



## The approach of Iran's judicial system to the disclosure of information in listed companies

R. Sayyari<sup>1\*</sup>, B. Taghipour<sup>2</sup>

1-Ph.D. Student in Private Law, Faculty of Law & Political Sciences, Kharazmi University, Tehran, Iran

2-Assistant Professor, Faculty of Law & Political Sciences, Kharazmi University, Tehran, Iran.

(\*- Corresponding Author Email: [raufsayyari@gmail.com](mailto:raufsayyari@gmail.com))

<https://doi.org/10.22067/economlaw.2023.79087.1227>

Received: 25 March 2023 Revised: 12 June 2023 Accepted: 25 August 2023 Available Online: 25 August 2023	<b>How to cite this article:</b> Sayyari, R.; Taghipour, B. (2023). The approach of Iran's judicial system to the disclosure of information in listed companies. <i>Encyclopedia of Economic Law Journal</i> , 30(23): (147-162) (in Persian with English abstract). <a href="https://doi.org/10.22067/economlaw.2023.79087.1227">https://doi.org/10.22067/economlaw.2023.79087.1227</a>
--	--

### 1- INTRODUCTION

During the last century, many governments have established many rules in the field of investment to strengthen the economic system. One of the most important economic areas in which regularization of investment has been the attention of governments during the last few decades is the shares of companies, especially listed companies. Undoubtedly, investment rules have the necessary efficiency and cause capital to enter the economic system, guaranteeing investment security. For this reason, to create investment security in the shares of stock exchange companies, several mechanisms have been determined in the laws of most countries. One of the most critical mechanisms in this field is the "information disclosure" of stock companies.

The information disclosure issue of stock companies is also accepted in Iran's legal system. It is considered in many laws and regulations, such as the Securities Market Law (approved 2005) and executive instructions for information disclosure of companies registered with the Stock Exchange Organization (approved 2007). It is placed. Regardless of this attention, which indicates its importance from the legislator's point of view, the "disclosure of information" of listed companies has gained a significant reputation in Iran's economic system in recent years. The first importance of this issue goes back to the acceptance of the shares of commercial companies by many investors, primarily legal entities, in the last two decades; So that due to the limitation and insufficient diversity of the capital market in Iran and the difficulties of investing in foreign markets, many investors have turned to owning the shares of stock exchange companies. Based on this, it can be said that "Information disclosure" of stock exchange companies will effectively determine the profit and loss of a large group of investors. In addition, in the past years, Iran's stock exchange system has experienced a bubble-like increase in the stock value of listed companies and its sudden fall in a short period, which has caused severe losses to many shareholders. Considering that this economic fluctuation in the stock exchange system is related mainly to the non-disclosure of information by stock exchange companies, it clearly shows the importance of "information disclosure."

### 2- PURPOSE

One of the most prominent requirements of a dynamic and efficient capital market is information transparency and timely and appropriate information. Due to the adverse consequences that the lack of timely and correct disclosure of information related to companies has on the legal entity of the company, shareholders, the stock market, and the economic system of countries, governments have always tried to prevent the concealment of information owners by creating legal mechanisms—important companies in the stock market. One of the mechanisms that can be seen in the legal system of many countries today is the obligation to disclose the information of stock companies. For this reason, the obligation to disclose important information related to securities that may affect the decision of investors has been imposed on the crucial actors of the securities market as the case may be; In this regard, in Iran's legal system, although in the Securities Law (approved in 2014), the creation of a system of mandatory information disclosure in securities transactions in the primary and secondary markets has been considered by the legislator; Despite these legal sources governing the information disclosure activities of stock companies, i.e. the Securities Market Law (approved 2005) and the executive instructions for



information disclosure of companies registered with the organization (approved 2007), they do not have many rules regarding the identification of the bases governing information disclosure, as well. For many reasons, these laws and regulations could not fill the existing legal gaps well and guarantee the rights of all the stakeholders of the capital market; So this failure has caused many ambiguities regarding things such as the principles of information disclosure, the concept of information disclosure and its foundations.

### 3- METHODOLOGY

Considering the existing ambiguities, the current research will examine the legal dimensions of information disclosure of listed companies in the legal system of Iran and several other countries using the descriptive-analytical method based on library studies.

### 4- FINDINGS

The findings of this article indicate that information disclosure in the securities market is associated with problems due to its complexities. In a division, they include an information classification system, loss to the company, and conflict of interests.

First: Iran's legal system is the essential basis for the "information disclosure" of stock exchange companies, the protection of investors, and the security of their investment; Because investors may buy shares at a high price or sell them at a low price due to lack of awareness. In fact, in the market, in many cases, there is economic inequality between the parties of a contract, which may lead to the loss of the weaker party. In Iran's legal system, this basis is essential for the rules governing the disclosure of information of stock companies. In the judicial system, it is accepted in the decisions issued by some courts. As stated in the decision issued by one of the courts: the best result of information disclosure in the securities market is to protect the ordinary investors of this market against the risk of misuse of information by people who, due to their position Especially in listed companies, they become aware of the confidential information of these companies.

Second: In Iran's legal system, the Securities Market Law (approved in 2005) called the information that must be disclosed "confidential." In the description of this information, it was stated: "Any information not disclosed to the public that directly or indirectly Securities, transactions or its issuer are related, and in case of publication, it affects the price or the decision of investors to trade related securities" (Paragraph 32, Article 1). This rule is stated in another way in the executive directive for information disclosure of companies registered with the Securities and Exchange Organization (Information Disclosure Directive). While emphasizing that the "important information" of listed companies must be disclosed, the directive states in the description of "important information": "Information about the events and decisions related to the publisher that had a significant impact on the price of the publisher's securities and the decision of investors." be" (Paragraph 6 of Article 1); Also, although in many legal systems, only "important information" or the same information that affects the decision of a conventional investor to carry out or not carry out the transaction of the company's shares, must be disclosed; However, examples of "important information" and its exact border from "unimportant information" are ambiguous in some cases; For this reason, it is challenging to count important information in a list. Based on this difficulty, in Iran's legal system, the information disclosure directive (approved in 1386) only mentioned some examples of important information and left the recognition of other important information to the stock exchange company (Article 4).

Third: In Iran's legal system, like many legal systems, the principle of correctness of information has been taken into consideration; In this regard, the Securities Market Law (2004), to fulfill the code of correctness of information, not only emphasizes avoiding "untrue information" in numerous articles, but the legislator tries to give credibility to reports issued by companies by determining mechanisms. Is; For example, in Article 7 of the Information Disclosure Directive, regarding notices and financial statements that require the approval of the auditor, the publisher is required to obtain the auditor's opinion regarding that information concerning the set deadlines; In this regard, in one of the opinions issued by the arbitration board of the Stock Exchange, the board has stated in approving and validating the auditors' report: "Although the petitioner claimed that the declared profit of each share was fictitious; Despite this, considering that the company's financial statements on the alleged date were prepared based on standard audit reports that were approved by the auditing institutions that are members of the public accountants' society and committed to the stock exchange, the claimant's claim is not accepted, and the judgment is issued against it. ».

Fourth: In Iran's legal system, the issue of comprehensibility of information is not explicitly mentioned in the Securities Market Law and the Information Disclosure Directive; Despite this, according to Iranian jurisprudence, since managers have powers in using the principles of profit realization, matching estimates and forecasts, and applying methods such as changing the technique of evaluating inventory and goodwill depreciation, current or capital costs, and determining the cost of doubtful receivables, which can be abusing it,

change the amount of profit and other information related to the company; Therefore, the information provided should not only be vague and general, but should be as detailed as possible and include all financial and management issues; Also, due to the specialized aspect of many information and the lack of understanding of accounting principles by many investors, the comprehensibility of the information does not mean that it is comprehensible to the public, but the said information should be presented in a way that can be used by experts and analysts. have; In this regard, the information disclosure instructions contain materials that can be deduced from their content to understand the principle of information; Among these cases, Article 5 of this directive stipulates: "... important information must be provided clearly, accurately and as little as possible." This issue implies a detailed and understandable disclosure of information. Another article is Article 18 of this directive. Since, in some cases, the published financial reports create ambiguity in the company's situation in some ways or that it does not clarify its situation well, in this regard, Article 18 of the Information Disclosure Directive, the company has obliged the stock exchanges to disclose other necessary information upon the request of the stock exchange organization.

## 5- CONCLUSION

Today, in most economic systems, one of the essential rules that stock companies must follow is the rules related to information disclosure. Due to the importance of this issue in the legal system of Iran, the disclosure of information about stock companies is accepted. In the laws and regulations, mechanisms are foreseen for it. Considering this issue and its importance in Iran's economic system, the current article has investigated the concept, subject scope, theoretical foundations, principles, challenges, and obstacles of information disclosure of listed companies with a descriptive-analytical method. The investigations of this article indicate that among the many theoretical bases expressed for the basis of information disclosure, the protection of investors is considered the most important legal basis. Also, the disclosure of stock market information follows several principles, the most prominent of which are: the principle of timely disclosure of information, the principle of correctness of data, and the focus on comprehensibility of information. Even though these principles are explicitly considered in the laws and regulations of Iran's legal system or can be inferred from these laws and regulations, information disclosure in practice has many challenges and obstacles, such as the application of the information classification system. Some companies are faced with the avoidance of loss to the company and the conflict of interests of managers, which has caused non-compliance with the principles of information disclosure. In addition, the non-observance of some regulations in Iran's legal system lacks a guarantee of sufficient implementation or has a vague guarantee of performance. For this reason, it is suggested that, in the future amendments of the Securities Market Law or the Information Disclosure Directive, on the one hand, the guarantee of vague executions, such as the guarantee of criminal execution of failure to comply with the principle of the correctness of the information (which without determining the legal punishment, in general, The Islamic Penal Code is referred to), the ambiguity should be resolved and on the other hand, the principle of comprehensibility of information should be clearly mentioned, and the guarantee of legal enforcement of non-compliance should also be determined precisely.

**Keywords:** information disclosure, timely disclosure, accuracy of information, comprehensibility, conflict of interest.

## مقاله پژوهشی

دوره ۳۰، شماره ۲۳، بهار و تابستان ۱۴۰۲، ص ۱۶۲-۱۴۷

# رویکرد نظام قضایی ایران به افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی

رئوف سیاری<sup>\*۱</sup> - بهرام تقی‌پور<sup>۲</sup>

دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۰۵ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۰۳

## چکیده

در عصر کنونی، در بازار بورس و اوراق بهادار کشورها، یکی از سازوکارهای حمایت از سرمایه‌گذاران، افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی است. با توجه به اهمیت این موضوع در نظام اقتصادی ایران، این مقاله با روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای به بررسی مفهوم، محدوده موضوعی، مبانی نظری، اصول، چالش‌ها و موانع افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی در ایران و چند کشور دیگر پرداخته است. بررسی‌های مقاله دلالت بر این دارد که از میان مبانی نظری متعدد بیان شده برای مبنای افشای اطلاعات، حمایت از سرمایه‌گذاران به‌عنوان مهم‌ترین مبنای قانونی به شمار می‌آید. همچنین افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی از اصول متعددی چون اصل افشای به‌موقع اطلاعات، اصل صحت اطلاعات و اصل قابل‌درک بودن اطلاعات، تبعیت می‌نماید. با وجود اینکه این اصول در نظام حقوقی ایران تصریح شده یا از قوانین موجود، قابل استنباط است، اما افشای اطلاعات در عمل با چالش‌ها و موانع متعددی، همچون اعمال نظام طبقه‌بندی اطلاعات از سوی برخی شرکت‌ها، اجتناب از ورود ضرر به شرکت و تعارض منافع مدیران، مواجه است که در برخی موارد، موجب عدم رعایت کامل اصول افشای اطلاعات می‌شود. علاوه بر این، عدم رعایت برخی از اصول، در نظام حقوقی ایران، فاقد ضمانت اجرای کافی بوده و یا ضمانت اجرای مبهمی دارد.

