

## احراز رابطه سببیت در دعاوی مسؤلیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار (با مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و فرانسه)\*

محسن شمس‌الهی<sup>۱</sup>

دانش‌آموخته دوره دکتری حقوق خصوصی  
دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۶/۲۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۰/۲۳

### چکیده

یکی از ارکان اصلی مسؤلیت مدنی، لزوم وجود رابطه سببیت بین فعل زیان‌بار و ضرر وارده است و جبران خسارت وارده به سرمایه‌گذاران مستلزم احراز رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و زیان وارده به ایشان است. این در حالی است که عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار متعدد بوده و امکان احراز این که چه بخش از تغییر قیمت اوراق بهادار ناشی از نقض این الزامات است وجود ندارد. همین موضوع موجب شده در حقوق ایران، ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار (در خصوص بازار اولیه) بلااجرا بماند و علیرغم تحقق موارد گسترده‌ای از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در سالیان اخیر، در عمل امکان جبران خسارت وارده به سرمایه‌گذاران در اثر نقض این الزامات وجود نداشته باشد. از این رو در این مقاله با رویکرد تطبیقی این پرسش مورد بررسی قرار خواهد گرفت که چه راهکاری برای تسهیل احراز رابطه سببیت برای جبران خسارت ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات وجود دارد. اجمالاً، به نظر می‌رسد برای تسهیل احراز رابطه سببیت در این دعاوی توسط به امارات قضایی یا پیش‌بینی اماره قانونی مبنی بر انتساب تفاوت قیمت در یک دوره زمانی خاص به نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات راهگشا خواهد بود.

\* - مقاله پژوهشی

۱- ایمیل: m.shamsollahi@alumni.ut.ac.ir

**کلیدواژه‌ها:** افشای اطلاعات، مسئولیت مدنی، نظریه تقلب در بازار، نظریه از دست دادن فرصت.

**طبقه بندی JEL: K22**

### مقدمه

ملاحظات خاصی که در معاملات اوراق بهادار وجود دارد و اهمیت حیاتی اطلاعات برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، موجب شده در قوانین و مقررات مربوط به بازار اوراق بهادار ناشران مکلف به افشای اطلاعاتی که ممکن است بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد، شوند. مبنای اصلی این الزامات، ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای سرمایه‌گذاران است. در قانون بازار اوراق بهادار ایران نیز چنین الزاماتی مقرر شده و جزئیات این تکلیف در دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار (در خصوص بازار اولیه) و در دستورالعمل افشای اطلاعات (در خصوص بازار ثانویه) تعیین شده است.

در صورتی که ناشران اوراق بهادار این الزامات را نقض کنند، با ضمانت‌اجراهای متعدد حقوقی و کیفری مواجه خواهند شد.<sup>۱</sup> از جمله این ضمانت‌اجراها مسئولیت ناشر برای جبران خسارت وارده به سرمایه‌گذاران است. در واقع، افشای اطلاعات نادرست، حسب مورد (بسته به مثبت یا منفی بودن اطلاعات) سبب افزایش یا کاهش رغبت و تقاضا نسبت به سهام و به تبع آن تفاوت قیمت بازار و قیمت واقعی آن می‌شود. در نتیجه، سرمایه‌گذار پس از افشای اطلاعات نادرست (مثبت)، سهام را به قیمتی بیشتر از قیمت واقعی خریداری می‌کند و سهامدار فعلی شرکت پس از افشای اطلاعات نادرست (منفی)، سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمت واقعی می‌فروشد. با این وجود، ناشر را نمی‌توان در برابر هر تغییری که در قیمت سهم رخ می‌دهد مسئول شناخت.

۱ - نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار دارای سه نوع ضمانت‌اجرای کیفری، مدنی و انضباطی است. ضمانت‌اجرای کیفری نقض این الزامات در فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار و به طور خاص بندهای ۲ تا ۴ ماده ۴۹ این قانون پیش‌بینی شده است و بر اساس آن مرتکب ممکن است «به حبس تعزیری از یک‌ماه تا شش‌ماه یا به جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود به‌دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد» محکوم شود. در خصوص تخلفات انضباطی نیز در ماده ۲۹ دستورالعمل انضباطی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقض دستورالعمل افشا تخلف انضباطی ناشران تلقی شده و در ماده ۳۵ قانون مذکور به هیئت مدیره بورس صلاحیت رسیدگی به تخلفات ناشران از این قانون یا آیین‌نامه‌های ذریبط طبق آیین‌نامه انضباطی رسیدگی نماید.

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

به این ترتیب، در ارتباط با بازار بورس می‌بایست دو گروه خطرات از یکدیگر تفکیک شود: از یک سو، خطر ناشی از ارتکاب احتمالی یک تقصیر (نظیر افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده) و از سوی یکی از فعالان بازار و از سوی دیگر نفس خطر مالی<sup>۱</sup>، و به عبارت دیگر خطر بورسی<sup>۲</sup>، که فی‌نفسه ناشی از هیچ عمل نادرستی نیست و طبیعتاً می‌بایست از سوی هر سرمایه‌گذار در ازای سودی که انتظار دریافت آن را دارد؛ تحمل گردد. (Prorok, 2016, p. 41) این خطر ذاتاً در هر سرمایه‌گذاری بورسی وجود دارد<sup>۳</sup> (KLEIN, 2014, p. 27) و تحمل آن برای سرمایه‌گذاران اجتناب‌ناپذیر است.

در این بین آنچه به مسئولیت مدنی مربوط می‌شود، مواردی است که عدم رعایت الزامات

---

#### 1 - risque financier lui-même

۲- l'aléa boursier: منظور از aléa عنصر شانس و عدم قطعیت است که در اقتصاد یک معامله تجاری به عنوان شانس کسب سود یا تحمل زیان از سوی اشخاص ذینفع معرفی شده است (Cornu, 1990, p. 42). منظور از خطر بورسی نیز غیرقطعی بودن ارزش یک دارایی مالی است. باید بین خطر اقتصادی و خطر حقوقی تفکیک کرد. خطر اقتصادی یا خطر به مفهوم عام آن در تمامی قراردادهای، و به طور خاص در همه عقود بیع، وجود دارد؛ زیرا تغییرات بعدی ارزش مال خریداری شده قابل پیش بینی نیست. در مقابل خطر حقوقی که به معنی حادثه غیرقابل پیش بینی است که میزان تعهدات طرفین اثرگذار است. این نوع خطر با سبب قرارداد ادغام می‌شود. (Muller, 2011, p. 75)

۳- البته خطر در تمامی فعالیت‌های بشر وجود دارد و اختصاص به بازارهای اوراق بهادار ندارد. در واقع، در بازار همه اموال و خدمات در معرض خطر قرار دارد: طرف قرارداد می‌تواند خطا کند، قیمت ممکن است بر خلاف آنچه ما انتظار داریم تغییر کند و... (Prorok, 2016, p. 36) با این حال سطح این خطر و درجه احتمال تغییر قیمت در بورس بالاتر است.

مربوط به افشای اطلاعات سبب ورود زیان به سرمایه‌گذار شده باشد، و در مواردی که تحت تأثیر شرایط بازار زبانی به سرمایه‌گذار رسیده باشد، این زیان قابل جبران نخواهد بود. به همین دلیل، احراز رابطه سببیت، یکی از چالش‌های اساسی جبران زیان‌های ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات است. چراکه، تشخیص میزان تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت اوراق بهادار، نسبت به سایر عوامل مؤثر بر قیمت اوراق بهادار به آسانی ممکن نیست. در واقع هرچند تردیدی وجود ندارد که اطلاعات با اهمیت بر قیمت اثرگذار هستند، اما این اطلاعات تنها عامل مؤثر بر قیمت اوراق بهادار نیستند و تفکیک میزان تأثیر این اطلاعات از سایر عوامل به آسانی ممکن نیست. آنچه در این مقاله مورد بررسی قرار خواهد گرفت این است که چه راهکاری برای تسهیل احراز رابطه سببیت برای جبران خسارت ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات وجود دارد؟

در این زمینه دو راهکار ویژه به منظور تسهیل احراز رابطه سببیت در نظام‌های حقوقی مختلف پیش بینی شده است:

۱. در حقوق آمریکا، رویه قضایی برای احراز رابطه سببیت به فرض حقوقی روی آورده است.
۲. در حقوق فرانسه نیز با اعمال نظریه از دست دادن فرصت، تلاش شده احراز رابطه سببیت در این دعاوی تسهیل شود.

در این مقاله تلاش می‌شود تا با رویکرد تطبیقی، نحوه احراز رابطه سببیت بین نقض این الزامات و زیان وارده بررسی شود<sup>۱</sup> و امکان یا عدم امکان اعمال هر یک از راه‌حل‌های مذکور در حقوق ایران ارزیابی خواهد شد. برای این منظور در این مقاله ابتدا عناصر مختلف رابطه سببیت در این دعاوی مورد بررسی قرار می‌گیرد؛ سپس موانع احراز هر یک از عناصر رابطه سببیت در حقوق

۱ - لازم به ذکر است در خصوص این موضوع قبلاً مقاله‌ای با عنوان «مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)» (Ebrahimi, 2010) منتشر شده است. با این حال در مقاله مذکور به نحوه احراز رابطه سببیت در این دعاوی توجه چندانی نشده است. شاید به همین دلیل است که خود نویسنده نیز در مقدمه مقاله فوق تصریح نموده است که «از آنجا که ادبیات حقوقی این موضوع در ایران وجود ندارد، این مقاله اولین نوشتار در این زمینه محسوب می‌شود و قطعاً با کاستی‌هایی مواجه است و درآمده بر مسأله محسوب می‌شود؛ لذا ممکن است برخی از فرضیات این مقاله در آینده توسط نگارنده و سایر نویسندگان به چالش کشیده شود.» (Ebrahimi, 2010, p.163)

ایران مطرح می‌شود؛ پس از آن نظریه تقلب در بازار که مبنای فرض رابطه سببیت در حقوق آمریکا قرار گرفته است بررسی می‌شود، و در پایان نحوه اعمال نظریه از دست دادن فرصت در رویه قضایی فرانسه به منظور تسهیل احراز رابطه سببیت در این دعاوی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

#### الف- عناصر رابطه سببیت

با نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات از سوی ناشران اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران امکان تصمیم‌گیری آگاهانه را از دست می‌دهند و حسب مثبت یا منفی بودن اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده، سهام را به قیمتی بیش از قیمت واقعی خریداری می‌کنند یا به قیمتی کمتر از قیمت واقعی می‌فروشند و از این طریق زیان دوگانه‌ای در اثر نقض این الزامات به سرمایه‌گذاران وارد می‌شود. در واقع، نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات به طور همزمان سبب ایجاد دو ضرر خواهد شد که از آن به عنوان «دوگانگی زیان وارده»<sup>۱</sup> در این موارد یاد شده است. از یک سو بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثر گذار خواهد بود و از سوی دیگر بر قیمت اوراق بهادار اثر خواهد گذاشت. ضرر سنتی تغییر تصمیم سرمایه‌گذار اختصاص به بازار اوراق بهادار ندارد و امکان تحقق آن در هر قراردادی که اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده به صورت عمومی یا فردی منتقل شود وجود دارد؛<sup>۲</sup> در حالی که گفته شده ضرر ناشی از تغییر قیمت سهام اختصاص به بازار اوراق بهادار دارد. (Prorok, 2018., p. 57)

در غالب نظام‌های حقوقی برای احراز رابطه سببیت بین زیان ناشی از تغییر قیمت اوراق بهادار و نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، احراز رابطه سببیت بین افشای اطلاعات نادرست و تغییر قیمت اوراق بهادار، از یک سو؛ و احراز رابطه سببیت بین افشای اطلاعات نادرست و انعقاد معامله از سوی سرمایه‌گذار تفکیک شده است؛ بنابراین، مطابق این تحلیل، برای مسئولیت ناشر لازم است که اطلاعات نادرست منتشر شده اولاً، سبب شود که قیمت اوراق بهادار حسب مورد کمتر یا بیشتر از قیمت واقعی گردد؛ ثانیاً، اطلاعات برای تصمیم‌گیری زیان‌دیده تعیین‌کننده باشد.

1- La dualité de préjudice

۲ - آنچه که در شاخه‌های دیگر علم حقوق نظیر حقوق مصرف‌کننده و حقوق پزشکی زیاد دیده می‌شود. (Prorok, 2018., p. 57)

در حقوق آمریکا، تصمیم مقرر در پرونده (Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation, 1974)، اولین پرونده‌ای است که در آن شرط سببیت مطرح شد. در این پرونده دادگاه تحلیلی از سببیت ارائه نمود که امروز هم مورد استفاده قرار می‌گیرد.<sup>۱</sup> مطابق این تحلیل، سببیت دارای دو عنصر اصلی است:

۱.۱. سببیت ضرر<sup>۲</sup>: برای تحقق سببیت ضرر خواهان باید ثابت کند که «افشای اطلاعات نادرست یا اطلاعات ارائه نشده سبب ورود زیان اقتصادی شده است»<sup>۳</sup>.

