

مجله مطالعات حقوقی دانشگاه شیراز
دوره دهم، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۷

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا)

حسن ره‌پیک* محسن شمس‌الهی**

چکیده

ناشران اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه مکلف به افشای اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار هستند. هدف اصلی از تحمیل این تکلیف بر ناشران، آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای ایشان در خصوص معامله بر اوراق بهادار است. ناشران علاوه بر تعهد اولیه به افشای اطلاعات، در مواردی که پس از انتشار اطلاعات، اطلاعات منتشر شده نادرست شده یا نادرستی آن‌ها کشف شود؛ ملزم به اصلاح و به‌روزرسانی اطلاعات هستند. هدف این مقاله تعیین حدود تعهد ناشر در اصلاح شایعات است. در مواردی که اطلاعات نادرستی در خصوص ناشر از سوی اشخاص ثالث به طور عمومی منتشر می‌شوند، این پرسش قابل طرح است که آیا می‌توان ناشر را مکلف به اصلاح این اطلاعات نادرست و شایعات دانست؟ از یک سو با توجه به وجود مبنای تعهد فوق‌الذکر در این مورد (آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای ایشان) می‌توان قائل به تعهد ناشر به اصلاح شایعات بود. خصوصاً اینکه شایعات در غالب موارد بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار است و در بسیاری از موارد، هیچ مرجعی جز ناشر از اطلاعات لازم برای تشخیص نادرستی آن‌ها برخوردار نیست. با این حال پذیرش این تعهد به صورت عام با موانعی نظیر خلاف اصل بودن مسئولیت ناشی از فعل غیر و عدم وجود رابطه سببیت بین انتشار شایعات و فعل ناشر مواجه است. اجمالاً می‌توان گفت که با توجه به ویژگی‌های خاص بازار اوراق بهادار، بهتر است در مواردی که شایعات حاوی اطلاعات مهمی است که بر تصمیم

srahpeik@gmail.com

* استاد گروه حقوق خصوصی دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری، تهران

** دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری، تهران (نویسنده مسئول)

moh.shamsollahi@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۶/۱۳

سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار است، پذیرفته شود؛ و تعهد مذکور محدود به شایعات قابل انتساب به ناشر نشود. روش تحقیق این مقاله روش تحلیلی-توصیفی بوده و موضوع مورد مطالعه تطبیقی قرار خواهد گرفت.

واژه‌های کلیدی: ناشر، بورس، اوراق بهادار، افشا، اطلاعات، شایعات.

مقدمه

به واسطه ویژگی‌های خاص اوراق بهادار در قراردادهایی که موضوع آن‌ها اوراق بهادار است، علم طرفین بر آنچه سبب رغبت طرفین قرارداد نسبت به این اوراق می‌شود، دشوار است. بر همین اساس ناشران اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه مکلف به افشای اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار هستند. هدف اصلی از تحمیل این تکلیف بر ناشران آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای ایشان در خصوص معامله بر اوراق بهادار است. در حقوق ایران نیز مطابق قانون بازار اوراق بهادار ناشران مکلف به افشای اطلاعات در بازار اولیه و ثانویه شده‌اند.

با این حال، در مواردی که اشخاص ثالث اطلاعاتی در خصوص شرکت به طور عمومی منتشر می‌کنند این بحث وجود دارد که آیا می‌توان ناشر را متعهد به اصلاح اطلاعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث دانست یا خیر؟ به عبارت دیگر در صورت انتشار یک شایعه در بازار اوراق بهادار، چنانچه شایعه متضمن اطلاعات نادرستی باشد که اثر قابل‌توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران می‌گذارد، آیا می‌توان ناشر اوراق بهادار را متعهد دانست که اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی اشخاص ثالث را اصلاح نماید یا ناشر تعهدی در قبال اطلاعات منتشر شده از طریق منابع خارج از مجموعه خود ندارد؟

فایده این بحث در این است که چنانچه قائل به وجود چنین تعهدی برای ناشر نباشیم، اشخاصی که از شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث یا منابع ناشناس زیان دیده‌اند، امکان مطالبه خسارت از ناشر را نخواهند داشت. چرا که علی‌الاصول ناشر نقشی در انتشار شایعات نداشته و حق داشته در قبال شایعات سکوت کند. ضمن اینکه ترک فعل علی‌القاعده از مصادیق تقصیر محسوب نمی‌شود، مگر اینکه برای شخص به موجب قانون یا قرارداد یا عرف تعهدی به انجام فعل ایجاد شده باشد (قاسم زاده، ۱۳۷۸: ۴۱). به این ترتیب در صورت پذیرش تعهد قانونی یا قراردادی ناشر به اصلاح شایعات، عدم اصلاح شایعات از سوی وی تقصیر محسوب شده و زیان‌دیده در صورت اجتماع شرایط مسئولیت مدنی امکان رجوع به وی را خواهد داشت.

در حقوق آمریکا با توجه به اینکه نظر غالب در رویه قضایی قائل به عدم پذیرش تعهد ایجادیه به ارائه اطلاعات به طور عام، است؛ در خصوص شایعات هم ناشر علی‌الاصول متعهد به

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۱۷

اصلاح شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث دانسته نشده است؛ مگر اینکه شایعات قابل انتساب به ناشر^۱ باشد.

در حقوق ایران از یک سو می‌توان گفت که شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث ربطی به ناشر ندارد و لذا عدم اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی اشخاص ثالثی که به ناشر قابل انتساب نیستند، نمی‌تواند در برابر ناشر قابل استناد باشد و به واسطه عدم وجود رابطه سببیت برای ناشر مسئولیت آور نیست. به علاوه، با توجه به مفهوم ماده ۴۳۹ قانون مدنی تدلیس شخص ثالث نمی‌تواند، برای طرف قرارداد خیار تدلیس ایجاد کند.

از سوی دیگر، با توجه به بند ۴ ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تعهد ایجابی ناشر به افشای کلیه «اطلاعاتی که اثر با اهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد» پذیرفته شده است و بنابراین می‌توان گفت ناشر مکلف به اصلاح شایعات منتشر شده در بازار اوراق بهادار خواهد بود. این رویکرد با فلسفه اصلی پیش‌بینی الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار که همان ایجاد امکان تصمیم‌گیری صحیح و آگاهانه برای سرمایه‌گذاران است سازگارتر است و به همان دلیلی که ناشر مکلف به افشای اطلاعات مهم در بازار اوراق بهادار است، می‌توان وی را مکلف دانست که اطلاعات نادرستی را که در قالب شایعه در بازار اوراق بهادار منتشر شده است اصلاح کند.

در این مقاله بر آنیم تا با بررسی مفهوم و ماهیت شایعات منتشر شده در بازار اوراق بهادار، حدود تعهد ناشر در قبال این شایعات را در نظام‌های حقوقی ایران و آمریکا بررسی کنیم. در این راستا مطالب این مقاله در سه مبحث ارائه می‌شود. در مبحث اول با هدف تعیین قلمرو و اهمیت بحث، موضوع مفهوم و جایگاه شایعات در بازار اوراق بهادار مورد بررسی قرار خواهد گرفت. سپس در مبحث دوم حدود تعهد ناشر در اصلاح شایعات بررسی می‌شود؛ و در نهایت مبحث سوم به موضوع شرایط تعهد ناشر در قبال اصلاح شایعات مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۱. مفهوم شایعه و جایگاه آن در بازار اوراق بهادار

در این مبحث جهت تعیین قلمرو بحث ابتدا مفهوم شایعات در بازار اوراق بهادار مورد بررسی قرار خواهد گرفت و سپس با هدف تعیین اهمیت طرح بحث تعهد ناشران اوراق بهادار به اصلاح شایعات، جایگاه و تأثیر شایعات بر بازار اوراق بهادار مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱.۱. مفهوم شایعه

شایعه در لغت به معنی خبری است که شیوع یافته اعم از اینکه راست یا دروغ باشد (معین،

¹ - Attributable to the issuer

۱۳۷۶: ۲۰۱۲) و شیوع به معنی فاش شدن و آشکار گردیدن و مشهور و متداول شدن است. (معین، ۱۳۷۶: ۲۱۱۵) در اصطلاح حقوقی نیز شایعه گزارشی عمومی در خصوص موضوعی است بدون اینکه دلیل مشخصی بر صحت آن باشد (Black, 1971: 1498). بنابراین منظور از شایعات اطلاعاتی است (اعم از درست یا نادرست) که به طور عمومی در خصوص شرکت منتشر شده است، اما درستی و نادرستی آن‌ها مشخص نیست.^۲

در بازار اوراق بهادار نیز شایعه اطلاعاتی است که در بازار منتشر شده و صحت یا نادرستی آن‌ها از سوی ناشر تأیید نشده است. لذا شایعات لزوماً اطلاعات نادرستی نیستند و ویژگی اصلی آن‌ها مشخص نبودن درستی یا نادرستی آن‌ها است. در همین راستا، در بند ۸ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس اصلاحی ۱۳۹۶ که در اجرای بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ و ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس رسیده است؛ در تعریف شایعه آمده است که: «اخباری حاکی از وجود اطلاعات بااهمیتی است که به‌طور غیررسمی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده است و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر بااهمیت داشته باشد.»

بنابراین تعریف، ویژگی اصلی شایعات منتشر شدن به طور غیررسمی و عدم تأیید یا تکذیب شدن توسط ناشر است. همچنین منبع شایعات ممکن است مشخص یا نامشخص باشد. همچنین ممکن است شایعه قابل انتساب یا غیرقابل انتساب به ناشر باشد. باین‌وجود مفهومی که در این بحث از شایعات مدنظر است اطلاعاتی است که از منابعی خارج از قلمرو ناشر (اشخاصی که نسبت به ناشر ثالث محسوب می‌شوند) به طور عمومی منتشر می‌شوند (اعم از اینکه قابل انتساب به ناشر باشند یا غیرقابل انتساب به وی باشند) یا منبع آن‌ها نامشخص است و در واقع چنانچه اطلاعاتی به طور غیررسمی مستقیماً از سوی ناشر منتشر شود تعهد ناشر در قبال اصلاح آن‌ها از قلمرو این بحث خارج است.

به این ترتیب، منظور از تعهد ناشر به اصلاح شایعات تکلیف ناشر به اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی اشخاص ثالث در خصوص شرکت است. این تعهد، تکلیفی ایجابی بر عهده ناشران قرار می‌دهد و اثر آن این خواهد بود که در صورت تخلف ناشر از اجرای آن ناشر در مقابل اشخاصی که از این عمل وی زیان دیده‌اند مسئول خواهد بود و سایر ضمانت‌اجراهایی مقرر برای تخلف از الزامات قانونی راجع به افشای اطلاعات در خصوص وی قابل اجرا خواهد بود.