**کلیدواژه‌ها:** افشای اطلاعات، افشای به‌موقع، صحت اطلاعات، قابل‌درک بودن، تعارض منافع.  
**طبقه‌بندی:** JEL: F3, J52, G39.

## ۱. مقدمه

در طی یک قرن اخیر بسیاری از دولت‌ها در راستای تقویت نظام اقتصادی، اقدام به وضع قواعد متعدد در زمینه سرمایه‌گذاری نموده‌اند. یکی از مهم‌ترین حوزه‌های اقتصادی که قاعده‌مندسازی سرمایه‌گذاری در آن، طی چند دهه اخیر، مورد توجه دولت‌ها بوده است، سهام شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های بورسی است. بدون تردید، قواعد سرمایه‌گذاری، زمانی از کارایی لازم برخوردار و موجب ورود سرمایه به نظام اقتصادی می‌شود که امنیت سرمایه‌گذاری را تضمین نماید. به

همین جهت در راستای ایجاد امنیت سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بورسی، سازوکارهای متعددی در قوانین بیشتر کشورها تعیین شده است. یکی از مهم‌ترین سازوکارهای موجود در این زمینه «افشای اطلاعات»<sup>۴</sup> شرکت‌های بورسی است.

موضوع افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی در نظام حقوقی ایران نیز پذیرفته شده و در قوانین و مقررات متعدد، مانند: قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴) و دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس (مصوب ۱۳۸۶) مورد توجه قرار گرفته است. صرف نظر از این توجه که دلالت بر اهمیت آن از نظر قانون‌گذار دارد، مسئله «افشای اطلاعات» شرکت‌های بورسی در سال‌های اخیر در نظام اقتصادی ایران، نیز اهمیت فراوانی یافته است. نخستین اهمیت این موضوع به استقبال بسیاری از سرمایه‌گذاران به‌ویژه اشخاص حقوقی از سهام شرکت‌های تجاری در دو دهه اخیر

۱ - دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه خوارزمی، تهران  
\* - نویسنده مسئول: (Email: raufsayyari@gmail.com)  
۲ - استادیار گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه خوارزمی، تهران

تکلیف قانونی به افشای اطلاعات دارند، این سؤال مطرح می‌شود، منظور از «اطلاعات»، کدام اطلاعات شرکت هستند؟ به عبارت دیگر، محدوده موضوعی افشای اطلاعات چیست؟

در پاسخ باید گفت: اصولاً نخستین هدف از افشای اطلاعات شرکت، آن است که اشخاصی که قصد معامله سهام شرکت را دارند، با آگاهی نسبت به انجام معامله، اقدام کنند. بر اساس قواعد عام حقوق مدنی نیز طرفین یک قرارداد برای انعقاد آن قرارداد، به همه اطلاعات لازم در مورد موضوع معامله نیاز دارند.

با این حال، متقاضی خرید سهام یک شرکت برای انعقاد قرارداد ممکن است به همه این اطلاعات نیاز نداشته باشد؛ در واقع، شرکت‌ها باید تنها اطلاعاتی را افشا کنند که برای عملکرد بهینه بازار سرمایه ضرورت دارد؛ در نتیجه، اطلاعاتی که برای سرمایه‌گذاران، نامربوط است، ضرورتی به افشای آن‌ها وجود ندارد (Mehrabani, 2009: 19). به تعبیر دیگر، اطلاعاتی باید افشاء شوند که ممکن است بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد. این رویکرد امروزه در نظام حقوقی بیشتر کشورها پذیرفته شده است؛ به عنوان مثال، در نظام حقوقی ایران، قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴) اطلاعاتی را که باید افشا شوند، «اطلاعات نهانی» نامیده و در توصیف این اطلاعات بیان داشته است: «هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد» (بند ۳۲ ماده ۱). این قاعده در دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار (دستورالعمل افشای اطلاعات) به نحو دیگری بیان شده است. دستورالعمل ضمن تأکید بر اینکه «اطلاعات مهم» شرکت‌های بورسی باید افشا شوند، در توصیف «اطلاعات مهم» بیان می‌دارد: «اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد» (بند ۶ ماده ۱).

اگرچه در بسیاری از نظام‌های حقوقی، تنها «اطلاعات مهم» یا همان اطلاعاتی که بر تصمیم یک سرمایه‌گذار متعارف در انجام یا عدم انجام معامله سهام شرکت، تأثیرگذار است، باید افشاء شود؛ با این حال، مصادیق «اطلاعات مهم» و مرز دقیق آن از «اطلاعات غیرمهم» در برخی موارد، ابهام‌آلود است؛ به همین جهت، احصای اطلاعات مهم در یک فهرست، بسیار دشوار است. بر مبنای همین دشواری بوده است که در نظام حقوقی ایران، دستورالعمل افشای اطلاعات (مصوب ۱۳۸۶) تنها به برخی مصادیق اطلاعات مهم اشاره نموده و تشخیص سایر اطلاعات مهم را به شرکت بورسی واگذار

بازمی‌گردد؛ به طوری که به دلیل محدودیت و عدم تنوع کافی بازار سرمایه در ایران و دشواری‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای خارجی، بسیاری از سرمایه‌گذاران به تملک سهام شرکت‌های تجاری بورسی، روی آورده‌اند. بر این اساس می‌توان گفت: «افشای اطلاعات» شرکت‌های بورسی در تعیین نفع و ضرر گروه زیادی از سرمایه‌گذاران، تأثیرگذار خواهد بود. علاوه بر این در سال‌های گذشته، نظام بورسی ایران در یک بازه زمانی کوتاه‌مدت، افزایش حباب‌وار ارزش سهام شرکت‌های بورسی و سقوط ناگهانی آن را تجربه کرده است که موجب ورود ضرر شدید به بسیاری از سهامداران شده است. با توجه به اینکه این نوسان اقتصادی در نظام بورسی تا حد زیادی با مسئله عدم افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی مرتبط است، اهمیت «افشای اطلاعات» را به خوبی نمایان می‌سازد.

با امان نظر به موارد فوق، پژوهش کنونی با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی و بر مبنای مطالعات کتابخانه‌ای، به بررسی ابعاد حقوقی افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی در نظام حقوقی ایران و چند کشور دیگر در سه بخش، خواهد پرداخت. در این راستا ابتدا، مفهوم، محدوده موضوعی و مبانی افشای اطلاعات و سپس، اصول حاکم بر افشای اطلاعات و در نهایت، چالش‌های افشای اطلاعات در شرکت‌های بورسی، توضیح داده می‌شود.

## ۲. مفهوم، محدوده موضوعی و مبانی افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی

با توجه به اینکه بررسی ابعاد حقوقی موضوع در درجه نخست مستلزم آشنایی با مفهوم، محدوده موضوعی و مبانی افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی، است در این قسمت به تفکیک، این موارد بررسی خواهد شد.

### ۲-۱. مفهوم و محدوده موضوعی افشای اطلاعات

مهم‌ترین مسئله در مورد تکلیف به افشای اطلاعات، معنای «اطلاعات» است؛ زیرا تا زمانی که مفهوم اطلاعات به درستی مشخص نشود، موضوع تکلیف به افشای آن به خوبی روشن نخواهد بود. از نظر برخی نویسندگان، «اطلاعات»، مجموعه‌ای از آگاهی-هاست که مبنای اکتشاف و تولید دانش قرار می‌گیرد. اگرچه کلمه «داده»<sup>۱</sup> گاهی به جای «اطلاعات» به کار می‌رود؛ اما میان این دو اصطلاح تفاوت وجود دارد؛ در واقع، «داده»، دارای ویژگی خام و پردازش نشده است که از پردازش و پرورش آن، اطلاعات به وجود می‌آید (Parham mehar and others, 2019: 502).

با توجه به اینکه در نظام حقوقی ایران شرکت‌های بورسی،

کرده است (ماده ۴).<sup>۱</sup>

برخی از نویسندگان برای، تشخیص اطلاعات مهم (اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام)؛ بر این نظرند، تنها اطلاعات مالی (به‌ویژه اطلاعات حسابداری شرکت)، جزو اطلاعات مهم محسوب و باید افشا شوند. این رویکرد، از سوی متخصصان علوم اقتصادی نیز پذیرفته شده است؛ به‌طوری‌که از منظر بسیاری از متخصصان دانش حسابداری، «افشای اطلاعات مهم»، صرفاً به معنای «ارائه اطلاعات مالی» مربوط به شرکت در گزارش‌های مالی یا گزارش‌های سالانه است (Mehrabani, 2009: 19). نظام قضایی ایران نیز در پرونده‌های متعدد چنین رویکردی داشته است؛ به‌طوری‌که در آرای صادره از سوی دادگاه‌ها عمدتاً «خودداری از ارائه اطلاعات مالی»، دارای مسئولیت مدنی یا کیفری دانسته شده است.<sup>۲</sup>

در نقد این رویکرد باید گفت: اگرچه اطلاعات مؤثر بر سهام شرکت‌های تجاری، عمدتاً اطلاعات مالی مربوط به شرکت هستند، باین‌حال در برخی موارد اطلاعات غیرمالی تأثیر فراوانی بر قیمت سهام شرکت‌ها دارند؛ به‌گونه‌ای که در برخی موارد، این تأثیر ممکن است فراتر از تأثیر اطلاعات مالی بر سهام شرکت باشد. این مسئله که دایره شمول اطلاعات مهم، اعم از اطلاعات مالی و غیرمالی است، از اطلاق بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴) با عبارت «هرگونه اطلاعات افشاء نشده»، قابل استنباط است. بر این اساس می‌توان گفت: علاوه بر اطلاعات مالی، اطلاعات راجع به اشخاص مهم (به‌عنوان مثال جابجایی مدیران و یا ورود یا خروج سرمایه‌داران بزرگ) و اطلاعات راهبردی شرکت (به‌عنوان مثال طرح‌ها، اهداف و دورنمای وضعیت شرکت) (Parham mehar and others, 2019: 505) به‌عنوان اطلاعات غیرمالی، جزو اطلاعات مهم و مؤثر بر قیمت سهام هستند؛ در نتیجه باید همانند اطلاعات مالی

۱ - در حقوق آمریکا تعهد ناشران محدود است به اینکه اولاً، از افشای اطلاعات نادرست با اهمیت خودداری کنند، و ثانیاً کلیه اطلاعاتی را افشا نمایند که برای گمراه کننده بودن اطلاعات افشا نشده لازم است (Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 2011). در حقوق ایران، تعهد ناشر بی‌قید و شرط نیست و تعهد وی مشروط به مهم بودن اطلاعات است، بنابراین اطلاعاتی مهم محسوب می‌شود که بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثر قابل توجهی داشته باشد (Shahidi and Shams Elahi, 2019: 239-280)، در رویه قضایی هم ترکیبی از این دو معیار برای تشخیص اطلاعات مهم پذیرفته شده است، از این رو در دادنامه شماره ۶۹ پرونده کلاسه ۴۸/۱۱۹۲/۸۷ صادره از شعبه ۱۱۹۲ مجتمع ویژه رسیدگی به جرائم اقتصادی، نیز مصداق اطلاعاتی دانسته شده که علاوه بر مؤثر بودن در قیمت اوراق بهادار، بر تصمیم سرمایه‌گذاران هم اثرگذار است؛ بنابراین معیار تشخیص این اثرگذاری نوعی می‌باشد.

