Archive of SID

دوفصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی دوره جدید، سال بیست و ششم، شمارۀ۱۵، بهار و تابستان ۱۳۹۸

تحلیل حقوقی و اقتصادی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار

محسن شمس‌الهی[1]
دانش آموخته دوره دکتری حقوق خصوصی
دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری.

تاریخ دریافت : ۱۳۹۷/۰۸/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۲۴

چکیده

نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات سبب ورود زیانهایی نظیر سلب امکان تصمیم گیری آگاهانه و معامله بر سهام به قیمت غیرواقعی به سرمایه گذاران می شود. برای جبران این زیانها در نظام‌های حقوقی مختلف مسئولیت مدنی برای ناشران و مدیران آنها پیش‌بینی شده است. با این حال، اعمال قواعد مسئولیت مدنی در این موارد دشوار است. در این خصوص به لحاظ حقوقی این بحث مطرح است که با عنایت به ویژگیهای خاص بازارهای اوراق بهادار، اساساً چگونه میتوان قواعد مسئولیت مدنی را برای جبران زیان های ناشی از نقض این الزامات اعمال نمود؟ به لحاظ اقتصادی نیز با توجه به این که برای توجیه مسئولیت مدنی از لحاظ اقتصادی لازم است که مسئولیت مدنی دارای کارکرد ویژه‌ای باشد، این بحث مطرح است که هدف و کارکرد اصلی مسئولیت مدنی چیست؟ اجمالاً به نظر می رسد اعمال قواعد مسئولیت مدنی در این موارد با موانع حقوقی جدی مواجه است که برای این منظور لازم است ساز و کارهای حقوقی ویژه‌ای(نظیر فرض رابطه سببیت) برای جبران این خسارات پیش بینی شود. همچنین هدف اصلی مسئولیت مدنی در این موارد جبران خساراتی است که به طور ناروا به سرمایه گذاران وارد شده است. روش تحقیق این مقاله روش تحلیلی بوده و موضوع به صورت تطبیقی مورد مطالعه قرار خواهد گرفت.

کلید واژه ها: مسئولیت مدنی، افشای اطلاعات، دور، ضرر غیرقطعی ، سهامدار بی گناه

---

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

DOI: 10.22067/le.v26i15.76600

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

مبنای اصلی تحمیل الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات بر ناشران اوراق بهادار، ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای سرمایه گذاران است. اگر ناشر اقدام به افشای اطلاعات نادرست کند یا از افشای برخی اطلاعات با اهمیت که اثر قابل توجهی بر تصمیم سرمایه گذاران و قیمت اوراق بهادار دارد، امتناع کند، سرمایه گذاران از دو جهت متضرر می شوند: هم امکان تصمیم گیری آگاهانه از سرمایه گذاران سلب می شود و هم آنها را به معامله بر قیمت غیرواقعی می شود.

برای این منظور در نظام های حقوقی برای جبران زیانهایی که در اثر نقض این الزامات به سرمایه گذاران وارد شده است، ساز و کارهای مختلفی پیش بینی شده است. در ایالات متحده در این خصوص در قوانین اوراق بهادار و بورس اوراق بهادار در سالهای ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ عناوین خاص مسئولیت مدنی پیش بینی شده و رویه قضایی در این کشور تنها زیان ناشی از تغییر قیمت اوراق بهادار را قابل جبران دانسته است. (Fisch, Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud, 2009, p. 845) در فرانسه با اعمال قواعد عام مسئولیت مدنی در این دعاوی، رویه قضایی غالب، جبران زیان ناشی از تغییر قیمت را نپذیرفته و با اعمال تئوری از دست دادن فرصت، به جبران زیان ناشی از سلب حق تصمیم گیری آگاهانه از سرمایه گذاری روی آورده است. (Prorok, 2016, p. 265) .

در ایران نیز در برخی مواد قانون بازار اوراق بهادار به خصوص ماده ۴۳، به جبران خسارت اشخاصی که از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات زیان می بینند، توجه شده است، هر چند از متن قانون نمی توان برداشت کرد که کدام یک از دو تحلیل فوق پذیرفته شده است و برای این منظور با توجه به قواعد عمومی مسئولیت مدنی باید دید که کدام یک از زیانهای فوق قابل جبران است، که البته بررسی آن از قلمرو این مقاله خارج بوده و خود نیازمند تحقیق مستقلی است.

آن چه در این مقاله مورد بررسی قرار می گیرد، این است که با عنایت به ویژگی‌های خاص بازارهای اوراق بهادار(که در آن خطر و احتمال نقش و جایگاهی اساسی دارد و همواره با حدی از عدم قطعیت مواجهیم) ، و شرایط خاصی که برای تحقق مسئولیت مدنی(نظیر لزوم وجود ضرر قطعی و لزوم احراز رابطه سببیت قطعی بین فعل زیانبار و ضرر وارده) وجود دارد، اساساً امکان

www.SID.ir

Archive of SID

اعمال قواعد مسئولیت مدنی برای جبران زیان های ناشی از نقض این الزامات وجود دارد یا خیر؟

از سوی دیگر اعمال قواعد مسئولیت مدنی در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات از نظر اقتصادی نیز نیازمند تحلیل است. برای این منظور این موضوع در این مقاله مورد بررسی قرار می گیرد که به لحاظ اقتصادی اعمال مسئولیت مدنی در دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات بر چه مبنایی قابل توجیه است و جامعه از تحمیل مسئولیت مدنی بر متخلفان چه هدفی را دنبال می کند؟

اجمالاً به نظر می رسد اعمال قواعد مسئولیت مدنی در این دعاوی با موانعی حقوقی مواجه است که عمدتاً از دشواری احراز قطعیت ورود زیان، جمعی بودن بازار اوراق بهادار و ثالث بودن عامل زیان در معاملات بازار ثانویه ناشی می شود. برای این منظور لازم است سازو کارهای ویژه ای نظیر ایجاد فرض رابطه سببیت، برای تسهیل جبران این خسارات پیش بینی شود.

از سوی دیگر، ایراداتی که از سوی هوادارن تحلیل اقتصادی حقوق نسبت به کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی در دعاوی مورد بحث مطرح شده، قابل پذیرش نیست و هدف اصلی مسئولیت مدنی در این موارد نیز می تواند جبران خساراتی که به طور ناروا به سرمایه گذاران وارد شده باشد.

برای بررسی این موضوع مطالب این مقاله در دو بند ارائه خواهد شد: بند اول به تحلیل حقوقی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات اختصاص می یابد و بند دوم به موضوع تحلیل اقتصادی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات اختصاص می یابد.

بند اول- تحلیل حقوقی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات

بازارهای اوراق بهادار دارای اوصافی هستند که در بدو امر به نظر می رسد با مسئولیت مدنی سازگار نیست. این اوصاف شامل عدم قطعیت و جمعی بودن بازار می شود و در کنار آن ثالث بودن ناشر در بازار ثانویه نیز ممکن است اثرگذار باشد. برای این منظور مطالب این بند در سه قسمت تقسیم خواهد گردید و به ترتیب وصف عدم قطعیت، رابطه وصف جمعی بودن بازار با وصف شخصی مسئولیت مدنی و نسبیت قرارداد در بازار ثانویه بررسی می شود.

www.SID.ir

Archive of SID

الف- قطعیت در مسئولیت مدنی و خطر ذاتی سرمایه گذاری در بورس

خرید اوراق بهادار همیشه با این خطر همراه است که محاسبات سرمایه گذار در عمل درست نباشد و سرمایه گذار 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 سرمایه گذاران نمی توانند هر گاه که در اثر محاسبات نادرست خود متحمل زیان شدند، به مسئولیت مدنی متوسل شوند و «مسئولیت سرمایه گذاری های بد خود» را بر عهده دیگران قرار دهند. (LAY, 2004, p. 8) چرا که شخص با سرمایه گذاری در بورس خطر تحمل زیان در اثر کاهش قیمت اوراق بهادار و... را پذیرفته است. (Thévenoz, 2008, p. 3)

به این ترتیب، در ارتباط با بازار بورس لازم است دو گروه خطرات از یکدیگر تفکیک شود: از یک سو، خطر ناشی از ارتکاب احتمالی یک تقصیر(نظیر افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده) از سوی یکی از فعالان بازار و از سوی دیگر نفس خطر مالی[1]، و به طور دقیقتر خطر بورسی[2]، که فی نفسه ناشی از هیچ عمل نادرستی نیست و طبیعتاً باید از سوی هر سرمایه گذار در ازای سودی که انتظار دریافت آن را دارد؛ تحمل گردد. (Prorok, 2016, p. 41) این خطر ذاتاً در هر سرمایه گذاری بورسی وجود دارد(KLEIN, 2014, p. 27) و تحمل آن برای سرمایه گذاران اجتناب ناپذیر است.

