

## نقد مسؤولیت مدنی ناشی از عرضه اولیه در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران با نگاهی به حقوق انگلستان و آمریکا

نیما علیجان نژاد<sup>۱</sup>، حمید ابهری<sup>۲\*</sup>

۱. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران  
۲. استاد حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران

پذیرش: ۱۴۰۱/۰۴/۱۹

دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۰۳

### چکیده

عرضه اولیه سهام در بورس، به‌عنوان یک فعالیت حرفه‌ای بازار مستلزم ایفای نقش از سوی اشخاص متعددی است. ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار گرچه خواسته است در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و به‌تبع آن بازار سرمایه، بر مسؤولیت مدنی این اشخاص تأکید کند؛ لکن این مقرر در ظاهر نه‌تنها نتوانسته از عهده این مهم برآید، بلکه در برخی موارد موجب دشوارتر شدن احقاق حق زیان‌دیده می‌شود. عدم‌تغییر مبنای مسؤولیت مدنی، تعیین مدت برای طرح دعوی، احصای اشخاص مسؤول، ایجاد صلاحیت موازی برای هیأت‌مدیره بورس و عدم وضع حکم جدید در خصوص نحوه مسؤولیت اشخاص دخیل در ورود ضرر واحد ازجمله نکات قابل‌تأمل آن است. این‌درحالی‌است که بامطالعه حقوق انگلیس و آمریکا معلوم می‌شود که در آنجا رسیدگی به دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه بسیار ضابطه‌مند بوده و مقررات موجود حداکثر حمایت را از سرمایه‌گذاران می‌کند. تغییر مبنای مسؤولیت از تقصیر به مسؤولیت بدون تقصیر، ایجاد مسؤولیت تضامنی برای عاملان زیان متعدد در ضرر واحد و بازنگری در صلاحیت هیأت‌مدیره بورس در رسیدگی به دعوا ازجمله راهکارهایی است که می‌تواند حمایت حداکثری را از سرمایه‌گذار و بازار سرمایه در پی داشته باشد.

**واژگان کلیدی:** اوراق بهادار، تقصیر، سرمایه‌گذار، عرضه اولیه، مسؤولیت مدنی.

Email: h.abhari@umz.ac.ir

\*نویسنده مسؤول مقاله:



## ۱. مقدمه

ورود بنگاه‌های اقتصادی به بازار سرمایه و عرضه اوراق بهادار آن‌ها مستلزم پذیرش آن در بورس است. بورس‌ها پس از بررسی وضعیت شرکت و سهام آن از جوانب گوناگون، در صورت تطبیق آن با مقررات مربوط، ضمن پذیرش آن، اجازه عرضه اولیه اوراق بهادار را صادر می‌کنند. در طی این روند اشخاص مختلفی نقش ایفا می‌کنند و هرکدام از آن‌ها مطابق مقررات یا قرارداد مربوط، تعهدات و تکالیفی را عهده‌دار هستند که نقض آن‌ها موجب مسئولیت متخلف است؛ لذا با تعدد اشخاص دخیل در عرضه اولیه اوراق بهادار، به همان تناسب افعال زیان‌بار نیز متنوع هستند. در این راستا، ماده ۴۳ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران<sup>۱</sup> مقرر می‌دارد: «ناشر، شرکت تأمین سرمایه، حسابرس و ارزش‌یابان و مشاوران حقوقی ناشر، مسئول جبران خسارات وارده به سرمایه‌گذارانی هستند که در اثر قصور، تقصیر، تخلف و یا به دلیل ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع در عرضه اولیه که ناشی از فعل یا ترک فعل آن‌ها باشد، متضرر گردیده‌اند.» به‌ظاهر پیش‌بینی این ماده در ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا چیزی بر قواعد عام این حوزه نمی‌افزاید؛ چراکه ماده یک قانون مسئولیت مدنی به‌عنوان قاعده عام مقرر می‌دارد: «هرکس بدون مجوز قانونی عمدا یا در نتیجه بی‌احتیاطی به جان یا سلامتی یا مال یا آزادی یا حیثیت یا شهرت تجارتی یا به هر حق دیگر که به موجب قانون برای افراد ایجاد گردیده لطمه‌ای وارد نماید که موجب ضرر مادی یا معنوی دیگری شود مسئول جبران خسارت ناشی از عمل خود می‌باشد.» این در حالی است که حمایت لازم از بازار سرمایه نیازمند پیش‌بینی قواعد متناسب با شرایط اقتصادی است تا از این طریق اعتماد هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران فراهم شود. لذا، پرسش اصلی این مقاله این است که آیا ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا فراتر از حکم کلی مسئولیت مدنی است؟ در ادامه معلوم می‌شود که مقرر اخیرالذکر نه تنها فراتر از قاعده عام موجود نیست بلکه موضوع را پیچیده‌تر نیز نموده است.

موضوع مقاله تاکنون بدین نحو مورد پژوهش قرار نگرفته است؛ با وجود این، مقاله - ای به قلم جناب آقایان دکتر عیسائی‌تفرشی، شهبازی‌نیا و نورانی‌مقدم در مجله

۱. از این پس به صورت حروف اختصاری ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا خواهد آمد.



پژوهش‌های حقوق تطبیقی منتشر شده که به لحاظ شمول موضوع، صرفاً به مسؤولیت مدنی ناشران در عرضه اولیه می‌پردازد. علاوه بر این، حدود مسؤولیت مدنی که در این مقاله با لحاظ مفهوم عرضه اولیه و اشخاص دخیل در آن تعیین می‌شود و همچنین مبنای جدیدی که برای آن در این مقاله ارائه خواهد شد در آن ذکر نشده است؛ لذا در این نوشتار سعی شده تا با بررسی مقررات موجود مخصوصاً ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. و تبصره‌های آن و همچنین دستورالعمل‌های مربوط، وضعیت مسؤولیت اشخاص دخیل در عرضه اولیه اوراق بهادار مورد بررسی قرار گیرد و از طریق تطبیق آن با مقررات مشابه در حقوق انگلستان و آمریکا، راهکارهایی را در جهت بهبود وضع موجود پیشنهاد کرد.

ساختار مقاله نیز بدین نحو است که ابتدا به کلیاتی در باب موضوع پرداخته و در ادامه مسائل و چالش‌های اصلی موضوع جداگانه آورده شده و با وضعیت آن در حقوق کشورهای انگلستان و آمریکا تطبیق داده می‌شود.

## ۲. بازشناسی مفهوم عرضه اولیه

### ۱-۲. عرضه اولیه

بند ۱۲ ماده ۱ «دستورالعمل پذیرهنویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»، عرضه اولیه را اولین عرضه اوراق بهادار در بورس تعریف کرده است. در تعریف عرضه اولیه آمده که یک پیشنهاد عمومی است که طی آن سهام یک شرکت به سرمایه‌گذاران نهادی و یا سرمایه‌گذاران جزء فروخته می‌شود. (Hirst, 2019, P.1229) در واقع، مقصود از عرضه اولیه فرایندی است که طی آن یک شرکت برای اولین بار سهام خود را به عموم عرضه کرده و با تبدیل شرکت از قالب خصوصی به عمومی و انتشار اوراق بهادار جدید، وجوه مورد نظر برای فعالیت خود را کسب می‌کند. (Lim, 1990, p.1-2) لذا، چنانچه شرکتی که در بازار سرمایه حاضر است و جهت افزایش سرمایه خود اقدام به عرضه حق تقدم استفاده نشده به عموم کند، گرچه عرضه عمومی کرده است اما این اقدام عرضه اولیه محسوب نمی‌شود. (سلطانی، ۱۳۹۶، ص ۷۲) براین اساس، عرضه اولیه (IPO) زمانی اتفاق می‌افتد که یک اوراق بهادار

برای اولین بار به عموم مردم فروخته می‌شود. منظور از اوراق بهادار نیز اعم از اوراق بدهی یا سهام شرکت‌ها است (Ritter, 1998, p.1) عرضه اولیه زیرساخت مهمی برای رشد شرکت‌های نوظهور فراهم کرده و بازده به نسبت بالایی در مقایسه با سایر روش‌های سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند. (Bhatia, 2017, p.3)

## ۲-۲. تمییز عرضه اولیه از بازار اولیه

مطابق بند ۹ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا. بازار اولیه بازاری است که اولاً: نخستین عرضه و پذیرهنویسی اوراق بهادار در آن انجام شود؛ ثانیاً: اوراق بهادار موضوع عرضه و پذیرهنویسی در آن، جدیدالانتشار باشد؛ ثالثاً: منابع حاصل از اقدام اخیر در اختیار ناشر قرار گیرد.

