

بہ نام خدا



مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

استانداردہا و الزامات بین المللی افشای اطلاعات

در بازار سرمایہ (IOSCO-EU-G20) و شیوہ ہای رویارویی

امیر حسین حقیقی

استانداردها و الزامات بین‌المللی افشای اطلاعات

در بازار سرمایه (IOSCO-EU-G20) و سئوهای رویارویی

مؤلف: امیرحسین حقیقی

چکیده

در این نوشتار به دنبال آن خواهیم بود که به بررسی استانداردهای بین‌المللی افشای اطلاعات بپردازیم؛ استانداردهای افشای اطلاعات نقش کلیدی در بین‌المللی شدن بازارهای مالی ایفا می‌کنند و چه از نظر ناشرین برای تسهیل در پذیرش در بازارهای خارجی و چه از نظر سرمایه‌گذاران برای اعتماد و اطمینان در قابل قبول بودن استانداردها برای سرمایه‌گذاری در بازارهای دیگر، می‌توانند عاملی مهم در روابط فرامرزی سرمایه‌گذاران و بورس‌ها به شمار آیند. ابتدا اهمیت افشا در بازارهای بورس را تبیین و بعد از مختصر توضیحی در مورد مقررات ایران، تمرکز بحث را بر استانداردهای معرفی شده از سوی سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو) که مرجع اصلاحات بسیاری از کشورها و نظام‌های حقوقی بوده، خواهیم گذاشت و همچنین به استاندارد معرفی شده از سوی گروه جی ۲۰ و همچنین اتحادیه اروپا نیز به صورت اجمالی اشاره خواهیم کرد.

واژگان کلیدی: حقوق مالی، افشای اطلاعات، آیسکو، بین‌المللی شدن بازار سرمایه

بنیان اساسی که بازار بر پایه آن عمل می کند این فرض است که شرکت کنندگان در صحنه بازار بر مبنای اطلاعات کافی، دست به انتخاب می زنند. اگر کنشگران در صحنه بازار، بر مبنای اطلاعات کافی دست به انتخاب می زنند و اگر کنشگران بازار که تولیدکنندگان، توزیع کنندگان، مصرف کنندگان و کارگران هستند اطلاعات کافی در مورد هزینه ها و منافع همه گزینه های خود داشته باشند، بازار آزاد، کارآمدترین و عادلانه ترین تخصیص منابع را به بار می آورد. با این حال ممکن است که بازار در فراهم آوردن این پیش شرط های اطلاعاتی برای تخصیص کارآ و عادلانه منابع ناکام بماند. این کاستی اغلب در زمینه خدمات مالی و تجارت اوراق بهادار نمود پیدا می کند. سازمان های مالی و بانک ها همانند معاملات مالی نسبت به سواستفاده ها و کاستی هایی که ناشی از بازار غیرشفاف است، بیشتر آسیب پذیر هستند. علاوه بر این بر خلاف دیگر کالاها ارزش اوراق بهادار به رفتار آینده توزیع کننده ها بستگی دارد. اوراق بهادار اساساً کالاهای پیچیده ای هستند و تجارت آنها به گونه ای است که فرصت برای بی صداقتی و سورفتار به طور مداوم، وجود دارد. بازار های مالی که مبتنی بر اطلاعات ناقص اند، همیشه با خطر شکست بازار مواجه می باشند، زیرا طرفین متأثر از این اطلاعات ناقص ممکن است از ورود به قراردادهای خودداری کرده یا آنکه در تخصیص بهینه ریسک ناتوان باشند. نتیجه عدم اتخاذ استانداردهای مناسب برای افشا اطلاعات می تواند آثار معتناهی در نظام مالی - اقتصادی داشته باشد و به در هم شکستن بازارهای سهام در سراسر جهان منجر شود که آسیب پذیری هرچه بیشتر خدمات مالی در اقتصاد مبتنی بر بازار را نشان می دهد.^۱

می توان چنین بیان کرد که افشای اطلاعات مهم ترین اصل در نظام مقررات گذاری بازارهای اوراق بهادار می باشد و شاید نقطه عطف تمیز این بازار نسبت به سایر بازارها بوده و مسئله افشای اطلاعات بنگاه ها، مقابله با مشکلات نقصان در اطلاعات و نیل به تعادل و تقارن اطلاعاتی میان ناشرین اوراق بهادار و همچنین سرمایه گذاران، اصلی ترین اهداف مقنن و سیاست گذاران در حوزه اقتصادی می باشد. از آنجاکه ناشر در هر بازاری که به ثبت می رسد، می باید الزامات افشای بازار پذیرش شده را نیز رعایت نماید. برخی ائتلاف های منطقه ای مانند امریکای شمالی و اتحادیه اروپا حرکت هایی برای هماهنگ سازی استانداردهای افشای خود داشته اند تا مانعی از حرکت سیال و آزادانه سرمایه را از سر راه بردارند.^۲ در مقررات ایران فصل سوم قانون بازار اوراق بهادار به بازار اولیه اختصاص یافته است و مطابق ماده ۲۰ این قانون، عرضه عمومی اوراق بهادار در بازار اولیه منوط به اخذ مجوز یا به عبارتی ثبت اوراق نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است که هدف آن حصول اطمینان از رعایت مقررات قانونی، مصوبات سازمان و شفافیت اطلاعاتی است. بدین منظور ناشر موظف است تقاضای ثبت اوراق بهادار را همراه با بیانیه ثبت و اعلامیه پذیرهنویسی جهت اخذ مجوز عرضه عمومی به سازمان تسلیم نماید (ماده ۲۲ قانون بازار اوراق بهادار). اطلاعاتی که لازم است که از طریق بیانیه ثبت ارائه شوند، مطابق دستورالعملی که به موجب تبصره ماده ۲۲ قانون بازار با عنوان "دستورالعمل ثبت و عرضه اوراق بهادار" در سال ۱۳۸۵ به

^۱ باقری محمود، ۱۳۹۰، نقش حقوق شرکت ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی سازی، مرکز پژوهش های مجلس، تهران، صفحه ۱۰۷

^۲ Veil digger, 2013, Europen capital markets law, Hart publishing, Portland USA, Page 115

تصویب شورای عالی بورس رسیده، تعیین شده‌اند.^۳ اختصاص فصل پنجم از قانون بازار در رابطه اطلاع‌رسانی در بازارهای اولیه و ثانویه در شش ماده به‌طور مجزا نیز اهمیت افشای اطلاعات را نزد مقنن ایرانی متجلی می‌سازد و دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶ نیز به‌طور مفصل موارد الزامی افشا بنگاه‌های ثبت‌شده را مقرر داشته است.

