عمومی نیست»؛ و این که « طرح تأمین سرمایه

### 1-Merit-Based Regulation(MBR)

۲-blue sky laws: این مقررات قوانین ایالتی در ارتباط با اوراق بهادار هستند که قبل از تصویب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ در ایالات متحده به تصویب رسیدند.

### 3-regulator

متمايل به غير منصفانه شدن، يا متقالبانه شدن يا مخالف منافع عمومي يا منافع سرمايه گذاران نباشد» (Hetherington, 1969, p. 262).

در خصوص اين رويکرد بايد گفت که هر چند ممانعت نهاد ناظر بر بازار سرمايه مي تواند نقش قابل توجهي در کاهش تقلب در بازار اوراق بهادار داشته باشد؛ معذکک به نظر مي رسد بررسي صلاحيت ناشران مختلف براي ورود به بازار اوراق بهادار براي نهاد ناظر بر بازار اوراق بهادار هزينه هاي قابل توجهي به همراه دارد. همچنين اين که اصل بر عدم صلاحيت ناشران قرار داده شود، و تجويز انتشار اوراق بهادار منوط به احراز صلاحيت انتشار اوراق بهادار شود، ممکن است سبب ممانعت از انتشار اوراق بهادار از سوي برخي ناشران با حسن نيت شود.

### نظريات قائل به عدم لزوم نظام افشاي الزامي اطلاعات

مطلوبيت الزامات مربوط به افشاي اطلاعات در مقررات اوراق بهادار مدت هاي طولاني موضوع بحث صاحب نظران حقوق شرکت ها و اقتصاددانان بوده است (Ferrell, 2004, p. 4). در دهه هاي ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ ميلادي برخي نظريه پردازان اين تئوري را مطرح نمودند که نظام افشاي اجباري اطلاعات شرکت غير ضروري است. استيگلر و بنستون ادله اي عملي ارائه نمودند که نشان مي داد نظام افشاي الزامي اطلاعات غير ضروري است. به اعتقاد استيگلر الزامات راجع به افشاي اطلاعات در بازار اوليه اوراق بهادار هيچ اثر قابل توجهي بر کيفيت اوراق بهادار تازه منتشر شده ندارد (Seligman, 1983, p. 10). در مقابل بنستون الزامات راجع به افشاي اطلاعات در بازار ثانويه اوراق بهادار را به زير سوال برد. او سه استدلال براي غير ضروري بودن افشاي الزامي اطلاعات در بازار ثانويه ارائه کرد: اولاً وي استدلال کرد که دلایل کمی بر وجود تقلب يا تدليس نسبت به اوراق بهادار قبل از برقراري نظام راجع به افشاي الزامي اطلاعات وجود دارد. ثانياً، وي مدعي شد که افشاي اختياري از سوي شرکت قبل از برقراري نظام افشاي اجباري اطلاعات، مؤثر بوده و براي سرمايه گذاران اطلاعات مالي مهم کافي به منظور اتخاذ تصميمات آگاهانه را فراهم نموده است. ثالثاً وي مطالعاتي عملي انجام داد که نشان مي داد که اطلاعات افشا شده براي سرمايه گذاران در نظام افشاي اجباري اطلاعات نه به موقع است و نه براي سرمايه گذاران مهم است. طبق مطالعات وي بسياري از اطلاعات افشا شده در جريان گزارشات دوره اي ارزش کمی براي سرمايه گذاران دارد، زيرا قبلاً همه از آن اطلاع دارند. (Seligman, 1983, pp. 12-15)

معدلک نظریه بنستون مورد ایراد قرار گرفته است. در این باره گفته شده که وی ادله‌ی تاریخی که کنگره را به تصویب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴، و گسترش قلمرو قانون مزبور در ۱۹۶۴ واداشته است؛ نادیده گرفته است. (Seligman, 1983, p. 18) به علاوه وی این واقعیت را نادیده گرفته است که در غیاب نظام آمره ای که ناشران و شرکت‌ها را از اعمال تقلب بازدارد و آنها را به ارائه‌ی اطلاعات وا دارد؛ ممکن است شرکت‌ها نفع بیشتری در عدم صداقت و اعمال رویه‌های متقلبانه ببینند و با مخفی نمودن تمام یا بخشی از واقعیت یا ارائه اطلاعات اساساً نادرست؛ به کسب سود پردازند.

به هر حال، دو رویکرد اصلی بر مبنای تئوری قائلین به عدم ضرورت افشای اطلاعات وجود دارد. رویکرد غالب، تئوری افشای اختیاری یا قراردادی است که عبارت است از عدم لزوم مداخله در بازار و وجود انگیزه‌های کافی در ناشران برای گنجاندن شروط مربوط به افشای اطلاعات در قراردادها. در مقابل برخی هر چند بازار را برای حمایت از سرمایه‌گذاران کافی نمی‌دانند؛ اما به جای نظارت بر ناشران نظارت بر سرمایه‌گذار را ضروری می‌دانند.

### افشای اختیاری

بر اساس این تئوری شرکت‌ها به طور اختیاری اطلاعاتشان را افشا می‌کنند، تا مشتریان تفاوت اوراق بهادار آنها را با شرکت‌های دارای اوراق بهادار با کیفیت کمتر، درک کنند. بنابراین شرکت‌های دارای اوراق بهادار با کیفیت اختیاریاً نظام افشای اطلاعات را می‌پذیرند و خود را به طرز قابل قبولی به افشای کامل اطلاعات متعهد می‌کنند. شرکت‌هایی که اوراق بهادار آنها کیفیت متوسطی دارد نیز با این انگیزه اختیاریاً اطلاعات را افشا می‌کنند که مشتریان اوراق بهادار آنها را با شرکت‌های دارای کیفیت کمتر اشتباه نگیرند. در نهایت بازار؛ با افشای اختیاری همه‌ی شرکت‌ها راجع به کیفیت اوراق بهادار شان، ولو سطح کیفی اوراق بهادار شان ضعیف باشد، به طور کامل افشا می‌شود (Ferrell, 2004, p. 9). همچنین گفته شده مدیران انگیزه کافی برای افشای اختیاری اطلاعات مهم به سرمایه‌گذاران را دارند. چرا که مدیران خود در افشای اطلاعات مربوط به شرکت ذینفع هستند؛ و در صورت عدم افشای اطلاعات ممکن است در معرض مسئولیت مدنی یا کیفری قرار گیرند (Loss & Seligman, 2004, p. 41).

برخی هر چند ماهیت الزام آور قواعد راجع به افشای اطلاعات، را زیر سوال برده اند، اما در

عین حال این را به معنی عدم لزوم دخالت دولت در بازارهای اوراق بهادار نمی‌دانند؛ و فضا را برای دخالت دولت از طریق اعمال ضمانت‌اجراهای کیفی در برابر افشای متقابلانه باز می‌دانند. به اعتقاد ایشان همه‌ی آنچه از طریق مقررات الزاماً باید افشا شود، در صورت فقدان قواعد افشای اجباری اطلاعات، می‌تواند از طریق قرارداد افشا شود. معذک دولت می‌تواند قراردادهای نمونه‌ای طراحی کند که اغلب ناشران و سرمایه‌گذاران بتوانند به منظور صرفه‌جویی در پول و زمان برای مذاکره بر شروط افشا، از آن‌ها پیروی کنند. البته سرمایه‌گذاران نباید ملزم به پذیرش قرارداد نمونه شوند؛ بلکه سرمایه‌گذاران و ناشران باید قادر باشند که قرارداد نمونه را اصلاح کنند. همچنین دولت می‌تواند نارسایی‌های کامن‌لا در ارائه طرق جبران خسارت مؤثر برای جبران زیانهای ناشی از افشای ناقص یا نادرست اطلاعات را جبران کند. به اعتقاد ایشان مسلماً دولت ملزم است قواعد کامن‌لا را به منظور پاسخگوتر کردن مدیران و شرکت‌ها در برابر افشای نادرست اطلاعات اصلاح کند (Donald, 1999, p. 87).

در خصوص این تئوری باید گفت که با واقعیت‌های عملی سازگار نیست. زیرا در عمل نقض قواعد راجع به افشای اطلاعات زیاد رخ می‌دهد و دعاوی متعددی در این زمینه اقامه شده است. به علاوه نفع مدیران در درآمد شرکت ممکن است در ایشان انگیزه‌ی بالایی برای افزایش تصنعی درآمدهای شرکت ایجاد نماید، و سبب شود که اخبار بد مربوط به شرکت را منتشر نمایند. همچنین بسیاری از شرکت‌ها ممکن است از ترس این که اطلاعات مفیدشان به دست رقبا بیفتد در افشای اطلاعات بی‌میل باشند. بنابراین بسیاری از شرکت‌ها اگر در معرض قواعد الزامی راجع به افشای اطلاعات نباشند، ممکن است انگیزه کافی برای افشای اختیاری اطلاعات نداشته باشند (Loss & Seligman, 2004, p. 43). بلکه حتی مقامات شرکت انگیزه‌های بالایی برای فریب سرمایه‌گذاران دارند، و سرمایه‌گذاران توانایی کمی برای حمایت از خودشان در برابر تقلب‌های اعمال شده دارند (Prentice, 2003, p. 338). همچنین هیچ دلیلی وجود ندارد که نشان دهد شرکت‌ها، خصوصاً در کشورهای دارای زیرساخت‌های حقوقی ضعیف، واقعاً می‌توانند خود را ملزم به شرکت در پروسه‌ی افشای اطلاعات کنند، و در مقابل دلایل زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد نظام افشای الزامی اطلاعات آثار مفیدی داشته است (Ferrell, 2004, p. 40).



### نظریه قائل به لزوم نظارت بر سرمایه‌گذار نه ناشر

استفان چو<sup>۱</sup> از صاحب‌نظران حقوق اوراق بهادار آمریکا، معتقد است سرمایه‌گذاران ممکن است با قوانین و مقرراتی که بر سرمایه‌گذار تمرکز دارد بهتر مورد حمایت قرار گیرند. نظام پیشنهادی وی مبتنی بر ایجاد محدودیت بر امکان معامله‌ی سرمایه‌گذاران مشخصی با حاضران مختلف بازار اوراق بهادار است (Choi S. , 2000, p. 304). به اعتقاد وی آمادگی بازار برای حمایت از سرمایه‌گذاران بستگی به دانش سرمایه‌گذار دارد. بنابراین وی سرمایه‌گذاران را به چهار گروه تقسیم می‌کند:

سرمایه‌گذارانی که به اندازه‌ی ناشران اطلاعات دارند.<sup>۲</sup>

سرمایه‌گذارانی که راجع به برخی ناشران اطلاعات ندارند، اما در سطح واسطه‌های اوراق بهادار دارای اطلاعات هستند.<sup>۳</sup>

سرمایه‌گذارانی که صرفاً راجع به برخی ناشران مشخص و بسیار بدیهی، دارای اطلاعات هستند.<sup>۴</sup>

سرمایه‌گذاران غیر ماهر: سرمایه‌گذارانی که راجع به هیچ یک از حاضران بازار اطلاعات ندارند (Choi S. , 2000, p. 284).<sup>۵</sup>

وی معتقد است که سرمایه‌گذاران ماهر قادرند از خودشان حمایت کنند. او تقریباً پیشنهاد حذف کامل مقررات مربوط به معاملات اوراق بهادار را می‌دهد و به جای آن می‌خواهد که سرمایه‌گذاران مورد نظارت قرار گیرند. در این سیستم سرمایه‌گذاران غیر ماهر باید در برابر خودشان مورد حمایت قرار گیرند و فقط می‌توانند در صندوق‌های مشترک منفعل سرمایه‌گذاری کنند. اما سرمایه‌گذاران ماهر مجاز خواهند بود که در همه‌ی معاملات دخیل شوند و از خودشان در برابر هر سطحی از تقلب حمایت کنند (Prentice, 2003, p. 344). وی برای اعمال این نظام پیشنهاد می‌دهد که سرمایه‌گذاران مکلف شوند قبل از ورود به بازار سرمایه و معاملات اوراق

1- Stephen Choi

2- "issuer level" investors

3- "intermediary level" investors

4- "aggregate-level" investors

5- "unsophisticated" investors

بهادار از نهادهای ناظر بر بازار سرمایه مجوز بگیرند (Choi S. , 2000, p. 310). در نقد این تئوری گفته شده که این نظریه مبتنی بر فرض‌های غیر واقعی از حقوق و اقتصاد است (Prentice, 2003, p. 344). علاوه بر این با توجه به بیشمار بودن تعداد سرمایه‌گذاران امکان تنظیم سرمایه‌گذاران بسیار دشوار خواهد بود، در حالی که به دلایل مختلف نظارت بر ناشران و تحمیل یک سری الزامات بر ایشان عملی تر به نظر می‌رسد.