بند ۲۸ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.، پذیرهنویسی را فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد تعریف کرده است. لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت<sup>۱</sup> پذیرهنویسی را تعریف نکرده است؛ لکن گفته شده در اصطلاح حقوقی، پذیرهنویسی سهم عبارت است از عمل حقوقی که به موجب آن شخصی تعهد می‌کند با تأمین قسمتی از سرمایه شرکت در حدود مبلغ آورده شده، در شرکت سهامی عام، شریک شود. (اسکینی، ۱۳۹۸، ص ۴۲)

بنابراین اولاً: در مقررات بازار سرمایه، عرضه اولیه و بازار اولیه دو مفهوم مختلف بوده و عرضه اولیه ممکن است در بازار اولیه انجام شود یا نشود؛ ثانیاً: بازار اولیه بازاری است که عرضه و پذیرهنویسی اوراق بهادار جدیدالصدور در آن انجام می‌شود و منابع حاصل از آن در اختیار ناشر (موجود یا بالقوه) قرار می‌گیرد؛ ثالثاً: عرضه اولیه مفهومی وسیع‌تر از عرضه اوراق بهادار جدیدالصدور برای پذیرهنویسی داشته و به حالتی اطلاق می‌شود که اوراق بهادار برای بار نخست در بازار عرضه شود؛ خواه این اوراق بهادار جدیدالانتشار باشند یا خیر.

در حقوق سایر کشورها نیز مفاهیم عرضه اولیه و بازار اولیه باهم تفاوت دارد؛ طوری که مفهوم نخست تحت عنوان “Initial offering” و مفهوم دوم به “Primary”

۱. از این پس به صورت حروف اختصاری ل.ا.ق.ا.ت خواهد آمد.



market" تعبیر می‌شود؛ بازار اولیه بخشی از بازار سرمایه است که به انتشار و فروش اوراق بهادار با پشتوانه سهام به‌طور مستقیم توسط ناشر به سرمایه‌گذاران می‌پردازد. (Black, 1971, p.989) سرمایه‌گذاران اوراق بهاداری را خریداری می‌کنند که قبلاً معامله نشده بود. بازارهای اولیه ابزارهای بلندمدت ایجاد می‌کنند که از طریق آن واحدهای تجاری از بازار سرمایه وجوه خود را جمع‌آوری می‌کنند.<sup>۱</sup> براین اساس، در بازار اولیه شرکت‌ها اوراق بهادار را مستقیماً به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند. (Schwartz, 2019, p.1069)

### ۳. قلمرو مسؤولیت مدنی ناشی از عرضه اولیه

#### ۳-۱. حدود مسؤولیت ناشر و مدیران آن در عرضه اولیه

#### ۳-۱-۱. حقوق ایران

مطابق آنچه گفته شد و با لحاظ ماده واحد راجع به «عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه و ثانویه»، مصوب ۱۳۸۷/۰۷/۲۳ هیات‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، عرضه عمومی در بورس به سه صورت ممکن است: (۱) عرضه اولیه جهت پذیره‌نویسی در بازار اولیه برای تأسیس شرکت؛ (۲) عرضه اولیه جهت پذیره‌نویسی در بازار اولیه برای افزایش سرمایه شرکت؛ (۳) عرضه اولیه توسط سهامدار/سهامداران شرکت در بازار ثانویه؛ در نوع اخیر عرضه اولیه، برخلاف دو مورد اول، منابع حاصل از فروش اوراق بهادار در اختیار ناشر قرار نمی‌گیرد؛ بلکه به مالک آن تعلق دارد.

ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا. مسؤولیت ناشر در عرضه اولیه را طوری مقرر نموده است که گویی شامل هر سه حالت فوق‌الذکر می‌شود. در حقوق ایران برخی معتقدند ضرر وارده در زمان تأسیس شرکت را شرکت باید متحمل شود و در این راستا شرکت را باید از روز پذیره‌نویسی بالقوه موجود فرض کرد؛ زیرا شرکت از این‌روز مالک سرمایه تأدیه شده می‌گردد (صقری، ۱۳۹۳، ص ۱۱۹) گرچه این نظر با اطلاق مقرر اخیرالذکر در خصوص ناشر هماهنگ است لکن باید بر آن بود که چنانچه عرضه اولیه به‌منظور پذیره‌نویسی برای تشکیل شرکت سهامی عام انجام شود (حالت اول)، ناشر را نمی‌توان

۱. Investopedia "Primary Market"

مسئول خسارات ناشی از انجام ناصحیح عرضه دانست؛ زیرا در این حالت هنوز ناشر واجد شخصیت حقوقی نیست؛ بلکه امور راجع به تشکیل شرکت و پذیره‌نویسی و تأمین سرمایه توسط مؤسسين انجام می‌شود؛ لذا در این باره نباید اطلاق ماده اخیرالذکر را حمل بر وجود مسئولیت برای ناشر در هر صورت دانست؛ بلکه این مسئولیت باید به صورت موردی نسبت به هریک از سه حالت عرضه اولیه بحث و بررسی شود. مضافاً این‌که از مواد ۲۷۰ و ۲۷۳ ل.ا.ق.ا.م.ق.ت استنباط می‌شود که اگر تشکیل و ثبت شرکت باطل اعلام شود، کلیه افرادی که در تأسیس شرکت دخالت داشته‌اند در قبال خساراتی که از این طریق به سهامداران یا اشخاص ثالث وارد می‌شود، مسئولیت دارند و با صدور حکم بر بطلان شرکت در صورت عدم رعایت مقررات قانونی در مورد تشکیل شرکت، استنباط می‌شود که شرکت از ابتدا شخصیت حقوقی نداشته بنابراین نمی‌تواند مسئول شناخته شود. (توانگر، ۱۳۸۷، ص ۴۱) در خصوص مفهوم ناشر گفته شده که بین ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. و ل.ا.ق.ا.ق.ت ناهماهنگی وجود دارد؛ زیرا برابر ماده ۱۷ ل.ا.ق.ا.ق.ت، شرکت سهامی عام وقتی تشکیل می‌شود که مجمع عمومی مؤسس تشکیل گردد و مدیران و بازرسان را انتخاب کند و مدیران و بازرسان منتخب هم سمت خود را کتبا قبول کنند؛ لکن بند ۱ ماده ۹ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. بر فرضی استوار است که در مرحله انتشار، عرضه و پذیره‌نویسی سهام، شرکتی که دارای شخصیت حقوقی است، به وجود آمده است و منابع حاصل از این پذیره‌نویسی که در واقع مبالغ پرداختی از سوی پذیره‌نویسان معادل مبالغ اسمی سهام است به حساب این شخص حقوقی واریز می‌گردد؛ البته این مغایرت وقتی است که عرضه اولیه در مرحله تشکیل شرکت باشد و چنانچه عرضه اولیه در مرحله افزایش سرمایه باشد، از این حیث که شرکت دارای شخصیت حقوقی است هر دو قانون هماهنگ هستند. (عیسائی تفرشی ۱۳۸۹، ص ۹۶) بر اساس این نظر، حکم ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. در خصوص مسئولیت ناشر، صرفاً شامل حالتی است که ناشر سهام جدید خود را به منظور افزایش سرمایه از طریق پذیره‌نویسی، عرضه اولیه می‌کند و نسبت به دو حالت دیگر از عرضه اولیه مسئولیت ناشر عملاً ممکن و متصور نیست. لکن همان‌گونه که گفته شد، بند ۹ ماده ۱ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. در مقام بیان شرایط عرضه اولیه نیست بلکه درصدد تعریف بازار اولیه



