

## تحلیل مفهوم، کارکرد و اثربخشی پایش‌گران غیرمستقیم اطلاعات مالی در بازار سرمایه (مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و آمریکا)

فاطمه حمیدیان<sup>۱</sup>، محمد عیسائی تفرشی<sup>۲\*</sup>، طیبه صاحب<sup>۳</sup>

۱. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

۲. استاد حقوق خصوصی، دانشکده حقوق، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

۳. استادیار، حقوق مالکیت فکری، دانشکده حقوق، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

تاریخ ارسال: ۱۴۰۱/۱۱/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۰۲

### چکیده

جریان اطلاعات صحیح و قابل‌اعتماد نقش بسیار حیاتی در ارتقای شفافیت، کارایی بازار و حمایت از سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند. اما، تحقق این مهم تنها از طریق الزام مدیران به گزارش‌دهی مالی میسر نخواهد شد و حاکمیت شرکتی ناگزیر از ایجاد سازوکار نظارت بر صحت اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی خواهد بود. بنابراین، در کنار فرایند کنترل داخلی، اشخاصی خارج از ساختار سازمانی شرکت‌های ناشر برای صحت‌سنجی اطلاعات افشا شده طراحی شده‌اند که به‌عنوان پایش‌گران اطلاعات مالی شناخته می‌شوند. برخی از مصادیق پایش‌گران از اساس برای اجرای کارکردهای پایش‌گری در بازار طراحی نشده‌اند و تنها هنگام اجرای وظایف اصلی خود و به‌طور ضمنی صحت اطلاعات مالی ناشران را تأیید و زمینه جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری آگاهانه ایشان را فراهم می‌کنند. از این‌رو، به این اشخاص، پایش‌گران غیرمستقیم اطلاعات مالی گفته می‌شود. تحلیل‌گران اوراق بهادار، متعهدین پذیره‌نویسی، وکلا و مشاوران حقوقی در این گروه از پایش‌گران قرار می‌گیرند. در این مقاله، تلاش شده است مفهوم، کارکرد و اثربخشی مصادیق این نوع از پایش‌گران در حقوق ایران و آمریکا بررسی شود. به این منظور، اطلاعات به‌صورت اسنادی و کتابخانه‌ای جمع‌آوری و سپس به روش تطبیقی، تحلیل شده‌اند. یافته‌های تحلیل نشان می‌دهد به سبب آنکه این اشخاص ذاتاً پایش‌گر نیستند، هنگام اجرای وظایف اصلی خود و کارکردهای پایش‌گری به‌طور طبیعی در موقعیت‌های متعارضی قرار می‌گیرند که اثربخشی آن‌ها را در تحقق اهداف پایش‌گری کم‌رنگ می‌کند. از این‌رو، الزام ایشان به ارائه گواهی مبنی بر تضمین صریح صحت اطلاعات یکی از مهم‌ترین پیشنهادهایی است که برای ارتقای اثربخشی و کارایی پایش‌گران غیرمستقیم در این پژوهش ارائه شده است. با وجود این، بازار سرمایه باید برای تضمین بهتر کیفیت



اطلاعات مالی، در کنار پایش‌گران غیرمستقیم، به اشخاص حرفه‌ای دیگری متوسل شود که از اساس برای اجرای کارکردهای پایش‌گری در بازار خلق شده‌اند و به‌عنوان پایش‌گران مستقیم اطلاعات مالی شناخته می‌شوند.

**واژگان کلیدی:** پایش‌گران اطلاعات مالی، تحلیل‌گران اوراق بهادار، متعهدین پذیرهنویسی، واسطه‌های اطلاعاتی، وکلا و مشاوران حقوقی.

### مقدمه

از آنجایی که بازار سرمایه بستر و فرصت مناسبی برای تأمین مالی فراهم می‌کند، این احتمال وجود دارد تا هر یک از ناشران اوراق بهادار هنگام گزارش‌دهی نتایج عملکرد و فعالیت‌های مالی خود در قالب گزارش‌های سالانه و دوره‌ای، اطلاعات نادرست و ناقصی را با هدف ارائه تصویری مطلوب از شرکت و جلب نظر سرمایه‌گذاران، منتشر کنند. بنابراین، تعیین ارزش واقعی شرکت‌ها در بازار از مجرای نظام الزامی افشای اطلاعات تنها زمانی محقق می‌شود که حاکمیت شرکتی سازوکارهایی را برای تضمین کیفیت اطلاعات افشاشده و قابلیت اعتماد آن‌ها طراحی کند. به عبارتی روشن‌تر، نظام اجباری گزارشگری و سازوکار کنترل کیفیت اطلاعات مندرج در آن همانند ستون‌های اصلی نظارت بر عملکرد مدیریت عمل می‌کنند و لازم و ملزوم یکدیگر هستند.

الزام مدیران به استقرار و اجرای تدابیر و روش‌هایی برای نظارت داخلی بر اطلاعات موضوع افشا (مانند ایجاد کمیته حسابرسی و حسابرسی داخلی)، تا سطح بسیار قابل‌توجهی می‌تواند کیفیت بالای گزارش‌های مالی را تأمین کند. از این‌رو، فرض اولیه این است که فرایند کنترل داخلی، به تنهایی و به‌نحو شایسته‌ای می‌تواند عملکرد مدیران اجرایی را ارزیابی و بر کیفیت گزارشگری مالی نظارت کند. حمایت بسیاری از قوانین و مقررات از سازوکار کنترل داخلی<sup>۱</sup> این فرضیه را نیز تقویت می‌کند. اما، چنین ساختاری خالی از اشکال نیست و در

---

1. Sarbanes-Oxley Act of 2002: Section. 302(a)(4), 404(a)(1),(2); Management's Report on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports (2003), At: [www.sec.gov](http://www.sec.gov); Internal Control- Integrated Framework, Executive summary, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 2013, At: [www.coso.org](http://www.coso.org)

دستورالعمل کنترل‌های داخلی (۱۳۹۱): ماده ۸ و ۹ دستورالعمل حاکمیت شرکتی (۱۴۰۱) و ماده ۶۳ و ۹۴ آیین‌نامه نحوه تأسیس و اداره مؤسسات اعتباری غیردولتی (۱۳۹۳)



حقیقت، مدلی که در قوانین و مقررات برای سازوکار کنترل داخلی پیش‌بینی شده است با آنچه که در واقعیت اجرا می‌شود، چندان همخوانی ندارد و این موضوع که ساختار کنترل داخلی به تنهایی می‌تواند بار صحت‌سنجی اطلاعات افشاشده را به دوش بکشد و روش‌های نظارتی مؤثری را ایجاد، اجرا و حفظ کند، تا حدی قابل‌تردید است (Meier-Schatz, 1988:455,475).<sup>۱</sup> بنابراین، نظر به اینکه نظارت بر مدیران اجرایی برای حمایت از سرمایه‌گذاران امری پیچیده و در عین حال گریزناپذیر است، نظام حاکمیت شرکتی به اشخاص ثالث مستقل، حرفه‌ای و خارج از بنگاه‌های اقتصادی متوسل شده است تا در کنار فرایند ناقص کنترل داخلی و هماهنگی با یکدیگر کیفیت و قابلیت اعتماد گزارش‌های مالی را تضمین کنند.

تأیید صحت اطلاعات ارائه‌شده توسط کنترل‌کننده‌های بیرونی به شدت بر میزان پذیرش آن اطلاعات در بازار اثر می‌گذارد، چرا که از نظر سرمایه‌گذاران، اطلاعات تأییدشده توسط اشخاصی که هیچ‌گونه وابستگی سازمانی به شرکت ناشر ندارند، قابل‌اعتمادتر، دقیق‌تر و کامل‌تر از اطلاعاتی است که صرفاً از سوی ارکان داخلی شرکت بررسی شده‌اند. در واقع، اگرچه ممکن است اشخاص خارج از شرکت نسبت به ناظران داخلی از منبع غنی اطلاعات در دسترس مدیران اجرایی برخوردار نباشند، ارزیابی آن‌ها در جهت حمایت از سرمایه‌گذاران، در بالاترین سطح از بی‌طرفی انجام خواهد شد (Macey, 2004:401). علاوه بر این، پایش و راستی‌آزمایی گزارش‌های مالی از سوی کنترل‌کننده‌های خارج از بنگاه اقتصادی منبع قابل‌اعتماد و جامعی از اطلاعات در بازار فراهم می‌کند تا از طریق آن بتوان اوراق ناشر را نزدیک به ارزش واقعی آن‌ها قیمت‌گذاری کرد (Leyens, 2011:36,43).

صاحب‌نظران حوزه حقوق اوراق بهادار به اشخاص ثالث و مستقلی که خارج از شرکت‌های تجاری تحت نظارت، اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی ایشان را بازبینی، پایش و راستی‌آزمایی می‌کنند، در اصطلاح پایش‌گران اطلاعات مالی<sup>۲</sup> می‌گویند. درحقیقت، این اصطلاح به اشخاص حرفه‌ای و متخصصی اشاره می‌کند که به‌عنوان واسطه‌های معتبری<sup>۳</sup> بین ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران قرار دارند و به‌طور مستمر تمامی اطلاعات ارائه‌شده از سوی مدیران اجرایی را پیش از انتشار نزد سهام‌داران فعلی و سایر سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار

---

۱. برای دیدن ضعف‌های کنترل داخلی رجوع کنید به: Macey, 2004; Meier-Schatz, 1988;

2. Gatekeepers
3. Reputational Intermediaries



بررسی و اعتبارسنجی می‌کنند. به این ترتیب، کارکردهای پایش‌گران اطلاعات مالی در بازار سرمایه عبارتند از:

(۱) اطمینان دادن به سرمایه‌گذاران در خصوص کیفیت و درستی گزارش‌های مالی پس از پایش و احراز صحت اطلاعات موضوع افشا، با ارائه گواهی تأیید و تصدیق (Coffee Jr, 2006: 1; Payne, 2014: 2; Kraakman, et. Al, 2017: 42; Laby, 2006: 122).

(۲) ایجاد محدودیت در دسترسی ناشران ناسالم به منابع مالی موجود در بازار از طریق عدم همکاری (مانند ممانعت از ارائه نظری که شرط لازم برای عرضه عمومی اوراق است) هنگامی که این واسطه‌های اطلاعاتی پس از بررسی اطلاعات مندرج در اسناد افشا متوجه تقلب شوند (Kraakman, 1986: 53; Oh, 2004: 740-742; Tuch, 2010: 1589).

به سبب آنکه در این شکل از کنترل بیرونی، نهاد مدیریت و کارکنان درگیر کنترل دقیق مدیران اجرایی شرکت نمی‌شوند و این امر را به اشخاص حرفه‌ای خارج از شرکت واگذار می‌کنند که در بازار شهرت و سرمایه اجتماعی<sup>۲</sup> بالارزش و قابل‌قبولی دارند، آن را می‌توان به‌عنوان یکی از بهترین شیوه‌های کنترل گزارشگری مالی شرکت در نظر گرفت (Kraakman, et al, 2017: 42).

حسابرسان،<sup>۳</sup> مؤسسات رتبه‌بندی اعتبار،<sup>۴</sup> شرکت‌های پردازش اطلاعات، متعهدین پذیره-نویسی<sup>۵</sup> (معمولاً شرکت‌های تأمین سرمایه)، تحلیل‌گران اوراق بهادار<sup>۶</sup> و نیز مشاوران حقوقی و وکلا برجسته‌ترین مصادیق شناخته‌شده پایش‌گران در بازار سرمایه هستند. به‌رغم آنکه حمایت از سرمایه‌گذاران، ارتقای شفافیت و کارایی بازار هدف مشترک تمامی مصادیق پایش‌گران اطلاعات مالی است، این واسطه‌های اطلاعاتی را می‌توان بر اساس نحوه اجرای کارکردهای پایش‌گری<sup>۷</sup> در بازار به دو گروه پایش‌گران مستقیم و غیرمستقیم اطلاعات مالی تقسیم کرد.