### تئوری افشای الزامی اطلاعات

این تئوری بر افشای کامل و منصفانه اطلاعات برای عموم بنا شده است. در این نظام تنها شرکتی اجازه عرضه عمومی اوراق بهادار را می‌یابد که همه‌ی اطلاعات مهم لازم برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار را افشا نماید. نهاد ناظر بر بازار کیفیت عرضه را ارزیابی نمی‌کند و در عوض ارزیابی را بر عهده‌ی سرمایه‌گذاران بالقوه قرار می‌دهد (Solaiman, 2005, p. 119). به علاوه در بازار ثانویه نیز شرکت ملزم است اطلاعاتی را که ممکن است بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران بر خرید اوراق بهادار اثرگذار باشد، افشا کند.

بر اساس این تئوری، مقابله با تقلب در بازار باید مبتنی بر کمترین مداخله دولت در بازار باشد، و هیچ قانون مداخله‌گرانه‌ای موثر نخواهد بود و فقط به اعتماد در بازار صدمه می‌زند (Yu, 2011, p. 225). در واقع در این سیستم انتظار می‌رود که فعالان بازار صلاحیت شرکت را برای ورود به بازار ارزیابی کنند در حالی که در نظام مبتنی بر ارزیابی صلاحیت نهاد ناظر راجع به این امر تصمیم‌گیری می‌کند (Cheng & Courtenay, 2006, p. 263). در این سیستم پس از تحقق افشای کامل اطلاعات از خود سرمایه‌گذاران انتظار می‌رود که از منافعشان دفاع کنند. در واقع، پس از افشای کامل اطلاعات سرمایه‌گذار قادر به تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری و خرید اوراق بهادار فرض می‌شوند؛ زیرا ایشان اطلاعات کافی راجع به اوراق بهادار منتشر شده و ناشر را خواهند یافت (Bartos, 2006, p. 2) و با در اختیار عموم قرار گرفتن اطلاعات، نقص بازار در رابطه با موضع ضعیفتر سرمایه‌گذاران، جبران می‌شود (Bagheri, Market-based economy and the deficiencies of private law, 2005, p. 71). بنابراین وقتی اطلاعات مربوط به ناشر و عرضه به درستی افشا شود؛ سرمایه‌گذاران امکان تصمیم‌گیری آگاهانه و در شرایط برابر را می‌یابند و لذا مسئول تصمیمشان بر سرمایه‌گذاری بوده، و در صورت اتخاذ تصمیم نادرست علیه

خودشان اقدام نموده اند.

### مبانی افشای اجباری اطلاعات

در بخش اول این مقاله با مطالعه تئوری‌های مختلف مربوط به افشای اطلاعات دریافتیم که امروزه در غالب نظام‌های حقوقی تئوری افشای اجباری اعمال می‌شود. در نظام حقوقی ایران نیز به موجب ۲۰، ۲۲، و ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ الزامات راجع به افشای اطلاعات در بازار اولیه و ثانویه پیش بینی شده است. در این بخش از این مقاله برآنیم تا بررسی کنیم چه عواملی تحمیل تعهد به افشای اطلاعات را در بازار اوراق بهادار توجیه می‌کند. در این راستا ابتدا این تعهد را از منظر حقوق قراردادهای مورد بررسی قرار می‌دهیم و پس از آن توجیحات اقتصادی این تعهد را بررسی می‌کنیم؛ و در پایان سایر مبانی این تعهد مطرح خواهد شد.

### تحلیل تعهد به ارائه اطلاعات در معاملات اوراق بهادار از منظر حقوق قراردادهای

#### تعهد پیش قراردادی به ارائه اطلاعات

تعهد پیش قراردادی به ارائه اطلاعات<sup>۱</sup> به این معناست که قبل از انعقاد قرارداد یکی از طرفین مکلف است اطلاعات خاصی را که شامل اطلاعاتی است که احتمال اثرگذاری دانستن آن‌ها بر تصمیم طرف مقابل می‌رود، به طرف مقابل ارائه کند. البته این تعهد متفاوت از تعهدات قراردادی اطلاع رسانی<sup>۲</sup> است (Montero, 2005, p. 60). تعهدات قراردادی اطلاع رسانی پیش از قرارداد وجود ندارد، و عمدتاً شامل آگاه‌سازی خریدار از نحوه استفاده از مبیع و عنداللزوم ارائه‌ی توصیه‌های خاص در مورد استعمال آن است (Calais-Auloy & Temple, 1393, p. 77). در واقع تعهد نخست به مرحله‌ی انعقاد عقد مربوط می‌شود، در حالی که تعهد دوم به مرحله‌ی آثار عقد مربوط می‌شود. (Legrand jr, INFORMATION IN FORMATION OF CONTRACTS: A CIVILIAN PERSPECTIVE, 1991, p. 327)

مطابق رویکرد سنتی در حقوق کامن لا قراردادهای تجاری معمولاً تحت قاعده «آگاه باش

1- Obligation Précontractuelle de Renseignement

2- Obligation contractuelle de Renseignement

خریدار»<sup>۱</sup> هستند. بر اساس این قاعده یکی از طرفین ملزم به افشای اطلاعاتی که از او پرسیده نمی‌شود، نیست. البته در عین حال مکلف شده است که اظهار خلاف واقع انجام ندهد. (Isanlou & Lotfi, 2010, p. 59) مطابق با دیدگاه این نظام، هر طرف حتی اگر بداند که چنین اطلاعاتی در تصمیم دیگری برای ورود به قرارداد مهم است، میتواند آن را برای خود نگاه دارد (Ghasemi Hamed & Taleb Ahmadi, 2010, p. 159) و سکوت حتی در مواردی که پاسخی انتظار می‌رود، الزام آور نیست و هیچ یک از طرفین هیچ تعهدی به منظور ارائه اختیاری اطلاعات به طرف مقابل ندارد. این امر ناشی از اثر غلبه‌ی اقتصاد مبتنی بر بازار آزاد در حقوق قراردادهای انگلستان بوده است. معذک این قاعده دارای استثنائاتی نظیر قرارداد بیمه، قراردادهای امانی<sup>۲</sup> و ... است. بعلاوه تحمیل برخی تعهدات به موجب قوانین موضوعه نظیر شروط مربوط به مطابقت با وصف، تناسب معقول با هدف خریدار، و ... می‌تواند غیرمستقیم افشای اطلاعات پیش قراردادی را به همراه داشته باشد. زیرا افشای اطلاعات طبق این مقررات به بایع امکان اجتناب از مسئولیت ناشی از نقض این مقررات را می‌دهد. (Legrand jr, 1986, p. 323) بنابراین در حقوق کامن لا اصل بر عدم تعهد به ارائه اطلاعات در دوره پیش قراردادی است، هر چند در برخی موارد در قوانین یا رویه قضایی این کشور، عدم ارائه اطلاعات مصداق اظهار خلاف واقع دانسته شده است (Baryklo & Khazaei, 2010, p. 68).

در حقوق فرانسه نیز تا دهه‌ی ۱۹۶۰ وضع به همین منوال بود و به موازات قاعده‌ی «آگاه باش خریدار» در حقوق انگلستان، در فرانسه قاعده‌ی «اجازه بدهید خریدار کنجکاو باشد»<sup>۳</sup> پذیرفته شده بود (GILIKER, 2005, p. 147). بر این مبنا در قانون مدنی ۱۸۰۴ فرانسه طرفین قرارداد برابر فرض شده بودند و هر یک از طرفین قرارداد خود مکلف به کسب اطلاعات بود؛ و به وضعیت خاص هیچ یک از طرفین توجه نمی‌شد (Poitevin, 2011, p. 102). در واقع اعتقاد کلی بر این بود که در قرارداد منافع متعارض طرفین دخیل است، و هر یک از طرفین به طور سنتی حافظ منافع خود تلقی می‌شد. چنانچه پوتیه معتقد بود که «طرفین قرارداد باید خود را به خاطر نداشتن

---

1- Coveat Emptor  
 2- fiduciary relationship  
 3- 'emptor debet esse curiosus'

اطلاعات بیشتر در خصوص عیوبی که مبیع ممکن است داشته باشد، سرزنش کنند.» ریپر نیز به طور صریحتر گفته است «هر یک از طرفین حافظ منافع خودش است و لذا باید خود را آگاه سازد.» (Legrand jr, INFORMATION IN FORMATION OF CONTRACTS: A CIVILIAN PERSPECTIVE, 1991, p. 330)

با این وجود، عدم برابری طرفین از حیث دسترسی به اطلاعات و احتمال مختل شدن اراده‌ی آزاد طرفین تحت تأثیر این نابرابری، سبب شد تا به مرور حقوق فرانسه به سوی پذیرش تعهد پیش قراردادی به ارائه اطلاعات پیش رود (Poitevin, 2011, p. 102). چنانچه از اواسط قرن بیستم در رویه قضایی فرانسه<sup>۱</sup> تحقق تدلیس از طریق پنهانکاری<sup>۲</sup> پذیرفته شده است (Whittaker, 2005, p. 48).

این تحولات ادامه یافت تا در ماده ۱-۱۱۱۲ اصلاحات به عمل آمده در قسمت تعهدات قانون مدنی فرانسه در سال ۲۰۱۶ این تعهد به عنوان یک قاعده عام در حقوق قراردادها پذیرفته شد. به موجب این ماده یک تعهد عام به ارائه اطلاعات پذیرفته شد (Mainguy, 2016). با توجه به متن این ماده و نیز قرار گرفتن آن در باب مربوط به مذاکرات طرفین، به نظر می‌رسد مبنای اصلی پیش بینی چنین حکمی در قانون مدنی فرانسه ایجاد زمینه شکل‌گیری صحیح اراده و تصمیم‌گیری آگاهانه برای طرف معامله است. به همین دلیل هم در انتهای ماده مقرر شده است که چنانچه عدم اجرای این تعهد سبب زوال اراده طرف معامله گردد، تحت شرایط مقرر در ماده ۱۱۳۰ این قانون، قرارداد ممکن است در معرض ابطال قرار گیرد.