استانداردهای افشای بین‌المللی برای عرضه‌های فرامرزی و پذیرش اولیه ناشران خارجی

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار در ردای یک تشکل داوطلبانه، متشکل از کمیسیون‌های اوراق بهادار از سرتاسر جهان فعالیت می‌نماید که از سال ۱۹۴۷ تشکیل شده است، این سازمان مجمع و مجلسی برای دولت‌ها و کشورها نبوده و همچنین اختیار مقررات گذاری بر اساس حقوق بین‌الملل نداشته و تصمیماتش به‌عنوان یک معاهده چندجانبه برای اعضایش الزام‌آور نمی‌باشد، ولی می‌توان از آن به‌عنوان اصلی‌ترین نهاد که به مقررات اوراق بهادار از نگاه جهانی می‌پردازد، یادکرد.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو) در بیست و سومین کنفرانس سالیانه خود در نایروبی کنیا، سپتامبر ۱۹۹۸، سندی را بانام استانداردهای بین‌المللی افشا برای عرضه فرامرزی و پذیرش اولیه ناشرین خارجی تصویب نمود. این سند جنبه‌های غیرمالی افشای اعضای آیسکو را با اتفاق آرا به تصویب رساند. انتشار این استانداردها را می‌توان حاصل وضعیتی دانست که در دهه هشتاد میلادی رخ داد و نیاز به تسهیل در جریان سرمایه در بازارهای مختلف برای نیل به کار آیی احساس شد.

این استانداردها، سرمایه‌گذاران را در مورد این که حداقلی از افشا به شکل قابل‌مقایسه با سایر موارد، در دسترس ایشان خواهد بود، مطمئن می‌ساخت. این استانداردها در وهله اول منجر به این می‌شد که ناشرین بتوانند با آماده ساختن تنها یک صورت غیرمالی افشا، امکان تجهیز منابع مالی را در بیش از یک قلمروی قانونی داشته و از سویی دیگر نیز گامی مهم در کاهش هزینه‌های تأمین مالی فرامرزی به شمار می‌آمد. در گام سوم مرجعی مطمئن برای نظام‌هایی که به دنبال بازیابی در نظام افشای خود بودند، به شمار می‌رفت. البته اعضای آیسکو تشویق به اتخاذ تدابیری جهت همسو شدن مقررات خویش با این استانداردها برای حمایت از سرمایه‌گذاران شدند تا آنکه ایشان تنها نیاز به مطالعه و بررسی الزامات افشا با یک استاندارد واحد داشته باشند؛ لذا این استانداردها لقب **پاسپورت بین‌المللی**^۴ را پیدا کردند.

آزادی سازی سیاسی و اقتصادی و برداشتن موانع تجارت بین‌المللی و جریان وجوه مالی همراه با جریان اطلاعات، انسان‌ها و پول، نتیجه انقلاب صنعتی و تکنولوژیک به شمار می‌رفتند که جهانی‌شدن را در جنبه‌های مختلفی موجب می‌شدند. در دو دهه آخر قرن بیستم بود که تأمین مالی از طریق انتشار اوراق، به‌خصوص سهام، به‌طور جدی مورد استفاده قرار گرفت. عملیات فرامرزی اوراق بهادار در ادامه همین وضعیت دو مرحله را می‌گذراندند اول آنکه سرمایه‌گذاران آزادی

^۳ آبراهیمی مریم، ۱۳۹۰، مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۵ سال چهارم، صفحات ۱۶۱ تا ۱۸۹، صفحه ۱۶۴

^۴ International passport

و سهولت بیشتری در دسترسی به بازارهای جدید مالی بین‌المللی داشتند و از سویی دیگر شرکت‌ها و کمپانی‌های بین‌المللی بودند که فرصتی برای تجهیز منابع از راه‌های جدیدتر و بازارهای مالی بکر پیدا می‌کردند. نتیجه شگرف در این جا برای کشورهای درحال توسعه خاتمه بخشیدن به مونوپولی بانکی در جمع‌آوری وجوه و ارائه تسهیلات بود که حکومت‌ها با فراهم آوردن "اعتبار" به صورت پول در قبضه داشتند.

وابستگی‌ها و ارتباطات متقابل ناشی از بین‌المللی شدن خود برخی چالش‌ها را برای سیاست‌گذاران و مقررات‌گذاران بازار سرمایه ایجاد می‌کرد. اصلی‌ترین آن‌ها تسهیل تأمین مالی برای نیل به بهره‌وری و کار آیی اقتصادی بود، که درعین حال نه تنها تضمینی برای حمایت از حقوق سرمایه‌گذار بلکه با کاهش ریسک سیستماتیک و انتقال ریسک از بازاری به بازار دیگر همراه بود، که وضعیتی متناقض نما میان اتخاذ سیاست‌های متحدالشکل و همچنین تأکید بر تمایزات و تشخیص‌های بازار را ایجاد می‌کرد. این بود که در کنار بحران سال ۱۹۹۷ آسیا موجباتی برای طراحی یک نظام جهانی مالی را از سوی کشورهای جی ۱۰، برای تضمین ثبات مالی بین‌المللی کشورها در طول بحران‌ها را فراهم داشت.^۵

یکی از شیوه‌های که برای معماری مالی جهانی تدبیر گردید، توسعه و ترویج استانداردهای بین‌المللی و رویه‌های ممتازی بود که برای مقررات‌گذاری عملکردها و عملیات بازارها و نهادهای نظام مالی جهان، به کار می‌رفتند. رویه‌ها و استانداردهای مزبور شامل: مقررات احتیاطی، حاکمیت شرکتی، رفتار تجاری، افشا و شفافیت برای نیل به اهدافی چون تضمین شفافیت، ثبات مالی و حمایت از سرمایه‌گذار/مصرف‌کننده به شمار می‌رفت. کشورها نیز شیوه‌های سیاست‌گذاری ملی، سیستم‌های نظارتی، استانداردهای افشا و روش‌شناسی‌های حسابداری را به سمت معیار مقبول بین‌المللی سوق دادند.