می‌باشد؛ لذا با توجه به اطلاق ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در خصوص عرضه اولیه، مسؤولیت ناشر در عرضه اولیه شامل حالتی که سهام آن در بازار ثانویه عرضه عمومی گردد نیز می‌شود؛ زیرا در این فرض نیز ناشر مکلف به انجام تعهداتی است که در مقررات مربوط پیش‌بینی شده است که در صورت عدم انجام آن به صورت صحیح، دقیق و کامل، ورود خسارت به خریداران سهام در عرضه اولیه انجام شده در بازار ثانویه، ممکن و متصور است. در واقع، مطابق مقررات راجع به پذیرش، متقاضی پذیرش شخص حقوقی است که تقاضای پذیرش اوراق بهادار را به بورس/ فرابورس ارائه می‌نماید. (بند دو ماده یک «دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران» و بند دو ماده یک «دستورالعمل پذیرش، عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران») این شخص حقوقی که همان شرکتی است که می‌خواهد سهامش در بازار عرضه شود، به موجب مقررات در زمان پذیرش و عرضه اولیه تعهداتی را بر عهده دارد که عدم رعایت آن مشمول حکم آن ماده خواهد بود؛ مثلاً چنانچه شرکت متقاضی پذیرش در ارائه اطلاعات خود در امیدنامه<sup>۱</sup> یا راجع به صورت‌های مالی یا تعداد سهامداران و ... اسناد و مدارک مجعول و خلاف واقع به کار ببرد و بر این اساس عرضه اولیه مبتنی بر اطلاعات نادرست صورت گیرد و این امر موجب ورود ضرر به سرمایه‌گذاران شود، مسئول جبران آن خواهد بود؛ بنابراین از میان سه حالت متصور برای عرضه اولیه، با توجه به اطلاق ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا و عدم تخصیص حکم به عرضه اولیه در بازار اولیه و آمدن آن در فصل پنجم و ذیل عنوان اطلاع‌رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه، ناشر نسبت به دو قسم از عرضه اولیه (دوم و سوم) ممکن است مسؤولیت داشته باشد. در خصوص حالت نخست نیز باید گفت گرچه اطلاق ناشر به شرکت در شرف تأسیسی که مؤسسین آن، سهامش را از طریق بورس جهت پذیره‌نویسی عرضه اولیه کرده‌اند ایراد چندانی ندارد اما مسئول دانستن شخص حقوقی در شرف تأسیس که هیچ نقشی در فرآیند تأسیس خود نداشته با اصول حقوقی سازگار نیست. حتی اگر گفته شود در اینجا منظور زمانی است که ناشر شخصیت

۱. تعریف امیدنامه در بند ۸ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش بورس و بند ۱۳ ماده یک دستورالعمل پذیرش فرابورس آمده است.

حقوقی پیدا می‌کند و در آن زمان نسبت به زیان‌های زمان عرضه اولیه سهام خود مسئول است (صقری، ۱۳۹۳، ص ۱۱۹) این نظر قابل‌پذیرش نیست؛ زیرا مستفاد از مواد ۹۵۶ قانون مدنی و ۵۸۸ قانون تجارت، وجود شخصیت لازمه دارا شدن حق و تکلیف است و هیچ شخصی نباید نسبت به زمان قبل از حیات خود مسئول قلمداد شود. تفسیری غیرازاین به زیان سهامدارانی است که خود خواهان جبران ضرر هستند. دراین‌راستا، عرف بهترین داور برای حاکمیت بر روابط خصوصی افراد است و هرگاه زیانی به بار آید، باید به دنبال این بود که عرف این زیان را مستند به چه کسی می‌داند. از دیدگاه این نظریه، مسئول جبران خسارت، همان کسی است که زیان مستند به او است. (انصاری، ۱۳۹۰، ص ۱۲) از طرفی، علی‌رغم عدم تصریح ماده ۴۳ راجع به مسئولیت مدنی مدیران ناشر، باید گفت در فرضی که ناشر نسبت به عرضه اولیه مسئولیت دارد با لحاظ ماده ۱۴۲ ل.ا.ق.ا.ق.ت مدیران ناشر نیز مسئول هستند؛ زیرا نقض مقررات افشا نوعی تخلف از مقررات قانونی است؛ لذا دراین‌باره وجود شخصیت مستقل برای شرکت مانع از مسئول دانستن مدیران آن نیست.

### ۳-۱-۲. حقوق انگلیس و آمریکا

در حقوق انگلیس شخصیت حقوقی شرکت سهامی به محض ثبت نزد مراجع قانونی ایجاد و از آن‌موقع شرکت دارای کلیه حقوق و تکالیف قانونی می‌شود. (Charlesworth, 1991, P.154; Derek, 2008, P.281) باوجوداین برای اثبات مسئولیت شرکت ضروری است شخصی که اعمال ایشان به‌عنوان اعمال شرکت تلقی می‌شود، شناسایی شود و سپس این‌که ضروری است که اثبات شود اعمال این اشخاص کافی در جذب مسئولیت ناشی از ارتکاب مسئولیت مدنی شرکت است. (len and Worthing, 2008, P. 149) اما در خصوص عرضه اوراق بهادار پس از تشکیل شرکت، در مواد مختلفی از قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب ۲۰۰۰، بر مسئولیت ناشر تأکید شده و مسئولیت اولیه بر عهده ناشر فرض شده است. مطابق بند ۳ ماده ۷۹ قانون مذکور، افراد مسئول فهرست مشخصات اوراق بهادار موضوع عرضه باید مطابق مقررات وضع‌شده توسط خزانه‌داری تعیین شوند. وزارت خزانه‌داری نیز در این راستا مقرر





کرده که مقام تنظیم فهرست انگلیس، اختیار قانون‌گذاری در تعیین اشخاص مسئول آگهی عرضه را داشته باشد تا اینکه این امر از طریق قانون‌گذاری انجام شود؛ به‌موجب بخش ۶ دستورالعمل آگهی، حداقل ناشر باید برای مجموع اطلاعات آگهی عرضه مسئول تلقی شود. (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۹، ص ۱۰۳-۱۰۴)

در حقوق آمریکا نیز توجه اصلی در عرضه اولیه بر ناشر متمرکز است که در صورت عدم رعایت مقررات موجود در خصوص افشای اطلاعات در فرایند عرضه، مسؤلیت خواهد داشت. در واقع، ناشر نسبت به کلیه خسارات وارده که ناشی از نقص یا خلاف واقع بودن اطلاعات افشاشده در بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی باشد، مسئول خواهد بود. (Black, 2003, P. 211) اعلامیه پذیرهنویسی یک سند افشای جزئی و کامل است (Steinberg et Al, 2014, p. 35) و حاوی اطلاعاتی در خصوص شرکت، کسب‌وکار و مدیریت آن، هدف انتشار اوراق بهادار، ساختار سرمایه شرکت، خطرات خرید اوراق بهادار و عملکرد مالی شرکت می‌باشد. اطلاعات مالی موجود در این اعلامیه می‌بایست توسط حسابداران مستقل بررسی و تأیید شده باشند. (Palmiter, 2009, p. 91)

مطابق قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ آمریکا، هر نوع عرضه عمومی اوراق بهادار که در کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) آن کشور ثبت نشده باشد ممنوع است؛ ثبت اوراق در کمیسیون نیز خود منوط به رعایت ضوابطی است که افشای اطلاعات شرکت را در پی دارد؛ مثلاً گزارش راجع به دارایی‌ها و فعالیت‌های تجاری شرکت، توضیحات لازم راجع به اوراق بهادار موضوع عرضه، اطلاعات مربوط به مدیران شرکت و همچنین اظهارنامه مالی تأیید شده به‌وسیله حسابرس. (Douglas, 1933, p. 171-217)

علاوه بر قانون اخیرالذکر، خود کمیسیون نیز مقررات متعددی را در این زمینه وضع نموده و در آن‌ها به‌صورت گسترده به موضوع افشای اطلاعات در عرضه اولیه پرداخته است. (Oral, 2012, p. 22) مطابق مصوبات کمیسیون، شرکت‌های سهامی عام (ناشر) جهت عرضه اولیه موظف هستند اطلاعات تجاری و مالی خاصی را تهیه کرده و در اختیار سرمایه‌گذاران بالقوه در اوراق بهادار جدید قرار دهند. (Gillis, op. cit, p. 16) در این راستا، بیانیه ثبت باید به امضای مدیرعامل ناشر، بالاترین مقام مالی و سایر اشخاصی که نقش مشابهی در شرکت دارند برسد. هر

شخصی که بیانه ثبت را امضا می‌کند از جمله مدیران شرکت، بر اساس بخش ۱۱ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ ایالات متحده، نسبت به محتویات آن دارای مسئولیت فرض شده‌اند؛ مطابق قسمت B بخش ۱۱ قانون مذکور، برخلاف سایر اشخاص دخیل در عرضه اولیه، این حق برای ناشر در نظر گرفته نشده است تا با اثبات عدم تقصیر خود یا تلاش در جهت جبران تقصیر از مسئولیت رهایی یابد.