در حقوق ایران برخی حقوقدانان با استناد به این که حسن نیت به عنوان منبع ایجاد تعهد

۱- در رأی مورخ ۱ آوریل ۱۹۵۳ دیوان کشور مقرر شده است: «تدلیس ممکن است در اثر سکوت احد طرفین نسبت به موضوعی که اگر طرف مقابل می‌دانست معامله را منعقد نمی‌کرد، محقق شود؛ مشروط بر این که موضوع از اموری نباشد که طرف مقابل باید از آن مطلع می‌شد.» (Wéry, 2010, p. 227)

۲- منظور از پنهانکاری (La reticence dolosive) آگاه نکردن طرف قرارداد از چیزی است که می‌تواند بر تصمیم او اثرگذار باشد. پیوند بین تعهد به ارائه اطلاعات و پنهانکاری مدلسانه واضح و مبرهن است. وقتی سکوت یکی از طرفین می‌تواند پنهانکاری (و به تبع آن تدلیس) محسوب شود، لازم است که شخص یک تعهد به ارائه اطلاعات را نقض نموده باشد (Wéry, 2010, p. 227).

پذیرفته نشده است، وجود چنین تعهدی به طور عام را نمی‌پذیرند. (Ghasemi Hamed & Taleb, 2010, p. 185) علاوه بر این عیوب اراده نیز در نظام حقوقی ما، مطابق نظر مشهور حقوق دانان منحصر است در اشتباه و اکراه (Katouzian, 2008, p. 394)؛ و عدم دسترسی طرف قرارداد به اطلاعات و ناآگاهی وی در زمان تصمیم‌گیری راجع به انعقاد قرارداد را، ولو مربوط به امور اساسی و مهم باشد، نمی‌توان در خارج از این چارچوب عیب اراده دانست. معذک انکار تعهد مذکور در حقوق ایران به طور کلی نیز قابل قبول نیست. قرارداد حاصل توافق اراده دو طرف قرارداد است. از این رو شرط اولیه انعقاد هر عقدی قصد و رضای دو طرف قرارداد است (بند اول ماده ۱۹۰ ق.م) برای این منظور لازم است که طرفین قرارداد راجع به ارکان اساسی عقد توافق کنند. منظور از ارکان اساسی «چگونگی مبادله‌ی اموال و تعهدات اصلی و میزان تعهد هر طرف» است (Katouzian, 2008, p. 341). برای توافق بر ارکان اساسی عقد، توافق بر ماهیت مورد عقد (یا ذات عرفی آن)، فرد ماهیت واحد در عقد معین و وصف مهم مورد کلی عقد و ... لازم است (Shahidi, 2010, pp. 158-163). لازمی توافق طرفین بر ارکان اصلی عقد، علم آنها بر عوضین قرارداد و اوصاف اصلی آنها است.<sup>۱</sup> اگر بپذیریم که طرفین متعهدند که زمینه‌ی صحت قرارداد را فراهم آورند، و از سوی دیگر صحت قرارداد منوط به علم یکی از طرفین به اطلاعاتی باشد که در اختیار طرف دیگر است، می‌توان طرف قرارداد را مکلف به ارائه اطاعات به طرف مقابل دانست.

در سایر موارد نیز هر چند نمی‌توان بر اساس قواعد عمومی قراردادها بائع را مکلف به ارائه اطلاعات دانست؛ اما بائع در ارائه اطلاعات به طرف مقابل متعهد به رعایت صداقت است. چنانچه گفته شده «فروشنده باید اطلاعاتی را که به خریدار می‌دهد درست باشد، زیرا معامله بر مبنای حسن نیت استوار شده است و هر کس حق دارد که به گفته‌های مالک درباره‌ی مقدار و اوصاف معامله اعتماد کند.» (Katouzian, 1392) تخلف بائع از این تعهد می‌تواند موجب تحقق خیار

۱- یکی از توجیهاتی که برای تحمیل این تعهد بر طرفین عقد بیان شده است لزوم تحقق رضای آگاهانه برای تصمیم‌گیری راجع به عقد است (Ghasemi Hamed & Taleb Ahmadi, 2010, pp. 160-162). چنانچه گفته شده هدف از تحمیل تعهد پیش قراردادی به ارائه اطلاعات محافظت از رضا است (Jacquemin, 2010, p. 151).

تدلّیس شود. علاوه بر این سکوت باّیع نسبت به هر آنچه که ممکن است بر تصمیم طرف مقابل بر انعقاد معامله اثر گذار باشد نیز می تواند مصداق تدلیس محسوب گردد. معذکک در این خصوص گفته شده که نمی توان همهی مصدایق عدم ارائه اطلاعات را تدلیس محسوب نمود، «زیرا در این صورت اعتبار قراردادها به سستی می گراید و ناراضی می تواند کاهلی و بی مبالاتی خود را سبب بر هم زدن پیمان با دیگران کند.» از سوی دیگر ایشان این مصلحت را نیز در نظر می گیرند که پنهانکاری و سکوت در مواردی که عیب پنهانی در کالای مورد معامله وجود دارد، به ویژه در حالتی که طرف قرارداد ناآگاه است و به صداقت و درستی طرف مقابل اعتماد می کند، سوء استفاده از جهل و ناتوانی طرف مقابل عقد است. از این رو ایشان قائل به تفصیل می شوند و معتقدند که سکوت باّیع در برابر عیوب آشکار مبیع را نمی توان تدلیس دانست، در حالی که «در حالتی که عیب پنهان است و با واریسی متعارف قابل احراز نیست، این تکلیف اخلاقی وجود دارد که عیب پنهان بیان شود. سکوت آگاه از عیب به ویژه در مواردی که طرف معامله به حسن نیت او اعتماد کرده است، نوعی نیرنگ و فریب است که به سادگی نباید از آن گذشت.» از این رو به اعتقاد ایشان «در هر قرارداد حفظ مصلحت هر طرف بر عهدهی خود اوست و از هیچ کس نمی توان انتظار داشت که تمام اطلاعات مربوط به مزایا و عیوب کالا را در اختیار طرف خود قرار دهد»، جز در مواردی که عیب پنهان است و با واریسی متعارف نمی توان به آن پی برد (Katouzian, 2007, p. 282). به همین قیاس می توان گفت سکوت باّیع نسبت به آن دسته از اطلاعاتی که برای خریدار آشکار است یا با تلاش متعارف می تواند به دست آورد، را نمی توان تدلیس محسوب کرد، در حالی که سکوت وی نسبت به اطلاعاتی که از دسترس متعارف وی خارج است، مصداق تدلیس خواهد بود.

با این وجود، به نظر می رسد اثبات این امر که شخص قرارداد را در حالی پذیرفته که نسبت به اوصاف مهم عقد جاهل بوده، با مدعی جهل است؛ که امری بسیار دشوار است. چرا که هر چند اصل عدم علم است؛ اما با توجه به این که در غالب موارد شخص در حالی مبادرت به انعقاد معامله می کند که عالم به مورد معامله است، ظاهر بر این است که شخص در حالی قرارداد را منعقد کرده که عالم به مورد معامله بوده، و لذا اثبات خلاف آن با مدعی جهل است. خصوصاً این که در مواردی که ادعای جهل به امری می شود که جهل به آن به بطلان معامله می انجامد، این ادعا خلاف اصل صحت بوده و لذا مدعی جهل مکلف به ارائه دلیل خواهد بود. علاوه بر این برای

تحقق تدلیس ناشی از عدم ارائه اطلاعات نیز لازم است، اولاً سکوت بائع با علم به اطلاعات بوده باشد، ثانیاً عمداً و به قصد فریب طرف مقابل صورت گیرد، و ثالثاً اطلاعات پنهان باشد (Katouzian, 2007, p. 282). بنابراین قواعد عمومی مذکور، در قراردادهای خاصی که نابرابری در دسترسی به اطلاعات نوعیت دارد، کارساز نخواهد بود، و وضع قوانین خاص به منظور حمایت از اطراف ناآگاه قرارداد ضروری به نظر می‌رسد.

### اهمیت خاص اطلاعات در معاملات اوراق بهادار

در هنگام خرید کالاهای مادی، در مواردی که موضوع عقد عین معین است، خریدار می‌تواند با بررسی دقیق کالا کیفیت آن را ارزیابی کند. مثلاً در خرید یک خودرو دست دوم خریدار می‌تواند سوار آن شده و آن را امتحان کند، و نیز می‌تواند آن را برای بررسی فنی نزد مکانیک ببرد. معذک شخصی که قصد خرید اوراق بهادار را دارد چنین امکانی ندارد، چنانچه شخصی که قصد خرید سهام شرکت مایکروسافت را دارد، حتی اگر شخص از محصولات این شرکت استفاده کرده باشد و با سیستم عامل‌ها و نرم افزارهای تولید شده از سوی این شرکت آشنا باشد؛ هیچ یک از این‌ها نمی‌تواند به وی در پیش بینی وضعیت آینده شرکت، و سود قابل انتظار وی در صورت خرید اوراق بهادار آن کمک کند (Choi & Pritchard, 2008, p. 2). چرا که، ارزش اوراق بهادار به رفتار آینده‌ی شرکت بستگی دارد. در واقع، یک شرکت برای سهامدارانش از طریق اعطای حقوق غیر مشهود نسبت به شرکت ایجاد ارزش می‌کند، درحالی که امکان ارزیابی عینی این حقوق غیر مشهود وجود ندارد و خریدار، هر چقدر هم متخصص باشد، نمی‌تواند آنها را بررسی و ارزیابی کند. این وضعیت اوراق بهادار از این امر ناشی می‌شود که خود این اوراق فی نفسه فاقد ارزش معنی‌بهی هستند؛ و ارزش آن‌ها بستگی به اوضاع مالی شرکت و درآمدهای آینده آن دارد؛ اموری که سرمایه‌گذاران معمولاً هیچ دسترسی‌ای به این اطلاعات ندارند. بنابراین سرمایه‌گذار در یک موقعیت ضعیفتر اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار قرار می‌گیرد و برای تحلیل ارزش اوراق بهادار منتشر شده نیازمند اطلاعاتی راجع به وضعیت مالی شرکت و وضع کلی اقتصاد هستند (Choi & Pritchard, 2008, p. 2).

همچنین هدف خریدار اوراق بهادار متفاوت از هدف خریدار کالاهای مادی و مصرفی است. اوراق بهادار برای استفاده یا مصرف خریداری نمی‌شوند. این اوراق صرفاً نوع خاصی اعتبار برای



دارنده ایجاد می کند که قابل معامله در بازار ثانویه است (Latimer & Maume, 2015, p. 4). بنابراین در حالی که هدف مصرف کنندگان از خرید کالا مصرف این کالاها است؛ هدف خریداران اوراق بهادار کسب سود است.<sup>۱</sup>

تفاوت دیگری که بین این دو نوع معامله گفته شده این است که تصمیم نادرست بر سرمایه گذاری عواقب شدید تری دارد؛ در واقع هرچند در هر دو نوع معامله امکان اتخاذ تصمیم غیر منطقی و به تبع آن انعقاد معامله ی ضرری از سوی طرفین وجود دارد؛ اما نتایج تصمیم غیر منطقی بر خرید سهام بسیار شدیدتر از آثار تصمیم نادرست بر خرید کالای عادی است (Choi & Pritchard, 2008, p. 3). با این وجود به نظر می رسد در برخی موارد عواقب تصمیم گیری نادرست بر خرید کالاهای مصرفی بسیار شدیدتر از عواقب تصمیم نادرست بر خرید اوراق بهادار است؛ چرا که گاه خرید کالای مصرفی نامطلوب ممکن است با خطر جسمی همراه باشد که به مراتب از زیانهای مالی شدیدتر است.

همه ی این موارد در کنار این که اطلاعات مورد نیاز سرمایه گذاران فقط از منبع واحدی قابل تهیه است که آن شرکتی است که سهام آن خریداری شده است (Latimer & Maume, 2015, p. 7)؛ مبنای اهمیت خاص اطلاعات در بازار اوراق بهادار است. بنابراین بازارهای اوراق بهادار بیش از بازارهای کالاهای عینی در معرض ریسک اطلاعات غلط و گمراه کننده قرار دارند (Bagheri & javad, 2007, p. 73) و تعهد به ارائه اطلاعات در این بازارها اهمیت بیشتری دارد.