۲.۱. سببیت معامله یا استناد<sup>۴</sup>: سببیت معامله شامل اثبات این است که «نقض‌های موردبحث، سبب شده که خواهان معامله موردبحث را منعقد کند»<sup>۵</sup>.

در پرونده (Huddleston v. Herman & MacLean, 1981) به خوبی تفکیک بین این دو جنبه رابطه سببیت بیان شده است: «سرمایه‌گذاری سهام یک شرکت کشتیرانی را که دارای یک کشتی است به استناد (reliance) اطلاعات نادرستی درباره این که کشتی دارای یک ظرفیت خاص است، درحالی که واقعاً ظرفیت کمتری دارد، خریداری می‌کند. با این وجود، در اعلامیه صادقانه افشا نشده است که کشتی بیمه نشده است. یک هفته بعد از سرمایه‌گذاری، کشتی در اثر یک تصادف غرق می‌شود و سهام آن بی‌ارزش می‌شود. در این حالت ممکن است استنباط شود که اطلاعات نادرست ارائه شده مهم بوده و سرمایه‌گذار آن را مورد استناد قرار داده، اما سبب ورود زیان (cause the loss) نشده است»<sup>۶</sup>.

۱ - دادگاه در پرونده (Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation, 1974) شرط سببیت را در این دعاوی از سلف حقوق شبه جرمی آن جدا نمود و مقرر کرد که شرط سببیت مضیق مغایر «هدف جبرانی گسترده» قوانین اوراق بهادار است. (Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 2009, p. 817)

2 - loss causation

3 - the misrepresentations or omissions caused the economic harm

4 - transaction causation

5 - the violations in question caused the [plaintiff] to engage in the transaction in question

۶ - دادگاه‌های تالی سببیت ضرر را با سبب نزدیک یا قانونی (proximate or legal cause) و سببیت معامله را با سبب «اگر نبود» یا موضوعی (cause "but-for" or factual) قیاس نموده‌اند. (Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 2009, p. 817)

هدف از اشتراط این دو جنبه رابطه سببیت برای تحقق مسئولیت مدنی این است که عامل افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده، بابت همه آثار منفی ناشی از معامله‌ای که بر اساس این اطلاعات منعقد شده، مسئول تلقی نگردد. (Prorok 2016, 119)

برای بررسی عناصر رابطه سببیت ابتدا، سببیت معامله مورد بررسی قرار خواهد گرفت؛ سپس سببیت ضرر بررسی می‌شود و در نهایت، جایگاه تفکیک سببیت ضرر و معامله در حقوق ایران بررسی می‌شود:

### ۱ - سببیت معامله (استناد)

منظور از سببیت معامله یا استناد<sup>۱</sup>، که جنبه مهم‌تر شرط رابطه سببیت دانسته شده (Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation, 1974)، لزوم تأثیر اطلاعات نادرست یا گمراه کننده، بر تصمیم سرمایه‌گذار برای خرید سهم به قیمت غیرواقعی است؛ به گونه‌ای که اگر اطلاعات نادرست یا گمراه کننده نبود، قرارداد منعقد نمی‌شد. البته، لازم نیست که اطلاعات نادرست دلیل منحصر تصمیم‌گیری ناشر باشد، بلکه همین که یکی از عوامل مؤثر بر تصمیم وی به انعقاد قرارداد باشد، کافی است. ریشه اصلی این شرط در حقوق آمریکا، به دعاوی تقلب کامن لایو می‌گردد که در آن یکی از شرایط دعوا اثبات استناد بود.<sup>۲</sup> (Goldberg & Zipursky, 2013, p. 1761) در پرونده (Basic Inc. v. Levinson, 1988) مقرر شد برای تحقق این جنبه از رابطه سببیت، باید ثابت شود که بین تقصیر (افشای اطلاعات غلط یا ناقص) و انعقاد معامله رابطه‌ی سببیت بوده است؛ به نحوی که بدون اطلاعات نادرست یا با دسترسی سرمایه‌گذار به اطلاعات افشا نشده، وی هرگز مبادرت به انعقاد معامله نمی‌کرد. (Prorok, 2016, p. 119) به این ترتیب، اگر ثابت شود که سرمایه‌گذار حتی در صورت علم به نادرستی اطلاعات، یا علم به افشا نشده، باز هم

---

#### 1- reliance

۲- خواهان باید ثابت کند که در زمان انعقاد معامله، در تصمیم‌گیری راجع به انعقاد معامله، بر عمل متقابلانه‌ی خواننده استناد و اتکا کرده است. به عبارت دیگر عمل متقابلانه‌ی خواننده باید بر تصمیم‌گیری خواهان راجع به انعقاد معامله مؤثر باشد. (Sawtelle, 2011, p. 10) دادگاه عالی در پرونده‌ی بانک مرکزی با این استدلال مسئولیت اشخاص ثانوی را پذیرفت که عنصر استناد وجود ندارد. (Central Bank of Denver, NA v. First Interstate Bank of Denver, 1994)

معامله را منعقد می‌کرد، می‌توان گفت که بین تقصیر و زیان وارده رابطه‌ی سببیت وجود ندارد. در مقابل اگر ثابت شود که سرمایه‌گذار به فرض علم به اطلاعات افشا نشده یا نادرستی اطلاعات افشا شده، اوراق بهادار ناشر را به قیمت غالب در بازار در زمان انعقاد معامله خریداری نمی‌نمود؛ رابطه سببیت احراز می‌گردد. (S. ROUSSEAU 2009, 751)

## ۲- سببیت ضرر

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

منظور از سببیت ضرر وجود رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، و زیان وارده (تغییر قیمت اوراق بهادار) است؛ به عبارت دیگر عدم افشای اطلاعات مهم و افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده می‌بایست سبب تغییر قابل توجه قیمت یا ارزش اوراق بهادار شده باشد.<sup>۱</sup> (ROUSSEAU S. , 2009, p. 753) در واقع، اطلاعاتی که هیچ رابطه‌ای با تغییر قیمت ندارند، سبب ایجاد زیان قابل جبران نشده‌اند و در بین حجم وسیع اطلاعاتی که هر روز در بازار وارد می‌شود گم می‌شود و قابل اعتنا نخواهند بود. (COURET, et al., 2013, p. 8) مبنای این شرط این است که عامل افشای اطلاعات نادرست نباید در برابر همه‌ی آثار منفی ناشی از خرید اوراق بهادار به استناد اطلاعات نادرست، مسئول تلقی شود؛ بلکه صرفاً در برابر زیان‌هایی مسئول است که از اطلاعات مذکور ناشی می‌شود. (Prorok, 2016, p. 119)

برای این منظور، باید ثابت شود که سرمایه‌گذار اوراق بهادار را در زمانی خریده است که قیمت اوراق به علت اطلاعات نادرست یا گمراه کننده افزایش قابل توجهی داشته است<sup>۲</sup> و لذا او تمام یا جزئی از ثمن پرداختی خود را به علت کاهش قیمتی که متعاقب کشف نادرستی یا گمراه کننده بودن اطلاعات ایجاد می‌شود؛ از دست داده است. همچنین سهامداری که سهام خود را

1 - "un changement important sur le cours ou la valeur du titre"

2 - surévaluation OR overvaluation



تحت تأثیر اطلاعات نادرست فروخته است؛ می‌بایست ثابت کند که در زمان معامله اوراق بهادار تحت تأثیر اطلاعات نادرست یا گمراه کننده یا عدم افشای اطلاعات مهم کمتر از قیمت واقعی قیمت گذاری شده است<sup>۱</sup> و او به واسطه‌ی تغییر قیمت سهام بعد از کشف یا افشای اطلاعات افشا نشده یا نادرستی اطلاعات مبلغی پول را از دست داده است.<sup>۲</sup> (ROUSSEAU S. , 2009, p. 753)

### ۳. عدم اشتراط سببیت معامله در حقوق ایران

تردید وجود ندارد که برای تحقق رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و ورود زیان ناشی از تغییر قیمت، لازم است که بین اطلاعات نادرست، ناقص یا گمراه کننده، و حسب مورد کاهش یا افزایش قیمت اوراق بهادار نسبت به قیمت واقعی رابطه سببیت وجود داشته باشد. همچنین تردیدی وجود ندارد که لازم است که معامله‌ای به قیمت غیر واقعی انجام شده باشد تا بتوان زیان را به نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات منتسب کرد؛ اما آیا برای تحقق رابطه سببیت لازم است که بین انعقاد این معامله، و اطلاعات نادرست افشا شده، رابطه سببیت وجود داشته باشد؟ به عبارت دیگر، اگر سرمایه گذاری، بدون علم به اطلاعات نادرست افشا شده، سهام

#### 1 - sous-évaluation OR undervaluation

۲ - در حقوق آمریکا، با تصویب قانون اصلاح دعاوی خصوصی اوراق بهادار در سال ۱۹۹۵، شرط سببیت ضرر برای مسئولیت مدنی گسترش یافت. این قانون با هدف کاهش اقامه دعاوی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات با هدف سوء استفاده، وضع شد. در ارتباط با سببیت ضرر این قانون ماده 21D(b)(4) را به قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ الحاق نمود که در آن مقرر شده است که «بار اثبات این که افشای اطلاعات نادرست یا عدم افشای اطلاعات از سوی خواننده... سبب ورود زبانی شده که خواهان مطالبه نموده شده است، بر عهده خواهان است.» هدف از وضع این ماده تدوین نسخه‌ای از رابطه سببیت است که قبلاً توسط رویه قضایی توسعه یافته است و از این طریق اصلی محدود کننده برای محاسبه زیانهای وارده به خواهان مقرر کند. (Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 2009, p. 822)

پرونده دورا در سال ۲۰۰۵ نیز نقش مهمی در تحول این شرط داشت. در این پرونده مقرر شد صرف این که خواهان اوراق بهادار را به قیمتی کمتر از قیمت (غیر واقعی) خرید، فروخته است، کافی نیست؛ بلکه افشای اطلاعات نادرست باید سبب نزدیک زیان اقتصادی وارده به خواهان باشد. لذا خواهان باید ثابت کند که «کاهش قیمت» به طور خاص به واکنش بازار به اصلاح اطلاعات نادرست بر می‌گردد، نه عوامل اقتصادی مستقل نظیر رکود اقتصادی یا خروج اتفاقی کارکنان اصلی شرکت و ... (Goldberg & Zipursky, 2013, p. 1766)

شرکتی را به قیمت بالاتر، خریداری نماید؛ یا رغبت وی به خرید سهم به حدی باشد که حتی اگر عالم به واقع بود، نیز از خرید سهم دست برنمی‌داشت؛ آیا رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و زیان مربوط به تغییر قیمت منتفی خواهد شد؟

در خصوص خیار تدلیس، شرط تحقق خیار تأثیر اطلاعات نادرست بر تغییر تصمیم خریدار است. در عین حال نیازی نیست که تدلیس انجام شده شخص را به انعقاد معامله‌ای واداشته باشد که متضمن ضرر است. هرچند اگر بنا باشد که دعوای مسئولیت مدنی ناشی از تدلیس مطرح شود اثبات ورود زیان برای پیروزی در چنین دعوایی لازم است؛ مگر این که بتوان صرف سلب امکان تصمیم‌گیری یا سوق دادن شخص به انعقاد قرارداد ناخواسته را مستقل از وجود غبن یا عیب ضرر تلقی نمود. در مقابل در خیارهای عیب و غبن، لزومی وجود ندارد که نا آگاهی خریدار از عیب یا غبن، مستند به عمل فروشنده باشد، بلکه صرف نا آگاهی خریدار از غبن و عیب برای تحقق خیار کافی است. به نظر می‌رسد، مبنای این تفاوت در این است که مبنای ایجاد خیار تدلیس، سلب امکان تصمیم‌گیری آگاهانه از خریدار است؛ در حالی که مبنای ایجاد خیارهای غبن و عیب زیانی است که به واسطه وجود غبن یا عیب مورد معامله، به خریدار وارد می‌شود.

بنابراین، در حقوق ایران، در صورت پذیرش هر یک از دو مبنای فوق‌نیازی به اشتراط تحقق شرط دیگر وجود ندارد. در نتیجه اگر زیان وارده را بر مبنای تغییر قیمت تحلیل کنیم، به نظر می‌رسد صرف این که نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات به واسطه تغییر قیمت اوراق بهادار، سبب شود که شخصی سهام را به قیمتی بیش از قیمت واقعی خریداری کند، یا سهامداری سهم خود را به قیمتی کمتر از قیمت واقعی بفروشد، برای تحقق زیان قابل جبران کافی است و شرط سببیت معامله ربطی به ورود زیان ناشی از تغییر قیمت به سرمایه‌گذار ندارد.