بنابراین آنچه به مسئولیت مدنی مربوط می شود، مواردی است که عدم رعایت الزامات مربوط به افشای اطلاعات سبب ورود زیان به سرمایه گذار شده باشد، و در مواردی که تحت تأثیر شرایط بازار زیانی به سرمایه گذار رسیده باشد، این زیان قابل جبران نخواهد بود. با این حال مشکل اصلی که در باب مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات مطرح است، این است که نمی توان تشخیص داد که چه میزان از زیانی که به سرمایه گذار وارد شده است ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات است و چه میزان از این زیان از خطر بورسی

---

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).

www.SID.ir

Archive of SID

ناشی می شود؛ و از این حیث احراز رابطه سببیت و نیز قطعیت ضرر قابل جبران در این دعاوی با مانعی جدی مواجه می شود. چرا که تحقق مسئولیت مدنی مستلزم تحقق ضرر و رابطه سببیت قطعی است و وجود «خطر بورسی» مانع تحقق چنین قطعیتی است. (LAY, 2004, p. 15)

برای رفع این مشکل در حقوق آمریکا و فرانسه، دو راه حل مختلف پذیرفته شده است:

۱. در حقوق آمریکا با اعمال نظریه تقلب در بازار در این دعاوی که مبتنی بر نظریه بازار سرمایه کارآمد است، در صورت اثبات افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده، انتساب افزایش قیمت به اطلاعات نادرست یا گمراه کننده مفروض گرفته شده است.

۲. در حقوق فرانسه، رویه قضایی با اعمال نظریه از دست دادن فرصت، که اختصاص به جبران زیانهای غیرقطعی و عدم قطعیت رابطه سببیت دارد[۱]، امکان اعمال قواعد مسئولیت مدنی در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را فراهم نموده است.

در حقوق ایران نیز رویه قضایی چاره ای جز پذیرش یکی از راه حل های فوق یا عدم پذیرش دعوای مسئولیت مدنی در غالب موارد ندارد.[۲]

ب- شخصی بودن مسئولیت مدنی و ماهیت جمعی بازار اوراق بهادار

مسئولیت مدنی دارای جنبه شخصی و فردی است، و معمولاً حقوقدانان مسئولیت مدنی، شخصی بودن زیان را به عنوانی یکی از شرایط ضرر قابل جبران در نظر می گیرند. در حالی که

۱- به طور سنتی رویه قضایی فرانسه نظریه مذکور را در مواردی که خسارت وارده غیرقطعی است اعمال نموده است. (TELLIER, 2013, p. 2) اما گاهی رویه قضایی جبران زیان ناشی از دست دادن فرصت را در مواردی نیز که عدم قطعیت به رابطه سببیت مربوط می شود، پذیرفته است و در نتیجه یک نوع دومی از محرومیت از فرصت ایجاد شده است. در این فرض، از دست دادن فرصت «اجازه جبران جزئی زیانی را می دهد که عامل زیان تنها در تحقق آن نقش داشته است، بدون این که اطمینان داشته باشیم که او سبب ورود زیان بوده است.»(KLEIN, 2014, p. 23)

۲-در این خصوص اشاره به پرونده شماره ۹۳۰۰۰۴۲ طرح شده نزد هیأت داوری بورس مفید است که در آن عدم امکان احراز قطعیت یکی از موانع پیروزی خواهان در دعوای مسئولیت مدنی بوده است. در جریان این پرونده هیأت داوری بورس از معاونت نظارت بر بورسها و ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار تقاضای اظهار نظر در خصوص «روند تغییرات قیمت سهام شرکت طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸» نمود. مرجع مذکور در پاسخ اعلام داشته است که «تفکیک اثرات این عوامل {عدم افشای به موقع اطلاعات} از اثرات متغیرهای بنیادی امکان پذیر نیست. »

www.SID.ir

Archive of SID

بازار های اوراق بهادار دارای جنبه عمومی هستند. برای بررسی تقابل این دو ویژگی باید بین دو فرض تفکیک نمود: در بازار اوراق بهادار ممکن است تحت تأثیر افشای اطلاعات زیان جمعی به مجموعه سرمایه گذاران، و تمامیت بازار برسد و از سوی دیگر ممکن است به تعداد زیادی از سرمایه گذاران زیان های شخصی برسد. بنابراین، لازم است بین زیان های جمعی و زیان های شخصی در مقیاس بزرگ(زیان فراگیر) تفکیک قائل شد.

زیان جمعی[۱]

ضرر جمعی ضرری است که به گروهی وارد شده است، بدون آن که بتوان تشخیص داد که زیان به فرد یا افراد معینی رسیده است.[۲] در این حالت ضرر به فرد یا افراد خاصی مستقیماً وارد نشده است و لذا آنان نفعی در اقامه دعوای مستقل ندارند. (صفایی & رحیمی, ۱۳۹۲, ص. ۱۳۴) با این وصف، در بازار اوراق بهادار نیز، به واسطه ماهیت جمعی آن، ورود زیان جمعی در اثر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات قابل تصور است. این زیان شامل زیان وارده به بازار[۳] صرف نظر از فعالان آن است. زیان وارده به بازار شامل هر گونه اختلال کلی در عملکرد بازار یا هر گونه زیان وارده به بازار به عنوان یک مجموعه است؛ و شامل زیان شخصی وارده به فعالان بازار نمی شود.[۴] بنابراین، در تعریف زیان وارده به بازار می توان گفت که زیانی است که به عملکرد مطلوب

۱-préjudice collectif: «ضرری است که به منافع ذاتی هدفی که توسط یک مجموعه(Association) دنبال می شود، وارد می شود و این مجموعه حق اقامه دعوای جبران خسارت مذکور، را دارد(خسارتی متمایز از خسارتی که به طور خاص به اعضای آن مجموعه وارد شده است.»(Cornu, 1990, p. 148)

۲- در این موارد زیان به جمعی نامحصور وارد آمده است و چنان منتشر است که هیچ کس نمی تواند خود را زیاندیده اصلی بداند و از این بابت اقامه دعوا کند. (کاتوزیان, مسئولیت مدنی، جلد اول:مسئولیتهای خاص و مختلط, ۱۳۹۰, ص. ۲۷۳)

۳-préjudice du marché

۴-خسارت وارده به بازار با الهام از اصطلاح زیان وارده به اقتصاد(dommage à l'économie) در حقوق رقابت، مطرح شده که عبارت است از زیانی که به عملکرد مطلوب مجموعه بازار وارد می شود. البته مفهوم مذکور در اجرای مسئولیت مدنی در حقوق رقابت مورد استفاده قرار نگرفته است؛ بلکه به منظور تعیین ضمانت اجراهای اعمال شده توسط مرجع رقابت به کار رفته است. (Prorok, 2016, p. 244)

www.SID.ir

Archive of SID

بازار به عنوان یک مجموعه[1] وارد می شود. (Prorok, 2016, p. 244) با این تحلیل آنچه در واقع در اثر نقض الزامات راجع به افشای اطلاعات زیان می بیند، خود بازار است؛ که تحت تأثیر اطلاعات نادرست عملکردش مختل شده است.

