

Definition and Elements of “Materiality of Information” Under Stock Market Corporations' Obligation to Disclose Information; A Comparative Study of Iran, U.S. and E.U. Legal Systems

Mohammad Soltani

*Assistant Professor, Department of Economics Law, Faculty of Law,
Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.*

Elyas Noee*

P.hD. Student of Private Law, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

Abstract

A fundamental principle of capital market law is issuers' duty to disclose information with the aim of protecting investors by giving them the opportunity to make deliberate decisions. As mere information disclosure, of any quality or quantity, does not attract investors' attention, particular characteristics are to be considered. Among these characteristics, “Materiality” is of higher importance and worth studying with a comparative glance through laws, regulations and judicial precedent. Iranian laws have not focused on this filed but it seems that based on Disclosure Directive 2007, a one-step criterion exists to assess the materiality of information: “the impact on the price or investor’s decision”. But as it is evident in the two cases known as "TSC" and "BASIC" of America and the "Regulation on Market Abuse" of Europe, we should not be satisfied with this appearance, because this criterion is generic and presumptive, two pillars The other means "conventional investor's approach" and "conventional possibility of influencing investors' decision" is also hidden in it.

Keyword: disclosure, material information, securities, investor, reasonable likelihood.

* **Email:** elyas.noee@gmail.com (Corresponding Author)

فصلنامه علمی دیدگاه‌های حقوق قضائی
مقاله پژوهشی، دوره ۲۹، شماره ۱۰۵، بهار ۱۴۰۳، صفحات ۱۲۳ تا ۱۵۲
تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۲۶ - تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۳

تعریف و اوصاف «اطلاعات دارای اهمیت» در پرتو تکلیف شرکت‌های بورسی برای افشای اطلاعات؛ نگاهی تطبیقی به حقوق ایران، آمریکا و اتحادیه اروپا

امجد سلطانی^۱ استادیار گروه حقوق اقتصادی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

الیاس نوعی^{۱*} دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

چکیده

از اصول بنیادی بازار سرمایه، تکلیف ناشران به افشای اطلاعات است که با هدف حمایت از سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری آگاهانه صورت می‌گیرد. اما صرف افشای اطلاعات، با هر کیفیت یا کمیت، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب نمی‌کند و اطلاعات افشاشده باید دارای ویژگی‌های خاصی باشند. در این میان، «مهم بودن» یک ویژگی اساسی است و ضرورت دارد معنی و اوصاف ثلاثه آن در پرتو مطالعه‌ای تطبیقی در مقررات و رویه قضائی سه نظام حقوقی مشخص شود. در ایران دستورالعمل افشا معیاری را برای شناسایی «مهم بودن اطلاعات» معرفی می‌کند که در ظاهر یک رکن دارد: «تأثیر بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران». اما همان‌طور که در دو پرونده مشهور به «تی‌اس‌سی» و «بیسیک» آمریکا و «مقرره مربوط به سوء استفاده از بازار» اروپا مشهود است، نباید به این ظاهر اکتفا کرد، زیرا این معیار نوعی و ظنی، دو رکن دیگر یعنی «رویکرد سرمایه‌گذار متعارف» و «احتمال متعارف تأثیرگذاری بر تصمیم سرمایه‌گذاران» را نیز در خود مستتر دارد.

واژگان کلیدی: افشا، اطلاعات مهم، اوراق بهادار، سرمایه‌گذار، احتمال متعارف.

مقدمه

یکی از اصول مبنایی حقوق بازار سرمایه، تکلیف شرکت‌ها و ناشران به افشای اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و سهامداران است. مهم‌ترین هدف این اصل، حمایت از سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری آگاهانه و مبتنی بر اطلاعات است (Business Roundtable, 2015: 1). به عبارت دیگر، تکلیف شرکت‌ها به افشای صادقانه اطلاعات و تضمین صحت آن‌ها، سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد برداشت صحیحی از ارزش اوراق بهادار داشته باشند (Sale, 2019: 1047). افشای اطلاعات علاوه بر تأمین منافع سرمایه‌گذاران، منافع شرکت‌ها و ناشران را نیز تأمین می‌کند، زیرا با ایجاد نوعی نظارت بیرونی بر نحوه اداره شرکت، موفقیت مستمر و طولانی مدت آن را تضمین می‌سازد (Choudhury, 2016: 187). تکلیف ناشران به افشای اطلاعات، آن‌ها را به مدیریت بهتر شرکتی و می‌دارد که اطلاعات آن می‌بایست بعداً به نمایش گذاشته شود. لوئیس لاس^۱، مورخ اوراق بهادار،^۲ در این خصوص می‌گوید: «اگر مردم به برهنگی در انظار عمومی ملزم شوند، احتمالاً به ظاهر و اندام خود توجه بیشتری خواهند کرد» (Choudhury, 2016: 188).

برای درک اهمیت افشای صادقانه و دقیق اطلاعات، می‌توان به دو رویداد تاریخی «رکود بزرگ»^۳ و «سقوط بازار بورس»^۴ («سه‌شنبه سیاه»)^۵ در ایالات متحده در سال‌های ۱۹۲۹ و ۱۹۳۰ میلادی اشاره کرد که حداقل یکی از علل وقوع آن، عدم افشای مناسب و عدم اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سهام بود (Sale, 2019: 1048). افشای صادقانه و کامل اطلاعات، موجب اطمینان سرمایه‌گذاران می‌شود و آنان را قادر می‌سازد با اطمینان خاطر، بر سرمایه‌گذاری و اتخاذ تصمیم‌های منطقی متمرکز شوند. اگر افشا به‌درستی محقق شود، شکوفایی اقتصادی و تأمین منافع عمومی از طریق ایجاد بازاری سالم، قدرتمند و دارای بازدهی بالا به ارمغان خواهد آمد (ibid: 1047; Choudhury, 2016: 187).

البته صرف افشای اطلاعات، با هر کیفیت یا کمیت، اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب نخواهد کرد و ضرورت دارد اطلاعات افشاشده، ویژگی خاصی داشته باشند تا بتوان به آن‌ها استناد کرد و بر پایه آن‌ها به تحلیل اوضاع بازار پرداخت. افشا باید دارای دو وصف جامعیت و مانعیت

1. Loius Loss

2. securities law historian

3 : یا «افسردگی بزرگ» the great depression.

4. stock market crash

5. Black Tuesday (October 29, 1929)

باشد^۱: جامع بودن بدین معناست که افشا، تمام اطلاعات «مهم»^۲ و «غیرعمومی»^۳ مربوط به اوراق و شرکت را دربر بگیرد.^۴ در این راستا، کشورها ضمانت‌های اجرایی مختلفی (اعم از حقوقی و کیفری) برای عدم افشا یا افشای اطلاعاتی که دارای دو ویژگی «غیرعمومی» و «مهم» نیستند تعیین کرده و بدین نحو دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات صادقانه را تضمین کرده‌اند (Schipani, 2016: 333-334). از طرف دیگر، مانع بودن به این معناست که از ارائه حجم انبوهی از اطلاعات^۵ به سرمایه‌گذاران خودداری به عمل آید، تا امکان تمرکز آن‌ها بر اطلاعات مهم و مرتبط و در نتیجه تصمیم‌گیری مناسب مالی سلب نشود (Sauer, 2007: 355). زیرا «برخی اطلاعات چنان ماهیت مبهمی دارند که تأکید بر افشای آن‌ها، بیش از آنکه سودمند باشد، مضر است» (Business Roundtable, 2015: 3; Dombalagian, 2018: 719-721).

از میان ویژگی‌های اطلاعات موضوع افشا، اهمیت «مهم بودن اطلاعات»^۶ به مراتب بیشتر است و این مفهوم، محور اصلی و قلب تپندهٔ مباحث مربوط به افشای اطلاعات است (Wiese, 1968: 190) که در بسیاری از دعاوی حقوقی و کیفری ناشی از عدم افشا، دفاع خوانندگان یا مشتکی‌عنهم حول محور ابهام همین مفهوم می‌شود (Horwich, 2011: 37). لذا تا زمانی که مفهوم

1. disclose or abstain rule

2. material

3. non-public

۴. کمیسیون بورس و اوراق بهادار اطلاعاتی را «عمومی» محسوب می‌کند که سرمایه‌گذاران بدون اذن دارندهٔ اطلاعات نمی‌توانند آن را به صورت مجاز تحصیل کنند، یا اطلاعاتی است که انتشار یافته است، اما عموماً در دسترس سرمایه‌گذاران قرار نمی‌گیرد. بنا به نظر کمیسیون بورس و اوراق بهادار اشخاص دارندهٔ اطلاعات می‌بایست پس از افشای اطلاعات، مدت زمانی «متعارف» صبر کنند و سپس اقدام به خرید و فروش نمایند؛ «مدت زمان متعارف» بستگی به شرایط افشا دارد، اما دادگاه‌ها بیشتر بر «مهم بودن» تمرکز کرده‌اند. اولین معیار برای تشخیص مهم یا بااهمیت بودن در پروندهٔ List. V. Fashion Park., Inc. مطرح شد که در آن، بااهمیت بودن اطلاعات بدین چنین تعریف شد: «آیا یک شخص متعارف در تصمیم‌گیری برای انعقاد معامله به اطلاعات مورد نظر اهمیت می‌دهد یا خیر». بر این اساس، هر اطلاعاتی که در یک ارزیابی نوعی و متعارف می‌تواند بر ارزش سهام یا اوراق بهادار تأثیر بگذارد، اطلاعات مهم یا بااهمیت محسوب می‌شود. همچنین اطلاعات مهم اطلاعاتی است که می‌تواند بر آیندهٔ احتمالی شرکت و رغبت سرمایه‌گذاران به خرید، فروش یا حفظ اوراق شرکت تأثیر بگذارد. ارزیابی بااهمیت یا مهم بودن اطلاعات با توجه به اوضاع و احوال موجود صورت می‌گیرد. به همین دلیل یک نوع واحد از اطلاعات، ممکن است تحت شرایطی، «مهم» و تحت شرایطی دیگر «غیرمهم» محسوب شود (Schipani, 2016: 341-343).