۲- دادنامه شماره ۸۶، مورخ ۱۳۸۷/۱۲/۵، شعبه ۱۱۹۲ دادگاه عمومی جزایی تهران. دادنامه شماره ۶۶-۱۳۸۷/۰۲/۰۱ پرونده کلاسه ۱۱۰/۱۰۱۶/۸۶ صادره از شعبه ۱۰۱۶ دادگاه عمومی جزایی تهران.

مهم، افشاء شوند.

## ۲-۲. مبانی افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی

با توجه به اینکه امروزه در بیشتر کشورها، به‌موجب قوانین و مقررات، افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی، الزامی است، این سؤال پیش می‌آید، مبانی قانونی افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی چیست؟ در همین راستا از نظر نویسندگان کسب اعتبار شرکت‌های تجاری، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری، رعایت اصل برابری و انصاف و حمایت از سرمایه‌گذاران، به‌عنوان مهم‌ترین مبانی افشای اطلاعات ذکر شده است، که در ذیل موردبررسی قرار می‌گیرند.

### ۲-۲-۱. کسب اعتبار شرکت تجاری

برخی نویسندگان مهم‌ترین مبانی «افشای اطلاعات» را کسب اعتبار شرکت تجاری دانسته‌اند (Mostotrest, 2015: 3). از نظر آنان، انتشار اخبار صحیح و اطلاعات منعکس‌کننده موفقیت‌های شرکت، موجب خواهد شد که از یک‌سو، اعتبار شرکت، بالا رود و از دیگر سو، ارزش سهام شرکت، افزایش یابد و با قیمت بالاتری معامله شود (K. Hargis, 2000: 104). در واقع، ارائه اطلاعات، ارتباط مستقیمی با امنیت روانی سرمایه‌گذاران دارد؛ شرکت‌هایی که از تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند، انگیزه بیشتری برای افشای اطلاعات بیشتر دارند تا نیازهای اطلاعاتی اعتباردهندگان خود را برآورده کنند و اعتماد را افزایش دهند (Białek-J., 2016: 16)؛ زیرا زمانی که اطلاعات کافی موردنیاز برای سرمایه‌گذاران، وجود نداشته باشد آنان احساس امنیت کمتری می‌کنند و در حالت تدافعی بیشتری قرار می‌گیرند؛ در مقابل، ارائه اطلاعات مالی قابل اعتماد، نه تنها می‌تواند عدم قطعیت چشم‌انداز آینده شرکت را کاهش دهد و بر اعتبار شرکت بیفزاید (Muda & Sadalia, 2017: 340)؛ بلکه هرچه امنیت اطلاعاتی یک شرکت بیشتر باشد، در درازمدت و در مواقع نیاز باعث گرایش مردم و سرمایه‌های عمومی به سمت آن شرکت، جهت پیشبرد طرح‌های توسعه از طریق تأمین مالی عمومی خواهد شد.

### ۲-۲-۲. کاهش هزینه سرمایه‌گذاری

گروه از نویسندگان، مهم‌ترین مبانی «افشای اطلاعات» را کاهش هزینه سرمایه‌گذاری دانسته‌اند (Białek-J., 2016: 2)؛ زیرا معاملات در بازار اوراق بهادار دربر دارنده دو نوع هزینه است؛ نخست، هزینه آشکار که شامل کارمزد کارگزاری‌ها و مالیات است؛ دوم، هزینه‌های پنهان که مرتبط با موضوع نقد شوندگی سهام بوده، که شامل هزینه تأثیر اطلاعات بر قیمت سهام، هزینه فرصت از دست رفته و هزینه زمان‌بندی است (Hemmati & Amiri, 2018: 111)؛ از این‌رو از نظر آنان، اطلاعات مربوط به سهام شرکت‌های بورسی،

با این توجیه که اوراق بهادارشان نامطلوب است، از اعتبار آن‌ها بیش‌ازپیش خواهد کاست و ممکن است آن‌ها را به ورطه ورشکستگی بکشاند.

با وجود مخالفانی که این نظریه (نظریه حمایت از سرمایه‌گذار به‌عنوان مبنای قواعد افشای اطلاعات) دارد، امروزه در بیشتر نظام‌های حقوقی مهم‌ترین مبنای «افشای اطلاعات» شرکت‌های بورسی، حمایت از سرمایه‌گذاران و امنیت سرمایه‌گذاری آنان است؛ از آن‌جهت که سرمایه‌گذاران ممکن است به سبب فقدان آگاهی، اقدام به خرید سهام با قیمت بالا و یا فروش آن با قیمت پایین نمایند، (Mostotrest, 2015: 3). در واقع، در بازار، در بسیاری موارد میان طرفین یک قرارداد، نابرابری اقتصادی وجود دارد و این نابرابری ممکن است به زیان طرف ضعیف‌تر قرارداد منجر شود.

این مبنا در نظام حقوقی ایران، مهم‌ترین مبنای قواعد حاکم بر افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی است و در نظام قضایی نیز در آرای صادره از سوی برخی محاکم پذیرفته شده است؛ به‌طوری‌که در رأی صادره از سوی یکی از دادگاه‌ها بیان شده است: بهترین ثمره افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار، محافظت از سرمایه‌گذاران عادی این بازار در مقابل خطر ناشی از سو استفاده‌های اطلاعاتی توسط افرادی است که به‌واسطه موقعیت ویژه خود در شرکت‌های بورسی، از اطلاعات نهانی این شرکت‌ها آگاه می‌شوند.<sup>۱</sup>

### ۳. اصول حاکم بر افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی

در بیشتر نظام‌های حقوقی، افشای اطلاعات با هدف کارآمدی آن از اصول متعددی تبعیت می‌نماید که مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از: اصل افشای به‌موقع اطلاعات؛ اصل صحت اطلاعات و اصل قابل‌درک بودن اطلاعات.

#### ۳-۱. اصل افشای به‌موقع اطلاعات<sup>۲</sup>

اصل افشای به‌موقع اطلاعات، بیانگر آن است، شرکت پس از وقوع حقیقی که نیاز به افشا دارد باید آن‌ها را به‌سرعت، افشاء نماید. به‌موقع بودن، به معنای هر چه کمتر بودن فاصله بین به وجود آمدن اطلاعات و افشای آن برای عموم است (Bushee & Leuz, 2005: 138). به‌موقع بودن افشای اطلاعات، علاوه بر آنکه به انجام یک سرمایه‌گذاری موفق برای سرمایه‌گذار، کمک می‌کند از آن‌جهت اهمیت دارد که هر چه فاصله زمانی میان به وجود آمدن اطلاعات و

همانند یک کالا است و در صورت عدم افشای آن از سوی شرکت، سرمایه‌گذار ممکن است برای کسب آن اطلاعات، متحمل هزینه‌های مالی شود (Felie & Claire, 2006: 10)؛ در واقع سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل ناتوانی در شناسایی و درک اطلاعات مربوط به قیمت سهام، ممکن است دچار خطا شده و هزینه معاملاتی زیادی را متحمل شوند (Hemmati & Amiri, 2018: 108)؛ همچنان که برخی از نویسندگان بیان داشته‌اند: تهیه و ارائه اطلاعات، یک مسئله هزینه‌بر مستمر است. شرکت‌های تجاری با توجه به منافی که از افشای اطلاعات دارند، بار این هزینه را بر دوش می‌کشند تا سرمایه‌گذاران نیازمند به اطلاعات، متحمل آن نشوند (Coates, 2021, 2).

#### ۲-۳. رعایت اصل عدالت و برابری

برخی از نویسندگان، رعایت اصل عدالت و برابری در مورد تمام سرمایه‌گذاران در زمینه استفاده به‌موقع از اطلاعات مالی شرکت‌ها را مهم‌ترین مبنای افشای اطلاعات دانسته‌اند؛ زیرا یکی از اوصاف بازار سرمایه عادلانه و کارآمد، دسترسی به‌موقع سهامدارانش به اطلاعات مالی است و بدون تحقق این شرط نمی‌توان انتظار بازاری منصفانه را داشت (Sadegh Najad, 2014: 7). به همین دلیل است که امروزه در بسیاری از نظام‌های حقوقی، قوانین، نهاد ناظر را مکلف می‌نمایند تا فرصت برابری اطلاعات را برای همه فعالان بازار فراهم نمایند. بدین منظور در بیشتر کشورها، سازمانی به نام مجمع یا شورای بورس اوراق بهادار بر عرضه عمومی اوراق بهادار نظارت دارد.

#### ۲-۴. حمایت از سرمایه‌گذاران

گروه دیگر از نویسندگان، مبنای افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی را حمایت از سرمایه‌گذاران در معاملات سهام و جلوگیری از ورود ضرر به آنان دانسته‌اند. با این حال، برخی دیگر از نویسندگان، بر این باورند افشای اطلاعات بورسی، نمی‌تواند مبنای قابل قبولی برای حمایت از سرمایه‌گذاران باشد (Rahpeyk and Shamsalehi, 2016: 141-142)؛ زیرا برای حمایت از سرمایه‌گذاران، به وضع قواعد آمره در زمینه افشای اطلاعات نیازی نیست؛ بلکه از راه‌های دیگری نیز می‌توان به این هدف دست یافت؛ از جمله آنکه پیش از انتشار اوراق بهادار، نهاد ناظر بر بازار اوراق بهادار، به ناشرینی که اوراق بهادارشان نامطلوب است، اجازه انتشار اوراق بهادار را ندهد.

این رویکرد قابل انتقاد است؛ زیرا اگرچه ممانعت نهاد ناظر از انتشار اوراق نامطلوب می‌تواند از جهاتی به نفع سرمایه‌گذاران باشد، اما این مسئله عرصه فعالیت‌های اقتصادی شرکت‌های تجاری را بشدت محدود می‌نماید و ممکن است موجب بروز زیان به ناشران با حسن نیت شود. علاوه بر این، عدم اجازه انتشار اوراق بهادار به شرکت‌هایی که در مقطعی از زمان در وضعیت بحرانی به سر می‌برند

۱- دادنامه شماره ۷۰۰۰۰۷۲۱۳۰۰۰۰۹۲۰۹۹۷۲۱۳۰۰۰ مورخ ۱۳۹۲/۱/۲۱ شعبه ۶۸ دادگاه

تجدیدنظر استان تهران

محمول بر صحت است دعوی خواهان را غیر وارد و حکم به آن صادر می‌شود»<sup>۲</sup>.