به نظر می رسد، تحقق زیان جمعی به مفهوم فوق و امکان استناد به آن در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، محل تردید است.

زیان فراگیر[2](زیان های در مقیاس بزرگ[3])

زیان فراگیر از زیان جمعی متمایز است. چرا که زیان فراگیر عبارت است از مجموعه خساراتی که به تعداد زیادی از اشخاص وارد شده است، (Prorok, 2016, p. 59) در حالی که زیان جمعی ضرری است که به یک مجموعه صرف نظر از اعضای آن وارد می شود. فایده اصلی تفکیک این دو نوع زیان در این است که در زیان فراگیر، همه اشخاصی که در اثر عمل زیانبار زیان دیده اند، دارای نفع برای اقامه دعوای مسئولیت مدنی هستند و تنها به علت قلت زیان وارده یا بعید بودن ملائت عامل زیان برای جبران زیان وارده به همه زیاندیدگان اقامه دعوای فردی مسئولیت مدنی ممکن است به صرفه نباشد؛ در حالی که در زیان جمعی هیچ یک از اعضای مجموعه به تنهایی نفع در اقامه دعوا ندارد. (کاتوزیان ن. , ۱۳۹۰, ص. ۲۷۳)

افشای اطلاعات نادرست در بازار اوراق بهادار یکی از مواردی است که سبب ورود زیان فراگیر می شود. کلیه اشخاصی که تحت تأثیر افشای اطلاعات نادرست سهام را به قیمت کمتر یا بیشتر از قیمت واقعی، فروخته یا خریده اند، متحمل زیان شخصی شده اند و از این حیث تعداد زیاندیدگان بسیار زیاد خواهد بود.

در این موارد، زیاندیده کمتر اقامه دعوا می کند. زیرا، زیان توزیع شده و میزان کمی سهم هر زیاندیده شده است، و هزینه و زمانبر بودن اقامه دعوا، و نیز احتمال شکست در دعوا، آنها را از اقامه دعوا باز می دارد. (Calais-Auloy, 1994, p. 383) به همین دلیل در حقوق آمریکا، اقامه

1- l’atteinte portée au bon fonctionnement du marché dans son ensemble
2- Dommages de masse/ préjudice de masse
3- Les préjudices A GRANDE ÉCHELLE

www.SID.ir

Archive of SID

دعوای گروهی از سوی تمام یا بخشی از اشخاص دارای وضع مشابه مطرح شده است. دعوای گروهی[1] با هدف «عدالت برابر برای همه در چارچوب قانون[2]» زمینه جبران زیان وارده به اشخاص مستقل را فراهم می کند. (Cox, 1997, p. 497) با این حال در حقوق ایران چنین دعوایی مسموع نخواهد بود. (محسنی, غفاری فارسانی, & شوشی نسب, ۱۳۹۱, ص. ۱۷۲)

ج- ثالث بودن عامل زیان در معاملات بازار ثانویه

در معاملاتی که در بازار اولیه منعقد می شوند، خود ناشر فروشنده اوراق بهادار است و به عنوان عرضه کننده سهام متعهد به افشای اطلاعات است و فروشنده اوراق بهادار نیز خود ناشر است. در حالی که در معاملاتی که در بازار ثانویه منعقد می شوند، ناشر طرف قرارداد نیست. در این موارد سرمایه گذاران اوراق بهادار را از یک سهامدار دیگر خریداری می کنند؛ اما اطلاعات گمراه کننده ناشر وی را به خرید اوراق بهادار شرکت به قیمتی بیش از قیمت واقعی واداشته است. (Coffee Jr., 2006, p. 1556) ثالث بودن نقض کننده الزامات مربوط به افشای اطلاعات در بازار ثانویه ممکن است از دو جهت بر مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات اثرگذار باشد:

ایراد نسبی بودن قرارداد

اگر الزامات راجع به افشای اطلاعات را قراردادی بدانیم، برای تحقق مسئولیت ناشی از نقض

۱- منظور از دعوای جمعی یا گروهی(class action) دعوایی است که در آن دادگاه به یک شخص واحد یا گروه کوچکی از افراد اجازه می دهد، نماینده منافع یک گروه بزرگتر باشند. (BLACK, 2004, p. 752) درحقوق فرانسه برای دعوای جمعی(action collective) دو تعریف مختلف ارائه شده است که اولی اعم است از با دعوای مطالبه زیان وارده به شخصیت حقوقی و دومی منطبق است با دعوای مطالبه زیان فراگیر: «الف) دعوایی که یک گروه واجد شخصیت حقوقی(شرکت، انجمن، سندیکا)، به نام خود، برای مطالبه حقوق متعلق به خود شخصیت حقوقی یا دفاع از منافع مجموعه(collectivité) مطرح می کند... ب) دعوایی است که از سوی یکی از اشخاص ذینفع(برای مثال مصرف کننده) اقامه می شود، با این هدف که موضوع حتی نسبت به سایرین(به عنوان استثنایی بر اصل نسبیت امر قضاوت شده) به قضاوت گذاشته شود. (Cornu, 1990, p. 19)

2- equal justice for all under the law

www.SID.ir

Archive of SID

آن اثبات رابطه قراردادی بین خواهان و خوانده ضروری خواهد بود. در این صورت، با توجه به این که، در بازار ثانویه که متعهد اصلی افشای اطلاعات ناشری است که طرف قرارداد خرید و فروش سهم نیست، طرح ایراد مربوط به نسبی بودن قرارداد در دعوای مسئولیت مدنی علیه ناشر قابل تصور خواهد بود. با این حال به نظر می رسد الزامات مذکور ریشه قانونی داشته و برای طرح مسئولیت ناشی از نقض آنها احراز رابطه قراردادی بین طرفین لازم نیست. در حقوق آمریکا نیز هر چند در گذشته ایراد نسبی بودن پذیرفته می‌شد، اما در رویه قضایی فعلی، به ایراد نسبیت قرارداد توجه نمی شود. (Rose, 2017, p. 13) در حقوق فرانسه نیز مسئولیت مدنی ناشی از افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده در بازار اوراق بهادار مسئولیت غیر قراردادی دانسته شده است. (Prorok, 2016, p. 16)

رابطه بین زیان و سود

در بازار اولیه، سود ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در بازار اولیه(در موارد افزایش سرمایه)، عمدتاً به ناشر، و به تبع آن سهامداران فعلی شرکت می رسد؛ در حالی که در بازار ثانویه علی القاعده ناشر نفعی از نقض این الزامات نمی برد. در بازار اولیه، با نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، قیمت سهام جدید شرکت که در راستای افزایش سرمایه منتشر شده اند، بیشتر از قیمت واقعی خواهد شد و خرید این سهام به قیمت بالاتر از قیمت واقعی از سوی سرمایه گذاران، سبب می شود سهامداران فعلی شرکت به ضرر آنها به میزان مابه التفاوت قیمت واقعی و قیمت بازار، منتفع شوند. وقتی شرکت سهام خود را به قیمتی بیش از قیمت واقعی می فروشد، سهامدران فعلی سود می برند، چرا که مطابق ماده ۱۶۰ لایحه اصلاحی قانون تجارت در موارد افزایش سرمایه، «شرکت می تواند عواید حاصله از اضافه ارزش سهم فروخته شده را به اندوخته منتقل سازد، یا نقدا بین صاحبان سهام سابق تقسیم کند یا در ازاء آن سهام جدید به صاحبان سهام سابق بدهد»؛ که در دو فرض اخیر سود آن مستقیماً به سهامدران سابق شرکت می رسد. اما، در دعاوی بازار ثانویه نه شرکت و نه سهامدارانی که مبادرت به فروش سهام ننموده اند، هیچ سودی از انعقاد معامله(فروش سهام از سوی برخی سهامداران بیش از قیمت واقعی) نمی برند (Coffee Jr., 2006, p. 1556) و در نتیجه خواهانها به سود دیگر معامله گرانی که احتمالاً، مرتکب هیچ تقصیری نشده اند، متحمل زیان می شوند.(Rose, 2017, p. 13)

www.SID.ir

Archive of SID

بنابراین در بازار ثانویه سود تخلف ناشر در افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده به سهامدارانی می رسد که به هر دلیلی(با علم به واقع یا به طور اتفاقی) در دوران انتشار افشای اطلاعات نادرست اقدام به فروش سهام خود نموده اند و این سهامداران بعضاً بدون این که تقصیری مرتکب شده باشند، به علت تقصیر ناشر دارا می شوند.