5. information overload

6. materiality of information

اطلاعات مهم یا مفهوم بااهمیت بودن اطلاعات مشخص نشود، افشا مقدور نیست و اگر افشا ممکن نباشد، اعتماد سرمایه‌گذاران سلب می‌شود و بازار سرمایه به تدریج به سقوط می‌انجامد؛ همان‌طور که در «سه‌شنبه سیاه» چنین شد. در ایران علی‌رغم نوپا بودن حقوق بورس و اوراق بهادار، ارزش افشای اطلاعات یا سوءاستفاده از آن در سال‌های اخیر اهمیت بیشتری پیدا کرد و پس از سود و زیان ناگهانی بسیاری از سهامداران در بازار سرمایه و رسانه‌ای شدن تخلفات مدیران با سوءاستفاده از اطلاعات در پرونده‌هایی همچون کنتورسازی^۱ و امثال آن^۲ خلأ موجود در این زمینه (به‌خصوص در رویه قضائی) بیشتر احساس شد. همین امر نویسندگان را بر آن داشت ضمن بهره‌گیری از مطالعه تطبیقی در آرای قضائی و مقررات آمریکا که سابقه‌ای طولانی در این حوزه دارد و اتحادیه اروپا که مجموعه‌ای از دیدگاه‌های مختلف حقوقی را در خود گنجانده است، در صدد استدلال، تحلیل و تبیین معیارهای شناسایی اطلاعات مهم برآیند. رویکرد اصلی این مقاله تطبیقی - تحلیلی بوده و به دنبال آن است ضمن مطالعه مقررات و رویه قضائی ایالات متحده و اتحادیه اروپا، جایگاه این بحث را در حقوق داخلی و خارجی تعیین و امکان پر کردن خلأهای موجود در حقوق ایران را بررسی کنند. درخصوص ادبیات حقوقی مرتبط باید گفت در آثار به نگارش درآمده در این حوزه، یا بررسی اشخاص مکلف به افشا و ضمانت اجرای عدم افشا در دستور کار قرار گرفته (خالقی و میرزایی، ۱۳۹۷: ۶۸ - ۹۸)، یا بر وضعیت حقوقی و کیفری افشای اطلاعات تأکید شده (شبان، ۱۳۹۵: ۱۱۵ - ۱۳۱؛ ابراهیمی، ۱۳۹۰: ۱۶۱ - ۱۸۹؛ جوانمردی، ۱۳۹۳: ۱۲۷ - ۱۶۲)، یا ضمن ارائه تعریفی از افشای اطلاعات - بدون اشاره به مفهوم و مصادیق اطلاعات مهم - بر ضرورت آن در عرضه اولیه تمرکز صورت گیرد (دیلمی، ۱۳۹۹: ۵۴ - ۸۰)، و یا بیش از آنکه به مفهوم و ارکان افشا توجه شود، به نحوه افشا، معافیت از آن و ... توجه شده است (صادقی مقدم، ۱۳۹۰: ۱۳۱ - ۱۴۹). به همین دلیل، اهمیت موضوع از یک طرف و عدم توجه مؤلفان به این موضوع در حقوق ایران، موجب انتخاب این موضوع شد.

موضوع اصلی این مقاله مفهوم و ارکان اطلاعات مهم است، صرف‌نظر از اینکه ارائه‌کننده این اطلاعات یا استفاده‌کننده از آن، چه شخص یا اشخاصی باشند و این اطلاعات به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم چه اثری بر معاملات یا تصمیمات اشخاص فعال در این حوزه داشته باشد، لذا ساختار این مقاله بدین نحو است: در بخش اول از این مقاله مقررات و رویه قضائی سه نظام مورد مطالعه،

۱. دنیای بورس، «پرونده آکتور در پیچ و خم دادگاه»، ۱۴۰۰/۰۱/۱۷.

۲. بورس پرس، «اولین افشا از رانت اطلاعاتی عرضه سهام با افزایش ۱۲۸ درصدی»، ۱۴۰۱/۰۴/۱۸.

به صورت مستقل مورد بررسی قرار می‌گیرد تا مشخص شود در هر یک از نظام‌های مذکور چه معیاری برای شناسایی مفهوم اطلاعات مهم ارائه شده است. پس از شناسایی مفهوم اطلاعات مهم، هر یک از ارکان آن، در بخش‌های دوم، سوم و چهارم مقاله می‌آیند. بدین ترتیب، بخش دوم به «نوعی یا شخصی بودن» اطلاعات مهم می‌پردازد. بخش سوم درجه احتمال تأثیرگذاری اطلاعات، «قطعی یا ظنی بودن» اطلاعات مهم را مورد بحث قرار می‌دهد. نهایتاً بخش چهارم، «مبتنی بر قیمت یا مبتنی بر تصمیم سرمایه‌گذار بودن» اطلاعات مهم را مورد بحث قرار می‌دهد.

۱. تعریف اطلاعات «دارای اهمیت» یا «مهم»

۱-۱. تعریف در ایالات متحده

ارائه تعریفی از «مهم بودن» اطلاعات، با توجه به اختلاف نظر موجود در دکترین و رویه قضائی آمریکا دشوار است، تا حدی که نه مدیران شرکت‌ها و نه دادگاه‌ها به طور دقیق نمی‌دانند چه اطلاعاتی باید افشا شود. دشواری ارائه تعریفی از اطلاعات مهم به درجه‌ای است که حتی برخی آن را فاقد معنا دانسته‌اند (Hewitt, 1977: 892). در قوانین موضوعه^۲ ۲۸ مرتبه از واژه «مهم» استفاده شده، اما تعریفی از آن ارائه نشده است.^۳ اما در مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۴ اجمالاً تعریفی از «مهم یا بااهمیت بودن» ارائه شده که مبنای آن، رأی صادره در پرونده تی‌اس‌سی

1. meaningless

۲. مواد ۷۷ و ۷۸ از 15USC که شامل قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس ۱۹۳۴ می‌شود
 ۳. برای مثال در قانون ۱۹۳۴ (ماده 1-78j) مقرر شده که اسناد حسابرسی باید به نحوی تنظیم شوند که اعمال غیرقانونی دارای تأثیر مهم (بااهمیت) را به نمایش بگذارند. همچنین ماده 2-78 برای اظهاراتی که به طرز قابل توجهی (به طور مهمی) در مورد ارزش اوراق بهادار نادرست یا گمراه‌کننده هستند، مسئولیت مدنی در نظر گرفته است. در قانون ۱۹۳۳ (ماده 77d از 15USC و ماده 77k از 15USC) نیز از بیانی مشابه استفاده شده است؛ بدون اینکه تعریفی از بااهمیت بودن ارائه دهد.

در مقررات 17CFR، طی مواد ۲۱۰، ۲۲۹، ۲۳۰، ۲۴۰، کلمه بااهمیت در زیرمواد ۲۸ (از ۲۱۰)، ۸۱ (از ۲۲۹)، ۶۰ (از ۲۳۰) و ۱۱۲ (از ۲۴۰) حتی بعضاً چندین بار آمده است. برای مثال در ماده 240.10b5 از 17CFR (که عموماً با عنوان قاعده 5-10b از قواعد SEC شناخته می‌شود، اظهارات نادرست یا عدم اظهار اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار منع شده است و قاعده 20-12b ثبت اطلاعاتی را الزامی می‌داند که موجب ابهام و گمراهی نشوند.

4. 17CFR 230.405 و 17CFR210.1-02 (o)

^۱ است. با وجود این، تعریف مذکور به ندرت به طور صریح در دادگاه یا تصمیمات کمیسیون بورس و اوراق بهادار مورد استناد قرار می‌گیرد (Schulzke, 2017: 13). در واقع کمیسیون و قضات آن، غالباً بدون اینکه صراحتاً به مقررات کمیسیون استناد کنند، محتوای آن را مدنظر قرار می‌دهند. این در حالی است که دادگاه‌های بخش^۲ از سال ۲۰۱۰ به بعد ۵۴۶ مرتبه به رأی صادره در پرونده بیسیک و ۸۵ مرتبه به رأی تی‌اس‌سی^۳ استناد کرده‌اند (ibid: 13).

در استانداردهای حسابداری تعیین‌شده توسط FASB^۴ (موسوم به U.S. G.A.A.P.^۵) نیز اشاره‌ای به معنا و مفهوم «مهم بودن» یا «بااهمیت بودن» نشده (ibid: 15)، اما در اکتبر ۲۰۱۵ IASB^۶ پیش‌نویسی تنظیم کرد که در آن مهم بودن چنین تعریف شد: اطلاعاتی مهم محسوب می‌شود که عدم ارائه یا ارائه نادرست آن می‌تواند بر تصمیماتی که استفاده‌کنندگان بر مبنای آن، اطلاعات مالی یک شرکت را ارزیابی می‌کنند، تأثیر بگذارد. به عبارت دیگر مهم بودن، با توجه به ماهیت یا/ و اهمیت اطلاعات مالی خاص هر شرکت تعیین می‌شود (ibid: 28-29) کمیسیون بورس و اوراق بهادار نیز در آوریل ۲۰۱۶ سندی ۳۴۱ صفحه‌ای منتشر کرد که در آن به مفهوم و کاربرد «مهم بودن» در افشای اطلاعات پرداخت.^۷ در این سند اطلاعات بااهمیت به‌عنوان اطلاعاتی که «یک سرمایه‌گذار معمولی و محتاط به‌طور متعارف می‌بایست پیش از اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار در اختیار داشته باشد»^۸ معرفی شد (Schulzke, 2017: 29-30).

1. TSC Indus., Inc. v. Noorthway, Inc (1976) 96 S.Ct. 2126, Supreme Court of the United States, No. 74-1471. (available at google scholar/ case law)

2. district courts

3. Basic Inc. v. Levinson (1988) 108 S.Ct. 978, Supreme Court of the United States, No. 86-279. (available at google scholar/ case law)

4. : نهادی که بر مبنای اختیارات تفویض‌شده از کمیسیون financial accounting standards board بورس و اوراق بهادار عمل می‌کند.

5. US Generally Accepted Principles

۶. یک نهاد خصوصی تعیین استانداردها که استانداردهای آن در شرکت‌های مختلف دنیا رعایت می‌شود.

۷. طبق قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس ۱۹۳۴، کمیسیون بورس و اوراق بهادار از اختیارات گسترده‌ای برای قاعده‌سازی یا قاعده‌گذاری برخوردار است و برای مثال صلاحیت ارائه تعریفی از مفاهیم ارائه‌شده در قوانین را دارد. کمیسیون بورس و اوراق بهادار از اختیارات خویش برای ارائه قواعد و تبیین دقیق‌تر عبارات و مفاهیم حقوقی استفاده کرده و بدین ترتیب به بازیگران بازار این فرصت را می‌دهد که با اطمینان بیشتری از تطابق عملکرد خود با قوانین، فعالیت کنند. اصطلاح «لنگرگاه امن» نیز در خصوص قواعدی کاربرد دارد که کمیسیون به‌عنوان یک نقشه راه، در اختیار فعالان بازار ارائه می‌دهد (Horwich, 2019: 55).

8. Which an average prudent investor ought reasonably to know before buying or selling

با وجود این، کامل‌ترین منبع برای یافتن تعریفی دقیق از «مهم یا دارای اهمیت بودن»، رویه قضائی آمریکاست. رویه قضائی پس از تصمیم‌گیری در مورد ارائه اطلاعات گمراه‌کننده^۱ در پرونده «تگزاس گالف سولفور (تی‌جی‌اس)»^۲، در دو پرونده تی‌اسی و بیسیک، معیاری برای تشخیص مهم یا دارای اهمیت بودن اطلاعات تعیین کرده است. پرونده تی‌اسی مربوط به ادغام صنایع تی‌اسی در شرکت نشنال^۳ است. هیئت مدیره شرکت تی‌اسی ادغام این شرکت در شرکت نشنال را در ۱۶ اکتبر ۱۹۶۹ اعلام کرد، اما برخی از سرمایه‌گذاران تی‌اسی مدعی شدند تی‌اسی با عدم افشای اطلاعاتی که حکایت از کنترل و نفوذ قابل ملاحظه شرکت نشنال بر هیئت مدیره تی‌اسی داشت^۴، موجب ضرر و زیان آن‌ها شده است (Schulzke, 2017: 15; Gattuso, 2023: 427). دادگاه تجدیدنظر ایالات متحده چنین حکم داد که کنترل غیررسمی^۵ نشنال بر تی‌اسی یک موضوع «مهم» محسوب می‌شد، زیرا یک سهامدار متعارف^۶ احتمالاً^۷ کنترل نشنال نشنال را در تصمیم‌گیری مهم می‌شمرد. دیوان عالی نیز این اطلاعات را مهم برشمرد (Schulzke, 2017: 16) و بین «احتمالاً»^۸، که بیانگر صرف احتمال بود و «به احتمال زیاد»^۹، که بیانگر احتمال قوی یا حتی قطعیت بود، تفکیک قائل شد: اطلاعات افشانشده زمانی مهم محسوب می‌شود که با توجه به اوضاع و احوال موجود، احتمال قوی^{۱۱} اینکه موضوع کتمان‌شده در تجزیه و تحلیل یک سهامدار متعارف واقعاً تأثیرگذار باشد^{۱۲} وجود دارد؛ به عبارت دیگر احتمال قوی آن وجود دارد که یک سرمایه‌گذار متعارف چنین موضوعی را در ترکیب «مجموعه اطلاعات موجود»^{۱۳} مؤثر بداند. (Schulzke, 2017: 16-27; Ferrell, 2015: 563; Gattuso, 2023: 427). دیوان اضافه کرد که مهم بودن، «مستلزم شناسایی دقیق تجزیه و تحلیل‌هایی است که یک سهامدار

-
1. Misleading
 2. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1968).
 3. national incorporation Inc.
 4. northway Inc.
 5. effectively controlled
 6. De Facto Control
 7. reasonable shareholder
 8. might
 9. might
 10. would
 11. substantial likelihood
 12. actual significance/ would
 13. the total mix information

متعارف از اطلاعات موجود می‌نماید»، بنابراین مهم بودن زمانی مصداق پیدا می‌کند که عقل سلیم یا متعارف، آن را بی‌ارتباط با نتیجه نداند.