عدم رعایت اصل افشای به موقع اطلاعات، در بسیاری از کشورها، علاوه بر ضمانت اجرای مدنی (جبران خسارت ناشی از مسئولیت مدنی)، دارای ضمانت اجرای کیفری است. با این حال در نظام حقوقی ایران، ضمانت اجرای کیفری آن، مبهم است؛ به طوری که در قوانین ایران به صراحت جرم‌انگاری نشده است. به همین جهت این سؤال پیش می‌آید آیا در ایران، نقض اصل افشای به موقع اطلاعات، جرم محسوب می‌شود؟

در پاسخ به این سؤال می‌توان گفت: با توجه به اینکه عدم افشای به موقع اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام (به ویژه زمانی که افشای اطلاعات، موجب کاهش قیمت سهام می‌شود)، می‌تواند دلالت بر عادی نشان دادن وضعیت شرکت نماید، بتوان این رفتار را بر اساس ماده ۴۶ قانون اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۴)، جرم دانست. بند ۳ این ماده، «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود» را مستوجب مجازات کیفری دانسته است. این رویکرد در نظام قضایی ایران نیز پذیرفته شده است. در یکی از پرونده‌های مطرح در محاکم کیفری ایران، مدیران شرکت که نسبت به افشای به موقع اطلاعات، اقدام نمودند رفتار آنان مصداق «اغوای اشخاص به معامله اوراق بهادار» دانسته شد. در این پرونده، دادگاه چنین استدلال نمود: مدیران شرکت با عدم ارائه اطلاعات شرکت در بازه زمانی‌ای که باید اطلاعات را افشا می‌نمودند عملاً شرایطی را فراهم آورده‌اند که تصویر روشنی از سوددهی شرکت در اذهان سرمایه‌گذاران شکل گرفته است؛ چرا که عدم ارائه اطلاعات، از نظر سرمایه‌گذاران به عدم تغییر در شرایط شرکت، تعبیر می‌شود. بر همین مبنا در بازه زمانی که اطلاعات باید منتشر می‌شد (اما نشد) بیش از ۱۴ میلیون سهم شرکت با قیمت مشخص معامله شد؛ حال آنکه قیمت واقعی این سهام‌ها، کمتر از قیمت معامله شده آن بوده است؛ در واقع اگر اطلاعات شرکت به موقع، افشاء شده بود، خرید این مقدار سهم با قیمت یادشده توجیه‌پذیر نبود و معامله‌کنندگان به ارزیابی معقول تری از قیمت سهم دست می‌یافتند. بدین ترتیب، اوضاع واقعی شرکت از چشم سرمایه‌گذاران مخفی مانده و معامله بر اساس اطلاعات موجود، موجب ضرر آن‌ها شده است.<sup>۳</sup> بر همین مبنا، دادگاه، حکم به محکومیت کیفری آنان صادر نمود.

افشاء آن در بازار و تأثیر آن در قیمت، کمتر باشد، دارندگان اطلاعات نهانی فرصت کمتری برای استفاده از اطلاعات افشاء نشده خواهند داشت و کمتر می‌توانند از موقعیت برتر اطلاعاتی خود سو استفاده کنند.

اگرچه به موقع بودن افشاء اطلاعات در بسیاری موارد، مستلزم فوریت آن است، اما لزوماً و همواره به معنای فوریت افشاء اطلاعات نیست. در واقع، اطلاعات را از نظر زمان افشا یا به موقع بودن افشا می‌توان به دو دسته تقسیم نمود؛ دسته نخست، اطلاعات مربوط به رویدادهایی که تأثیر فوق‌العاده آن‌ها بر قیمت اوراق بهادار به حدی است که نمی‌توان برای افشای آن‌ها تا پایان دوره‌های سه‌ماهه حسابرسی منتظر ماند. به همین دلیل باید فوراً یعنی در سریع‌ترین زمان ممکن (یا فاصله زمانی که قانون‌گذار تعیین می‌کند، مثلاً حداکثر ظرف مدت دو روز)، منتشر شوند؛

اما دسته دوم، گزارش‌ها و صورت‌های مالی دوره‌ای هستند که برخلاف اطلاعات مهم، جنبه رویدادی ندارند و در اصل بیانگر بررسی و مرور عملکرد شرکت در یک دوره زمانی مشخص و نتایج آن و جایگاه مالی شرکت در پایان دوره مربوطه هستند (Sadeghimghadam and Norozi, 2018: 142-143)؛ به‌عنوان مثال در نظام حقوقی ایران دستورالعمل افشای اطلاعات، بیان می‌دارد: «اطلاعات پرتفوی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ در پایان هر ماه حداکثر ۱۰ روز پس از پایان ماه» باید منتشر شوند (بند ۹ ماده ۷). در نظام حقوقی آمریکا نیز قانون اوراق بهادار فدرال، شرکت‌ها را ملزم می‌نماید گزارش‌های عمومی (مانند گزارش سالانه به سهامداران) را در زمان‌های تعیین شده در این قانون (مانند هنگام برگزاری مجمع سالانه برای انتخاب مدیران)، در فرم‌های مخصوص مربوط به هر یک، به‌طور مداوم افشا کنند.<sup>۱</sup> بنابراین در مورد این‌گونه اطلاعات، به‌موقع بودن افشاء به معنای افشای فوری آن‌ها نیست؛ بلکه در همان زمان که قانون مقرر کرده است باید افشاء شوند؛ این موضوع در رویه هیئت داورای بورس و اوراق بهادار نیز مورد توجه قرار گرفته است؛ به‌عنوان مثال در یکی از آرای صادره، خواهان به ادعای اینکه شرکت س.ع.ک با عدم ارائه به‌موقع اطلاعات در مورد سود شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۷ موجب خرید گمراهی سرمایه‌گذاران در خرید سهام شرکت شده بود، بیان داشته است: «با بررسی زمان دقیق خرید اوراق بهادار و افشای ناشر بیان داشته است: اگرچه ناشر در افشای اطلاعات تأخیر نموده است، لیکن تاریخ خرید سهام توسط خواهان، پس از ارائه این اطلاعات به سازمان بورس و اوراق بهادار است و گزارش شرکت در تاریخ‌های مذکور نیز، منطبق با اوضاع و احوال محقق و معلوم قضیه و

۲- دادنامه شماره ۹۵۱۱۰۰۰۴۰، مورخ ۱۳۹۵/۰۶/۱۷، صادره از هیات داورای بورس و اوراق بهادار (Jamali & sadeghi, 2017: 519)

۳- دادنامه شماره ۹۵۰۹۹۷۲۱۳۰۲۰۰۴۸، مورخ ۱۳۹۰/۰۹/۲۲ شعبه ۱۱۹۲ دادگاه عمومی (جزایی) تهران

1 - <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/form-10-k>



### ۳-۲. اصل صحت اطلاعات

یکی دیگر از اصول حاکم بر افشای اطلاعات، صحت و درستی اطلاعات افشاء شده است؛ صحت اطلاعات، موجب می‌شود یک اطلاعات، قابل اتکا باشد. در واقع، اطلاعات، زمانی «قابل اتکا» محسوب می‌شود که عاری از اشتباه و به‌طور صادقانه، معرف آن چیزی باشد که مدعی بیان آن است یا به‌گونه‌ای معقول، انتظار می‌رود، آن‌گونه باشد (Mehrabani, 2009: 16). اصل صحت از آن جهت اهمیت دارد که در برخی موارد، با وجود رعایت افشاء به‌موقع از سوی مدیران، آنان در عمل ممکن است با صورت‌سازی، اقدام به افشاء اطلاعات نادرست نمایند و سرمایه‌گذاران را دچار اشتباه کنند.

به همین جهت، رعایت این اصل در قوانین بسیاری از کشورها موردتوجه قرار گرفته است؛ به‌عنوان مثال در نظام حقوقی ایران، قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴)، در راستای تحقق اصل صحت اطلاعات، نه‌تنها در مواد متعدد بر اجتناب از «اطلاعات خلاف واقع»، تأکید دارد، بلکه قانون‌گذار با تعیین سازوکارهایی سعی در اعتبار بخشیدن به گزارش‌های صادره از شرکت‌ها می‌باشد؛ به‌عنوان مثال ماده ۷ دستورالعمل افشای اطلاعات، در خصوص گزارش‌ها و صورت‌های مالی که نیاز به تأیید حسابرس دارد، ناشر مکلف است اظهارنظر حسابرس را در خصوص آن اطلاعات با لحاظ مهلت‌های تعیین شده اخذ نماید؛ در همین راستا در یکی از آرای صادره از هیئت داورای بورس اوراق و بهادار، هیئت در تأیید و اعتبار بخشیدن به گزارش حسابرسان بیان داشته است: «اگرچه خواهان ادعا نمود که سود اعلامی هر سهم واهی بوده است؛ باوجوداین، نظر به اینکه صورت‌های مالی شرکت در تاریخ موردادعا، بر اساس گزارش‌های استاندارد حسابرسی تهیه گردیده که به تأیید مؤسسات حسابرسی عضو جامعه حسابداران رسمی و متعهد به بورس اوراق بهادار رسیده است، دعوای خواهان غیر وارد و حکم به آن صادر می‌شود»؛ همچنین در نظام حقوقی آمریکا نیز در قسمت‌های مختلف قانون معاملات اوراق بهادار (۱۹۳۴) به‌صراحت بر «درستی»<sup>۲</sup> اطلاعاتی که از سوی شرکت‌های بورسی افشاء می‌شوند، تأکید شده است. در همین راستا کمیسیون اوراق بهادار آمریکا معتقد است به‌منظور تحقق اصل صحت، اطلاعاتی که افشا می‌شوند باید بیانگر رابطه واقعی بوده و توصیف‌های متعادلی را از وضعیت موجود برای کمک به سرمایه‌گذاران در ارزیابی شرکت ارائه دهند و نباید شامل ادعاهای اغراق‌آمیز یا غیر مستند باشند (U.S. Securities and Exchange

Commission, 2021: 5)

با توجه به اهمیت اصل صحت اطلاعات برای حمایت از سرمایه‌گذاران، امروزه در بسیاری از کشورها برای عدم رعایت آن، ضمانت اجرای مدنی یا کیفری، تعیین شده است. باوجودآنکه در نظام حقوقی ایران چنین ضمانت‌اجراهایی در قانون بازار اوراق بهادار مشاهده می‌شود<sup>۴</sup> اما ضمانت اجرای کیفری عدم رعایت اصل صحت که در ماده ۴۷ این قانون، پیش‌بینی شده است تا حدی مبهم به نظر می‌رسد. این ماده بیان می‌دارد: «اشخاصی که اطلاعات خلاف واقع یا مستندات جعلی را به سازمان و یا بورس ارائه نمایند یا تصدیق کنند و یا اطلاعات، اسناد و یا مدارک جعلی را در تهیه گزارش‌های موضوع این قانون مورد استفاده قرار دهند، حسب مورد به مجازات‌های مقرر در قانون مجازات اسلامی (مصوب ۱۳۷۵) محکوم خواهند شد». همان‌طور که مشاهده می‌شود در این ماده دقیقاً معلوم نیست، ارتکاب هر یک از رفتارهای مادی مقرر در این ماده، با کدام عناوین مجرمانه مقرر در قانون مجازات اسلامی (گزارش خلاف واقع، تصدیق خلاف واقع، جعل و استفاده از سند مجعول)، منطبق بوده و بر اساس کدام ماده یا مواد این قانون، قابل مجازات هستند. این موضوع ممکن است، موجب تفاسیر مختلف از این ماده و تعیین مجازات‌های متفاوت در موارد مشابه شود. این در حالی است که در ماده ۱۰ قانون معاملات اوراق بهادار آمریکا (۱۹۳۴)، مجازات‌های قانونی ارائه اطلاعات نادرست، تصدیق اطلاعات نادرست، اعمال در حکم ارائه اطلاعات نادرست و نیز مجازات کمک به ارائه چنین اطلاعاتی، به تفکیک، مشخص شده است.