۱.۲. جایگاه شایعات در بازار اوراق بهادار

^۲ در تفکیک شایعه و اطلاعات گفته شده که شایعه قسمتی از اخبار است که به طور عمومی توزیع می‌شود و گاهی اوقات تأیید می‌شود و گاهی اوقات تأیید نمی‌شود. در حالی که اطلاعات پس از انتشار بلافاصله تأیید می‌شوند. (موفقی، تهرانی و بهاروند، ۱۳۹۰: ۲۶۱)

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۱۹

در بازار اوراق بهادار، سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری بر انعقاد یا عدم انعقاد معامله بر سهام، نیازمند ارزیابی اوراق بهادار ناشر هستند. این اوراق صرفاً نشان‌دهنده رابطه‌ی دارنده اوراق و شرکت هستند و خود ورقه‌ی سهم، صرف نظر از این رابطه فاقد هر گونه ارزش قابل‌اعتنایی است. ارزش این رابطه ناشی از اموری غیرملموس بوده و از وضعیت مالی شرکت به طور خاص و وضعیت کلی کسب و کار ناشر به طور عام، ناشی می‌شود. اموری که سرمایه‌گذاران معمولاً اطلاعاتی در خصوص آن‌ها ندارد؛ بنابراین ابزار اصلی سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در خصوص اوراق بهادار شرکت اطلاعاتی است که در خصوص شرکت در بازار منتشر شده‌اند. اطلاعات منتشر شده در خصوص ناشر محدود به اطلاعاتی که به طور رسمی منتشر شده است نیست و بازار اوراق بهادار مملو از اطلاعات تأیید نشده است (Lau Hansen & Moalem, 2009: 326). بنابراین، سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در خصوص خرید یا فروش سهام شرکت، اقدام به ارزیابی اطلاعات مختلف منتشر شده در خصوص شرکت (اعم از اطلاعاتی که به طور رسمی منتشر شده و اطلاعاتی که به طور غیررسمی از سوی منابع بعضاً ناشناس منتشر شده است) می‌کنند. به این ترتیب، اثر شایعات منتشر شده در بازار و نقش آن در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به همان اندازه‌ای است که اطلاعاتی که به طور رسمی از سوی ناشر افشا می‌شوند.^۳ البته همه شایعات به یک میزان بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار نیست و برخی شایعات اثر چندانی بر تصمیم سرمایه‌گذاران ندارد.

علاوه بر این، انتشار شایعات در بازار اوراق بهادار بر قیمت این اوراق اثرگذار خواهد بود و در صورت نادرست بودن، سبب افزایش فاصله بین قیمت سهام با قیمت واقعی آن‌ها خواهد شد. همچنین با توجه به نامشخص بودن درستی شایعات، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر اساس شایعات ریسک بالایی به همراه دارد. افزایش ریسک منجر به کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری می‌شود.^۴ بنابراین اتخاذ ساز و کار مناسبی برای مدیریت شایعات منتشر شده در بازار اوراق بهادار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (مهدوی عادل و فهیمی دوآب، ۱۳۸۹: ۸۱).

۲. حدود تعهد ناشر به اصلاح شایعات

تردیدی در این نیست که شخص ثالثی که اطلاعات نادرستی در خصوص ناشر منتشر نموده است، در مقابل ناشر یا سرمایه‌گذارانی که از انتشار این اطلاعات نادرست متضرر شده‌اند،

^۳ حتی برخی بررسی‌ها نشان‌دهنده اهمیت بیشتر شایعات برای خریداران نسبت به اطلاعاتی است که به طور رسمی منتشر شده‌اند. (مهدوی عادل و فهیمی دوآب، ۱۳۸۹: ۸۱) در مقابل برخی بررسی‌های دیگر شایعات را در زمره عواملی که کمترین توجه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری را به خود معطوف می‌کند. (تهرانی، طالب نیا و جلیلی، ۱۳۸۵: ۴۱)

^۴ اهمیت لزوم مقابله با شایعات در دنیای امروز دو چندان است. گسترش فضای مجازی و شبکه‌های اجتماعی زمینه‌ی انتشار سریع و گسترده اخبار نادرست در خصوص ناشران را فراهم نموده است؛ و عدم امکان شناسایی منشأ انتشار شایعات نادرست است، بر خطر انتشار شایعات نادرست افزوده است. (Coffee, 1997: 1223)

مطابق قواعد عام مسئولیت مدنی مسئول خواهد بود. همچنین عمل وی ممکن است مطابق بند (۳) ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار دست‌کاری در بازار تلقی شود و از این حیث شخص خطاکار علاوه بر مسئولیت کیفری، در معرض مسئولیت مدنی قرار گیرد (مبین، ۱۳۹۵: ۱۱۲). اما آیا می‌توان ناشر را متعهد به اصلاح این شایعات دانست؟ بنابراین منظور از تعهد ناشر به اصلاح شایعات تعهدی قانونی است که بر اساس آن ناشر مکلف به اصلاح شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث است و بتوان در صورت تخلف ناشر از اصلاح شایعات، وی را در برابر سرمایه‌گذارانی که از شیوع اطلاعات نادرست در بازار زیان دیده‌اند، مسئول دانست.

برای بررسی این موضوع در این مبحث ابتدا با توجه به رابطه‌ی مستقیمی که بین تعهد به ارائه اطلاعات و تعهد به اصلاح شایعات وجود دارد، جنبه‌های سلبی و ایجابی تعهد به ارائه اطلاعات و به تبع آن تعهد به اصلاح و بروز رسانی اطلاعات مورد بررسی قرار خواهد گرفت. سپس موضوع مضیق یا موسع بودن تعهد ناشر در قبال شایعات بررسی می‌شود و پس از آن حدود تعهد مذکور در نظام‌های حقوقی آمریکا و ایران مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

۲.۱. تعهد ناشران اوراق بهادار به افشا، اصلاح و به روز رسانی اطلاعات

ناشران اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه مکلف به افشای^۵ اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار هستند. مبنای اصلی برقراری نظام افشای الزامی اطلاعات، حمایت از سرمایه‌گذاران و ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه برای ایشان است.

برای تحقق این اهداف، لازم است که اولاً کلیه اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری آن‌ها افشا گردد و ثانیاً اطلاعاتی که از سوی ناشر افشا می‌شود صحیح باشد؛ بنابراین، این تعهد دارای دو جنبه سلبی و ایجابی است. منظور از جنبه سلبی تعهد، این است که هیچ یک از اطلاعاتی که از سوی ناشر به طور عمومی افشا می‌شود، نباید خلاف واقع یا گمراه کننده باشد و بنابراین ناشر مکلف است از افشای اطلاعات خلاف واقع، ناقص، مبهم و کلی خودداری نماید. در مقابل منظور از جنبه‌ی ایجابی این تعهد این است که ناشر مکلف است کلیه اطلاعاتی را که ممکن است اثر با اهمیتی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، افشا کند و عدم افشای کامل اطلاعات مذکور نیز نقض تعهد به افشای اطلاعات محسوب می‌شود.

تعهدات ناشر محدود به افشای اطلاعات نیست. بلکه در صورتی که پس از افشای اطلاعات، ناشر کشف کند که در زمان افشا اطلاعات نادرست بوده و یا در اثر تغییراتی که پس از افشای اطلاعات صورت گرفته است اطلاعاتی که در زمان انتشار صحیح بوده، نادرست شده‌اند؛ ناشر مکلف به اصلاح و به‌روزرسانی اطلاعات افشا شده خواهد بود.

^۵ - Duty to Disclose

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا) ۲۲۱

در حقوق آمریکا دادگاه‌ها بین تعهد به اصلاح و به‌روزرسانی اطلاعات تفکیک قائل می‌شوند. در خصوص مفهوم تعهد به اصلاح در رویه قضایی ایالات متحده آمده است که «تعهد به اصلاح وقتی اعمال می‌شود که یک شرکت اظهاراتی را انجام می‌دهد که در زمان انجام اظهار، شرکت اعتقاد به درست بودن آن‌ها داشته اما با اطلاعاتی که بعداً کشف می‌شود احراز می‌شود که اطلاعات واقعاً درست نبوده است. در این صورت شرکت در مدت معقول مکلف به اصلاح اطلاعاتی که قبلاً ارائه شده است خواهد بود.» (*Stransky v. Cummins Engine Co.*, 1995) بنابراین تعهد به اصلاح اطلاعات مربوط به مواردی است که اطلاعات افشا شده، ابتدائاً نادرست بوده‌اند. (*Brown R. J.*, 1999: 3-28) اما ناشر یا شرکت در زمان ارائه اطلاعات آگاه به عدم صحت آن‌ها نیست. به عبارت دیگر در این موارد اطلاعات ارائه شده، در عالم واقع نادرست بوده است؛ اما شرکت یا ناشر جاهل به نادرستی آن بوده است. در این موارد تعهد به اصلاح اطلاعات نادرست افشا شده در صورت آگاهی از عدم صحت آن‌ها تعهد به اصلاح محسوب می‌شود.

اما تعهد به بروز رسانی زمانی مطرح است که اطلاعات افشا شده در زمان افشا، صحیح بوده‌اند؛ اما با تغییر اوضاع و احوال نادرست شده‌اند. (*Brill*, 1997: 617) بر همین اساس در تعریف این تعهد گفته شده است که «در صورتی که شرکت اظهارات مربوط به آینده انجام دهد که به واسطه اتفاقات آتی عدم صحت آن حادث شود، تعهد به به‌روزرسانی مطرح می‌شود.» (*Stransky v. Cummins Engine Co.*, 1995)

در حقوق آمریکا نه در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و نه در قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ تعهد به به‌روزرسانی در قانون پیش‌بینی نشده است. معذک رویه قضایی با تفسیر موسع از ماده 10(b) قانون بورس اوراق بهادار این تعهد را برداشت می‌کنند (*Brill*, 1997: 609). در حقوق ایران نیز در قانون بازار اوراق بهادار حکمی در این خصوص پیش‌بینی نشده است. در عین حال در دستورالعمل‌های صادره از سوی هیئت‌مدیره سازمان بورس که در اجرای این قانون صادر شده است، به صراحت تعهد به به‌روزرسانی و اصلاح اطلاعات در بازار اولیه و ثانویه پیش‌بینی شده است:

از یک سو، در خصوص بازار اولیه تبصره ۳ ماده ۶ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار مقرر شده «ناشر مکلف است در صورتی که از زمان ثبت درخواست تا پایان فرآیند عرضه عمومی، تغییرات با اهمیتی در اطلاعات بیانیه ثبت به وجود آید، تغییرات مذکور را فوراً به سازمان اعلام نموده و پس از موافقت سازمان از طریق سایت اینترنتی رسمی خود به اطلاع عموم برساند.»