### ۳-۲. مسئولیت سایر اشخاص دخیل در عرضه اولیه

#### ۳-۲-۱. حقوق ایران

اینکه ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا برخی اشخاص که در روند عرضه اولیه نقش دارند را ذکر کرده ممکن است این شبهه را ایجاد کند که اشخاص دیگری در این فرایند حضور ندارند و نمی‌توانند مسئول شناخته شوند که البته تلقی صحیحی نیست (سلطانی، ۱۳۹۶، ص ۷۳)؛ زیرا اشخاص دیگری نیز وجود دارند که در این امر دخیل بوده و برای آن‌ها نیز مسئولیت مدنی قابل تحقق است. مهم‌ترین این اشخاص علاوه بر مدیران ناشر، مؤسسين هستند که می‌خواهند با پذیره‌نویسی، سرمایه لازم را جهت تأسیس شرکت تأمین کنند. مؤسسين نیز ممکن است در روند تحقق عرضه اولیه با اقدامات خود یا ارائه اطلاعات خلاف واقع موجب زیان سرمایه‌گذاران شوند. در واقع، به همان علت که ناشر ممکن است در روند عرضه اولیه مسئولیت داشته باشد، مؤسسين نیز باید مسئول اقدامات خود باشند. این است که ماده ۲۳ ل.ا.ق.ا.ت مقرر می‌دارد: «مؤسسين شرکت نسبت به کلیه اعمال و اقداماتی که به منظور تأسیس ... شرکت انجام می‌دهند مسئولیت تضامنی دارند». همچنین در دستورالعمل‌های مربوط، نهادی تحت عنوان تیم پذیرش پیش‌بینی شده است که وظیفه آن انجام تکالیف مربوط به عرضه اولیه است. در این راستا، مطابق تبصره ۲ ماده ۲۱ مکرر دستورالعمل پذیرش بورس و همچنین تبصره ۲ ماده ۲۳ مکرر دستورالعمل پذیرش فرابورس، تشکیل تیم پذیرش الزامی است. در بند ۱۱ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش بورس و همچنین بند ۲۳ ماده ۱ دستورالعمل پذیرش فرابورس، تیم پذیرش، تیمی معرفی شده است که حداقل متشکل از مشاور پذیرش، متعهد خرید، حسابرس مستقل و بازرس قانونی متقاضی پذیرش،



مشاور حقوقی متقاضی پذیرش و مشاور پذیرش است. حال آنکه، در ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا. هیچ سخنی از مسؤولیت مشاور پذیرش و متعهد خرید به میان نیامده است؛ بااینکه در هر دو دستورالعمل آمده که مشاور پذیرش مسؤل مستقیم تیم پذیرش است.

### ۲-۲-۳. حقوق انگلیس و آمریکا

در حقوق انگلیس بند ۱ ماده ۸۵ قانون خدمات و بازارهای مالی، عرضه اوراق بهادار بدون اینکه یک آگهی عرضه تأییدشده قبل از عرضه در دسترس عموم باشد را غیرقانونی اعلام کرده و در بند ۳، شخص نقض‌کننده این تکلیف را قابل مجازات دانسته است. مقررہ یادشده در راستای ماده ۸۱ همان قانون وضع شده که در آن اطلاعاتی که درج آن در فهرست مشخصات اوراق بهادار الزامی است نام برده شده است. در ادامه بندهای ۱ و ۴ ماده ۹۰ همان قانون، کلیه اشخاص مسؤل تهیه فهرست مشخصات اوراق بهادار که با ارائه اطلاعات نادرست و همچنین هر شخصی را که به علت عدم رعایت الزامات ماده ۸۱ موجب ورود ضرر به تحصیل‌کنندگان اوراق بهادار شوند را مسؤل جبران خسارت تحصیل‌کنندگان اوراق بهادار قلمداد کرده است.

در حقوق آمریکا علاوه بر ناشر، شرکت‌های تأمین سرمایه به‌عنوان مهم‌ترین اشخاص مسؤل در زمان عرضه اولیه هستند تا از این طریق، اشخاص اخیرالذکر به بررسی دقیق اطلاعات ارائه‌شده توسط ناشر ملزم شوند. (Fox, 2008, P. 244) در حقوق آن کشور هر خسارت را قابل جبران می‌دانند؛ مگر اینکه ناشی از رفتاری باشد که هدف آن در دید نظام حقوقی، حفظ منافع ارزشمندتر از آن ضرر باشد. (Larry Et Al, 2011, p. 379) این است که مطابق قسمت ۳ و ۴ بند A بخش ۱۱ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ ایالات متحده، هر شخصی علاوه بر ناشر و شرکت‌های تأمین سرمایه که بیانیه عرضه تهیه‌شده در فرایند عرضه اولیه توسط ناشر را تأیید یا امضا کند در قبال عدم صحت مندرجات آن و ایراد ضرر مسؤولیت مدنی خواهد داشت. در این راستا، نه‌تنها اشخاصی که بیانیه عرضه را تکمیل و ثبت می‌کنند در قبال مندرجات آن مسؤولیت دارند بلکه مدیران و اشخاصی که در شرف تصدی مدیریت ناشر هستند یا تحت عناوین مشابهی از جمله شریک در شرکت حضور دارند نیز چنانچه در بیانیه

عرضه نامی از آن‌ها برده شود هم مسئولیت خواهند داشت؛ زیرا اهداف اصلی قانون مذکور عبارت است از: تضمین دریافت اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار عرضه‌شده برای خرید عمومی توسط سرمایه‌گذاران و همچنین ممنوع نمودن هرگونه تدلیس، فریب و ارائه اطلاعات خلاف واقع در عرضه اوراق بهادار. (Douglas, 1933, p.171-217) براین اساس است که مطابق بخش ۱۸ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ آمریکا کلیه اشخاصی که در بیانیه ثبت اظهاراتی خلاف واقع یا گمراه‌کننده ارائه دهند در مقابل اشخاص ناآگاهی که با اتکا بر این اطلاعات در عرضه اولیه مشارکت نمایند مسئولیت خواهند داشت. باوجوداین، در پرونده مطرح‌شده در سال ۱۹۷۴ دادگاه این کشور معیاری را تحت عنوان «کره چشم» ایجاد نموده که مطابق آن مدعی ورود خسارت باید دانش واقعی از اطلاعات ثبت‌شده در کمیسیون داشته و نسبت به آن‌ها اطمینان داشته باشد و صرفاً اینکه اطلاعات مشابهی را در اسنادی که ناشر ارائه کرده مشاهده نموده باشد، کفایت نمی‌کند. (Lewis & Powell, 1978)

آن‌گونه که ملاحظه می‌شود مقررات انگلیس و آمریکا بدون اینکه اشخاص مسئول را احصا کند، کلیه اشخاصی را که به علت عدم رعایت الزامات قانونی، موجب ورود ضرر به تحصیل‌کنندگان اوراق بهادار در عرضه اولیه شده‌اند را مسئول جبران ضرر دانسته است.

#### ۴. ماهیت و مبنای مسئولیت ناشی از عرضه اولیه

##### ۴-۱. حقوق ایران

ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا برخی اشخاص که در روند عرضه اولیه اوراق بهادار نقش داشته و تعهدات و تکلیف خود در آن خصوص را به‌درستی انجام نمی‌دهند، مسئول جبران ضرر ناشی از آن دانسته است. این ماده ظاهراً چیزی جز حکم کلی و قاعده عام مسئولیت مدنی (ماده ۱ قانون مسئولیت مدنی) اشخاص وضع نکرده است. در این خصوص گفته‌شده ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا فرض استفاده از نظریه مسئولیت محض یا حتی مسئولیت مبتنی بر فرض تقصیر در خصوص تعهدات اشخاص مذکور در ماده را دشوار می‌سازد. (سلطانی، ۱۳۹۶، ص ۷۳) براین اساس، از ظاهر این ماده