بنابراین، اگر اطلاعات نادرستی از سوی ناشر افشا شود که موجب افزایش غیر واقعی قیمت سهام آن در بازه زمانی مشخصی گردد؛ هر شخصی که در بازه زمانی مذکور اقدام به خرید سهام شرکت مذکور نموده، مستحق جبران خسارت خواهد بود، حتی اگر ثابت شود که سرمایه‌گذار از اطلاعات نادرست آگاه نبوده یا در صورت علم به واقع، باز هم اقدام به خرید اوراق بهادار می‌نمود. با این حال، اگر شخصی در زمان انعقاد معامله عالم به نادرستی اطلاعات باشد، و علی‌رغم این علم اقدام به خرید اوراق بهادار کند، با توجه به این که آگاهانه به زیان خود عمل کرده، رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و زیان وارده قطع شده و از این

حیث نمی‌توان وی را محق در جبران خسارت دانست؛ همان‌طور که در خصوص خیار عیب و غبن نیز، اگر خریدار عالم به عیب یا قیمت عادلانه باشد، برای وی خیار عیب یا غبن ایجاد نمی‌شود. با این حال، احراز رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و تغییر قیمت اوراق بهادار نیز به واسطه کثرت عوامل مؤثر بر قیمت اوراق بهادار نیز، آسان نخواهد بود.

#### ب- دشواری احراز رابطه سببیت

همان‌طور که گفته شد، برای تحقق رابطه سببیت، زیان‌دیده باید ثابت کند که بین اطلاعات نادرست یا ناقص و تغییر قیمت اوراق بهادار رابطه سببیت وجود دارد و اگر اطلاعات نادرست، مؤثر بر قیمت نباشد، هیچ زیان قابل جبرانی وجود نخواهد داشت. برای این منظور، باید بین زیان (تغییر قیمت) ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و آنچه شخص در بازار سهام به واسطه تأثیر سایر عوامل بر قیمت سهم، از دست داده است (زیان سرمایه‌گذاری) تفکیک شود و در این بین آنچه از نظر حقوقی قابل جبران است تنها قسم اول است و زیان دوم قابل جبران نیست. (Thorsen, Kaplan, & Hakala, 2006, p. 97)

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

لزوم تفکیک آثار خطر بورسی از خطر ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات نادرست با ارائه یک مثال روشن‌تر می‌شود: فرض کنید شرکتی در اردیبهشت ۱۳۹۷ اقدام به انتشار اطلاعات نادرستی در خصوص افزایش درآمدهای شرکت می‌کند و این اطلاعات نادرست سبب افزایش قیمت سهام شرکت می‌شود. در شهریور همین سال، نادرستی اطلاعات مذکور کشف

---

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

می‌شود و قیمت سهام تحت تأثیر این امر کاهش می‌یابد؛ اما در همان زمان تحریم‌های خارجی نیز که کسب و کار شرکت مذکور به شدت از آن متأثر است، آغاز می‌شود و این اتفاق نیز موجب کاهش قیمت سهام است. در این فرض قیمت سهام این شرکت تحت تأثیر دو عامل اصلی کاهش یافته است که یکی از آن‌ها در اثر تقصیر ناشر در افشای اطلاعات نادرست رخ داده و دیگری تحت تأثیر عواملی که از حیطة اختیارات ناشر خارج بوده است. در این حالت تنها کاهش قیمت ناشی از افشای اطلاعات نادرست قابل جبران است و کاهش قیمت ناشی از اعمال تحریم، چون جزء خطرات ذاتی مربوط به سرمایه‌گذاری در بورس است قابل جبران نیست؛ با این حال تشخیص این که تغییر قیمت تا چه حد ناشی از اطلاعات نادرست بوده و تا چه حد از عواملی نظیر تحریم بوده به آسانی ممکن نیست؛ بنابراین، اثرگذاری عوامل متعدد بر قیمت اوراق بهادار احراز سببیت ضرر در دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را دشوار می‌سازد. (Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 2009, p. 821)

در خصوص احراز رابطه سببیت بین اطلاعات و تغییر تصمیم سرمایه‌گذاران (سببیت معامله) نیز همین‌گونه است. عوامل متعددی بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری اثرگذار است<sup>۱</sup> و در نتیجه تنوع این عوامل، نمی‌توان به‌طور قطع احراز کرد که کدام عامل بر تصمیم سرمایه‌گذار برای انعقاد معامله اثرگذار بوده است و سرمایه‌گذار تصمیمش را بر اساس اطلاعات نادرست اتخاذ نموده یا سایر عوامل بر تصمیمش اثرگذار بوده است. (Ventura, 2015) در واقع، در این موارد نمی‌توان ثابت کرد که اگر سرمایه‌گذار در زمان تصمیم‌گیری آگاه از واقع بود، تصمیم دیگری اتخاذ می‌نمود؛ زیرا حتی در صورت وجود بهترین اطلاعات نیز همیشه می‌توان در نگرش مشتری و عوامل مؤثر بر تصمیم وی، تردید نمود. (LAY, 2004, p. 16) به همین دلیل گفته شده مشکل اصلی اثبات رابطه سببیت معامله در این است که اثبات آن با یک معیار شخصی بودن افراطی<sup>۲</sup>، مواجه است (VALANCE, 2007, p. 31) و احراز آن مستلزم بررسی انگیزه‌ها و دواعی شخصی

۱ - تنوع عوامل تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه‌گذاری به اندازه عوامل مؤثر بر قیمت اوراق بهادار است. (VALANCE, 2007, p. 31)

2 - une forte subjectivité

معامله گران است. البته ضرورت ندارد که افشای اطلاعات نادرست علت تامه تصمیم سرمایه گذار برای معامله باشد. بلکه حتی اگر اطلاعات نادرست یا ناقص شرط لازم تصمیم سرمایه گذار هم باشد، برای تحقق سببیت معامله کافی است. (GATCHOUP TCHINDA, 2013, p. 16) همچنین در صورتی که معیار نوعی در احراز سببیت معامله ملاک قرار گیرد، با اثبات مهم بودن اطلاعات تأثیر آن‌ها بر تصمیم سرمایه گذار محرز خواهد بود.<sup>۱</sup> با این وصف در مقام بررسی تأثیر اطلاعات بر تصمیم خواهان، تأثیر آن بر نوع سرمایه گذاران بررسی می‌شود و اگر چنین تأثیری احراز شد سببیت معامله احراز می‌شود.

با این حال برای رفع این مشکل در حقوق آمریکا و فرانسه، دو راه حل مختلف پذیرفته شده است و در حقوق ایران نیز گریزی جز پذیرش یکی از این دو راه نیست:

۱. در حقوق آمریکا برای احراز رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و تصمیم سرمایه گذاران، فرض حقوقی پیش بینی شده است.

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

### ج- فرض سببیت معامله<sup>۲</sup>-نظریه تقلب در بازار<sup>۳</sup>

همان‌طور که گفته شد، لزوم اثبات سببیت معامله، مانع مهمی در راه جبران خسارت وارده به سرمایه گذاران خواهد بود. برای رفع این مانع پیشنهاد شده، فرضی قرار داده شود که بر اساس آن

---

۱-در پرونده (Affiliated Ute Citizens of State of Utah v. United States, 1970) مقرر شده که خواهان با اثبات مهم بودن اطلاعات می‌تواند استناد را ثابت کند. این پرونده تا حد زیادی اثبات استناد در پرونده‌های عدم افشای بعدی تسهیل شد و از آن استنباط شد که شرط استناد، با عدم افشای اطلاعات نهانی مهمی که آنها تعهد به افشایش دارند، محقق شده است. (Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 2009, p. 817)

2 - PRESUMPTION OF RELIANCE

3-fraud-on-the-market doctrine

سرمایه‌گذار در زمان تصمیم‌گیری، اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده را مبنای قرار داده است.<sup>۱</sup> (ROUSSEAU S. , 2009, p. 752) این فرض از این جهت قابل توجه است که در غالب موارد سرمایه‌گذار اطلاعات ارائه شده از سوی ناشر را مبنای تصمیم‌گیری خود قرار می‌دهد. در این خصوص رویه قضایی آمریکا تئوری تقلب در بازار مطرح شده است که از آن «فرض تأثیر ذهنی یا تغییر تصمیم»<sup>۲</sup> استنباط شده و بر اساس آن؛ در دعاوی راجع به مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات اثبات استناد واقعی سرمایه‌گذار بر اظهارات نادرست ضروری دانسته نشده و به جای آن استناد، مفروض گرفته شده است. (Thorsen, Kaplan, & Hakala, 2006, p. 95)

در ادامه، مفهوم، شرایط و مبانی تئوری تقلب در بازار مورد بررسی قرار می‌گیرد:

### ۱. مفهوم نظریه تقلب در بازار<sup>۳</sup>

این تئوری در اوائل دهه ۱۹۸۰ از سوی رویه قضایی آمریکا با هدف رفع موانع اجرای قواعد مسئولیت مدنی در دعاوی مورد بحث، و به منظور تسهیل جبران زیان‌های وارده به سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه مطرح شده است. قبل از پذیرش آن، اثبات سببیت معامله یا استناد یک مانع غیرقابل عبور در راه مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات بود؛<sup>۴</sup>

۱- در ماده ۲۲۵.۱۲ قانون اصلاح قانون راجع به اوراق بهادار و دیگر مقررات قانونی کبک مصوب ۲۰۰۷ چنین فرضی پیش بینی شده است. در این ماده آمده است که «خواهان ملزم نیست که اثبات کند که اوراق بهادار را در حالی خریداری نموده یا فروخته که بر سند یا اعلامیه عمومی حاوی اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده تکیه کرده است.»

L'article 225.12. de la Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives : 'Le demandeur n'a pas à établir qu'il a acquis ou cédé un titre en se fiant au document ou à la déclaration publique contenant une information fausse ou trompeuse ou en tenant pour acquis que l'émetteur a respecté ses obligations d'information occasionnelle''

2- présomption d'influence intellectuelle ou d'altération de la décision

3 - Fraud-on-the-market theory

۴- «قبل از ۱۹۸۰ ناشری که اطلاعات نادرستی را در بازار ثانویه افشا می‌نمود، با هیچ تهدیدی برای مسئولیت مدنی مواجه نبود. اما از این زمان ناشران در برابر سرمایه‌گذارانی که سهام را در طول دوره‌ای که اطلاعات نادرست سبب افزایش قیمت اوراق

(Macey & Miller, 1990, p. 1079) اما اعمال این نظریه سبب شد تا در دعاوی مذکور، به جای تمرکز بر لزوم اثبات تأثیر اطلاعات نادرست بر خواهان (استناد شخصی)، بر تأثیر اطلاعات نادرست بر بازار، به عنوان یک کل، تمرکز شود. (Fischel, 1989, p. 907) این فرض، بار اثبات را به خواننده منتقل می‌کند و وی را ملزم به رد این فرض می‌کند. (Sawtelle, 2011, p. 10) این تئوری در پرونده (Basic Inc. v. Levinson, 1988)<sup>۱</sup> توسط دادگاه عالی آمریکا پذیرفته شد.<sup>۲</sup> استدلال دادگاه در این پرونده این بود که بازار اوراق بهادار به‌طور کارآمدی، همه اطلاعات در دسترس عموم را در قیمت منعکس می‌کند (Ayres, 1991, p. 947) و به استناد این پیش‌فرض که سرمایه‌گذاران به درستی قیمت بازار، اعتماد می‌کنند (Georgakopoulos, 1995, p. 714)؛ تأثیر اطلاعات نادرست بر تصمیم سرمایه‌گذاران را استنباط نمود. این تئوری مبتنی بر غلبه است. چراکه دشوار است تصور شود سرمایه‌گذار بدون لحاظ اطلاعات نادرست تصمیم‌گیری کرده است و لذا اغلب اطلاعات افشا شده در قیمت اوراق بهادار منعکس شده است و سرمایه‌گذاران، حق دارند به درستی<sup>۳</sup> قیمت اوراق بهاداری که می‌خرند یا می‌فروشند، استناد نمایند.<sup>۴</sup> بنابراین، بر اساس تئوری مذکور هرگاه اطلاعات نادرست یا گمراه

---

بهادار شده بود و در زمان آگاهی بازار هنوز هم آنها را در اختیار داشتند، در معرض مسئولیت قرار گرفتند.» (FOX, CIVIL LIABILITY AND MANDATORY DISCLOSURE, 2009, p. 244)

۱- در این پرونده، سهامداران سابق شرکت بیسیک، مدعی شدند که چون مدیران شرکت به دروغ این موضوع را که شرکت در حال مذاکره برای ادغام است، انکار کرده بودند؛ سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمت واقعی فروخته‌اند. از آنجا که سهامداران در زمان فروش سهم، از اظهارات شرکت آگاه نبودند، امکان اثبات استناد واقعی برای ایشان وجود نداشت؛ در نتیجه سهامداران استدلال کردند که آنها به درستی بازار در انعکاس این اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار اعتماد نموده‌اند. (Ayres, 1991, p. 947)