⁶ - ab initio

از سوی دیگر، در خصوص بازار ثانویه نیز مطابق تبصره ماده ۱۷ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان: «هرگونه تغییر در اطلاعات با اهمیتی که پیش از این در مورد آن اعلامی صورت گرفته است، به عنوان مصادیق اطلاعات با اهمیت در نظر گرفته شده و ناشر موظف به افشای فوری آن می‌باشد.»

۲.۲. تعهد مضیق یا موسع ناشران اوراق بهادار در قبال شایعات

ممکن است شایعات منفی، مثبت یا بی‌اثر (نه مثبت و نه منفی) باشند. در خصوص شایعات منفی علی‌القاعده شرکت دارای انگیزه‌ی کافی برای واکنش نشان دادن به شایعات است؛ اما در خصوص شایعات مثبت یا بی‌اثر شرکت انگیزه کافی برای واکنش نشان دادن به شایعات ندارد؛ (Kapferer, 1990: 74) و حتی ممکن است نفع شرکت در عدم اصلاح شایعات نادرست باشد. بحثی که در اینجا مطرح است این است که چنانچه مطلبی نادرست در خصوص شرکت به طور عمومی (به هر دلیلی از جمله از طریق رسانه‌های عمومی) منتشر شود؛ این بحث قابل طرح است که آیا شرکت متعهد به اصلاح اطلاعات نادرست عمومی شده، هست؟

در اصل تعهد ناشر به اصلاح شایعات اختلاف چندانی وجود ندارد (Sheffy, 1982: 770) و اختلاف اصلی در حدود این تعهد است (Jacobs, 1973). دو وجه در ارتباط با حدود تعهد ناشر در قبال شایعات قابل تصور است: از یک سو می‌توان تعهد ناشر را به طور مضیق تفسیر نمود و آن را محدود به مواردی دانست که انتساب شایعه به ناشر محرز است. از سوی دیگر می‌توان تعهد ناشر را به طور موسع تفسیر نمود و این تعهد را نسبت به کلیه شایعاتی که ممکن است بر تصمیم سرمایه‌گذاران مؤثر باشد تسری داد. به نظر می‌رسد، باید تعهد ناشر در این زمینه را به طور موسع تفسیر کرد و آن را محدود به شایعات قابل انتساب به ناشر ندانست. برای این منظور استدلال‌های مختلفی می‌توان ارائه نمود:

الف- انتشار شایعات بر قیمت سهام اثرگذار خواهد بود و سرعت اثرگذاری آن‌ها در قیمت می‌تواند سبب زیان بالای سرمایه‌گذاران شود.^۷ در واقع، هر چند شایعات اطلاعات تأیید نشده محسوب می‌شوند؛ اما فعالان بازار این اطلاعات را در ارزیابی خود مدنظر قرار می‌دهند و آن‌ها را با دیگر اطلاعات موجود در بازار ترکیب می‌کنند (Lau Hansen & Moalem, 2009)

^۷ در سال ۱۳۹۰ قیمت سهام قند نیشابور تحت تأثیر شایعاتی نظیر دریافت یارانه از دولت و صادرات و فروش بالا از ۱۳۰ تومان در خرداد ۱۳۹۰ به ۱۴۰۰ تومان در اسفندماه آن سال رسیده است. (رمضانیان، ۱۳۹۴: ۹) در سال ۱۳۹۴ نیز تحت تأثیر انتشار اخباری در خصوص افزایش سود مورد انتظار شرکت کنتورسازی ایران، افزایش یافت. قیمت سهام این شرکت تحت تأثیر شایعات در مدت کمتر از یک ماه (از ۱۷ آذر تا ۱۲ دی‌ماه) از ۱۱۰۰ تومان به بیش از ۲۱۰۰ تومان رسید. قیمت سهام شرکت ایران ارقام نیز تحت تأثیر شایعات در مدتی کوتاه (از بیستم تیرماه سال جاری تا بیستم مردادماه) از ۳۵۰ تومان به ۴۷۰ تومان رسید (آردم، ۱۳۹۵: ۹). بدیهی است رشد غیرمنطقی قیمت سهام تحت تأثیر شایعات سبب می‌شود که فاصله قیمت سهام از قیمت واقعی آن‌ها بیشتر شود و این امر سبب زیان ناروای برخی سهامداران و دارا شدن ناعادلانه برخی سهامداران می‌شود.

۲۲۳ تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)

326). وقتی شایعه‌ای در خصوص شرکت منتشر می‌شود (نظیر شایعات مربوط به افزایش قابل توجه سود هر سهم یا پیش‌بینی افزایش یا کاهش قابل توجه درآمد سالانه شرکت و مواردی از این قبیل) و اثرگذاری آن شایعه با توضیحات کلی و مبهم برخی مقامات میانی مسئول در شرکت قوت می‌یابد؛ سهامداران بدون تحلیل و تنها بر اساس شایعات، دست به خریدهای بزرگ می‌زنند و بعد از اینکه دریافتند که تحقق سود مذکور بعید است؛ اقدام به فروش سهام خود می‌کنند. تصمیم عده‌ی زیادی از سرمایه‌گذاران بر خرید اوراق بهادار در اثر انتشار شایعات، سبب افزایش تقاضا شده که افزایش غیرعادی قیمت‌ها را در پی دارد و تصمیم عده‌ی زیادی از سهامداران بر فروش اوراق بهادار در اثر کشف کذب بودن شایعات سبب افزایش عرضه سهام شرکت شده که کاهش غیرعادی قیمت سهام شرکت را در پی دارد. (صیدی، ۱۳۹۵) وقتی که شایعات سبب فعالیت غیرعادی در بازار شود، بهترین راه برای حمایت از انسجام بازار افشای اطلاعات از سوی شرکت است به اندازه‌ای که شایعات برطرف شود (State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp, 1981). در این موارد پاسخگویی به موقع ناشران اوراق بهادار به شایعات موجب بی‌اعتنایی سرمایه‌گذاران به شایعات می‌شود.

ب- در صورتی که شایعاتی در خصوص شرکت در بازار منتشر شود، سرمایه‌گذاران ابزار کافی برای محافظت از خود در برابر شایعات نادرست منتشر شده در بازار را ندارند. اطلاعات نادرست منتشر شده در خصوص شرکت به گونه‌ای است که سرمایه‌گذاران عادی توان ارزیابی درستی و نادرستی آن را ندارند و به همین علت احتمال اینکه بر مبنای اطلاعات نادرست تصمیم بگیرند، بالا است. در این صورت اگر شایعه منفی‌ای در خصوص شرکت منتشر شود، سهامداران موجود شرکت اقدام به فروش سهام خود می‌کنند؛ و با توجه به اینکه انتشار شایعات منفی سبب کاهش قیمت سهام می‌شود؛ سهامداران خود به خود سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمت واقعی خریداری کنند. اگر شایعه مثبتی منتشر شود سرمایه‌گذاران ترغیب به خرید سهام می‌شوند و با توجه به اینکه انتشار شایعات مثبت سبب افزایش قیمت سهام می‌شود؛ سرمایه‌گذاران سهام را به قیمتی بیشتر از قیمت واقعی خریداری می‌کنند. طبیعی است با گذر زمان و کشف نادرستی شایعات، قیمت سهام تعدیل شده و سهامدارانی که سهام خود را فروخته‌اند (در فرض اول) و سرمایه‌گذارانی که سهام شرکت را خریداری کرده‌اند (در فرض دوم) متضرر می‌شوند. برای مقابله با تحقق چنین وضعیتی لازم است که ناشران در برابر اصلاح شایعات منتشر شده در بازار واکنش نشان داده و شایعات نادرست را اصلاح نمایند تا از اثرگذاری آن بر قیمت اوراق بهادار و افزایش فاصله قیمت اوراق بهادار از قیمت واقعی آن‌ها ممانعت شود. تعهد ناشر به اصلاح شایعات و مسئولیت احتمالی ایشان در مقابل اشخاصی که از شایعات زیان دیده‌اند؛ امکان جبران برای زیان دیده را فراهم می‌کند و مانع آن می‌شود که زیان وارده به واسطه اعسار عامل پخش شایعه بلا جبران باقی بماند.

ج- قائلین به تعهد مضیق ناشر معتقدند که «ناشر را نمی‌توان برای درستی همه آنچه در خصوص آن گفته شده یا منتشر می‌شود، مسئول شناخت؛ و این غیرممکن خواهد بود که بار کشف و اصلاح همه اطلاعات اشتباه مربوط به امور ناشر بر عهده آن قرار گیرد» (Sheffy, 1982: 775). ایشان معتقدند، تفسیر گسترده تعهد ناشر به اصلاح اطلاعات، تعهد سنگینی بر عهده شرکت‌ها قرار می‌دهد که انتشارات متعددی را مطالعه کنند و آن‌ها را ملزم به اصلاح هر برداشت نادرست می‌نماید (Jacobs, 1973: 259). این استدلال قابل قبول به نظر نمی‌رسد. چرا که بعید به نظر می‌رسد اطلاعات مهمی در خصوص ناشر به طور عمومی منتشر شود و ناشر از آن بی‌اطلاع باشد. ضمن اینکه تعهد ناشر به اصلاح شایعات بی‌حدوحصر نبوده و محدود به مواردی است که شایعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار باشد.

علاوه بر این، تعهد مضیق ناشر به اصلاح شایعات سبب می‌شود که شخصی که بیشترین احتمال در خصوص علم او به واقع امر وجود دارد (ناشر) سکوت کند، در حالی که بازار با وجود اطلاعات نادرست یا تأیید نشده فعالیت می‌کند. در این فرض آنچه قربانی می‌شود کارایی بازار و اعتماد سرمایه‌گذار خواهد بود. خصوصاً اینکه اختیاری کردن پاسخگویی ناشر به شایعات سبب می‌شود، ناشر تشویق به سکوت شود؛ زیرا اگر ناشر اقدام به پاسخگویی کند، با خطر ارائه اطلاعات نادرست مهم یا عدم ارائه اطلاعات مهم و مسئولیت احتمالی ناشی از آن، مواجه خواهد شد و در این صورت ترجیح می‌دهد در قبال شایعات منتشر شده سکوت کند (Sheffy, 1982: 776).

د- استدلال شده که ناشر نباید در قبال اطلاعاتی که در خصوص وی از سوی اشخاص ثالث منتشر می‌شود و ناشر از آن‌ها ناآگاه است، مسئول شناخته شود (Sheffy, 1982: 775). این استدلال نیز قابل قبول نیست. چرا که اولاً، استدلال مذکور اخص از مدعاست و برای اثبات تعهد ناشر به اصلاح اطلاعات نادرستی که به ناشر قابل انتساب نیست؛ اما ناشر از آن‌ها آگاه است (که اغلب شایعات نیز این‌گونه است) کافی نیست. ثانیاً تعهد عام ناشر به افشای اطلاعات شامل اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی اشخاص ثالث در بازار اوراق بهادار نیز می‌شود و لذا ناشر متعهد است با بررسی و ارزیابی اطلاعاتی که درباره‌اش منتشر شده؛ از گمراهی سرمایه‌گذاران ممانعت کند.