توضیح دقیق‌تر برای این معیار از تقسیم‌بندی این است که حاکمیت شرکتی برخی از

- 
1. Verification and Certification
  2. Reputation capital
  3. Auditors
  4. Credit rating agencies(CRA)
  1. Equity Underwriters
  6. Securities analysts
  7. Gatekeeping



پایش‌گران را از اساس برای انجام خدمات و کارکردهای پایش‌گری در بازار خلق کرده‌است و صحت‌سنجی و کنترل اطلاعات موضوع افشا به‌عنوان وظیفه و نقش اصلی آن‌ها تعریف شده‌است. از این‌رو، به آن‌ها پایش‌گران مستقیم اطلاعات مالی گفته می‌شود. حساب‌برسان، مؤسسات رتبه‌بندی و شرکت‌های پردازش اطلاعات که سهم چشمگیری در انجام عمل پایش‌گری در بازار دارند، در این گروه قرار می‌گیرند. در مقابل، اجرای کارکردها و نقش پایش‌گری برای برخی از این واسطه‌های اطلاعاتی در بازار تنها به‌عنوان یک وظیفه فرعی طراحی شده‌است، به این معنا که ایشان، همانند گروه اخیر، خدمات تأیید و تصدیق اطلاعات را به سرمایه‌گذاران ارائه نمی‌کنند، بلکه عملکرد آن‌ها در بازار به‌نحوی است که به شکلی غیرمستقیم اعتماد سرمایه‌گذاران را نسبت به کیفیت و درستی اطلاعات افشاشده از سوی ناشران جلب می‌کنند. بر این اساس، از آن‌ها به‌عنوان پایش‌گران غیرمستقیم اطلاعات مالی یاد می‌شود. متعهدین پذیره‌نویسی، تحلیل‌گران اوراق بهادار و نیز مشاوران حقوقی و وکلای جزء این گروه از پایش‌گران به حساب می‌آیند.

این مقاله درصدد است تا نقش پایش‌گری گروه اخیر از پایش‌گران را تحلیل و به این سوال-

ها پاسخ دهد:

۱- این نوع از واسطه‌های اطلاعاتی هنگام اجرای کدام یک از وظایف مقرر قانونی خود اطلاعات افشاشده را در بازار پردازش و راستی‌آزمایی می‌کنند؟ و آن‌ها چگونه صحت و کیفیت گزارش‌های مالی ناشران اوراق بهادار را تضمین و موجبات افزایش اعتماد صاحبان سرمایه را به بازار فراهم می‌کنند؟

۲- آیا این گروه از کنترل‌کننده‌های بیرونی کارایی<sup>۱</sup> و نیز اثربخشی<sup>۲</sup> لازم را به‌عنوان پایش‌گر اطلاعات مالی در بازار سرمایه دارند؟ به عبارتی دیگر، آیا آن‌ها می‌توانند اهداف پایش‌گری را در بازار محقق کنند و منبع کاملاً قابل‌اعتمادی جهت تضمین صحت اطلاعات افشاشده برای عموم سرمایه‌گذاران باشند؟

بنابر مراتب مذکور، هنگام بررسی هر یک از مصادیق پایش‌گران غیرمستقیم اطلاعات مالی، ابتدا مفهوم و نحوه اجرای کارکردهای پایش‌گری توسط آن‌ها در بازار سرمایه تبیین می‌شود؛ سپس، میزان کارایی و اثربخشی ایشان در تحقق اهداف پایش‌گری مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

1. Efficiency
2. Effectiveness



## ۱. متعهدین پذیرهنویسی (شرکت‌های تأمین سرمایه)

### ۱-۱. مفهوم متعهدین پذیرهنویسی

به‌طور معمول اشخاصی در صنعت بیمه و تأمین مالی وجود دارند که سطح خطر (ریسک) موجود در یک معامله یا سایر تصمیم‌های تجاری را ارزیابی و آن را در قبال دریافت کارمزد بر عهده می‌گیرند. از این‌رو، به آن‌ها در اصطلاح «متعهدین»<sup>۱</sup> گفته می‌شود و سرمایه‌گذاران در ارزیابی میزان خطر (ریسک) و تصمیم‌گیری در پذیرش آن به شدت به ایشان متکی هستند. متعهدین پذیرهنویسی سهام<sup>۲</sup> یکی از این اشخاص در صنعت تأمین مالی هستند که در ادبیات مالی و حقوقی ایران با نام «شرکت‌های تأمین سرمایه» معرفی می‌شوند.<sup>۳</sup>

شرکت‌های تأمین سرمایه در ماهیت نوعی واسطه و نهاد مالی هستند که بین ناشران اوراق بهادار (متقاضیان سرمایه) و عموم سرمایه‌گذاران (صاحبان سرمایه) فعالیت می‌کنند (بند ۱۸ و ماده ۲۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران، ۱۳۸۴). این واسطه‌های اطلاعاتی خدمات بسیار متنوع مالی به سایر شرکت‌های تجاری ارائه می‌کنند که از جمله فعالیت‌های اصلی آن‌ها در جهت تسهیل روند تأمین مالی شرکت‌های متقاضی سرمایه می‌توان به پذیرهنویسی، تعهد پذیرهنویسی در بازار اولیه و تعهد خرید اوراق بهادار در بازار ثانویه اشاره کرد. (بند «الف» ماده ۷ ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، ۱۳۸۶؛ Securities Act of 1933.Section 2(a)(11).<sup>۴</sup>

### ۲-۱. نحوه اجرای کارکردهای پایش‌گری

با استنباط از مجموعه منابع مورد مطالعه در این موضوع، (مافی و فلاح‌تفتی، ۱۳۹۵: ۱۷۳-۱۶۸؛ احمدپور، ۱۳۸۶: ۲؛ حسینی و بولو، ۱۳۸۶: ۱۸-۱۳؛ احمدپور و دیگران، ۱۳۸۶: ۱۰-۶؛ نوروزی و

1. Underwriters

2. Equity Underwriters

۳. این شرکت‌ها در نظام‌های مالی دیگر کشورها با نام «بانک‌های سرمایه‌گذاری» شناخته می‌شوند.

۱. شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره، سبد گردانی و سایر فعالیت‌های مشابه را نیز با اخذ مجوز از سازمان انجام دهند (تبصره ۱ ماده ۷ ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، ۱۳۸۶، بند ۱۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۴). برای دیدن سایر خدمات مالی این اشخاص رجوع کنید به: بند «ب» ماده ۷ ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، ۱۳۸۶.



شمس‌اللهی، ۱۴۰۰: ۱۳۱-۱۲۶؛ Coffee Jr, 2006; Payne, 2014:4; Laby,2006:132- (134,143) می‌توان اذعان داشت که شرکت‌های تأمین سرمایه با انجام پذیرهنویسی و نیز تعهد پذیرهنویسی در هر سه شکل تعهد پذیرهنویسی کامل،<sup>۱</sup> بهترین تلاش<sup>۲</sup> و کمکی (آماده باش)،<sup>۳</sup> به نحوی در حال انجام عمل پایش‌گری در بازار اولیه هستند.

هنگامی که شرکت‌های تأمین سرمایه خود را در پذیرهنویسی اوراق بهادار خاصی درگیر می‌کنند یا تعهد پذیرهنویسی آن اوراق را در قبال شرکت ناشر می‌پذیرند، در واقع به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند که اطلاعات و نیز ارزش اوراق بهادار شرکت ناشر را از پیش و با حسن نیت ارزیابی کرده‌اند و همین امر زمینه جلب اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران را فراهم می‌کند. به عبارتی واضح‌تر، از آنجایی که پیش از انعقاد قرارداد با شرکت ناشر، متعهدین پذیرهنویسی با به‌کارگیری متخصصان مالی کلیه اطلاعات ارائه‌شده در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی را به دقت بررسی و از صحت آن‌ها اطمینان حاصل می‌کنند و صرفاً به اظهارات ناشر متوسل نمی‌شوند (صرف‌نظر از وجود یا عدم وجود الزام قانونی)، حضور این واسطه‌های مالی در فرایند پذیرهنویسی قابل‌اعتماد بودن اطلاعات افشاشده از سوی ناشر، کیفیت اوراق بهادار شرکت و ارزش سرمایه‌گذاری در آن را به‌طور غیرمستقیم و به‌شکلی ضمنی تأیید و تصدیق می‌کند؛ به ویژه اگر متعهدین مذکور از حسن شهرت و سرمایه اجتماعی بسیار چشمگیری در بازار برخوردار باشند؛ چرا که آن‌ها با پذیرهنویسی اوراق موضوع انتشار به‌نحوی اعتبار و شهرت خود را وثیقه صحت اطلاعات افشاشده از سوی ناشر قرار می‌دهند.<sup>۴</sup>

علاوه بر این، به سبب آنکه متعهدین پذیرهنویسی بابت اطلاعات نادرست، ناقص و گمراه‌کننده مندرج در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی در برابر سرمایه‌گذاران مسئولیت دارند، ایشان در تحلیل و بررسی اطلاعات موضوع اسناد افشا نهایت دقت را به‌کار می‌گیرند و تنها هنگامی که از درستی چنین اظهاراتی اطمینان حاصل کنند، تعهد پذیرهنویسی اوراق آن شرکت ناشر را می‌پذیرند. در واقع، به موجب ماده ۱۱ قانون اوراق بهادار آمریکا، خریداران و دارندگان اوراق بهادار می‌توانند بابت اظهارات نادرست در خصوص موضوعات بااهمیت یا حذف این

۱. Firm Commitment Underwriting

۲. Best Efforts Underwriting

۳. Standby Underwriting

۴. مشخصات شرکت تأمین سرمایه، نوع توافق آن با ناشر و نیز میزان تعهد باید به‌طور کامل در بیانیه ثبت اعلام شود (بند ۲۳ ماده ۱ دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار، ۱۳۸۵).



موضوعات در بیانیه ثبت علیه متعهدین پذیرهنویسی اقامه دعوا کنند ( Securities Act of (5)(a)(11):Section.1933)، مگر آنکه این واسطه‌های مالی ثابت کنند پیش از انتشار اوراق تحقیق معقول و متعارفی را درخصوص اطلاعات مندرج در بیانیه ثبت انجام داده‌اند و به این باور رسیده‌اند که این سند متضمن هیچگونه اطلاعات گمراه‌کننده‌ای نیست و تمامی اطلاعات افشاشده در آن درست و کامل است (Securities Act of 1933:Section.(11)(b)(3)). به همین ترتیب، بر اساس ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار ایران، در صورتی که احراز شود متعهد پذیرهنویسی در بررسی اسناد افشا احتیاط‌های متعارف را انجام نداده‌است و اطلاعات ارائه‌شده ناقص و خلاف واقع بوده‌اند، ایشان مسئول جبران خسارات وارده شده به سرمایه‌گذاران خواهد بود. اگرچه در هر دو مقرر مزبور الزام صریحی درخصوص بررسی اطلاعات مندرج در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی برای متعهدین پذیرهنویسی وجود ندارد، به واسطه دلالت التزامی می‌توان از وجود چنین مسئولیتی، تعهد و تکلیف متعهدین پذیرهنویسی را برای بازبینی و پالایش اطلاعات ارائه‌شده توسط ناشر استنباط نمود. در نتیجه، به نظر می‌رسد مسئولیت ایشان در برابر سرمایه‌گذاران بابت نقض چنین تعهدی باشد.<sup>۱</sup> با وجود این، لازم به تأکید است که کارکرد اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه پذیرهنویسی و نیز تعهد پذیرهنویسی است و بررسی و صحت‌سنجی اطلاعات ارائه‌شده از سوی ناشر تنها محصول جانبی این کارکردهای اصلی به حساب می‌آید. از این رو، این واسطه‌های مالی پس از صحت‌سنجی و اطمینان از درستی اظهارات ناشر، هرگز گواهی مبنی بر تأیید و تصدیق صحت اطلاعات افشاشده را برای سرمایه‌گذاران صادر نمی‌کنند.

در هر صورت، دخالت متعهدین پذیرهنویسی در فرایند انتشار اوراق شرکت ناشر در بازار باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران خواهد شد و در مقابل، عدم‌پذیرش تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار از سوی آن‌ها به واسطه تخلفات و اظهارات غیرواقع شرکت ناشر، روند تأمین مالی چنین شرکتی را دچار مشکل می‌کند. همچنین، شرکت‌های تأمین سرمایه، با تحقیق در مورد وضعیت داخلی شرکت، راستی‌آزمایی اطلاعات، انتشار نتایج بررسی و به‌دنبال آن تعیین قیمت اوراق بهادار نزدیک به ارزش واقعی آن‌ها بر اساس اطلاعات ارزیابی‌شده (ارزش‌گذاری مناسب اوراق

۱. برخی بر این نظر هستند که از ماده ۴۳ قانون بازار نمی‌توان تعهد شرکت‌های تأمین سرمایه را برای بررسی اطلاعات افشاشده از سوی ناشر برداشت نمود. به عقیده ایشان، شرکت‌های تأمین سرمایه تنها بابت اطلاعات نادرست و ناقصی مسئول شناخته می‌شوند که خود رأساً منتشر می‌کنند و این اطلاعات مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد (شمش‌اللهی، ۱۳۹۹: ۲۹۳-۲۹۲).