طرفداران هماهنگی استانداردهای بین‌المللی به ارتقای در اطمینان و ثبات و جلوگیری از مسابقه رو به پایین^۶ برای ناظران بازار اشاره می‌کردند. از سویی این استانداردها، سیاست‌گذاران و مقررات‌گذاران را در تفسیر اطلاعات و مطلع ساختن قضات در مورد ریسک و اعتبار سرمایه‌گذاری کشورها و بنگاه‌ها، با افزایش شفافیت و تسهیل در امکان مقایسه، کمک می‌کرد. همچنین اهداف، انتظارات و الزامات در رژیم‌های اقتصادی- فرهنگی- حقوقی و اقتصادی دنیا به راحتی امکان همگرایی نظارتی را به ایشان اعطا نمی‌کرد. درواقع مخالفین هماهنگ‌سازی، نوآوری‌ها را عقیم، انعطاف‌پذیری‌ها را جامد عنوان می‌کرده و آن را عامل حذف رقابت بازارها می‌دانستند.^۷

خلاصه آنکه اتخاذ این استانداردها را به طور خاص می‌توان ناشی از دو عامل دانست؛

^۵ Clair Paul Kumar, 2001, International passport to cross border offering and listing of securities –The reality, International finance seminar, Harvard law school, page 12.

^۶ Race to the bottom

^۷ Clair Paul Kumar, 2001, International passport to cross border offering and listing of securities –The reality, International finance seminar, Harvard law school, page 16.

۱. اساس و فلسفه مقررات گذاری در بازارهای اوراق بهادار سرتاسر جهان مبتنی بر تمرکز بر نقش اساسی شفافیت و افشای اطلاعات و همچنین اهمیت ارتقای در شناسایی معیارهای مزبور در ثبات بازارهای اوراق بهادار جهان بود.

۲. سهولت و سرعت در تهیه و انتشار اطلاعات در نتیجه تکنولوژی به عنوان یک عامل دیگری جهانی سازی، مطرح می شد.

استانداردهای بین المللی افشا از دو بخش تشکیل می شود:

بخش اول؛ الزامات افشا را برای تبعیت شرکت هایی که درگیر عرضه عمومی و پذیرش فرامرزی می باشند، بیان کرده است که به عرضه های سهام که در عوض وجه نقد باشد و در مرحله تهیه امید نامه، تدارک مدارک و اسناد عرضه و پذیرش اولیه و صورت های ثبت هستند، به کار می روند. جنبه های مختلفی که استاندارد مزبور، آن ها را پوشش داده است، شامل ده تقسیم بندی می شود، که در ضمیمه آورده شده است.

الزامات افشا، اگرچه در مورد نوع گزارش هایی که می باید همراه با اسناد عرضه ارائه شود و همچنین تاریخ و بازه زمانی هریک تصریح داشته است ولی در مورد اصول حسابرسی و حسابداری که اطلاعات مالی را در بردارد، سکوت اختیار کرده است.

الزامات، همچنین در رابطه با سایر اقسام افشا که بعد از عرضه اولیه لازم خواهد بود مانند: ترکیبات کسب و کار، عرضه مزایده ای، عرضه بورس، معاملات خصوصی، معاملات با شخص خاص، طرح های سرمایه گذاری جمعی یا راه اندازی بنگاه بدون سابقه عملیاتی، اشاره ای ندارد و موارد مزبور خارج از حوزه توصیه ای استانداردهای می باشند.

الزامات مزبور همچنین ارتباطی با مقررات ضد تقلب و اطلاعات نهانی برای افشای بعد از عرضه اولیه ندارد و معیاری نیز برای مقام ناظر جهت پذیرش یا پذیرش ناشر مانند میزان سهام شناور، سابقه عملیاتی، سودآوری و حجم دارایی دربر ندارد.

بخش دوم استانداردها نیز آیتم هایی از افشا را شامل است که آیسکو نتوانسته به جمع بندی در رابطه با آن برسد. لیست مزبور شامل تعاریف و رویکردهای مختلف به مفهوم اساسی و مهم بودن، صورت های پیش بینی و آتی، مندرج ساختن اطلاعات با ارجاع به آن ها، افشای در صنایع خاص، قابلیت مصونیت مدیرعامل و شرط جبران خسارات و ارزشیابی اموال می باشد.

در مورد محدودیت های استانداردهای افشا باید اشاره داشت که این استانداردها، تنها در مورد افشای غیرمالی می باشد و در غیاب استاندارد مالی جهت گزارشگری، این استانداردها مشارکت کمی را در نیل به مفهوم پاسپورت بین المللی ایفا خواهد کرد. استانداردها تمام جنبه های غیرمالی افشا را مدنظر قرار نداده است و همان طور که از مقررات بخش دوم آن

پیداست، متضمن برخی تعصبات بومی در مفاهیم می‌باشد^۸ لذا برخی تردیدی را وارد ساخته‌اند که آیا توافقی بین‌المللی بر روی مسائل تحت شمول بخش دوم می‌تواند صورت بگیرد یا خیر. تا جاییکه برخی استانداردها را تشریحی بر انتظارات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات‌متحده دانسته‌اند و اهداف استاندارد را پوچ برشمرده‌اند.^۹