ه- استدلال دیگری که برای تعهد محدود ناشر مطرح شده این است که تعیین دقیق محتوای شایعات پخش شده در بازار دشوار و چه‌بسا غیرممکن است. در این شرایط، تحمیل تعهد به اصلاح آنچه خود ناشر دقیقاً از محتوای آن آگاه نیست؛ غیرمنصفانه است. ضمن اینکه شرکت نمی‌تواند با اطمینان نسخه کاملی از شایعه را در اختیار داشته باشد و پاسخگویی به یک نسخه ناقص شایعه ممکن است سبب انتشار اطلاعات نادرست‌تری شود (Sheffy, 1982: 775). این استدلال نیز اخص از موضوع است و در خصوص مواردی که محتوای شایعه برای ناشر روشن و

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۲۵

مشخص است، توجیه‌گر عدم تعهد ناشر به اصلاح شایعات نیست؛ بنابراین دست‌کم می‌توان تعهد ناشر را برای مواردی که محتوای شایعه برای وی روشن است یا با بررسی معقول روشن می‌شود، پذیرفت.

و- استدلال دیگر بر لزوم اجتناب از الزام ناشر به افشای ناخواسته و احتمالاً غیرضروری مبتنی است. در حالی که ممکن است شرکت دلایل تجاری برای افشای اطلاعات نداشته و تعهد قانونی نیز برای افشا موجود نباشد. بر این اساس گفته شده که لازم است تعهد شرکت در اصلاح شایعات به فرضی محدود شود که شرکت از اطلاعات آگاه شود و هیچ دلیل تجاری معتبری برای عدم ارائه اطلاعات نداشته باشد^۸ (Jacobs, 1973: 259). به عنوان مثال، اگر برآورد نادرستی از درآمد آینده شرکت منتشر شود، اگر ناشر ملزم به اصلاح شود، در واقع مجبور شده است که پیش‌بینی‌های خود را از درآمد آینده‌اش منتشر کند؛ در حالی که در غیر این صورت قصد داشته در پیش‌بینی درآمدها دخالت نکند (Sheffy, 1982:776). در این خصوص نیز باید گفت که تعهد ناشر در قبال شایعات محدود به اطلاعات مهم است که ناشر مطابق قواعد عام افشای اطلاعات ملزم به ارائه آن‌ها است و شامل اطلاعاتی که ناشر الزامی به افشای آن‌ها ندارد، نمی‌شود.

ز- استدلال دیگر قائلین به تعهد مضیق ناشر، مبتنی بر نظریه سنتی تقصیر است. به این نحو که مسئول شناختن ناشر به علت عدم اصلاح اشتباهات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث؛ سبب فراتر رفتن مسئولیت ناشر از مفهوم سنتی تقصیر است. در حالی که محدود کردن ناشر به اصلاح شایعاتی که منتسب به اوست؛ با نظریه تقصیر سازگار است؛ زیرا در این صورت ناشر تنها نسبت به عمل نادرست خود مسئول است و به واسطه عمل غیرمسئول واقع نمی‌شود (Sheffy, 1982: 778). این استدلال نیز از جهات مختلف قابل رد است؛ چرا که اولاً، بر خلاف آنچه گفته شده، بر اساس نظریه تقصیر نیز مسئولیت ناشر قابل توجیه است. مفهوم تقصیر در طول زمان گسترش یافته است؛ چنانچه گفته شده مسئولیت ناشر به پاسخگویی به شایعات یکی از مصادیق «تحول مستمر نظریه تقصیر است» (Sheffy, 1982: 778). قانون‌گذار تکلیف عامی مبنی بر ایجاد شفافیت و افشای اطلاعات در بازار برای ناشر ایجاد کرده و عدم اصلاح شایعات نادرستی که به طور عام از سوی ناشران در بازار منتشر شده است، خود می‌تواند نقض این تکلیف محسوب شود که این امر مصداق تقصیر است. ثانیاً، تقصیر مبنای منحصر مسئولیت مدنی نیست و قانون‌گذار در موارد مختلفی حسب ضرورت مسئولیت بدون تقصیر را پذیرفته است (صفایی و رحیمی، ۱۳۹۲: ۲۶۶). لذا در خصوص شایعات منتشر شده در بازار اوراق بهادار نیز می‌توان با تصریح قانون‌گذار مسئولیت ناشران را برای عدم اصلاح شایعات، بدون اینکه لزومی به اثبات

⁸ - "The best approach would be to require correction by the corporation if it learns of the statement and has no valid corporate reason for withholding the facts."

تقصیر ایشان باشد، پذیرفت.

ح- استدلال دیگر مبتنی بر این است که تعهد ناشر نسبت به اصلاح شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث؛ وی را در معرض مسئولیت مدنی ناشی از فعل غیر قرار می‌دهد (Sheffy, 1982: 778). در این خصوص نیز به نظر می‌رسد:

اولاً، در صورت مسئولیت ناشر در قبال عدم اصلاح شایعات، مسئولیت وی ناشی از فعل غیر نیست؛ بلکه ناشی از ترک فعل ناشر در قبال عدم اصلاح اقدامات انجام شده از سوی ثالث است.

ثانیاً، به فرض که بتوان مسئولیت ناشر را مسئولیت مدنی ناشی از فعل غیر دانست، پیش‌بینی مسئولیت مدنی ناشی از فعل غیر در موارد ضرورت از سوی قانون‌گذار بلامانع است. در واقع توجیهاتی که برای مسئولیت مدنی ناشی از فعل غیر مطرح شده است (لزوم ممانعت از بلاجبران ماندن زیان وارده به زیان‌دیده و تشویق اشخاص به انجام احتیاط و مراقبت و نظارت) (صفایی و رحیمی، ۱۳۹۲: ۳۱۴) در این مورد نیز مطرح است. چرا که با توجه به ویژگی خاص معاملات اوراق بهادار، در صورتی که ناشر را در مقابل سرمایه‌گذارانی که از اشاعه شایعات نادرست زیان دیده‌اند مسئول ندانیم، به واسطه عدم شناسایی عامل پخش شایعات یا اعسار وی جبران زیان وارده به سرمایه‌گذاران با مشکل مواجه خواهد شد و پذیرش مسئولیت بدون تقصیر به منظور ممانعت از بلاجبران ماندن زیان وارده به سرمایه‌گذاران منطقی است.

بنابراین، برای حمایت از سرمایه‌گذاران و افزایش سطح شفافیت و کارآمدی بازار اوراق بهادار و به منظور ایجاد امکان تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر برای سرمایه‌گذاران خرد و کلان، تحمیل تعهد عام به اصلاح شایعات بر ناشر ضروری است و در این خصوص بهتر است ناشر در قبال اصلاح شایعات مسئول تلقی شود، ولو اینکه شایعه به وی قابل انتساب نباشد.

۲.۳. حدود تعهد ناشران اوراق بهادار در قبال شایعات در حقوق آمریکا

در حقوق آمریکا با توجه به اینکه غالب حقوقدانان این کشور تعهد ایجابی به افشای همه اطلاعات مهم را نمی‌پذیرند، گفته شده که قاعده کلی این است که یک شرکت هیچ تعهدی برای اصلاح شایعات موجود در بازار ندارد، مگر اینکه شایعات به ناشر قابل استناد باشد. (Steinberg, Gevurtz, & Chaffee, 2014: 59) چنانکه در پرونده (Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp., 1969) مقرر گردید که شرکت هیچ تعهدی در قبال اصلاح گزارشی که در ستون «آنچه در بازار شنیده شده است»^۹ روزنامه وال استریت ندارد. دادگاه مقرر نمود که «هرچند شرکت می‌تواند اختیاراتاً اظهارات منتشر شده در

^۹ "Heard on the Street"

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۲۷

مطبوعات را که به شرکت منتسب نیست اصلاح نماید، اما هیچ مبنایی در مقررات اوراق بهادار وجود ندارد که بر اساس آن بتوان شرکت را مکلف به انجام این اقدامات نمود.»
 البته عدم تعهد ناشر به اصلاح شایعات منافی این نیست که اگر ناشر اختیاریاً بخواهد به شایعه پاسخ بدهد؛ مکلف به درستی پاسخ ارائه شده باشد (Block, Barton, & Garfield, 1985: 1254). بنابراین هر گاه ناشر اظهارات عمومی انجام دهد یا به هر دلیلی به شایعات پاسخ بدهد، اظهارات وی باید کامل و صحیح باشد (Steinberg & Goldman, 1987: 932).
 در پرونده (State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp, 1981) نیز دادگاه بدوی مقرر کرد که «ناشر تنها در صورتی مطابق قاعده 10b-5(c) متعهد به افشا خواهد بود که شایعه‌ای درباره اطلاعات افشا نشده منتشر شود، سبب رشد سریع و قابل توجهی در قیمت سهام ناشر شود و سطح بالایی از عمد^{۱۰} در بین باشد.» در این پرونده در خصوص شرط عمد، معیار مضیقی پذیرفته شده و برای اثبات آن لازم است اثبات شود که قصد خواننده (ناشر) فریب سرمایه‌گذاران به منظور کسب سود بوده است. دادگاه تجدید نظر استدلال دادگاه بدوی را رد کرد و مقرر نمود که در خصوص ماده 10(b) قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ «ناشر در صورتی متعهد به اصلاح یا تأیید شایعات^{۱۲} منتشر شده در بازار است که شایعات به وی منتسب باشد.» این تصمیم از سوی دادگاه‌های دیگر مورد تبعیت قرار گرفت^{۱۳} (Steinberg M. I., 2014: ۱۳).

10 - Scienter

^{۱۱} - در بخشی از ماده مذکور آمده است: «برای هر شخص ممنوع خواهد بود... که در ارتباط با خرید هر ورقه اوراق بهادار ثبت شده ... از هر گونه ابزار متقلبانه یا مستلزم نقض الزامات و مقرراتی که کمیسیون اوراق بهادار برای حمایت از منافع عمومی یا حمایت از سرمایه‌گذاران مناسب می‌داند؛ استفاده کند.» کمیسیون اوراق بهادار به استناد این ماده اقدام به انتشار قاعده 10-b (Rule 10-b) نموده است. مطابق این قاعده «انجام هر اظهار نادرست در خصوص یک موضوع مهم یا عدم اظهار اطلاعات مهمی که اعلام آن‌ها برای گمراه کننده نبودن اطلاعات در اوضاع و احوالی که اظهارات در آن انجام می‌شود، لازم نباشد؛ به طور مستقیم یا غیرمستقیم برای هر شخص ممنوع است.» این قاعده مستند اصلی دعوای مسئولیت مدنی ناشی از نقض الزامات قانونی مربوط به افشای اطلاعات در بازار ثانویه است.