پرونده دیگر، یعنی بیسیک، مربوط به ادغام شرکت بیسیک در شرکت کمباسشن انجینیرینگ است. شایعات مربوط به ادغام از سال ۱۹۷۶ مطرح شد، اما مدیران بیسیک سه مرتبه و به صورت علنی در سال‌های ۱۹۷۷ و ۱۹۷۸ منکر وجود چنین امری شدند. در ۱۸ دسامبر ۱۹۷۸، بیسیک اعلام کرد که مذاکرات برای ادغام در جریان است. پس از این واقعه، برخی از سرمایه‌گذارانی که با توجه به انکار مذاکرات ادغام، اوراق خود را به فروش گذاشته بودند، ادعا کردند که بیسیک و عضو هیئت مدیره آن، با انکار مکرر مذاکرات، آن‌ها را گمراه کرده و به منافع آنان زیان رسانیده‌اند. اما دادگاه بخش، مذاکرات مربوط به ادغام را مهم تلقی نکرد؛ با این استدلال که پیش از ۲۱ اکتبر مذاکره‌ای در جریان نبود، و مذاکرات، پس از انکارهای بیسیک آغاز شده است. بنابراین، «قطعیت متعارفی»^۱ در «اصل وقوع توافق بر ادغام»^۲ وجود نداشت. دادگاه تجدیدنظر ایالات متحده^۳ ضمن رد این دیدگاه بیان داشت که بحث‌های اولیه مربوط به ادغام، مهم محسوب می‌شوند، زیرا انکار آن، اظهار خلاف واقع محسوب می‌شود. اکثریت ۴ به ۲ قضات دیوان عالی، دو رکن «سرمایه‌گذار متعارف» و «مجموعه اطلاعات موجود» در پرونده تی‌اس‌سی را در این پرونده نیز پذیرفتند (Schulzke, 2017: 18; Gattuso, 2023: 428-429).

در نتیجه احکام صادره در این دو پرونده، معیاری در رویه قضائی ایالات متحده مبنای قرار گرفت که زین پس مبنای بررسی تطبیقی قرار می‌گیرد و براساس آن اطلاعات زمانی مهم محسوب می‌شود که «احتمال زیاد»^۴ آن وجود داشته باشد که افشای آن از نگاه یک «سرمایه‌گذار متعارف»، متعارف»، «تأثیر قابل توجهی بر ترکیب یا مجموعه اطلاعات موجود» داشته باشد.

۱-۲. تعریف در اتحادیه اروپا

در مقایسه با ایالات متحده آمریکا، اتحادیه اروپا و اعضای آن، تجربه اندکی از مقررات بازار اوراق بهادار دارند و در طول تاریخ این کشورها، بازارهای سرمایه کشورهای عضو اتحادیه، نقش کم‌رنگی داشته است. با وجود این، با گسترش سرمایه‌گذاری‌های خصوصی در سطح بین‌المللی و اتحاد

-
1. destined with reasonable certainty
 2. merger agreement in principle
 3. sixth circuit
 4. substantial likelihood

بیشتر بازارهای سرمایه کشورهای عضو، یک‌نواخت‌سازی قوانین افشای اطلاعات حسابداری و مالی به تدریج در عرصه وضع مقررات، نمود پیدا کرد. این توجه رو به افزایش در واقع بخشی از یک نوع یک‌نواخت‌سازی در عرصه حقوق شرکت‌ها^۱ است، که در جهت حمایت از جابه‌جایی آزاد اشخاص، خدمات و سرمایه، به‌عنوان یکی از اصول مبنایی اتحادیه اروپا به رسمیت شناخته شده است (Schulzke, 2017: 31, 33).

تلاش‌های اتحادیه اروپا برای تدوین مقررات مربوط به شرکت‌ها^۲ با تصویب چهارمین دستورالعمل حقوق شرکت‌ها^۳ در سال ۱۹۷۸ رسماً آغاز شد. در ۱۹۸۳ دستورالعمل هفتم، همچنین دستورالعمل‌های خاصی برای بانک و بیمه به داشته‌های اتحادیه اروپا اضافه شد. علاوه بر این، مقررات دیگری نیز وجود دارد که مهم بودن اطلاعات و عبارات دیگری که همین مفهوم را می‌رسانند (مثل «مهم»^۴، «اساسی»^۵ و «مناسب»^۶)، تبیین می‌کنند. در مقرره سال ۲۰۱۷ اتحادیه اروپا^۷ - که در جهت یکسان‌سازی عملیات افشا در بازارهای اوراق بهادار اتحادیه تصویب شد - «مهم بودن»^۸ ۶۲ مرتبه و در نظریه مشورتی^۹ صادره از ESMA این مفهوم ۱۹۰ مرتبه تکرار شده است. در یک مقرره دیگر اتحادیه اروپا^{۱۰} نیز مهم بودن یک بار مورد استفاده قرار گرفته، اما اشاره شده است که افشای «اطلاعات ماهیتاً مهم»^{۱۱} یک ناشر یا سند مالی که در صورت انتشار، «می‌تواند تأثیر قابل‌توجهی»^{۱۲} بر قیمت اوراق بهادار یا مشتقات آن داشته باشد، ضروری است. دیگر مقررات^{۱۳} و دستورالعمل‌های^{۱۴} اتحادیه اروپایی نیز تعاریف موسعی از مهم بودن اطلاعات ارائه می‌دهند (ibid: 30-31, 34).

-
1. company law
 2. corporate
 3. Fourth Company Law Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies.
 4. significant
 5. principal
 6. relevant
 7. E.U. Prospectus Regulation 2017/1129
 8. consultation paper
 9. european securities and market authorities
 10. Market Abuse Regulation (MAR 2014) No 596/2014
 11. information of precise nature
 12. would be likely to have a significant effect
 13. IAS 2002 No 1606/2002
 14. accounting directive 2013 (2013/34/EU)

به طور مثال اتحادیه اروپا در راستای تحقق «برنامه اجرایی خدمات مالی»^۱ خود، یک مقرر در مورد اعلامیه پذیرهنویسی^۲ و یک دستورالعمل در مورد شفافیت^۳ تصویب کرد. در دستورالعمل فوق اشاره‌ای به مهم بودن و تعریف آن نشده، اما مقرره مربوط به اعلامیه پذیرهنویسی به مهم بودن توجه داشته است و در ماده ۶ آن مقرر می‌کند که هر اعلامیه پذیرهنویسی می‌بایست شامل «اطلاعات ضروری باشد که در ارزیابی آگاهانه سرمایه‌گذار از سرمایه و میزان مسئولیت، سود و زیان، اوضاع مالی و وضعیت ناشر ...، حقوق ناشی از اوراق، علل انتشار سهام و تأثیر آن بر ناشر، دارای اهمیت است». در مقرره فوق، مهم بودن تعریف نشده، اما در مقدمه آن آمده است که ناشر می‌بایست اطلاعاتی را که «با اهمیت و معنادار می‌شمارد»^۴ افشا و ارائه کند (ibid: 41).

علی‌رغم وجود مقررات گوناگون، تا پیش از سال ۲۰۰۲ روند یکسان‌سازی در اتحادیه اروپا به دو دلیل به‌کندی پیش می‌رفت: ۱. تفاوت‌های موجود در سنن حسابداری کشورهای آنگلو ساکسون و دیگر کشورهای اتحادیه اروپا؛ ۲. کمبود یک قدرت اجرایی مرکزی در اتحادیه اروپا و واگذاری نحوه اجرا به خود دولت‌های عضو. ضمن اینکه نهادهای متولی هر یک از کشورهای عضو اتحادیه در عین حالی که متفاوت از یکدیگرند، از لحاظ تاریخی از قدرتی مشابه قدرت اجرایی کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده برخوردار نیستند. در اواخر ۱۹۹۰، اتحادیه اروپا رویکرد جدیدی را برای ایجاد بازار سرمایه واحد اتحادیه اروپا و جذب سرمایه‌گذاران در پیش گرفت. حاصل این رویکرد، مقررات IAS^۵ بود که مفهوم بااهمیت بودن را (با نگاهی به مصوبات IASB) معرفی کرد. (ibid: 34-36)، اما دقیق‌ترین مباحث مربوط به مهم بودن اطلاعات در «مقرره مربوط به سوء استفاده از بازار»^۶ - به‌عنوان یکی از مهم‌ترین اسناد مربوط به مقررات افشا (Bengtzen, 2016: 435) - آمده که از ۳ جولای ۲۰۱۶ در تمامی دولت‌های عضو اتحادیه اروپا لازم‌الاجراست. این سند، نسخه به‌روزشده و ناسخ دستورالعمل سوء استفاده از بازار^۷ بازار^۷ است (Schulzke, 2017: 44; Baum & Solomon, 2019: 79).

-
1. Financial Services Action Plan (FSAP)
 2. prospectus regulation
 3. transparency directive 2004/109/EC
 4. They deem to be material and meaningful
 5. IAS Regulation 1606/2002
 6. Market Abuse Regulation No 596/2014
 7. Market Abuse Directive 2003 (2003/6/EC)

ماده (۱) ۱۷ سند فوق ناشران را ملزم می‌سازد «اطلاعات ماهیتاً تعیین‌کننده‌ای^۱ [ر ا] که ... به طور مستقیم یا غیرمستقیم به یک یا چند ناشر مربوط می‌شود» و «در صورت انتشار، به احتمال زیاد^۲ تأثیر قابل توجهی بر ابزارهای مالی^۳ یا بر قیمت ابزارهای مالی مشتقه^۴» می‌گذارد منتشر کنند. در ماده (۲) ۷ نیز اطلاعاتی را جامع می‌داند که

حاکمی از اوضاع و احوالی است که وجود دارند یا به طور متعارف انتظار می‌رود به وجود آیند، یا حاکمی از واقعه‌ای است که رخ داده یا به طور متعارف انتظار می‌رود که رخ دهد، و از چنان خصوصیتی برخوردار است که با توجه به تأثیر احتمالی اوضاع و احوال یا واقعه مذکور بر موارد زیر، می‌تواند مبنای تصمیم‌گیری قرار بگیرد: قیمت ابزارهای مالی، یا [مشتقات آن] ... [یا] فرایند طولانی مدتی^۵ که با هدف سبب شدن یا یا منتهی شدن به [چنین اوضاع و احوال یا وقایعی] صورت می‌گیرد و همچنین اقداماتی که در طول این فرایند رخ می‌دهد (Schulzke, 2017: 45-46; Baum & Solomon, 2019: 80; Baum & Solomon, 2020: 11-14).