بهادار) در مرحله واگذاری و توزیع سهام، ضمن ایجاد زمینه تصمیم‌گیری آگاهانه اقتصادی برای صاحبان سرمایه و افزایش تمایل و رغبت آن‌ها برای سرمایه‌گذاری، در ارتقای سطح کارایی اطلاعاتی بازار نیز تأثیر قابل‌توجهی دارند (payne, 2014, p.4).

### ۳-۱. کارایی و اثربخشی متعهدین پذیرهنویسی به‌عنوان پایش‌گر اطلاعات مالی

درخصوص تأثیر این واسطه‌های اطلاعاتی بر کیفیت اطلاعات افشاشده، شفافیت بازار و در نهایت حمایت از سرمایه‌گذاران دو نکته قابل‌توجه است:

**اول:** اگرچه دخالت متعهدین پذیرهنویسی در جریان عرضه اوراق بهادار می‌تواند نشانه روشنی از صحت اطلاعات ارائه‌شده در اسناد افشا باشد، این واقعیت نباید نادیده گرفته شود که بین کارکرد اصلی آن‌ها یعنی تعهد به خرید و فروش تمامی اوراق ناشر در مهلت مقرر و تعهدات پایش‌گری آن‌ها یعنی پالایش و راستی‌آزمایی اطلاعات افشاشده و تضمین صحت و کیفیت آن اطلاعات به‌عنوان نتیجه فرعی وظایف اولیه ایشان نوعی تعارض وجود دارد. به این ترتیب که آن‌ها از یک سو اطلاعات مندرج در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی را برای احراز ارزش واقعی اوراق شرکت بررسی و ارزیابی می‌کنند، اما از سوی دیگر بعد از انعقاد قرارداد، نسبت به شرکت ناشر طرف قرارداد و فروش اوراق ایشان نوعی تعهد و تکلیف پیدا می‌کنند. این تعهد و ارتباط زمانی پررنگ‌تر می‌شود که آن شرکت تأمین سرمایه در کنار تعهد پذیره‌نویسی، در خصوص نوع، میزان، قیمت و زمان انتشار اوراق بهادار و نیز سایر شرایط عرضه عمومی، به شرکت ناشر، بدون هیچ‌گونه محدودیت قانونی، خدمات مشاوره یا خدمات مالی دیگری ارائه دهد. (Alon-Beck, At el, 2020: 256-257) از نگاهی دیگر، ناشران اوراق بهادار متعهدین پذیرهنویسی را برای تسهیل فروش اوراق بهادار، پوشش خطر (ریسک) عدم فروش اوراق در مدت زمان تعیین‌شده و به دنبال آن تأمین مالی با هزینه پایین به کارگرفته‌اند. از این‌رو، آن‌ها از این واسطه‌های مالی انتظار دارند تا بهترین عملکرد را نسبت به منافع ناشر داشته باشند. بنابراین، متعهدین پذیرهنویسی به دلیل تعهد وفاداری که نسبت به مدیران خود (همان شرکت طرف قرارداد) دارند، آگاهانه در جهت تأمین و حفظ منافع آن‌ها حرکت می‌کنند. به عبارتی روشن‌تر، از آنجایی که تعهد به تحقق منافع شرکت طرف قرارداد، اساس و پایه روابط

---

۱. بند «ب» ماده ۷ ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، ۱۳۸۶، بند ۱ ماده ۲ دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار، ۱۳۸۷.



این پایش‌گران و مدیران آن‌ها را تشکیل می‌دهد، مشاوره‌هایی را که این واسطه‌های اطلاعاتی در مورد سطح کیفیت اطلاعات مندرج در اسناد افشا مدیران خود ارائه می‌کنند، به‌طور عمده برای طراحی مطلوب‌ترین شیوه تأمین و ارتقا اهداف ایشان تنظیم می‌شوند (Laby, 2006: 127). بدین سبب، این پایش‌گران نمی‌توانند به شکل کاملاً بی‌طرفانه‌ای اطلاعات موضوع افشا را ارزیابی کنند و پیوسته با یک دو راهی روبه‌رو هستند. از یک‌سو، اگر آن‌ها بر اساس وظیفه اولیه خود برای تحقق منافع ناشران تلاش کنند، در بازار به‌عنوان کنترل‌کننده‌های ضعیفی دیده می‌شوند و از طرف دیگر، اگر آن‌ها با هدف حمایت از سرمایه‌گذاران، منافع شرکت‌های طرف قرارداد را نادیده بگیرند، به نقض تعهد وفاداری متهم خواهند شد. از این جهت، متعهدین پذیرهنویسی به‌عنوان نوعی پایش‌گر اطلاعات مالی وابسته در بازار شناخته می‌شوند که به‌طور دقیق نگرش و دیدگاه شرکت ناشر را می‌دانند و سعی در تأمین اهداف آن‌ها دارند؛ تا این حد که استقلال آن‌ها به‌عنوان اساسی‌ترین ویژگی پایش‌گران اطلاعات مالی مورد تردید است (Ibid: 142; Coffee Jr, 2001: 10).

دوم: خود متعهدین پذیرهنویسی نیز در انتشار و فروش موفق اوراق بهادار منتفع خواهند شد. برای مثال در شکل تعهد پذیرهنویسی با بهترین تلاش، شرکت‌های تأمین سرمایه تنها در برابر تعداد اوراق بهادار فروخته‌شده می‌توانند حوالزحمه دریافت کنند (Laby, 2006: 133) یا در تعهد پذیرهنویسی کامل، این اشخاص تمامی اوراق را پیش از عرضه عمومی از ناشر خریداری می‌کنند و سپس برای کسب سود، اوراق را با قیمتی بالاتر در بازار می‌فروشند. بدیهی است که در این نوع از تعهد مخاطره عدم‌فروش اوراق به‌طور کامل بر عهده متعهد پذیرهنویسی خواهد بود. بنابراین، منفعت شخصی خود این پایش‌گران آن‌ها را ترغیب خواهد کرد تا با هر روشی حتی تأیید اطلاعات نادرست و ناقص شرکت‌های ناشر نظر سرمایه‌گذاران را برای خرید اوراق جلب کنند. چنانکه در پرونده "Billings v, Credit Suisse First Boston Ltd" دادگاه بر منفعت مستقیم متعهدین پذیرهنویسی در فروش موفق اوراق بهادار و احتمال دستکاری عرضه عمومی اولیه جهت تسهیل فروش اوراق و جلب‌نظر ناشران دیگر در آینده تأکید کرده‌است.<sup>۱</sup> براین اساس، بین متعهدین پذیرهنویسی و سرمایه‌گذاران نوعی تعارض

۱. Billings v, Credit Suisse First Boston Ltd., 426 F.3d 130, 139 [2005] United States District Court for the Southern District of New York, At: casetext.com



منافع وجود دارد.

در نتیجه تعارضات موجود، می‌توان گفت متعهدین پذیره‌نویسی در جهت تحقق اهداف پایش‌گری در بازار چندان مؤثر و اثربخش نیستند.

همچنین، همانطوری که بیان شد، اجرای کارکردهای پایش‌گری نقش اصلی این واسطه‌های اطلاعاتی در بازار سرمایه نیست و صرفاً آن‌ها با حضور در مسیر تأمین مالی ناشر به سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند اوراق منتشرشده ارزش سرمایه‌گذاری را دارند؛ بدون آنکه به‌طور مستقیم و صریح در خصوص صحت و کیفیت اطلاعات ناشر گواهی تأیید و تصدیق ارائه دهند. از این رو، نسبت به پایش‌گرانی که از اساس برای صحت‌سنجی اطلاعات و ارائه خدمات تأیید و تصدیق طراحی شده‌اند، کارایی پایین‌تری دارند و در سطح ضعیف‌تری از گروه پایش‌گران قرار می‌گیرند.

## ۲. وکلا و مشاوران حقوقی شرکت ناشر

### ۲-۱. اختلاف بر امکان پایش‌گری اطلاعات توسط وکلا و مشاوران حقوقی

با توجه به اینکه نقش وکیل و مشاور حقوقی اساساً برای تأمین اهداف و دفاع از منافع موکلین خود (شرکت‌های تجاری) طراحی شده است، این پرسش مهم مطرح می‌شود که چگونه آن‌ها می‌توانند پایش‌گری باشند که از منافع سرمایه‌گذاران در برابر شرکت‌های تجاری حمایت می‌کنند؟ آیا اجرای این دو نقش متفاوت به‌طور هم‌زمان امکان‌پذیر است؟ اگر چنین امری ممکن باشد، چگونه می‌توان این دو نقش متفاوت را با یکدیگر جمع کرد؟

در این خصوص، اکثر صاحب‌نظران از اساس نقش پایش‌گری را برای وکلا و مشاوران حقوقی انکار می‌کنند و آن را با سایر تعهدات حرفه‌ای ایشان در تعارض می‌بینند، چرا که به باور این گروه از نویسندگان، اگر آن‌ها در قالب نقش پایش‌گری نیز فعالیت کنند، درحقیقت به جای دفاع از موکل از منافع شخص ثالث حمایت خواهند کرد (Rousseau; et.al,2014:6;Fisch; Kenneth,2003:1102). همچنین، ایشان چنین تعارضی را غیرقابل رفع می‌دانند و استدلال می‌کنند که وکلا نمی‌توانند هم‌زمان در برابر سرمایه‌گذاران از یک سو و شرکت‌های تجاری از سوی دیگر متعهد به تأمین و حفظ منافع متضاد باشند. آن‌ها بر این عقیده هستند که تحمیل تعهدات پایش‌گری به وکلا و مشاوران حقوقی و الزام آن‌ها به افشای تخلفات موکل باعث نقض اصول اخلاقی حرفه وکالت از جمله اصل حفظ محرمانگی می‌شود. علاوه بر این، اجرای نقش پایش‌گری توسط وکلا، اعتماد شرکت‌های ناشر را به آن‌ها از بین می‌برد.



درواقع، اگر وکیل مجبور باشد به جای دفاع از حقوق شرکت‌ناشر و تمرکز بر تنظیم ساختار قراردادهای تجاری آن، به‌عنوان پایش‌گر در جهت منافع سرمایه‌گذاران حرکت کند، موکل نمی‌تواند به وکیل به‌عنوان یک شخص قابل‌اعتماد تکیه کند. در نتیجه، جریان اطلاعات بین وکیل و موکل بسیار محدود می‌شود و به دنبال آن کیفیت خدمات حقوقی کاهش می‌یابد که این خود احتمال افزایش تقلب و اعمال غیرقانونی را از سوی آن واحد تجاری افزایش می‌دهد. از این‌رو، چنین نقشی برای وکلا اساساً مناسب نیست و آن‌ها نمی‌توانند مصداقی از پایش‌گران اطلاعات مالی باشند (Coffee Jr, 2004(29):307- 353; Chatman, 2019:719-720).

اما، در مقابل چنین عقیده افراطی، می‌توان از نظر متعادل‌تری پیروی و به چند دلیل به شرح ذیل از امکان اجرای نقش پایش‌گری از سوی وکلای شرکت‌های تجاری حمایت کرد.

نخست، همه وکلا و مشاوران حقوقی لزوماً نقش پایش‌گری را ایفا نمی‌کنند. درواقع، باید بین وکلای دادگستری، یعنی کسانی که به‌عنوان وکیل مدافع در مراجع قضایی عمل می‌کنند و آن دسته از وکلا و مشاوران حقوقی که در حوزه حقوق بازار سرمایه و اوراق بهادار به شرکت‌های ناشر مشاوره می‌دهند قائل به تفکیک شد. به عبارتی روشن‌تر، وکلایی که در حوزه انتشار اوراق بهادار به شرکت‌های تجاری مشاوره می‌دهند، به‌مثابه یک وکیل مدافع در مراجع قضایی عمل نمی‌کنند که بنابر نظر مخالفان مسأله حمایت از منافع متضاد به‌طور همزمان حادث شود. وظیفه اصلی این گروه از وکلا و مشاوران حقوقی بازبینی و راستی‌آزمایی اطلاعات مندرج در بیانیه ثبت، اعلامیه پذیره‌نویسی و سایر اسناد افشایی است که در فرایند عرضه و انتشار اوراق بهادار در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. به این ترتیب، تفاوت بین نحوه عملکرد اشخاص اخیرالذکر نیز با وکلا و مشاوران حقوقی آشکار می‌شود که صرفاً ساختار و محتوای قراردادهای شرکت‌های تجاری را تنظیم و درباره آن‌ها مذاکره می‌کنند. بنابراین، برای اجتناب از تعارض منافعی که مخالفان بر آن تأکید دارند، شرکت‌های تجاری می‌توانند از چند وکیل و مشاور حقوقی استفاده کنند، به‌نحوی که برخی از آن‌ها در تنظیم قراردادهای تجاری و دفاع از شرکت در مراجع قضایی فعالیت کنند و بعضی دیگر بر صحت اطلاعات افشاشده در اسناد مربوط به انتشار اوراق بهادار نظارت کنند (Coffee Jr, 2004 (29):355,360).