---

۱- بر همین اساس، در حالی که جهات ترجیح خریداران مختلف در معاملات اوراق بهادار بسیار به هم شبیه است؛ در سایر معاملات این جهات تنوع بیشتری دارد. به عنوان مثال، اشخاص در هنگام خرید یک خودرو جهات ترجیح مختلفی را مدنظر قرار می دهند، و هر یک از عواملی نظیر مصرف سوخت مناسب، سرعت، قدرت، طراحی و ... می تواند غایت اصلی اشخاص در خرید خودرو باشد. در مقابل سرمایه گذاران عموماً یک غایت اصلی در خرید اوراق بهادار دارند؛ و آن کسب سود مطلوب است. در واقع غالباً سرمایه گذاران به دنبال این هستند که بعداً سود بیشتری از سرمایه گذارانشان کسب کنند. به عبارت دیگر سرمایه گذاران کمی سهام یک باشگاه ورزشی را به علت این که هوادار آن باشگاه هستند خریداری می کنند. لذا اگرچه ممکن است سرمایه گذاران از حیث میزان خطری که در خرید اوراق بهادار متحمل می شوند متفاوت باشند، اما تمرکز اصلی غالب آن ها بر کسب سود بیشتر است. بر این اساس همه ی آن ها به اطلاعات یکسانی برای تصمیم گیری نیاز دارند: «این که آن ها از اوراق بهادار عرضه شده چه میزان سود و چه سطحی از ریسک را باید انتظار داشته باشند.» (Choi & Pritchard, 2008, p. 2)

لزوم ارائه اطلاعات به منظور حمایت از طرف ضعیفتر قرارداد در معاملات اوراق بهادار حقوق قراردادهای باید تعادلی بین این دو هدف ایجاد کند: از طرفی نباید آزادی شخصی افراد را محدود کند، و از طرف دیگر باید مراقب این باشد، که یک قرارداد محصول اعمال واقعی آن آزادی باشد (Carr, 1975, p. 463). بر اساس اصل آزادی قراردادی، طرفین آزادند تا منافع خود را در رابطه‌ی قراردادی حفظ کنند، چراکه آن‌ها آزادند که به توافقات لازم‌الاجرای برسد که تصور می‌کنند، برایشان نافع‌تر است. طرفین قرارداد تکلیف چندانی برای رعایت منافع طرف مقابل ندارند (Willett, 2007, p. 20). چنانچه کانت در این باره می‌گوید: «اگر کسی درباره دیگری تصمیم بگیرد، ممکن است عدالت رعایت نشود اما وقتی کسی درباره‌ی خود تصمیم می‌گیرد، دیگر نگرانی از این که عدالت از بین برود، وجود ندارد.» (Katouzian, Restrictions on freedom of will based on consumer protection, 2007, p. 326) اما همه‌ی این‌ها مربوط به فرضی است که طرفین در رابطه‌ی قراردادی، موقعیت یکسانی داشته باشند. هنگامی که یکی از طرفین نسبت به طرف دیگر دارای موقعیت برتری باشد، امکان سوء استفاده‌ی وی از این موقعیت وجود دارد و ممکن است از این طریق حقوق ناروایی را تحصیل کند. البته فرض برابری طرفین در روابط قراردادی فرضی دشوار است و حدی از نابرابری طبیعی است. اما وقتی که این نابرابری شدت می‌یابد، دیگر نمی‌توان طرفین را به حال خود رها کرد و معتقد بود که چون طرفین در انعقاد قرارداد و تعیین مفاد آن آزادند، خود ایشان هم قادر به حفظ حقوق خود هستند. دیگر نمی‌توان قائل به این بود که این آزادی وسیله‌ی تأمین عدالت در رابطه‌ی قراردادی است. بر همین مبنا است که گفته شده: «اصل آزادی قراردادی در جایی قابل احترام است که طرفین در سطح اقتصادی برابر قرار گیرند و ضعیف از فرط اضطراب ناچار به پذیرفتن تمام شرایط قوی نباشد. و گرنه دولت‌ها ناگزیرند که با وضع مقررات خاص از ناتوان در برابر توانا حمایت کنند، و بدین تمهید تساوی بین طرفین عقد را تأمین کنند.» (Katouzian, 2008, p. 189) همین عوامل سبب شده است که برخی ادعا کرده‌اند که در قرن بیستم اصل آزادی قراردادهای دیگر تنها تفکر غالب در حقوق قراردادهای محسوب نمی‌شود، و همان‌گونه که آزادی قراردادهای یک تفکر اصلی حاکم در حقوق قراردادهاست، حمایت از طرف ضعیف‌تر نیز واجد اثر است (Hondius E. , 2004, p. 246).

در بسیاری روابط قراردادی ضعف احد طرفین ناشی از کمبود آگاهی راجع به موضوع عقد

است. به منظور مقابله با این نابرابری اطلاعاتی و اعاده‌ی تعادل نسبی در موقعیت معاملاتی طرفین عقد، تحمیل تعهد به ارائه اطلاعات بر طرف قویتر قرارداد راه حلی منطقی خواهد بود. از این رو به منظور حمایت از طرف ضعیفتر قرارداد و حصول اطمینان از آگاه بودن او در زمان تصمیم‌گیری درباره انعقاد قرارداد تعهد به ارائه اطلاعات بر عهده‌ی طرفی که از نظر اطلاعاتی در موضع قویتری برخوردار است، قرار می‌گیرد (Jacquemin, 2010, p. 157).<sup>۱</sup>

امروزه یکی از مصادیق شایع نابرابری اطلاعاتی در معاملات اوراق بهادار دیده می‌شود. در این معاملات ویژگی خاص اوراق بهادار آگاهی سرمایه‌گذاران بالقوه را نسبت به عوامل موثر بر قیمت اوراق بهادار با مانعی جدی مواجه نموده است، به گونه‌ای که بدون دسترسی به اطلاعات مزبور امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای وی فراهم نیست. زیرا در بازارهای اوراق بهادار مدرن بخش قابل توجهی از سرمایه‌گذاری‌ها از سوی سرمایه‌گذاران خرد انجام می‌شود. این سرمایه‌گذاران غالباً فاقد قدرت و آگاهی کافی برای تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری و خرید یا عدم خرید اوراق بهادار هستند. همین ویژگی سبب شده تا سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه به مصرف‌کنندگان تشبیه شوند (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 220) و حتی برخی سرمایه‌گذاران را مصرف‌کننده‌ی اوراق بهادار<sup>۲</sup> خوانده‌اند (J. Schoenbaum, 1972, p. 575). بر همین اساس، گفته شده بسیاری از مقررات اوراق بهادار مثل قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا از لحاظ عملی و نظری<sup>۳</sup> مقررات حمایت از مصرف‌کننده هستند. چنانچه در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا افشای همه‌ی اطلاعات مهم برای تصمیم‌گیری خریدار بالقوه اوراق بهادار لازم دانسته شده است. این مقررات مبتنی بر این فرض بود که بعد از افشای کامل خریدار می‌تواند راجع به خرید یا عدم خرید اوراق بهادار تصمیم‌گیری کند، و اگر خریدار به واسطه‌ی پیچیدگی اوراق بهادار نتواند آن چه به او پیشنهاد شده را بشناسد، او خطر عمل کردن در حالت ناآگاهی را می‌پذیرد. این مقررات بر توصیف کامل کالای پیشنهادی متمرکز است (Hetherington, 1969, p. 262).

۱- چنانچه گفته شده: « که اصولاً در نظریه عمومی تعهد به ارائه اطلاعات، هدف از شناسایی چنین تعهدی حمایت از طرف ضعیفتر قرارداد است.» (Isanlou & Lotfi, 2010, p. 59)

2- The "Consumer" of Securities  
3- in spirit and function

برخی از این هم فراتر رفته و معتقدند، ویژگی‌های منحصر به فرد بازارهای اوراق بهادار سبب شده که شفافیت اطلاعاتی در این بازارها جایگاه بالاتری نسبت به سایر بازارها یابد. چرا که بازارهای بورس در برابر اطلاعات نادرست نسبت به سایر بازارها آسیب پذیری بیشتری دارند (Bagheri & javad, 2007, p. 59). علاوه بر این گستره‌ی اطلاعات موضوع افشا در مقررات اوراق بهادار نسبت به سایر قراردادها بیشتر است و شامل جزییات کوچک و گوناگونی می‌شود که حتی ممکن است مستقیماً مربوط به معامله نباشد (Norouzi, 2009, p. 207). همچنین از جهت دیگری موقعیت سرمایه‌گذاران متفاوت از مصرف‌کنندگان است. چرا که در حالی که در قراردادهای مصرف‌کننده معمولاً یکی از طرفین نسبت به طرف دیگر موضع برتری دارد، در قراردادهای اوراق بهادار گاه دو طرف قرارداد از حیث دسترسی به اطلاعات در موضع ضعیف قرار دارند. چنانچه در معاملات اوراق بهادار در بازار ثانویه ممکن است فروشنده و خریدار اوراق بهادار، هر دو سرمایه‌گذاران عادی بوده و بر اساس اطلاعات ناکافی وارد معامله شوند. به علاوه در مواردی نیز که متعهد به ارائه اطلاعات طرف قرارداد نیز هست، وی تنها متعهد ارائه اطلاعات نیست و این تعهد به موجب قانون بر اشخاص دیگری نیز که طرف قرارداد با سرمایه‌گذار هستند تحمیل شده است. بنابراین مقررات راجع به اوراق بهادار هدفی فراتر از برقراری تعادل بین طرفین قرارداد را مد نظر دارند، و «به دنبال کاهش عدم تعادل اطلاعاتی بین بخش‌های مختلف بازار و ایجاد برابری بین فعالان بازار هستند»<sup>۱</sup> (Kapferer, 1990, pp. 68,81)

به همین دلیل به جای حمایت از طرف ضعیفتر قرارداد صحبت از حمایت از سرمایه‌گذار در بازار اوراق بهادار می‌شود و به جای برقراری تعادل بین طرفین معامله‌ی اوراق بهادار، سخن از ایجاد تعادل بین بخشهای مختلف بازار گفته می‌شود؛ و به جای ارائه اطلاعات در معاملات اوراق بهادار، افشا و عمومی سازی اطلاعات در بازار اوراق بهادار مطرح می‌شود.

۱- بر همین مبنا هر چند کارهای اولیه حقوق اوراق کارهای بهادار قائل بر این امر بودند که حقوق قراردادهای و مسئولیت مدنی فعلی برای حفظ تعادل در معاملات اوراق بهادار کافی است و بازار را باید به حال خود رها کرد؛ معذک امروزه پذیرفته شده که سطح اطلاعات لازم برای معاملات اوراق بهادار بیش از سطح اطلاعاتی است که در حقوق قراردادهای لازم دانسته شده است (Latimer & Maume, 2015, p. 7).