۲- این نظریه از اوایل دهه ۱۹۷۰ مطرح شد و در اوایل دهه ۱۹۸۰ استقرار یافت تا در نهایت در سال ۱۹۸۸ از سوی دادگاه عالی آمریکا مورد پذیرش قرار گرفت. (Georgakopoulos, 1995, p. 714)

### 3 - integrity

۴- بر اساس نظریه تقلب در بازار، سرمایه‌گذاری که اوراق بهادار را به قیمت تعیین شده از سوی بازار خریداری می‌کند، به استناد درستی این قیمت معامله نموده است و از آنجا که، اغلب اطلاعات منتشر شده در بازار در قیمت بازار منعکس شده است؛ استناد سرمایه‌گذار به همه اطلاعات نادرست مهم، را می‌توان مفروض تلقی نمود. (Cornell & Morgan, 1989, p. 884) با این حال فرض مقرر در دعاوی مذکور تنها یکی از دعاوی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را در بر

کننده افشا می‌شود، فرض بر آن است که سرمایه‌گذار به استناد آن اقدام به انعقاد معامله نموده است (Prorok, 2016, p. 120) و مهم نیست که اطلاعات نادرست به گوش سرمایه‌گذار رسیده باشد یا خیر. چراکه بازار اطلاعات نادرست را شنیده و بر اساس آن اوراق بهادار را قیمت‌گذاری نموده و سرمایه‌گذار به‌ناچار به اطلاعات استناد نموده و قیمت بازار را پرداخته است. در نتیجه آن بخش از قیمت که مستند به اطلاعات نادرست است به استناد تقلب پرداخت شده است. بنابراین، با اعمال این تئوری سرمایه‌گذاری که سهام را در بازار کارآمد خریداری نموده، ملزم نخواهد بود که ثابت کند او واقعاً اطلاعات نادرست را شنیده یا خوانده (Macey & Miller, 1990, p. 1060) و در هنگام تصمیم‌گیری خود آن‌ها را مدنظر قرار داده است. چراکه «سرمایه‌گذار به قیمت اوراق بهادار اتکا می‌کند و قیمت اوراق بهادار انعکاس اطلاعات افشا شده است.» لذا سرمایه‌گذار به‌طور غیرمستقیم به اطلاعات افشا شده استناد کرده است. (Prorok, 2016, p. 120)

مزیت اعمال این نظریه ایجاد امکان اقامه دعوی گروهی و به تبع آن صدور رأی به جبران خسارت بالاتر، و تشدید بازدارندگی دعوی تقلب اوراق بهادار است. (Georgakopoulos, 1995, p. 672) چراکه پذیرش تئوری مذکور انگیزه قوی‌ای در ناشران برای رعایت الزامات دوره‌ای افشای اطلاعات ایجاد نمود. با این حال، برخی معتقدند که این انگیزه‌ها با هزینه بالای اجتماعی به دست آمده است. (FOX, CIVIL LIABILITY AND MANDATORY DISCLOSURE, 2009, p. 244) همچنین، به این نظریه انتقاد شده که اعمال آن سبب می‌شود دعوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، برای سرمایه‌گذاران بیش از حد حمایتی<sup>۱</sup> باشد.

## ۲. مبانی تئوری

دو مبنای اصلی برای تئوری تقلب در بازار وجود دارد که از مجموعه آن‌ها فرض استناد

---

می‌گیرد و در موارد عدم افشای اطلاعات مهم اعمال نمی‌شود. (Goldberg & Zipursky, 2013, p. 1782). ر. ک پرونده (Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 552 U.S. 148, 159 (2008)).

1 - overprotective



سرمایه گذار به اطلاعات نادرست برای انعقاد معامله استنباط می‌شود. از یک سو برای تحقق این فرض لازم است که سرمایه گذار به درستی قیمت بازار اعتماد داشته باشد، و از سوی دیگر می‌بایست بازاری که در آن معامله منعقد شده است کارآمد باشد.

#### ۱.۲. اعتماد معقول به درستی بازار

یکی از پیش فرض‌هایی که به عنوان مبنای تئوری تقلب در بازار قرار گرفته است، اعتماد سرمایه گذار به درستی قیمت بازار<sup>۱</sup> و به عبارت دیگر اعتقاد وی به عدم وجود تقلب در بازار است. در این خصوص در پرونده (Basic Inc. v. Levinson 1988) آمده است «این فرض با عقل سلیم و احتمال نیز سازگار است: سرمایه گذاری که سهام را به قیمت تعیین شده توسط بازار غیر شخصی خریداری یا فروخته، این عمل را به استناد و اعتماد درستی آن قیمت انجام داده است.»<sup>۲</sup>

در فرض تقلب در بازار، استناد سرمایه گذار به درستی قیمت بازار مهم است، و به استناد وی به خود قیمت توجه نمی‌شود. اگر سرمایه گذار به درستی قیمت اعتماد داشته باشد، می‌توان فرض کرد که او تصمیم خود را بر آن قیمت مبتنی کرده است. مفهوم درستی قیمت در بدو امر از درستی بازار<sup>۳</sup> یا به عبارت دیگر صداقت فعالان بازار<sup>۴</sup> ناشی می‌شود. بنابراین، این پیش فرض یک «فرض تأثیر ذهنی قیمت اوراق بهادار» است که خود بر «فرض اعتماد سرمایه گذار» مبتنی است. (Prorok 2016, 126)

#### ۲.۲. کارآمدی بازار: نظریه بازار سرمایه کارآمد<sup>۵</sup>

پیش فرض دیگری که مبنای تئوری تقلب در بازار قرار گرفته است کارآمدی بازار است. این

---

۱- در فرهنگ لاروس در تعریف *intégrité* آمده است «ویژگی رفتار شخص یا نهادی که درست (*intégre*) و صادقانه (*Honnête*) است.»

<https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/int%C3%A9grit%C3%A9/43543>

2- *the presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price.*

3- *l'intégrité du marché*

4- *l'honnêteté des acteurs du marché*

5 - *efficient market hypothesis*

مبنا، بر خلاف اعتماد سرمایه گذار که دارای جنبه شخصی<sup>۱</sup> بوده، نوعی<sup>۲</sup> است. (Prorok 2016, 126) در این زمینه پذیرش تئوری بازار سرمایه کارآمد که بر اساس آن قیمت اوراق بهادار کاملاً منعکس کننده همه اطلاعات در دسترس عموم است، فرض کارآمدی بازار و به تبع آن تقلب در بازار را توجیه می کند.<sup>۳</sup> (FOX, CIVIL LIABILITY AND MANDATORY DISCLOSURE, 2009, p. 244)

مطابق نظریه بازار سرمایه کارآمد، قیمت سهام ناشر تخمین بی غرضانه ای از ارزش واقعی اوراق بهادار است، چه اطلاعات زیادی راجع به ناشر در دسترس عموم باشد، و چه اطلاعات کمی در دسترس عموم باشد.<sup>۴</sup> (Fox, RETAINING MANDATORY SECURITIES DISCLOSURE: WHY ISSUER CHOICE IS NOT INVESTOR EMPOWERMENT, 1999, p. 29)

همه اطلاعات در دسترس عموم واکنش نشان می دهد (Cornell & Morgan, 1989, p. 883) و هر جزئی از اطلاعات حسب مورد سبب کاهش یا افزایش قیمت اوراق بهادار می شود.<sup>۵</sup> (Georgakopoulos, 1995, p. 713)

1- subjectif

2- objectif

۳- این مبنا دقیقاً معادل نسخه نیمه قوی تئوری بازار سرمایه کارآمد است که در آن همه اطلاعات عموماً در دسترس در قیمت اوراق بهادار منعکس می شود. (Fischel, 1989, p. 909)

۴- صاحب نظران سه نسخه قوی، نیمه قوی و ضعیف از این تئوری ارائه کرده اند.

اول- در شکل قوی آن قیمت های اوراق بهادار انعکاس همه ی اطلاعات است چه به طور عمومی در دسترس باشد، یا نباشد. دوم- در شکل ضعیف آن، قیمت های فعلی منعکس کننده ی اطلاعاتی است که از طریق تسلسل تاریخی قیمت ها فراهم شده است.

سوم- در شکل نیمه قوی آن قیمت اوراق بهادار منعکس کننده ی 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 صاحب نظران عموماً معتقدند که ادله ی عملی از نسخه ی نیمه قوی این تئوری حمایت می کنند (Villiers, 2001, p. 189).

۵- این به این معنا نیست که قیمت واقعی برای یک اوراق بهادار وجود دارد. بلکه قیمت باید بهترین تخمین بازار، هر چند همچنان غیر دقیق، از ارزش فعلی درآمدهای آینده اوراق بهادار باشد. به علاوه روشهای آماری تنها می توانند به تغییرات قیمت تحت تأثیر اطلاعات اشاره کنند و قیمت واقعی را نمی توان به دست آورد. (Georgakopoulos, 1995, p. 713)

به این ترتیب، فرض بر این است که بازار اوراق بهادار بر اساس تئوری بازار کارآمد عمل می‌کند و بازار نسبت به همه اطلاعات در دسترس برای تعیین قیمت فعلی جریان‌های نقدی آتی شرکت، که سبب تنظیم قیمت اوراق بهادار می‌شود، واکنش نشان می‌دهد. (Thorsen, Kaplan, & Hakala, 2006, p. 95) اطلاعات نادرست افشا شده نیز به عنوان بخشی از اطلاعات در قیمت منعکس می‌شود. با تأثیر گذاشتن بر قیمت‌ها، افشای اطلاعات نادرست بر همه سرمایه‌گذارانی که بر آن قیمت‌ها معامله نموده‌اند، اثر می‌گذارد. حتی اگر آن‌ها بدون اطلاع از اطلاعات نادرست معامله کنند یا در تصمیم‌گیری خود به آن استناد نکنند. بنابراین، معامله‌گران بر اساس اطلاعات نادرست عمل کرده‌اند و احتمالاً در اثر آن زیان دیده‌اند؛ بدون این که آن را شنیده باشند؛ زیرا آن‌ها به قیمتی معامله نموده‌اند که تحت تأثیر اطلاعات نادرست افشا شده شکل گرفته است. این استدلال مبنای اصلی نظریه تقلب در بازار است.<sup>۱</sup> (Georgakopoulos, 1995, p. 714)

بنابراین، می‌توان مجموعه استدلال را این گونه خلاصه نمود:

مقدمه اول- سرمایه‌گذار به درستی قیمت و نبود تقلب در بازار اعتماد دارد.

مقدمه دوم- مطابق نظریه بازار سرمایه کارآمد کلیه اطلاعات، از جمله اطلاعات نادرست بر قیمت اوراق بهادار اثر گذار هستند.

---

۱- برای توضیح ابتدای تئوری تقلب در بازار بر تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت، مقایسه بین معاملات رودرو و معاملات سهام مفید است. تفاوت اصلی معاملات رو در رو، با معاملات اوراق بهادار، وجود یا عدم وجود قیمت بازاری است که اطلاعات در دست گروه‌های متنوع معامله‌گران را منعکس می‌کند. (Fischel, 1989, p. 912) در واقع در فرض فروش یک قطعه زمین در ازای ۱۰۰۰ دلار، خریدار بالقوه، هیچ دلیلی ندارد تا به درستی ۱۰۰۰ دلار ثمن پیشنهادی از سوی فروشنده اعتماد و استناد کند. این قیمت ممکن است منعکس‌کننده اطلاعات مربوط به ارزش زمین باشد یا نباشد. ممکن است متخصصین املاک معتقد باشند که زمین مورد معامله فقط ۵۰۰ دلار می‌ارزد، اما نظر این متخصصان در پیشنهاد شخص الف به شخص ب انعکاس نداشته باشد. در مقابل در معاملات اوراق بهادار، با توجه به تصمیمات خرید و فروش مستمر سرمایه‌گذاران، احتمال انعکاس اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار در قیمت اوراق بهادار، بسیار بیشتر است. لذا اگر بین متخصصین بازار اجماعی ایجاد شود که زمین متعلق به یک شرکت املاک و مستغلات به قیمت مشخصی می‌ارزد، این اجماع در قیمت سهام شرکت مذکور انعکاس می‌یابد. از آنجا که قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده همه اطلاعات عموماً در دسترس است، برای غالب سرمایه‌گذاران منطقی خواهد بود که قیمت بازار را آن گونه که ارائه شده بپذیرند. به همین دلیل اگر سرمایه‌گذاران اوراق بهادار را به قیمتی بخرند که منعکس‌کننده اطلاعات نادرست افشا شده باشد، بین زیان وارده به آنها و افشای اطلاعات نادرست رابطه سببیت وجود دارد. (Fischel, 1989, p. 911)