مشابه این استدلال در خصوص لزوم تفکیک میان وکلا و مشاوران حقوقی بر حسب خدماتی که به شرکت‌های تجاری ارائه می‌کنند، در قانون ساربنز آکسلی آمریکا (Sarbanes-Oxley Act of 2002:Section.(201)(a)، دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه اوراق بهادار ایران مصوب ۱۳۸۷ (بند ۲ ماده ۲) و دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد



سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶ (بند الف ماده ۱۳) در خصوص حرفه حسابرسی انجام شده است. در واقع، برای جلوگیری از ایجاد تعارض منافع، این مقررات حسابرسان را از ارائه خدمات مشاوره به شرکت‌های تجاری در برخی موارد ممنوع کرده و از شرکت‌ها خواسته‌اند مؤسسه‌های حسابرسی را که به آن‌ها خدمات مشاوره ارائه می‌دهند، برای حسابرسی صورت‌های مالی خود به‌کار نگیرند. اگرچه در هر دو نظام حقوقی مورد مطالعه، شرکت‌های تجاری به لحاظ قانونی ملزم به چنین تفکیکی در خصوص وکلا و مشاوران حقوقی نیستند، (به ویژه این‌که این امر مستلزم صرف هزینه‌های بیشتری است)، وجود چنین قاعده‌ای عقیده امکان اجرای نقش پایش‌گری از سوی وکلا و مشاوران حقوقی را تقویت می‌کند.

مضاف بر این، به‌رغم عدم اشاره به لزوم تفکیک بین انواع خدمات حقوقی وکلا و مشاوران حقوقی، برخی از مقررات مربوط به بازار سرمایه ایران نیز به ضرورت اظهارنظر مشاوران حقوقی در اسناد افشا اطلاعات تصریح کرده‌اند. برای نمونه، به موجب بند ۱۳ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران (شرکت سهامی عام)، مصوب ۱۳۸۸، اظهارنظر مشاوران حقوقی یکی از مواردی است که باید در امیدنامه متقاضی پذیرش ذکر شود. همچنین، ماده ۴۳ قانون بازار با تحمیل مسئولیت ناشی از ارائه اطلاعات نادرست به مشاوران حقوقی، به‌طور ضمنی تعهدات پایش‌گری را برای ایشان شناسایی کرده است.

باوجود این، مسأله قابل‌توجه این است که در هیچ‌یک از قوانین و مقررات مرتبط با افشای اطلاعات از جمله مقرره‌های اخیرالذکر و ماده ۵ مکرر ۱ دستورالعمل پذیرهنویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۵، اشاره‌ای به وکلای شرکت‌های تجاری نشده است. این در حالی است که از نظر منطقی هر شخصی، اعم از وکیل و مشاور حقوقی، که در خصوص تهیه و تنظیم اسناد افشا اطلاعات و نیز راستی‌آزمایی و مطابقت آن‌ها با قوانین و مقررات به شرکت‌های ناشر خدمات حقوقی ارائه می‌دهد، به‌نحوی عمل پایش‌گری را انجام می‌دهد و بر این اساس، ملزم به اجرای تعهدات پایش‌گری است و در این مورد تفاوتی بین مشاوران حقوقی و وکلای شرکت وجود ندارد.<sup>۱</sup> کما اینکه ماده ۳۰۷ قانون

۱. برخی در انتقاد به ماده ۴۳ قانون بازار بیان می‌دارند مشاوران حقوقی را نمی‌توان بابت کیفیت اطلاعات مندرج در اسناد افشا مسئول دانست؛ چرا که آن‌ها به‌عنوان یک متخصص حرفه‌ای تنها در مورد محتوای اعلامیه پذیرهنویسی مشاوره تخصصی ارائه می‌دهند. به‌این ترتیب، ایشان از اساس نقش پایش‌گری را برای مشاوران حقوقی انکار می‌کنند (پیری، ۱۴۰۰: ۲۳۴).



ساربنز آکسلی تعهدات پیش‌گیری را به وکلای شرکت‌های تجاری تحمیل کرده است. دوم، ادعای مخالفان مبنی بر این‌که اگر تعهدات مربوط به حرفه پیش‌گیری به وکلا تحمیل شود، ارتباط و جریان اطلاعات بین وکیل و موکل از بین می‌رود، نیز چندان دقیق نیست. چرا که هدف نهایی استفاده از وکیل تحقق اهداف قانونی موکل با استفاده از ابزارهای قانونی است. وکلا نمی‌توانند بدون در نظر گرفتن ملاحظات قانونی و صرفاً برای حفظ و به‌حداکثر رساندن ارتباط خود با موکل، به آن‌ها جهت رسیدن به اهداف غیرقانونی کمک کنند (Rousseau; et. 2014:6). برای نمونه، اصل حفظ محرمانگی تنها ابزاری برای رسیدن به اهداف مشروع موکل است، نه اینکه خود این اصل هدف باشد و در اثر اجرای آن، تخلفات و تقلب‌های موکل به زیان عموم سرمایه‌گذاران پنهان بماند. همچنین، اگرچه این حقیقت را نمی‌توان انکار کرد که ارائه مشاوره حقوقی مؤثرتر منوط به دریافت اطلاعات بیشتر از سوی موکل است، کیفیت این ارتباط به خود موکل وابسته است و به موضوع تحمیل تعهدات پیش‌گیری به وکیل مرتبط نیست. درواقع، هنگامی که موکل پیش از دریافت مشاوره حقوقی مرتکب تخلف شده‌باشد، از ارائه اطلاعات بیشتر به وکیل و استعلام از او امتناع می‌کند، چرا که مدام نگران احتمال گزارش اقدامات غیرقانونی خود توسط وکیل به نهاد ناظر است. بنابراین، تعامل وکیل و موکل پس از انجام اعمال غیرقانونی توسط موکل و نه پیش از آن، کم‌رنگ می‌شود. بدین ترتیب، اجرای تعهدات پیش‌گیری توسط وکیل، از جمله بررسی و صحت‌سنجی اطلاعات و گزارش و انتشار تخلفات کشف‌شده به مقام‌های ناظر، موکل را (پیش از ارتکاب تخلف) به پیروی از قانون وادار می‌کند؛ به عبارتی واضح‌تر، مانند یک عامل بازدارنده عمل می‌کند. اما، اگر نقش پیش‌گیری برای وکیل وجود نداشته باشد و موکل به راحتی بتواند بعد از انجام اعمال غیرقانونی و برای رهایی از عواقب ناشی از آن به مشاور حقوقی متوسل شود، احتمال انجام تقلب بسیار بیشتر می‌شود، چرا که موکل این اطمینان را دارد که وکیل تعهدی برای گزارش تخلفات ندارد (Coffee Jr, 2004(29):362). از این‌رو، برخلاف نظر مخالفان، حذف تعهدات پیش‌گیری، زمینه دریافت مشاوره حقوقی و ارتباط با وکیل را پیش از ارتکاب تخلف کاهش می‌دهد که چندان برای بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران مطلوب نیست.

## ۲-۲. نحوه اجرای کارکردهای پیش‌گیری

وکلا و مشاوران حقوقی که به آن‌ها تعهدات پیش‌گیری تحمیل می‌شود، مسئول بازبینی و نظارت بر صحت اطلاعات افشاشده شرکت‌ها و مطابقت آن‌ها با قوانین و مقررات هستند



(Hopkins, et Al, 2015:130). ماده ۲۰۷ قانون سارینز آکسلی در رابطه با نقش پایش‌گری آن‌ها مقرر می‌دارد (Sarbanes-Oxley Act of 2002:Section(307)(1)and(2)) اگر وکیل هنگام تنظیم، بررسی و صحت‌سنجی اسناد افشا متوجه نقض اساسی مقررات حقوق اوراق بهادار، نقض وظایف امانی<sup>۱</sup> یا تخلف مشابه‌ای از سوی شرکت ناشر یا نماینده آن شود، باید مدارک مربوط به آن تخلف را به مشاور حقوقی ارشد یا مدیر اجرایی ارشد (مدیرعامل) گزارش دهد. چنانچه وکیل پس از گزارش تخلف به مقام‌های مذکور پاسخ مناسبی دریافت نکند، مکلف است موضوع را به کمیته حسابرسی، کمیته دیگری که صرفاً متشکل از مدیران مستقل و غیرموظف است یا در نهایت به هیأت مدیره اطلاع دهد.<sup>۲</sup>

همچنین، کمیسیون بورس و اوراق بهادار<sup>۳</sup> نیز بر اساس تکلیف مقرر در صدر ماده مزبور حداقل استانداردهای رفتار حرفه‌ای این گروه از وکلای را در این زمینه تصویب کرده است.<sup>۴</sup> بر اساس قواعد پیشنهادی این کمیسیون، مشاور حقوقی می‌تواند، به‌عنوان دومین راهکار و به منظور حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران، در صورت عدم دریافت پاسخ مناسب از هریک از نهادهای پیش‌گفته از ادامه همکاری با شرکت ناشر، همراه با اعلام عمومی تخلف او، امتناع کند.<sup>۵</sup> (البته قاعده اخیر الزامی نیست). به‌علاوه، چنانچه وکلای موضوع بحث هریک از مقررات اعلام-شده از سوی این کمیسیون را نقض کنند، علاوه‌بر مسئولیت مدنی، کمیسیون می‌تواند اقدامات انضباطی مقتضی را نسبت به آن‌ها اعمال کند (Securities Act Release No. 33-8185, 68 (Fed. Reg. 6296, 2003: part.205.(6)(a) and (b)).

قانون مزبور، به صراحت مقررات این ماده را در مورد وکلایی جاری می‌داند که نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار به نمایندگی از شرکت‌های ناشر فعالیت می‌کنند. چنین

#### 1. fiduciary duty

۲. به این سازوکار گزارش‌دهی به مقامات بالاتر در اصطلاح "up-the-ladder reporting system" گفته می‌شود. برقراری چنین سازوکاری بعد از فساد شرکت انرون "Enron" و ناکارآمدی وکلای شرکت در کشف یا کاهش تقلب‌های مدیران آن شرکت مورد توجه قانون‌گذار بوده است. برای مطالعه انتقادهای مربوط به این مقرر رجوع کنید به: (Chatman, 2019)

#### ۳. Securities Exchange Commission (SEC)

۴. برای مطالعه تفصیلی این قواعد رجوع کنید به:

Securities Act Release No. 33-8185, 68 Fed. Reg. 6296 (Jan. 29, 2003) (codified at 17 C.F.R. part. 205), At: www.sec.gov

#### ۵. Noisy Withdrawal



تصریحی مؤید این نگرش است که تعهدات مربوط به پایش‌گران را تنها وکلا و مشاوران حقوقی انجام می‌دهند که اسناد افشا اطلاعات را تنظیم و بررسی می‌کنند. برخلاف طراحی استانداردهای نظارتی دقیق برای نحوه اجرای نقش پایش‌گری وکلا و مشاوران حقوقی به شرح مذکور در آمریکا، چنین تفصیلی در قوانین و مقررات مرتبط با بازار سرمایه ایران در خصوص این گروه از پایش‌گران دیده نمی‌شود. ماده ۴۳ قانون بازار بدون اینکه خطمشی دقیقی برای وکلا و مشاورانی طراحی کند که در اسناد افشا اطلاعات با تقلب و نقض حقوق اوراق بهادار مواجه می‌شوند، تنها آن‌ها را در برابر زیان‌های ناشی از ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع مسئول می‌داند. به همین ترتیب، ماده ۴۷ همان قانون نیز تصدیق این‌گونه اطلاعات را جرم دانسته و مرتکبین را حسب مورد مشمول مجازات‌های مقرر در قانون مجازات اسلامی قرار می‌دهد.<sup>۱</sup> اما، حاکمیت شرکتی پایش‌گران را به‌عنوان یک ابزار کنترل پیشینی<sup>۲</sup> خلق کرده است تا با بررسی و صحت‌سنجی اطلاعات افشاشده از وقوع تقلب و ورود خسارت به سرمایه‌گذاران جلوگیری کند. عدم‌تعیین سازوکارهای اجرایی مناسب برای اعمال کارکردهای پایش‌گری وکلا و مشاوران حقوقی و صرفاً پیش‌بینی مسئولیت برای ایشان پس از تحمیل ضرر به سرمایه‌گذاران با مبنا و فلسفه ظهور پایش‌گران در بازار چندان سازگار نیست و به‌گونه‌ای شایسته از صاحبان سرمایه حمایت نمی‌کند؛ به‌خصوص آنکه به‌موجب ماده ۴۳ بار اثبات تقصیر در ارائه اطلاعات نادرست بر عهده سرمایه‌گذاران است. بنابراین، بهتر آن بود که قانون‌گذار علاوه بر ایجاد امکان طرح دعوی مطالبه خسارت به‌عنوان یک راه‌حل پسینی<sup>۳</sup>، همانند ماده ۳۰۷ قانون ساربنز آکسلی برای مشاوران حقوقی و وکلای اوراق بهادار که متوجه تقلب-های ناشر هنگام بررسی اسناد افشا می‌شوند، تدابیر و راهکارهایی را مشخص می‌کرد تا به-طور کلی از ورود زیان به سرمایه‌گذاران جلوگیری شود. این دقیقاً همان کارکردی است که از حضور پایش‌گران در بازار انتظار می‌رود.