نحوه رویارویی کشورها با استانداردهای معرفی شده از سوی آیسکو

در سپتامبر ۱۹۹۸، آیسکو استانداردهای جدید افشا در رابطه با عرضه اولیه و پذیرش فرامرزی از سوی ناشرین خارجی را تدوین نمود. هدف اصلی آیسکو، در ترویج این استانداردها، توسعه شاکله صورت‌های غیرمالی، برای استفاده ناشرین خارجی در عرضه‌های اولیه و پذیرش بین‌المللی بود. همچنین آیسکو توصیه نمود که هر قلمروی قانونی در گنجاندن این استانداردها، اقدامات مقتضی تحلیلی- مطالعاتی را بعمل آورد. البته این استانداردها برای اعمال بر افشای عرضه اولیه اوراق بهادار سرمایه‌ای تدوین شده‌اند، ولی کشوری مانند ایالات‌متحده در مورد اوراق بدهی نیز این استانداردهای را اعمال کرد. کمیسیون بورس ایالات‌متحده، استانداردهای بین‌المللی را در مورد صورت‌های ثبت مقرر شده در قانون ۱۹۳۴، مندرج ساخت که البته تنها در مورد عرضه‌های فرامرزی اعمال می‌شد و به ناشرین داخلی اعمال نمی‌گشت.^{۱۰}

آیسکو در معرفی استانداردهای افشای عرضه فرامرزی، به دنبال جایگزین کردن این استانداردها با نظام افشای داخلی نبوده است ولی برخی کشورها فراتر از توصیه آیسکو، اقدام به الزامی کردن این استانداردها برای ناشرین داخلی نیز کرده‌اند. به طور مثال: بورس سهام سنگاپور، مقررات پذیرش خود را در سال ۲۰۰۰ برای مطابقت با استانداردهای افشای آیسکو هم به ناشرین داخلی و هم ناشرین بیگانه اصلاح نمود و به طور نمونه جایی که الزامات آیسکو ارائه ۵ ساله اطلاعات را الزامی داشته است، سنگاپور بازه مزبور را به صورت ۳ ساله تعریف کرده بود، که اقدام به اصلاح آن کرد.^{۱۱} مکزیک و آرژانتین نیز استانداردهای افشای بین‌المللی را هم برای ناشرین داخلی و هم بیگانه الزامی کردند. ایتالیا نیز در سال ۱۹۹۹ مقررات افشای خویش را با لحاظ استاندارد معرفی شده از سوی آیسکو اصلاح نمود.

^۸ Clair Paul Kumar, 2001, International passport to cross border offering and listing of securities –The reality, International finance seminar, Harvard law school, page 18.

^۹ البته این مساله در تا به امروز مورد پذیرش قرار گرفته است، جریان های قانون نویسی و مقررات گذاری در حقوق مالی تا حد بسیار بالایی متأثر از سیاست های ایالات متحده می باشد که می تواند شواهد متعددی را از بازارهای مختلف مانند اتحادیه اروپا، جنوب شرق آسیا و ژاپن برای این گزاره مطرح ساخت (که در نوشتارهای آتی به آن خواهیم پرداخت).

^{۱۰} البته استانداردهای افشا در مورد این که بر مبنای کدام شاکله اصول حسابداری و حسابداری استفاده شوند، سکوت کرده اند که بر مبنای هر حوزه قانونی تعیین خواهد شد.

^{۱۱} هدف این بود تا ناشرین تنها خود را با یک استاندارد افشا مطابقت دهند و پذیرش در بورس های دیگر و همچنین تامین مالی از بازارهای دیگر تسهیل گردد، لذا به این استانداردها لقب "پاسپورت بین المللی" داده اند.

^{۱۲} Wolff Samuel, 2001, Implementation of international disclosure standards, University of Pennsylvania journal of international economic law, page 3.

همچنین باوجود استانداردهای پذیرفته شده بین المللی، برخی تطبیقات با نظام کشوری یا محلی با توجه به تفاوت مفاهیم، الزامی خواهد بود. برای جامعه مقررات گذاران در سطح جهان، حرکت به سوی همگونی یا تصریح متقابل پذیرش الزامات افشای غیرمالی ضروری خواهد بود، کمیسیون اوراق بهادار و بورس ایالات متحده در این زمینه بیان داشته که «توانایی در مهیا ساختن "یک سند افشای اصلی" می تواند هزینه های تأمین مالی را برای ناشرین کاهش داده و به ایشان اجازه دهد تا در رابطه با محل تأمین سرمایه و پذیرش اوراقشان با نگرانی کمتری در رابطه هزینه ها و بار تطبیق با سیستم های چندگانه نظارتی تصمیم بگیرند.» در ایالات متحده امریکا، الزامات افشا، عموماً در مقررات کمیسیون بورس مقرر شده اند. قسمت عمده آن در مقررات S-k برای ناشرین داخلی و فرم 20-F برای ناشرین خارجی تدوین شده اند؛ البته در برخی کشورها این الزامات از سوی دولت برای نهاد ناظر به صورت قانون درمی آید و در برخی کشورها نیز چنین الزاماتی از سوی بورس ها مقرر می شوند که در این صورت استانداردهای افشا تا حد زیادی با فرآیند پذیرش درهم تنیده شده اند. شرکت "الزامات پذیرش" را آماده می سازد که معمولاً از سوی بورس بررسی می شوند. درنهایت این الزامات به عنوان امید نامه به کار می رود.^{۱۳}

ایالات متحده امریکا رویکرد متفاوتی در اتخاذ استاندارد افشای آیسکو داشت، کمیسیون بورس و اوراق بهادار اقدام به مندرج ساختن این استانداردها در قوانین داخلی خود نمود و تطبیق با آن را تنها برای ناشرین داخلی الزامی دانست که البته می توانستند به صورت اختیاری به جای استاندارد مزبور از استانداردهای داخلی ایالات متحده، پیروی کنند. می توان گفت چالش های ناشی از جهانی شدن، رقابت و دیجیتالی شدن اطلاعات و اینترنت، موجب تغییرات اساسی رویکردهای نظارتی ایالات متحده نسبت به ناشرین خارجی گردید. به طور سنتی کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده، موقعیت ناشرین خارجی را نسبت به تطبیق با مقررات افشای داخلی، برای دسترسی به سرمایه موجود در بازار ایالات متحده، منطبق بر وضعیت ناشرین داخلی می دانست. نتیجه این رویکرد مشکلات صلاحیتی و عملی بود که منجر به تغییر در نگرش رفتار ملی شد تا برخی استثنائات را برای ناشرین خارجی لحاظ نمایند. کمیسیون بورس امریکا، به عنوان یک بازیگر مؤثر در جریان هماهنگ سازی بین المللی در جهت اتخاذ استانداردهای بین المللی حرکت کرد تا مشکلات وضعیتی هایی مانند شناسایی متقابل رخ ندهد، این روند با سرعت کمی به پیش می رفت که نسبت به سرعت رقابت، جهانی شدن و آثار دیجیتالی شدن اطلاعات و اینترنت قابل مقایسه نبود. کمیسیون با دیدگاهی عمل گرایانه و به صورت ترکیبی رفتار کرد، به این نحو که اصل رفتار ملی به عنوان اصل لحاظ می شد ولی برخی اصلاحات مانند هماهنگ سازی بر اساس استانداردهای بین المللی و نیز شناسایی متقابل و اعمال استثنائات همراه آن بود که البته این که اصل رفتار ملی پایه سیاست های تقنینی محسوب می شد، خود می توانست مشکلاتی را ایجاد کند.^{۱۴}