نتیجه- در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، از آنجایی که سرمایه گذار به نبود تقلب و کارآمدی بازار اعتقاد دارد، فرض بر این است که تصمیمات سرمایه گذار بر قیمت بازار مبتنی شده است، و با توجه به کارآمدی بازار فرض بر این است که قیمت بازار منعکس کننده همه اطلاعات عمومی از جمله اطلاعات نادرست است؛ لذا «فرض بر این است که تصمیم سرمایه گذار به طور غیرمستقیم بر اطلاعات نادرست مبتنی شده است.» (Prorok 2016, 129)

### ۳. قابل رد بودن فرض تقلب در بازار

دکترین تقلب در بازار شرط سببیت معامله<sup>۱</sup> را حذف نکرده و با اعمال آن خواهان از اثبات تأثیر اطلاعات نادرست بر تصمیم خود، معاف نمی‌شود؛ بلکه این نظریه صرفاً یک فرض برگشت پذیر برای استناد<sup>۲</sup> ایجاد نموده است. (Goldberg & Zipursky, 2013, p. 1756) بنابراین، فرض تقلب در بازار یک فرض مطلق نیست و خلاف آن قابل اثبات است.<sup>۳</sup>

با این حال اثبات عدم آگاهی زیان دیده از اطلاعات نادرست برای اثبات خلاف فرض مذکور کافی نخواهد بود. تئوری تقلب در بازار، شرط سببیت معامله را به گونه‌ای تفسیر می‌کند که معنای آن استناد به درستی قیمت بازار است و قیمت بازار به شرطی درست خواهد بود که بازار کارآمد

۱- به عنوان یکی از شرایط دعوای تقلب کامن لا

#### 2-rebuttable presumption of reliance

۳- در پرونده (Basic Inc. v. Levinson, 1988) در این خصوص گفته شده:

«نظریه تقلب در بازار یک فرض سه لایه از استناد غیرمستقیم ایجاد نموده است. اولاً، فرض می‌شود که افشای اطلاعات نادرست بر قیمت بازار اثر گذار بوده است. ثانیاً، فرض می‌شود که خریدار، در واقع به قیمت بازار به عنوان نشان دهنده ارزش سهم استناد(اعتماد) کرده است. ثالثاً، معقول بودن آن استناد فرض می‌شود. همه این فروض لازم است تا استناد واقعی محقق شود. فرض اول برای اثبات این که نسبت به خریدار تقلب صورت گرفته، لازم است. لذا خواننده می‌تواند خلاف آن را با اثبات این که بازار به تقلب واکنش نشان نداده و قیمت بازار تحت تأثیر اطلاعات نادرست قرار نگرفته، و در نتیجه هیچ تقلبی نسبت به خریدار اعمال نشده، ثابت کند. فرض دوم لازم است تا دادگاه دریابد که خواهان در واقع به اطلاعات نادرست اعتماد نموده است. لذا خواننده می‌تواند با اثبات این که خواهان حتی اگر از تدلیس آگاه می‌بود اوراق بهادار را می‌خرید؛ خلاف آن را ثابت نماید. خلاف فرض آخر هم که بر اساس آن استناد به قیمت بازار معقول است، با اثبات این که خواهان می‌دانسته که اطلاعات نادرست است، قابل اثبات است. اگر خواهان از تحقق تدلیس آگاه باشد، منطقی، اعتقاد دارد که قیمت تحت تأثیر آن قرار گرفته است. در این حالت، دادگاه معقول بودن استناد و اعتماد وی به قیمت بازار را مفروض تلقی نمی‌کند.»

(به این معنا که بازار به سرعت منعکس کننده همه اطلاعات جدید است) باشد. (Macey & Miller, 1990, p. 1060) با این تفسیر، نا آگاهی سرمایه گذار از اطلاعات نادرست افشا شده، اثری نخواهد داشت. در عوض آنچه مهم خواهد بود تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت بازار است و این که اطلاعات سبب افزایش غیر واقعی قیمت یک سهم خاص می شود. لذا، با اعمال این تئوری، بررسی این که آیا اطلاعات نادرست به طور تصنعی سبب افزایش قیمت سهام شده است جایگزین بررسی شخصی میزان آگاهی سرمایه گذاران خاص از اطلاعات نادرست می شود و خواهان برای تحقق استناد صرفاً، باید ثابت کند که به درستی قیمت بازار استناد نموده است، در حالی که قیمت تحت تأثیر اطلاعات نادرست به طور غیر واقعی افزایش یافته است. (Fischel, 1989, p. 909)

به این ترتیب و با توجه به دو مبنای اصلی فرض تقلب در بازار، به طور کلی اثبات خلاف این فرض به دو صورت اصلی ممکن است: اولاً، اثبات عدم کارآمدی بازار (به معنای عدم واکنش قیمت به اطلاعات افشا شده)، که این نتیجه را در پی دارد که افشای اطلاعات نادرست سبب تحریف قیمت نمی شود و در نتیجه تئوری تقلب در بازار اعمال نمی شود. ثانیاً، اگر ثابت شود که خواهان به درستی قیمت اعتماد نداشته، فرض فوق، منتفی خواهد شد و حتی اگر قیمت بازار واقعاً تحت تأثیر اطلاعات نادرست قرار گرفته باشد، خواهان ملزم به اثبات سببیت واقعی خواهد بود. (Georgakopoulos, 1995, p. 720)

برای اثبات خلاف فرض کارآمدی بازار، نیازی نیست که اثبات شود که بدون اطلاعات نادرست، قیمت کاملاً درست می شد؛ چرا که قیمت ممکن است به دلایل دیگر نادرست باشد. بلکه، مهم تأثیری است که اطلاعات نادرست بر قیمت دارد. (Georgakopoulos, 1995, p. 714) بنابراین، با اثبات عدم کارآمدی بازار، و در نتیجه عدم تأثیر اطلاعات نادرست بر قیمت سهم، با توجه به این که بازار به علت فقدان کارآمدی، اطلاعات نادرست را در قیمت سهام منعکس نمی کند، فرض تقلب در بازار منتفی می شود و نمی توان از تأثیر اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار، تأثیر آن بر تصمیم سرمایه گذاران را استنباط نمود.

فرض اعتماد سرمایه گذار به قیمت بازار نیز در صورتی که وی به درستی قیمت بازار اعتقاد

نداشته یا این که صرفاً نسبت به قیمت بازار بی تفاوت است، منتفی خواهد شد.<sup>۱</sup> (Prorok 2016, 131) در پرونده (Basic Inc. v. Levinson 1988) اثبات خلاف فرض اعتماد سرمایه گذاران به اطلاعات، از طریق اثبات تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار حتی در صورت علم به واقع یا آگاهی سرمایه‌گذار از نادرستی اطلاعات پذیرفته شده است.

البته، اگر خلاف فرض تقلب در بازار با اثبات ناکارآمدی بازار یا عدم اعتماد سرمایه‌گذار به درستی قیمت اوراق بهادار ثابت شود، نتیجه اثبات این امور شکست خواهان در دعوا نیست، بلکه تنها فرض تقلب در بازار از بین می‌رود. بنابراین، در این حالت نیز خواهان‌ها می‌توانند با اثبات استناد واقعی (در برابر مفروض) بدون استفاده از فرض در دعوا موفق شوند.<sup>۲</sup> (Goldberg & Zipursky, 2013, p. 1782)

#### د- فرض سببیت ضرر

گفته شد که منظور از سببیت ضرر این است که اطلاعات نادرست می‌بایست سبب تغییر قیمت اوراق بهادار شود. با این حال با توجه به گستردگی عوامل مؤثر بر قیمت اوراق بهادار، تعیین میزان تأثیر افشای اطلاعات بر قیمت دشوار است. به همین دلیل در برخی نظام‌های حقوقی رابطه اطلاعات نادرست افشا شده و تغییر قیمت اوراق بهادار مفروض گرفته شده است:

۱. در حقوق آمریکا در دعوی موضوع ماده ۱۱ قانون اوراق بهادار، خواهان‌ها ملزم به اثبات وجود رابطه سببیت بین افشای اطلاعات نادرست و کاهش قیمت، نشده‌اند و به جای آن تغییر قیمت اوراق بهادار ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات تلقی می‌شود. با این حال، خوانده می‌تواند با اثبات این که تمام یا بخشی از کاهش قیمت ناشی از عوامل خارجی است، خسارات را تقلیل دهد و خسارت به نسبت میزانی که خوانده ثابت نموده که ناشی از خطای او نیست تقلیل می‌یابد. (Bohn & Choi, 1996, p. 914)

۲. در حقوق کبک، این فرض پیش‌بینی شده که اگر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات

1- si l'investisseur a réalisé des transactions sur le marché soit en ne croyant pas à l'intégrité du marché soit en étant simplement indifférent à cette intégrité

۲- در این صورت دعوا به دعوی تقلب کامن لا نزدیک است.

ثابت شود؛ تغییرات قیمت پس از آن عقاد معامله از سوی خواهان، ناشی از نقض الزامات مذکور و انتشار اطلاعات نادرست تلقی می شود. با این حال اگر خواننده بتواند ثابت کند که تغییرات قیمت اوراق بهادار قابل انتساب به اطلاعات نادرست یا گمراه کننده یا اطلاعات مهم افشا نشده نیست؛ تغییرات قیمتی که مرتبط با اطلاعات نیست در محاسبات خسارت وارده لحاظ نمی شود.<sup>۱</sup> (ROUSSEAU S. , 2009, p. 753)

#### ه- اعمال نظریه از دست دادن فرصت

این تئوری، یکی از راهکارهای لحاظ کردن خطر و عدم قطعیت توسط حقوق است. (LAY, 2004, p. 11) به طور سنتی، زیان قابل جبران باید قطعی و مستقیم باشد و زیان احتمالی قابل جبران نیست و در صورت تردید در وجود رابطه سببیت دعاوی جبران خسارت می بایست رد شود. با این حال، تئوری از دست دادن فرصت با هدف غلبه بر عدم قطعیت و حتی عدم وجود رابطه سببیت بین تقصیر و زیان نهایی از سوی رویه قضایی فرانسه ارائه شده است. (LAY, 2004, p. 12) به این ترتیب، از دست دادن فرصت در حد واسط بین ضرر احتمالی و ضرر قطعی قرار می گیرد و امکان جبران جزئی زیان را فراهم می کند. (TELLIER, 2013, p. 2)

در این موارد، حقوق یک ارزش قطعی برای وجود یک فرصت به رسمیت می شناسد و بنابراین، از بین بردن این فرصت، خود یک زیان قطعی است. چراکه بدون شک یک بلیط بخت آزمایی که مالک آن شانس بسیار کمی برای برنده شدن دارد، خود دارای ارزش است و در برابر مبلغی پول، می توان آن را فروخت. (Viney and Jourdain 1998, 73) با این تحلیل، نفس از دست دادن فرصت یک زیان قطعی است؛ نه احتمالی. (Chabas 2000, 410) در واقع، از دست

---

۱- در ماده ۲۲۵.۳۰ قانون اصلاح قانون راجع به اوراق بهادار و دیگر مقررات قانونی کبک مصوب ۲۰۰۷ اثبات این که تغییرات قیمت ناشی از نقض الزامات مذکور نیست، بر عهده خواننده دعوا قرار گرفته است و خواننده می تواند با اثبات این که تمام یا بخشی از تغییر قیمت ناشی از افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده یا عدم افشای اطلاعات با اهمیت نیست، خود را از تمام یا بخشی از مسئولیت برهاند.

«225.30. Le calcul des dommages-intérêts ne prend pas en compte les fluctuations du cours des titres dont le défendeur établit qu'elles ne sont pas attribuables à la publication d'une information fausse ou trompeuse ou à un manquement à une obligation d'information occasionnelle.»

دادن فرصت یک زیان مستقل از ضرر نهایی است که شامل از دست دادن امکان ایجاد یک رویداد مطلوب می‌شود و زبانی که در اینجا جبران می‌شود، با زیان نهایی ماهیت یکسان ندارد.<sup>۱</sup> در این صورت هرچند، تحقق فرصت احتمالی است، اما چون خود فرصت دارای ارزش مالی است، از بین بردن قطعی آن مصداق یک زیان قطعی است (TELLIER, 2013, p. 2).

اعمال نظریه از دست دادن فرصت به معنی نادیده گرفتن شرط رابطه سببیت در مسئولیت مدنی نیست؛ بلکه در این موارد نیز لازم است بین از دست دادن فرصت و عمل زیان‌بار رابطه سببیت برقرار شود.<sup>۲</sup> در واقع اشکال در وجود رابطه سببیت در این موارد از این ناشی می‌شود که ضرر وارده را همان ضرر نهایی بدانیم.<sup>۳</sup> اما اگر نفس فرصت از دست رفته را ضرر مستقل تلقی نماییم رابطه سببیت به معنی سنتی آن وجود خواهد داشت، به این معنا که اگر تقصیر خوانده نبود، فرصت هم از دست نمی‌رفت.<sup>۴</sup> (Kazemi, 2000, p. 204)

امروزه در رویه قضایی فرانسه نظریه از دست دادن فرصت در زمینه‌های بسیار متنوعی اجرا شده (Viney and Jourdain 1998, 78) که یکی از این زمینه‌ها دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات است.