### ۲-۳. کارایی و اثربخشی وکلا و مشاوران حقوقی به‌عنوان پایش‌گر اطلاعات مالی

به‌رغم استدلال‌های مذکور در جهت حمایت از امکان اجرای نقش پایش‌گری توسط وکلا و مشاوران حقوقی، آن‌ها نمی‌توانند در جهت حمایت از منافع عموم سرمایه‌گذاران، به‌عنوان اصلی‌ترین هدف پیدایش پایش‌گران، به طریقی عمل کنند که اعتماد و اطمینان ایشان به شرکت

۱. ضمانت اجرای انضباطی مقرر در ماده ۴۴ قانون بازار مختص به ناشران است.

2. Ex Ante

3. ex-post





ناشر حفظ و در بازار اوراق بهادار باقی بمانند.

درحقیقت، علاوه بر عدم الزام قانونی، به کارگیری مشاور حقوقی و وکیلی که تنها متعهد و مکلف به راستی آزمایی اطلاعات موضوع افشای ناشر و گزارش تقلبها به نهاد ناظر باشد، چندان برای شرکت‌های تجاری خوشایند نیست. از این رو، احتمال بسیار کمی وجود دارد تا شرکت‌های تجاری در عمل از نظریه تفکیک خدمات وکلا و مشاوران حقوقی به شرح پیش‌گفته پیروی کنند و به‌طور معمول از یک وکیل و مشاور حقوقی برای امور دعاوی، تنظیم قراردادهای و نیز تهیه و بررسی اسناد افشا اطلاعات در عرضه‌های عمومی و گزارش‌های مالی سالانه و دوره‌ای خود استفاده می‌کنند.

نیک پیداست که در چنین وضعیتی اساسی‌ترین مسأله مربوط به تحمیل تعهد پایش‌گری به وکلا و مشاوران حقوقی، یعنی تعارض وظایف و منافع، بروز پیدا می‌کند. با این توضیح که وکلا و مشاوران حقوقی ذاتاً پایش‌گر نیستند و از اساس برای اجرای تعهدات پایش‌گری در بازار خلق نشدند (Coffee Jr, 2001:48). ایشان به‌واسطه تعهد به رعایت غبطه و مصلحت موکل خود به‌عنوان مخاطب اصلی، به‌شدت تحت تأثیر خواسته‌های شرکت تجاری قرار دارند و به آن وابسته هستند؛ به‌خصوص اگر وکیل و مشاور حقوقی با شرکت رابطه استخدامی و طولانی‌مدت نیز داشته باشد.<sup>۱</sup> همچنین، منفعت مالی خود این اشخاص ایجاب می‌کند که تأمین و تحقق منافع و اهداف موکل (شرکت‌های تجاری) را در اولویت قرار دهند و به مسئولیت خود در برابر سرمایه‌گذاران بی‌توجه باشند، چرا که شرکت‌ها چندان تمایلی ندارند تا از خدمات وکلا و مشاورانی استفاده کنند که به صحت‌سنجی اطلاعات موضوع افشا به‌نفع سرمایه‌گذاران متعهد هستند. از این جهت، این گروه از پایش‌گران انگیزه بسیار کمی برای اجرای تعهدات مربوط به پایش‌گری و گزارش تقلب‌های مدیران را دارند و نمی‌توانند همانند حسابرسان یا مؤسسات رتبه‌بندی، اظهارنظری کاملاً مستقل و به‌دور از تعصب در خصوص اطلاعات افشاشده داشته باشند و ناظری مستقل به‌حساب آیند. بنابراین، وکلا و مشاوران حقوقی تنها در برخی از موارد و به‌طور محدود به‌عنوان پایش‌گر عمل می‌کنند و خدمات تأیید و تصدیق را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. در نتیجه، مقررندگان و بسیاری از صاحب‌نظران حوزه بازار سرمایه، وکلا و مشاوران حقوقی را در سطح سایر پایش‌گران قرار نمی‌دهند.

۱. حتی در بسیاری از موارد ممکن است وکیل و مشاور حقوقی بخشی از سهام آن شرکت را خریداری کنند.



علاوه بر این، در مواردی هم که وکلا و مشاوران حقوقی اقدام به تنظیم، بررسی و پالایش اطلاعات مندرج در اسناد افشا می‌کنند، گواهی‌ای مبنی بر تضمین صحت اطلاعات و تأیید و تصدیق آن‌ها، به سرمایه‌گذاران ارائه نمی‌دهند. از این‌رو، به واسطه این پیش‌فرض که وکیل در جهت حمایت از موکل و تأمین منافع او عمل می‌کند و نمی‌تواند اظهار نظر بی‌طرفانه‌ای در خصوص اطلاعات ارائه دهد، عملکرد ایشان چندان برای سرمایه‌گذاران قابل اعتماد نخواهد بود.

بنابر مراتب مذکور، به منظور ارتقای کارایی و نیز اثربخشی این گروه از پایش‌گران، می‌بایست ضمن اجبار شرکت‌ها به اجرای نظریه تفکیک وکلا و مشاوران حقوقی (همانند حسابرسان)، از الزامات ذیل پیروی کرد:

**اول:** وکیلی که نقش پایش‌گری را در شرکت‌های تجاری ایفا می‌کند، باید سه ویژگی بسیار مهم داشته باشد، تا بتواند از سایر وکلا و مشاوران حقوقی متمایز شود: ۱- چنین وکیلی به استقلال بسیار بیشتری از موکل نسبت به سایر وکلا نیاز دارد، چرا که در صورت استقلال به راحتی می‌تواند تخلفات موکل را به مقام بالاتر گزارش و از ادامه همکاری با او امتناع کند؛ ۲- همانند سایر پایش‌گران، باید تعهد و مسئولیت او برای راستی‌آزمایی اطلاعات مندرج در اسناد افشا در برابر عموم سرمایه‌گذاران (نه فقط موکل) به رسمیت شناخته شود، چرا که اظهارات آن‌ها بر نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد؛ ۳- وکیل و مشاور حقوقی که تعهدات پایش‌گری را انجام می‌دهد، نباید با شرکت تحت نظارت رابطه استخدامی داشته باشد، چرا که در این صورت تمامی منافع شخصی او تابع تحقق اهداف و منافع آن شرکت تجاری خواهد بود. اما، اگر این اشخاص به برخی از شرکت‌ها فقط خدمات پایش‌گری و به بعضی دیگر سایر خدمات حقوقی را ارائه دهند، این تعارض منافع تا حد بسیار زیادی کم‌رنگ می‌شود. ۴- با توجه به مسئولیتی که وکیل پایش‌گر در خصوص صحت و درستی اطلاعات مندرج در اسناد افشا دارد، باید نسبت به اظهارات مدیران نوعی نگرش انتقادی و شک منطقی و متعادل داشته باشد.

**دوم:** برای پررنگ جلوه دادن نقش پایش‌گری وکلا در شرکت‌های تجاری، نهاد ناظر در بازار سرمایه می‌تواند وکیل اوراق بهادار را به صدور گواهی تأیید و تصدیق ملزم کند. قطعاً از یک وکیل به عنوان پایش‌گر نمی‌توان انتظار داشت تا همانند حسابرس کلیه اطلاعات مالی را حسابرسی و صحت آن‌ها را تصدیق کند، اما می‌توان او را ملزم کرد که پس از تنظیم، بررسی و صحت سنجی دقیق اسناد و گزارش‌های دوره‌ای شرکت و پیش از ثبت آن‌ها نزد نهاد ناظر، به موجب یک گواهی، تأیید و تصدیق نماید که: ۱- او معتقد است تمامی اطلاعات ارائه شده در



اسناد و گزارش‌ها، درست و مطابق با واقع هستند (گزارش‌ها متضمن اطلاعات نادرستی نیستند)؛ ۲- او از سایر اطلاعات مهمی که افشای آن‌ها ضروری است و در اسناد ذکر نشده‌اند، آگاه نیست. به این ترتیب، شرکت ناشر ملزم می‌شود تا اسناد افشای اطلاعات خود را برای بررسی دقیق در اختیار وکیلی قرار دهد که متعهد به نظارت مستمر، صحت‌سنجی و راستی-آزمایی اطلاعات است و در این رابطه، شهرت و سرمایه اجتماعی خود را وثیقه صحت اطلاعات قرار داده است. الزام به صدور گواهی تأیید و تصدیق در درجه اول می‌تواند تأثیر بسیار زیادی در شناسایی وکیل اوراق بهادار به‌عنوان پایش‌گر در بازار سرمایه داشته باشد. علاوه بر این، اگر مشخص شود اطلاعات ارائه‌شده در اسناد افشا، نادرست و گمراه‌کننده بوده‌اند و وکیل نیز از این موضوع آگاه بوده یا در شناسایی آن‌ها سهل‌انگاری کرده است، ارائه این گواهی زمینه تحمیل مسئولیت بیشتری را برای او فراهم می‌کند (Coffee Jr, 2004(29):356). حتی، وکلا و مشاوران حقوقی هنگام انجام بررسی‌های دقیق و متعاقب آن صدور گواهی تأیید و تصدیق در مورد صحت اطلاعات ارائه‌شده، می‌توانند به گزارش‌های سایر پایش‌گران به خصوص حساب‌رسان تکیه کنند.<sup>۱</sup>

این تدابیر باعث می‌شود در کنار وکلایی که وظیفه اصلی آن‌ها دفاع از حقوق موکل و تهیه قراردادهای تجاری است، اشخاص متخصص و حرفه‌ای در قالب پایش‌گر و واسطه اطلاعاتی برای حمایت از سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ظهور کنند که وظایف آن‌ها با تعهدات وکلا و مشاوران حقوقی اخیرالذکر در تعارض نیست.

### ۳. تحلیل‌گران اوراق بهادار

#### ۳-۱. مفهوم و کارکرد تحلیل‌گران اوراق بهادار

تحلیل‌گران اوراق بهادار اشخاصی (عمدتاً حقیقی) هستند که با داشتن تخصص مالی و گواهی معتبر تحلیل‌گری، به‌عنوان یک واسطه اطلاعاتی معتبر بین شرکت‌های تجاری و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه عمل می‌کنند. آن‌ها به‌منظور ارزیابی اوراق بهادار و تعیین ارزش آن‌ها برای سرمایه‌گذاری، اطلاعات مربوط به شرکت مورد نظر را در یک صنعت خاص از منابع مختلف

---

۱. توسل به سایر اشخاص حرفه‌ای هنگام انجام بررسی‌های معقول در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا پذیرفته شده‌است. رجوع کنید به:

Securities Act of 1933: section.11(b)(3)(c)



مانند گزارش‌های مالی سالانه و دوره‌ای، اسناد ثبت‌شده نزد نهادهای ناظر و گزارش سایر پایش‌گران) جمع‌آوری می‌کنند و پس از پردازش، تحلیل<sup>۱</sup> و تفسیر بی‌طرفانه این اطلاعات و طراحی مدل‌های مالی، نتایج ارزیابی خود را به شکلی ساده، قابل‌هضم و در قالب «گزارش تحقیق»<sup>۲</sup> به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. در این گزارش، آن‌ها از یک سو، نظر خود را در مورد ارزش و جایگاه شرکت مورد بررسی در بین سایر ناشران آن صنعت و کیفیت اوراق بهادار عرضه‌شده مطرح و از سوی دیگر، روند قیمت اوراق و نیز چشم‌انداز آینده آن واحد تجاری را پیش‌بینی می‌کنند. همچنین، این گزارش‌ها غالباً متضمن یک توصیه‌نامه به سرمایه‌گذاران جهت خرید، فروش یا نگهداری اوراق موضوع بررسی هستند (Fisch;Sale,2003:1040-1042; IOSCO Report,2003:1; Coffee Jr,2004(30):279). اطلاعات ارائه‌شده در گزارش تحلیل‌گران تأثیر قابل‌توجهی بر کارایی و شفافیت بازار، نحوه تصمیم‌گیری صاحبان سرمایه (Sarbanes-Oxley Act of 2002:Section.501(c)(2) and Securities Act of 1933:Section.2(3)) و افزایش اعتماد آن‌ها دارد. از این‌رو، بازار، از طریق تغییر قیمت، نسبت به تفاوت بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران و گزارش ناشران از نتایج عملکرد مالی خود به‌شدت واکنش نشان می‌دهد. در حالی که تحلیل‌گر اوراق بهادار در ماده ۵۰۱ قانون ساربنز آکسلی آمریکا به‌طور صریح به شخصی تعریف شده است که مسئول تهیه و تنظیم گزارش تحقیق است، این عنوان در قانون بازار اوراق بهادار ایران دیده نمی‌شود یا قواعد مجزایی برای آن‌ها تصویب نشده است. باوجود این، سایر مقررات بازار سرمایه ایران به این پایش‌گر اطلاعات مالی به‌شکلی پراکنده اشاره کرده‌اند.