12 - Duty to Correct or Verify rumors

^{۱۲} - نظیر پرونده (Zucker v. Sable, 1976) که در آن خواننده از طریق مطبوعات اعلام نموده که درخواست ثبت یک داروی تحقیقی جدید (investigational new drug application with) را به سازمان غذا و دارو (FDA) داده است. خواهان مدعی شده بود که بین درخواست ثبت داروی تحقیقی جدید و تولید آن سالها فاصله وجود خواهد داشت و خواننده مکلف بوده که این مسئله را نیز از طریق مطبوعات اعلام کند. همچنین مدعی شد که در انتشار اطلاعات از سوی مطبوعات مالی متعددی عبارت «تحقیقی (investigational)» حذف شده بوده و خواننده از اصلاح آن‌ها خودداری کرده است. دادگاه در مورد ادعای اخیرالذکر خواهان مقرر نمود که وقتی که «اشتباه در مجله قابل انتساب به خواننده نباشد، معقول نیست که خوانندگان به تحقیق در بیرون و اصلاح اشتباهات موجود در انتشارات گردند. چرا که الزام خواننده به بررسی همه انتشارات مالی به منظور بررسی اینکه آیا هر آنچه شرکت به دقت منتشر کرده، به نحوی مورد سوءبرداشت قرار گرفته که عموم را گمراه می‌سازد، ناشران را مسئولیتی غیرقابل عبور قرار می‌دهد که در قانون پیش‌بینی نشده است.» لذا دادگاه اقدام خواننده را مصداق نقض مقررات اوراق بهادار (rule 10b-5) ندانست.
 در پرونده (SEC v. Wellshire Securities, Inc., 1991) نیز مقرر شده است که «شرکت و مقامات آن هیچ تعهدی به اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده در مطبوعات که به آن‌ها قابل انتساب نیست، ندارند.» همچنین ر. ک. (Plessey Co. PLC v. General Elec. Co., 1986)

(2-22)

در عین حال در مواردی که شایعات قابل انتساب به شرکت^{۱۴} باشد؛ تعهد شرکت به اصلاح شایعات پذیرفته شده است^{۱۵} (Block, Barton, & Garfield, 1985: 1253). در خصوص مبنای این تعهد گفته شده که ناشر در زمان رسانه‌ای کردن اطلاعات مکلف به رعایت سطح معقولی از احتیاط^{۱۶} است (Sheffy, 1982:776).

با توجه به اهمیت اصلاح شایعات منتشر شده در خصوص شرکت‌ها و اثری که شایعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران می‌گذارد؛ برخی بورس‌ها نقص رویه قضایی را جبران نموده‌اند و شرکت‌ها را ملزم به اصلاح شایعات نموده‌اند، ولو اینکه قابل انتساب به آن‌ها نباشد (Jacobs, 1973: 259). چنانچه در ماده 202.03 دستورالعمل بازار بورس نیویورک (NYSE)^{۱۷} شرکت‌ها مکلف شده‌اند در مواردی که شایعات نادرست یا غیردقیق هستند فوراً اقدام به انکار توضیح اطلاعات منتشر شده کنند.

۲.۴. حدود تعهد ناشران اوراق بهادار در قبال شایعات در حقوق ایران

در حقوق ایران مطابق قواعد عمومی قراردادها اجماً می‌توان پذیرفت که چنانچه یکی از طرفین در مذاکرات مقدماتی قرارداد اطلاعاتی را در مورد عوضین به طرف مقابل ارائه کند و پس از ارائه اطلاعات و قبل از انعقاد معامله نادرستی این اطلاعات حادث شده^{۱۸} یا بر وی کشف^{۱۹} گردد، طرف مقابل نسبت به اصلاح این اطلاعات متعهد بوده و در صورت عدم اصلاح این اطلاعات و اجتماع شرایط تحقق خیار تدلیس؛ معامله از سوی شخصی که در اثر اطلاعات نادرست به انعقاد قرارداد مبادرت کرده به استناد خیار تدلیس قابل فسخ خواهد بود. همچنین می‌توان گفت که وقتی اطلاعاتی از سوی یکی از طرفین معامله به طرف مقابل ارائه می‌شود و طی آن وصفی به مبیع نسبت داده می‌شود، بنای طرفین بر این است که در زمان انعقاد معامله

^{۱۴} -Attributable to the issuer

^{۱۵} - علاوه بر شایعات قابل انتساب به شرکت، در پرونده (Securities and Exchange Com'n v. Texas Gulf Sulphur Co., 1968) ناشر در قبال اصلاح اخبار مربوط به شرکت که حاوی خلاصه نادرست اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت است، نیز مسئول دانسته شده است. در این پرونده اطلاعاتی که از سوی شرکت در رسانه منتشر شده بود به راحتی قابل تلخیص نبود. مبنای اصلی این تصمیم این است که وقتی ناشر اطلاعاتی را از طریق مطبوعات منتشر می‌کند که امکان سوء تفسیر آن از سوی ناشر وجود دارد؛ خطر برداشت نادرست رسانه از این اطلاعات بر عهده ناشر است. (Jacobs, 1973: 259)

^{۱۶} -A duty of due diligence

^{۱۷} - New York Stock Exchange Listed Company Manual

^{۱۸} - مثلاً در مذاکرات مقدماتی اعلام کند که موضوع قرارداد سالم و بی‌عیب است؛ اما پس از آن و قبل از انعقاد عقد در مورد معامله عیب پنهانی حادث شود.

^{۱۹} - مثلاً در مذاکرات مقدماتی بایع که تصور می‌کند مبیع شفابخش سرطان است این امر را به طرف مقابل اعلام کند؛ اما پس از آن و قبل از انعقاد عقد بایع احراز کند که تصور وی نادرست بوده است.

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۲۹

مبیع دارای وصف مذکور باشد؛ بنابراین اگر قبل از انعقاد معامله مبیع وصف مذکور را از دست بدهد و بایع نیز مشتری را از این امر آگاه نسازد، می‌توان گفت که بایع به شرط بنایی (شرط مبنی بر بقای وصف اعلام شده از سوی بایع در زمان انعقاد قرارداد) عمل ننموده است و بنابراین قرارداد به استناد خیار تخلف از شرط بنایی قابل فسخ خواهد بود. همچنین در صورت عدم فسخ قرارداد از سوی وی یا عدم اجتماع شرایط تحقق خیارهای مذکور؛ در صورتی که از انعقاد معامله زیانی به وی تحمیل شود؛ مطابق قواعد عمومی مسئولیت مدنی امکان رجوع به عامل زیان را خواهد داشت.

اما در فرضی که اطلاعات اولیه از سوی شخص ثالث به طرف قرارداد ارائه شده یا به طور عمومی منتشر شده و طرف قرارداد در جریان آن قرار گرفته است؛ بحث قدری متفاوت است. از یک سو با توجه به مفهوم ماده ۴۳۹ قانون مدنی، تدلیس شخص ثالث نمی‌تواند، برای طرف قرارداد خیار تدلیس ایجاد کند. بر این اساس مطابق قواعد عمومی قراردادها چنانچه شخص ثالثی شایعه‌ای در مورد موضوع معامله منتشر کند، مثلاً از سوی شخصی غیر از بایع منتشر شود که مبیع، داروی شفابخش سرطان است^{۲۰} (کاتوزیان، ۱۳۸۷: ۲۹۹) و بایع عالم به نادرستی این امر باشد، اما خریدار به استناد شایعه مذکور مبادرت به انعقاد قرارداد کند؛ صرف سکوت بایع نسبت به اطلاعات منتشر شده از سوی ثالث را علی‌القاعده نمی‌توان مصداق تدلیس دانست؛ مگر اینکه انتشار شایعه از سوی ثالث مسبوق به تبانی وی با بایع باشد. در خصوص مبنای این رویکرد گفته شده که «خیار تدلیس تمهیدی است برای جبران ضرر و با قواعد مسئولیت مدنی قرابت دارد. بر طبق این قواعد کسی باید ضرر ناروا را جبران کند که باعث آن شده است». بر این اساس به علت فقدان رابطه سببیت بین فعل طرف قرارداد و زیان، تدلیس ثالث موجب خیار تدلیس دانسته نشده است (کاتوزیان، ۱۳۸۷: ۲۸۹). همچنین گفته شده که مبنای خیار تدلیس جبران زیان وارده به مشتری است و نباید ضرر ناشی از فسخ قرارداد به بایعی تحمیل شود که مرتکب هیچ تقصیری نشده است.^{۲۱} (ره‌پیک، ۱۳۸۷: ۷۰).

از سوی دیگر مطابق قواعد عام مسئولیت مدنی یکی از شروط اصلی مسئولیت مدنی وجود رابطه سببیت بین عمل زیان‌بار و زیان وارده است و تنها زیانی قابل جبران است که مستقیماً ناشی از عمل زیان‌بار باشد؛ بنابراین در صورتی که شخصی به واسطه شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث طرف معامله زیان‌بار واقع شود، وی نمی‌تواند زیان‌های مذکور را از طرف

^{۲۰} البته در مبیع کلی علی‌القاعده، خیار تدلیس به وجود نمی‌آید. (ره‌پیک، ۱۳۸۷، ص. ۶۹) (قاسم زاده، ره‌پیک، & کیایی، تفسیر قانون مدنی، ۱۳۹۰، ص. ۱۶۵) با این حال چنانچه تدلیس نسبت به همه مصادیق نسبت به اوصاف مشترک تمام اقسام و مصداق‌های کلی صورت بپذیرد تدلیس محقق می‌شود. (کاتوزیان، ۱۳۸۷، ص. ۲۹۹)

^{۲۱} در مقابل برخی معتقدند که تدلیس ثالث هم موجب خیار تدلیس است، ولو مسبوق به تبانی با طرف معامله نباشد. (شهیدی، ۱۳۹۲، ص. ۱۶۷)

قرارداد مطالبه کند.

باین حال در معاملات اوراق بهادار بحث قدری متفاوت است. ممکن است ناشر را نسبت به اطلاعات نادرستی که در مورد فعالیت‌هایش منتشر شده و به آن منتسب نیست، نتوان مسئول شناخت؛ اما چنانچه ناشر به هر دلیلی از این اطلاعات نادرست آگاه باشد و بداند که این شایعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران اثرگذار خواهد بود، می‌توان ناشر را مکلف به اصلاح شایعات نادرست موجود در بازار دانست. در عین حال تصور فرضی که شایعه‌ای در بازار در مورد شرکت منتشر شود و شرکت از آن اطلاع نداشته باشد دور از ذهن است؛ بنابراین علی‌القاعده باید ناشران اوراق بهادار را در قبال اصلاح یا تأیید شایعات منتشر شده در بازار مسئول دانست.