در زمینه مسئولیت مدنی ناشی از نقض تعهد پزشکان به ارائه اطلاعات، تئوری از دست دادن فرصت، با هدف «غلبه بر دشواری‌های اثبات رابطه سببیت» از سوی قضات فرانسوی اعمال شده، که اجازه می‌دهد جبرانی جزئی اما مفید برای زیان دیده ارائه گردد. در واقع، هرچند قطعی نیست که تقصیر پزشک علت منحصر وضعیت بیمار باشد، اما دست کم امکان بهبود وضعیت وی را از وی سلب نموده است. این وضعیت تا حدودی به موارد افشای اطلاعات نادرست و گمراه کننده در

۱ - زبانی که برخی آن را زیان انتزاعی (Préjudice abstrait) ناشی از محرومیت از فرصت خوانده‌اند. (LAY, 2004, p. 13)

۲ - «وقتی قاضی فرصت از دست رفته را در نظر می‌گیرد، مفهوم سببیت را رها نمی‌کند، بلکه با رجوع به قانون احتمالات آن را کامل می‌کند.» (Kazemi, 2000, p. 204)

۳ - از دست دادن فرصت، در واقع یک زیان فرضی واسط بین تقصیر و زیان واقعی برای ایجاد رابطه سببیت قطعی است. (Ventura, 2015)

۴ - رویه قضایی فرانسه رویکردی بسیار مضیق در قبال محرومیت از فرصت کسب سود اتخاذ نموده است. اما در قبال محرومیت از فرصت اجتناب از ضرر منعطف‌تر است. (LAY, 2004, p. 47)



بورس نیز تسری یافته و گفته می‌شود که تقصیر ناشر در افشای اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده، حتی اگر اطلاعات غلط به‌طور قطعی سبب منحصر تصمیم به سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری نباشد، فرصت اتخاذ تصمیم آگاهانه از سرمایه‌گذار و تصمیم‌گیری بهتر را سلب نموده است. (VALANCE, 2007, p. 33)

در توجیه اعمال نظریه مذکور در این دعاوی گفته شده ایراد روش جبران زیان قطعی این است که در آن «ویژگی ضرورتاً توأم با خطر بودن معاملات بورسی» نادیده گرفته می‌شود. درحالی‌که با اعمال نظریه از دست رفتن فرصت، قضاوت ریسک ناشی از سایر عوامل<sup>۱</sup> را نیز در تقویم خسارات لحاظ می‌کنند. (VALANCE, 2007, p. 25) همچنین گفته شده، تقصیر ناشر در افشای اطلاعات نادرست یا ناقص، حتی اگر دلیل منحصر کاهش ارزش سرمایه‌گذاری بورسی نباشد، به هر حال فرصت سرمایه‌گذار برای عدم سرمایه‌گذاری و لذا عدم تحمل زیان ناشی از سرمایه‌گذاری را از وی سلب نموده است.<sup>۲</sup> (Ventura, 2015) در ادامه سیر تحول رویکرد رویه قضایی فرانسه نسبت به اعمال نظریه از دست دادن فرصت در دعاوی مربوط به نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

---

۱ - اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده باید بر قیمت اوراق بهادار اثرگذار باشد. دشواری‌های اثبات زیان بر اثر اطلاعات بر قیمت متمرکز است. چگونه می‌شود ثابت کرد که اگر قیمت تغییر می‌کند، این ناشی از اطلاعات نادرست منتشر شده است؟ آیا اثبات این لازم است که اطلاعات بر تصمیم سرمایه‌گذار اثرگذار بوده یا اثبات این که قیمت تحت تأثیر اطلاعات نادرست شده کافی است. با معیار دوم حتی اگر سرمایه‌گذار در زمان تصمیم‌گیری آگاه به اطلاعات نادرست نباشد، می‌تواند تقاضای جبران زیان کند. در فرانسه رویه قضایی پاسخ روشنی به این پرسش نداده است. به نظر برخی تمایل رویه قضایی بر این بوده که اطلاعات، فی‌نفسه قابلیت اثرگذاری بر قیمت را داشته است. این ویژگی‌ها فایده استفاده از تئوری از دست دادن فرصت را مشخص می‌کند. مطابق این تئوری ضرر به «از دست دادن فرصت تصمیم‌گیری آگاهانه» (la perte d'une chance d'arbitrer) (en connaissance de cause) تحلیل می‌شود و اثبات و تقویم زیانهای وارده به خواهانها ضرورت ندارد. همه سهامدارانی که از معامله متأثر از اطلاعات غلط، متحمل زیان شده‌اند یا کسب سود کرده‌اند؛ متحمل زیان واحد شده‌اند که آن «زیان وارده به آزادی تصمیم‌گیری آنها» (l'atteinte à leur liberté d'arbitrer) است. (VALANCE, 2007, p. 19)

۲ - در رویه قضایی فرانسه از دست دادن فرصت انعقاد یک یا چند قراردادی که زیان‌دیده انتظار کسب سود یا امتیازی از آن را داشته، دارای قابلیت ایجاد دعاوی مسئولیت مدنی دانسته شده است. (Viney and Jourdain 1998, 76)

## ۱. پرونده فلاماریون - نظریه از دست دادن فرصت واقعی

در حقوق فرانسه نظریه از دست دادن فرصت در خصوص افشای اطلاعات نادرست برای اولین بار در پرونده فلاماریون<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۳ مطرح شده است.<sup>۲</sup> در این پرونده شرکت در خصوص گزارش‌های نیمسالانه خود، در یک روزنامه اقتصادی اطلاعاتی منتشر نمود و برخی سهامداران که این اطلاعات را نامطلوب تلقی نموده بودند، بلافاصله همه‌ی سهام خود را فروختند. پنج روز بعد، شرکت فروش بلوک سهام خود را به قیمتی دو برابر بالاتر، با تضمین قیمت اوراق بهادار<sup>۳</sup> اعلام کرد، که به سهامداران اقلیت این امکان را می‌داد که سهم را به همان قیمت بفروشند. برخی سهامداران تقاضای جبران خسارت نمودند با این استدلال که تقصیر شرکت در انتشار اطلاعات نادرست سبب زیان آن‌ها شده است، چرا که اگر سهام خود را تحت تأثیر اطلاعات نادرست نمی‌فروختند، می‌توانستند ۵ روز بعد آن‌ها را به دو برابر قیمت بازار بفروشند. (VALANCE, 2007, p. 15)

در مرحله بدوی، دادگاه تقاضا را رد کرد، با این استدلال که ناشر مرتکب هیچ تقصیری نشده است. اما در مرحله تجدیدنظر دادگاه پذیرفت که رفتار ناشر سبب محرومیت سهامداران مذکور از فرصت فروش اوراق بهادارشان در قالب تضمین قیمت (به قیمتی که سهام بلوک کنترلی واگذار شده)، و به عبارت دیگر فرصت فروش سهام به قیمت بالاتر، شده است. اطلاعات نادرست منتشر

1 - TGI Paris, 5e ch. 2e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, Flammarion, inédit - CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, Flammarion, JurisData n° 2003-224156 : RTD com., 2004, n° 2, p. 316, note C. Champaud et D. Danet ; Bull. Joly Sociétés, 2004, n° 1, p. 84, note J.-J. Daigre ; Bull. Joly Bourse, 2004, n° 1, § 4, p. 43, note E. Dezeuze ; Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, p. 93, note D. Poracchia ; D., 2004, n° 25, p. 1802, note Y. Reinhard ; RTD com. 2004, n° 1, p. 132, note N. Rontchevsky ; JCP E, mai 2004, n° 19, 695, p. 769, note G. de Vries.

۲ - دادگاه تجدیدنظر پاریس در سال ۱۹۹۳ ( CA Paris, 25 juin 1993, Solente c/ Sté banque Vernes et ) Juris-Data n° 1993-023022. commerciale de Paris جبران زیان ناشی از محرومیت از فرصت فروش سهام به قیمت بالاتر را پذیرفت. (LAY, 2004, p. 43) همچنین شعبه تجاری دیوان عالی فرانسه در سال ۱۹۹۶ (Cass. com., 10 déc. 1996, n° 94-16.082) مقرر کرد که نقض تعهد به افشای اطلاعات سرمایه‌گذار را تنها از «فرصت گریز از خطری که در نهایت محقق شده، با اتخاذ یک تصمیم آگاهانه‌تر» محروم نموده است. (Maudouit, 2008, p. 59)

۳ - Garantie de cours: تضمین قیمت رویه ایست که به طور خودکار پس از فروش سهام یک بلوک کنترلی اعمال می‌شود و به سهامداران اقلیت این امکان را می‌دهد که سهامشان را به همان قیمتی که سهامدار اکثریت فروخته است، بفروشند.

شده از سوی شرکت سبب شد که سهامداران اقلیت فرصت نفروختن سهامشان در زمان اعلام اطلاعات منفی با این انگیزه که بعداً سهام را بفروشند، را از دست بدهند. در این پرونده با توجه به احتمال بسیار پایین عدم انعقاد معاملات در زمان انتشار اطلاعات نادرست، و احتمال بالای انعقاد معامله، دادگاه تجدیدنظر زیان وارده به سرمایه‌گذاران بابت از دست دادن فرصت را، حدود ۸۸ درصد تعیین کرد. (Prorok, 2016, p. 228)

این پرونده در یک وضعیت خاص مطرح شده است که در آن تصمیم سرمایه‌گذاری که فرصت آن از دست رفته، کاملاً مشخص است (حفظ مالکیت سهم به منظور قرار دادن آن در وضعیت تضمین قیمت و فروش به دو برابر قیمت). لذا در این فرض، تغییر تصمیم لزوماً مشخص بوده است. درحالی که غالب موارد معمولاً تصمیم سرمایه‌گذاری که امکان اتخاذ آن از دست رفته، شبیه این مورد نخواهد بود (Prorok 2016, 229) و حتی اگر احراز شود که سرمایه‌گذار در صورت علم به واقع، از انعقاد معامله خودداری می‌نمود، نمی‌توان به‌طور قطع گفت که وی فرصت انعقاد چه معامله‌ای را از دست داده است.

## ۲. نظریه از دست دادن فرصت انتزاعی

اعمال تئوری از دست دادن فرصت در موارد نقض تعهد به ارائه اطلاعات، غالباً در مواردی صورت گرفته که اطلاعات به صورت شخصی ارائه شده است؛ مثل فرض تقصیر پزشک در ارائه اطلاعات. درحالی که در فرضی که اطلاعات نادرست به‌طور عمومی افشا شده، احراز این که یک شخص خاص، تحت تأثیر اطلاعات نادرستی که به عموم ارائه شده است؛ فرصت اتخاذ تصمیم خاصی را از دست داده، دشوارتر است. به همین دلیل گفته شده، نظریه سنتی از دست دادن فرصت در فرض ارائه اطلاعات به صورت عمومی، سازگاری کمتری دارد. بنابراین، رویه قضایی فرانسه به منظور اعمال نظریه از دست دادن فرصت در دعاوی ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات، برداشت جدیدی از نظریه از دست دادن فرصت ارائه نموده است که از آن به عنوان از دست دادن فرصت انتزاعی<sup>۱</sup> یاد شده است و شامل زیان کلی وارده به توانایی

---

1- perte de chance *abstraite*

تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار به صورت آگاهانه<sup>۱</sup> می‌شود. (Prorok, 2016, p. 229) مطابق این تحلیل، اطلاعات نادرست ممکن است به‌طور کلی‌تر بر تصمیم مجموعه‌ی سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری اثرگذار باشد: در این صورت اثر اطلاعات نسبت به یک تصمیم سرمایه‌گذار نخواهد بود؛ بلکه اثر آن بر آزادی کلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار بوده و به همین دلیل تغییر انتزاعی تصمیم نامیده شده است. (Prorok, 2016, p. 216) به این ترتیب، زیان تغییر تصمیم انتزاعی، شامل تأثیر اطلاعات غلط بر توانایی ذهنی سرمایه‌گذار برای تصمیم‌گیری آگاهانه در بازار اوراق بهادار و به عبارت دیگر مختل کردن «آزادی انتخاب سرمایه‌گذار»<sup>۲</sup> می‌شود؛ بدون این که به تصمیم سرمایه‌گذاری خاصی مربوط باشد. (Prorok, 2016, p. 232) بنابراین، زیان ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات این بوده که سهامداران امکان تصمیم‌گیری آگاهانه را از دست داده‌اند و از این رو این ضرر، «زیان وارده به توانایی تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذار در بازار مالی»<sup>۳</sup> خوانده شده است.<sup>۴</sup> (Prorok, 2016, p. 232)

مزایای متعددی برای اعمال نظریه از دست دادن فرصت در این دعاوی مطرح شده که اهم آن‌ها به شرح زیر است:

۱. یکی از مشکلات جبران خسارت ناشی از عدم افشای اطلاعات تشخیص زیان دیده است. اعمال نظریه از دست دادن فرصت و برداشت انتزاعی از آن، امکان جبران زیان‌دیدگان مفروض<sup>۵</sup> را فراهم می‌کند (COURET, et al., 2013, p. 21) و از این طریق مشکل تعیین این که چه کسی واقعاً متحمل زیان شده است، حل می‌شود.<sup>۶</sup> (TELLIER, 2013, p. 5)

1- une atteinte générale à la faculté de l'investisseur d'arbitrer en connaissance de cause.