بند دوم- تحلیل اقتصادی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات راجع به افشای اطلاعات

به نظر طرفداران نگرش اقتصادی به حقوق، تنها مبنای عقلی مسئولیت مدنی، «کارایی اقتصادی» است. برای این منظور مسئولیت مدنی به روشهایی نظیر بازدارندگی و توزیع زیان می تواند سبب تحقق کارآیی اقتصادی شود. (بادینی, ۱۳۸۴, ص. ۳۹۶) برای این منظور در ادامه تحقق اهداف مذکور با اعمال قواعد مسئولیت مدنی در دعاوی مربوط به نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در عین حال، با توجه به غلبه کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی نزد حقوقدانان، ابتدائاً ایراداتی که طرفداران نگرش اقتصادی به حقوق به کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی در دعاوی مورد بحث وارد نموده اند مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

الف- ایرادات وارده به کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات

جبران خسارت وارده به زیان دیده یکی از مهمترین اهداف مسئولیت مدنی است و حتی برخی آن را تنها هدف قابل توجیه مسئولیت مدنی دانسته اند (بادینی, ۱۳۸۴, ص. ۳۲۷). در موارد افشای اطلاعات نادرست یا گمراه کننده، سرمایه گذاران در ارتباط با خرید یا فروش اوراق بهادار گمراه می شوند، و در نتیجه هم در اثر خرید اوراق بهادار به قیمتی کمتر از قیمت واقعی و هم با سلب امکان تصمیم گیری آگاهانه زیان دیده اند.(Fisch, 2009, p. 336) ورود این زیانها در نتیجه نقض یک سری الزامات قانونی به عمل آمده است و از این حیث جبران زیان وارده به سرمایه گذاران ضروری به نظر می رسد.

با این حال تحمیل مسئولیت مدنی بر ناشران اوراق بهادار، با هدف جبران خسارت وارده به

www.SID.ir

Archive of SID

سرمایه گذاران، با چالش های عمده ای روبرو است و به طور کلی سه ایراد اصلی به کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی وارد شده است که در ادامه، مورد بررسی قرار می گیرد.

نفی کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی بر مبنای ادعای بازی در مجموع صفر[1]

یکی از ایراداتی که بر کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی وارد شده، این است که اثر نقض الزامات مربوط به افشا، بر سرمایه گذاران، یک بازی در مجموع صفر است که در آن سودی که برنده کسب می کند، دقیقاً معادل زیانی است که بازنده متحمل می شود. (FOX, 2009, p. 302) این ادعا دارای دو جنبه متفاوت است:

از منظر کلی[2]، معامله به قیمت بیش از قیمت واقعی(تحت تأثیر افشای اطلاعات ناقص یا نادرست)، بازی در مجموع صفر است، زیرا به ازای هر بازنده(زیاندیده) یک برنده(سود برنده) وجود دارد. (Prorok, 2016, p. 418) در واقع، اگر نقض الزامات مربوط به افشا سبب شود که قیمت سهام ۵ دلار بیشتر شود، همه خریداران سهام، به ازای هر سهم ۵ دلار بیشتر می پردازند و در مقابل هر فروشنده ای ۵ دلار بیشتر به ازای هر سهم دریافت می کند و در نتیجه در هر معامله ای، میزان زیان خریدار دقیقاً معادل سود فروشنده است. (FOX, WHY CIVIL LIABILITY FOR DISCLOSURE VIOLATIONS WHEN ISSUERS DO NOT TRADE?, 2009, p. 302) ظاهراً مبنای این تحلیل از منظر اقتصادی این است که دعوای مسئولیت مدنی در صورتی موجه است که یک هزینه اجتماعی به جامعه تحمیل شود. در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات هر چند ممکن است برخی سهام را به قیمتی بالاتر از قیمت واقعی خریداری کنند، اما چون زیان خریدار دقیقاً معادل سود فروشنده است و فروشنده به واسطه ثالث بودن عامل زیان، در کسب این سود و ورود زیان به خریدار هیچ تقصیری نداشته است، در واقع هیچ هزینه ای به اجتماع تحمیل نشده است و به عبارت دیگر هزینه اجتماعی خالص[3](میزان هزینه های ناشی از یک عمل منهای منافع آن) برابر صفر است. نتیجه این استدلال این خواهد بود که چون نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات هزینه اجتماعی ندارد، یا به تعبیر بهتر هزینه اجتماعی آنها خرید اوراق

1- zero-sum game
2- d'un point de vue global
3- Net social cost

www.SID.ir

Archive of SID

بهادار به قیمت بیش از قیمت واقعی نیست، در نتیجه ضرورتی به اعمال قواعد مسئولیت مدنی وجود نخواهد داشت.

با این حال این جنبه از ادعای مذکور، فاقد اهمیت تشخیص داده شده است. با این استدلال که «این که معامله در بازار ثانویه به قیمت غیر واقعی، بازی در مجموع صفر محسوب می شود، یا در مجموعه معاملات منعقد شده در بازار برای مجموعه سرمایه گذاران چنین وضعیتی پیش بیاید، از منظر تحلیل حقوقی مهم نیست.» (Prorok, 2016, p. 423)

در عین حال جنبه شخصی[1] این ادعا که مبتنی بر رعایت تنوع در سرمایه گذاری از سوی سرمایه گذاران است، مانع جدی تری در برابر کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی به نظر می رسد. از این منظر، تأثیر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، به شرط رعایت تنوع در سرمایه گذاری، برای یک سرمایه گذار خاص معامله در بازار ثانویه می تواند بازی در مجموع صفر باشد. (Prorok, 2016, p. 418) چرا که تغییر قیمت در بازار اوراق بهادار برای سرمایه گذاری که متنوع سرمایه گذاری کرده، از این جهت منجر به یک بازی در مجموع صفر می شود که زیان وارده به او به نوعی توسط بازار جبران می شود و از این رو گفته شده که تنوع بهترین راه جبران خسارت است.(Prorok, 2016, p. 418) به عبارت دیگر، سرمایه گذار در زمانی که به عنوان فروشنده عمل می کند، متحمل زیان می شود؛ اما وقتی سهام خود را می فروشد، زیان او جبران می شود و لذا زیان وارده به سرمایه گذار خود به خود جبران شده و نیازی به اعمال قواعد مسئولیت مدنی برای جبران آن نیست.