در قانون بازار اوراق بهادار در این خصوص حکم خاصی وجود ندارد و صرفاً به بیان کلی تعهد ناشر به افشای اطلاعات در بازار اولیه و ثانویه اشاره شده است؛ اما در دستورالعمل‌های صادره از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار که در اجرای قانون مذکور صادر شده است به صراحت تعهد ناشر به اصلاح شایعات منتشر شده در بازار اوراق بهادار پذیرفته شده است و این تعهد ناشر محدود به شایعات قابل انتساب به ناشر نشده است. چنان‌که در ماده ۱۴ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس مصوب ۱۳۸۶ که در اجرای بندهای ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ و ماده ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به تصویب هیئت‌مدیره سازمان بورس رسیده است؛ مقرر شده بود که «در صورت انتشار شایعه یا گزارشی که حاوی اطلاعات خلاف واقع و یا گمراه‌کننده و یا مستندات جعلی باشد، ناشر مکلف است، بلافاصله اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را به سازمان ارسال و برای اطلاع عموم افشا نماید.»

در اصلاحات به عمل آمده در سال ۱۳۹۶ در این دستورالعمل در ماده ۶ دستورالعمل به طور صریح ناشر مکلف به شفاف‌سازی در خصوص شایعات دانسته شده است: «ناشر مسئولیت شفاف‌سازی در مورد شایعات را بر عهده دارد. در صورت انتشار شایعه، خبر یا گزارشی که از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان به اطلاع عموم نرسیده، مدیران ناشر مکلف‌اند به منظور جلوگیری از ایجاد بستری برای سوءاستفاده از اطلاعات نهانی، بلافاصله پس از اطلاع یا بنا به درخواست بورس مربوطه یا سازمان، با ارائه گزارش شفاف‌سازی، اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را افشا نمایند.»

بنابراین ناشر متعهد به شفاف‌سازی شایعات است و در صورت تخطی از این تکلیف، مطابق تبصره این ماده «در صورت عدم ارائه گزارش شفاف‌سازی توسط ناشر، سازمان عدم پاسخگویی را افشا می‌کند.» همچنین مطابق ماده ۲۵ این دستورالعمل، «موضوع مطابق با فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار و مقررات انضباطی مربوطه پیگیری خواهد شد.»

علاوه بر این با توجه به قواعد عمومی مسئولیت مدنی و ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار،

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا) ۲۳۱

در صورتی که از عدم اصلاح شایعات از سوی ناشر خسارتی به سرمایه‌گذاران وارد شود، در صورت اجتماع شرایط مسئولیت مدنی، ناشر در برابر زیان‌دیده مسئول جبران زیان وارده خواهد بود.

۳. شرایط تعهد ناشر به اصلاح شایعات^{۲۲}

گفته شد که تعهد ناشر به اصلاح شایعات بدون قید و شرط نیست و مشروط به تحقق شرایطی از جمله مهم بودن شایعه، قابل استناد بودن آن و غیره است. علاوه بر این در رویه آمریکا یک شرط مهم برای تعهد مذکور وجود دارد که آن انتساب شایعه به ناشر است. در این بند این شرایط مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

۳.۱. مهم بودن شایعات

اساساً تعهد ناشر به اصلاح شایعات فرع بر تعهد ناشر بر افشای اطلاعات است و با توجه به اینکه تعهد مذکور صرفاً در خصوص اطلاعات مهم مطرح است ناشر نیز صرفاً در قبال اصلاح شایعاتی متعهد است که بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار مؤثر باشند. در این خصوص در ماده ۶ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده، ناشر به طور مطلق ملزم به شفاف‌سازی شایعات شده است. باین‌حال با توجه به تعریفی که در بند ۸ ماده ۱ این دستورالعمل از شایعه به عمل آمده و منظور از شایعه اطلاعات مهمی دانسته شده که «احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر بااهمیت داشته باشد»؛ تعهد ناشر به اصلاح شایعات محدود به مواردی است که شایعه حاوی اطلاعات مهمی است که بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار است.

۳.۲. قابلیت انتساب شایعات به ناشر

در حقوق ایران در ماده ۶ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده تعهد ناشر به اصلاح شایعات به طور مطلق مقرر شده است؛ بنابراین برای تحقق تعهد ناشر به اصلاح شایعات منتشر شده در بازار، احراز انتساب شایعه به ناشر لازم نیست و ناشر ولو شایعات به وی منتسب نباشد، می‌بایست بلافاصله اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه را به سازمان بورس ارسال نموده و برای اطلاع عموم افشا نماید.

در مقابل، در حقوق آمریکا، مطابق نظریه مشهور و رویه قضایی غالب، عدم اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی اشخاص ثالثی که به ناشر قابل انتساب نیستند، نمی‌تواند در برابر ناشر قابل استناد باشد و برای ناشر مسئولیت آور نیست؛ بنابراین، در حقوق آمریکا، شرط

²² -Duty to respond to rumors

اصلی تعهد ناشر به اصلاح شایعات، این است که انتشار شایعات در بازار قابل انتساب^{۲۳} به ناشر باشد. در تعریف قابلیت انتساب گفته شده که شایعاتی قابل انتساب به ناشر است که ناشر حداقل به طور جزئی برای انتشار آن‌ها مسئول باشد (Sheffy, 1982: 796). با این حال معیار دقیقی برای تشخیص شایعات قابل انتساب به ناشر ارائه نشده و این پرسش مطرح شده است که آیا تعهد ناشر محدود به مواردی است که ناشر منبع شایعه است؛ یا می‌توان آن را به گونه‌ای تفسیر کرد که شامل هر وضعیتی که ناشر به اشتباه به عنوان منبع ذکر شده است می‌شود^{۲۴} (Sheffy, 1982: 780).

یکی از معیارهایی که در این زمینه ارائه شده تقصیر است که بر اساس آن شایعه در صورتی قابل انتساب به ناشر است که ناشر در انتشار شایعات مقصر باشد (Sheffy, 1982: 780). با این حال تشخیص اینکه در چه مواردی ناشر در انتشار شایعات مقصر است نیز دشوار است. برای این منظور سه فرض مختلف را باید تفکیک نمود:

۳.۲.۱. مواردی که ناشر منبع شایعه است: دست کم همه مواردی که ناشر منبع شایعات نادرست است، شایعه قابل انتساب به ناشر است. در عین حال با توجه به اینکه مواردی که منبع شایعه ناشر است در قلمرو تعهد به اصلاح اطلاعات می‌گنجد، این موارد از قلمرو بحث حاضر خارج است.^{۲۵}

البته در مواردی که ناشر منبع اطلاعات هست، اما منبع نادرستی شایعات نیست؛ در قابلیت انتساب شایعه تردید هست. مثل فرضی که ناشر به درستی اطلاعاتی را در اختیار مجله‌ای قرار می‌دهد؛ اما در اثر نقل قول نادرست، یا برداشت اشتباه آن مجله از اظهارات ناشر اطلاعات نادرستی شایع می‌شود. در این موارد گفته شده که اطلاعات اشتباه به علت عدم وجود تقصیر ناشر صرفاً قابل انتساب به مجله است و لذا ناشر نباید متعهد به اصلاح شایعات مطرح شده باشد. (Sheffy, 1982: 782). با این وجود، دست کم در مواردی که نادرست بودن برداشت رسانه‌ها از اظهارات ناشر به نحوی به ناشر مستند باشد، مثل زمانی که این امر ناشی از مبهم بودن اظهارات ناشر است؛ نمی‌توان ناشر را متعهد به اصلاح شایعات ندانست. چنانچه گفته شده اگر اظهارات

23 - Attributable

^{۲۴} "include any situation where the issuer is erroneously cited as the source?"

^{۲۵} در پرونده (Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 1980) آمده است: «تردید نیست که یک شرکت ممکن است در تهیه گزارش‌ها و پیش‌بینی‌های اشخاص خارج از شرکت دخالت کند که در این صورت مسئول اصلاح اشتباهات مهم موجود در این پیش‌بینی‌ها خواهد بود. این اتفاق زمانی می‌افتد که مسئولین شرکت با عمل خود تلویحاً بیان کرده باشند که اطلاعاتی که آن‌ها بررسی کرده‌اند صحیح است یا حداقل با نظرات شرکت منطبق است. بر این اساس در این پرونده مقرر شد که شرکت برخی از گزارش‌ها را بررسی کرده و در خصوص آن‌ها نظر داده است؛ اما سیاست آن این بوده که راجع به پیش‌بینی‌های درآمد از اظهار نظر خودداری کند. لذا Liggett هیچ تعهدی برای افشای پیش‌بینی‌های خود یا هشدار دادن به تحلیل‌گران و عموم نداشته است و نظر خوش‌بینانه تحلیلگران با شرکت به اشتراک گذاشته نشده است.»

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۳۳

ناشر مبهم بوده یا از نظر فنی پیچیده باشد؛ نمی‌توان ناشر را از مسئولیت میرا دانست. لذا گفته شده که ناشر در موارد تهیه و انتشار اطلاعات از طریق رسانه‌ها، متعهد به رعایت احتیاط مقتضی^{۲۶} است و این تعهد در صورتی که اشتباهات موجود در گزارش‌های رسانه‌ها به تقصیر ناشر در ارائه اطلاعات منتسب باشد، نقض شده است (Sheffy, 1982: 782).

۳.۲.۲. در مواردی که ناشر منبع شایعه نیست: در مواردی که مشخص شود که ناشر منبع شایعات نبوده است، به علت عدم انتساب شایعات به ناشر گفته شده که نمی‌توان این اطلاعات را قابل انتساب به ناشر دانست و لذا ناشر متعهد به اصلاح این شایعات نیست. در توجیه این رویکرد گفته شده که ناشر را نمی‌توان در مواردی که شایعات از سوی ثالث منتشر شده است مقصر محسوب کرد. با این وجود، این قاعده نیز بدون استثنا نیست:

الف- چنانچه ناشر پس از انتشار شایعات به طور صریح یا ضمنی شایعات را تأیید کند می‌توان شایعات را به وی منتسب دانست (Sheffy, 1982: 786). همچنین اگر به طور مثال گزارشی که در خصوص ناشر از سوی تحلیلگران به طور مستقل از ناشر تهیه شود، اما از سوی ناشر منتشر شود، هر چند ناشر منبع اصلی گزارش نیست، اما با انتشار آن، ناشر درستی تحلیل را تأیید کرده و آن را به عنوان گزارش خود پذیرفته است و لذا چنین گزارشی قابل انتساب به ناشر است (Sheffy, 1982: 786).