## حمایت از سرمایه‌گذار و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای وی به عنوان مبنای قواعد افشا

منظور از حمایت از سرمایه‌گذار «ممانعت از اعمال تقلب بر سرمایه‌گذاران خرد و نا آگاه است.» (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 221) به عبارت دیگر منظور از حمایت از سرمایه‌گذار این است که خریدار بالقوه اوراق بهادار بتواند اطلاعات کافی در ارتباط با اوراق بهادار به دست آورد، و علاوه بر آن اطلاعات گمراه کننده یا متقلبانه نباشد (J. Schoenbaum, 1972, p. 575). می‌توان گفت منظور از حمایت از سرمایه‌گذار ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای وی است. پیش شرط تصمیم‌گیری آگاهانه از سوی سرمایه‌گذاران ارائه‌ی اطلاعاتی به ایشان است که از دسترس ایشان خارج بوده و ممکن است بر تصمیم ایشان بر معامله بر اوراق بهادار اثرگذار باشد. بر همین اساس گفته شده «تمرکز بر تعهد بر افشای اطلاعات ناشی از این تجربه است که بدون اطلاعات دقیق، کامل و قابل فهم، راجع به یک شرکت؛ سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تصمیمات آگاهانه ای راجع به سرمایه‌گذاری بر اوراق بهادار آن شرکت بگیرند.»<sup>۱</sup> (Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 1971) در واقع در بازار اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری بر انعقاد یا عدم انعقاد معامله بر سهام، نیازمند ارزیابی اوراق بهادار ناشر هستند. این اوراق صرفاً نشان دهنده رابطه‌ی دارنده اوراق و شرکت هستند، و خود ورقه‌ی سهم، صرف نظر از این رابطه فاقد هر گونه ارزش قابل اعتنایی است. ارزش این رابطه ناشی از اموری غیر ملموس بوده و از وضعیت مالی شرکت به طور خاص، و وضعیت کلی تجارت ناشر به طور عام، ناشی می‌شود. چنان که در این باره گفته شده است: «به خاطر ماهیت اوراق بهادار، یک خریدار

۱- در گزارش کمیته‌ی مجلس اعیان آمریکا برای تصویب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ در خصوص اهداف مقررات طراحی شده برای افشای اطلاعات آمده است: «هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند با امنیت اوراق بهادار را خرید و فروش کند، ... بدون این که مبنای آگاهانه ای برای تصمیم‌گیری راجع به ارزش اوراق بهاداری که خریده یا فروخته داشته باشد. ایده‌ی بازار عمومی آزاد و باز بر اساس این نظریه ساخته شده است که تصمیم‌گیری آگاهانه‌ی خریداران یا فروشندگان راجع به قیمت منصفانه‌ی اوراق بهادار وضعیتی را به ارمغان می‌آورد که قیمت بازار منعکس کننده‌ی نزدیک‌ترین قیمت ممکن به قیمت واقعی است. فقط چون صحنه‌سازی مصنوعی ممکن است عملکرد صحیح یک بازار آزاد را بر هم زند، لذا پنهان کردن و مخفی کردن اطلاعات مانع عملکرد بازارها به عنوان شاخص‌های ارزش حقیقی است. بدون افشای صادقانه بازارهای صادقانه، وجود نخواهد داشت.»

نمی‌تواند، تصمیم‌گیری صحیحی راجع به ارزش آن اوراق انجام دهد؛ زیرا او به امور ملموسی برای این منظور نیازمند است. در حالی که او باید از پشت تکه ای کاغذ نگاه کند و اسناد ناشر را بررسی کند. خریدار باید بر اطلاعاتی که به او توسط شرکت داده شده است اعتماد کند. هر چه اطلاعات کمتری در دسترس باشد قیمت بازار کمتر نماینده‌ی ارزش حقیقی اوراق بهادار خواهد بود، و امکان تدلیس بالاتر خواهد رفت. (Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 1971)

بنابراین میتوان گفت افشای اطلاعات پیش شرط تصمیم‌گیری صحیح سرمایه‌گذاران راجع به ارزش اوراق بهادار است. نه تنها سرمایه‌گذاران خرد، بلکه حتی سرمایه‌گذاران ماهر نیز برای تصمیم‌گیری خود نیازمند اطلاعات هستند. اگر سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات ناقص تصمیم‌گیری کنند، نمی‌توان انتظار داشت که همه‌ی سرمایه‌گذاران، حتی سرمایه‌گذاران ماهر، مراقب منافع خود باشند. بنابراین عدم افشای اطلاعات یا افشای ناقص سبب تصمیمات بد سرمایه‌گذاری، حتی از سوی سرمایه‌گذاران ماهر می‌شود و در نتیجه همه‌ی سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری آگاهانه نیازمند اطلاعات هستند (Latimer & Maume, 2015, pp. 5-6).

پس از افشای دقیق و کامل اطلاعات امکان اتخاذ تصمیم بر اساس اطلاعات صحیح و کامل برای سرمایه‌گذار فراهم شده است و در این شرایط اگر وی در تصمیم خود برای سرمایه‌گذاری اشتباه کند، فقط خود اوست که باید به واسطه‌ی تصمیم ناآگاهانه اش سرزنش شود. به عبارت دیگر، پس از تحقق افشا هزینه‌ی اشتباه در تصمیم‌گیری، به درستی بر سرمایه‌گذار بار می‌شود. چرا که هیچ توجیهی برای تنظیم بازارهای سرمایه به منظور حمایت سرمایه‌گذاران در برابر آثار تصمیماتی که خود آن‌ها آزادانه و آگاهانه گرفته‌اند، وجود ندارد (Latimer & Maume, 2015, p. 6).

۱- البته رابطه‌ی بین افشای اطلاعات و ایجاد امکان تصمیم‌گیری بر معامله بر اوراق بهادار مورد تردید قرار گرفته است. در این خصوص گفته شده «حتی اگر همه‌ی اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران قرار گیرد، سرمایه‌گذاران برای آگاه شدن، علاوه بر منابع اطلاعاتی کافی، به تخصص برای تفسیر این اطلاعات نیاز دارند. در واقع اغلب سرمایه‌گذاران تمایل و توانایی محدودی برای مطالعه و تحلیل همه اطلاعات راجع به ناشر دارند.» (Choi S. , 2000, p. 302) چرا که اسناد افشا شده بسیار پیچیده تر از آن هستند که بتوانند از سوی افراد عادی به طور مؤثری مورد استفاده قرار گیرند؛ و فقط از سوی سرمایه‌گذاران ماهر قابل استفاده‌اند. (FIRTEL, 1999, p. 851)

یکی از آثاری که بر آگاهانه بودن تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مترتب است، اثر آن بر نزدیک‌تر شدن قیمت اوراق بهادار به قیمت واقعی این اوراق است. چرا که هر چه تصمیمات سرمایه‌گذاران آگاهانه‌تر باشد، قیمت سهام بهتر تعیین خواهد شد. از منظر علم اقتصاد آن چه تعیین‌کننده قیمت کالاها و خدمات در بازار است، رابطه‌ی بین عرضه و تقاضا است. در بازار اوراق بهادار نیز از نظر تئوریک، مجموعه‌ی عرضه و تقاضای ایجاد شده از سوی سرمایه‌گذاران بر اساس درک آنان از بازده سرمایه‌گذاری تعیین‌کننده قیمت اوراق بهادار خواهد بود (Kurdistani & Ebrahimi, 2012, p. 40). به عبارت دیگر مقررات اوراق بهادار با الزامی کردن افشای دقیق و کامل اطلاعات مهم، سبب می‌شود که قیمت اوراق بهادار در تعامل با نیروهای بازار تعیین شود و تا حد امکان به ارزش واقعی نزدیک باشد (Bagheri & Javad, 2007, p. 75). چرا که قواعد مربوط به افشای اطلاعات سبب می‌شود که اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران قرار گیرد، و از این طریق به آن‌ها کمک می‌کند تا آگاهانه‌تر نسبت به خرید اوراق بهادار تصمیم بگیرند، و در نتیجه میزان تقاضای موجود در بازار نسبت به اوراق بهادار، به طور دقیق‌تری تحت تأثیر اوصاف واقعی اوراق بهادار شکل گرفته است، و قیمت اوراق بهادار به قیمت واقعی این اوراق نزدیک‌تر خواهد بود. (Fox, 1999, p. 18) بنابراین قواعد افشای اجباری اطلاعات سبب دقیق‌تر شدن قیمت اوراق بهادار می‌گردد (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 229).

بر همین مبنا در ایالات متحده آمریکا هدف و مبنای اصلی وضع مقررات اوراق بهادار<sup>۱</sup>

---

۱- قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آن گونه که روزولت تأکید نمود، قانونی بود برای غلبه بر نگرش موجود که مبتنی بر آزادی قراردادها (رویکرد آگاه باش خریدار) بود. این اهداف از طریق تحمیل یک نظام افشای عمومی اطلاعات مربوط به اوراق بهادار جدید و تحمیل ضمانت‌اجراهایی سنگین برای عدم رعایت این الزامات محقق شد. این نظام از این طریق اعمال می‌شد که اوراق بهاداری که قرار است منتشر شود نزد کمیسیون تجارت فدرال (FTC) ثبت شوند، و منضم به اعلامیه پذیره‌نویسی‌ای باشند که اطلاعات کافی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران راجع به ارزش اوراق بهادار را فراهم کند. به منظور تضمین وجود زمان کافی برای مطالعه این اطلاعات، اوراق بهادار حداقل پس از ۲۰ روز از تکمیل انتشار اوراق بهادار قابل فروش می‌شد. اگر کمیسیون معتقد بود که عملیات ثبت ناقص یا ناصحیح است، می‌توانست مانع فروش اوراق بهادار شود، و تحقیقات لازم را انجام دهد. عدم رعایت این الزامات با مسئولیت مدنی گسترده مواجه می‌شد. همه‌ی کسانی که مسئول افشای اطلاعات در اعلامیه پذیره‌نویسی بود، به طور تضامنی در برابر همه‌ی میزان عرضه (معادل ارزش همه‌ی اوراق بهادار منتشر شده) مسئول بودند. بعلاوه در همه‌ی دعاوی بار اثبات عدم تقصیر بر عهده‌ی ناشران و عوامل آن‌ها بود که عدم تقصیرشان را ثابت کنند.

حمایت از سرمایه‌گذار بوده است (J. Schoenbaum, 1972, p. 575). در اتحادیه اروپا<sup>۱</sup> نیز هدف اصلی وضع مقررات مربوط به اوراق بهادار حمایت از سرمایه‌گذاران دانسته شده است (Schammo, 2011, p. 108).<sup>۲</sup> معذک مقررات اوراق بهادار در ایالات متحده حمایت از همه سرمایه‌گذاران را هدف قرار داده است اما در اتحادیه اروپا بین سرمایه‌گذاران خرد و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای تفکیک به عمل آمده است. منظور از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اشخاصی

تنها دفاع قابل قبول در برابر اظهارات گمراه‌کننده، اثبات این بود که آن‌ها بر خلاف معیارهای رفتار امانتدارانه، که در واقع استانداردهای بالایی بود، عمل نموده‌اند. در سال ۱۹۳۴ قانون بازار اوراق بهادار، تصویب شد. هدف از این قانون سه هدف بود: اولاً ممانعت با رویه‌های متقلبانه‌ای نظیر انشار اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده به منظور افزایش یا کاهش قیمت اوراق بهادار، و محدود شدن برخی رویه‌ها نظیر short selling (که در اصطلاح متخصصان مالی عبارت است از فروش استقراضی سهام به نحوی که در آن سرمایه‌گذار ابتدا اوراق بهادار را از شخص دیگری قرض می‌کند و آن را به فروش می‌رساند و پس از مدتی اوراق بهادار موردنظر را خریداری می‌کند و قرض خود را بازپس می‌دهد) (Ghamami & Ebrahimi, 2011, p. 141) از طریق تحت نظارت قرار دادن آنها؛ ثانیاً بر اساس این تئوری که دست‌کاری در قیمت اوراق بهادار از طریق ناآگاهی، افزایش می‌یابد؛ الزامات مربوط به ثبت و افشای اطلاعات بر همه‌ی اوراق بهادار فهرست شده در بورس‌ها تحمیل شد. ثالثاً، کمیسیون اوراق بهادار (SEC) در انجام اعمال مربوط به ثبت اوراق بهادار (ثبت بورس‌های اوراق بهادار، نظارت بر نقش‌های آنها، و تضمین این که بورس‌ها مطابق روح حاکم بر قوانین اوراق بهادار عمل می‌کنند) جایگزین FTC شد (BURK, 1985, pp. 1013-1014).