باتوجه به مجموعه مقررات موجود و سایر منابع مورد مطالعه مشخص می‌شود که این واسطه‌های اطلاعاتی، برخلاف سایر پایش‌گران، به‌طور مستقیم توسط شرکت‌های ناشر به-کارگرفته نمی‌شوند، بلکه از سوی سایر نهادهای مالی فعال در بازار استخدام می‌شوند و از این طریق خدمات تأیید و تصدیق اطلاعات افشاشده را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. بنابراین، بر اساس ماهیت و نوع فعالیت آن نهاد مالی، تحلیل‌گران به سه دسته کلی به شرح ذیل تقسیم می-شوند:

الف- برخی از تحلیل‌گران، در نهادهایی فعالیت می‌کنند که علاوه بر خدمات کارگزاری و معامله‌گری، خدمات اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه، یعنی پذیره‌نویسی و تعهدپذیره‌نویسی، را

۱. هر دو تحلیل بنیادی و تکنیکی موردنظر است.

## 2. Research Report



نیز ارائه می‌کنند. به این واسطه‌ها، تحلیل‌گران «طرف فروش»<sup>۱</sup> گفته می‌شوند. ایشان گزارش‌های تحقیق خود را در مورد اوراق شرکت‌های موضوع بررسی، از جمله شرکت‌های طرف قرارداد تعهد پذیره‌نویسی، در اختیار مشتری‌های آن مؤسسه و نیز سایر سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. گزارش‌های تجزیه و تحلیل این نوع از تحلیل‌گران برای عموم منتشر می‌شوند و از این جهت توسط تمامی سرمایه‌گذاران در بازار و سایر تحلیل‌گران نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند (بند «د» ماده ۳ ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، ۱۳۸۶؛ Coffee Jr, 2006: 248).

ب- اکثر تحلیل‌گران برای نهادهایی کار می‌کنند که موضوع اصلی فعالیت آن‌ها ارائه مشاوره در خصوص خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران نهادی، مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، پس از ارزیابی میزان ریسک‌پذیری آن‌ها است (بند ۱۶ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، ۱۳۸۴؛ بند ۳ ماده ۱، تبصره ۱ ماده ۱۲، ماده ۱۳ و تبصره ۱ همان ماده و بند ۲ ماده ۲۰ دستورالعمل تأسیس و فعالیت مشاور سرمایه‌گذاری، ۱۳۸۹). از این‌رو، ایشان با عنوان تحلیل‌گران «طرف خرید»<sup>۲</sup> شناخته می‌شوند. این گروه از تحلیل‌گران گزارش تحقیق و مشاوره خود را در خصوص ارزش سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مورد بررسی و روند قیمت آن‌ها در آینده، صرفاً برای سرمایه‌گذاران نهادی طرف قرارداد با مشاور سرمایه‌گذاری (کارفرمای تحلیل‌گر) ارائه می‌دهند و هرگز آن‌ها را به‌طور عمومی منتشر نمی‌کنند (Coffee Jr, 2006: 247; IOSCO Report, 2003: 3). بنابراین، از آنجایی‌که مشاوران سرمایه‌گذاری به‌طور کلی کارکردی مشابه با تحلیل‌گری در بازار دارند، به نوعی تحلیل‌گر طرف خرید به حساب می‌آیند.<sup>۳</sup>

ج- تعداد اندکی از تحلیل‌گران برای نهادهای مالی کار می‌کنند که تنها خدمات مربوط به کارگزاری، معامله‌گری و سبدگردانی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند، بدون آنکه به فعالیت‌های اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه مشغول باشند (ماده ۱۳، بند ۲ و ۱۴ ماده ۲۹ و پیوست ۴ دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبدگردان، ۱۳۸۹؛ پیوست ۴ دستورالعمل صدور مجوز تأسیس و فعالیت کارگزاری، ۱۴۰۰؛ بند ۳ ماده ۹ دستورالعمل استفاده از خدمات مشاوران عرضه

۱. Sell-side Analyst

۲. Buy-side Analyst

۳. تحلیل‌گر طرف فروش از تعریف مشاوران سرمایه‌گذاری قانون مشاوره سرمایه‌گذاری آمریکا "Investment Adviser Act of 1940" مستثنی شده‌است.



اوراق بهادار، ۱۳۸۷؛ ماده ۴ دستورالعمل مشاور پذیرش، ۱۳۸۷).<sup>۱</sup> به این گروه، «تحلیل‌گران مستقل» گفته می‌شود (Ibid, p. 4; Ibid, p.248).

نکته قابل توجه این است که ناشران به لحاظ قانونی الزامی برای رجوع به تحلیل‌های این نوع واسطه‌های اطلاعاتی پیش از انتشار اوراق خود در بازار ندارند. به این دلیل، عدم همکاری تحلیل‌گران با شرکت‌های ناشر، به واسطه تقلب‌های مالی آن‌ها، نمی‌تواند مانع دسترسی ایشان به بازار سرمایه شود. در نتیجه، این پایش‌گران تنها با ارزیابی، صحت‌سنجی و در نهایت تأیید و تصدیق ضمنی اطلاعات و از طریق توصیه در گزارش‌های تحقیقی خود، زمینه اعتماد سرمایه‌گذاران را به بازار فراهم می‌کنند (Coffee Jr, 2006:3). همچنین، توزیع اطلاعات در سطح بازار به واسطه تحلیل‌ها و ارزیابی‌های ارائه‌شده از سوی تحلیل‌گران، سهم بسیار مهمی در قیمت‌گذاری اوراق بهادار نزدیک به ارزش واقعی و متعاقب آن ارتقای سطح کارایی بازار و تضمین آن دارد (Fisch; Sale, 2003:1037).

### ۳-۲. کارایی و اثربخشی تحلیل‌گران به‌عنوان پایش‌گران اطلاعات مالی

نظریه اینکه تحلیل‌گران به‌طور مستقیم برای شرکت‌های ناشر کار نمی‌کنند، از سوی آن‌ها تأمین مالی نمی‌شوند، از نظر ساختار سازمانی از ایشان مستقل هستند و نیز هیچگونه تعهدی به رعایت غبطه و مصلحت آن واحدهای تجاری ندارند، نوعی پایش‌گر اطلاعات مالی مستقل به حساب می‌آیند. در واقع، این پایش‌گران متعهد نیستند تا کلیه فعالیت‌های خود را در جهت تحقق اهداف و منافع ناشران تنظیم کنند، بلکه آن‌ها کاملاً خود را در برابر تمامی گروه‌های ذی‌نفع مرتبط با آن شرکت متعهد می‌دانند تا اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی واحد تجاری تحت نظارت را به‌طور دقیق و به شکل بی‌طرفانه و انتقادی ارزیابی و گزارشی قابل اعتماد ارائه کنند. بنابراین، آن‌ها نباید تحت تأثیر اهداف ناشران قرار بگیرند و براساس اطلاعات نادرست و خلاف واقع آن‌ها، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار عرضه‌شده را توصیه کنند. در نتیجه، اغلب سرمایه‌گذاران به تحلیل‌گران به‌عنوان یک متخصص مالی معتبر و منبع مهم اطلاعاتی تکیه و به توصیه‌های آن‌ها اعتماد می‌کنند. اما، با وجود نقش باارزش و مهمی که تحلیل‌گران در رابطه با

---

۱. هیأت مدیره سازمان براساس مصوبه مورخ ۱۳۹۴/۳/۱۱، سامانه تدان (تحلیل اطلاعات ناشر) را جهت تحلیل گزارش‌های مالی که ناشران در سامانه کُدال منتشر می‌کنند و نیز پاسخ به پرسش‌های سرمایه‌گذاران، فعال کرده‌است.



ارزیابی اطلاعات و به دنبال آن قیمت‌گذاری اوراق بهادار دارند، اغلب با تعارض منافی مواجه می‌شوند که استقلال و بی‌طرفی آن‌ها را در تحلیل اطلاعات تضعیف می‌کند. تحلیل‌گران معمولاً با چند نوع تعارض منافع درگیر هستند:

۱- **تعارض ناشی از حفظ منافع شخصی:** تحلیل‌ها و ارزیابی‌های تحلیل‌گر ممکن است به دو شکل تحت تأثیر منافع شخصی او قرار گیرد:

الف- تحلیل‌گران و نهادهایی که آن‌ها را به کارگرفته‌اند عموماً در شرکت‌های تحت نظارت خود سرمایه‌گذاری می‌کنند. در واقع، این اشخاص پیش از عرضه عمومی، مقدار قابل‌توجهی از سهام شرکت موردنظر را با تخفیف خریداری می‌کنند و به این ترتیب مالک بخش زیادی از سهام آن شرکت می‌شوند. همین امر موجب می‌شود که تحلیل‌گران با هدف کسب سود بیشتر از سرمایه‌گذاری خود، گزارش‌های تحقیق بسیار مطلوبی از آن شرکت منتشر کنند. بر این اساس، شیوه عملکردی ایشان به‌طور معمول با توصیه‌هایی که منتشر می‌کنند، مغایر است. برای مثال، آن‌ها سهامی را می‌فروشند که خرید آن را به تمامی سرمایه‌گذاران توصیه کرده‌اند. همچنین، حتی اگر اقدام تحلیل‌گران مطابق با توصیه آن‌ها باشد، گزارش ایشان باز هم قابل-اعتماد نیست، چرا که آن‌ها در این شرایط انگیزه بسیار زیادی برای تحریف اطلاعات واقعی شرکت‌ها دارند. شرکت‌های ناشر نیز با تشخیص چنین موضوعی از فروش اوراق خود به این تحلیل‌گران بسیار استقبال می‌کنند (IOSCO Report, 2003:9; Fisch; Sale, 2003:1043).

ب- یکی از اصلی‌ترین منابع اطلاعاتی که تحلیل‌گران برای ارزیابی‌های خود به آن متکی هستند، خود شرکت موضوع بررسی است. از سوی دیگر، شرکت‌های ناشر نیز اطلاعات نهانی و مهم خود را تنها در اختیار تحلیل‌گرانی قرار می‌دهند که گزارش‌های مثبتی از ایشان به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. به این ترتیب، تحلیل‌گران برای حفظ ارتباط با شرکت و تأمین این منبع اطلاعاتی مهم، به‌ناچار گزارش‌های تحقیق خود را مطابق با نظر ناشران تنظیم می‌کنند (Coffee Jr, 2006:251).

۲- **تعارض ناشی از تأمین منافع کارفرما:** این شکل از تعارض می‌تواند در دو حالت بروز کند:

الف- تعهد پذیره‌نویسی اوراق در عرضه اولیه منبع بسیار پرسودی برای شرکت‌های تأمین سرمایه‌ای است که هم‌زمان خدمات گارگزارای و معامله‌گری را نیز ارائه می‌دهند. از این جهت، تحلیل‌گران مشغول در این مؤسسه‌ها به‌شدت از سوی کارفرمای خود تحت فشار قرار می‌گیرند تا تحلیل‌های بسیار خوش‌بینانه و مثبتی از اوراق تعهدشده ارائه دهند و به این ترتیب صاحبان



سرمایه را برای سرمایه‌گذاری در آن اوراق ترغیب کنند. از نگاهی دیگر، آن‌ها از هرگونه اظهارنظر منفی راجع به ارزش اوراق عرضه‌شده که باعث می‌شود روابط طولانی‌مدت کارفرما با ناشر طرف قرارداد را تهدید کند، منع می‌شوند. حتی ممکن است تحلیل‌گران مجبور شوند برای اجتناب از ارائه نظرهای منفی در مورد آن شرکت، از تفاسیر مبهم، به‌ظاهر مثبت و گمراه‌کننده در گزارش خود استفاده کنند؛ چرا که بین گزارش‌های مثبت آن‌ها و افزایش فروش اوراق تعهدشده ارتباط مستقیمی وجود دارد. انگیزه تحلیل‌گر برای ارائه گزارش‌های مطلوب زمانی بیشتر می‌شود که میزان حق‌الزحمه او به موفقیت کارفرما در فرایند عرضه اوراق وابسته باشد. در هر صورت، در چنین وضعیتی گزارش تحقیق این تحلیل‌گران با حسن نیت تنظیم نمی‌شود و نمی‌تواند تصویری شفاف و بی‌طرفانه‌ای را از موقعیت مالی شرکت ناشر نشان دهد (IOSCO Report, 2003:8).