بنابراین در اتحادیه اروپا مقرر می‌شود که به طور خاص و دقیق معیاری را برای شناسایی مفهوم اطلاعات مهم تعیین کند، وجود ندارد، اما با در نظر گرفتن تمامی اسناد معتبر اتحادیه اروپا، به ویژه مقرر می‌شود که به سوء استفاده از بازار ۲۰۱۶ می‌توان گفت بنا به مقررات و رویه اتحادیه اروپا، همان سه رکن مطروحه در ایالات متحده، با اندک تفاوت‌هایی مبنای قرار گرفته است: «احتمال منطقی تأثیرگذاری اطلاعات بر تصمیم یا قیمت از نظر یک شخص متعارف یا معقول». لذا زین پس مبنای بررسی تطبیقی در این مقاله مفهومی از اطلاعات مهم، ملاک بررسی تطبیقی قرار می‌گیرد که بر اساس آن، اطلاعات با اهمیت تلقی می‌شود که از نظر یک سرمایه‌گذار متعارف، در صورت انتشار به احتمال زیاد تأثیر قابل توجهی بر تصمیم او یا قیمت اوراق بهادار می‌گذارد.

1. of a precise nature

2. would be likely

3. financial instruments

4. derivative financial instruments

۵. عبارت «فرایند مستمر» برگرفته از یکی از آرای دیوان دادگستری اروپا در پرونده‌ای است که در آن این ادعا مطرح مطرح شد که شرکت دایملرکرایسلر ای.جی (Daimler Chrysler AG) با تأخیر در اعلام استعفا قریب‌الوقوع مدیر عامل وقت خود، یورگن شرمپ (Jürgen Schrempp)، سرمایه‌گذاران را گمراه کرده است.

۱-۳. تعریف در ایران

در ایران علی‌رغم پیشرفت سال‌های اخیر، حقوق بورس و سرمایه‌گذاری هنوز به پختگی لازم نرسیده است و منابع غنی و متعددی در این خصوص وجود ندارد. از این جهت حقوق ایران در مقایسه با ایالات متحده آمریکا و اتحادیه اروپا توسعه نیافته به نظر می‌رسد. به همین دلیل نه قوانین و مقررات کافی در این زمینه وضع یا تصویب شده و نه رویه قضائی به حدی از بلوغ رسیده است که این خلأ را پوشش دهد. عدم ارتباط یا نشست مهم‌ترین فعالان بازار و قانونگذاران نیز مزید بر علت شده و این نقصان را تشدید کرده است. به همین علت تنها یک مقرر در این زمینه وجود دارد که مورد بررسی قرار خواهد گرفت:

تنها نسی که تعریفی از «اطلاعات مهم» ارائه می‌دهد، دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان (۱۳۸۶/۰۵/۰۳) مصوب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار است. دستورالعمل فوق در اجرای بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ و ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب آذر سال ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی به تصویب رسید و دارای ۳ فصل، ۲۱ ماده و ۹ تبصره است. در بند ۶ ماده ۱ این دستورالعمل چنین آمده است: «اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و یا تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیت داشته باشد». زین پس همین تعریف مبنای مباحث بعدی این مقاله قرار می‌گیرد و ارکان آن به تفکیک و به صورت تطبیقی مورد مطالعه قرار خواهد گرفت.

در بخش سوم از دستورالعمل که تحت عنوان «موارد افشا»، مواد ۷ به بعد را در خود جای داده، سه عنوان «گزارش‌ها و صورت‌های مالی سالانه و میان‌دوره‌ای»، «[تصمیمات] مجامع عمومی» و «اطلاعات مهم» مورد بررسی قرار گرفته است. در این بخش نه تنها اثری از الزام به تحلیل داده‌ها، قابل فهم کردن آن‌ها یا بررسی تأثیر آن بر ارزش و عملکرد آتی شرکت به چشم نمی‌خورد، بلکه معاذیری هم برای عدم افشای فوری اطلاعات به رسمیت شناخته شده است (ماده ۱۵). به بیان دیگر اگر مقرر دیگری تصویب نشود یا رویه قضائی و رویه سازمان این خلأ را پر نکنند، ناشران نه تنها در افشای اطلاعات خام، مبهم و غیرضروری از آزادی عمل برخوردارند، بلکه منعی برای افشای اطلاعات پیچیده و غیرقابل فهم نیز نمی‌بینند. در واقع صرف‌نظر از ابهام موجود در تعریف اطلاعات مهم، این امکان وجود دارد برخی از آن‌ها با استناد به ماده ۱۵ افشا نشود یا افشای آن‌ها به صورت خام و بدون تحلیل نیز صورت گیرد. تنها موردی که تا حدودی بر افشای اطلاعات قابل فهم تأکید دارد، ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده‌ای است که در ماده ۷ از

دستورالعمل آمده است، اما در مورد اطلاعات مهم یا تصمیمات مجمع عمومی حتی چنین تصریحی نیز مشاهده نمی‌شود.

در ماده ۱۳ دستورالعمل فوق، مصادیقی از اطلاعات بااهمیت تحت عنوان چهار دسته «رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد ناشر»، «تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی ناشر»، «تغییر در ساختار مالکیت ناشر» و «سایر اطلاعات...» آمده است. هرچند ظاهراً ذکر ۳۳ مورد تحت عناوین فوق تا حدی راهگشا به نظر می‌رسد، در عمل نمی‌توان با تکیه بر مصادیق فوق به معیاری روشن دست یافت، زیرا اولاً، مصادیق مذکور حصری نبوده و تمثیلی است؛ همین امر موجب می‌شود مرز اطلاعات مهم و غیرمهم، مبهم باقی بماند و به صرف وجود شباهت یک نوع اطلاعات با مصادیق مذکور در دستورالعمل، بتوان وصف بااهمیت بودن را به آن نیز تسری داد؛ ثانیاً، حتی بسیاری از مصادیق مطروحه نیز از شفافیت لازم برخوردار نیستند و دچار دور یا ابهام شده‌اند: برای مثال در برخی از مصادیق موردنظر، اطلاعات مهم، اطلاعاتی معرفی شده که متصف به اوصافی همچون «مهم»، «اساسی»، «بااهمیت»، «قابل توجه»، «عمده» و ... باشد.^۱ از این رو، ماده ۱۳ تأثیر چندانی در تبیین بند ۶ ماده ۱ ندارد و چیزی به آن نمی‌افزاید.

۱. تحصیل یا واگذاری سهام سایر شرکت‌ها به صورت مستقیم یا غیرمستقیم، که تأثیر بااهمیتی بر وضعیت عملکرد جاری یا آتی ناشر داشته باشد؛

- انعقاد، انحلال یا هرگونه تغییرات اساسی قراردادهای مهم؛
- دعاوی مهم مطروحه له یا علیه ناشر ...؛
- استقراض یا بازپرداخت مبالغ قابل توجه در مقایسه با گردش عملیات مالی ناشر؛
- تغییر عمده در ساختار مالکیت ناشر به نحوی که کنترل شرکت تغییر یابد؛
- خرید یا فروش بااهمیت دارایی‌های ناشر؛
- توثیق یا رهن بخش قابل توجهی از دارایی‌های ناشر؛
- ایجاد یا منتفی شدن بدهی‌های احتمالی بااهمیت؛
- تغییر بااهمیت در پیش‌بینی عملکرد ناشر ...؛
- افزایش و کاهش بااهمیت درآمدها و هزینه‌ها ...؛
- ورود خسارت بااهمیت ناشی از ...؛
- هرگونه رویداد و یا تغییر در شرکت‌های تحت کنترل که اثر بااهمیتی بر فعالیت ...

امر دیگری که بر ابهام و نقص بیشتر دستورالعمل فوق می‌افزاید، تقسیم بندی اطلاعات در چند گروه است، بدون اینکه معیار دقیقی برای آن لحاظ شده یا تفکیک دقیقی صورت گرفته باشد. برای مثال ۱. «تحصیل یا واگذاری سهام سایر شرکت‌ها به صورت مستقیم یا غیرمستقیم...» در گروه «الف» و ذیل عنوان «رویدادهای مؤثر بر فعالیت، وضعیت مالی و نتایج عملکرد ناشر»؛ ۲. «تغییر در ساختار ناشر مانند ادغام، تحصیل و ترکیب» در گروه «ج» و ذیل عنوان «تغییر در ساختار مالکیت ناشر»؛ و ۳. «انتشار اوراق بهادار جدید» در گروه «ب» و ذیل عنوان «تصمیمات و شرایط مؤثر بر ساختار سرمایه و تأمین منابع مالی ناشر» آمده‌اند؛ در حالی که در برخی موارد ممکن است دارای هم‌پوشانی باشند. حتی در مصادیق ذیل یک عنوان نیز ابهام مشاهده می‌شود. برای نمونه می‌توان به «تحصیل یا واگذاری سهام سایر شرکت‌ها به صورت مستقیم یا غیرمستقیم، که تأثیر بااهمیتی بر وضعیت عملکرد جاری یا آتی ناشر داشته باشد» و «دعاوی مهم مطروحه له یا علیه ناشر، ورود در دعاوی مهم یا جلب دعاوی مهم یا ارجاع اختلافات مهم به داوری و نیز اعلام نتیجه آرای قطعی دادگاه‌ها و مراجع قانونی دیگر و نیز اعمال و وقایع مهم حقوقی که بر قیمت اوراق بهادار ناشر اثرگذار باشد» در گروه «الف» اشاره کرده که مشخص نیست مقصود از اوصاف «تأثیر بااهمیتی بر وضعیت عملکرد جاری یا آتی ناشر داشته باشد» یا «بر قیمت اوراق بهادار ناشر اثرگذار باشد» چیست و چه ملاکی برای سنجش تأثیرگذاری لحاظ می‌شود؛ آیا وسعت یا حجم آنچه مورد مورد معامله یا رأی قرار گرفته مهم است، یا نتایجی که از یک معامله یا رأی (و لو موضوع آن، ارزش اندکی داشته باشد) اهمیت دارد.