2 - une atteinte générale à sa liberté de choix

3 - l'atteinte à la faculté de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause

۴- برای ملاحظه سیر تحول رویه قضایی فرانسه در جهت پذیرش نظریه از دست دادن فرصت انتزاعی در این دعاوی به کتاب زیر مراجعه شود:

Shamsollahi, Mohsen, Securities Law, Mizan Publishing, Tehran, 1399

5 - victimes supposées

۶- از دست رفتن فرصت سرمایه‌گذاری دیگر، زبانی است که سهامداران شخصاً متحمل شده‌اند و در مقابل متمایز است از دست دادن سرمایه آنها است. (TELLIER, 2013, p. 5)

۲. اعمال تئوری مذکور امکان دور زدن غیرقطعی بودن زیان ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را، فراهم می‌کند (GATCHOUP TCHINDA, 2013, p. 17) و تأثیر نوسانات بورسی در ارزیابی میزان خسارت قابل جبران ملحوظ می‌شود.

۳. جبران زیان بر اساس نظریه محرومیت از فرصت از طریق کاهش سنگینی بار اثبات دعوا، مسیر جبران آسان‌تری برای زیان‌دیدگان را ایجاد کرد. در این موارد کار قضات نیز آسان‌تر است، زیرا دیگر مجبور نیستند که «وضعیت خاص هر سرمایه‌گذار را به‌طور دقیق بررسی کنند.» (KLEIN, 2014, p. 40)

۴. با پذیرش تعریف مذکور از زیان و تعیین زیان به صورت مقطوع، امکان تحقق کارکردهای جبرانی، تنبیهی و بازدارندگی مسئولیت مدنی فراهم شده است. علاوه بر این گفته شده در این روش جبران زیان معنوی مفروض، بی‌تردید حدی از مجازات خصوصی وجود دارد. (Prorok, 2016, p. 246)

۵. راه‌حل مذکور جسورانه و مبتکرانه دانسته شده است. از این جهت که نوعی زیان انتزاعی و ذهنی در آن پذیرفته شده که با ویژگی‌های خاص بازارهای مالی که سرمایه‌گذاران را در وضعیتی قرار می‌دهند که مدام می‌بایست تصمیم‌گیری کنند، منطبق شده است. (Prorok, 2016, p. 266)

۶. این راه‌حل کارآمد دانسته شده است، از این جهت که امکان رسیدگی به ادعاهای متعدد را فراهم می‌کند و درعین حال محدود باقی می‌ماند. (Prorok, 2016, p. 266)

با این حال اعمال راه‌حل مذکور از انتقاد مصون نبوده و اشکالات مختلفی بر اعمال آن وارد شده است:

اولاً، اعمال تئوری مذکور، از این حیث که لزوماً به جبران جزئی ختم می‌شود، در دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، مغایر اصل جبران کامل خسارت است.<sup>۱</sup> (KLEIN, 2014, p. 52) با این استدلال که «کاهش میزان خسارت قابل جبران و جبران جزئی خسارت بابت فرصت از دست رفته، به بهانه ویژگی توأم با ریسک بودن سرمایه‌گذاری، قابل قبول نیست و حق بر جبران خسارت، نباید به صرف این که سرمایه‌گذار عملی توأم با خطر، را

---

۱ - این تحلیل، تنها اجازه جبران نوع واحدی از زیان را می‌دهد و مانع جبران همه مصادیق تغییر قیمت اوراق بهادار یا تغییر واقعی تصمیم سرمایه‌گذاران می‌شود. (Prorok, 2016, p. 266)

انجام داده است، تغییر کند. خطر بورسی کاملاً متمایز است از خطر از دست دادن فرصت و اصولاً، نمی‌تواند کاهش حق جبران خسارت را توجیه کند.<sup>۱</sup> (KLEIN, 2014, p. 42) با این حال در رد این ایراد گفته شده، هرچند اعمال تئوری از دست دادن فرصت، به قضات امکان کاهش خسارت قابل جبران را می‌دهد؛ اما این نوع جبران تخلف از اصل جبران کامل خسارت نیست، بلکه خسارت ناشی از محرومیت از فرصت نیز به نوبه خود کامل است. (Maudouit, 2008, p. 59) در واقع لزوم جبران جزئی خسارت محرومیت از فرصت و کمتر بودن آن از زیان اصلی، خود از اصل جبران کامل خسارت ناشی می‌شود و اصل مذکور ایجاب می‌کند که در احتساب خسارت، همه عوامل مؤثر بر تحقق زیان نظیر احتمال نوسانات بورسی لحاظ شود. (LAY, 2004, p. 51) بنابراین، صرف اعمال نظریه از دست دادن فرصت و جبران خسارت جزئی بر اساس احتمال تحقق فرصت، نمی‌تواند مغایر اصل جبران کامل خسارت تلقی شود.

ثانیاً، در رویه قضایی فرانسه با اعمال نظریه از دست دادن فرصت و انتزاعی نمودن فرصت در دعوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، جبران زیان به نرخ مقطوع صورت گرفته (LAY, 2004, p. 49) و قضات صرفاً به پرداخت مبلغ معینی پول برای جبران زیان ناشی از محرومیت از فرصت کسب سود یا دفع ضرر رأی داده‌اند، بدون این که هیچ توضیحی درباره این که چه تحلیلی به نتیجه مذکور ختم شده، و نقش هر عامل (نوسانات بورسی، اطلاعات نادرست و ...) در میزان خسارت وارده به چه میزان است، ارائه دهند. (LAY, 2004, p. 52)

این روش مغایر اصول عام مسئولیت مدنی و اصول حاکم بر تئوری از دست دادن فرصت است. چرا که مطابق این تئوری، قاضی برای تعیین میزان خسارت باید یک ارزیابی دوگانه انجام دهد. از یک سو باید تخمین بزند که اگر فرصت از دست رفته محقق می‌شد، سرمایه‌گذار چه

---

۱ - تعیین زیان قابل جبران بر اساس از دست دادن فرصت، بدون در نظر گرفتن اثر واقعی افشای اطلاعات نادرست یا ناقص بر شکل‌گیری قیمت سهم صورت می‌گیرد و بنابراین امکان جبران کامل خسارتی که واقعاً به سرمایه‌گذار وارد شده است، از بین می‌رود. نتیجه استانداردسازی جبران زیان بر اساس از دست دادن فرصت، عدم پذیرش هر گونه جبران گسترده‌تر از خسارت وارده است. به طور خاص، خسارت را هیچگاه نمی‌توان بر اساس تأثیر اطلاعات بر ارزش اوراق بهادار ارزیابی نمود، هر چند تردیدی نیست که اطلاعات بر ارزش اوراق بهادار اثر مستقیم دارد. (KLEIN, 2014, p. 41)

وضعیتی پیدا می‌کرد. از سوی دیگر باید خود فرصت و به عبارت دیگر احتمال تحقق آن را ارزیابی کند و خسارت قابل جبران را بر اساس احتمال تحقق فرصت تعیین نماید. بنابراین، در حالی که اشاره به ضرر نهایی برای ارزیابی خسارت ناشی از محرومیت از فرصت ضروری است؛ (LAY, 2004, p. 54) در تعیین خسارت به نرخ مقطوع به هیچ‌یک از این موارد توجهی نمی‌شود. با این وجود، در توجیه تعیین خسارت به نرخ مقطوع، گفته شده در این دعاوی، درصد احتمال تحقق فرصت، غیرقابل محاسبه است<sup>۱</sup> (COURET, et al., 2013, p. 19) و همین احتمالی بودن زیان وارده و کثرت عوامل مؤثر بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران، مبنای توجیه تقویم خودسرانه و غیردقیق زیان ناشی از اطلاعات نادرست، است. (KLEIN, 2014, p. 51) با این حال، دشواری محاسبه زیان محرومیت از فرصت، تعیین خسارت به صورت مقطوع را توجیه نمی‌کند و در هر حال خسارت قابل جبران می‌بایست بر حسب درجه احتمال تأثیر اطلاعات بر رفتار سرمایه‌گذار تقویم شود.<sup>۲</sup> (Maudouit, 2008, p. 60)

ثالثاً، تعیین خسارت بر مبنای از دست دادن فرصت انتزاعی، از این منظر که موجب می‌شود دست قاضی در تعیین میزان خسارت باز باشد و به عبارت ویرگی مستبدانه و خودسرانه<sup>۳</sup> پیدا کند، نیز قابل انتقاد است. این راه‌حل از این جهت مستبدانه است، که موجب می‌شود تعیین خسارت به

---

۱- در فرض محرومیت دانش آموز از حضور در آزمون، ممکن است دانش آموز کم استعدادی در آزمون موفق شود و دانش آموز مستعدی در آزمون رد شود. این یک ارزیابی با پیش فرض (évaluation par défaut) است و در محرومیت از فرصت از مفهوم زیان واقعی دور هستیم. اما هیچ راه حل دیگری برای این موارد وجود ندارد. (COURET, et al., 2013, p. 19)

۲- مبتنی کردن جبران خسارت بر محرومیت از فرصت، به تعیین خودسرانه زیان قابل جبران مشروعیت نمی‌دهد. سهامداری که در بازارها سرمایه‌گذاری می‌کند، آماده تحمل خطر بورسی است و زیان‌های ناشی از آن را نمی‌تواند مطالبه کند. تنها زیان ناشی از محرومیت از فرصت ناشی از نشر اطلاعات گمراه‌کننده است که می‌تواند موجب زیان قابل جبران باشد. (همانگونه که زیان ناشی از احتمالات مربوط به مسابقه اسب سواری متمایز است از زیان ناشی از تقصیر سوارکار که موجب از دست رفتن فرصت پیروزی در مسابقه شده است). بنابراین، گفته شده رویه قضایی فرانسه بین خطر بورسی که مربوط به نوسانات متعارف قیمت اوراق بهادار است و خطر مربوط به از دست رفتن فرصت یک رویداد مطلوب در اثر افشای اطلاعات نادرست خلط نموده است. (KLEIN, 2014, p. 51)

اختیار قاضی واگذار شود<sup>۱</sup> و قاضی بدون ارزیابی خسارت واقعی وارده میزان خسارت را به صورت دلبخواهی تعیین می‌کند.<sup>۲</sup> (Prorok, 2016, p. 266)

### ۳. تأثیر اعمال نظریه از دست دادن فرصت انتزاعی بر احراز رابطه سببیت

جبران زیان بر مبنای از دست دادن فرصت با هدف تسهیل اثبات وجود رابطه سببیت، در مواردی که ورود زیان احتمالی است به عمل آمده است؛ با این حال اعمال این نظریه به منزله الزامی نبودن وجود رابطه سببیت بین فعل زیان‌بار و زیان وارده نیست. در واقع با اعمال این نظریه اثبات وجود رابطه سببیت بین فعل زیان‌بار و تحقق زیان نهایی لازم نیست؛ اما به جایان می‌بایست وجود رابطه بین عمل زیان‌بار و از دست دادن فرصت به عنوان نوعی زیان واسطه‌ای<sup>۳</sup> اثبات شود که قدری راحت‌تر است. در خصوص سرمایه‌گذاری که در دوران انتشار اطلاعات نادرست در بازار اوراق بهادار تصمیم‌گیری نموده، نیز ضرورتی وجود ندارد که سرمایه‌گذار ثابت کند که اطلاعات برای تصمیم‌گیری وی اثر تعیین‌کننده داشته است و بدون اطلاعات مذکور وی تصمیم‌گیری نمی‌کرده است؛ بلکه تنها لازم است ثابت شود که وی بدون اطلاعات مذکور فرصت عدم اتخاذ تصمیم مذکور را داشته است. با این تحلیل، هرچند اثبات وجود رابطه سببیت ساده‌تر می‌شود. در عین حال، در صورت پذیرش انتزاعی بودن از دست دادن فرصت، احراز هیچ رابطه‌ی سببیتی لازم نخواهد بود، و می‌توان تصور کرد که در صورت افشای اطلاعات نادرست

۱ - مشکل اصلی ارزیابی زیان ناشی از از دست رفتن فرصت، واگذاری آن به اختیار قاضی است. زیان ناشی از محرومیت از فرصت غیر قابل محاسبه است. از این رو گفته شده که تئوری از دست دادن فرصت مغایر حقوق دفاعی خواندگان و حق امنیت قضایی است. (COURET, et al., 2013, p. 34)