در این خصوص نیز به نظر می رسد، فرض تنوع سرمایه گذاری به صورت عام در بازار جریان ندارد. (Booth, 2009, p. 147) حتی در فرض وجود تنوع در سرمایه گذاری، هر چند این احتمال وجود دارد که آنچه ادعا شده محقق شود و سهامداران معادل آنچه در اثر نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات از دست می دهند، در معاملات دیگر دارا می شوند؛ اما این امر قطعی نیست و می توان تصور کرد که یک سرمایه گذار در همه معاملات متنوعی که انجام داده صرفاً

1- d’un point de vue individuel

www.SID.ir

Archive of SID

زیان ببیند.[۱]

مشکل دور[۲] در مسئولیت ناشر

یکی از ادله‌ای که برای تضعیف کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی در دعاوی مورد بحث ارائه شده ایراد دور در جبران خسارت و به عبارت دیگر وحدت یا اختلاط نسبی بین عامل زیان(یا به تعبیر دیگر جبران کننده) و زیاندیده است.[۳] (Prorok, 2016, p. 425) در واقع، مسئولیت مدنی ناشر به این معنا است که سهامداران شرکت در زمان پرداخت خسارت[۴] در نهایت مسئول جبران خسارت خواهند بود. این وضعیت از این جهت که زیاندیده را در خطر این قرار می دهد که مدیون غیرمستقیم دعوای جبران خسارت تلقی گردد، متناقض است (COURET, et al., 2013, p. 34) و کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی را زیر سؤال می برد.

دور در دو سطح خرد[۵] و کلان[۶] قابل تصور است که در ادامه به تفکیک بررسی خواهند شد:

سطح خرد دور

در سطح خرد(دور در درون یک شرکت خاص)، بخشی از خواهانها در زمره سهامداران شرکت خوانده نیز قرار دارند و در نتیجه جبران بخشی از خسارت وارده بر برخی خواهان ها بر عهده خود ایشان قرار می گیرد. (Rose, 2017, p. 15) چنان که گفته شده در این دعاوی،

۱- این ادعا نیز که در موارد تنوع، شانس کسب سود و تحمل ضرر برابر است؛ در موارد دخالت دارندگان اطلاعات نهانی در بازار قابل قبول نیست. زیرا آنها با برتری اطلاعاتی ای که نسبت به بقیه دارند، این شانس را دارند که در معاملات برنده باشند و در نتیجه طرف مقابل آنها بازنده خواهد بود. در نتیجه، احتمال برنده یا بازنده بودن حتی برای سرمایه گذاران متنوع نیز، کاملاً یکسان نیست. (Prorok, 2016, p. 423) به همین دلیل دست کم در مواردی که معامله متکی بر اطلاعات نهانی رخ می دهد جبران زیان سرمایه گذاران به استناد دعاوی مذکور ضروری خواهد بود. مثال مشهوری که در این خصوص مطرح شده رسوایی مربوط به شرکت انرون(Enron) است که در آن دارندگان اطلاعات نهانی شرکت مذکور معادل بیش از ۸۰۰ میلیون دلار سهم فروختند. (Booth, 2009, p. 143)

2- circularity
3- la circularité de la réparation ; la confusion relative entre l'auteur et la victime
4- actionnaires au moment du paiement de l'indemnisation
5- micro/ problème relatif de la circularité
6- macro/ problème majeur de la circularité

www.SID.ir

Archive of SID

گروهی از سهامداران پولی را «از جیب چپ خود به جیب راست خود»[1] منتقل می کنند؛ البته پس از کسر هزینه های مربوط به اقامه دعوا.(Prorok, 2016, p. 426)

سطح خرد ایراد دور از چند جهت قابل رد است:

اولاً، با توجه به استقلال شخصیت حقوقی شرکت از سهامداران، ایراد منطقی بر دعوای مذکور وارد نیست؛ هر چند تحمیل زیان نهایی بر سهامدار مذکور که خود زیاندیده نیز هست نقض غرض است و عادلانه نخواهد بود.(Coffee Jr., 2006, p. 1534)

ثانیاً، سطح خرد دور همیشه اتفاق نمی افتد و مشروط بر این است که خریدار سهام به قیمت بیش از قیمت واقعی، آنها را پس از افشای اطلاعات اصلاحی در مالکیت خود نگه دارد.[2]

ثالثاً، دور در سطح خرد، لزوماً جزئی و نسبی است و نباید نسبت به آن اغراق شود. زیرا بین سهامدارانی که بار مالی جبران خسارت بر آنها تحمیل می شود، سهامداران عدیده ای وجود دارد که تحت تأثیر افشای اطلاعات نادرست زیان ندیده اند.(در دوران نشر اطلاعات نادرست سهام را نخریده اند، بلکه بعد یا قبل از آن این اقدام به خرید سهام نموده اند) در نتیجه مبلغی که با توجه به مجموع تعداد سهامداران سهم سهامدار زیاندیده می شود، به حدی ناچیز است که ایرادی بر آن وجود ندارد.(Prorok, 2016, p. 430)

سطح کلان دور

در سطح کلان دور، سهامداران در طول زمان، هر چند در یک دعوای خاص همزمان به عنوان خواهان و خوانده قرار نمی گیرند، در دعاوی مختلف و متعدد در موقعیت پردازنده و دریافت کننده خسارت قرار می گیرند. (Rose, 2017, p. 15) به عبارت دیگر، اگر بپذیریم که اغلب سرمایه گذاران به صورت متنوع سرمایه گذاری می کنند، تلویحاً پذیرفته ایم که انها در طول زمان

1- de leur poche de gauche à leur poche de droite

۲- در این حالت، سرمایه گذاران هم به گروه خواهانی که اقامه دعوای مسئولیت می کنند و هم به گروه سهامداران باقی مانده ای که هزینه دعوا به آنها تحمیل می شود؛ تعلق دارند. به این معنی که آنها سهام را هم در دوره افشای اطلاعات نادرست، و هم در دوره بعد یا قبل از آن، سهام را خریده اند و در نتیجه آنها در دو طرف دعوا قرار دارند. انتقال پول از یک جیب به جیب دیگر منهای هزینه بالای اقامه دعوا. (Coffee Jr., 2006, p. 1557)

www.SID.ir

Archive of SID

در دو طرف دعوای مذکور قرار می گیرند: گاهی در دوران افشای اطلاعات نادرست سهام را می خرند، و گاهی قبل یا بعد از آن دوران. در نتیجه، حداقل در مجموع، سرمایه گذاران متنوع، با اقامه این دعاوی، تا حد زیادی اقدام به انتقال ثروت بین خود می کنند. مثلاً، فرض کنیم که یک صندوق سرمایه گذاری دارای سبدی از ۱۰۰۰ سهم است و طی چند سال، بابت ۱۰۰ سهم از این سهام خوانده غیرمستقیم در دعوای مسئولیت مدنی قرار گرفته است. بر فرض این که در ۵۰ دعوا خواهان و در ۵۰ دعوا خوانده باشد؛ هر چند جبران ها بزرگ باشد، این سرمایه گذار نمی تواند از این انتقال ثروتها سود ببرد. (Coffee Jr., 2006, p. 1558)

در خصوص این سطح از ایراد دور نیز همانطور که گفته شد، تنوع در سرمایه گذاری همیشه اتفاق نمی افتد. در فرض تنوع نیز، ادعای دور صرفاً مبتنی بر احتمال است و ممکن است یک سرمایه گذار در دعاوی مختلف صرفاً در موضع خواهان یا خوانده قرار بگیرد. به همین دلیل گفته شده که ادعاهای مربوط به دور توأم با اغراق هستند و برابری کامل زیان و سود همه‌ی سرمایه گذاران مختلف اتفاق نمی افتد.(Rose, 2017, p. 15)

ناعادلانه بودن تحمیل زیان بر سرمایه گذاران بی تقصیر[1]