بررسی آرای قضائی منتشرشده در نشریات ویژه سازمان بورس نیز از عدم توجه به موضوع «بااهمیت بودن اطلاعات» حکایت دارد. برای مثال در رأی صادره از شعبه ۱۱۹۲ دادگاه عمومی جزایی تهران، تأیید شده به موجب رأی مورخ ۱۳۸۸/۳/۱۳ صادره از شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر استان تهران، دادگاه بدوی با وارد دانستن اتهام خودداری از ارائه اطلاعات، اسناد و مدارک مهم و رد دفاعیات متهمان، نامبردگان را به حبس محکوم کرد. نکته قابل توجه در این رأی، عدم ارجاع امر به کارشناسی و عدم اشاره به معنای «مهم» بودن است. شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر نیز با رویکردی یکسان و بدون اخذ نظر کارشناس یا حتی نظریه تخصصی سازمان درمورد معنا و مصادیق اطلاعات مهم، تجدیدنظرخواهی را مردود و رأی دادگاه عمومی را تأیید کرد (نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۰: ۱۷۷ - ۱۷۹). دیگر رأی صادره از شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر که در تأیید رأی شعبه ۱۰۲۱ دادگاه عمومی جزایی تهران صادر شده است نیز بر مبنای شکایت سازمان بورس و اوراق بهادار علیه اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت «الف»، با سه عنوان اتهامی

خودداری از ارائه اطلاعات مهم به سازمان بورس، ارائه اطلاعات خلاف واقع به سازمان و معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و مستند به مواد ۴۶، ۴۷ و ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار شکل گرفت. شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر تهران در روند تجدیدنظرخواهی علی‌رغم ارجاع امر به کارشناس در مورد ارزش دارایی، ارزش افزوده سهام، خلاف واقع بودن اطلاعات ارائه شده و ... توجهی به معنا و مصداق اطلاعات نهانی یا مهم نکرد و فرض را بر مهم بودن هر اطلاعاتی گذاشت که سازمان بورس مدعی عدم ارائه آن یا مخالفت آن با واقع بود (نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۲: ۳۳۵ - ۳۴۳). علاوه بر این، رأی قطعی صادره از شعبه ۶۹ دادگاه تجدیدنظر تهران به شماره بایگانی ۹۲۰۱۷۸ مورخ ۱۳۹۲/۸/۱۴ که در تأیید رأی صادره از شعبه ۱۰۶۳ دادگاه عمومی تهران صادر شده است و موضوع اصلی آن، جرم موضوع بند ۲ ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار است، علی‌رغم توجه به تفاوت تأخیر در ارائه اطلاعات و خودداری از ارائه اطلاعات، اشاره‌ای به معنای اطلاعات مهم نکرده است و حکم به برائت یکی از متهمان پرونده می‌دهد. این در حالی است که شعبه ۱۰۶۳ به صرف گزارش کارشناسان سازمان بورس اکتفا کرده و بدون تبیین اطلاعات مهم یا بهره‌گیری از نظر کارشناسان امر عمل کرده است. بررسی آرای فوق به‌عنوان نمونه‌ای از آرای در دسترس حکایت از آن دارد که شناسایی معنا و مصداق اطلاعات مهم در رویه قضائی ایران جایگاهی ندارد و اصل بر این است که تمامی اطلاعات موردنظر سازمان بورس مهم است و خودداری از ارائه آن، جرم محسوب می‌شود.

بررسی آرای منتشره در سامانه ملی آرای قضائی^۱، سامانه نظریات مشورتی قوه قضائیه^۲ و سامانه نشست‌های قضائی^۳ نیز حکایت از عدم توجه رویه قضائی به این موضوع دارد، زیرا از جست‌وجو در سامانه‌های مذکور با عناوینی چون «افشای اطلاعات»، «اطلاعات مهم»، «اطلاعات دارای اهمیت» و «بورس» تنها یک نتیجه مرتبط حاصل شد: در یک نشست قضائی در تاریخ ۱۴۰۱/۰۳/۲۶ در دادگستری محمودآباد مازندران، در پاسخ به این سؤال که «آیا افشای اطلاعات مربوط به وضعیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به صورت مبهم و غیرقابل درک برای سرمایه‌گذاران، چنانچه موجب اشتباه و ورود ضرر به آنان شود دارای ضمانت اجرای مدنی - مسئولیت مدنی - است؟» چنین بیان شد: «مستنبط از ماده ۴۳ قانون بورس اوراق بهادار و قواعد عمومی مسئولیت مدنی مبتنی بر قاعده فقهی لاضرر ... مسئولیت جبران خسارت خواهند

1. <https://ara.jri.ac.ir/>

2. <https://eadl.ir/nazarmashverati>

3. <https://neshast.eadl.ir/>

داشت؛ بدون اینکه مفهوم و ارکان «اطلاعات مبهم» مشخص شود. دادنامه‌ها^۱ و نظریات موجود^۲ در سامانه‌های فوق نیز به عناوین مختلفی چون صلاحیت دیوان عدالت در مورد شکایت علیه سازمان بورس، صلاحیت سازمان برای رسیدگی به اختلافات، مسئولیت کیفری فعالیت غیرمجاز در بورس، نحوه استیفای محکوم‌به از محل سهام بررسی محکوم‌علیه، صلاحیت هیئت داوری موضوع ماده ۳۷ قانون بازار اوراق بهادار، توقیف سهام عدالت و ... می‌پردازند و اثری از توجه به مفهوم یا اختلافات ناشی از افشای اطلاعات دارای اهمیت دیده نمی‌شود.

۲. اوصاف اساسی «اطلاعات مبهم»

با توجه به اینکه در بخش قبل، از بررسی مقررات و رویه قضائی نظام‌های حقوقی مورد مطالعه، تعاریفی استخراج شد، اکنون ضرورت دارد سه رکن مهم تعاریف مهم فوق‌الذکر را در پرتو مطالعه تطبیقی و تحت عناوین «نوعی/شخصی بودن»، «قطعی/ظنی بودن» و «مبتنی بر قیمت/مبتنی بر سرمایه‌گذار بودن» بررسی شود.

۲-۱. وصف اول: معیاری نوعی/شخصی

همان‌طور که مشاهده شد یکی از ارکان تعریف «اطلاعات مبهم»، «سرمایه‌گذار متعارف» است. البته در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، که در راستای اجرای بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ و ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید، تعریفی از اطلاعات مبهم ارائه شده که در آن، هیچ اشاره به شخص یا سرمایه‌گذار متعارف نشده است. اما در حقوق (به‌ویژه رویه قضائی) ایالات متحده آمریکا و همچنین اتحادیه اروپا این مفهوم علی‌رغم

۱. دادنامه مورخ ۲۹/۱۰/۱۳۹۵ به شماره ۸۹۰۹۹۸۲۱۷۹۳۰۱۲۵۶ صادره از شعبه ۶۸ دادگاه تجدیدنظر استان تهران، دادنامه مورخ ۳۰/۰۵/۱۳۹۵ به شماره ۹۵۰۹۹۷۰۹۰۵۶۰۰۶۲۴ صادره از شعبه اول تجدیدنظر دیوان عدالت اداری، دادنامه مورخ ۲۵/۰۲/۱۳۹۵ به شماره ۹۵۰۹۹۷۰۲۲۱۰۰۰۲۱۰ صادره از شعبه ۱۰ دادگاه تجدیدنظر استان تهران، دادنامه مورخ ۰۸/۱۲/۱۳۹۴ به شماره ۰۸۰۹۹۸۰۲۲۶۸۰۰۳۷۱ صادره از شعبه ۶۱ دادگاه تجدیدنظر استان تهران و ...

۲. نظریه مورخ ۲۵/۰۸/۱۴۰۰ به شماره ۸۴۲/۱۴۰۰/۷، نظریه مورخ ۲۵/۰۴/۱۳۹۹ به شماره ۳۴۸/۹۹/۷، نظریه مورخ ۱۰/۰۶/۱۳۹۹ به شماره ۳۹۳/۹۹/۷، نظریه شماره ۱۳/۰۶/۱۴۰۰ به شماره نظریه: ۵۲۹/۱۴۰۰/۷ و ...

اختلاف نظرهای موجود، جایگاه مشخصی دارد و صراحتاً مورد اشاره قرار گرفته است (Baum & Solomon, 2019: 83).

در حقوق اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا، «سرمایه‌گذار متعارف»، معیار و ملاک تشخیص «مهم بودن» اطلاعات است و نحوه ارزیابی اوست که تعیین می‌کند چه چیزی سرمایه‌گذاران را به خرید، فروش، تصمیم‌گیری و ... بر مبنای اطلاعات موجود ترغیب می‌کند. در ایالات متحده در آرای مختلف، سرمایه‌گذار متعارف را با عناوین متعدد و مشابهی شناخته‌اند که از آن جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:^۱ «سرمایه‌گذار متعارف عادی»^۲، «سرمایه‌گذار متعارف نمونه»^۳، «سرمایه‌گذار متعارف الگویی»^۴، «سرمایه‌گذار غیرمتخصص»^۵، «سرمایه‌گذار عادی»^۶،

۱. برای بررسی موضوع در حقوق استرالیا ر.ک: Duffy, 2012, 29-32.

پرونده «Riley v. Jubilee Mines NL» که در سال ۲۰۰۶ در استرالیا مطرح شد، در واقع معادلی برای معیار تی‌اس‌سی در آمریکا است و ارزیابی «سرمایه‌گذار متعارف» را ملاک تشخیص اطلاعات مهم قرار می‌دهد. این معیار، مجدداً در سال ۲۰۰۹ در پرونده دیگری (Australian Securities and Investments Commission v. ASIC) مورد تأیید قرار گرفت و در آن تأکید شد که مهم بودن اطلاعات باید با نگاهی به آینده (Ex ante) مد نظر قرار بگیرد، نه نگاهی به گذشته (Ex post). از پرونده مذکور این نتیجه حاصل شد که مهم بودن اطلاعات با توجه به تأثیرپذیری یک «سرمایه‌گذار معمولی» (common investor) از عدم افشای اطلاعات مشخص می‌شود. بنابراین در استرالیا معیار «شخص متعارف» مطرح شده در آرای قضائی، همان ملاکی است که در قوانین این کشور آمده و براساس آن، «مهم بودن» بر این مبنای تعیین می‌شود: آیا از نظر یک شخص متعارف (reasonable person)، به احتمال زیاد (would) یا به احتمال قریب به یقین (would be likely to)، اطلاعات مورد نظر تأثیر مهمی (material effect) بر قیمت یا ارزش اوراق بهادار دارد یا خیر. گفتنی است منظور از شخص متعارف در این مورد، همان «سرمایه‌گذار معمولی» است. به عبارت دیگر زمانی که از شخص متعارف در این حوزه سخن به میان می‌آید، مقصود شخصی متعارف در همان اوضاع و احوال است، صرف نظر از اینکه آن را «سرمایه‌گذار متعارف»، «سهامدار متعارف» (National Reasonable Shareholder) Exchange (2004) 61 IPR 420 و یا «سرمایه‌گذار جزء متعارف» (Reasonable Retail Investor (King) v. AG Australia Holdings) (Ltd) [2003] FCA 955 بخوانیم.

2. Average Reasonable Investor: Dower v. Mosser Industries, 648 F 2 183, 187

(1981) (available at google scholar/ case law).

3. Prototype Reasonable Investor: Dura-Bilt Co. Chase Manhattan Bank (1981)

(available at google scholar/ case law).