ب- اگر گزارش تحقیق تحلیل‌گران به نحوی باشد که سرمایه‌گذاران را سمت معامله اوراق بهادار سوق دهد، درآمد حاصل از کمیسیون معاملاتی کارفرما (کارگزار، معامله‌گر و سبده‌گردان) بسیار افزایش می‌یابد. در حقیقت، هرچه قدر تحلیل و گزارش این پایش‌گران مثبت باشد، احتمال انجام معامله اوراق موضوع بررسی و متعاقب آن درآمد کارفرما بیشتر خواهد بود (Fisch; Sale, 2003:1045).

علاوه بر این، به سبب آنکه در هر یک از دو وضعیت اخیر، نهادهای مالی بیشتر به دنبال استخدام تحلیل‌گرانی هستند که با ارائه ارزیابی‌های مثبت از شرکت‌ها (به ویژه شرکت طرف قرارداد تعهد پذیره‌نویسی) سود بیشتری برای آن‌ها کسب کنند، خود تحلیل‌گران نیز با انگیزه جلب نظر کارفرما، تعهد به حفظ و حمایت از منافع عموم سرمایه‌گذاران را نقض می‌کنند. بنابراین مراتب مذکور، اگر فعالیت تحلیل‌گران و نهادهای مالی که برای آن‌ها کار می‌کنند به نحوی باشد که این پایش‌گران را در موقعیت‌های متعارضی بین تعهد به ارائه گزارش صادقانه به سرمایه‌گذاران و تأمین منافع شخصی خود و کارفرما قرار دهد، گزارش‌های تحقیق آن‌ها قابل‌اطمینان نیست و این خود زمینه بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و کل بازار را فراهم خواهد کرد. از این رو، استقلال، بی‌طرفی و در نهایت اعتماد به تحلیل‌گران تنها زمانی حاصل می‌شود که از ایجاد چنین تعارض منافی تا حد امکان اجتناب شود و اگر این امر امکان‌پذیر نبود، به درستی مدیریت شده و برای سرمایه‌گذاران ذی‌نفع افشا شوند.

بر این اساس، به‌منظور حفظ استقلال تحلیل‌گران و ارائه اطلاعاتی مفید و قابل‌اعتماد به سرمایه‌گذاران، ماده ۵۰۱ قانون ساربنز آکسلی در آمریکا از کمیسیون بورس و اوراق بهادار و





سایر سازمان‌های خودانتظام در بازار می‌خواهد قواعدی را برای رفع تعارض منافع تنظیم کنند. مهمترین موضوعاتی که به موجب این قانون، باید هنگام مقررگذاری موردتوجه قرار گیرند، عبارتند از:

الزام به افشای عمومی هرگونه تعارض منافع موجود یا بالقوه؛ نظارت بر میزان حق‌الزحمه تحلیل‌گر؛ ممنوعیت اقامه دعوا از سوی نهاد کارفرما علیه تحلیل‌گرانی که گزارش‌های تحقیقی منفی منتشر و در نتیجه کیفیت ارتباط کارفرما با آن شرکت را مخدوش می‌کنند؛ ممنوعیت نظارت بر عملکرد تحلیل‌گران از سوی آن دسته از کارکنان کارفرما که به‌طور مستقیم در امر تعهد پذیرهنویسی اوراق موضوع بررسی دخیل هستند؛ عدم ارائه گزارش تحقیق در مورد اوراق بهادار موضوع عرضه و شرکت ناشر از سوی نهاد مالی که تعهد پذیرهنویسی آن اوراق را پذیرفته است (Sarbanes-Oxley Act of 2002:Section.501(a) and (b)).

به این ترتیب، دو مجموعه مقررات به تصویب کمیسیون مذکور رسید:

۱- مقررات FD<sup>۲</sup>: مطابق این مقررات، اگر ناشر اطلاعات مهم و بااهمیتی را برای برخی از متخصصان بازار یا سهام‌داران خاصی افشا کند، می‌بایست به‌طور هم‌زمان همان اطلاعات را برای سایر فعالان بازار نیز منتشر کند تا موضوع تعارض منافع ناشی از اهمیت دسترسی به اطلاعات شرکت به‌عنوان اصلی‌ترین منبع اطلاعاتی تحلیل‌گران مرتفع شود و افشای کامل و عادلانه اطلاعات برای عموم محقق گردد.

۲- مقررات AC<sup>۳</sup>: این مقررات از تحلیل‌گران می‌خواهد که ضمن گزارش تحقیق خود گواهی کنند که تمامی ارزیابی‌ها و تحلیل‌های مطرح‌شده در این گزارش به‌طور دقیق نظر شخصی خود تحلیل‌گر را منعکس می‌کنند. همچنین، تحلیل‌گر موظف است هرگونه حق‌الزحمه دریافتی در رابطه با آن گزارش تحقیق را نیز افشا کند.

تمرکز مقررات سازمان‌های خودانتظام نیز بیشتر بر موضوعات ذیل است: لزوم افشای روابط مالی تحلیل‌گر با شرکت‌های ناشر و هرگونه تعارض منافع دیگر، نحوه نظارت بر عملکرد تحلیل‌گران، ممنوعیت مرتبط بودن حق‌الزحمه تحلیل‌گر به میزان فروش اوراق مشتری در فرایند تعهد پذیرهنویسی نهاد کارفرما، ممنوعیت ارتباط ایشان با کارکنانی که خدمات مربوط به تعهد پذیرهنویسی اوراق را ارائه می‌کنند و نیز ممنوعیت تأیید گزارش آن‌ها توسط همین بخش.

---

۱. مانند بورس نیویورک (New York Stock Exchange) و بورس نزدک (NASDAQ)

۲. Fair Disclosure, Regulation FD, At: [www.investor.gov](http://www.investor.gov)

3. Regulation Analyst Certification, At: [www.sec.gov](http://www.sec.gov)



NYSE Rule-Communications with the Public (Rules 471-474B);FINRA )

(Rules- 2241. Research Analysts and Research Reports

اگرچه تحلیل‌گران نقش حیاتی و با ارزشی در جریان اطلاعات و ارتقای شفافیت بازار دارند، در حقوق ایران نسبت به سایر پایش‌گران چندان مورد توجه قانون‌گذار و نهادهای ناظر نبوده‌اند. در واقع، به موجب ماده ۱۰ آیین‌نامه اجرایی قانون بازار (۱۳۸۴)، سازمان می‌تواند برای حفظ استقلال و کیفیت کار تحلیل‌گران ضوابط معینی را تهیه و برای تصویب به شورا ارائه نماید. با وجود این، تنها مقرره‌ای که به موضوع تعارض منافع تحلیل‌گران می‌پردازد، دستورالعمل تأسیس و فعالیت مشاور سرمایه‌گذاری است. به این ترتیب که اگر شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری و کارکنان آن (از جمله تحلیل‌گر) در اوراق موضوع مشاوره ذی‌نفع باشند، باید مراتب را پیش از انعقاد قرارداد و ارائه مشاوره، به مشتری و نیز در تارنمای خود افشا کنند (ماده ۱۹، بندهای ۸، ۹، ۱۰ و ۱۱ ماده ۲۰) و در صورت تعارض منافع اولویت با منافع مشتری خواهد بود (ماده ۱۴). همچنین، مشاور از روابط مالی با مشتری خود (مانند دریافت یا اعطای وام) ممنوع شده است (ماده ۱۵).

اما، این مقرره برای تضمین کیفیت گزارش تحلیل‌گران کافی نیست؛ چرا که این الزامات افشا اندک است و تمامی موارد تعارض منفعی که ممکن است استقلال تحلیل‌گر را تهدید کند، در برنمی‌گیرد. علاوه بر این، نظارت پیش‌بینی‌شده در این دستورالعمل تنها محدود به اموال متعلق به مشاور سرمایه‌گذاری یا اموال تحت کنترل آن است (ماده ۲۱) و هیچ‌گونه اختیاری به مشاور و حتی نهاد ناظر برای بررسی مالکیت کارکنان از جمله تحلیل‌گران در شرکت‌های تحت نظارت اعطا نکرده است. همچنین، ضمانت اجرای مقرر در این دستورالعمل تنها محدود به تنبیهات انضباطی است (ماده ۲۴) و به‌رغم اشاره تبصره ۳ ماده ۲۴ بر مسئولیت مدنی مشاور سرمایه‌گذاری، ماده ۴۳ قانون بازار مسئولیت تحلیل‌گران را در کنار سایر پایش‌گران بابت خسارت ناشی از اطلاعات نادرست و خلاف واقع شناسایی نکرده است. از این‌رو، به‌طور دقیق مشخص نیست که در صورت ورود خسارت ناشی از ارائه اطلاعات نادرست از سوی تحلیل‌گر، آیا همانند سایر پایش‌گران بار اثبات تقصیر برعهده شخص زیان‌دیده است یا خیر؟ (مسئولیت مبتنی بر تقصیر یا فرض تقصیر؟). نکته دیگر این است که قواعد این دستورالعمل تنها محدود به تحلیل‌گران طرف خرید است و سایر تحلیل‌گران و تعارض منافع مرتبط با آن‌ها را در برنمی‌گیرد.

از این‌رو، طراحی سازوکاری برای نظارت بر نحوه عملکرد تحلیل‌گران، محدود کردن پرداخت حق‌الزحمه آن‌ها به موفقیت مالی سرمایه‌گذارانی که بر اساس توصیه آن‌ها اقدام کرده-

اند و کنترل میزان حق الزحمه تعیین شده، اجبار آنها برای صدور گواهی تأیید و تصدیق صحت تمامی تحلیل‌های ارائه شده در گزارش تحقیق، محدودکردن رابطه استخدامی آنها با نهاد کارفرما، ممنوعیت فعالیت آنها در فرایند تعهد پذیرهنویسی نهاد کارفرما و ارزیابی دقیق وضعیت مالکیت ایشان در شرکت‌های موضوع بررسی می‌تواند کارایی و اثربخشی تحلیل‌گران را به‌عنوان پایش‌گر اطلاعات مالی ارتقا دهد و در نهایت قابلیت اعتماد گزارش‌های آنها را بیشتر تضمین کند.

#### ۴. نتیجه و پیشنهادات

متعهدین پذیرهنویسی، تحلیل‌گران اوراق بهادار، وکلا و مشاوران حقوقی اساساً برای اجرای کارکردهای پایش‌گری در بازار طراحی نشده‌اند و تنها هنگام انجام وظایف اصلی خود به‌طور ضمنی اطلاعات افشاشده از سوی شرکت‌های ناشر را صحت‌سنجی و زمینه جلب اعتماد و تصمیم‌گیری آگاهانه سرمایه‌گذاران را در بازار فراهم می‌کنند. از این‌رو، ایشان به‌طور طبیعی در موقعیت‌هایی قرار می‌گیرند که بین کارکرد اصلی آنها و تعهدات ناشی از نقش پایش‌گری نوعی تعارض منافع ایجاد می‌شود که کارایی و اثربخشی این گروه از پایش‌گران را در ارتقای شفافیت، کارایی بازار و در نهایت حمایت از سرمایه‌گذاران بسیار تضعیف می‌کند. بر خلاف نظام حقوقی آمریکا، تدابیر چندان دقیقی جهت اجتناب از تعارضات بالقوه و موجود این نوع از واسطه‌های اطلاعاتی، در قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران دیده نمی‌شود. بنابراین، اعمال اصلاحات ذیل برای بهبود کارایی و اثربخشی این اشخاص پیشنهاد می‌شود:

الزام قانونی شرکت‌های تجاری به پیروی از نظریه تفکیک وکلا و مشاوران حقوقی؛ ممنوعیت دخالت تحلیل‌گران در فرایند تعهد پذیرهنویسی نهاد کارفرما و ارزیابی وضعیت مالکیت آنها در شرکت‌های موضوع بررسی؛ محدودیت رابطه استخدامی و طولانی‌مدت با شرکت‌های ناشر و نهادهای کارفرما؛ شناسایی قانونی تعهد این گروه از پایش‌گران در برابر تمامی ذی‌نفعان مرتبط با شرکت؛ نظارت دقیق‌تر نهادهای ناظر بر نحوه عملکرد و نیز کنترل میزان حق‌الزحمه دریافتی آنها؛ طراحی سازوکار اجرایی برای هر یک از این اشخاص جهت گزارش یا اعلام عمومی تقلب‌هایی که هنگام بررسی اسناد افشا کشف می‌شوند و عدم اتکای صرف به مسئولیت مدنی آنها. علاوه بر موارد اخیرالذکر، به نظر می‌رسد که اجبار هر یک از این پایش‌گران برای صدور گواهی مبنی بر تأیید و تصدیق صریح صحت اطلاعات افشاشده و تضمین کیفیت آنها یکی از مهم‌ترین راهکارهایی است که می‌تواند در افزایش اثربخشی ایشان



راهگشا باشد. در واقع، نظر به این‌که براساس نوع مسئولیت مدنی پیش‌بینی‌شده در ماده ۴۳ قانون بازار، بار اثبات تقصیر پایش‌گران در ارائه اطلاعات نادرست بر عهده سرمایه‌گذاران است، ارائه چنین تضمین صریحی از سوی این واسطه‌های اطلاعاتی هم امکان اثبات تقصیر را برای سرمایه‌گذاران آسان‌تر می‌سازد و هم ایشان را به انجام صحیح تعهدات پایش‌گری خود ترغیب می‌کند. با وجود این، به دلیل این‌که پایش و راستی‌آزمایی اطلاعات ناشر جزء کارکرد اصلی این گروه از پایش‌گران نیست، آن‌ها تنها هنگامی حاضر به پذیرش چنین الزام و مسئولیت‌های ناشی از آن خواهند شد که از یک سو، نظارت مستمری بر شرکت تحت نظارت داشته باشند و از سوی دیگر، ارائه این تضمین صریح برای آن‌ها به لحاظ اقتصادی توجیه‌پذیر باشد. بنابراین، ضروری است حدود این الزام توسط نهاد ناظر دقیقاً مشخص شود تا این واسطه‌های اطلاعاتی به ارائه چنین تضمینی تشویق گردند.