ب- انتشار اطلاعات از سوی شخصی که دارای ارتباط خاص^{۲۷} با ناشر است، ممکن است سبب ایجاد تعهد به اصلاح برای ناشر شود.^{۲۸} رابطه‌ی خاص شامل هر رابطه‌ای با ناشر است که این احتمال را به همراه داشته باشد که شایعه مبتنی بر اطلاعات نهانی است و شامل مواردی نظیر حسابدار مستقل، مشاور خارجی، مشاور مدیران و بسته به نوع اطلاعات منتشر شده

²⁶- duty of due diligence

²⁷-special relationship

²⁸- در پرونده (Green v. Jonhop, Inc., 1973) دادگاه به شرکت Jonhop و یکی از کارکنان آن را به خاطر معاونت در نقض قاعده 10b-5 مسئول دانست. به این علت که آن‌ها از اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی یک کارگزار-معامله گر (broker-dealer) که به عنوان متعهد پذیرهنویسی شرکت و بازاریاب اصلی اوراق بهادار شرکت نیز شناخته می‌شد، امتناع کرده‌اند. این کارگزار-معامله گر (American Western Securities, Inc.) دو نامه منتشر کرده بود که حاوی تخمین فروش و درآمد آتی شرکت بود و نایب رئیس اجرایی شرکت Jonhop می‌دانست که این گزارش‌ها به طور قابل توجهی نادرست است، اما اقدام به اصلاح آن‌ها به طور عمومی نمود. دادگاه دریافت که سکوت شرکت سبب ایجاد اعتماد و قابلیت استناد عمومی (public reliance) برای اطلاعات نادرست شده است؛ زیرا عموم به خوبی می‌دانستند که American Western Securities متعهد پذیرهنویسی و معامله گر اصلی سهام شرکت مذکور بوده است و لذا سکوت ناشر «یک توافق و تبانی ضمنی (tacit agreement) با منتشر کننده اطلاعات نادرست محسوب می‌شود جهت برانگیختن سرمایه‌گذاران برای خرید و حفظ سهام شرکت Jonhop». دادگاه همچنین مقرر نمود که «یک شرکت وقتی از انتشار چنین اطلاعات ناقص یا نادرستی آگاه می‌شود و آگاه است که انتشار یا عدم انتشار آن‌ها برای عموم سرمایه‌گذاران گمراه کننده خواهد بود متعهد است که اقداماتی انجام دهد.» (Bauman, 1979: 971)

اشخاصی نظیر مشتری یا هر کس که با ناشر در حال معامله باشد، می‌شود. مبنای این استثنا این است که به واسطه وجود رابطه خاص، عموم اعتقاد پیدا می‌کنند که منتشرکننده شایعه به اطلاعات ناشر دسترسی دارد و لذا شایعه مذکور نسبت به شایعات منتشرشده از سوی اشخاص غیرمرتبط با ناشر، نزد عموم دارای اعتبار و قابلیت استناد بیشتری خواهند بود. بر همین اساس برخی با تسری ملاک این حکم (قابلیت استناد مفروض شایعه^{۲۹}) این نتیجه را گرفته‌اند که «وجود رابطه خاص لازم نیست و اگر به هر دلیلی، گزارش به طور خاص قابل‌باور^{۳۰} باشد» قابل انتساب به ناشر است. چنانچه اگر گزارش توسط تحلیلگری منتشر شود که یک متخصص شناخته شده در صنعت ناشر است، می‌تواند به اندازه‌ای قابل استناد باشد که ناشر را متعهد به اصلاح اشتباهات موجود در گزارش تحلیلگر کند. با این تحلیل ناشر مکلف به اصلاح همه شایعات و اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی اشخاص ثالث خواهد بود که دارای درجه بالایی از قابلیت استناد بوده و لذا ظرفیت بالایی برای فریب سرمایه‌گذاران دارد (Sheffy, 1982: 793). چرا که سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد به نظرات چنین تحلیلگری اعتماد می‌کنند و از آنجایی که شرکت از این اعتماد آگاه است باید متعهد به اصلاح اطلاعات نادرست موجود در اظهارات شخص مذکور باشد؛ حتی اگر شخص مذکور دارای ارتباط خاص با ناشر نباشد (Bauman, 1979: 972).

بر این تحلیل از چند جهت ایراد شده است. از یک سو گفته شده که اگر تحلیلگر دارای رابطه‌ی مستقیم با ناشر نباشد تحمیل تعهد به اصلاح اطلاعات نادرست منتشر شده از سوی وی منصفانه نخواهد بود (Bauman, 1979: 972). از سوی دیگر گفته شده که تمرکز این تفسیر به جای «نقش ناشر در فریب ناشی از شایعات»^{۳۱}، بر «احتمال فریب»^{۳۲} است؛ در حالی که آراء مربوط به تعهد ناشر به اصلاح، هیچ‌گاه ناشر را «صرفاً به علت دارای ظرفیت فریب بودن شایعه»^{۳۳} متعهد به اصلاح ندانسته‌اند؛ هر چند این آراء در مواردی صادر شده‌اند که شایعات، نه تنها قابلیت گمراه کننده بودن داشته‌اند، بلکه حسب ادعای مطروحه، سبب فریب خواهانی که به استناد آن‌ها اقدام به خرید یا فروش سهام نموده است؛ نیز شده است. باین حال دادگاه‌ها تعهد ناشر را محدود به شرایطی دانسته بودند که ناشر به نحوی در انتشار اطلاعات نادرست مسئول باشد (Sheffy, 1982: 793).

ج- اگر ناشر منبع اطلاعات نباشد، اما خود ناشر یا یکی از کارکنان آن به عنوان منبع گزارش ذکر شده باشند پیشنهاد شده که ناشر متعهد به اصلاح دانسته شود؛ زیرا ارجاع گزارش به

²⁹ - perceived reliability of the publicity

³⁰ - particularly believable

³¹ - issuer caused or contributed to the deception

³² - likelihood of deception

³³ - solely to the capacity of the rumor or publicity to deceive

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا) ۲۳۵

ناشر، آن را قابل‌باورتر می‌سازد. ارجاع نادرست به ناشر ممکن است به صورت عمدی به عمل آمده باشد یا از سهو ناشی شود. در هر دو حالت نتیجه این است که ظاهراً شایعه قابل انتساب به ناشر است (هر چند در واقع این‌گونه نیست). (Jacobs, 1980).^{۳۴} بر این رویکرد نیز ایراد شده است، با این استدلال که صرف قابل‌اعتماد بودن شایعات برای ایجاد تعهد به اصلاح کافی نیست و لازم است تقصیر ناشر در این خصوص اثبات شود. اگر چه چنین شایعاتی ظاهراً قابل انتساب به ناشر است اما ناشر در تحقق آن‌ها نقشی نداشته است و این امر سایرین را قادر می‌سازد که با ارجاع غلط به ناشر در انتشار شایعات نادرست، ناشر را مجبور به افشای اطلاعات کنند. (Sheffy, 1982: 794).

۳.۲.۳. در مواردی که منبع شایعه مشخص نیست: ممکن است منبع شایعات مشخص نباشد، به نحوی که تشخیص انتساب یا عدم انتساب شایعات به ناشر، غیرممکن شود. در این موارد گفته شده که بار اثبات انتساب شایعه به ناشر بر عهده مدعی انتساب شایعه به ناشر است (Sheffy, 1982: 786). با این وجود با توجه به اینکه غالباً اطلاعاتی که در خصوص ناشر منتشر می‌شود، از خود ناشر ناشی می‌شود؛ بهتر است بار اثبات عدم انتساب اطلاعات به ناشر بر عهده ناشر قرار گیرد.

۳.۳. نادرستی اطلاعات

برخی شایعات ممکن است صحیح باشند. تأیید اطلاعات صحیح منتشر شده در بازار اوراق بهادار نیز از تردید سرمایه‌گذاران می‌کاهد و بر شفافیت بازار می‌افزاید؛ بنابراین بهتر است تعهد ناشر در قبال شایعات محدود به اصلاح شایعات نادرست نباشد و شامل تأیید اطلاعات صحیح نیز باشد.

در ماده «۶» دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده، ناشر تعهد ناشر محدود به نادرستی شایعه نشده است و لذا در مواردی نیز که شایعه حاوی اطلاعات صحیح است، ناشر مکلف است با ارائه گزارش شفاف‌سازی، اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را افشا نمایند.

۳.۴. قابل استناد بودن اطلاعات

شایعات باید برای یک سرمایه‌گذار معقول قابل استناد باشد و این قابلیت استناد در زمان انعقاد معامله نیز باقی باشد. در غیر این صورت شخصی که بر اساس شایعاتی اقدام به معامله بر

³⁴ -Cited from: (Sheffy, 1982, p. 795)

اوراق بهادار کرده که سرمایه‌گذار معقول به آن‌ها توجهی نمی‌کند (مثلاً منبع شایعه به حدی غیر معتبر است که استناد به آن منطقی نیست). در واقع به زیان خود عمل کرده و برای چنین شایعاتی نمی‌توان ناشر را متعهد به اصلاح دانست. چنانچه اگر در یک برنامه طنز تلویزیونی، به شوخی به افزایش قابل توجه درآمد یک شرکت اشاره شود؛ چنانچه شخصی این گفته‌ها را جدی گرفته و مبنای تصمیم‌گیری خود قرار دهد و اقدام به خریداری سهام شرکت کند، در واقع با اتکا به اطلاعات غیر معتبر به زیان خود عمل کرده و نمی‌تواند برای جبران زیان به عدم اصلاح شایعه از سوی ناشر استناد کند.

در حقوق آمریکا نیز صرفاً در صورتی ناشر مکلف به اصلاح شایعات منتشر شده از سوی اشخاص ثالث شده که اطلاعات منتشر شده اصطلاحاً «زنده»^{۳۵} باشند. اطلاعات مادامی زنده محسوب می‌شود که استناد سرمایه‌گذاران به آن‌ها معقول است (Steinberg M. I., 2014: 2-7). به عبارت دیگر، یک شرکت زمانی متعهد به اصلاح شایعات است که یک سرمایه‌گذار بتواند به‌طور معقولی به صحت مستمر آن اطلاعات، استناد کند (Bauman, 1979: 940). بنابراین چنانچه با گذر زمان یا تحت تأثیر عوامل دیگر، شایعات منتشر شده قابلیت استناد خود را از دست بدهند به نحوی که هیچ سرمایه‌گذار معقولی به استناد آن‌ها عمل نکند، شخصی که به استناد شایعاتی که قابلیت استناد خود را از دست داده، اقدام به انعقاد معامله کرده است، نمی‌تواند زیان وارده به خود را مطالبه کند.

در حقوق ایران نیز تعهد ناشر به اصلاح شایعات محدود به مواردی است که شایعات برای سرمایه‌گذار معقول قابل استناد است و در صورتی که قابلیت استناد شایعات از بین برود، نمی‌توان ناشر را در برابر شخصی که از عدم اصلاح شایعات زیان دیده است مسئول دانست؛ چرا که چنین سرمایه‌گذاری با استناد به شایعاتی که استناد به آن‌ها معقول نیست، مبادرت به انعقاد معامله کرده و در واقع به زیان خود عمل کرده است.