4. Proverbial Reasonable Investor: Mills v. Esmark Inc. (1982) (available at google scholar/ case law).

5. Lay Investor: Shores v. Sklar (1981) (available at google scholar/ case law).

6. Typical Investor: Van Gemert v. Boeing Co. (1975) (available at google scholar/ case law).

«سرمایه‌گذار معمولی محتاط»^۱، «سرمایه‌گذار خردمند»^۲، «سرمایه‌گذار عادی عاقل»^۳، و «سرمایه‌گذار عرفاً هوشیار»^۴. این مفهوم که معادل مفهوم شخص متعارف در حقوق مسئولیت مدنی است (نوعی، ۱۳۹۴: ۶۳ - ۷۴)، در یکی از آرای دیوان عالی کشور، موسوم به تی‌اس‌سی بیسیک (که شرح آن در بخش اول مقاله آمد) به‌عنوان یکی از ارکان شناسایی اطلاعات مهم مطرح شد. همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، دیوان عالی در این پرونده با مبنا قرار دادن احتمال زیاد^۵ تأثیر اطلاعات بر تصمیمات یک «سرمایه‌گذار متعارف»، اقدام به صدور رأی و پایه‌ریزی معیار تی‌اس‌سی کرد (Adediran, 2023: 322; 323; Duffy, 2012: 28, 41; Gattuso, 2023: 427-429; Baum & Solomon, 2020: 8-11).

در ایالات متحده شخص متعارف - به‌عنوان یک معیار نوعی^۶ پذیرفته‌شده در رویه قضائی مربوط به بازار سرمایه (Hewitt, 1977: 1026) - در حوزه سرمایه‌گذاری «شخصی خبره»^۷ است که از او انتظار می‌رود حداقل اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری را داشته باشد و بنا به تجربه و دانش، از قدرت تحلیل آن برخوردار باشد. به عبارت دیگر همان‌طور که دادگاه تجدیدنظر ایالات متحده بیان کرده، سرمایه‌گذار متعارف از ساده‌لوحی کودکانه به دور است (Heminway: 2009, 302) و سرمایه‌گذار متعارف از سطح بالایی از تعقل و دانش برخوردار است. این در حالی است که مطالعات نشان داده است، اصولاً سرمایه‌گذاران جزء از اطلاعات مالی اولیه و بنیادین برخوردار نیستند. بنابراین معیار پذیرفته‌شده، عملاً بسیاری از سرمایه‌گذاران عادی را مورد حمایت قرار نمی‌دهد و حمایت آن به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای محدود می‌شود (Rose, 2017: 89-90). این ایراد، یعنی «عدم حمایت از سرمایه‌گذاران غیرخبره یا غیرمتخصص»، پاشنه آشیل معیار «سرمایه‌گذار متعارف» محسوب می‌شود و در موضوعات جدید مربوط به اینترنت و بازاریابی از راه دور^۸ - که قربانیان آن‌ها غالباً اشخاص مسن، غیرمتخصص یا مهاجر هستند - نمود بیشتری پیدا کرده است.

-
1. Ordinary Prudent Investor: *Broad v. Rockwell International Co.* (1981) (available at google scholar/ case law).
 2. Intelligent Investor: *SEC v. Arthur Young & Co.* (1979) (available at google scholar/ case law).
 3. Typical Rational Investor: *Holmes v. Bateson* (1978) (available at google scholar/ case law).
 4. Reasonably Cautious Investor: *Kolb v. Chrysler Co.* (1981) (available at google scholar/ case law).
 5. strong possibility
 6. objective
 7. sophisticated
 8. telemarketing

به همین دلیل در واکنش به ایراد فوق، دادگاه‌های آمریکا حداقل در صدور آرای مربوط به این حوزه‌ها، بیش از آنکه به معیار تی‌اس‌سی - بیسیک توجه کنند، به منصفانه بودن توجه کرده و در نتیجه عملاً معیار تی‌اس‌سی - بیسیک (حداقل در حوزه‌های مزبور) در معرض تغییر قرار گرفته است (Rose, 2017: 86-89; Sach, 2006: 508; Vizcarra, 2020: 10107-10110).

از بررسی اسناد اتحادیه اروپا در بخش اول مقاله مشخص شد که اتحادیه اروپا نیز همانند ایالات متحده، «سرمایه‌گذار متعارف» را یکی از ارکان تعریف «اطلاعات مهم» محسوب می‌کند. دیوان دادگستری اروپا در تبیین این معیار، از وجود «احتمال منطقی» تأثیرگذاری اطلاعات بر تصمیم یا قیمت سخن به میان آورده و به صورت ضمنی و با الفاظی متفاوت، بر معیار شخص متعارف یا معقول در حوزه سرمایه‌گذاری تأکید کرده است. (Schulzke, 2017: 45). بنابراین در اتحادیه اروپا، سرمایه‌گذار متعارف همان شخص متعارفی است که در حوزه بازار اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری در آن به نحوی عمل می‌کند که از نظر دیگران، عملکردی متعارف و معقول دارد. البته معقول یا متعارف به معنای مصونیت کامل از هر گونه خطا و اشتباه، یا اجتناب از ریسک‌پذیری نیست، زیرا چنین برداشتی از شخص یا سرمایه‌گذار متعارف، اگر خیالی و به دور از واقع نباشد، به دشواری با واقعیت انطباق دارد.

برخلاف آمریکا و اتحادیه اروپا، در تعریفی که در حقوق ایران ملاک قرار گرفته، صراحتاً اشاره‌ای به شخص یا سرمایه‌گذار «متعارف» نشده و صرفاً از واژه «سرمایه‌گذار» استفاده شده است. از جهتی می‌توان گفت در ایران به استناد بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشا، اطلاعاتی که بر تصمیمات هر یک از سرمایه‌گذاران - اعم از سرمایه‌گذار متخصص یا فاقد تخصص - تأثیر می‌گذارد، اطلاعات مهم محسوب می‌شود. این دیدگاه علی‌رغم انطباقی که با ظاهر مصوبه دارد، دارای ایرادی است: در صورتی که تمامی اطلاعاتی که به نحوی در تصمیم‌گیری حتی کم‌تجربه‌ترین سرمایه‌گذار تأثیر بگذارد، اطلاعات مهم در نظر گرفته شود، عملاً قید «مهم» برای اطلاعات از اعتبار می‌افتد، زیرا از نگاه سرمایه‌گذاری که تاکنون دانش یا تجربه‌ای در حوزه سرمایه‌گذاری و بورس و اوراق بهادار، تمامی اطلاعات شرکت‌ها بر تصمیم او تأثیر می‌گذارد. تالی فاسد چنین برداشتی این است که ناشران ملزم به ارائه جزئی‌ترین و بی‌اهمیت‌ترین اطلاعات مربوط به شرکت می‌شوند و در واقع از این طریق سرمایه‌گذاران را با انبوهی از اطلاعاتی مواجه می‌کنند که ارزیابی آن اگر غیرممکن نشود، دشوار و نیازمند صرف زمان زیادی خواهد بود.

به همین دلیل است که می‌بایست تفسیر دیگری از این تعریف را در ایران ملاک قرار داد تا ضمن تأمین مقصود قانونگذار و از اعتبار نیفتادن قید «مهم»، منافع سرمایه‌گذاران نیز حفظ شود.

می‌توان قید «متعارف» را بعد از واژه «سرمایه‌گذار» در تقدیر گرفت و بر این باور بود که با توجه به مخاطبان این قانون، مقررات‌گذار، واژه متعارف را به‌عنوان قدر متیقنی در مقام تخاطب در نظر داشته است. در تأیید این دیدگاه می‌توان گفت اولاً، چنین رویکردی موجب عبث شدن یا نقض غرض دستورالعمل نخواهد شد و تمامی قیود مقرر اعتبار خود را حفظ خواهند کرد؛ ثانیاً، چنین رویکردی در سایر قوانین ایران نیز پذیرفته شده است، برای مثال در مباحث مربوط به حقوق مدنی و مسئولیت مدنی نیز سبب «متعارف»، عدوان «عرفی»، معانی «عرفیه» و ... ملاک بحث قرار می‌گیرد؛ ثالثاً، رویکرد کشورهای که سابقه‌ای بس طولانی در زمینه بازار بورس و اوراق بهادار دارند همین دیدگاه را تأیید می‌کند.

اما باید در نظر داشت که «متعارف بودن» در بحث بازار سرمایه همانند «متعارف بودن» در سایر مباحث حقوقی، مفهومی انتزاعی است و تشخیص یا پیش‌بینی آن با دشواری‌هایی همراه است. در پاسخ به این ایراد می‌توان سطحی از دانش بنیادین سرمایه‌گذار را مبنا قرار داد و سرمایه‌گذار متعارف را شخصی دانست که از حداقل اطلاعات یا دانش تخصصی برای ارزیابی اطلاعات ناشران برخوردار بوده و یا به عبارتی دارای «سواد مالی» متعارف برای تصمیم‌گیری باشد. اما این راهکار با همان ایرادی مواجه است که در ایالات متحده نیز مطرح است: یعنی عدم تطابق با واقعیات موجود. واقعیت این است که درصد قابل‌توجهی از سرمایه‌گذاران بازار بورس از دانش و تخصص کافی در این زمینه برخوردار نیستند. بنابراین شاید بتوان راهکار دیگری را بیان کرد و براساس آن میزان سرمایه‌ی/ و ارزش پورتنفوی سرمایه‌گذار را ملاک قرار داد. اما با توجه به نوسان اقتصاد کشور به نظر نمی‌رسد بتوان چنین راهکاری را مناسب دانست. علاوه بر این، راهکار مذکور دارای ایراد است که اگر سرمایه‌ی یا ارزش بالایی ملاک ارزیابی قرار بگیرد، سرمایه‌گذاران جزء از آن زیان خواهند دید و عملاً رغبت به سرمایه‌گذاری در سطح خرد از میان خواهد رفت؛ از طرف دیگر اگر سرمایه‌ی یا ارزش پایین یا حداقلی ملاک باشد، ناشران یا سرمایه‌گذاران عمده خود را در معرض خطر یا ریسک می‌بینند و رغبت به توسعه را ازدست خواهند داد. در هر صورت به نظر می‌رسد برای جبران این خلأ راهی جز اتکا به همان معیار «سرمایه‌گذار متعارف» و امید به اینکه با رونق و توسعه بازار، عرف، ویژگی‌های چنین شخصی را تعیین کند و در رویه جایگاه مشخصی برای آن در نظر گرفته شود، وجود ندارد.

۲-۲. وصف دوم: معیاری ظنی/ قطعی

در آمریکا و اتحادیه اروپا از الفاظ و عبارات متفاوتی برای تعیین میزان احتمالی که یک شخص متعارف برای تأثیر اطلاعات بر تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری یا بر قیمت اوراق بهادار در نظر می‌گیرد، استفاده شده است. به همین دلیل ضرورت دارد معنای الفاظ و عبارات مذکور به‌طور مختصر مورد بررسی قرار بگیرد. مهم‌ترین این الفاظ عبارت‌اند از: 'would', 'could', 'might', ...

....

صرف‌نظر از معانی و کاربردهای دیگری که برای Can و Could وجود دارد، این دو فعل کمکی در زبان انگلیسی از احتمال و امکان وقوع چیزی خبر می‌دهند، به حدی که از احتمال ساده فراتر می‌روند (Washington Pollock, 1982: 177-179). البته اگر از لحاظ نظری امری محتمل باشد، از Could استفاده می‌شود، نه Can. تفاوت Can و Could در این است که احتمال وقوع یک امر در Can بیشتر از Could است. بنابراین اگر احتمال بیشتر وقوع امری در آینده وجود داشته باشد، از Can استفاده می‌شود، اما زمانی که در وقوع امری تردید وجود داشته باشد، یا احتمال وقوع آن نسبت به Can کم‌تر باشد، Could مورد استفاده قرار می‌گیرد (Hewings, 2005: 30). در مقابل، Might و May درصد کمی از احتمال را در نظر دارند. زمانی که احتمال وقوع امری در آینده ضعیف است، از این دو فعل کمکی استفاده می‌شود. البته بیشتر علمای دستور زبان انگلیسی معتقدند که Might احتمال بسیار ضعیف‌تری از May را نشان می‌دهد (Washington Pollock, 1982: 182-). Will و would نیز به ویژگی‌های رفتاری یا عاداتی اشاره دارند که همیشه صحت دارد و یا احتمال وقوع آن عرفاً زیاد است (Hewings, 2005: 19, 32; Schramper Azar, 2003: 176, 193, 200).