ایراد دیگری که صرف نظر از وجود یا عدم وجود دور، به منظور تضعیف خاصیت جبرانی دعاوی مورد بحث مطرح شده، این است که تحمیل مسئولیت نهایی بر سهامداری که در نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات مرتکب هیچ تقصیری نشده، عادلانه نیست. در حالی که، هیچ دلیلی وجود ندارد که مسئولیت بر سرمایه گذارانی تحمیل شود که به اندازه خواهانها در افشای اطلاعات نادرست بی گناهند. (Cox, 1997, p. 510) وجه دیگر بی عدالتی ناشی از مسئولیت ناشر تحمیل مسئولیت نهایی بر سهامدارانی است که در زمان افشای اطلاعات نادرست حتی سهامدار شرکت نیز نبوده اند؛ چرا که پرداخت خسارت از سوی شرکت در زمانی انجام می شود که رأی قطعی مرجع صالح صادر و اجرا شود و در این صورت سهامداران جدید شرکت نیز متحمل مسئولیت مالی مربوط به جبران خسارت می شوند. (VALANCE, 2007, p. 30)

---

1 - innocent-shareholder

www.SID.ir

Archive of SID

ایراد فوق نیز از دو جهت زیر سؤال برده شده است:

از یک سو، تحمیل مسئولیت ناشی از اقدامات مدیران شرکت به سهامداران اختصاص به این دعاوی ندارد و در همه مواردی که از اقدامات شرکت به افراد زیان می رسد، بار جبران زیان در نهایت به سهامداران تحمیل می شود و این ایراد در همه موارد مسئولیت مدنی شخص حقوقی وارد است. لذا بحث تحمیل زیان به سهامداران شخص حقوقی محدود به دعوای مربوط به نقض الزامات افشا نیست و سوء رفتار مدیران در هر حال، جزئی از خطری است که با مالکیت سهام همراه است. (Cox, 1997, p. 511)

با این حال در نقد این استدلال گفته شده که مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات متمایز از سایر موارد مسئولیت مدنی شرکت است؛ از این جهت که در سایر موارد از اقدامات زیانبار شرکت، می توان اینگونه دفاع نمود که این اقدامات برای منافع سهامداران صورت گرفته اند؛ اما در موارد نقض الزامات افشا این گونه نیست (MITCHELL, 2009, p. 245) و سهامداران، خود قربانی اصلی تقصیر شرکت هستند و مجازات زیاندیده برای عملی که او سبب آن نبوده است بر خلاف ارزشهایی نظیر انصاف است. (Coffee Jr., 2006, p. 1562) البته این استدلال نیز به ایراد دور بر می گردد و با این تحلیل صرف بی گناهی سرمایه گذاران نمی تواند کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی را در دعاوی مورد بحث تضعیف کند.

از سوی دیگر، برخی بی گناهی سهامداران را زیر سؤال برده اند. به اعتقاد ایشان ایراد نفی کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی به استناد تحمیل مسئولیت نهایی بر سهامداران بالقوه، این است که نقش بالفعل و بالقوه سهامدار در اداره شرکت را که سبب انتصاب مدیران متخلف در شرکت می شود، نادیده می گیرد (MITCHELL, 2009, p. 287) و سهامدارانی که قدرت انتخاب و تغییر مدیران را دارند، نباید به عنوان بی گناه، از مسئولیت بگریزند. (Goldschmid, 1996, p. 666)

ایراد اصلی که بر این استدلال وارد شده این است که با توجه به قوانین فعلی، سهامداران قدرت کمی برای کنترل و تشکیل هیأت مدیره دارند و اختیار انتخاب اعضای هیأت مدیره نیز راه کم اثری برای اعمال کنترل بر مدیریت شرکت است. (Fisch, 2009, p. 341) علاوه بر این سهامدارانی که مسئولیت مدنی ناشر به آنها تحمیل می شوند(سهامداران زمان اجرای رأی به جبران خسارت)، لزوماً با سهامداران زمان نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات یکی نیستند و حتی با پذیرش تحلیل فوق نیز این گروه از سهامداران نقشی در انتخاب مدیران متخلف نداشته اند.

www.SID.ir

Archive of SID

ب-نقش مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در تحقق بازدارندگی

برخی هدف مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات، را ایجاد انگیزه رعایت الزامات مذکور است دانسته اند. (FOX, CIVIL LIABILITY AND MANDATORY DISCLOSURE, 2009, p. 274) به نظر ایشان، بازدارندگی تنها مبنایی است که می تواند هزینه های قابل توجه دعاوی جمعی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را توجیه کند و این دعاوی جریمه هایی(خسارت) بر ناشران تحمیل می کنند که بسیار بیشتر از آن چیزی است که مراجع اداری تحمیل می کنند(Coffee Jr., 2006, p. 1536) و از این حیث سطح بالاتری از بازدارندگی را به همراه دارند.

مطابق مفهوم اقتصادی بازدارندگی، حقوق باید با هدف به حداکثر رساندن رفاه اجتماعی، از نظر اجتماعی انگیزه رفتار به صرفه را ایجاد کند. (Rose, 2017, p. 5) در دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات نیز، تحمیل جبران خسارت بر ناشران اوراق بهادار که الزامات مربوط به افشای اطلاعات را نقض نموده اند، در متخلفین بالقوه انگیزه کافی برای اتخاذ تمهیدات پیشگیرانه ایجاد می کند.[1]

با این حال توجیه مسئولیت مدنی بر مبنای بازدارندگی نیز از ایراد مصون نبوده و ایرادات مختلفی به آن وارد شده است که در کنار ایرادات پیش گفته برخی را به این نتیجه رسانده که پیشنهاد حذف دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را مطرح کنند.

مشکل اصلی تحقق بازدارندگی در اثر دعاوی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای

۱- دعاوی مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات، به حد کافی فراگیر هست تا برای همه شرکتهای بورسی تهدید بازدارنده ای محسوب شود. در آمریکا بین سالهای ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۴ به طور متوسط ۱۹۵ دعوای گروهی در این خصوص اقامه شده است و از آغاز سال ۱۹۹۸ به طور متوسط بین ۲,۱ درصد تا ۲,۸ درصد شرکتهای ثبت شده طرف دعوای گروهی قرار گرفته اند. در بررسی های به عمل آمده گفته شده که در یک دوره پنجساله به طور میانگین هر شرکت با ۱۰ درصد احتمال این که حداقل یکی از سهامداران آن دعوای گروهی مسئولیت مدنی اقامه کند، مواجه است، (Coffee Jr., 2006, p. 1547)

www.SID.ir

Archive of SID

اطلاعات، این است که عوامل قابل سرزنش شرکت، به ندرت در پرداخت خسارت مشارکت می کنند(MITCHELL, 2009, p. 287) و هزینه اصلی این دعاوی به جای مقصران اصلی، بر سهامداران بیگناه تحمیل می شود. (Coffee Jr., 2006, p. 1537) در حالی که برای تحقق بازدارندگی لازم است جبران خسارت بر مدیران تحمیل شود. آمار ارائه شده نشان دهنده جبران تنها ۰,۴ درصد خسارات وارده در دعاوی مذکور از سوی خود مدیران است. (Alexander, 1996, p. 1498) در واقع، محدودیت منابع مالی مدیران، تحمل خسارت از سوی ایشان را با مشکل مواجه می کند و با توجه به حجم بالای خسارت قابل جبران در دعاوی مورد بحث، مدیران قادر به جبران بخش کمی از خسارت هستند. (Coffee Jr., 2006, p. 1555)