مسؤولیت مبتنی بر نظریه تقصیر استنباط می‌گردد و لذا اشخاص مذکور در آن، وقتی مسؤول تلقی می‌شوند که مقصر باشند (عیسائی‌تفرشی، ۱۳۸۹، ص ۹۹) در این-خصوص، باتوجه به ماده ۱۴۵ قانون مجازات اسلامی که مقرر می‌دارد: «تقصیر اعم از بی‌احتیاطی و بی‌مبالاتی است. مسامحه، غفلت، عدم مهارت و عدم رعایت نظامات دولتی و مانند آن‌ها، حسب مورد، از مصادیق بی‌احتیاطی یا بی‌مبالاتی محسوب می‌شود» و همچنین سایر تعاریف ارائه‌شده از قصور و تخلف و با امعان نظر به انتهای ماده ۴۳ که ملاک را «فعل یا ترک فعل» دانسته است، به نظر می‌رسد با لحاظ اینکه قصور و تخلف مبنای مسؤولیت مدنی نیستند باید گفت این دو عنوان نیز در شمول تعریف تقصیر قرار می‌گیرند. با وجود این، برداشتی که می‌تواند حکم ماده را از تکراری بودن خارج کند، در نظر گرفتن مسؤولیت بدون تقصیر در خصوص ارائه اطلاعات ناقص یا خلاف واقع است؛ بدین شرح که گفته شود قانون‌گذار در این ماده با آوردن واژه «یا» میان خسارات ناشی از قصور، تقصیر و تخلف با خسارات ناشی از ارائه اطلاعات ناقص یا خلاف واقع، هدفش تمایز میان مبنای مسؤولیت ناشی از اقدام اخیر با سایر موارد ورود زیان بوده است؛ یعنی اصولاً اشخاص مذکور در ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا. صرفاً زمانی مسؤول هستند که در انجام فعل زیان‌بار مرتکب قصور، تقصیر یا تخلف شوند مگر در خصوص زیان‌های ناشی از فعل زیان‌بار ارائه اطلاعات ناقص یا خلاف واقع که در این حالت، عامل زیان بدون اثبات تقصیر نیز مسؤول جبران ضرر است. ناکارآمدی و عدم تناسب تقصیر در برخی از زمینه‌ها و نتایج ناعادلانه آن و تلاش برای رسیدن به اهدافی مانند جبران کامل خسارت زیان‌دیده، آسان شدن اثبات ارکان دعوی مسؤولیت مدنی، وادار کردن اشخاص به رعایت احتیاط بیشتر و... لازم می‌دارد که مسؤولیت محض در خصوص برخی از فعالیت‌های اشخاص در جامعه اعمال شود. (بادینی، ۱۳۹۱، ص ۳۳) که این ضرورت باتوجه به لزوم ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در جهت توسعه آن، نسبت به زیان‌های ناشی از ارائه اطلاعات ناقص و خلاف واقع کاملاً وجود دارد.

سؤال دیگری که در اینجا پیش می‌آید اینکه چنانچه دو یا چند عامل دخیل در عرضه اولیه نسبت به ورود زیان به سرمایه‌گذاران نقش داشته باشند مسؤولیت آنان به چه

نحو است؟ نمونه بارز تعدد اسباب در ورود زیان جایی است که ناشر اطلاعات خلاف واقع یا گمراه‌کننده به حسابرس بدهد و متعاقب آن ارزشیاب نیز با تکیه بر صورت‌های مالی تهیه‌شده توسط حسابرس اوراق بهادار را به اشتباه ارزش‌گذاری کند. همچنین است حالتی که ارزشیاب با لحاظ گزارش دعاوی که توسط مشاور حقوقی تهیه شده و حاوی اطلاعات کاملی نیست، اوراق بهادار موضوع عرضه اولیه را بیشتر ارزشیابی کرده و موجب ایراد زیان به سرمایه‌گذاران شود. در این باره با همه مناقشاتی که در مسئله وجود دارد، آنچه به عنوان نظریه غالب که به عدالت نیز نزدیک‌تر است پذیرفته شده، نظریه «استناد عرفی» ضرر است. (باریکلو، ۱۳۹۶، ص ۵۲؛ جعفری-لنگرودی، ۱۳۷۸، ص ۴۳۱) به موجب این نظریه، عرف بهترین داور برای حاکمیت بر روابط خصوصی افراد است و هرگاه زیانی به بار آید، باید به دنبال این بود که عرف این زیان را مستند به چه کسی می‌داند. از این منظر، مسئول جبران خسارت، همان کسی است که زیان عرفاً مستند به اوست. (انصاری، ۱۳۹۰، ص ۱۲) با وجود این، قبلاً آمد که در دستورالعمل‌های مربوط، مشاور پذیرش - که اصولاً شرکت تأمین سرمایه است - مسئول مستقیم تیم پذیرش می‌باشد. از این حکم ممکن است این‌گونه برداشت شود که مشاور پذیرش همواره در کنار سایر اعضای تیم پذیرش مسئولیت تضامنی خواهد داشت؛ مثلاً چنانچه ورود زیان ناشی از خطای حسابرس یا ارزشیاب باشد مشاور پذیرش هم می‌تواند طرف دعاوی مسئولیت مدنی قرار گیرد. چنین برداشتی گرچه با لحاظ نقش و کارکرد اساسی مشاور پذیرش خوب است لکن با توجه به شان دستورالعمل و اینکه نمی‌تواند موجد حکم ماهوی باشد و همچنین استثنایی بودن مسئولیت تضامنی قابل دفاع نیست؛ لذا باید بر آن بود که مشاور پذیرش زمانی مسئولیت دارد که شخصاً به علت عدم رعایت تکالیف قانونی از دید عرف نسبت به ورود زیان سبب محسوب شود. با وجود این، چنانچه تشخیص سبب متعارف ممکن نباشد و یا همه اسباب به قدر مشابه در ایراد ضرر نقش داشته باشند با توجه به اینکه تحمیل مسئولیت به یک نفر از طریق قرعه ترجیح بلامرغ است و مسئولیت تضامنی نیز خلاف اصل بوده و فقط در شرایط خاص و صرفاً در صورتی که حادثه زیانبار به نحو مستقل به عوامل متعدد قابل انتساب باشد، می‌تواند جاری شود، بنابراین بهترین



راهحل، توزیع مسؤلیت به نحو تساوی است (عباسلو، ۱۳۹۰، ص ۱۰۰) از محتوای مواد ۵۲۶، ۵۲۸ و ۵۳۳ قانون مجازات اسلامی چنین برمی آید که امروزه اصل تقسیم مسؤلیت به تساوی در تصادم وسایل نقلیه و به طور عام در کلیه مواردی که خسارت مستند به دو یا چند شخص باشد، باید رعایت شود؛ مگر اینکه ثابت شود که تأثیر رفتار عاملان خسارت متفاوت بوده که در این صورت هریک به میزان تأثیر عمل خود مسؤل است. این راهحلی معقول و منطقی است که هم کار قاضی را با اعمال اصل تساوی آسان می کند و هم در راستای اجرای عدالت و انصاف، در صورت اثبات تفاوت تأثیر عمل، هریک را فقط به نسبت تأثیر عمل خودش مسؤل می شناسد و بار هیچ یک را بر دوش دیگری نمی گذارد. (صفایی و همکاران، ۱۳۹۷، ص ۱۶۲) لذا نمی توان گفت اشخاص مذکور در ماده ۴۳ دارای مسؤلیت تضامنی هستند؛ زیرا چنین برداشتی با اصول حقوقی ما سازگاری ندارد و به اعتقاد غالب فقها و حقوقدانان مسؤلیت تضامنی خلاف اصل و استثنا بوده و صرفاً در صورت وجود نص قانونی یا توافق اشخاص می توان قائل به آن بود. سیاق ماده نیز به گونه ای است که نمی توان از آن مسؤلیت تضامنی را برداشت کرد؛ چراکه ضمان تضامنی در خارج از موارد مصرح قانونی، برخلاف اصل بوده و تنها در صورتی پذیرفته می شود که یا در قانون و یا در عقد تصریح شود. (عیسائی تفرشی، ۱۳۸۹، ص ۹۹)

#### ۲-۴. حقوق انگلیس و آمریکا

در حقوق انگلیس مطابق بند ۱ ماده ۹۰ قانون خدمات و بازارهای مالی، «شخصی که وظیفه تهیه فهرست مشخصات را دارد، مسؤل پرداخت خسارت به هر شخصی که اوراق بهادار موضوع فهرست را تحصیل کرده و به علت اظهار خلاف واقع یا گمراه کننده یا جاگذاشتن مشخصاتی که در مواد ۸۰ یا ۸۱ قید آن ها لازم شمرده شده متحمل زیان شده است» در ادامه همان ماده در بند ۴، مسؤلیت اشخاصی را که ضوابط ماده ۸۱ را رعایت نکرده اند این گونه بیان نموده است: «هر شخصی که ضوابط ماده ۸۱ را رعایت نکند مسؤل جبران خسارت کلیه اشخاصی است که اوراق بهادار مربوط را تحصیل کرده و در آن خصوص، به علت این قصور و کوتاهی متحمل زیان