نتیجه

شایعات یکی از عواملی هستند که سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری در خصوص معامله بر اوراق بهادار شرکت مدنظر قرار می‌دهند. کثرت شایعات منتشر شده در بازار اوراق بهادار زمینه‌ساز اشتباه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری شده و ممکن است سبب ورود زیان ناروا (انعقاد معامله‌ای که بدون اتکا به شایعات منعقد نمی‌شد، فروش سهام به قیمت کمتر از قیمت واقعی، یا خرید سهام به قیمت بیش از قیمت واقعی) به برخی سرمایه‌گذاران و دارا شدن ناعادلانه برخی دیگر از آن‌ها شود. علاوه بر این انتشار شایعات سبب دور شدن قیمت سهام از قیمت واقعی آن‌ها

³⁵ - alive

تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا) ۲۳۷

می‌شود که این امر نیز با گذر زمان به زیان سرمایه‌گذاران خواهد بود. برای جبران زیان‌های احتمالی ناشی از شایعات منتشر شده در بازار، رجوع به عامل انتشار شایعه، به واسطه دشواری تشخیص آن، همیشه میسر نیست و در صورتی نیز که منتشرکننده شایعه شناسایی شود، با توجه به احتمال گستردگی خسارات وارده، ممکن است زیان‌دیده به علت اعسار عامل زیان‌قادر به دریافت خسارات وارده به خود نباشد. برای این منظور و با توجه به اینکه ناشر تنها مرجعی است که ابزارهای کافی برای ارزیابی درستی شایعات منتشر شده در بازار را دارد، بهتر است ناشر در مقابل اصلاح شایعاتی که درباره‌اش در بازار منتشر شده است متعهد باشد و در صورت تخطی وی از این تعهد، زیان‌دیده بتواند عنداللزوم برای مطالبه خسارات وارده به خود به وی مراجعه کند.

برای این منظور، مطابق ماده ۶ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس اصلاحی ۱۳۹۶ ناشر مسئولیت شفاف‌سازی در مورد شایعات را بر عهده دارد. در صورت انتشار شایعه، خبر یا گزارشی که از طریق سامانه رسمی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان به اطلاع عموم نرسیده، مدیران ناشر مکلف‌اند به منظور جلوگیری از ایجاد بستری برای سوءاستفاده از اطلاعات نهانی، بلافاصله پس از اطلاع یا بنا به درخواست بورس مربوطه یا سازمان، با ارائه گزارش شفاف‌سازی، اطلاعات و توضیحات کافی در خصوص شایعه یا گزارش مزبور را افشا نمایند. با توجه به اطلاق ماده مذکور، تکلیف ناشر محدود به شایعات قابل انتساب به وی نیست و شامل همه‌ی شایعات می‌شود. البته این تعهد بدون قید و شرط نیست و شرایط مختلفی برای این تعهد وجود دارد. اولاً، شایعه باید حاوی اطلاعات مهمی باشد که بر تصمیم سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار اثرگذار است و در خصوص شایعاتی که فاقد این اوصاف است ناشر تعهدی ندارد. در غیر این صورت چنانچه شخصی با استناد به شایعات غیر مهم، اقدام به انعقاد معامله کند در واقع متحمل زیان قابل اعتنایی نشده است که از این حیث نیازمند حمایت باشد. ثانیاً، شایعات باید برای سرمایه‌گذاران معقول قابل استناد باشد و این قابلیت استناد در زمان انعقاد معامله نیز باقی باشد. در غیر این صورت شخصی که بر اساس شایعاتی اقدام به معامله بر اوراق بهادار کرده که سرمایه‌گذار معقول به آن‌ها توجهی نمی‌کند (مثلاً منبع شایعه به حدی غیر معتبر است که استناد به آن منطقی نیست) در واقع به زیان خود عمل کرده و نمی‌توان به علت عدم اصلاح شایعات، ناشر را در مقابل وی مسئول دانست.

در عین حال، در رویه قضایی آمریکا تعهد ناشر به اصلاح شایعات محدود به مواردی شده است که شایعه قابل انتساب به ناشر است و در صورتی که شایعه قابل انتساب به ناشر نباشد، ناشر تکلیفی به اصلاح شایعات ندارد. همچنین در مواردی که منبع شایعه مشخص نیست نیز، بار اثبات انتساب شایعه به ناشر بر عهده مدعی انتساب قرار گرفته است و در صورتی که وی نتواند این امر را ثابت کند، ناشر بابت زیان وارده ناشی از شایعات، مسئول نخواهند بود.

منابع

الف. فارسی

- آردم، هاشم (۱۳۹۵، شهریور ۲). «دام شایعه در بورس تهران». **روزنامه اقتصاد نوین**، ش ۳۸۴۵.
- تهرانی، رضا؛ طالب نیا، قدرت ا... و جلیلی، صابر. (۱۳۸۵). «ارزیابی میزان اتکا معامله گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری». **تحقیقات مالی**، سال ۸، شماره ۲۱، ۲۷-۴۶.
- رمضانیان، علی (۱۳۹۴، آبان ماه ۱۶). «آلودگی بازار سهام به شایعات در غفلت ناظر بازار». **روزنامه تعادل**. ره‌پیک، حسن (۱۳۸۷). **حقوق مدنی، عقود معین (۱)**. تهران: خرسندی.
- سلوکی، مهرنوش (۱۳۹۵، اردیبهشت ۵). «اثر شایعات به جای تحلیل در بازار». **دنیا اقتصاد**. شهیدی، مهدی (۱۳۹۲). **حقوق مدنی، عقود معین ۱**. تهران: مجد.
- صفایی، حسین و رحیمی، حبیب ا... (۱۳۹۲). **مسئولیت مدنی**. تهران: سمت.
- صیدی، حسین (۱۳۹۵، اردیبهشت ۲۲). «چالش‌های موجود در بازار سرمایه در ایران». **روزنامه دنیای اقتصاد** - شماره ۳۷۶۲.
- قاسم زاده، مرتضی (۱۳۷۸). **مسئولیت مدنی ناشی از ترک فعل (تقصیر از نوع فعل سلبی یا ترک فعل)**. **مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی**، دوره ۴۴، ۴۱-۶۵.
- قاسم زاده، مرتضی، ره‌پیک، حسن و کیایی، عبدا... (۱۳۹۰). **تفسیر قانون مدنی**. تهران: سمت.
- کانونیان، ناصر (۱۳۸۷). **قواعد عمومی قراردادها جلد پنجم، انحلال قرارداد**. تهران: شرکت سهامی انتشار.
- مبین، حجت (۱۳۹۵). «مسئولیت مدنی ناشی از دست‌کاری بازار اوراق بهادار». **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، سال نهم، شماره ۳۴، ۱۰۷-۱۳۴.
- معین، محمد (۱۳۷۶). **فرهنگ فارسی**، ج ۲. تهران: امیرکبیر.
- موقی، مسعود، تهرانی، رضا و بهاروند، سعید (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر شایعات بر ادراک و رفتار فعالان بورس اوراق بهادار تهران». **دو فصلنامه دانشور رفتار (راهبردهای بازرگانی)** دوره جدید، سال هجدهم، شماره ۴۷، ۳۵۹-۳۷۰.
- مهدوی عادل، محمدحسین و فهیمی دوآب، رضا (۱۳۸۹). «مقایسه تأثیر اطلاعات رسمی و شایعات بر انتخاب خریداران حقیقی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران». **مجله دانش و توسعه (علمی - پژوهشی)** سال هفدهم، شماره ۳۲، ۶۷-۷۶.

ب. لاتین

- A) Books and Articles**
 Brown, R. J. (1999). **The Regulation of Corporate Disclosure**. Aspen Publishers.
The New York Stock Exchange Listed Company Manual. (2015). Retrieved 2 25, 2017, from nysemanual:

۲۳۹ تعهد ناشر به اصلاح شایعات در بازار اوراق بهادار (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و امریکا)

http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?searched=1&selectednode=chp_1_3_2_6&CiRestriction=rumor&manual=%2FLCM%2FSections%2Ffcm-sections%2F

- Bauman, J. D. (1979). Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose. **Geo. L.J.** 935, 935-989.
- Black, H. C. (1971). **Black's Law Dictionary**. WEST PUBLISHING CO.
- Block, D. J., Barton, N. E., & Garfield, A. E. (1985). Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans. *The Business Lawyer*, Vol. 40, No. 4, 1243-1265.
- Brill, J. A. (1997). The Status of the Duty TO Update. *Cornell Journal of Law and Public Policy*, Vol. 7, 605-682.
- Coffee, J. J. (1997). Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation. **The Business Lawyer**, Vol. 52, No. 4, 1195-1233.
- Jacobs, A. S. (1973). What Is a Misleading Statement or Omission. 42 **Fordham L. Rev.** 243, 243-292.
- JACOBS, A. S. (1980). The Impact of Rule 10b-5. *Clark Boardman Co.*
- Kapferer, J.-N. (1990). La rumeur en Bourse. **Communications**, 52, **Rumeurs et légendes contemporaines**, 61-84.
- Lau Hansen, J., & Moalem, D. (2009). The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution. **Capital Markets Law Journal**, Vol. 4, No. 3, 323-342.
- Sawtelle, S. D. (2011). **Securities Fraud Liability of Secondary Actors**. Washington: DIANE Publishing.
- Sheffy, J. M. (1982). **Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem**. *Notre Dame L. Rev.* 755, 753-798.
- Steinberg, M. I. (2014). **Securities Regulation: Liabilities and Remedies**. Law Journal Press.
- Steinberg, M. I., & Goldman, R. M. (1987). Issuer Affirmative Disclosure Obligations-AN Analytical Framework For Merger Negotiations, Soft Information, and Bad News. **Maryland Law Review**, Volume 46, 923-955.
- Steinberg, M., Gevurtz, F., & Chaffee, E. (2014). **Global Issues in Securities Law**. West Academic.

B) Cases

- Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp., Nos. 372-374, 379, Dockets 33073-33075, 33105. (United States Court of Appeals Second Circuit. January 24, 1969).

- Elkind v. Liggett & Myers, Inc., Nos. 811, 812, Dockets 79-7497, 79-7519. (United States Court of Appeals, Second Circuit. December 4, 1980).
- Green v. Jonhop, Inc., No. 71-463. (United States District Court, D. Oregon. March 16, 1973).
- Plessey Co. PLC v. General Elec. Co., Civ. A. No. 85-761 LON. (United States District Court, D. Delaware. January 16, 1986).
- SEC v. Wellshire Securities, Inc., No. 90 Civ. 1707(KTD). (United States District Court, S.D. New York. June 26, 1991).
- Securities and Exchange Com'n v. Texas Gulf Sulphur Co., No. 296, Docket 30882. (Court of Appeals, 2nd Circuit August 13, 1968).
- State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp, No. 328, Docket 80-7592. (United States Court of Appeals, Second Circuit. June 22, 1981).
- Stransky v. Cummins Engine Co., 94-1964 (April 4, 1995).
- Zucker v. Sable, No. 74 Civ. 1086 (HFW). (United States District Court, S. D. New York. June 21, 1976).