نگاهی به سیر تاریخی رویه قضائی و مقررات قانونی ایالات متحده و اتحادیه اروپا از تفاوت‌های موجود در استفاده از افعال کمکی فوق دارد. چه در اتحادیه اروپا و چه در ایالات متحده، رویه ثابتی وجود نداشته و بعضاً مشاهده شده است که در اسناد و آرای مختلف، از کلمات متفاوتی برای تعیین میزان قطعیت یا احتمال تأثیرگذاری اطلاعات مهم بر تصمیم سرمایه‌گذاران یا

۱. در معیاری که دیوان عالی ایالات متحده تحت عنوان تی‌اس‌سی - بیسیک پذیرفته و همچنین در مقررۀ مربوط به سوء استفاده در بازر (MAR) اتحادیه اروپا.

۲. در پرونده شرکت Enron و مدیر سابق آن جفری اسکیلینگ.

۳. در رأی دادگاه تجدیدنظر حوزه قضائی هفتم ایالات متحده در پرونده تی‌اس‌سی.

قیمت اوراق بهادار استفاده کرده‌اند. با وجود این، با توجه به تعریفی که نهایتاً در بخش اول از اطلاعات مهم ارائه شد در ایالات متحده، معیار اصلی و نهایی شناسایی اطلاعات مهم در رأی تی‌اس‌سی بیان شده که طبق نظر دیوان در آن پرونده، «substantial likelihood» ملاک عمل است. در اتحادیه اروپا نیز با توجه به مقررات مختلفی که در بخش اول آمد، به‌ویژه مقررۀ مربوط به سوء استفاده در بازار (مواد (۱)۱۷ و (۲)۷)، از «would be likely» استفاده شده است. با توجه به این عبارات، ایالات متحده و اتحادیه اروپا درصد بالایی از احتمال تأثیرگذاری را در نظر می‌گیرند. به عبارت دیگر با توجه به مطالب بند قبل، این درصد چیزی فراتر از نصف و نزدیک به قطعیت است. لذا می‌توان گفت زمانی که حداقل ۷۰ تا ۸۰ درصد احتمال تأثیرگذاری اطلاعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران یا قیمت اوراق بهادار وجود داشته باشد، اطلاعات مهم محسوب می‌شوند. در نتیجه در اتحادیه اروپا و ایالات متحده، زمانی می‌توان اطلاعات را مهم شمرد و افشای آن را تکلیف ناشران دانست که از نظر یک سرمایه‌گذار متعارف به «احتمال زیاد» این اطلاعات تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذار یا قیمت اوراق داشته باشد. البته در آمریکا علاوه بر این احتمال تأثیرگذاری، وسعت آثاری که از این امر به جا می‌ماند نیز لحاظ می‌شود (Baum & Solomon, 2019: 86-87).

در ایران، بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشا، به این نکته صراحتاً اشاره نکرده و دقیقاً ملاک روشنی برای تشخیص میزان احتمال تأثیر اطلاعات در تصمیم‌گیری تعیین نکرده است. بنابراین، از ظاهر ماده چنین برمی‌آید اطلاعات تنها در صورتی مهم محسوب می‌شوند که به‌طور قطع بر تصمیم سرمایه‌گذار یا قیمت اوراق تأثیر بگذارند، زیرا این شیوه نگارش ظهور در مصداق اکمل (یعنی قطعیت صد در صدی) دارد. طبق این دیدگاه، حتی در موردی که ۹۰ درصد احتمال وجود داشته باشد که تصمیم یک سرمایه‌گذار متعارف یا قیمت اوراق خاصی، با توجه به اطلاعات در دسترس تحت تأثیر قرار می‌گیرد، نمی‌توان اطلاعات مذکور را مهم و مشمول تعریف بند ۶ ماده ۱ قرار داد، زیرا هنوز قطع و یقین حاصل نشده است. در صورت پذیرش این دیدگاه در حقوق ایران، اصل بر عدم افشای اطلاعات خواهد بود و شرکت‌ها اصولاً تکلیفی برای افشا نخواهند داشت، مگر اینکه تأثیر صد درصدی اطلاعات بر تصمیمات یا اوراق اثبات شود.

این تفسیر مبتنی بر ظاهر ماده به جهاتی مردود است. اول اینکه اصولاً در عرصه سرمایه‌گذاری - و حتی در دیگر عرصه‌ها - هیچ امری قطعی و یقینی نیست تا بتوان بر مبنای آن اتخاذ تصمیم کرد؛ ثانیاً، چنین برداشتی از این مقررۀ موجب سوء استفاده مدیران شرکت‌ها خواهد شد و آن‌ها مستمسک قابل‌انکایی برای عدم افشای اطلاعات خود به‌دست می‌آورند. در نتیجه سرمایه‌گذاران را

با وضعی مواجه می‌کنند که راهی جز اکتفا به حداقل اطلاعات ارائه‌شده - که قطعاً تصویر روشنی از وضع ناشر یا اوراق به دست نمی‌دهد - نداشته باشند. بنابراین در این مورد نیز می‌بایست با در نظر گرفتن سایر حوزه‌های حقوق ایران، - و با توجه موضوعاتی چون «شخص متعارف» در حقوق مسئولیت مدنی یا حقوق کیفری -، «احتمال متعارف» و نه قطعیت را ملاک ارزیابی قرار داد.

۲-۳. وصف سوم: معیاری مبتنی بر قیمت/ مبتنی بر تصمیم سرمایه‌گذار

در آمریکا رکن سوم برای تشخیص مهم بودن این است که اطلاعات مذکور از نگاه یک سرمایه‌گذار متعارف بر ترکیب و مجموعه اطلاعات موجود تأثیر بگذارد. در واقع در ایالات متحده به جای آنکه مستقیماً به تأثیر اطلاعات بر تصمیم سرمایه‌گذار متعارف اشاره شود، به تأثیر مستقیم اطلاعات بر داده‌های موجود اشاره شده است. با وجود این، با توجه به اینکه در بخشی از این تعریف آمده که تأثیر بر اطلاعات موجود «از منظر یک سرمایه‌گذار متعارف» ملاک است، در واقع می‌توان به این نتیجه رسید که در رویه قضائی مینا و معیار، همان تأثیرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذار متعارفی است که - با توجه به اطلاعات وجود - اقدام به اتخاذ تصمیم در مورد خرید، فروش یا حفظ اوراق بهادار می‌کند. البته در ایالات متحده نیز معیار دقیق و روشنی برای تشخیص اینکه چه تغییری در تصمیمات سرمایه‌گذار را می‌توان تأثیرپذیری از اطلاعات مهم شناخت وجود ندارد، اما در این مورد مسلماً تغییر اساسی قیمت اوراق که عملاً پتانسیل تغییر در تصمیم سرمایه‌گذاران را دارد، می‌توان به‌عنوان یک عامل مهم در نظر گرفت.^۱

در اتحادیه اروپا برخلاف ایالات متحده به تأثیرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذار متعارف اکتفا نشده و علاوه بر آن، تأثیر بر قیمت اوراق نیز در تعریف اطلاعات مهم گنجانده شده است. با وجود این نمی‌توان گفت از این جهت تفاوت فاحشی بین این دو رویکرد وجود دارد، زیرا همان‌طور که گفته شد در ایالات متحده «تأثیر بر قیمت» اوراق نیز به‌عنوان یکی از موضوعات مهمی که در زیرمجموعه اطلاعات مهم قرار می‌گیرد، مد نظر رویه قضائی است و رویه قضائی خلأیی را که ظاهراً موجب تفاوت ایالات متحده و اتحادیه اروپا می‌شود، پر می‌کند.

1. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014)

برای بررسی ارتباط «تأثیر بر قیمت» و «مهم بودن» ر.ک: Ferrell, Allen, 2015: 563-565; Fox, 2015: 135-136.

می‌توان گفت با توجه به بند ۶ ماده دستورالعمل افشا که بیان می‌دارد: «... بر قیمت اوراق بهادار ناشر و یا تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد»، در حقوق ایران اطلاعات مهم اطلاعاتی است که اشخاص را به خرید و فروش اوراق ترغیب می‌کند، به نحوی که در صورت عدم وجود یا ارائه چنین اطلاعاتی، به احتمال متعارف سرمایه‌گذار اقدام به معامله نمی‌کند. ایران در خصوص این رکن، رویکردی مشابه رویکرد اتحادیه اروپا دارد و تأثیرگذاری در قیمت یا در تصمیم سرمایه‌گذاران را به‌عنوان یکی از ارکانی که تعیین‌کننده اطلاعات مهم هستند، ملاک قرار می‌دهد. البته باید در نظر داشت که اگرچه غالباً اطلاعاتی بر تصمیم سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد که مؤثر بر قیمت باشد، گاهی ممکن است اطلاعات بدون آنکه تأثیری بر قیمت بگذارد، مهم محسوب شود، مثل سرمایه‌گذاری یک شرکت بزرگ بین‌المللی در شرکت «الف» و عدم سرمایه‌گذاری آن در شرکت «ب» (سلطانی، ۱۳۹۶: ۱۰۳). رویکرد حقوق ایران علی‌رغم جامع بودن، دارای یک ایراد اساسی است و آن اینکه معنای دقیق آن قابل تشخیص نیست. برای مثال مشخص نیست چه میزان تأثیر در قیمت ملاک قرار می‌گیرد: آیا کاهش/افزایش یک درصدی قیمت پس از افشای اطلاعات برای مهم بودن اطلاعات کافی است؟ یا فرضاً باید حداقل ۳۰ تا ۴۰ درصد تغییر ایجاد شود تا بتوان اطلاعات را مهم محسوب کرد. آیا باید زمان را ملاک قرار داد و بر این نظر بود که سقوط یا صعود ارزش اوراق در یک بازه یک روزه یا یک هفته‌ای ملاک است یا در یک بازه زمانی یک یا چندماهه؟ همین مشکل در مورد تأثیر بر تصمیم سرمایه‌گذاران نیز تا حدی وجود دارد: آیا هر اطلاعاتی که مستقیماً به خرید یا فروش اوراق منجر شود، اطلاعات مهم و هر اطلاعاتی که سرمایه‌گذار را به حفظ اوراق ترغیب کند اطلاعات غیر مهم است؟

مسئله اصلی این است که حتی قوانین و مقررات دیگر حوزه‌هایی که به نوعی در این زمینه شباهت‌هایی - هر چند اندک - با حوزه بورس و اوراق بهادار دارند - از جمله حقوق شرکت‌ها و حقوق مصرف‌کننده - نیز پاسخ یا راهکار مشخصی برای چنین مسئله‌ای ارائه نکرده‌اند تا بتوان با اندکی اغماض و تکیه بر وحدت ملاک، به آن‌ها استناد کرد. بنابراین، با وجود اینکه رویکرد مقررات‌گذار در دستورالعمل افشا رویکردی مثبت و مبتنی بر تجربه دیگر کشورهاست، زیرساخت‌های به‌کارگیری چنین معیارهایی فراهم نیست و عملاً رویه منسجم و مشخصی در آرای قضائی یا هیئت‌های داوری سازمان بورس خصوصاً آن وجود ندارد. در این مورد نیز با توجه به خلأ موجود در ایران، باید به امید شکل‌گیری عرف یا رویه خاص در این زمینه بود که البته با رونق هرچه بیشتر بورس و اوراق بهادار در کشور، شکل خواهد گرفت.