۲ - البته این ایراد نسبت به اصل نظریه از دست دادن فرصت نیز وارد است. رأی قدیمی دیوان عالی فرانسه تأیید می‌کند که در موضوع محرومیت از فرصت، «هیچ قاعده حقوقی قضات را ملزم به اعمال یک روش مشخص برای تعیین اهمیت زیان وارده نمی‌کند. در نتیجه قضات در این ارزیابی مختار هستند و ارزیابی آنها از کنترل دیوان عالی نیز خارج است.» (LAY, 2004, p. 59)

Cass. 2<sup>ème</sup> civ., 20 déc. 1966, Consorts Savreux c/ Cie d'assur. La providence et autres : D. 1967, jur., p. 669,  
3 -préjudice intermédiaire



بااهمیت، آزادی تصمیم‌گیری هر سرمایه‌گذاری مختل شده باشد. چنانچه گفته شده: «در این سطح از عمومیت، نمی‌توان فهمید که چرا زیان وارده به هر دارنده یک پورتفوی بورسی جبران نمی‌شود: حتی اگر او مالک سهام شرکت مربوطه نیست. این شخص نیز در معرض همان زیان وارده به آزادی تصمیم‌گیری است.» (Prorok, 2016, pp. 239-240)

در پرونده ویواندی دادگاه علاوه بر خرید یا حفظ مالکیت سهم، فروش اوراق بهادار را نیز از موارد قابل جبران دانست. در این پرونده دادگاه، در محدود کردن تصمیمات زیان‌بار قابل جبران به دوره انتشار اطلاعات نادرست تلاش نمود و بر اساس آن فرضی غیرقابل رد<sup>۱</sup> برای رابطه سببیت پیش‌بینی شد: هر سهامداری که اوراق بهادار را در دوران انتشار اطلاعات نادرست خریداری کند، فرض بر آن خواهد بود که متحمل زیانی شده که مستقیماً از اطلاعات مذکور ناشی می‌شود؛ بدون این که خلاف این فرض قابل اثبات باشد. نتیجه این تحلیل این خواهد بود که برای جبران زیان، هیچ لزومی به اثبات رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشا، و یک تصمیم سرمایه‌گذاری دیگر وجود ندارد و تنها اثبات افشای اطلاعات نادرست و گمراه‌کننده به علاوه انعقاد معامله در دوره افشای اطلاعات نادرست کافی خواهد بود. آنچه که از آن به عنوان «از بین رفتن شرط رابطه سببیت»<sup>۲</sup> یاد شده است. (Prorok, 2016, p. 265)

## نتیجه

هیچ‌گاه اطلاعات به تنهایی بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار نیست و مجموعه‌ای از عوامل معلوم و غیرمعلوم بر این موارد اثرگذار است. درواقع، نوسان قیمت اوراق بهادار اگر تحت تأثیر شرایط بازار و عوامل متعارف باشد (خطر بورسی) زیان قابل جبران محسوب نمی‌شود، چراکه سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار مستلزم پذیرش این خطر است که محاسبات سرمایه‌گذار در عمل درست در نیامده و بر خلاف انتظار وی قیمت سهام سقوط کند. در این موارد اشخاص نمی‌توانند مسئولیت سرمایه‌گذاری‌های بد خود را بر عهده ناشر قرار دهد. از این رو،

---

1- irrefragable

2- La disparition de la causalité

تنها در صورتی تغییر قیمت اوراق بهادار می‌تواند ضرر قابل جبران محسوب شود که ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات باشد.

با این حال امکان تفکیک اثر نقض این الزامات و سایر عوامل مؤثر بر قیمت، به آسانی وجود ندارد و به همین دلیل نمی‌توان به طور قطع به این نتیجه رسید که چه بخش از تغییر قیمت ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات است. این در حالی است که مسئولیت مدنی مستلزم احراز زیان قطعی و وجود رابطه سببیت قطعی بین زیان وارده و عمل زیان بار است و بدون وجود این شرایط امکان اعمال قواعد مسئولیت مدنی وجود ندارد. برای رفع این مشکل در حقوق ایالات متحده، فرض رابطه سببیت از سوی قانون‌گذار و رویه قضایی ایجاد شده است و بر اساس آن امکان جبران خسارت وارده برای سرمایه‌گذاران فراهم شده است. در حقوق فرانسه نیز، با اعمال نظریه از دست دادن فرصت که هدف از طرح آن ایجاد امکان جبران برخی زیان‌های غیرقطعی است، امکان جبران زیان وارده به سرمایه‌گذاران، فراهم شده است.

در حقوق ایران، اعمال نظریه از دست دادن فرصت در خصوص این دعاوی امکان‌پذیر به نظر نمی‌رسد. چراکه خود نظریه از دست دادن فرصت در حقوق ایران نظریه‌ای نوپا است و هنوز مورد اقبال قانون‌گذار یا رویه قضایی قرار نگرفته است و پذیرش برداشت خاصی از این نظریه در دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات که مبتنی بر از دست دادن یک فرصت انتزاعی است، در حقوق ایران دور از ذهن به نظر می‌رسد. خصوصاً این که اعمال این نظریه در دعاوی مورد بحث در خود حقوق فرانسه نیز، از جهات مختلفی نظیر مغایرت آن با اصل جبران کامل خسارت و جبران جزئی خسارت، مورد انتقادات شدیدی قرار گرفته است.

در مقابل، توسل به امارات قانونی یا قضایی در حقوق ایران می‌تواند راهگشا باشد و با توجه به دشواری تشخیص میزان تأثیر اطلاعات بر قیمت و عدم امکان تفکیک اثر اطلاعات نادرست از عوامل متعارف مؤثر بر قیمت، دخالت قانون‌گذار یا رویه قضایی برای تسهیل احراز رابطه سببیت بین نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات و زیان وارده، ضروری به نظر می‌رسد. بنابراین، قانون‌گذار می‌تواند با وضع قانون اماره‌ای قانونی ایجاد کند که در صورت نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات از سوی ناشران اوراق بهادار (اعم از افشای اطلاعات نادرست یا عدم افشای اطلاعات با اهمیت)، تغییرات قیمتی که در یک حد فاصل زمانی رخ داده ناشی از اطلاعات نادرست یا اطلاعات با اهمیت افشانشده فرض شود، مگر این که خلاف این اماره اثبات گردد.

در عین حال، در صورتی که قانون‌گذار در این زمینه اقدام نکند، رویه قضایی می‌تواند بر مبنای غلبه اماره‌ای قضایی ایجاد نماید که بر اساس آن در صورتی که نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات رخ دهد؛ تغییر قیمت در یک بازه زمانی مشخص متناسب به نقض این الزامات تلقی گردد؛ مگر این که خوانده بتواند ثابت کند که نقض این الزامات سبب تمام یا جزئی از تغییر قیمت نبوده است.

## References

- [1] Ebrahimi, M. (2010). Civil Liability for Violation of Information Disclosure Requirements in Stock Trading (Comparative Study of Iranian and American Law). *Stock Exchange Quarterly*, No. 15, 161-189. (In Persian)
- [2] Sawtelle, S. D. (2011). *Securities Fraud Liability of Secondary Actors*. Washington: DIANE Publishing.
- [3] Ayres, I. (1991). Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market. *Virginia Law Review*, 77 (5), 945-999.
- [4] *Basic Inc. v. Levinson*, 86-279. (Supreme Court of United States. March 7, 1988).
- [5] Bohn, James, and Stephen Choi. "Fraud in the New-Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions." *University of Pennsylvania Law Review* 144 (1996): 903-984.
- [6] Chabas, F. (2000). *Obligations : théorie générale* (9 ed., Vols. Leçons de droit civil Henri, Jean et Léon Mazeaud). Paris: L.G.D.J.
- [7] Cornell, B., & Morgan, R. G. (1989). Using finance theory to measure damages in fraud on the market cases. *UCLA L. Rev.*, 37, 883-923.
- [8] Cornu, G. (1990). *Vocabulaire Juridique*. Paris: Presses Universitaire de France.
- [9] COURET, A., FIELD, B., SCHMIDT, D., FRANCOIS, B., DECKERT, K., de LA COTARDIERE, A., et al. (2013). *QUELLES STRATEGIES FACE AUX ABUS DE MARCHE ? Réparer, transiger, sanctionner*. paris: Colloque du 27 novembre 2013.
- [10] Cox, J. D. (1997). MAKING SECURITIES FRAUD CLASS ACTIONS. *ARIZONA LAW REVIEW*, VOy. 39, 497-525.
- [11] Fisch, J. E. (2009). Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud. *IOWA LAW REVIEW*, 94, 810-873.
- [12] Fisch, J. E. (2009). CONFRONTING THE CIRCULARITY PROBLEM IN PRIVATE SECURITIES LITIGATION. *WISCONSIN LAW REVIEW*, 264-283.
- [13] Fischel, D. R. (1989). EFFICIENT CAPITAL MARKETS, THE CRASH, AND THE FRAUD ON THE MARKET THEORY. *CORNELL LA W REVIEW*, 74, 907-924.
- [14] FOX, M. B. (2009). CIVIL LIABILITY AND MANDATORY

- DISCLOSURE. *COLUMBIA LAW REVIEW*, VOL. 109 , 237-308.
- [15] Fox, M. B. (1999). RETAINING MANDATORY SECURITIES DISCLOSURE: WHY ISSUER CHOICE IS NOT INVESTOR EMPOWERMENT. *Virginia Law Review* , 5-76.
- [16] GATCHOUP TCHINDA, D. (2013). DROIT COMMUN DE LA RESPONSABILITE CIVILE ET INDEMNISATION DES VICTIMES DES PREJUDICES NES D'INFRACTIONS BOURSIERES : LE CAS DU CAMEROUN. *La Revue de l'ERSUMA*, Numéro 3 , 9-30.
- [17] Georgakopoulos, N. L. (1995). Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud. *UNIVERSITY OF MIAMI LAW REVIEW* , 49, 670-731.
- [18] Goldberg, J., & Zipursky, B. (2013). The Fraud-on-the-Market Tort. *VANDERBILT LAW REVIEW* , 66 (6), 1755-1806.
- [19] Huddleston v. Herman & MacLean, No. 79-3712. (United States Court of Appeals, Fifth Circuit. Unit A March 9, 1981).
- [20] Kazemi, M.(2000), Theory of Loss of Opportunity in Civil Liability. *Journal of the Faculty of Law and Political Science*, 53, 185-229. .(In Persian)
- [21] KLEIN, J. (2014). *L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES*. Paris: le club des juristes.
- [22] LAY, S. (2004). *PERTE D'UNE CHANCE ET DROIT DES MARCHES FINANCIERS*. STRASBOURG : Mémoire présenté en vue de l'obtention du D.E.A de droit des affaires, UNIVERSITE ROBERT SCHUMAN-STRASBOURG III.
- [23] Macey, J. R., & Miller, G. P. (1990). Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory. *Stanford Law Review* , 42 (4), 1059-1092.
- [24] Maudouit, Annie. *OBLIGATION D'INFORMATION ET RESPONSABILITE DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS*. Paris: Université Panthéon-Assas Paris II, Master 2 Professionnel Droit des Affaires, 2008.
- [25] Prorok, J. (2016). *La responsabilité civile sur les marchés financiers*. PARIS : Thèse de doctorat en droit à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II).
- [26] ROUSSEAU, S. (2009). Etude du recours statutaire en responsabilité civile pour le responsabilité civile pour le marche secondaire des valeurs mobilières au Quebec. *43 Revue Juridique Thémis* , 709-775.
- [27] Schlick v. Penn-Dixie Cement Corporation , 1009, Docket 73-2677 (Court of Appeals, 2nd Circuit October 31, 1974).
- [28] Shamsollahi, M. (2020), *Securities Law*, Mizan Publishing, Tehran, (in Persian)
- [29] TELLIER, M. (2013). LA PERTE D'UNE CHANCE DE CONTRACTER OU DE NE PAS CONTRACTER. *Revue de Jurisprudence commerciale*, No. 4 , 1-9.
- [30] Thévenoz, L. (2008). Information, conseil, mise en garde: risques et responsabilité dans les opérations sur valeurs mobilières. In L. Thévenoz, & C. Bovet, *Journée 2007 de droit bancaire et financier* (pp. 19-57). Genève:

Schulthess,.

- [31] Thorsen, M. S., Kaplan, R. A., & Hakala, S. (2006). REDISCOVERING THE ECONOMICS OF LOSS CAUSATION. *J. Bus. & Sec. L.* , 93 (6), 93-126.
- [32] VALANCE, L. (2007). *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*. Paris: Université du Panthéon-Assas (Paris II).
- [33] Ventura, I. (2015, mai 11). *Préjudice boursier et recours*. Retrieved December 11, 2017, from <http://www.peeters-law.be/documents/analyse-items/87-civil-liability-for-disclosure-violation.xml?lang=fr>
- [34] Viney, G., & Jourdain, P. (1998). *Les conditions de la responsabilité*. Paris: L.G.D.J.