^{۱۳} در این چارچوب کمیسیون دولتی اوراق بهادار از این فرآیند حذف می شود. افشای کامل معمولاً هنگام عرضه عمومی بعد از پذیرش در کشور دیگر صورت می گیرد. به طور سنتی نظارت در مورد عرضه عمومی اوراق بهادار پذیرش نشده در این کشورها گستردگی کمتری نسبت به مقررات گذاری موارد پذیرش شده دارد و تنها ثبت شرکت را الزامی می دارد.

¹⁴ Karmel Roberta, 2000, will convergence of financial disclosure standards change SEC regulation of foreign issuers?, Brooklyn journal of international law Vol 26, page 1

رویه ایالات متحده آمریکا از سوی سوئیس مورد استفاده قرار گرفت. انگلستان رویکرد متفاوتی داشت و مقام پذیرش^{۱۵} از سوی مقام خدمات مالی (FSA) (که امروزه به (FCA) به مثابه نهاد جدیدی مبدل گشته است)، مورد قبول واقع شد و بدین نحو ناشرین خارجی از تطبیق با مقررات افشای داخلی انگلستان استثنا شدند ولی به صورت اختیاری می توانند بر اساس الزامات افشای داخلی انگلستان، نیز اطلاعات را ارائه دهند. البته این دو استاندارد همپوشانی هایی نیز دارد ولی تفاوت هایی نیز قابل اشاره هستند، به طور مثال: استانداردهای بین المللی عرضه فرامرزی مقرر داشته است که شرکت می باید اشخاصی که به میزان ۵٪ یا بیشتر از سهام دارای حق رأی منتفع می باشند را افشا نمایند، در حالی که در مقررات داخلی انگلیس این میزان ۳٪ تعیین شده است.

در موردی که شرکت در انگلستان عرضه عمومی می شود، ولی متقاضی پذیرش نمی باشد الزامی به انطباق با مقررات افشای مقام مالی نیست ولی می باید مقررات عرضه عمومی که از سوی وزارت خزانه داری انگلستان وضع شده اند، رعایت شوند. البته قبل وضع این مقررات این شرکت ها می بایست خود را با مقررات امید نامه قانون شرکت ها تطبیق دهند. مقررات عرضه عمومی وضع شده از سوی خزانه داری، بر مبنای استانداردهای حداقلی که برای عرضه عمومی بدون پذیرش از سوی اتحادیه اروپا مقرر شده بودند، تدوین شده بود و ممکن است برخی همپوشانی ها میان مقررات عرضه عمومی و استانداردهای بین المللی عرضه فرامرزی وجود داشته باشد. لذا متقاضی که متعهد به انطباق با مقررات عرضه عمومی است لازم است صرفا با همان مقررات منطبق باشند و اینکه خود را با معیار آیسکو نیز تطبیق دهند، مزیتی برایشان بار نخواهد آورد. در اینجا بهتر بود که مقررات عرضه عمومی منطبق بر استانداردهای آیسکو تدوین می گشت، ولی از آنجاکه از سوی مقام نظارتی غیر بورسی، یعنی وزارت خزانه داری تدوین شده اند، این نقص متوجه مقررات می باشد.^{۱۶}

نحوه دیگر مواجهه با این استانداردها، به این نحو بود که کشورهایی مقررات خود را به طور ویژه ای تغییر ندادند، ولی موقعیتی را اختیار کردند که بتوان انطباق با الزامات مزبور را معادل با تطبیق با مقررات داخلی دانست، آلمان به طور مثال مقررات داخلی خود را تغییری نداد ولی مقام فدرال نظارتی معاملات اوراق بهادار آلمان^{۱۷} به طور غیررسمی بیان داشت که الزامات افشای آلمان از موارد استانداردهای بین المللی فراتر نیستند، و متقاضی یا انطباق با استانداردهای مزبور می تواند وارد بازار داخلی شود.

در لوکزامبورگ نه از سوی کمیسیون بررسی بخش مالی^{۱۸} و نه از سوی بورس سهام لوکزامبورگ^{۱۹} استانداردهای آیسکو لحاظ نشدند ولی کمیسیون اعلام کرد که می تواند بر اساس معیار تشخیصی و صلاح دیدی خود استانداردهای مزبور را کافی و مناسب بداند. ژاپن نیز با توجه به معادل بودن استانداردهای افشای داخلی و آیسکو بر اساس معیار صلاح دیدی،

¹⁵ Listing authority

¹⁶ Wolff Samuel, 2001, Implementation of international disclosure standards, University of Pennsylvania journal of international economic law, page 4.

¹⁷ Germany's Federal Securities Trading Supervisory Authority ("BAWe")

¹⁸ Surveillance Commission of the Financial Sector

¹⁹ Luxembourg Stock Exchange

انطباق با معیار مذکور را کافی می‌داند. با این حال متقاضی می‌باید اطلاعات را به ژاپنی ترجمه نموده و در فرم مقتضی از سوی ژاپن تکمیل نماید.^{۲۰}

نتیجه

- برخی کشورها به صورت صریح این استانداردها را برای ناشرین خارجی اجباری ساختند (ایالات متحده)
- برخی کشورها پا را فراتر گذاشتند و این استانداردها را برای ناشرین داخلی نیز اجباری کردند. (ایتالیا، سنگاپور، مکزیک، آرژانتین)
- برخی کشورها مقررات خود را برای ناشرین خارجی منطبق بر استانداردهای معرفی شده آیسکو ساختند.
- و برخی نیز اصلاحاتی در مقررات به عمل نیاوردند که در این گروه برخی استانداردها را به عنوان معادل یا حدی بالاتر از افشای داخلی انگاشتند.