شده‌اند» از طرفی بندهای ۲ و ۵ همان ماده حکم مواد ۱ و ۴ را مشروط به استثنائات مذکور در جدول شماره ۱۰ همان قانون تحت عنوان «معافیت‌های پرداخت خسارت» می‌نماید که مطابق آن عامل زیان با اثبات ۸ مورد از جمله اصلاح اظهارات پیش از تحصیل اوراق بهادار، علم زیان‌دیده و... می‌تواند از مسؤولیت مبری شود. با بررسی این مقررات معلوم می‌شود که اشخاص دخیل در عرضه عمومی اوراق بهادار به‌صرف ارتکاب فعل زیان‌بار مسئول جبران خسارات وارده به اشخاص مشارکت‌کننده در عرضه عمومی هستند و عامل زیان در راستای معاف شدن از مسؤولیت، خودش باید عوامل رافع مسؤولیت مدنی که غالباً دلالت بر عدم تقصیر او یا از بین بردن آن دارند را اثبات کند. در خصوص نحوه مسؤولیت در فرضی که عوامل متعددی در ورود زیان نقش دارند نیز لازم به ذکر است، از آنجایی که ماده ب ۹۰ همان قانون صلاحیت وضع مقررات در خصوص مسؤولیت ناشران اوراق بهادار یا سایر اشخاص مرتبط را برای خزانه‌داری پیش‌بینی کرده است، مرجع اخیرالذکر می‌تواند در خصوص مسؤولیت اشخاص مذکور درباره اطلاعاتی که خطاب به دارندگان اوراق بهادار، بازار یا عموم مردم منتشر می‌شود ضوابطی را وضع نماید. در این راستا، خزانه‌داری ضمن بهره بردن از این اختیار، مسؤولیت ناشران اوراق بهادار یا سایر اشخاص مرتبط را به نحو تضامنی در نظر گرفته است. (Derek, 2008, P. 225)

در حقوق آمریکا، ارزش اصول جبران خسارت با تأکید بر جبران خسارت، نسبی و تابع برداشت‌های اجتماعی از عدالت است. (Moore, 1998, p.109) در حقوق این کشور، گرچه به مسؤولیت تضامنی عوامل زیان در فرایند عرضه اولیه تصریح نشده لکن مسؤولیت ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات، مسؤولیت محض است. در این راستا، مطابق قسمت a بخش ۱۸ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ این کشور، اشخاصی که در بیانیه ثبت به ارائه اطلاعات غلط یا گمراه‌کننده مبادرت کنند مسئول جبران خسارت ناشی از اقدام خود هستند مگر اینکه خواننده ثابت کند اقدام او مبتنی بر حسن نیت بوده و از نادرستی و گمراه‌کننده بودن اطلاعات آگاه نبوده است. باوجوداین، باید دقت کرد که این نوع مسؤولیت صرفاً برای ناشر، مدیران آن و شرکت تأمین‌سرمایه در نظر گرفته شده که نسبت به افشای اطلاعات بااهمیت شرکت در بیانیه ثبت مقررات را رعایت





نکرده و از این طریق موجب ایراد زیان به سرمایه‌گذاران شده‌اند. در این راستا، شرکت تأمین سرمایه و مدیران ناشر صرفاً با استناد به ایفای وظیفه راستی‌آزمایی و انجام بررسی‌های لازم می‌توانند از خود دفاع کنند و از مسؤولیت مبرا شوند. (Black, 2003; Fox, 2008, P.248) بند B بخش ۱۱ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ ایالات متحده صراحتاً به این موضوع می‌پردازد. این در حالی است که مطابق قسمت B بخش ۱۱ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳، برخلاف سایر اشخاص دخیل در عرضه اولیه، این حق برای ناشر در نظر گرفته نشده است تا با اثبات عدم تقصیر خود یا تلاش در جهت جبران تقصر از مسؤولیت مبرا شود.

## ۵. بررسی دعوای مسؤولیت ناشی از عرضه اولیه

### ۵-۱. حقوق ایران

تبصره ۱ ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا در خصوص مهلت طرح دعوای مطالبه ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه مقرر داشته که خسارت‌دیدگان موضوع این ماده می‌توانند حداکثر ظرف مدت یک سال پس از تاریخ کشف تخلف - و نه اطلاع از کشف تخلف - به هیأت‌مدیره بورس یا هیأت‌داوری شکایت کنند، مشروط بر اینکه بیش از سه سال از عرضه عمومی توسط ناشر نگذشته باشد. این در حالی است که مرور زمان در دعوای مدنی از نظر شورای نگهبان و مشهور علمای امامیه به‌ویژه فقهای معاصر با موازین اولیه شرعی مطابقت نداشته و عمل به آن جایز نیست. (خامنه‌ای، ۱۴۲۴، ص ۵۰۹؛ خمینی، ۱۴۲۲، ص ۶۴) اداره کل حقوقی قوه قضائیه در نظریه شماره ۵۴۰/۷ مورخ ۱۳۸۶/۲/۸ با توجه به نظریه شماره ۷۲۵۷ مورخ ۱۳۶۱/۱۱/۲۷ شورای محترم نگهبان مرور زمان دعوای حقوقی را منتفی دانسته است. این اداره در نظریه مشورتی شماره ۲/۹۶/۲۵۵۵ مورخ ۱۳۹۶/۱۰/۲۵ نیز اظهار نظر مشابهی کرده است. اگر گفته شود که این تبصره صرفاً امتیازی را به زیان‌دیده می‌دهد تا بتواند علاوه بر مراجع عمومی، در مراجع اختصاصی مذکور در مقرر نیز طرح دعوا کند و لذا فقط حق رجوع به مراجع مذکور را دارای مهلت اعلام کرده است و زیان‌دیده پس از مهلت مذکور می‌تواند به مراجع عام قضایی مراجعه کند، (سلطانی و دیگران، ۱۳۹۳، ص ۱۲۵؛ میرزایی منفرد، ۸۳،

ص ۳۸۷) باید گفت گرچه این تفسیر در جهت حفظ حقوق زیان‌دیده خوب است لکن هیات‌مدیره بورس و هیات‌داوری مراجع شبه‌قضایی محسوب می‌شوند؛ مراجع شبه-قضایی مراجعی هستند که خارج از صلاحیت عام دادگستری در موضوع ویژه صلاحیت پیگیری، رسیدگی و صدور حکم را دارا هستند. (امامی، موسوی، ۱۳۸۳، ص ۹۵) براین اساس، اختلاف صلاحیت مراجع قضایی و شبه‌قضایی نیز یک اختلاف صلاحیت ذاتی است. در این خصوص گفته شده که صلاحیت هیات‌داوری در رسیدگی به اختلافات بازار سرمایه، صلاحیتی اجباری و به موجب قانون است (سلطانی و دیگران، ۱۳۹۳، ص ۱۱۹) در این باره می‌توان به مفاد ماده ۱۰ قانون آیین دادرسی مدنی نیز استناد کرد که مطابق آن، چنانچه قانون مرجعی را صالح به رسیدگی دعوایی تعیین کرده باشد، دیگر دادگاه عمومی صلاحیت رسیدگی به موضوع را ندارد. از طرفی، چون اصولاً عرضه اولیه فعالیت حرفه‌ای بازار سرمایه محسوب می‌شود، زیان‌دیده ناشی از آن بدون وضع حکم تبصره ۱ ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا و با توجه به قاعده کلی وضع‌شده در ماده ۳۶ آن قانون نیز حق داشته که جهت مطالبه زیان خود به هیأت‌داوری مراجعه کند؛ بدون اینکه این حق او منوط به رعایت مهلت خاصی باشد. در واقع، نکته محل تأمل اینکه دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه چه خصوصیتی داشته که سایر دعوای حرفه‌ای بازار سرمایه که رسیدگی به آن در صلاحیت هیات‌داوری است نداشته‌اند تا اولی مشمول مرور زمان شود اما سایر دعوای نشوند؟