### ۳-۳. اصل قابل‌درک بودن<sup>۵</sup>

بازار سرمایه عمدتاً طیف گسترده‌ای از مشتریان و فعالان بازار را در خود جای می‌دهد؛ به همین جهت، اطلاعاتی که از سوی شرکت‌ها در بازار سرمایه، منتشر می‌شوند، باید به شکلی قابل‌فهم، افشاء شوند؛ به‌طوری‌که درک آن اطلاعات برای عموم، دشوار نباشد (Lawson, 2022: 1). از نظر متخصصان دانش حسابداری، «اطلاعاتی، قابل‌فهم است

۳- در حقوق آمریکا، علاوه بر اصل صحت اطلاعات، تعهد به اصلاح اطلاعات نیز وجود دارد، از این رو در پرونده Stransky v. Cummins Engine Co, 1995 دادگاه مقرر داشته است: «زمانی که یک شرکت اظهاراتی را منتشر می‌کند که در زمان انتشار معتقد بوده آن اطلاعات درست بوده باشد، لکن با افشای متعاقب اطلاعات بعدی کشف می‌شود که واقعاً درست نبوده‌اند، شرکت مکلف است که در مدت زمان معقولی آن اظهارات پیشین را اصلاح نماید».

۴- به‌عنوان مثال، ماده ۴۳ قانون بورس، ناشران را مسوول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذارانی که در اثر ارائه اطلاعات خلاف واقع در عرضه اولیه، متضرر گردیده‌اند، دانسته است.

۱- دادنامه شماره ۹۵۱۱۰۰۰۴۰، مورخ ۱۳۹۵/۰۶/۱۷، صادره از هیئت داورای بورس و اوراق بهادار (Jamali & sadeghi, 2017: 519)

دارد، افشای تفصیلی اطلاعات است. در همین راستا، کمیسیون بورس اوراق بهادار در مورد انتشار گزارش‌های مدیریت عامل و هیئت‌مدیره به مجمع عمومی شرکت، همواره بر افشای مفصل و پرمحتوای این گزارش‌ها تأکید کرده است. در این کشور در برخی موارد، افشای اطلاعات باید با روش ارجاع خاص به اطلاعات دقیق‌تر باشد؛ در این صورت شرکت‌ها علاوه بر افشای اطلاعات، اطلاعات بسیار جزئی و دقیق در خصوص مواردی چون روابط، خدمات، هزینه‌ها و تضاد منافع شرکت را به منبع (یا لینکی) که آن اطلاعات را به تفصیل نشان می‌دهد، ارجاع می‌دهند (U.S. Securities and Exchange Commission, 2021: 2-5).

با وجود اهمیتی که اصل قابل‌درک بودن اطلاعات دارد، در نظام حقوقی ایران، به مسئله قابل‌درک بودن اطلاعات در قانون بازار اوراق بهادار و دستورالعمل افشای اطلاعات، به صراحت اشاره‌ای نشده است، حال این سؤال مطرح می‌شود که در نظام حقوقی ایران منظور از قابل‌درک بودن اطلاعات چیست؟

در پاسخ به سؤال فوق باید گفت؛ از آنجایی که مدیران در استفاده از اصول تحقق سود، تطابق برآورد و پیش‌بینی و اعمال روش‌هایی نظیر تغییر روش ارزیابی موجودی کالا و استهلاک سرقفلی، هزینه‌های جاری یا سرمایه‌ای و تعیین هزینه مطالبات مشکوک الوصول دارای اختیاراتی می‌باشند که می‌توانند با سوءاستفاده از آن، میزان سود و سایر اطلاعات مربوط به شرکت را تغییر دهند (Tahmasbi, 2019: 338)؛ بنابراین اطلاعات ارائه شده، نه تنها نباید به صورت مبهم و کلی ارائه شود، بلکه باید تا حد امکان مفصل بوده و شامل تمام مسائل مالی و مدیریتی باشد؛ همچنین با توجه به جنبه تخصصی بسیاری از اطلاعات و عدم درک بسیاری از سرمایه‌گذاران از اصول حسابداری، قابل‌فهم بودن اطلاعات به معنی قابل‌درک بودن آن برای عموم نیست (Soltani, 2018: 47)، بلکه اطلاعات مذکور باید به نحوی ارائه گردد، که قابلیت بهره‌برداری برای متخصصین و تحلیل‌گران را داشته باشد؛ در همین راستا دستورالعمل افشای اطلاعات، در بردارنده موادی است که می‌توان اصل قابل‌درک بودن اطلاعات را از مفاد آن‌ها استنباط نمود؛ از جمله این موارد، ماده ۵ این دستورالعمل است که مقرر می‌دارد: «...اطلاعات مهم باید صریح، دقیق و تا حد امکان به صورت کمی ارائه شود.» این مسئله، دلالت بر افشای تفصیلی و قابل‌درک اطلاعات دارد. ماده دیگر، ماده ۱۸ این دستورالعمل می‌باشد. با توجه به آنکه در برخی موارد، گزارش‌های مالی منتشر شده، از جهاتی در وضعیت شرکت، ایجاد ابهام می‌نمایند و یا آنکه وضعیت آن را به خوبی، روشن نمی‌کند، در این خصوص، ماده ۱۸ دستورالعمل افشای اطلاعات، شرکت‌های بورسی را مکلف نموده است تا سایر اطلاعات لازم را به درخواست سازمان بورس را افشا کنند. این قاعده که در نظام حقوقی آمریکا نیز

که استفاده‌کنندگان عادی بتوانند موضوع را درک و آثار آن را ارزیابی کنند. استفاده‌کنندگان عادی از اطلاعات مالی، کسانی هستند که دانش متعارفی از مسائل کسب‌وکار، اقتصاد و حسابداری دارند و می‌خواهند با مطالعه دقیق اطلاعات، بر اساس آن قضاوت یا تصمیم‌گیری کنند» (Accounting Standards Development Committee, 2019: 78-79). بر همین اساس، قابل‌فهم بودن اطلاعات که یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات، دانسته می‌شود، مقتضی آن است که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بتوانند صورت‌های مالی واحدهای تجاری مختلف را مقایسه و نسبت به یکدیگر بسنجند (Mehrabani, 2009: 17).

باین‌حال در عمل در برخی موارد، اطلاعات منتشرشده بر اثر ابهام یا کلی بودن، برای عموم، قابل‌فهم نیست؛ حتی گاهی، این ابهام و پیچیدگی به گونه‌ای است که درک آن برای افراد دارای دانش عمومی در بورس نیز دشوار است. از نظر برخی اقتصاددانان، عدم درک، موجب افزایش هزینه معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌شود. در واقع، سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل ناتوانی در شناسایی و درک اطلاعات مربوط به قیمت سهام، ممکن است دچار خطا شده و هزینه معاملاتی زیادی را متحمل شوند. به همین جهت، کیفیت بالای اطلاعات، موجب کاهش هزینه معاملاتی در بازار سهام می‌شود (Hemmati and Amiri, 2018: 108).

با توجه به اهمیت قابل‌درک بودن اطلاعات در سرمایه‌گذاری، امروزه این اصل به صراحت در قوانین برخی کشورها پذیرفته شده است؛ به عنوان مثال در نظام حقوقی آمریکا در قانون معاملات اوراق بهادار در ماده ۱۵ به قابل‌درک بودن<sup>۱</sup> گزارش‌های مالی شرکت‌های بورسی تصریح شده است (Securities Exchange Act, 1934). در راستای قابل‌درک بودن اطلاعات، کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا<sup>۲</sup> در برخی از اسناد منتشره، بیان داشته است: افشای اطلاعات باید با استفاده از زبان انگلیسی ساده و با در نظر گرفتن سطح تجربه مالی سرمایه‌گذاران خرد باشد. به همین منظور، شرکت‌ها باید از اصطلاحات قانونی یا تجاری بسیار فنی اجتناب کنند، مگر آنکه این اطلاعات به وضوح توضیح داده شوند؛ چراکه استفاده از زبان بیش از حد فنی می‌تواند تمرکز و درک اطلاعات مهم ارائه شده را برای سرمایه‌گذاران دشوارتر کند. در همین راستا، کمیسیون، شرکت‌ها را تشویق می‌کند تا از نمودارها، جداول و سایر ویژگی‌های گرافیکی یا متنی برای توضیح یا مقایسه جنبه‌های مختلف پیشنهادها شرکت‌ها استفاده کنند؛ زیرا این عناصر می‌توانند به سرمایه‌گذاران خرد کمک کنند تا به راحتی اطلاعات را هضم کنند. یکی دیگر از سازوکارهایی که در نظام حقوقی آمریکا برای فهم هر چه بیشتر اطلاعات، وجود

1 - Understandable

2 - U.S. Securities and Exchange Commission

## ۴. چالش‌ها و موانع افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی

افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی در عمل با برخی چالش‌ها و موانع، مواجه است که برخی از مهم‌ترین آن‌ها شامل نظام طبقه‌بندی اطلاعات، ورود ضرر به شرکت و تعارض منافع، در این قسمت توضیح داده می‌شود.

### ۴-۱. نظام طبقه‌بندی اطلاعات

برخی شرکت‌های تجاری، به‌ویژه شرکت‌هایی که تمام یا قسمتی از سهام آن‌ها متعلق به بخش دولتی است، قائل به یک نظام طبقه‌بندی اطلاعات<sup>۲</sup> هستند؛ به‌طوری‌که برخی از آن‌ها با تقسیم اطلاعات به اطلاعات عمومی و خصوصی، اطلاعات عمومی را به‌طور گسترده منتشر می‌کنند اما در افشای اطلاعات خصوصی، محتاطانه عمل می‌نمایند (Forbes & Wither, 2019: 3-5). برخی دیگر از شرکت‌های تجاری نیز اطلاعات را در یک وضعیت سلسله‌مراتبی سه تا پنج‌گانه، تقسیم نموده و از افشای لایه‌های مرکزی اطلاعات (که عمدتاً آن را اطلاعات محرمانه می‌دانند)، بشدت اجتناب می‌کنند (Bergström & Åhlfeldt, 2014: 28). در واقع، باوجود آنکه این موارد با اصل افشای به‌موقع اطلاعات، مغایرت دارد، در عمل برخی از شرکت‌ها اطلاعات را بشدت مدیریت نموده و با توجیه محرمانه بودن برخی اطلاعات، از انتشار آن‌ها خودداری یا نسبت به انتشار دیرنگام آن، یعنی زمانی که اطلاعات، ارزش محرمانه بودنش را از دست بدهد، مبادرت می‌کنند.