۱- در فرانسه از قرن ۱۹م در زمینه معاملات اوراق بهادار از قواعد مبتنی بر آزادی قراردادها روی گردانده شد؛ اما مقررات این کشور در این زمینه به قواعد اخلاقی‌ای مبتنی بود که در مواردی که بین طرفین قرارداد نابرابری در موضع چانه‌زنی وجود داشت؛ معاملات را محدود یا ممنوع می‌کرد. بر خلاف اصلاحات اخیر مقررات، قوانین اوراق بهادار فرانسوی با قوانین سنتی حمایت از مصرف‌کننده؛ که طی یک اتفاق تاریخی در معاملات مالی که در آنها هیچ مصرف‌کننده‌ی شکننده‌ای وجود نداشت نیز لازم‌الاجرا شده بود، ترکیب شده بود. در مقررده‌ی شماره 98-01 کمیسیون اوراق بهادار فرانسه COB مقرر شده که اعلامیه پذیره نویسی باید حاوی همه اطلاعات لازم برای مصرف‌کننده به منظور تصمیم‌گیری آگاهانه راجع به ارزش، فعالیت تجاری، و وضعیت مالی و نتایج اقدامات ناشر؛ از جمله چشم‌انداز آینده‌ی مدیریت شرکت، و حقوق منضم به اوراق بهادار باشد. همچنین مقرر شده که اعلامیه مزبور باید به طور عام در دسترس عموم قرار گیرد (Cafritz & Tene, 2003, pp. 1-8).

۲- تفاوت اصلی مقررات راجع به افشای اطلاعات در کشورهای اروپایی و ایالات متحده آمریکا در این است که اهداف مربوط به نظم عمومی نقش بیشتری در تنظیم مقررات اروپایی داشته است. در حالی که در ایالات متحده عمدتاً نیازهای بازار و سرمایه‌گذاران منای مقررات قرار گرفته است. با این حال بین این نظام‌ها شباهت‌هایی هم دیده می‌شود، و هر دوی آنها اموری نظیر جنبه‌های مرتبط با انصاف و اداره‌ی امور شرکت را مد نظر قرار داده‌اند (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 219).



است که دارای تجربه و دانش کافی به منظور تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری هستند. در کنار این‌ها معامله‌گران واجد شرایط<sup>۱</sup> قرار دارند که شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، موسسات اعتباری، موسسات بیمه‌ای، شرکت‌ها، دولت‌ها، بانک‌ها، صندوق‌های مشترک و صندوقهای بازنشستگی شرکت‌های اداره‌کننده آن‌ها هستند. در حقوق اتحادیه اروپا سرمایه‌گذاران خرد از حمایت بالاتری برخوردار خواهند بود. در مقابل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و معامله‌گران واجد شرایط تقریباً در یک مرتبه قرار می‌گیرند، و از سطح پایین تری از حمایت بهره‌مند می‌شوند (Boskovic, Cerruti, & Noel, 2009, p. 16).

### ممانعت از تقلب به عنوان یکی از اهداف الزامات راجع به افشای اطلاعات

ممانعت از تقلب به عنوان یکی از توجیحات مقررات اوراق بهادار از ۱۲۸۵ در انگلستان مطرح شده است (Donald, 1999, p. 88). در ایالات متحده نیز هدف از تصویب قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳، که قانون «صداقت در اوراق بهادار»<sup>۲</sup> نیز خوانده می‌شود، تحمیل بار گفتن همه‌ی حقایق راجع به عرضه‌ی اوراق بهادار جدید بر عهده‌ی ناشر است. علاوه بر این ممانعت از تقلب به عنوان یکی از اهداف قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ بود (BURK, 1985, pp. 1013-1014). در اوایل دهه‌ی ۱۹۳۰ رویکرد غالب این بود که سرمایه‌گذاران از طریق عرضه‌ی اوراق بهاداری که کیفیت آن‌ها مورد تردید قرار دارد، مورد فریب می‌گیرند (ZINGALES, 2009, p. 391). چنانچه در پیام روزولت به کنگره در جریان ارائه‌ی لایحه‌ی این مقررات به کنگره آمده بود که «رویه‌های مالی رایج نه صادقانه است و نه اخلاقی؛ بر این اساس دولت مکلف است به معامله‌ی صادقانه اهمیت دهد. بر همین مبنا این مقررات به منظور اصلاح رویه‌های غیر اخلاقی و ناسالم پیشنهاد شد. «(BURK, 1985, p. 1116) وی تأکید نمود که قرارداد «بار گفتن همه‌ی حقیقت بر عهده‌ی فروشنده‌ی اوراق بهادار، معامله‌ی صادقانه در بازار اوراق بهادار را افزایش می‌دهد و از این طریق سبب بازگشت اعتماد به بازار می‌شود.» (Seligman, 1983, p. 51)

محور اصلی اغلب مصادیق تقلب اوراق بهادار<sup>۳</sup> ارائه اطلاعات نادرست، عدم افشای کامل

1- eligible counterparties  
2- "truth in-securities act"  
3- Securities Fraud

اطلاعات برای عموم، عدم بیان همه مخاطرات سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران، معامله با اتکا بر اطلاعات نهانی و ... است (Eshtiaq, 2009, p. 282). فروش متقلبانه‌ی اوراق بهادار یکی از مصادیق نقص بازار است که زمینه‌ی تصویب مقررات اوراق بهادار را فراهم نموده است. بسیاری از اوراق بهادار تازه منتشر شده ممکن است بی ارزش باشند. این که یک ورقه‌ی اوراق بهادار مشکل دارد، امری کاملاً اتفاقی و غیرقابل پیش بینی نیست. مشکل دیگر بازار دستکاری در قیمت است. برخی رویه‌های دستکاری در قیمت از ظرافت و دقت بالایی برخوردار است. گاه اوراق بهادار با دو قیمت به فروش می‌رسد، و به گروه خاصی از مشتریان به قیمتی کمتر از قیمت بازار فروخته می‌شود (BURK, 1985).

در خصوص رابطه‌ی بین الزامات مربوط به افشای اطلاعات و ممانعت از اعمال تقلب در بازار اوراق بهادار می‌توان گفت که در صورتی که شرکت‌ها قانوناً ملزم به افشای اطلاعات باشند، اطلاعات به طور عام در دسترس سرمایه گذاران قرار می‌گیرد، و اعمال تقلب نسبت به سرمایه گذار آگاه دشوار خواهد شد. در صورت اعمال تقلب نیز متخلف با ضمانت اجرایی قانونی مواجه خواهد شد که این امر سبب ممانعت از تحقق تقلب‌های بعدی خواهد شد. معذک این که آیا قواعد اجباری راجع به افشای اطلاعات ابزار مناسبی برای ممانعت از تقلب اوراق بهادار است یا خیر، مورد تردید قرار گرفته است؛ با این استدلال که این قواعد صرفاً به طور غیرمستقیم برای دستیابی به این هدف اعمال می‌شوند. به علاوه تقلب در بازار اوراق بهادار حتی در بازارهایی هم که یک نظام افشای اجباری قدرتمند برقرار است، نیز صورت می‌گیرد (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 221). بر این اساس گفته شده افشای اجباری اطلاعات به تنهایی برای ممانعت از اعمال تقلب در معاملات اوراق بهادار کافی نیست.

به نظر می‌رسد که هرچند نمی‌توان بین قواعد افشای عمومی اطلاعات، و کاهش تقلب رابطه‌ی سببیت منطقی برقرار کرد؛ معذک قواعد افشای اجباری اطلاعات با تحمیل تعهد به گفتن تمام حقیقت بر ناشر زمینه را برای جبران زیان سرمایه گذارانی که از تقلب زیان دیده اند، بیشتر فراهم می‌کند.

### مبانی اقتصادی تعهد به ارائه اطلاعات

نظریه اقتصادی مرسوم حاکی از این است که برای توجیه دخالت دولت در بازار، باید نقصی

در بازار شناسایی شود. بنابراین برای توجیه دخالت در بازار اوراق بهادار به شکل وضع قوانین راجع به افشای مستمر اطلاعات، باید نقص بازار ثابت شود (Donald, 1999, p. 86). بر این مبنا اقتصاددانان در توجیه قواعد راجع به افشای الزامی اطلاعات تحلیل‌های مختلفی ارائه نموده‌اند که در این جا دو توجیه اقتصادی اصلی این قواعد مطرح می‌شود:

### قواعد افشای الزامی اطلاعات به عنوان ابزار ارتقای بازدهی اقتصادی

مبانی مبتنی بر بازدهی اقتصادی برای قواعد افشا مبتنی بر این است که این مقررات باید سبب تقویت عملکرد بازار به عنوان یک نهاد اقتصادی شود (MEIER-SCHATZ, 1986). این رویکرد از منظر کارآیی نهادی<sup>۱</sup>، کارآیی عملی<sup>۲</sup> و کارآیی توزیعی<sup>۳</sup> مورد تحلیل قرار گرفته است. از نظر کارآیی عملی گفته شده که «الزامات قانونی راجع به افشای اطلاعات زمینه‌ی انتخاب آگاهانه‌ی سرمایه‌گذار را فراهم می‌آورد و از این طریق کارآیی عملکردی نیز ارتقا خواهد یافت و به صنعت اوراق بهادار امکان می‌دهد که با کمترین هزینه ممکن عمل کند.» (J. Schoenbaum, 1972, p. 577) از منظر کارایی توزیعی نیز اعتقاد بر این است که «اتخاذ تصمیمات دقیقتر و آگاهانه تر از سوی سرمایه‌گذاران به تخصیص کارآتر منابع سرمایه‌ای کمک خواهد کرد.» (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 222) با این توضیح که یکی از مبانی الزامات قانونی راجع به افشای اطلاعات تضمین این امر است که بازارهای اوراق بهادار به صورت آزاد و باز عمل خواهند کرد.<sup>۴</sup> مفهوم تضمین بازار اوراق بهادار آزاد و باز، هدف کارآیی توزیعی بازارهای سرمایه را در بر دارد. عملکرد اقتصادی بازار سرمایه هدایت سرمایه از واحدهای اقتصادی دارای سرمایه‌ی مازاد به واحدهای اقتصادی است که می‌توانند از چنین سرمایه‌هایی بیشترین استفاده را در جریان تولید داشته باشند. بنابراین یکی از اهداف نظام افشای اطلاعات اجتناب از اختلالات بازارهای اوراق بهادار از طریق تضمین این امر است که همه سرمایه‌گذاران دسترسی برابر به اطلاعات دارند. با اطلاعات کامل

1- Institutional Efficiency

2- Operational Efficiency

3- Allocational Efficiency

4- securities markets will operate in a free and open fashion

سرمایه‌گذاران به سوی اتخاذ تصمیمات هوشمندانه تر سوق داده می‌شوند و از این طریق منابع سرمایه‌ای به صورت کارآمد تری تخصیص پیدا خواهد نمود (J. Schoenbaum, 1972, p. 577). در واقع این فرض که سرمایه‌گذاران، وقتی افشای اجباری اطلاعات مهم سبب کاهش تقلب در بازار می‌شود بیشتر مایل به خرید اوراق بهادار هستند؛ قابلیت اتکای تخمین‌های ارزش شرکت را ارتقا می‌دهد، و غیرقابل پیش‌بینی بودن نوسانات قیمت اوراق بهادار را کاهش می‌دهد. (تئوری گریز از ریسک<sup>۱</sup>) سرمایه‌گذاران معمولاً به دنبال سرمایه‌گذاری با حداقل ریسک هستند. برای متقاعد کردن آنها به سرمایه‌گذاری با ریسک بیشتر، فروشندگان باید، نرخ قابل انتظار سود بیشتری را پیشنهاد کنند. در این صورت افزایش اعتماد سرمایه‌گذار به اوراق بهادار ممکن است آثار مهم اقتصادی متعددی در پی داشته باشد. نظام افشای اجباری اطلاعات با کاهش ریسک اوراق بهادار شرکت، احتمال به فروش نرسیدن اوراق بهادار را کاهش می‌دهد، و از این طریق سرمایه لازم در دسترس برای رشد اقتصادی افزایش می‌یابد. کاهش نگرانی‌های سرمایه‌گذاران نسبت به این که اعمال تقلب در ارتباط با اوراق بهادار، ممکن است در برخی مقاطع، سبب کاهش سریع قیمت اوراق بهادار شود؛ تمایل آنها به سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد؛ و کاهش غیرقابل پیش‌بینی بودن نوسانات قیمت اوراق بهادار که ناشی از ناآگاهی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات مهم است؛ به ارتقای کارآیی توزیعی می‌انجامد (Seligman, 1983, p. 53).