با این حال برخی معتقدند برای تحقق بازدارندگی، انتقال کامل هزینه ها به افراد قابل سرزنش لازم نیست. قائلین به بازدارندگی، مشکلی با فقدان سرزنش پذیری در شرکتی که خوانده قرار گرفته ندارند و تنها به این توجه می کنند که آیا در معرض مسئولیت قرار دادن شرکت، اهداف کارآیی را می افزاید یا خیر؟ (Rose, 2017, p. 7) در نتیجه، گفته شده که عدم تحمیل مسئولیت بر مدیران، مانع مهمی در برابر بازدارندگی دعاوی مورد بحث نیست. چرا که انتقال کامل هزینه ها به اشخاص قابل‌سرزنش‌تر برای تحقق بازدارندگی ضروری نیست. آنچه لازم است این است که جریمه مورد انتظار، که می تواند شامل هزینه های مالی و غیرمالی ناشی از دعاوی گروهی شود؛ از سود مورد انتظار بیشتر باشد. (Coffee Jr., 2006, p. 1555) در نتیجه، پیشنهاد شده برای تحقق بازدارندگی، لازم است سهم بیشتری از مسئولیت بر مدیرانی که بیشتر قابل سرزنش هستند[1] تحمیل شود، اما مسئولیت شرکت حذف نشود و نقش بدلی[2] داشته باشد؛ به گونه ای که با مسئول شناختن شرکت برای میزان خسارت باقیمانده، هزینه تحمیل شده در اثر مسئولیت شرکت بر سهامداران، کاهش یابد. (Coffee Jr., 2006, p. 1566)

1- more culpable insiders
2- residual role

www.SID.ir

Archive of SID

ج- نقش مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات نادرست در توزیع خطر[1]

یکی از فواید تحمیل مسئولیت مدنی بر ناشر به عنوان یک شخص حقوقی، قرار گرفتن مسئولیت بر عهده گروهی از اشخاص و تقسیم اثرات ناگوار مسئولیت مدنی بین این گروه است. (بادینی, فلسفه مسئولیت مدنی, ۱۳۸۴, ص. ۵۱۴) بنابراین، برخی معتقدند، مسئولیت شرکت از طریق کاهش هزینه های تحمل خطر[2] و انتقال خطر تحمل زیان به اشخاصی که بهتر می توانند آن را تحمل کنند، سبب افزایش رفاه می شود.(Rose, 2017, p. 22) به عبارت دیگر، جبران زیان از سوی ناشر می تواند از طریق توزیع ضرر(بین سهامداران فعلی شرکت) تا حدی میزان ناکارآمدی جامعه که به ریسک زیان ناشی از افشای اطلاعات نادرست از سوی ناشران مربوط می شود، را کاهش دهد. ا(FOX, 2009, p. 304) بنابراین، مسئولیت شرکت از طریق تأثیر آن بر انتقال خطر تحمل زیان به اشخاصی که بهتر می توانند آن را تحمل کنند، (کاهش هزینه های تحمل خطر) سبب افزایش رفاه می شود.(Rose, 2017, p. 22)

ایرادی که بر نقش مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات مورد بحث در توزیع خطر وارد شده این است که راهکارهای کارآمدتر نسبت به مسئولیت مدنی برای توزیع خطر وجود دارد و آن تنوع در سرمایه گذاری[3] است. منظور از تنوع بخشی به سبد سهام، تشکیل آن با تعداد بالایی از سهام شرکت های مختلف و حتی سایر ابزار های مالی است. (Prorok, 2016, p. 416) این به نوعی اجرای همان ضرب المثل مشهور است که «نباید همه تخم مرغها را در یک سبد قرار داد.»[4]

در واقع، توزیع خسارت از طریق مسئولیت مدنی، با توجه به هزینه بالای جبران خسارت و در مقایسه با راههای جایگزین توزیع زیان به صرفه نیست. (FOX, 2009, p. 307) در حالی که، سرمایه گذاران از طریق سرمایه گذاری در شرکتهای مختلف و متنوع، می توانند خطر تحمل زیان گسترده ناشی از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات را کاهش دهند و خود را برای کسب

1- Risk-Reallocation Arguments
2- Reduction of Risk-Bearing Costs
3- investor diversification
4- ne pas mettre tous ses oeufs dans le même panier

www.SID.ir

Archive of SID

منافع تعدیل کننده از نقض الزامات مذکور آماده کنند. (Rose, 2017, p. 22)

با این حال پیشنهاد مذکور در مواردی که سرمایه گذاران متنوع عمل نمی کنند قابل قبول نیست، چراکه بسیاری از سرمایه گذاران متنوع عمل نمی کنند. چنانچه گفته شده شده: «بسیاری از سرمایه گذاران خرد، که مجموعاً مالک ۴۰ درصد ارزش سهام ایالات متحده هستند، تنوع در سرمایه گذاری را رعایت نکرده اند.» (Davis Evans, 2007, p. 112)

نتیجه و پیشنهادات

با نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار سرمایه گذاران به انجام معاملاتی واداشته می شوند که در صورت آگاهی از واقع از آنها اجتناب می کردند. این معاملات بسته به محتوای اطلاعات نادرست افشا شده ممکن است به صورت خرید سهام به قیمتی بیشتر از قیمت واقعی یا فروش سهم به قیمت کمتر از قیمت واقعی صورت گیرند. به این ترتیب، عمل مدیران شرکت که علی القاعده به خود شرکت نیز قابل انتساب است، سبب شده تا سرمایه گذاران از حق تصمیم گیری آگاهانه محروم شوند و سهام را به قیمتی غیرواقعی خریداری کنند یا بفروشند. این زیان ها به ناروا، به سرمایه گذاران وارد شده است و اگر ناشر الزامات قانونی خود را در خصوص افشای اطلاعات رعایت می نمود، چنین زیانی به سرمایه گذاران وارد نمی شد. با توجه به گستردگی زیانهای مذکور و این که عدم جبران آنها بی اعتمادی سرمایه گذاران نسبت به سرمایه گذاری در بازار سرمایه را در پی دارد، تردیدی در لزوم جبران این زیانها وجود ندارد.

ایراداتی که به کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی در این دعاوی، وارد شده همگی یا جزئی و نسبی اند، یا صرفاً مبتنی بر تحقق احتمال هستند. این که گفته می شود تنوع در سرمایه گذاری خود برای جبران زیان وارده به سرمایه گذاران کافی است، با توجه به این که اولاً همه سرمایه گذاران به صورت متنوع سرمایه گذاری نمی کنند؛ و ثانیاً در فرض تنوع در سرمایه گذاری نیز این ادعا که زیان و سود سرمایه گذاران از نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات برابر است، قطعی نبوده و صرفاً مبتنی بر احتمال است؛ چرا که ممکن است یک سرمایه گذار حسب اتفاق در همه موارد نقض الزامات مورد بحث سود ببرد یا زیان ببیند. ایرادات مربوط به دور، نیز به حدی جزئی هستند که نمی تواند کارکرد جبرانی مسئولیت مدنی را زیر سؤال ببرد. هر چند به نظر می رسد با

www.SID.ir

Archive of SID

توجه به ایراداتی که بر مسئولیت ناشر وارد است بهتر است مسئولیت نهایی بر عهده مدیران قرار گیرد و در صورت مراجعه زیاندیده به ناشران، امکان رجوع ناشر به مدیر متخلف وجود داشته باشد.بنابراین، هدف از تحمیل چنین مسئولیتی بر ناشران و سایر اشخاصی که حسب مورد ممکن است طرف دعوای مسئولیت مدنی قرار گیرند، در درجه اول جبران خسارت وارده به سرمایه گذاران است و اهدافی نظیر بازدارندگی یا توزیع خسارت، ممکن است به تبع جبران خسارت محقق شوند که در این صورت نیز این اهداف اصالت نخواهند داشت.

با این حال اعمال قواعد مسئولیت مدنی به منظور جبران زیانهای مذکور، با موانعی جدی نظیر دشواری احراز زیان و رابطه سببیت قطعی، گسترده بودن تعداد زیاندیدگان و ... مواجه است که بر اساس آن پیشنهاد می شود قوانین موجود به صورت زیر اصلاح شود:

۱. در خصوص احراز رابطه سببیت و ضرر قطعی، در قانون فرضی پیش بینی شود که بر اساس آن، در صورت نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات، کلیه تغییرات قیمتی که در تاریخ افشای اطلاعات نادرست محقق می شود، به اطلاعات نادرست افشا شده ، منسوب باشد. البته رویه قضایی نیز می تواند با در نظر گرفتن اماره قضایی در این خصوص این مشکل را تا حدودی بر طرف نماید.