²⁰ Wolff Samuel, 2001, Implementation of international disclosure standards, University of Pennsylvania journal of international economic law, page 5.

اصول سطح عالی جی ۲۱۲۰ در شفافیت و افشا مرتبط با حمایت از مصرف‌کننده مالی

این اصول به واسطه کمیته بازارهای مالی، در سازمان همکاری اقتصادی و توسعه^{۲۱}، با همکاری و مشارکت دوجانبه سازمان‌های بین‌المللی و نهادهای استانداردسازی و انجمن‌ها و کانون‌های مصرف‌کنندگان و صنایع مختلف، تدوین گردیدند. این اصول عمدتاً در رابطه با کشورهای جی ۲۰، فراهم آمدند. با این حال، راهنمایی برای هر اقتصادی که در راستای ارتقای حمایت از مصرف‌کننده مالی گام برمی‌دارند، می‌باشد. این اصول به عبارتی اصولی داوطلبانه خواهند بود که برای تکمیل استانداردهای افشا و نه جایگزینی برای آن‌ها می‌باشد. انواع مختلف معاملات می‌توانند ریسک‌های خاص خود را داشته باشند.

اصول شفافیت و افشا

ارائه‌دهندگان خدمات مالی و نیز نمایندگان دارای مجوز می‌باید مصرف‌کنندگان را در مورد اطلاعات اساسی که در مورد منافع، ریسک و شرایط اساسی و مهم خدمت یا کالایی که خریداری می‌کنند، آگاه سازند. همچنین می‌بایست اطلاعات در مورد تعارض منافع فروشندگان را نیز افشا سازند. به‌طور خاص نیز، اطلاعات در مورد اوراق بهادار ارزش دوجندان دارند و در تمامی مراحل رابطه با مصرف‌کننده مالی اطلاعات اساسی و مهم باید به‌صورت دقیق، صادقانه، قابل فهم و بدون رویه گمراه‌کننده افشا شود. رویه‌های استاندارد شده پیش از قرارداد نیز هر جا که ممکن می‌باشد می‌باید برای مقایسه کالا و خدمات، در همان نوع و طبقه صورت‌پذیرند. همچنین در مورد خدمات و کالاهای پیچیده و دارای ریسک زیاد، می‌باید از قبل به مصرف‌کنندگان، اطلاع و هشدار داده شود. ارائه مشورت، می‌باید به‌عنوان هدف تا جاییکه ممکن است مبتنی بر منافع مصرف‌کننده باشد و با لحاظ پیچیدگی‌ها و ریسک‌های ذاتی معامله مزبور باشد.

مصرف‌کنندگان مالی اصولاً در بازارهای مالی در موقعیت ضعیف‌تری قرار دارند و دانش مالی رفتاری نیز عدم کفایت رویکرد سنتی در رابطه با افشای اطلاعات تقویت می‌کند. نظام مناسب شفافیت و افشا می‌تواند عواملی که فرآیند تصمیم‌گیری مصرف‌کننده مالی را مخدوش سازد، تا حدی کنترل کند. این مهم تنها به این شیوه حاصل می‌شود که افشای اطلاعات می‌باید در شکل، زمان، حجم و نحوه‌ای که به بهترین شکل مصرف‌کننده مالی را در تصمیم‌گیری یاری رساند، صورت بگیرد. از آنجاکه شفافیت، اغلب کافی و کارآمد برای حمایت از مصرف‌کننده مالی نمی‌باشد، افشای اجباری، بهترین مکملی است که رفتار کسب‌وکار مسئولانه و ارتقای محیط مالی را تضمین نماید، می‌باشد.

بر این اساس موارد کلیدی که می‌بایست افشا شوند، چنین مقرر شده‌اند:

۱. اطلاعات کلیدی در مورد محصول یا کالا

۲. تعارض منافع

²¹ G 20 High level principles HLP

²² oecd

۳. مقررات توصیه و مشاوره

۴. مواد تبلیغات

۵. اقدامات ویژه افشا

۶. تحقیقات مصرف کننده

۷. آگاهی (خاص) مصرف کننده^{۲۳}

²³ <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/48892010.pdf>

دستور العمل شفافیت در اتحادیه اروپا^{۲۴}

دستور العمل برای شفافیت شرکت‌های پذیرش‌شده، یکی از دستور العمل‌ها و مقررات مهم در اتحادیه اروپا می‌باشد که هماهنگی در وظایف گزارش‌گری و افشا از سوی ناشرین را در وضعیتی که اوراق بهادار منتشره از سوی ناشرین، در بازار متشکلی در بورس سهام داخل اتحادیه پذیرش‌شده باشد، را فراهم آورده است. دستور العمل از سوی تمامی اعضای اتحادیه اروپا تصویب شده است تا آنکه یک سری الزامات حداقلی را در مورد توزیع اطلاعات مالی در سراسر اتحادیه اروپا و ارتقای در شفافیت بازار سرمایه و حمایت از سرمایه‌گذار را برای جبران نقصان اطلاعاتی ایشان، در فضای در حال توسعه مالی را فراهم آورد. دستور العمل مزبور در رابطه با افشای دوره‌ای و مداوم اطلاعات اقدام به وضع مقرر کرده است و می‌توان به‌طور کلی آن را شامل ۴ دسته کلی دانست (۱. اطلاعات دوره‌ای ۲. اطلاعات مداوم ۳. تعهدات عمومی ۴. مقامات صالح و قدرت ایشان) که در اینجا بنا به اختصار دو مورد اول که ارتباط بیشتری با بحث دارند به‌صورت گذرا بیان می‌نماییم.