البته، تأثیر افشای اطلاعات بر کارآیی توزیعی در بازار ثانویه از سوی برخی صاحب‌نظران انکار شده است. با این توضیح که بازار ثانویه نقش قابل توجهی در تخصیص سرمایه به پروژه‌های سرمایه‌ای ایفا نمی‌کند. بنابراین انتشار گسترده تر اطلاعات در بازار ثانویه اثر بسیار کمی بر تخصیص منابع در بازار ثانویه دارد (Donald, 1999, p. 98).

### تئوری بازار سرمایه کارآمد<sup>۲</sup>

بر اساس این تئوری قیمت سهام ناشر تخمین بی‌غرضانه‌ای از ارزش واقعی اوراق بهادار است، چه اطلاعات زیادی راجع به ناشر در دسترس عموم باشد، و چه اطلاعات کمی در دسترس عموم

1- risk aversion  
2- efficient market hypothesis

باشد. معذکک اطلاعات بیشتر دقت قابل انتظار قیمت اوراق بهادار (یعنی این احتمال که قیمت نسبتاً به قیمت واقعی اوراق بهادار نزدیک باشد) را افزایش خواهد داد. زیرا با اطلاعات بیشتر کسانی که قیمت اوراق بهادار را در بازار تعیین می کنند، درک دقیقتری نسبت به آینده ناشر خواهند داشت. سطح دقت قیمت اوراق بهادار با میزان پراکندگی قیمت سهام ناشر در طول زمان سنجیده می شود. چنانچه استیگلر پراکندگی قیمت را نشانه و معیار ناآگاهی در بازار می داند. با اجرای قواعد اجباری افشای اطلاعات، اطلاعات به طور معناداری در دسترس عموم قرار می گیرند، و پراکندگی قیمت کاهش می یابد (Fox, 1999, p. 29).

در بیان این تئوری گفته شده: «به طور کلی بازار ایده آل بازاری است که در آن قیمت‌ها نشانه‌های صحیحی برای تخصیص منابع ارائه دهند. یعنی بازاری که در آن شرکت‌ها می توانند راجع به تولید و سرمایه گذاری تصمیم بگیرند، و سرمایه گذاران می توانند بین اوراق بهاداری که معرف مالکیت فعالیت‌های شرکت است می توانند انتخاب کنند؛ با این فرض که قیمت اوراق بهادار در هر زمان منعکس کننده‌ی همه‌ی اطلاعات در دسترس است. بازاری که در آن قیمت‌ها همیشه به طور کامل اطلاعات در دسترس را منعکس می کند، بازار کارآمد نامیده می شود.» (FAMA, 1970)

شارپ در بیان این تئوری گفته است: «در یک بازار کارآمد، قیمت‌های اوراق بهادار منعکس کننده‌ی همه‌ی اطلاعات مهم و در دسترس است.» (Villiers, 2001, p. 189)

سه نسخه قوی، نیمه قوی و ضعیف از این تئوری ارائه شده است:

اول- در شکل قوی آن قیمت‌های اوراق بهادار انعکاس همه‌ی اطلاعات است چه به طور عمومی در دسترس باشد، یا نباشد.

دوم- در شکل ضعیف آن، قیمت‌های فعلی منعکس کننده‌ی اطلاعاتی است که از طریق تسلسل تاریخی قیمت‌ها<sup>۱</sup> فراهم شده است.

سوم- در شکل نیمه قوی آن قیمت اوراق بهادار منعکس کننده‌ی اطلاعاتی است که به طور عمومی در دسترس سرمایه گذاران است (Choi S. , 2000, p. 303). تحقق معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بازار نشان می دهد که شکل قوی بازار سرمایه کارآمد در عمل اجرا نمی شود.

در مقابل صاحب‌نظران عموماً معتقدند که ادله‌ی عملی از نسخه‌ی نیمه قوی این تئوری حمایت می‌کنند (Villiers, 2001, p. 189).

### ۳،۲. سایر مبانی تعهد به ارائه اطلاعات

در کنار استدلال‌های مذکور عوامل مختلفی به عنوان هدف قواعد افشای اطلاعات مطرح شده است که به نظر بیشتر جنبه‌ی فرعی دارند. از جمله‌ی این اهداف فرعی می‌توان به این موارد اشاره نمود:

- ۱- اطلاع رسانی به عموم به عنوان یکی از اهداف قواعد افشای اجباری اطلاعات مطرح شده است. با این توجیه که عموم مردم حق مشروعی دارند که در مورد شرکت‌های بزرگی که اثر قابل توجهی بر اقتصاد و جامعه دارند آگاه شوند (MEIER-SCHATZ, 1986, p. 229).
- ۲- قواعد افشا می‌تواند در اداره بهتر شرکت اثرگذار باشد. از یک سو انتشار اطلاعات مربوط به شرکت می‌تواند سبب ارتقای کیفیت رأی دهی سهام داران فعلی شرکت شود. زیرا سهام داران آگاه تصمیمات آگاهانه تری در زمینه‌ی رأی دهی می‌گیرند. از سوی دیگر قواعد افشا سبب افزایش سطح نظارت مستقیم سهامداران بر مدیران می‌شود. اطلاعات مالی افشا شده، به سهامداران امکان ارزیابی وضعیت شرکت، و به تبع آن اقدامات مدیران را می‌دهد. معذک اطلاعات مالی شامل همه‌ی اطلاعات لازم برای ارزیابی چگونگی عملکرد مدیران نمی‌شود (MEIER-SCHATZ, 1986, pp. 227-229) (Latimer & Maume, 2015, p. 5).
- ۳- برخی معتقدند الزام به ارائه اطلاعات می‌تواند به ارتقای رقابت در بازار کمک کند، و می‌تواند راهکار فرعی اجرای سیاست‌های حقوق رقابت تلقی گردد. در بازارهای با شفافیت بیشتر احتمال تحقق اهداف حقوق رقابت بیشتر است. یکی از شرایط اصلی برای داشتن رقابتی موثر این است که اطلاعات در سطح وسیع و با کمترین هزینه فراهم باشد. زیرا عدم وجود اطلاعات فعالیت عادی بازار را به مخاطره می‌اندازد (Bagheri & javad, 2007, p. 73). همچنین در توجیه اثر نظام افشای اجباری اطلاعات بر ارتقای سطح رقابت در بازار، استدلال شده است که افشای اطلاعات به اندازه سرمایه‌گذاران می‌تواند برای رقابت تجاری نیز مفید باشد. رقبا می‌توانند از اطلاعاتی که افشا شده استفاده کنند و به نحو مؤثرتری با ناشر رقابت کنند (Romano, 1998, p. 2368).

۴- ممانعت مؤثر از معامله با اتکا بر اطلاعات نهانی نیز به عنوان یکی از اهداف مقررات اوراق بهادار مطرح شده است. افشای اطلاعات مهم سبب می‌شود که همه‌ی سرمایه‌گذاران به اطلاعات مهم دست یابند تا از آن به طور مساوی بهره‌برند (Kitch, 1995, p. 769). حتی برخی مبنای فکری اصلی مقررات اوراق بهادار در ایالات متحده، را حمایت از سرمایه‌گذار جزء در برابر سوء استفاده‌هایی که از سوی دارندگان اطلاعات نهانی در شرکت در جریان عرضه عمومی اوراق بهادار صورت می‌گرفته دانسته‌اند (Ferrell, 2004, p. 391). بر این مبنا اگر سرمایه‌گذاران اعتقاد داشته باشند که به اطلاعات برابر دسترسی ندارند، با توجه به این که در سرمایه‌گذاری سود بالاتری نصیب کسانی که دارای اطلاعات هستند می‌شود؛ آن‌ها ممکن است حضورشان در بازار را کم کنند. حتی شایعه استفاده ناروا از اطلاعات هم ممکن است به زیان اعتماد سرمایه‌گذار به بازار باشد و سرمایه‌گذاران را مجبور به ترک بازار کند (Latimer & Maume, 2015, p. 6).

### نتیجه

مبنای اصلی برقراری نظام افشای الزامی اطلاعات، حمایت از سرمایه‌گذاران و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای ایشان است. غیر ملموس بودن اوراق بهادار بر خلاف سایر کالاهای مادی، امکان بررسی عینی و کسب آگاهی نسبت به سهام را از بین می‌برد. در حالی که معامله‌ی سهام به واسطه‌ی مغانی بودن در زمره‌ی معاملاتی است که به موجب ماده ۲۱۶ قانون مدنی علم تفصیلی به عوضین آن برای معامله ضروری است. از سوی دیگر این اوراق نماینده‌ی حق خاص دارنده نسبت به شرکت است، و تعیین‌کننده‌ی اصلی ارزش آن‌ها وضعیت فعلی شرکت و دورنمای آینده‌ی آن است، که دستیابی به این اطلاعات برای اشخاص خارج از شرکت و حتی سهامداران جزء فعلی شرکت دشوار است. بنابراین بدون وجود الزامات قانونی راجع به ارائه اطلاعات معامله‌ی آگاهانه بر این معاملات برای سرمایه‌گذاران با مشکل مواجه خواهد شد.

قلمرو تعهد به ارائه اطلاعات در معاملات اوراق بهادار نسبت به سایر قراردادهایی که بحث ارائه اطلاعات مطرح است، نظیر قراردادهای مصرف‌کننده گسترده تر است، و گاه از قلمرو طرفین قرارداد فراتر می‌رود. چنانچه بر خلاف بازار اولیه که متعهد اصلی ارائه اطلاعات ناشر است که طرف قرارداد نیز هست؛ اما در بازار ثانویه این تعهد بر عهده‌ی ناشر قرار دارد، که نسبت به

طرفین قرارداد (سهامدار فروشنده و سرمایه‌گذار خریدار) ثالث است. در این نوع قراردادها هر دو طرف قرارداد ممکن است از حیث دسترسی به اطلاعات در موضع ضعف قرار داشته باشند؛ بنابراین در این موارد تعهد به ارائه اطلاعات به منظور ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای طرفین قرارداد بر ثالث تحمیل شده است. بنابراین مبنای اصلی تعهد به افشای اطلاعات حمایت از طرف ضعیفتر قرارداد نیست؛ بلکه حمایت از سرمایه‌گذاری است که برای تصمیم‌گیری آگاهانه به اطلاعات نیاز دارد. از این رو هدف اصلی مقررات راجع به افشای اطلاعات برقراری تعادل اطلاعاتی بین بخش‌های مختلف بازار است، نه صرفاً بین طرفین یک قرارداد خاص.