علاوه بر این، گرچه پیش‌بینی مرجع اختصاصی جهت رسیدگی به دعوای ضرر و زیان امری قابل دفاع است لکن پیش‌بینی هیأت‌مدیره بورس در کنار هیأت‌داوری به‌عنوان مرجع صالح به رسیدگی دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه نوعی بدعت ایجاد نموده است؛ زیرا بررسی اختلافات و دستور پرداخت خسارت نیازمند رسیدگی قضایی است، حال آنکه هیأت‌مدیره بورس فاقد چنین شأنی است (سلطانی، ۱۳۹۶، ص ۳۳۸) در واقع، نه‌تنها الزامات موجود در خصوص ترکیب اعضای هیات‌مدیره بورس آن را به مراجع شبه‌قضایی نزدیک نمی‌کند، بلکه هیچ‌گونه مقرراتی در خصوص آیین دادرسی آن وضع نشده است. گزافه نیست که گفته شود حتی ممکن است هیأت‌مدیره بورس نسبت به این تکلیف خود مطلع نباشد؛ لذا، پیش‌بینی صلاحیت موازی



برای دو مرجع با ترکیب متفاوت، عدم پیش‌بینی عضو حقوقدان در میان اعضای هیأت‌مدیره بورس و تصریح به قطعی بودن آرای هیات داور، درحالی‌که در مورد آرای هیأت‌مدیره در این مورد نصی موجود نیست، از نکات موردانتقاد تبصره ۱ ماده ۴۳ است. (عیسای‌تفرشی، ۱۳۸۹، ص ۱۰۸) همچنین وجود صلاحیت قضایی موازی برای دو مرجع موجب تشتت آراء و اتخاذ رویه‌های متفاوت از جانب هریک از آنان می‌شود که امری ناپسند است.

## ۲-۵. حقوق انگلیس و آمریکا

در حقوق انگلیس گرچه نهادهای مختلفی (وزارت خزانه‌داری، مرجع خدمات مالی، دیوان داور و دادگاه) می‌توانند در حوزه تخلفات انجام‌شده در عرضه عمومی ورود کنند؛ لکن رسیدگی به دعوی جبران ضرر و زیان ناشی از عرضه عمومی صرفاً در صلاحیت دادگاه قرار دارد. مطابق ماده 90b قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب ۲۰۰۰ وزارت خزانه‌داری می‌تواند مقرراتی را راجع به مسؤولیت ناشران اوراق بهادار قابل معامله در بازار متشکل و اشخاص دیگر مرتبط در قبال اطلاعاتی که برای دارندگان اوراق بهادار، بازار یا عموم مردم منتشر می‌کند وضع کند. در این‌باره صلاحیت مرجع خدمات مالی نیز صدور اخطاریه و تذکر راجع به نقض ضوابط مربوط توسط ناشر، عرضه‌کننده اوراق و متقاضی پذیرش اوراق در بازار متشکل است. (ماده 87M قانون اخیرالذکر) همچنین اعمال جریمه نقدی نسبت به ناشر اوراق بهادار پذیرفته‌شده و یا متقاضی پذیرش اوراق بهادار نسبت به تخلف از ضوابط پذیرش و عرضه اوراق بهادار نیز در صلاحیت مرجع خدمات مالی است. (ماده ۹۱ قانون اخیرالذکر) همچنین مرجع خدمات مالی می‌تواند به استناد ماده 87K و 87L پذیرش یا عرضه عمومی اوراق را تعلیق، منع یا محدود کند. دیوان داور نیز صلاحیت رسیدگی به دعوی ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه را نداشته و صرفاً مرجعی است که به اختلاف بین شخص معترض به تصمیمات مرجع خدمات مالی و مرجع خدمات مالی رسیدگی می‌کند. بر این اساس، در حقوق انگلیس رسیدگی به دعوی جبران ضرر و زیان ناشی از عرضه عمومی اوراق بهادار و صدور حکم در آن خصوص منحصر در

صلاحیت دادگاه قرار داشته و در خصوص مسئولیت مدنی اشخاص به سبب منتشر کردن یا اظهار کردن موضوعی که موجب ضرر به اشخاص شود، دادگاه مطابق صلاحیت عام خود به موضوع رسیدگی و در آن خصوص حکم صادر می‌کند. (Derek, 2008, P.225)

در حقوق آمریکا نیز گرچه کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) نقش بسیار مهمی در بازار سرمایه دارد و اجرای قوانین و مقررات افشای اطلاعات و همچنین نظارت بر اجرای آن‌ها توسط ناشران بر عهده آن است (Volz, 2016, p.4) لکن نهاد مزبور هیچ‌گونه صلاحیتی در خصوص رسیدگی به اختلافات فعالان بازار سرمایه ندارد. همچنین، گرچه نهاد داوری به نحو پیشرفته و ممتاز در بحث اختلافات بازار سرمایه آمریکا وجود دارد لکن ارجاع چنین موضوعاتی به داوری الزامی و اجباری نیست. حتی تا مدت‌ها نسبت به امکان ارجاع اختلافات به داوری در بازار سرمایه آمریکا تردید وجود داشت که سرانجام پس از صدور حکم دیوان عالی آمریکا در دعوای شرسون علیه مک ماهون چنین اقدامی مجاز و رایج شد (supreme. Justice. 2011) براین اساس، رسیدگی به اختلافات در بازار سرمایه آمریکا از جمله دعوای ضرر و زیان ناشی از عرضه اولیه، بدوا و اساسا بر عهده دادگاه‌های ایالتی و فدرال می‌باشد (lan, 1992, p.61) این نکته به صراحت در قسمت a بخش ۱۸ قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ نیز مقرر شده است. با وجود این، قانون اخیرالذکر در مواد ۶، ۱۵A و ۱۹ امکان ارجاع امر به داوری با توافق طرفین را پیش‌بینی نموده است.

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

رشد و توسعه بازار سرمایه مستلزم وضع مقرراتی است که ضمن حمایت از سرمایه‌گذاران، آن‌ها را نسبت به ورود یا ماندن در این بازار تشویق و ترغیب کند. عرضه اولیه به‌عنوان گام‌های ابتدایی شرکت‌ها در راستای ورود به بازار سرمایه نیز از این امر مستثنی نبوده و مقررات موجود باید ضمن کاستن از نواقص آن، حمایت‌های بعدی از مشارکت‌کنندگان را نیز به نحو مناسب تضمین کند. ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا.ا و تبصره‌های آن گرچه به نظر می‌رسد با چنین هدفی وضع شده‌اند؛ لکن نتوانسته‌اند



به خوبی از عهده این امر برآیند؛ زیرا اولاً: در نگاه نخست مبنای مسؤولیت مدنی را همان تقصیر دانسته است که این امر هیچ حمایتی از سرمایه‌گذار زیان‌دیده به عمل نمی‌آورد؛ با وجود این، همان‌گونه که آمد، تفسیر قسمت آخر ماده به مسؤولیت بدون تقصیر پیشنهادی است که قابل دفاع بوده و می‌تواند تا حدی از این نقص بکاهد. ثانیاً: وجود مسؤولیت تضامنی امری خلاف اصل و استثنا است و چون این ماده تصریحی نسبت به این موضوع ندارد، مسؤولیت اشخاص متعدد در ورود زیان طی عرضه اولیه طبق قواعد عام، همان مسؤولیت اشتراکی و نسبی است. احصای اشخاص مسؤل در عرضه اولیه و جامع نبودن حکم ماده نسبت به کلیه اشخاص دخیل در این امر نکته‌ای است که می‌تواند برداشت‌های متفاوت از مقرر را سبب شود؛ لذا بهتر است در این موارد بایمان یک حکم کلی، دست مرجع رسیدگی‌کننده را در تشخیص عامل زیان باز گذاشت. علاوه بر این، بیان مدت یک و سه‌ساله خواه مهلت تلقی شود یا مرور زمان، به زیان سرمایه‌گذاران است که این خود عدم اعتماد به بازار سرمایه را در پی دارد؛ لذا بهتر است این محدودیت برداشته شود. ایجاد صلاحیت موازی برای هیات‌مدیره بورس در کنار هیات‌داوری امری است که نه تنها هیچ‌گونه حمایتی از سرمایه‌گذاری در بازار بورس را به همراه ندارد، بلکه حقوق آن‌ها را نیز به لحاظ تخصص نداشتن هیات‌مدیره بورس و همچنین معلوم نبودن روند و آیین رسیدگی آن، در معرض خطر قرار می‌دهد. در پایان پیشنهاد می‌شود در وضعیت کنونی بازار سرمایه که نیازمند جلب اعتماد حداکثری عموم برای ورود یا ماندن در آن است، با نگاه تطبیقی به حقوق بازار سرمایه سایر کشورها از جمله انگلستان و آمریکا، با امعان نظر به پیشنهادهای موجود در این حوزه و از جمله موارد طرح‌شده در این مقاله، ماده ۴۳ ق.ب.ا.ب.ج.ا. بدین نحو اصلاح شود:

«چنانچه فعل یا ترک فعل اشخاصی که به موجب قوانین و مقررات مربوط، در روند عرضه اولیه اوراق بهادار نقش دارند، منجر به ورود خسارت به سرمایه‌گذاران شود، هر یک متضامناً با مشاور پذیرش مسؤل جبران خسارات وارده خواهند بود. در این خصوص عامل یا عاملان زیان، زمانی از مسؤولیت مبرا می‌شوند که ثابت نمایند زیان وارده ناشی از بی‌احتیاطی و بی‌مبالاتی آن‌ها نبوده است.»