اگرچه چنین تقسیم‌بندی از اطلاعات در نظام حقوقی ایران در قوانین و مقررات مرتبط با افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی پذیرفته نشده است، اما رویه محرمانه نگهداشتن اطلاعات در بازار بورس ایران وجود دارد؛ به‌طوری‌که مدیران به دلایل متعدد از جمله برای دستیابی به اهداف خود، بسیاری از اطلاعات شرکت را پنهان می‌کنند. علاوه بر این، در بازار سرمایه ایران، دولت، یک سهامدار بزرگ محسوب می‌شود؛ به‌طوری‌که در بسیاری از شرکت‌های تجاری بورسی، دولت، دارای سهام مدیریتی (میزانی از سهام که در تعیین مدیران یا مدیریت شرکت، ایفای نقش نماید) است؛ بررسی‌ها نشان می‌دهد افشای اطلاعات در این‌گونه شرکت‌ها بسیار محتاطانه صورت می‌گیرد و مدیران، تمایلی به افشای همه اطلاعات شرکت ندارند. این مسائل موجب شده در برخی موارد، تنها یک یا چند سرمایه‌گذار، اطلاعات خصوصی درباره ارزش شرکت را در اختیار داشته باشند و سایر سرمایه‌گذاران فقط به اطلاعات عمومی شرکت، دسترسی داشته باشند (Hemmati and Amiri, 2018: 115).

مشاهده می‌شود (به‌طوری‌که سازمان بورس می‌تواند در آن مورد از شرکت بورسی تقاضای توضیح بیشتر یا توضیحات تکمیلی بنماید) را می‌توان یکی از سازوکارهای قانونی برای تحقق اصل قابل‌درک بودن اطلاعات دانست.

به‌منظور تحقق اصل قابل‌درک بودن اطلاعات، امروزه ضمانت‌اجراهایی برای آن تعیین شده است؛ به‌عنوان مثال در نظام حقوقی آمریکا به‌موجب قانون معاملات اوراق بهادار در صورتی که کلی و پیچیده بودن اطلاعات افشاء شده و یا اطلاعات توأم با بیان مبالغه-آمیز، درک اطلاعات را دشوار یا تصور سرمایه‌گذار را از واقعیت‌های شرکت دور نماید و موجب ورود ضرر به وی گردد، مسئولیت مدنی ناشر را به دنبال دارد؛ اما در نظام حقوقی ایران، در قوانین و مقررات، ضمانت اجرای صریحی برای عدم رعایت اصل قابل‌درک بودن اطلاعات، تعیین نشده است. باین‌حال به نظر می‌رسد بتوان با توسل به ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار، حکم به جبران ضرر و زیان ناشی از انتشار اطلاعات غیرقابل‌درک، صادر نمود. این ماده بیان می‌دارد: «ناشر، شرکت تأمین سرمایه، حسابرس و ارزیابان و مشاوران حقوقی ناشر، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذارانی هستند که در اثر قصور، تقصیر، تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع در عرضه اولیه که ناشی از فعل یا ترک فعل آن‌ها باشد، متضرر گردیده‌اند.» از آنجایی که غیرقابل‌درک بودن اطلاعات، یک نقص محسوب می‌شود، می‌توان اطلاعات غیرقابل‌درک را مصداقی از «اطلاعات ناقص»، مندرج در این ماده دانست؛ در نتیجه در صورت ورود ضرر ناشی از چنین اطلاعاتی، شرکت بورسی، مسئول جبران خسارت ناشی از آن است.<sup>۱</sup> این رویکرد در نظام قضایی ایران از سوی برخی قضات نیز پذیرفته شده است (سامانه نشست‌های قضایی، صورتجلسه نشست قضایی دادگستری شهرستان محمودآباد، مورخ ۱۴۰۱/۳/۲۶).

۱ - در همین راستا هیات داورى بورس و اوراق بهادار، وجود رابطه سببیت میان نقض در افشای اطلاعات و خسارت وارد شده را جهت جبران خسارت لازم می‌داند؛ به عنوان مثال در یکی از دعاوی مطروحه، خواهان مدعی شد، در جریان افشای اطلاعات توسط شرکت ناشر، متضرر شده است، از این رو هیات داورى در راستای رد دعوی مذکور بیان داشته است: «صرف نظر از اینکه خواهان مبنای خسارت وارد به خود و نحوه محاسبه آن را بیان نکرده و مشخص ننموده است که بین خسارت وارده ادعایی به خواهان و تخلفات منتسب به خواننده در خصوص افشای نامناسب اطلاعات مالی شرکت خواننده رابطه سببیت برقرار است یا نه؟ اساساً تخلف منتسب به خواننده مبنی بر عدم انجام تکالیف قانونی مندرج در ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار، به موجب ماده ۴۶ به بعد همان قانون دارای وصف مجرمانه بوه که مسئولیت‌های حقوقی ناشی از آن تخلف، منوط به رسیدگی و اثبات آن در مرجع صالحه کیفری می‌باشد» (دادنامه شماره ۹۶۱۰۰۰۱۰۷، مورخ ۱۳۹۶/۰۸/۱۹، صادره از هیات داورى بورس و اوراق بهادار) (Jamali, sadeghi & sheydaie, 2020: 253)

برخی نویسندگان در توجیه رویکرد این شرکت‌ها بیان می‌دارند: اطلاعات شرکت، جزو دارایی‌های آن به شمار می‌آید؛ به طوری که در برخی موارد، حتی ارزش آن (به‌ویژه زمانی که اطلاعات از نوع محرمانه باشند) از دارایی‌های فیزیکی شرکت نیز بیشتر است؛ بنابراین همچنان که حق مالکیت بر اموال فیزیکی، قابل احترام است، مالکیت بر اطلاعات نیز باید مورد احترام قرار گیرد (Bergström & Åhlfeldt, 2014: 27). علاوه بر این، اگرچه آزادی اطلاعات می‌تواند منافع زیادی را برای جامعه به همراه داشته باشد، اما در برخی موارد، تبعات نامطلوبی برای شرکت به همراه دارد؛ بنابراین، لازم است دسترسی به اطلاعات شرکت‌های بورسی، تنظیم شده باشد (Lubis & Others, 2018: 96).

باین حال، این استدلال چندان قابل قبول به نظر نمی‌رسد؛ زیرا زمانی که شرکت تجاری، نام خود را با عنوان شرکت بورسی ثبت می‌نماید، اصول اولیه حاکم بر بازار سرمایه (از جمله اصل افشای اطلاعات) را پذیرفته است؛ بنابراین باید از قواعد تضمین‌کننده این اصل، تبعیت نماید.

#### ۴-۲. ورود ضرر به شرکت

در برخی موارد، وضعیت بازار به‌گونه‌ای است که در صورت انتشار اطلاعات، به ناشر، ضرر وارد می‌شود. در بسیاری از نظام‌های حقوقی، در صورت وجود چنین ضرری (اعم از ضرر مستقیم یا عدم‌النفع)، معافیت موقت از افشای اطلاعات یا تأخیر در افشای اطلاعات، با وجود شرایطی، تجویز شده است؛ البته در این موارد که به‌عنوان وضعیت اضطراری، توصیف می‌شوند، زیان باید شدید یا به‌گونه‌ای باشد که حتی از زیان‌های ناشی از عدم افشای اطلاعات به سهامداران نیز بیشتر باشد. این رویکرد در نظام‌های حقوقی آمریکا پذیرفته شده است؛ به طوری که در چنین شرایطی به شرکت‌ها اجازه داده شده است تا پایان وضعیت اضطراری از افشای اطلاعات، خودداری کنند. در نظام حقوقی ایران نیز دستورالعمل افشاء اطلاعات، نیز مسئله را پذیرفته است. طبق ماده ۱۵ این مقرر، شرکت ناشر می‌تواند اطلاعات مهم را با الزام به عدم افشاء، با تأخیر (پس از رفع محدودیت‌های مقرر در این ماده)، افشاء نماید. مهم‌ترین مورد مقرر در این ماده، هنگامی است که «افشای فوری موجب زیان یا عدم‌النفع با اهمیت برای ناشر شود» (بند ۱)؛ در این صورت این مسئله برای تأخیر در افشاء عذر محسوب می‌شود. از جمله موارد قابل انطباق با این بند، زمانی است که یک دعوای کیفری مهم علیه شرکت تجاری مطرح باشد؛ با توجه به اینکه معمولاً در این فرض، انتشار فوری اطلاعات مربوط به آن، بر روابط اشخاص مرتبط با شرکت (با آن شرکت)، تأثیرگذار است و اعتماد آنان نسبت به شرکت را کاهش می‌دهد، تا زمانی که وضعیت دعوای کیفری مشخص شود اعم از اینکه شرکت

تجاری به‌طور قطعی محکوم شود یا رأی به برائت آن صادر شود و یا با طرف مقابل خود صلح نماید، شرکت می‌تواند از افشای اطلاعات خودداری کند. این رویکرد در نظام قضایی ایران نیز پذیرفته شده است؛ به‌عنوان مثال در یکی از پرونده‌های مطرح در نظام قضایی ایران، یکی از مؤسسات مالی اعتباری که در قالب شرکت بورسی فعالیت می‌نمود به دلیل اختلاس یکی از کارکنانش، در یک بازه زمانی کوتاه‌مدت، قادر به ایفاء تعهدات مالی خود (اعم از سود سپرده بانکی و وام) در برابر مشتریان نبود. چند هفته پس از مطرح شدن شکایت کیفری مربوط به اختلاس در دادگستری، مشتریان موسسه از اختلاس، آگاهی یافته و برخی از آنان، با طرح شکایت کیفری علیه مدیران موسسه، به دلیل عدم افشای به‌موقع اطلاعات، خواستار مجازات آنان بر اساس ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار شدند. مدیران شرکت در دفاعیات خود، چنین استدلال نمودند: افشای این اطلاعات، موجب ورشکستگی و اضمحلال شرکت می‌شده است؛ زیرا از یک سو، اشخاصی که قصد داشتند در آینده نسبت به سپرده‌گذاری در موسسه اقدام نمایند با آگاهی از اختلاس، از این موضوع، منصرف می‌شدند و از دیگر سو، مشتریان موسسه پس از آگاهی از اختلاس، از ترس از دست دادن وجوه خود، به یکباره به موسسه هجوم آورده و سرمایه خود را از آن خارج می‌نمودند؛ درحالی که در آن بازه زمانی موسسه به دلیل در اختیار نداشتن نقدینگی کافی، نمی‌توانست تمام وجوه متقاضیان را مسترد نماید؛ در نتیجه این مسئله، موجب بحرانی‌تر شدن وضعیت موسسه و ورشکستگی آن می‌شده است؛ کما آنکه پس از اطلاع مشتریان از این موضوع، این اتفاق، واقع شد و شرکتی که می‌توانست با یک فرصت چند ماهه و فروش اموال خود، به تدریج تعهداتش را ایفاء نماید را به سمت ورشکستگی، سوق داد.