اطلاعات دوره‌ای

۱. حساب‌های سالیانه

ناشر می‌بایست حداقل گزارش‌های سالیانه مالی خویش را، چهار ماه بعد از انتهای سال مالی افشا سازد، و همچنین می‌بایست مطمئن گردد که تا مدت ۱۰ سال در معرض عموم هستند. گزارش سالیانه مالی می‌باید شامل صورت‌های مالی، گزارش حسابرسی، گزارش مدیریتی و اظهار مقامات در رابطه با اینکه صورت‌های مالی مطابق با استانداردهای پذیرفته‌شده حسابداری تنظیم شده است، باشد.

۲. گزارش‌های مالی شش ماهه

ناشر سهام یا اوراق بدهی، می‌بایست گزارش شش ماهه مالی خود را که پوشش‌دهنده شش ماهه اول سال مالی خود باشد تا سه ماه بعد از دوره مذکور، منتشر سازد. ناشر همچنین می‌بایست تضمین نماید که این اطلاعات حداقل تا ۱۰ سال در معرض عموم قرار دارد.

اطلاعات مداوم

۱. دارندگان عمده حق رأی

سهامدار، در رابطه با اکتساب و فروش سهام خود، می‌باید ناشر را به محض اکتساب یا در اختیار قرار گرفتن سهام در صورتی که حق رأی وی از آستانه‌های ۵٪، ۱۰٪، ۱۵٪، ۲۰٪، ۲۵٪، ۳۰٪، ۵۰٪ و ۷۵٪ افزوده یا کاسته شود، مطلع سازد.

۲. الزامات اطلاعات برای ناشرین

^{۲۴} Transparency Directive of European Union

ناشرین متعهد می‌باشند تا با تمامی سهامداران که در جایگاه و موقعیت یکسان هستند، به‌طور برابر رفتار کنند. همچنین ناشرین می‌باید تمامی اطلاعاتی که برای سهامداران در تضمین اعمال حق رأی یا حقوق مالی ایشان ضروری هستند، چه به‌صورت کاغذی و چه به‌صورت الکترونیکی منتشر سازد. بعد از مجمع سالیانه ناشر می‌باید تصمیمات مأخوذه را شامل پرداخت سود نقدی، انتشار سهام جدید، تخصیص، حق تقدم، لغو یا تبدیل حقوق سهام جدید را منتشر سازد.^{۲۵}

^{۲۵} <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32004L0109&from=EN>

استانداردهای افشای بین‌المللی برای عرضه‌های فرامرزی و پذیرش اولیه ناشران خارجی

۱. مشخصات مدیران، مدیریت ارشد و مشاوران

هدف این استاندارد شناسایی نمایندگان شرکت و دیگر افرادی است که مرتبط با پذیرش و ثبت شرکت هستند. بیشتر کشورها شناسایی افراد مرتبط با اسناد را لازم می‌دانند.

استاندارد

۱.۱ مدیران و مدیریت ارشد

۱.۲ مشاوران و دیگر افراد

۱.۳ حسابرسان

۲. آمار عرضه و جدول زمانی مورد انتظار

هدف از این استاندارد ارائه اطلاعات کلیدی در مورد اجرای هر عرضه و شناسایی تاریخ‌های مهم مرتبط با این عرضه است.

۳. اطلاعات کلیدی

منظور از این استاندارد خلاصه اطلاعات کلیدی در مورد وضعیت مالی شرکت و برجسته کردن برگ خریدهای ریسک است.

a. داده‌های مالی منتخب

b. ساختار سرمایه و بدهی

c. دلایل عرضه و استفاده از عواید

d. عوامل ریسک

۴. اطلاعات در مورد شرکت

هدف از این استاندارد ارائه اطلاعات در مورد عملیات کسب‌وکار شرکت، تولیدات و خدماتی که ارائه می‌دهد و عواملی است که بر کسب‌وکار تأثیر گذار است. استاندارد همچنین اطلاعات در مورد کفایت شرکت در کارخانه‌ها و تجهیزات و برنامه شرکت برای تغییر آن‌ها در آینده را هدف‌گذاری کرده است. بعضی از کشورها ممکن است شرکت را ملزم کنند تا ارزش تجهیزات و دارایی‌های خود را در اسناد ذکر کنند.

a. تاریخچه و توسعه شرکت

b. بررسی اجمالی کسب و کار

c. ساختار سازمانی

d. املاک، کارخانه‌ها و تجهیزات

۵. مروری بر عملیات، فعالیت‌ها و دورنمای مالی ناشر

هدف از این استاندارد، ارائه توضیحاتی از جانب مدیریت در رابطه با عوامل مهمی است که بر وضعیت مالی شرکت تأثیر گذاشته و همچنین نتایج اقدامات عملیاتی شرکت که انتظار می‌رود اثرات بسیاری بر روند یک‌ساله شرکت یا حتی سال‌های مالی بعد داشته باشد.

a. الف - نتایج عملیاتی

b. ب - نقدینگی و سرمایه ناشر

c. ج - تحقیق و توسعه، اسناد ثبت اختراع و مجوزها:

d. د - اطلاعاتی در مورد گرایش‌های موجود در بازار:

۶. هیئت‌مدیره و کارکنان:

هدف از این استاندارد ارائه اطلاعاتی در مورد مدیران و نمایندگان شرکت است، به صورتی که سرمایه‌گذاران بتوانند تجربیات، شایستگی‌ها، سطح توانایی و النهایه نوع رابطه متصدیان امور شرکت را مورد ارزیابی قرار دهند. همچنین ارائه اطلاعاتی در مورد پرسنل فعال در شرکت نیز مفید می‌نماید. در این رابطه لازم به ذکر است که هر کشوری، تعریف خاص خود را از اشخاص مشمول این اصل افشای اطلاعات دارد.

a. الف - مدیران

b. ب - دستمزد

c. ج - رویه معمول مدیران (در راستای انجام وظایف)

d. د - پرسنل شرکت

e. د - مالکیت سهم

f. الف - سهامداران عمده:

g. ب- معاملات اشخاص وابسته با شرکت که شامل اطلاعات ذیل می شود

h. ج- منافع متخصصان و مشاوران

۷. اطلاعات مالی^{۲۶}:

غایت اصلی در این معیار را می توان به طور خاص بیانیته ها و صورت های مالی دانست دارای دوره های زمانی مشخص می باشند. شاکله جامع در مورد اصول حسابرسی و حسابداری که برای آمادگی ورود مورد قبول می باشند و نیز حسابرسی در مورد این بیانیته ها می باید از سوی کشور میزبان صورت پذیرد. در این رابطه در یک پروژه مستقل در آیسکو که با سایر نهادهای بین المللی در حال انجام می باشند تا نیل به استانداردهای بین المللی حسابرسی و استانداردهای بین المللی حسابداری در لیست شدن فرامرزی و عرضه اولیه و گزارش های دوره ای به کار آید. می باید شرکت حساب های سالانه مربوط به خویش و نیز حساب های تلفیق گروه خود را که مقرر است را فراهم آورند.