سایر مبنای و اهدافی که برای الزامات قانونی راجع به افشای اطلاعات مطرح شده است یا جنبه‌ی فرعی دارد، یا اثر ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای خریدار است. در واقع وقتی تصمیمات سرمایه‌گذاران مبتنی بر اطلاعات صحیح تر باشد، قیمت اوراق بهادار به قیمت واقعی نزدیک تر خواهد بود؛ منابع سرمایه‌ای به طور کارآمدتری تخصیص پیدا خواهد کرد؛ اعتماد عمومی نسبت به بازار سرمایه افزایش خواهد یافت؛ امکان سوء استفاده دارندگان اطلاعات نهانی از اطلاعاتی که در اختیار دارند، به حد اقل خواهد رسید، و ... بنابراین مبنای اصلی تعهد به ارائه اطلاعات ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای طرف‌های ناآگاه بازار است، و سایر اهداف جنبه‌ی ثانوی دارد.

#### References

- [1] Douglas, J. (1934). Protecting The Investor. *Yale Review*.
- [2] Bagheri, M. (2005). Market-based economy and the deficiencies of private law. *Law and Politics Research*, 41-88(In Persian).
- [3] Bagheri, M., & javad, S. (2007). Convergence and Competition in Stock Markets: Conflict of Competition Law and Stock Market Law. *Law Quarterly No. 3*, 57-83(In Persian).
- [4] Bartos, J. M. (2006). *United States Securities Law: A Practical Guide*. Kluwer Law International.
- [5] Baryklo, A., & Khazaei, A. (2010). Principle of Good Faith and Its Consequences in the Pre-Contract Period; A Comparative Study of French and British Law. *Justice Law Journal, No. 76*, 53-87(In Persian).
- [6] Boskovic, T., Cerruti, C., & Noel, M. (2009). *Comparing European and U.S. Securities Regulations: MiFID versus Corresponding U.S. Regulations*. Washington: The World Bank Pub.
- [7] BURK, J. (1985). The Origins of Federal Securities Regulation: A Case Study in the Social Control of Finance. *Social Forces Volume 63*, 1010-1132.
- [8] Cafritz, E., & Tene, O. (2003). SECURITIES REGULATION v.



- CONSUMER PROTECTION: FRENCH FINANCIAL MARKET LEGISLATION. *Symposium: International Company and Securities Law*.
- [9] Calais-Auloy, J., & Temple, H. (1393). *Droit de la consommation- translated by Majid Adib*. Tehran: Mizan.
- [10] Carr, C. (1975). Inequality of Bargaining power. *The Modern Law Review*, vol.38, 463-466.
- [11] Chazal, J. P. (2001). Les nouveaux devoirs des contractants, est-on allée trop loin? In D. Mazeaud, & J. Christophe, *La nouvelle crise du contrat* (pp. 99-129). Lille: Dalloz.
- [12] Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 262-289.
- [13] Chiu, I. H.-Y. (2008). *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation*. Kluwer Law International.
- [14] Choi, S. (2000). Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal. *California Law Review*, Vol. 88, No. 2, 279-334.
- [15] Choi, S. J., & Pritchard, A. C. (2008). *Securities Regulation*. New York : Aspen Publishers.
- [16] Davis, T. (2008). "Disclosure is necessary but not sufficient for effective securities regulation". Discuss. [www.timdavis.com.au/Papers/Disclosure\\_Security\\_Regulations.pdf](http://www.timdavis.com.au/Papers/Disclosure_Security_Regulations.pdf), 1-9.
- [17] 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*. Avignon: Université d'Avignon.
- [18] Donald, C. J. (1999). A Critique of Arguments for Mandatory Continuous Disclosure. *Saskatchewan Law Review* Vol. 62, 85-120.
- [19] Eshtiaq, V. (2009). Fighting fraud in securities markets; A look at the legal order of the securities market in the United States. *Journal of Legal Researches*, No. 17, 257-285 (In Persian).
- [20] FAMA, E. F. (1970). EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. *The Journal of Finance*, 383-423.
- [21] Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corporation, 69 Civ. 1329. (United States District Court, E. D. New York. August 26, 1971).
- [22] Ferrell, A. (2004). THE CASE FOR MANDATORY DISCLOSURE IN SECURITIES REGULATION AROUND THE WORLD. *Discussion Paper No. 492, Harvard Law School*, 1-58.
- [23] FIRTEL, K. B. (1999). PLAIN ENGLISH: A REAPPRAISAL OF THE INTENDED AUDIENCE OF DISCLOSURE UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933. *SOUTHERN CALIFORNIA LAW REVIEW* Vol. 72, 851-899.
- [24] Fox, M. B. (1999). RETAINING MANDATORY SECURITIES DISCLOSURE: WHY ISSUER CHOICE IS NOT INVESTOR EMPOWERMENT. *Virginia Law Review*, 5-76.
- [25] Fung, A., Graham, M., & Weil, D. (2006). *Full Disclosure: The Perils and*

- Promise of Transparency*. Cambridge University Press.
- [26] Ghamami, M., & Ebrahimi, M. (2011). The legal nature of stocks listed on the stock exchange. *Journal of Comparative Law Studies*, Volume 2, Issue 3, 127-145(In Persian).
- [27] Ghasemi Hamed, A., & Taleb Ahmadi, H. (2010). Pre-contractual information Duty. *Journal of Legal Studies*, Volume 3, Number 1, 157-191(In Persian).
- [28] GILIKER, P. (2005). Unifying European Contract Law:Identifying a European Precontractual Obligation to Inform. *Cambridge Y.B. Eur. Legal Stud.*, 135-162.
- [29] Gilson, R. J., & Kraakman, R. H. (1984). The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, Vol. 70, No 4, *fifty Years of Federal Securities Regulation:Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation*, 549-644.
- [30] Hetherington, J. A. (1969). Fact and Legal Theory: Shareholders, Managers, and Corporate Social Responsibility. *Stanford Law Review*, Vol. 21, 248-292.
- [31] Hondius, E. (2004). The Protection of Weaker Party in a Harmonized European Contract Law: A Synthesis. *Journal of Consumer Policy*, 245-253.
- [32] Hondius, E. H. (2004). *Towards a European Civil Code*. Kluwer Law International .
- [33] Isanlou, M., & Lotfi, E. (2010). About the insurer's duty to inform. *Quarterly Journal of Law*, Volume 4, Issue 3, 57-75(In Persian).
- [34] J. Schoenbaum, T. (1972). The Relationship between Corporate Disclosure and Corporate Responsibility. *FORDHAM LAW REVIEW*, Vol. 40, 565-597.
- [35] Jacquemin, H. (2010). *Le formalisme contractuel: Mécanisme de protection de la partie faible*. Bruxelles: Larcier.
- [36] Kapferer, J.-N. (1990). La rumeur en Bourse. *Communications*, 52, *Rumeurs et légendes contemporaines*, 61-84.
- [37] Katouzian, N. (1392). *Specific Contracts, Volume One (Detailed Course)*. Tehran: Publishing Joint Stock Company.
- [38] Katouzian, N. (2007). *General rules of contracts. Volume 5, liquidation of the contract*. Tehran: Publishing Joint Stock Company(In Persian).
- [39] Katouzian, N. (2007). Restrictions on freedom of will based on consumer protection. *Journal of Law*, Vol. 38, No. 3, 327-342(In Persian).
- [40] Katouzian, N. (2008). *General rules of contracts, Vol. 1*. Tehran: Publishing Joint Stock Company(Inm Persian).
- [41] Kitch, E. W. (1995). THE THEORY AND PRACTICE OF SECURITIES DISCLOSURE. *BROOKLYN LAW REVIEW* Vol. 61, 760-887.
- [42] Kurdistani, G., & Ebrahimi, T. (2012). Disclosure Quality and Mispricing of Accruals and Cash Flows. *Quarterly journal of accounting and auditing*, 38-54(In Persian).
- [43] Langevoort, D. C. (1997). A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (And Cause Other Social Harms). *The University of Pennsylvania Law Review*, 101-172.
- [44] Latimer, P., & Maume, P. (2015). *Promoting Information in the Marketplace*

- for Financial Services*. New York: Springer International Publishing.
- [45] Legrand jr, P. (1986). PRE-CONTRACTUAL DISCLOSURE AND INFORMATION: ENGLISH AND FRENCH LAW COMPARED. *Oxford journal of Legal Studies* Vol. 6, No. 3, 320-352.
- [46] Legrand jr, P. (1991). INFORMATION IN FORMATION OF CONTRACTS: A CIVILIAN PERSPECTIVE. *Canadian Business Law Journal*, Vol. 19, 318-349.
- [47] Loss, L., & Seligman, J. (2004 ). *Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen Publishers Online.
- [48] 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.
- [49] MEIER-SCHATZ, C. J. (1986). OBJECTIVES OF FINANCIAL DISCLOSURE REGULATION. *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, 219-248.
- [50] Montero, E. (2005). *Les contrats de l'informatique et de l'internet*. Bruxelles: Larcier.
- [51] Norouzi, M. (2009). Principles of Duty to Disclosure On the Stock Markets. *Journal of Legal Research*, No. 17, 203-213 (In Persian).
- [52] Paris Adult Theatre I v. Slaton, 413 U.S. 49 (Supreme Court of the United States June 21, 1973).
- [53] 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.
- [54] Prentice, R. (2003). CONTRACT-BASED DEFENSES IN SECURITIES FRAUD LITIGATION: A BEHAVIORAL ANALYSIS. *UNIVERSITY OF ILLINOIS LAW REVIEW*, 337-425.
- [55] ROBINSON, J. M. (1980). *Comparative Survey of Securities Laws*. Deventer: Kluwer.
- [56] Romano, R. (1998). Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation. *The Yale Law Journal*, Vol. 107, 2359-2430.
- [57] Schammo, P. (2011). *EU Prospectus Law: New perspectives on regulatory competition in securities markets*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [58] Seligman, J. (1983). THE HISTORICAL NEED FOR A MANDATORY CORPORATE DISCLOSURE SYSTEM. *the journal of corporation law*, Volume 9, 1-63.
- [59] Shahidi, M. (2010). *Formation of contracts and obligations*. Tehran: Majd (In Persian).
- [60] Solaiman, S. M. (2005). Adoption disclosure based regulation for investor protection in the primary share market in Bangladesh: Putting the card before the horse. *The Corporate Governance Law Review*, 115-147.
- [61] Stout, L. A. (1995). Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation. *VIRGINIA LAW REVIEW*,

- VOLUME 81, 611-716.
- [62] Villiers, C. (2001). Disclosure Obligations in Company Law: Bringing Communication Theory into the Fold. *Journal of Corporate Law Studies*, 181-213.
- [63] Weinrib, E. (1998). *The Idea of Private Law*.
- [64] Wéry, P. (2010). *Droit des obligations - Volume 1: Théorie générale des contrats*. Bruxelles: Larcier.
- [65] Wheat, F. (1969). *Disclosure to Investors*.
- [66] Whittaker, S. (2005). *Principles of French Law - translated by Hassan Rahpeyk*. Tehran: Khorsandi(In Persian).
- [67] Willett, C. (2007). *Fairness in Consumer Contracts: The Case of Unfair Terms*. Ashgate Pub.
- [68] Yu, G. (2011). *The Development of the Chinese Legal System: Change and Challenges*. Routledge.
- [69] ZINGALES, L. (2009). The Future of Securities Regulation. *Journal of Accounting Research*, Vol. 47 No. 2 , 391-426.