در هر صورت، به فرض اجرای هر یک از اصلاحات پیشنهادشده، این موضوع غیرقابل‌انکار است که این اشخاص ذاتاً پایش‌گر به حساب نمی‌آیند و در درجه ضعیفی از این نقش نظارتی قرار دارند. به عبارتی روشن‌تر، آن‌ها برای صحت‌سنجی کامل و بی‌نقص تمامی اطلاعات افشاشده از سوی ناشران اوراق بهادار در بازار کافی نیستند. بنابراین، نظر به اهمیت جریان اطلاعات صحیح در بازار، حاکمیت شرکتی باید اشخاص متخصص دیگری را نیز طراحی کند که فی‌الذمه پایش‌گر هستند و مستقیماً صحت و کیفیت اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها را تأیید و تصدیق می‌کنند که با عنوان پایش‌گران مستقیم اطلاعات مالی شهرت یافته‌اند.

## ۵. منابع

### ۵-۱. منابع فارسی

#### الف) کتب

۱. شمس‌الهی، محسن (۱۳۹۹). *حقوق اوراق بهادار: قواعد حقوقی حاکم بر افشای اطلاعات در بازار اوراق بهادار*، تهران، انتشارات میزان.
۲. پیری، فرهاد (۱۴۰۰). *حقوق بورس و اوراق بهادار با تأکید بر قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران*، تهران، انتشارات جنگل.

#### ب) مقالات

۳. احمدپور، احمد و فرشاد سلیم و علیرضا غلامی‌کیان (۱۳۸۶). «شرکت تأمین سرمایه؛ نقش و

- ۳-۱۱. کارکردهای آن»، مجله بورس، شماره ۶۲، صص ۱۱-۳.
۴. احمدپور، احمد (۱۳۸۶). «شرکت‌های تأمین سرمایه»، مجله بورس، شماره ۶۲.
۵. حسینی، علی و قاسم بولو (۱۳۸۶). «خدمات متنوع شرکت‌های تأمین سرمایه در بازارهای مالی»، مجله بورس، شماره ۶۲، صص ۲۳-۱۱.
۶. مافی، همایون و زینب فلاح‌تفتی (۱۳۹۵). «ساختار شرکت‌های تأمین سرمایه و الزامات حقوقی حاکم بر آن‌ها»، مجله حقوقی دادگستری، شماره ۹۴، صص ۱۹۱-۱۶۱.
۷. نوروزی، یعقوب و محسن شمس‌اللهی (۱۴۰۰). «ماهیت حقوقی تعهد پذیرهنویسی»، دو ماهنامه بررسی‌های بازرگانی، شماره ۱۰۷، صص ۱۴۱-۱۲۵.

#### ج) قوانین و مقررات

۸. آیین‌نامه اجرایی قانون بازار مصوب ۱۳۸۴/۴/۳ هیأت وزیران؛
۹. آیین‌نامه نحوه تأسیس و اداره مؤسسات اعتباری غیردولتی، مصوب ۱۳۹۳/۱۰/۲۸ هیأت وزیران؛
۱۰. دستورالعمل استفاده از خدمات مشاور عرضه، مصوب ۱۳۸۷/۴/۱۵ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۱. دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران (شرکت سهامی عام)، مصوب ۱۳۸۸/۱۰/۲۵ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۲. دستورالعمل پذیرهنویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران مصوب ۱۳۹۵/۱۰/۱۴ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۳. دستورالعمل تأسیس و فعالیت سبذگردان، مصوب ۱۳۸۹/۸/۲۹ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۴. دستورالعمل تأسیس و فعالیت مشاور سرمایه‌گذاری، مصوب ۱۳۸۹/۳/۴ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۵. دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۵ /۱۰/۲۵ شورای عالی بورس؛
۱۶. دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، مصوب ۱۴۰۱/۷/۱۸ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۷. دستورالعمل صدور مجوز تأسیس و فعالیت کارگزاری، مصوب ۱۴۰۰/۳/۱۰ هیأت مدیره سازمان بورس؛



۱۸. دستورالعمل کنترل‌های داخلی ناشران پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران، مصوب ۱۳۹۱/۲/۱۶ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۱۹. دستورالعمل مشاور پذیرش (اصلاحی)، مصوب ۱۳۸۷/۱۱/۹ هیأت مدیره سازمان بورس؛
۲۰. دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶/۵/۸ شورای عالی سازمان بورس؛
۲۱. ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه مصوب ۱۳۸۶/۵/۱۵ شورای عالی بورس؛
۲۲. قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱؛
۲۳. مصوبه مورخ ۱۳۹۴/۳/۱۱ هیأت مدیره سازمان بورس.

## ۲-۵. منابع انگلیسی

### A) Books

24. Coffee Jr. John C (2006). *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, New York, Oxford University Press.
25. Kraakman, Reinier, et al (2017). *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press.

### B) Articles

26. Alon-Beck, Anat, et al (2020). "Investment Bankers as Underwriters: Barbarians or Gatekeepers? A Response to Brent Horton on Direct Listings", *SMU Law Review Forum*, Vol.73, pp.251-268.
27. Chatman, Carliss N (2019). "Myth of the Attorney Whistleblower", *SMU Law Review*, Vol.72, Issue.4, pp.669-724.
28. Coffee Jr. John C (2001). "The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting", *Columbia Law Working Paper*, No.191, pp.1-60
29. Coffee Jr. John C (2004). "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms", *Boston University Law Review, Columbia Law & Economics Working Paper*, Vol.84, pp.301-364.
30. Coffee Jr. John C (2004). "What Caused Enron- A Capsule Social and Economic



- History of the 1990s", *Cornell Law Review*, Vol. 89, Issue 2, pp.269-309.
31. Fisch, Jill E.; M. Rosen, Kenneth (2003), "Is There a Role for Lawyers in Preventing Future Enrons", *Villanova Law Review*, Vol.48, Issue 4, pp.1097-1138.
  32. Fisch, Jill E; Sale, Hillary A (2003), "The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts", *Iowa Law Review, Faculty Scholarship at Penn Carey Law*. pp.1035-1098
  33. Hopkins, Justin J. et al (2015), "Corporate General Counsel and Financial Reporting Quality". *Management Science*, Vol. 61, Issue.1, pp.129-145
  34. IOSCO Report. "Report on Analyst Conflicts of Interest", 2003, pp.1-17
  35. Kraakman, Reinier (1986), "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy", *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 2, Issue.1, pp.53-104.
  36. Laby. Arthur B (2006), "Differentiating gatekeepers". *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L*, Vol.1, pp.119-163.
  37. Leyens, Patrick C (2011), "Intermediary Independence: Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies". *Journal of Corporate Law Studies*, Vol.11, pp. 33-66.
  38. Macey, Jonathan R (2004). "Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron", *Cornell Law Review*, Vol.89, Issue.2, pp. 394-422.
  39. Meier-Schatz, Christian J (1988). "Corporate Governance and Legal Rules A Transnational Look at Concepts and Problems of Internal Management Control", *The Journal of Corporation Law*, Vol.13, Issue 2, pp.431-480
  40. Oh, Peter B (2004). "Gatekeeping", *Journal of Corporation Law*, Vol.29, Issue.4, pp.735-800.
  41. Payne, Jennifer (2014), "The Role of Gatekeepers", *University of Oxford, Legal Research Paper Series*, pp.1-27
  42. Rousseau, Stéphane, et al (2014), "Lawyers as gatekeepers". *Company Lawyers Independent by Design: An ECLA White Paper*, Philippe Coen and Christophe



*Roquilly (eds), Paris, Lexis-Nexis*.pp.1-8

43. Tuch, Andrew F (2010),"Multiple Gatekeepers", *Virginia Law Review*, Vol. 96, Issue 7, pp.1583-1672

### **C) Acts and Rules**

44. Fair Disclosure, Regulation FD 2000
45. FINRA Rules- 2241. Research Analysts and Research Reports
46. Investment Adviser Act of 1940
47. Regulation Analyst Certification(AC)
48. Sarbanes-Oxley Act of 2002
49. Securities Act Release No. 33-8185, 68 Fed. Reg. 6296 (Jan. 29, 2003) (codified at 17 C.F.R. part. 205)
50. Securities Act of 1933
51. Internal Control- Integrated Framework, Executive summary, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 2013.
52. Management's Report on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, 2003.
53. NYSE Rule-Communications with the Public (Rules 471-474B)

### **D) Case**

54. *Billings v, Credit Suisse First Boston Ltd.*, 426 F.3d 130, 139 [2005] United States District Court for the Southern District of New York, At: [casetext.com](http://casetext.com)





## **Analysis of The Concept, Function and Effectiveness of Indirect Gatekeepers in Capital Market (A comparative study in Iranian and American law)**

**Fatemeh Hamidian<sup>1</sup>, Mohammad Issaei Tafreshi<sup>2\*</sup>, Tayebeh Saheb<sup>3</sup>**

- 1. Ph.D .Student, private law, Faculty of Law, Tarbiat Modares University, Iran, Tehran**
- 2. Professor, Private Law, Faculty of Law, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran**
- 3. Assistant Professor, Intellectual Property Law, Faculty of Law, Tarbiat Modares**

**Receive: 2023/01/22 Accept: 2023/02/17**

### **Abstract**

The flow of accurate and reliable information is critical to enhance market transparency and efficiency as well as investor protection. However, it is not possible to achieve this merely by requiring the executives to report financial information, and corporate governance should inevitably devise a mechanism to monitor the accuracy of the information contained in financial reports. Therefore, along with the internal control process, parties, known as gatekeepers, have been designed outside the issuer's organizational structure to evaluate the accuracy of the information disclosed.. In the capital market, there are some gatekeepers who do not perform gatekeeping functions, as a matter of principle, but implicitly verify the accuracy of the issuer's financial information and provide the basis for investors to have confidence and make informed decisions only while performing their primary duty. These parties are therefore referred to as indirect gatekeepers. Securities analysts, equity underwriters, attorneys and legal advisors are among this group of gatekeepers. This article has attempted to examine the concept, function, and effectiveness of examples of these types of gatekeepers in Iranian and American law. For this purpose, information was collected in the Documentary and library form and then evaluated in a comparative method. The results of the analysis show that because these persons inherently are not gatekeepers, they naturally encounter conflicting situations when performing their primary duties and gatekeeping functions, which weakens their effectiveness in achieving gatekeeping objectives. As a result, requiring certification based on the explicit assurance of the accuracy of the information is one of the most important suggestions that



have been made to improve their efficiency and effectiveness. However, in order to better ensure the quality of financial information, the capital market should use, in addition to indirect gatekeepers, other professional persons created in principle to perform gatekeeping functions in the market, known as direct gatekeepers.

**Keywords:** Gatekeepers, Securities analysts, equity underwriters, Information intermediaries, attorneys and legal advisors.

---

Corresponding author, E-mail: tafreshi@modares.ac.ir