برخی کشورها ممکن است که بیانیته های مالی خاصی را از سوی یک نهاد به جز شرکت مزبور الزامی بدانند. برخی دیگر از کشورها ممکن است برخی بیانیته ها را در صورت ایجاد آثار مهم و بنیادین در ساختار گروهی یا سیاست های حسابداری الزامی می دانند. در مواردی نیز کشورهایی برخی اطلاعات خاص مالی در اسناد افشا کردند هرچند در اصول حسابداری کلی نیامده باشد.

اگر صورت های مالی و سایر اطلاعات مالی با یک نرخ ارز غیر از ارز کشور میزبان ارائه می گردد، ممکن است که در برخی کشورها آمار و جداول پولی به ارز کشور میزبان نیز ارائه گردد.

a. الف: صورت های تلفیقی و سایر اطلاعات مالی

^{۲۶} مفاهیم پیش نیاز:

Green shoes clause

یک شرط قراردادی که در برخی از قراردادهای پذیره نویسی مندرج می شود و بر اساس آن پذیره نویس اجازه می یابد تا تعداد سهام بیشتری ر نسبت به میزان توافق شده به سرمایه گذاران به فروش رساند. در قرارداد پذیره نویسی، پذیره نویس توافق با ناشر توافق می کند میزان مشخصی را به سرمایه گذاران تخصیص دهد. در صورتیکه تقاضا برای سهام از میزان تامین شده از سوی پذیره نویس بیشتر باشد، شرط قراردادی Green shoes بالا بردن میزان سهام عرضه شده را می تواند اعمال نماید. به طور معمول این میزان ۱۵٪ می باشد.

Warrant

یک اوراق بهادار مشتق می باشد که به دارنده آن حق خرید اوراق بهادار (اصولا سهام) را در قیمت معین و تاریخ معین می دهد. تفاوت اصلی واران و اختیار خرید Call option را می توان در چند نکته تبیین نمود:

اول: صادر کننده واران خود شرکت می باشد ولی اختیار خرید از سوی هر سهامداری قابلیت انتشار دارد.

دوم: در صورت اعمال واران خود شرکت اقدام به انتشار سهم جدید می کند در حالیکه در اعمال اختیار خرید تغییر ی در سهام شرکت پدید نخواهد آمد.

به عبارتی واران کارکردی نزدیک به اوراق مشارکت قابل تبدیل به سهام دارد و از سویی نسبت به اختیار خرید آثاری بر میزان سرمایه و ترکیب آن خواهد داشت.

b. ب. تغییرات مهم

۸. عرضه و اخذ پذیرش

هدف اصلی در این استاندارد ارائه اطلاعات با توجه به عرضه و پذیرش اوراق بهادار و طرح برای توزیع اوراق بهادار و سایر موارد مربوط می‌باشد.

a. الف. عرضه و اخذ پذیرش

b. ب. برنامه (طرح) تقسیم

c. ج. بازارها

d. د. سهامداران فروشنده:

e. ه. تضعیف یا ترقیق^{۲۷}

f. و. هزینه‌های انتشار

۹. اطلاعات اضافی

هدف این استاندارد فراهم کردن اطلاعاتی است که در سایر قسمت‌های سند پوشش داده نشده است؛ اطلاعاتی که بیشتر آن‌ها ماهیت قانونی دارند. در ارتباط با اسناد در معرض نمایش، منابع اطلاعاتی در این خصوص که چه نوع اسنادی باید در هر کشور خاص آماده نمایش باشند، در بخش ۲ مشخص شده است.

a. الف - سرمایه سهام

b. ب - اساسنامه شرکت

c. ج - قراردادهای مهم

d. د - کنترل تسعیر ارز

e. ه - وضع مالیات

f. و - سود سهام و نمایندگان پرداخت

g. ز - اظهارنظر توسط کارشناسان

^{۲۷} ترقیق سهام یا تضعیف آن Dilution: کاهش مبلغ اسمی یا حق رای را می‌گویند. Blacks law dictionary

h. ح- اسناد در معرض نمایش

i. ط- اطلاعات راجع به شعب فرعی

منابع :

- ابراهیمی مریم، ۱۳۹۰، مسئولیت مدنی ناشی از نقض مقررات افشای اطلاعات در معاملات سهام (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۵ سال چهارم، صفحات ۱۶۱ تا ۱۸۹
- باقری محمود، ۱۳۹۰، نقش حقوق شرکت‌ها و بازار بورس در موفقیت خصوصی‌سازی، مرکز پژوهش‌های مجلس، تهران

- Blacks law Dictionary
- Clair Paul Kumar, 2001, International passport to cross border offering and listing of securities –The reality, International finance seminar, Harvard law school
- Clair Paul Kumar, 2001, International passport to cross border offering and listing of securities –The reality, International finance seminar, Harvard law school
- G 20 High level principles HLP
- Germany's Federal Securities Trading Supervisory Authority ("BAWe")
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32004L0109&from=EN>
- <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/48892010.pdf>
- Transparency Directive of European Union
- Veil digger ,2013,Euoropen capital markets law, Hart publishing , Portland USA
- Wolff Samuel, 2001, Implementation of international disclosure standards, University of Pennsylvania journal of international economic law
- Wolff Samuel, 2001, Implementation of international disclosure standards, University of Pennsylvania journal of international economic law.