دادگاه کیفری در خصوص این موضوع، استدلال مدیران موسسه را از آن جهت که در عمل نیز افشای اطلاعات در این موارد موجب بروز ضرر جبران‌ناپذیر (سقوط و ورشکستگی شرکت)، می‌شده است (و پیش از این نیز در موارد مشابه در مورد برخی شرکت‌ها نیز چنین تبعاتی داشته است) را پذیرفت و رأی به نفع مدیران موسسه صادر نمود.<sup>۱</sup>

یکی دیگر از مواردی که افشای اطلاعات، موجب ورود ضرر به شرکت می‌شود، زمانی است که انتشار اطلاعات، سبب دستیابی رقبای شرکت به اطلاعات کلیدی یک شرکت تجاری گردد و موجب شود در رقابت از آن شرکت، پیشی بگیرند. در عمل نیز بسیاری از شرکت‌ها ترس از آن دارند که اطلاعات اساسی مرتبط با موفقیت آن‌ها در دسترس رقبای تجاری‌شان قرار گیرد؛ از جمله این شرکت‌ها، شرکت‌های دانش‌بنیانی هستند که فناوری انحصاری در زمینه تولید یک

۱- دادنامه شماره ۹۳۰۹۹۸۲۱۴۱۲۰۰۱۳، مورخ ۱۳۹۳/۱۱/۲۲ شعبه ۲۴ دادگاه کیفری استان تهران

اصولاً مدیران بر اساس اصل افشای اطلاعات، وظیفه دارند اطلاعات مهم را به سهامداران ارائه و آنان را از همه وقایع مؤثر بر شرکت آگاه کنند؛ باین حال در برخی موارد، مدیران به دلیل منافع شخصی‌ای که دارند از افشای اطلاعات خودداری و از آن به نفع خود بهره‌برداری می‌کنند.<sup>۲</sup> این عدم تمایل به افشای اطلاعات (که موجب

پیدایش تعارض منافع می‌شود)، عمدتاً به دو دلیل بازمی‌گردد؛

**نخست** آنکه، اطلاعات مربوط به وضعیت مالی شرکت، دلالت بر نحوه عملکرد مدیران دارد؛ در واقع، وضعیتی که شرکت در آن بسر می‌برد تا حد زیادی منعکس‌کننده نحوه عملکرد مدیران شرکت و یکی از ابزارهای ارزیابی عملکرد مدیران است. در صورتی که عملکرد مدیران، نادرست باشد، افشای اطلاعات از یک سو، ناکارآمدی آنان را نشان خواهد داد و از دیگر سو، ممکن است ورود و دخالت نهادهای ناظر بیرونی برای بررسی وضعیت شرکت را به دنبال داشته باشد. به همین جهت، مدیران در برخی موارد برای پوشاندن عملکرد نادرست خود ممکن است از افشای به‌موقع اطلاعات، اجتناب و یا به سهامداران، اطلاعات مبهم، ناقص و یا حتی غلط ارائه نمایند (Pourheidari and Foughi, 2018: 29-31).

**دوم** آنکه، گاهی برخی مدیران، در یک شرکت و یا نماد بورسی نیز ذی‌نفع می‌باشند. در چنین شرایطی، تعارض منافع ساختاری به وجود می‌آید. اگر یک مدیر، مسئول هولدر یک گروه و یا صنعت خاصی نیز باشد احتمال اعمال نفوذ و تلاش وی با هدف اینکه آن گروه و یا صنعت متضرر نشود، بالا می‌رود. علاوه بر این در برخی موارد، مدیران از افشای به‌موقع اطلاعات، خودداری یا از اطلاعات موجود به نفع خود استفاده می‌کنند. این مورد که مهم‌ترین جلوه تعارض منافع مدیران است در نظام قضایی ایران تاکنون در پرونده‌های متعددی، مورد بررسی قرار گرفته است؛ به‌عنوان مثال، در یکی از پرونده‌ها، یکی از متهمان (عضو هیئت‌مدیره) که به پاره‌ای از اطلاعات، شامل نوسانات و تغییرات صورت‌حساب‌های مالی، آگاه بود و باید آن‌ها را به سازمان بورس ارائه می‌داد تا آن سازمان، این اطلاعات را در اختیار تمام سرمایه‌گذاران و کسانی که خواستار سرمایه‌گذاری بودند، قرار دهد، در دوره اختفای اطلاعات واقعی شرکت (در یک دوره سه‌هفته‌ای)، به انجام معامله مبادرت نموده و بخشی از سهام خود را به قیمت مشخصی فروخت. سه هفته بعد به‌محض آنکه نماد سازمان بورس، باز شد قیمت همان سهام فروخته

۲- در این خصوص دادنامه شماره ۶۶-۱۰۱/۲۰۱۳۸۷/۱۳۸۷ پرونده کلاسه ۱۱۰۰/۱۰۱۶/۸۶ صادره از شعبه ۱۰۱۶ دادگاه عمومی جزایی تهران مقرر داشته است: «متهمان با دارا بودن ۸۷ درصد از سهام شرکت بورسی، به عنوان مدیران شرکت در سطح مدیران مالی، رئیس حسابداری و مسئول امور سهام شرکت، مکلف به رعایت دستورالعمل اجرایی سازمان بوده و نمی‌باید در بازه زمانی مخفی بودن اطلاعات از عموم سرمایه‌گذاران، اقدام به انجام معامله جهت فرار از زیان احتمالی، نمایند.»

کالای خاص را در اختیار دارند. علاوه بر این، در بیشتر موارد، شرکت‌های کوچک با توجه به اینکه نسبت به شرکت‌های بزرگ معمولاً آسیب‌پذیرتر هستند از ترس بهره‌مندی رقبا از اطلاعات مهم شرکت، انگیزه کمتری برای افشای فعالیت‌های خود دارند (Biatek, 2016:16).

سؤالی که در اینجا مطرح می‌شود آن است اگر شرکت‌های رقیب به شیوه دیگری بتوانند به اطلاعات با ویژگی فوق دست یابند، آیا شرکت همچنان مجاز به عدم افشای اطلاعات است؟

در پاسخ باید گفت: در نظام حقوقی ایران، به‌صراحت در مورد این موضوع، قاعده‌ای وجود ندارد؛ در نتیجه با توجه به اطلاق دستورالعمل فوق، در هر صورت، شرکت بورسی (حتی در صورتی که رقیب وی بتواند از طرق دیگر به اطلاعات دست یابد) می‌تواند از افشای اطلاعات خودداری کند؛ اما در نظام حقوقی انگلستان عدم افشای اطلاعات از سوی شرکت بورسی در این فرض، در صورتی عذر موجه محسوب می‌شود که دسترسی رقیب به اطلاعات از طریق سایر منابع، امکان‌پذیر نباشد؛ در نتیجه در صورتی که دسترسی رقیب به اطلاعات از طریق سایر منابع، ممکن باشد، شرکت ملزم به افشای اطلاعات است (Sealy & Worthington, 2007: 287).

به نظر می‌رسد این رویه با منطق حقوقی سازگارتر است؛ زیرا هدف از تجویز عدم افشاء اطلاعات در فرض فوق، عدم ورود ضرر به شرکت است؛ در صورتی که شرکت رقیب بتواند به اطلاعات از طریق دیگری دست یابد، ضرر محقق می‌شود؛ در نتیجه، با انتفای هدف، دیگر محدودیت افشاء بدون معنا خواهد بود.

#### ۳-۴. تعارض منافع

تعارض منافع<sup>۱</sup> به زبان ساده، یعنی فرد در موقعیتی قرار بگیرد که تصمیم یا رفتار حرفه‌ای وی در تضاد با منافع سازمان یا استانداردها و ضوابط آن شغل خاص، اما همراستا با منافع شخصی او باشد. تعارض منافع در افشای اطلاعات می‌تواند به‌صورت تعارض میان مدیران و سهامداران شرکت و یا تعارض میان مدیران و سرمایه‌گذاران آتی باشد. دسترسی به اطلاعات مهم شرکت و نیز اختیارات تفویضی مالکان بنگاه به مدیران جهت تصمیم‌گیری پیرامون دارایی و معاملات بنگاه اقتصادی از جمله مهم‌ترین زمینه‌های بروز رفتار فرصت طلبانه برای مدیران بنگاه می‌باشد که عمدتاً موجب جدی‌ترین تعارض در رابطه میان مدیران و سهامداران می‌گردد (Sadeghian Nadushan and Bagheri, 2016: 137). با توجه به آنکه مدیران در بالاترین سطح شرکت قرار دارند، دارای اطلاعاتی هستند که دیگر ذینفعان از آن، آگاه نیستند و اگر از این اطلاعات، سو استفاده کرده یا در اختیار دیگران بگذارند، سهامداران، متضرر می‌شوند.

بود.<sup>۳</sup>

با این حال برخی قضات بر این عقیده‌اند، عدم افشای اطلاعات، یک جرم آنی است؛ زیرا تاریخ تقدیم اطلاعات، در آن موضوعیت دارد و اگر از آن تاریخ بگذرد، باید اطلاعات ماه‌های بعد، یعنی سه ماه یا شش ماه بعد ارائه شود؛ در نتیجه نمی‌توان شخصی را که پس از آن تاریخ به عضویت هیئت‌مدیره درآمده است، دارای مسئولیت کیفری دانست. از نظر این قضات، اگر هیئت‌مدیره عوض شوند و اعضای جدید بیابند، آن‌ها مکلف‌اند صورت‌حساب‌های مالی جدید ارائه دهند و در این فرجه‌ها، اطلاعات سابق را اصلاح کرده و ارائه نمایند. در واقع تکلیف قانونی آنان، «فقط در همان تاریخ»، موضوعیت دارد و بعد از آن، باید اصلاحات و تعدیلات بعدی، انجام و ارائه شوند.<sup>۴</sup>

این استدلال با موازین حقوقی سازگارتر است؛ زیرا استمرار، ناشی از تکلیف قانونی است که بر یک شخص، بار می‌شود و اگر آن شخص تغییر نماید، به نظر می‌رسد نتوان گفت این ترک فعل، استمرار دارد (Sadegh Najad, 2014: 27)؛ بنابراین در این موارد نباید مدیران بعدی را دارای مسئولیت دانست.