با وجود این، می‌بایست تا زمان شکل‌گیری عرف روشن و منسجمی که به سؤالات مزبور پاسخ دهد، با تکیه بر مقررات موجود و توجه به دیگر معیارها و ملاک‌های مورد استناد در بورس عمل کرد. برای مثال بر این نظر بود که نوسان قیمت در صورتی که از بازه مثبت پنج درصد و منفی پنج درصد فراتر رود، در تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است؛ یا برای بازه زمانی، ملاک را آخرین نوسان در پایان هر روز قرار داد؛ یا اطلاعات مهم را اطلاعاتی دانست که در خرید و فروش سهام در کل کشور، تغییرات اساسی ایجاد می‌کند، مانند تأثیر عرضه اولیه شستا که بسیاری از صاحبان سهام را برای فروش سایر سهام خویش و تأمین نقدینگی ترغیب کرد و رغبت ورود به بازار بورس و دریافت کد بورسی را در بسیاری از اشخاص ایجاد کرد.

نتیجه

در ایالات متحده و اتحادیه اروپا معیار شناسایی اطلاعات مهم، مشخصاً دارای سه رکن است. این دو نظام حقوقی در رکن «سرمایه‌گذار متعارف» و «احتمال» تأثیر اطلاعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران دارای این تفاوت هستند که ارکان مذکور در حقوق ایالات متحده اندکی سخت‌گیرانه‌تر است. اما تفاوت دو نظام اخیرالذکر در رکن سوم بیشتر است و ایالات متحده تأثیر بر ترکیب اطلاعات در دسترس یک سرمایه‌گذار متعارف (و به تبع آن تصمیم او) را ملاک قرار می‌دهد، حال آنکه در اتحادیه اروپا تأثیر بر تصمیم یا قیمت اوراق ملاک است. به طور کلی می‌توان گفت شباهت‌های سه نظام مورد مطالعه بیش از تفاوت‌های سطحی آن‌هاست و علت تفاوت‌های جزئی نیز بیشتر به میزان توسعه‌یافتگی بازار اوراق بهادار مربوط می‌شود. بدین شرح که در ایالات متحده و (تا حدی) اتحادیه اروپا رویه قضائی یا دخالت نهادهای مرتبط، این سه رکن را با جزئیات و دقت بالایی تبیین و مشخص کرده است. اما معیاری که برای شناسایی اطلاعات مهم در ایران ارائه شده، در ظاهر یک رکن دارد و آن «تأثیر بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران» است. با وجود این، نباید به این ظاهر اکتفا کرد، زیرا دو رکن دیگر یعنی ۱. «سرمایه‌گذار متعارف»؛ و ۲. «احتمال متعارف تأثیرگذاری بر تصمیم سرمایه‌گذاران» را نیز می‌توان با توجه به اتخاذ رویکردی مشابه در سایر حوزه‌های حقوقی ایران و با الگوبرداری از حقوق ایالات متحده و اتحادیه اروپا در تعریف دستورالعمل افشا مستتر دانست. با وجود این، شایسته است سازمان بورس، دستورالعمل افشای اطلاعات را به نحوی اصلاح و تکمیل کند که در آن، اطلاعات مهم یا دارای اهمیت به طور دقیق تعریف و ارکان آن در رویکردی همسو با نظام‌های پیشرو در این عرصه تبیین شود. در واقع از آنجا که نظام حقوقی ایران بیش از رویه قضائی، بر قانون متکی است، ضرورت دارد سازمان بورس

و نهادهای متولی گام‌های مؤثرتری در این راستا بردارند و پر کردن خلأ را به رویه قضائی یا سایر نهادهای حل اختلاف واگذار نکنند. علاوه بر این، سازمان می‌تواند با فرهنگ‌سازی و برگزاری دوره‌های آموزشی، عملاً معیار «سرمایه‌گذار متعارف» در معاملات بورسی را ارتقا بخشد؛ بدین ترتیب اولاً، از تکلیف شرکت‌ها برای تحلیل و قابل فهم کردن اطلاعات کاسته می‌شود و ثانیاً، اشخاصی وارد این عرصه می‌شوند که از حداقل دانش تخصصی برای تحلیل داده‌ها و ارزیابی عملکرد شرکت‌ها برخوردارند.

منابع

الف) منابع فارسی

- ابراهیمی، مریم (۱۳۹۰)، «مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام»، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۱۵.
- ابراهیمی، مریم (۱۴۰۱/۰۴/۱۸)، «اولین افشا از رانت اطلاعاتی عرضه سهام با افزایش ۱۲۸ درصدی»، **پایگاه اطلاع‌رسانی آنلاین بورس پرس**
- جوانمردی، محمد (۱۳۹۳)، «نقض مقررات در ارائه اسناد و مدارک به سازمان بورس و اوراق بهادار»، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۲۶.
- خالقی، ابوالفتح و غلامعلی میرزایی (۱۳۹۷)، «تحلیل حقوقی شفافیت اطلاعاتی نهادهای عمومی»، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۴۱.
- دیلمی، احمد و محدثه فریدون (۱۳۹۹)، «بررسی تطبیقی قلمرو افشای اطلاعات در عرضه اولیه اوراق بهادار در حقوق ایران و آمریکا»، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۵۰.
- دیلمی، احمد و محدثه فریدون (۱۴۰۰/۰۱/۱۷)، «پرونده آکتور در پیچ و خم دادگاه»، **سایت خبری دنیای بورس**
- «سازمان بورس و اوراق بهادار» (۱۳۸۸)، **نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار**، شماره ۳.
- «سازمان بورس و اوراق بهادار» (۱۳۹۰)، **نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار**، شماره ۴.
- «سازمان بورس و اوراق بهادار» (۱۳۹۰)، **نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار**، شماره ۵.
- «سازمان بورس و اوراق بهادار» (۱۳۹۱)، **نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار**، شماره ۶.
- «سازمان بورس و اوراق بهادار» (۱۳۹۲)، **نشریه ویژه سازمان بورس و اوراق بهادار**، شماره ۷.
- سلطانی، محمد (۱۳۹۶)، **حقوق بازار سرمایه**، تهران: سمت.
- شبانی، محمدصادق (۱۳۹۵)، «بررسی وضعیت حقوقی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۳۳.
- صادقی مقدم، محمدحسن و محمد نوروزی (۱۳۹۰)، «نقد و بررسی نظام افشای اطلاعات در بورس ایران»، **فصلنامه حقوق**، شماره ۲.
- نوعی، الیاس (۱۳۹۴)، **بی‌احتیاطی و تکلیف به رعایت احتیاط**، تهران: مجد.

ب) تارنماها

- <https://boursepress.ir>
- <https://donyayebourse.com>

ج) منابع انگلیسی

- Adediran, A. O. (2023), "Disclosing corporate diversity", **Virginia Law Review**, No.109(2).

- Aronson, T. (1983), **English Grammar Digest**, New Jersey: Prentice - Hall.
- Baum, I., & D. Solomon (2019), “When should you abstain? call for global rule of insider trading”, **University of Cincinnati Law Review**, No.88(1).
- Baum, I., & D. Solomon (2020), “Materiality in MAR: Critical and Comparative Analysis”, **Bocconi Legal Papers**, No.14.
- Bengtzen, M. (2016), “EU and UK investment disclosure liability: at cross purposes?”, **Capital Markets Law Journal**, Vol. 11, No. 3.
- Bengtzen, M. (October 2015), “The materiality standard for public company disclosure: Maintain What Works”, **Business Roundtable**, Available at: www.roundtable.org on October 29, 2019, Washington D.C.
- Choudhury, B. (2016), “Social Disclosure”, **Berkeley Business Law Journal**, Vol. 13, Issue 1.
- Dombalagian, O. H. (2018), “Texas Gulf Sulphur and Information Disclosure Policy”, **SMU Law Review**, vol. 71, no. 3.
- Duffy, M. J. (2012), “Testing Good Securities Disclosure: Tales of the Reasonable Investor”, **Monash University Law Review**, Vol. 38, Issue 2.
- Ferrell, A., & R. Andrew (2015), “Price Impact, Materiality, and Halliburton II.”, **Washington University Law Review**, Vol. 93, Issue 2.
- Fox, M.B. (2015), “Halliburton II: What It’s All About”, **Journal of Financial Regulation**, Vol. 1, No. 1.
- Gattuso, T. (2023), “The panuwat snowball: correlation does not equal materiality”, **Catholic University Law Review**, No.72(3).
- Heminway, J. M. (Winter 2009), “Female Investors and Securities Fraud: Is the Reasonable Investor a Woman”, **William & Mary Journal of Women and the Law**, Vol. 15, Issue 2.
- Hewings, M. (2005), **Advanced Grammar in Use**, 2nd edition, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hewitt, J. O. (1977), “Developing Concepts of Materiality and Disclosure”, **The Business Lawyer**, Vol. 32, No. 3.
- Horwich, A. (2018 - 2019), “A Call for the SEC to Adopt More Safe Harbors that Limit the Reach of Rule 10b - 5”, **The Business Lawyer**, Vol. 74, Issue 1.
- Horwich, A. (2011), “An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scierter Under SEC Rule 10b - 5”, **The Business Lawyer**, Vol. 67, No. 1.
- Rose, A. M. (Fall 2017), “The Reasonable Investor of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s Reasonable Person & Suggested Reforms”, **Journal of Corporation Law**, Vol. 43, Issue 1.
- Sachs, M. (2006), “Materiality and Social Change: The Case for Replacing the Reasonable Investor with the Least Sophisticated Investor in Inefficient Markets”, **Tulane Law Review**, Vol. 81, Issue 2.
- Sale, H. A. (2019), “Disclosure’s Purposes”, **Georgetown Law Journal**, Vol. 107, Issue 4.
- Sauer, R. C. (2007), “The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws”, **The Business Lawyer**, Vol. 62, No. 2.
- Schipani, C. A., & H. N. Seyhun. (2016), “Defining Material, Nonpublic: What Should Constitute Illegal Insider Information”, **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, Vol. 21, Issue 2.
- Schramper Azar, B. (2003), **Understanding and Using English Grammar**, 3rd edn, New York: Longman.

- Schulzke, K. S., & G. Berger - Walliser (2017), “Toward a Unified Theory of Materiality in Securities Law”, **Columbia Journal of Transnational Law**, Vol. 56, Issue 1.
- Vizcarra, H. V. (2020), “The reasonable investor and climate - related information: changing expectations for financial disclosures”, **Environmental Law Reporter**, No.50(2).
- Washington Pollock, C. (1982), **Communicate What You Mean** (Grammar of High - Level ESL Students), New Jersey: Prentice - Hall, Inc.
- Wiese, J. I. (summer 1968), “Disclosure of Insider Information - Materiality and Texas Gulf Sulphur”, **Maryland Law Review**, vol. 28, No. 3.