۲. علی رغم عدم پذیرش دعاوی جمعی در حقوق ایران، بهتر است قوانین مربوطه به گونه ای اصلاح شوند که در موارد نقض الزامات مربوط به افشای اطلاعات دعوای جمعی پذیرفته شود.

۳. بهتر است مقررات فعلی به گونه ای اصلاح شود که مسئولیت تضامنی ناشران اوراق بهادار و مدیران آنها، به منظور حمایت از زیاندیده پذیرفته شود. هر چند به منظور اجتناب از ایراد دور و تحمیل خسارت نهایی بر سرمایه گذاران بیگناه، بهتر است مسئولیت نهایی بر مدیران ناشر تحمیل شود و ناشر بتواند در صورت جبران خسارت به مدیران خود مراجعه نماید.

References

[1] Alexander, Janet Cooper (1996). Rethinking Damages in Securities Class Actions. *Stanford Law Review*, Vol. 48, No. 6 , 1487-1537.

[2] Arlen, Jennifer H., & Carney, William J. (1992). Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence. *U. Ill. L. Rev.* , 691-642.

[3] Badini, Hassan (2004). *The philosophy of civil Liability*. Tehran: Sahamie Enteshar. (In Persian)

[4] Babaei, Iraj (2014). *Civil liability and non-contractual obligations*. Tehran:

www.SID.ir

Archive of SID

Mizan. (In Persian)
[5] Berrebi, Jacob (2017, 1). La responsabilité des dirigeants sociaux. Retrieved 4 2018, 18, from prepa-isp: http://www.prepa-isp.fr/wp-content/uploads/2017/01/Th%C3%A8me-pr%C3%A9sentation-AFFAIRES.pdf
[6] Booth, Richard. (2009). The Future of Securities Litigation. *J. Bus. & Tech. L.* , 4 (1), 129-165.
[7] Calais-Auloy, Jean (1994). Les délits à grande échelle en droit civil français. 46 (2), 379-387.
[8] Coffee Jr., John C. (2006). Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation. *Columbia Law Review*, Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform since the PSLRA: , 1534-1586.
[9] COURET, Alain, 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, James D. (1997). MAKING SECURITIES FRAUD CLASS ACTIONS. *ARIZONA LAW REVIEW*, VOL. 39 , 497-525.
[11] Davis Evans, Alicia (2007). The Investor Compensation Fund. *Law & Economics Working Papers Archive:* 2003-2009 , 100-173.
[12] Ebrahimi, Maryam (2010). *Civil Liability for Violation of Disclosure Regulations in Securities Trading (A Comparative Study of Iran and US Law)*. Quarterly Journal of Stock Exchange, No. 15, 161-189. (In Persian)
[13] Fisch, Jill E. (2009). CONFRONTING THE CIRCULARITY PROBLEM IN PRIVATE SECURITIES LITIGATION. *WISCONSIN LAW REVIEW* , 264-283.
[14] FOX, Merritt B.. (2009). CIVIL LIABILITY AND MANDATORY DISCLOSURE. *COLUMBIA LAW REVIEW*, VOL. 109 , 237-308.
[15] FOX, Merritt B. (2009). WHY CIVIL LIABILITY FOR DISCLOSURE VIOLATIONS WHEN ISSUERS DO NOT TRADE? *WISCONSIN LAW REVIEW* , 299-335.
[16] Ghasemzadeh, Morteza (2007). *Foundations of civil liability*. Tehran: Mizan. (In Persian)
[17] Goldschmid, Harvey J. (1996). Capping Securities Fraud Damages: An Unwise Proposal in an Imperfect World. *38 ARIZ. L. REV.* , 665-732.
[18] Guégan-Lécuyer, Anne (2004). *DOMMAGES DE MASSE ET RESPONSABILITE CIVILE*. Paris : Doctoral dissertation, Paris 1.
[19] KLEIN, Julie (2014). L'ÉVALUATION DU PRÉJUDICE FINANCIER DE L'INVESTISSEUR DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES. Paris: *le club des juristes.*
[20] Jourdain, Patrice (2011). *Les principes de la responsabilité civile*, translated by Majid Adib. Tehran: Mizan. (In Persian)
[21] Katouzin, Nasser (2008). *General rules of contracts*, Volume II. Tehran: Sahami Enteshar. (In Persian)

www.SID.ir

Archive of SID

[22] Katouzin, Nasser (2010). *Civil liability*, Vol. 1: General rules. Tehran: Tehran University Press. (In Persian)
[23] Kraakman, Reinier H. (1984). Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *The Yale Law Journal,* Vol. 93, No. 5 , 857-898.
[24] Langevoort, Donald C. (2006). Reflections on Scienter (and the Securities Fraud Case Against Martha Stewart that Never Happened). *Lewis & Clark L. Rev.* , 10, 1-17.
[25] LAY, Sophie (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.
[26] MAZEAUD, HENRI, & MAZEAUD, LEON (1947). *TRAITE THEORIQUE ET PRATIQUE DE LA RESPONSABILITE CIVILE DELICTUELLE ET CONTRACTUELLE (Vol. 2)* . PARIS: Sirey.
[27] MITCHELL, LAWRENCE E. (2009). THE "INNOCENT SHAREHOLDER": AN ESSAY ON COMPENSATION AND DETERRENCE IN SECURITIES CLASS-ACTION LAWSUITS. *WISCONSIN LAW REVIEW* , 242-295.
[28] Mohseni, Hasan, Ghaffari Farsani, Behnam and Shooshinasab, Nafiseh (2012). *Class Actions and Their Role in Realization of the Consumers' Rights*. Private Law Research, 1 (1), 157-182.
[29] Rahpeyk, Hassan (2012). *Civil liability and remedies law*. Tehran: Khorsandi(In Persian)
[30] Rassat, Michèle-Laure (1995). *La responsabilité civile*. (M. Ashtari, translator) Tehran: Hoghooghdan pub. (In Persian)
[31] Posner, Richard A. (1981). The Concept of Corrective Justice in Recent Theories of Tort Law. *The Journal of Legal Studies*, Vol. 10, No. 1 , 187-206.
[32] Prorok, Johan (2016). *La responsabilité civile sur les marchés financiers.* PARIS : Thèse de doctorat en droit à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II).
[33] Romano, Roberta (1991). The Shareholder Suit: Litigation without Foundation? *Journal of Law, Economics, & Organization* , 7 (1), 55-87.
[34] Rose, Amanda Marie (2017). THE SHIFTING RAISON D'ÊTRE OF THE RULE 10B-5 PRIVATE RIGHT OF ACTION. In S. Griffith, J. Erickson, D. H. Webber, & V. Winship, *Research Handbook on Representative Shareholder Litigation.* Forthcoming.
[35] ROUSSEAU, Stephane (2011). Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire. In *Valeurs mobilières.*
[36] Safari, Hossein, and Rahimi, Habibollah (2012). Civil liability. Tehran: Samt. (In Persian)
[37] Thévenoz, Luc (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,.

www.SID.ir

Archive of SID

[38] VALANCE, Laure (2007). *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières.* Paris: Université du Panthéon-Assas (Paris II).
[39] Viney, Geneviève (2009). *Introduction à la responsabilité*. Paris: L.G.D.J.
[40] WILLIAMS, GLANVILLE (1951). THE AIMS OF THE LAW OF TORT. *Current Legal Problems* , 137-177.
[41] Yazdanian, Alireza (2013). *Theory of Civil liability of legal Person arising from the acts of governing body with comparative study of French law*. Quarterly Journal of Private Law Studies (Quarterly Journal of Law), 44 (4), 633-651. (In Persian)

www.SID.ir