### نتیجه‌گیری

امروزه در بیشتر نظام‌های اقتصادی، یکی از مهم‌ترین قواعدی که شرکت‌های بورسی باید از آن تبعیت نمایند، قواعد مربوط به افشای اطلاعات است. با توجه به اهمیت این موضوع، در نظام حقوقی ایران، افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی پذیرفته شده و در قوانین و مقررات، سازوکارهایی برای آن، پیش‌بینی شده است. با توجه به این موضوع و اهمیت آن در نظام اقتصادی ایران، مقاله کنونی با روش توصیفی-تحلیلی به بررسی مفهوم، محدوده موضوعی، مبانی نظری، اصول و چالش‌ها و موانع افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی پرداخته است. بررسی‌های این مقاله دلالت بر دارد از میان مبانی نظری متعدد بیان شده برای مبنای افشای اطلاعات، حمایت از سرمایه‌گذاران به-عنوان مهم‌ترین مبنای قانونی به شمار می‌آید. همچنین افشای اطلاعات بورسی از اصول متعددی پیروی می‌کند که برجسته‌ترین آن‌ها عبارتند از: اصل افشای به‌موقع اطلاعات، اصل صحت اطلاعات و اصل قابل‌درک بودن اطلاعات. با وجود اینکه این اصول در نظام حقوقی ایران به‌صراحت در قوانین و مقررات مورد توجه قرار گرفته و یا از این قوانین و مقررات، قابل استنباط است اما افشای اطلاعات در عمل با چالش‌ها و موانع متعددی، چون اعمال نظام طبقه‌بندی

شده توسط وی، کمتر از یک سوم قیمتی که وی سهامش را فروخته بود، تنزل یافته بود. دادگاه از آن جهت که وی از اطلاعات نهانی به نفع خود استفاده کرده بود و برای جلوگیری از ضرر آتی (که پس از باز شدن نماد بورس و مشخص شدن قیمت واقعی سهام وی متحمل آن می‌شد)، وی را (با استناد به بند الف تبصره ۱ ماده ۴۶) محکوم نمود.<sup>۱</sup> همچنین در پرونده‌ای دیگر، محتویات پرونده، دلالت بر افزایش ۱۲۸ درصدی قیمت سهام یکی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در یک بازه زمانی کوتاه، داشت. در این مورد، عرضه سهام از سوی برخی کارگزاری‌ها طی بازه زمانی کوتاه، منجر به جابجایی سهم، به مبالغ قابل توجهی، از اشخاص حقوقی مرتبط با سهامدار عمده شرکت به سه شخص حقیقی گردیده بود. اشخاص حقیقی پس از بالا رفتن قیمت سهم و اندکی قبل از فرو ریختن قیمت سهام (در اوج قیمت)، سهام خود را به فروش رسانده و سودی قابل توجه در بازه زمانی وقوع جرم کسب نمودند. پس از بررسی صورت‌حساب‌های بانکی متهمان، مشخص شد که معاون وقت سرمایه‌گذاری شرکت که اطلاعات نهانی مربوط به زمان عرضه سهام آن شرکت را در اختیار داشت، موجبات افشای اطلاعات نهانی مربوط به سهام شرکت را فراهم آورده و آن را در اختیار بستگان و دوستان خود قرار داده بود. به همین جهت، دادگاه به دلیل سو استفاده مدیر از اطلاعات نهانی، حکم به محکومیت وی صادر نمود.<sup>۲</sup>

یکی از سؤالاتی که در مورد تعارض منافع مدیران شرکت، پیش می‌آید آن است آیا تعارض منافع، شامل مدیرانی که بعداً به سمت مدیریتی در شرکت دست یافته‌اند نیز می‌شود؟

این موضوع، در نظام قضایی ایران در یکی از پرونده‌ها مطرح شد. بر اساس محتویات این پرونده، اطلاعات حاوی صورت‌حساب‌های میان‌دوره شش‌ماهه، تقریباً با ۲۰۰ روز تأخیر ارائه شد و پیش‌بینی درآمدهای هر سهم نیز با تأخیری ۱۲۰ روزه ارائه گردید. در این پرونده، دادگاه بدوی در خصوص اتهام خودداری از ارائه اطلاعات مهم، متهمان را محکوم کرد، چنین استدلال نموده بود که در مورد عدم افشای اطلاعات، عنصر مادی جرم، ترک فعل می‌باشد و این جرم از جمله جرائم مستمر به شمار می‌آید؛ این استمرار، موجب می‌شود، مدیرانی را هم که پس از تاریخ ارائه اطلاعات آمده‌اند، در برگیرد. این تکلیف قانونی، مستمر است و اگر اشخاص بعد از انقضای آن زمان به عضویت هیئت‌مدیره در آیند، نسبت به آن مکلف خواهند

۳- دادنامه شماره ۹۲۰۹۹۷۲۱۳۰۲۰۰۴۸، مورخ ۱۳۹۰/۹/۲۲ شعبه ۱۱۹۲ دادگاه عمومی (جزایی) تهران

۴- دادنامه شماره ۹۲۰۹۹۷۲۱۳۰۲۰۰۰۷، مورخ ۱۳۹۲/۱/۲۱ شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر استان تهران

۱- دادنامه شماره ۹۲۰۹۹۷۲۱۳۰۲۰۰۰۷، مورخ ۱۳۹۲/۱/۲۱ شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر استان تهران

۲- دادنامه شماره ۹۲۰۹۹۷۲۱۳۰۲۰۰۲۱، مورخ ۱۴۰۰/۶/۲ شعبه ۱۱۹۳ دادگاه کیفری دو مجتمع قضایی ویژه رسیدگی به جرائم اقتصادی تهران

اوراق بهادار و یا دستورالعمل افشای اطلاعات، از یک سو، از ضمانت اجراهای مبهم، مانند ضمانت اجرای کیفری عدم رعایت اصل صحت اطلاعات (که بدون تعیین مجازات قانونی به‌طور کلی به قانون مجازات اسلامی، ارجاع داده شده است)، رفع ابهام شود و از دیگر سو، اصل قابل‌درک بودن اطلاعات، به‌صراحت مورد اشاره قرار گیرد و ضمانت اجرای قانونی عدم رعایت آن نیز به‌طور دقیق، تعیین شود.

اطلاعات از سوی برخی شرکت‌ها، اجتناب از ورود ضرر به شرکت و تعارض منافع مدیران، مواجهه است که موجب عدم رعایت اصول افشای اطلاعات شده است. علاوه بر این، عدم رعایت برخی از اصول، در نظام حقوقی ایران، فاقد ضمانت اجرای کافی بوده و یا ضمانت اجرای مبهمی دارد.

به همین جهت، پیشنهاد می‌شود، در اصلاحات آتی قانون بازار

## References

- [1] Accounting Standards Development Committee. (2019). Accounting standards, Tehran, Audit Organization, publication 160, 32nd edition. (In Persian).
- [2] Bergström, Erik & Åhlfeldt, Rose-Mharie. (2014). "Information Classification Issues", Conference Paper.
- [3] Białek-J., Anna. (2016). Determinants of Information Disclosure by Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Poland, Int. J., Vol. x, No. x.
- [4] Bushee, J. Bushee & Leuz. (2005). Christian, "Economic consequences of SEC disclosure regulator: Evidence from the OTC bulletin board", Journal of Accounting and Economics, Vol. 39, Issue 2.
- [5] Coates, John. (2021). ESG Disclosure – Keeping Pace with Developments Affecting Investors, Public Companies and the Capital Markets, U.S Securities and Exchange Commission.
- [6] Forbes, S. J., Lederman, M., & Wither, M. J., "Quality Disclosure when Firms Set their Own Quality Targets", International Journal of Industrial Organization, 61(3)
- [7] Hemmati, Hassan and Amiri, Ismail. (2018). "The effect of disclosure quality in terms of reliability score and timeliness on the cost of stock transactions", Financial Accounting Research Quarterly, second year, number 36. (In Persian).
- [8] Jamali, Jafar & sadeghi, Mohammad, Jurisprudence of the arbitration board of securities and exchange organization, First book to 2017, Bourse Pub, 2017. (In Persian).
- [9] Jamali, Jafar, Sadeghi, Mohammad and Shidaei, Navid, Jurisprudence of the arbitration board of securities and exchange organization, second book 2017-2019, Bourse Publications, first edition, 2020. (In Persian)
- [10] K. Hargis. (2000). "International cross-listing and stock market development in emerging economies", International Review of Economics and Financial, Vol. 9, Issue 2.
- [11] Lawson, Basic Principles for Information Disclosure, 2022.
- [12] Lubis, Muharman & Others. (2018). The Indonesia Public Information Disclosure Act (UU-KIP): Its Challenges and Responses, International Journal of Electrical and Computer Engineering, Vol. 8, No. 1.
- [13] Mehrabani, Atala. (2009). "The importance and role of information disclosure in the stock exchange", Stock Exchange Magazine, No. 82. (In Persian).
- [14] Mostotrest. (2015). Information Disclosure Regulation of Public Joint Stock Company Mostotrest, Moctotpect, Moscow.
- [15] Muda, Iskandar & Sadalia, Isfenti. (2017). The Significance of Internet Based Financial Information Disclosure on Corporates' Shares in Indonesia, International Journal of Economic Research, Vol. 14.
- [16] Parhammar, Hamidreza and others. (2019). "Comparative study of the impact of disclosure of confidential information in stock market transactions; Scope of disclosure of information, performance guarantee, cancellation of transactions", Private Law Quarterly, Vol. 17, No. 2. (In Persian).
- [17] Pourheidari, Omid and Foroughi, Aref. (2018). "Investigating the influence of the CEO on the quality of accounting information disclosure", Financial Accounting Empirical Studies Quarterly, year 15, number 16. (In Persian)
- [18] Rahpeyk, Hassan and Shamsalehi, Mohsen. (2016). "Basics of Obligation to Provide Information in Stock Transactions", Encyclopedia of Economic Laws, Volume 24, Number 12. (In Persian).
- [19] Sadegh Najad, Majid. (2014). Immediacy or continuity of the crime in the crimes subject to the Securities Law approved in 2014, Tehran, Press and Publishing Center of the Judiciary, first edition. (In Persian).
- [20] Sadeghian Nadushan, Mehrdad and Bagheri, Mahmoud. (2016). "Conflict of interests of companies' stakeholders and solutions to it", Comparative Law Research Quarterly, Volume 20, Number 3. (In Persian).
- [21] Sadeghimghadam, Mohammad Hassan and Norozi, Mohammad. (2018). "Criticism and review of information disclosure system in Iran Stock Exchange", Law Quarterly, Volume 41, Issue 2. (In Persian).

- [22] Sealy, Len & Worthington, Sarah. (2007). Cases and Materials in Company Law, London, First published November 15.
- [23] Shahidi, Morteza and Shams Elahi, Mohsen. (2019). "Comparative study of the positive obligation of securities issuers to disclose information in Iranian and American law", Research Journal of Comparative Law, 4th Volume, No. 5. (In Persian).
- [24] Soltani, Mohammad, Capital market law, Samt pub, third ed, 2018. (In Persian).
- [25] Tahmasbi, Reyhane, The impact of auditing quality on the management of real and accrual profit in Tehran Stock Exchange, ghanoonyar Law review, vol 9, 2019. (In Persian).
- [26] U.S. Securities and Exchange Commission, Staff Statement Regarding Form CRS Disclosures; Standards of Conduct Implementation Committee, 2021. (In Persian).