## ۷. منابع

### ۱-۷. منابع فارسی

۱. اسکینی، ربیعا، حقوق تجارت شرکت‌های تجاری، ج ۲، چ ۲۶، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۹۸.
۲. انصاری، علی؛ مبین، حجت، «نظریه قابلیت انتساب در حقوق مدنی مسئولیت»، پژوهش‌های حقوق تطبیقی، ۱۵ (۷۱)، ۱۳۹۰.
۳. بادینی، حسن؛ شعبانی‌کندسری، هادی، «مسئولیت محض»، مجله حقوق تطبیقی، دوره ۳، شماره ۱، ۱۳۹۱.
۴. باریکلو، علیرضا، مسئولیت مدنی، تهران: میزان، چ ۱، ۱۳۹۶.
۵. توانگر، سیامک، «مسئولیت مدنی شرکت سهامی در حقوق ایران و انگلیس»، نشریه پیام آموزش، شماره ۳۵ و ۳۶، ۱۳۸۷.
۶. جعفری‌لنگرودی، محمدجعفر، مبسوط در ترمینولوژی حقوق، ج ۱، تهران: کتابخانه گنج دانش، ۱۳۷۸.
۷. سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، تهران: سمت، چ ۴، ۱۳۹۶.
۸. سلطانی، محمد؛ خلیلی، مرضیه؛ فلاح تفتی، زینب، بایسته‌های حقوق بازار سرمایه، تهران: بورس، چ ۱، ۱۳۹۳.
۹. صقری، محمد، حقوق بازرگانی شرکت‌ها، چ ۱، تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۹۳.
۱۰. عیسائی‌تفرشی، محمد؛ شهبازی نیا، مرتضی؛ نورانی‌مقدم، سیددینس، «مسئولیت مدنی ناشر در عرضه اولیه سهام شرکت سهامی عام»، پژوهش‌های حقوق تطبیقی، دوره ۱۴، شماره ۴، ۱۳۸۹.
۱۱. قاسم‌زاده، سیدمرتضی، الزام‌ها و مسئولیت مدنی بدون قرارداد، چ ۲، تهران: میزان، ۱۳۸۷.
۱۲. قربان‌پور، امیرمهدی، «تقصیر و رابطه سببیت»، مجله حقوقی و قضائی دادگستری، دوره ۷۰، شماره ۵۴، ۱۳۸۵.



۱۳. کاتوزیان، ناصر، مسؤلیت خارج از قرارداد، ج ۱، چ ۸، تهران: دانشگاه تهران، ۱۳۸۷.

۱۴. میرزایی منفرد، غلامعلی، سازوکار حل و فصل اختلافات در بازار سرمایه، تهران: اطلاع رسانی و خدمات بورس، چ ۱، ۱۳۸۷.

### ۲-۷. منابع عربی

۱۵. انصاری، مرتضی بن محمد امین، کتاب المکاسب، تحقیق و تصحیح گروه پژوهش در

کنگره، قم، کنگره جهانی شیخ انصاری، ۱۴۱۵

۱۶. خامنه‌ای، سید علی، أجوبه الاستفتائات، چ ۱، قم: دفتر معظمه، ۱۴۲۴.

۱۷. خمینی، سید روح الله، استفتائات، ج ۳، چ ۵، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۲۲.

### ۳-۷. منابع انگلیسی

18. Bhatia, Shikha, "A Study on the Long-Run Performance of Initial Public Offerings in India", *Journal of Managerial Finance and Research*, 6 (2), 2017.
19. Black, H. Campbell & Garner, A. Bryan, BLACK'S LAW DICTIONARY, West Publishing Co. 1971.
20. Black, Bernard and Cheffins, Brian. and Klausner, Michael. "Outside Director Liability", *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, University of Texas School of Law, 9(26), 2003.
21. Charlesworth and Morse, *Company law*, 14th ed, London, Sweet & Maxwell/Stevens, London, 1991.
22. Derek, French, *Blackstone's Statutes on Company Law*, 11th ed, 2007-2008.
23. Douglas, William, Bates, George, "The Federal Securities Act of 1933". *Yale Law Journal*. The Yale Law Journal Company, Inc. 43 (2), 1993.
24. Fox, Merritt. B. "Civil liability and Mandatory Disclosure", *Columbia Law and Economics Working Paper*, 109(330), 2008.
25. Gillis, John, "Securities Law and Regulation: New Integrated Disclosure System" *Financial Analysts Journal*, Vol. 37, No. 1, 1981.

26. Harpwood, Vivienne, *Modern Tort Law*, 5th edn. New York, Routledge-Cavendish. 2008.
27. Hirst, Scott and Kobi Kastiel, "Corporate Governance by Index Exclusion", *Boston University Law Review*, 2019.
28. Lan, R. Macneil, *America Arbitration Law*, New York Oxford University Press, 1992.
29. Larry K. Gaines, Victor E. Kappeler, Zachary A. Powell. *Civil Liability, Policing In America*, Routledge, 2011.
30. Len Sealy and Sarah Worthington, *Cases and Materials in company*, Oxford University Press, 8th ed, 2007.
31. Lewis F. Powell Jr. *Touche Ross Co. v. Redington*, Washington and Lee University School of Law, 1978.
32. Lim, Joseph and Anthony Saunders, *Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists*, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, 1990.
33. Moore, Richter. H. "Civil Liability for Negligent and Inadequate Training: A Private Security Problem", *Journal of Contemporary Criminal Justice*, 4(2), 1998.
34. Orol, Ronald, "Schapiro to step down from SEC", *Market Watch*, November 26, 2012.
35. Palmiter, Alan, R. *Corporations: Examples and Explanations*. Aspen Publishers, 2009
36. Palmiter, Alan. R. *Securities Regulation: Examples and Explanations*. Aspen Publishers, 2008.
37. Ritter, Jay, *Initial Public Offerings*, University of Florida, Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance, 1998.
38. Schwartz, Andrew, *Mandatory Disclosure in Primary Markets*, University of Colorado Law School, 2019.
39. Steinberg, Marc, Gevurtz, Franklin & Chaffee, Eric. *Global Issues in Securities Law*. West Academic. 2014.
40. Volz, Dustin. Yahoo hack may become test case for SEC data breach disclosure rules". *Reuters*. Retrieved 13 December 2016.



# Criticizing The Civil Liability Due to Initial Offering in the I. R. I.'s Securities Market Law by Looking at British and American Law

Nima Alijannejad<sup>1</sup>, Hamid Abhary<sup>2\*</sup>

1. Ph.D. Student in Private Law, Faculty of Law and Political Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran
2. Professor in Private Law, Faculty of Law and Political Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran

Receive: 24/11/2021

Accept: 10/07/2022

## Abstract

The IPO on the stock exchange, as one of the professional activities, requires the role of several individuals. s. 43 of Iranian Market Law, although seeks to emphasize the responsibility of these individuals in order to protect the rights of investors and consequently the capital market, but this regulation not only failed to address this issue, but in some cases made it more difficult to realize the lost rights. Is. No change in the basis of civil liability, deadline for filing a liability lawsuit, counting responsible persons, creating parallel jurisdiction for the board of directors and the role of detecting and declaring infringement Damage by the injured party is one of the points to be considered in this article. A study of British and American law, however, reveals that litigation in that country is highly regulated and that existing regulations provide maximum protection for investors. Changing the basis of liability from fault to fault without liability, creating joint and several liability for the perpetrators of multiple losses in a single loss and reviewing the competence of the board of directors in handling litigation are some of the solutions that can provide maximum protection to the investor and the capital market.

**Keywords:** Initial Public Offering, Securities, Investor, Civil Liability, Fault.

---

\* Corresponding author's E-mail: h.abhari@umz.ac.ir