

## Research Paper

### **Examining the ways of compensating investors by the publisher and the stock exchange organization by studying the geographical scope of the legal regime of America and France**

**Hamid Jodaki<sup>1</sup>, Abdul Mohammad Kurdi<sup>2\*</sup>, Jamshid Mirzaei<sup>3</sup>**

1. PhD student, Department of Law, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran.
2. Assistant Professor, Department of Law, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran.
3. Assistant Professor, Department of Law, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran.

#### **ARTICLE INFO**

**PP:** 418-433

Use your device to scan and  
read the article online



**Keywords:** *Damage compensation, civil liability, small shareholder, publisher, stock exchange organization.*

#### **Abstract**

According to the Securities and Exchange Law, the most important mission of the stock exchange is to protect the rights of investors, but the real protection that was intended by the legislator has not been properly realized. Because the real needs of the legal development of this market have not been provided. Because today's need of the capital market At the same time as the progress of the market, legal and rule-based progress is accompanied by legal and judicial protections for this market. Today, investing in the stock market has crossed the border of experts and has spread to the masses. Today, various people are looking for significant profits by being in this specialized and risk-taking market, and in their opinion, this market appears to be a temporary and short-term and profitable market. In the meantime, the non-fulfillment of duties and tasks of the trustees related to the market, the weakness of the government's economic forces and the advertisements of some politically and socially influential people are also added to the cause and encourage people to attend this market. Without having the slightest information about the state of this market and how it works. In this situation, where due to many economic and non-economic reasons, this market shows its true face and small and large investors suffer losses, they are looking for ways to preserve their minimum capital. It is very useful, especially for small investors. The most important and obvious loss in this market is the decrease in the value of shares, which is difficult to compensate for the loss of investors in the decrease in the value of shares. The stock market is accessible to investors, let's study and study the laws of France and America.

**Citation:** Jodaki, H., Mirzaei, J. (2024). Examining the ways of compensating investors by the publisher and the stock exchange organization by studying the geographical scope of the legal regime of America and France. *Geography (Regional Planning)*, 13(51), 418-433.  
**DOI:**10.22034/jgeoq.2023.331145.3586

\* **Corresponding author:** Abdul Mohammad Kurdi, **Email:** Dr.A.Mohammad.kurdi@gamil.com  
Copyright © 2024 the Authors. Published by Qeshm Institute. This is an open access article under the CC BY license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

## Extended Abstract

### Introduction

According to the general legal rules, damages to individuals must be compensated with legal conditions. And in principle, no damages should be left uncompensated. But the legislators have considered conditions to compensate the losses of individuals that with the sum of these conditions, it is possible to compensate the losses. That is, in other words, A set of known factors must be provided so that it is possible to compensate the damage, and in principle, the mere occurrence of loss is not enough to compensate the damage.

In our legal system, the concept of compensable loss is clear in the law of civil liability and also in legal opinions. Despite this judicial procedure, it is doubtful about some of the unjust losses that can be compensated in combination with other conditions for creating responsibility, including the loss that is directly caused by the loss of property. It is not due to the loss of benefit or additional cost imposed or caused by things that are mainly associated with risk, which are generally accepted with difficulty.

One of the important issues of compensating loss is determining the loss that is compensable. Law and jurisprudence scholars have provided several rules and criteria for determining compensable loss. Among them, the loss must be present, realized, certain, direct and predictable. In addition, there are no detailed discussions about the concept of loss. Investing in the stock market, as one of the financial markets that is always associated with risk, has its own conditions and is included in the last part of the above article, because at a glance, it lacks some elements of loss. It is compensable. However, risk-taking is always one of the conditions of investing in the stock market, and basically, in a risk-tolerant market, in case of a loss, it can be said that the conditions for the first claim are better.

In recent years, when our country has been involved in special economic crises, there have not been few people who have invested all their assets in this market in the hope of gaining profit and benefit, and they have suffered a lot of losses. Also, they enticed people to attend this financial market.

Now, the basic question that is raised is whether there are legal conditions to compensate for such losses, and more importantly, whether such losses can be compensated or not. Do such people who voluntarily acted to their own detriment and knowing about the possibility of losses, act In other words, what is the basis of the obligations and responsibilities of the stock exchange organization and the publisher towards the investors, and what are the conditions for fulfilling the responsibility of the stock exchange organization and the publisher, and finally, what are the methods of compensation for such losses.

In principle, who is the person who is the victim of such a loss? What is the criterion for determining such a loss and finally what solution can Iran's legal system provide? And at the end, it should be examined how France and America deal with similar cases and whether it can provide a common solution.

### Methodology

In this method, market conditions are analyzed and evaluated according to various internal and external factors affecting the market. Investigating index fluctuations, investigating other markets parallel to the capital market, such as the money market and Muskok, paying attention to foreign markets and their impact on domestic markets, investigating political and economic developments, national, regional and global can be effective in market analysis. Based on these data, a model can be presented for the stock price fluctuations of each company, which represents the price fluctuations in the assumption of no fault. Obviously, the difference in the company's stock price between what is traded and what is obtained based on the hypothetical model indicates the amount of damage that has been done to the stock.

### Results and Discussion

According to what has been said, it is clear that the purpose of this method is to summarize the analyzes presented on the company's situation and the market's situation. A comprehensive analysis that can be achieved based on company and market information is the most reliable and accurate model to achieve the stock price in the

assumption of no fault. In competition law, this method is also used to determine the price of goods in the assumption of not violating the rules of competition law. American courts have also used this method in some cases (Niels & Nobel, 2010, p15).

But as stated in the analytical method, because many data are qualitative, it is very difficult to evaluate them in the form of quantitative figures and numbers, and each financial analyst may present a different analysis of the market or company's situation based on his knowledge and experience. slow

### Conclusion

Consumers of the stock exchange are referred to the retail investors of this market who are non-specialists and are engaged in the mentioned activity in this market with the aim of earning income and without their main job being securities transactions. Like other consumers of the financial and real markets, due to economic weaknesses and The knowledge and information they have needs special protection and they have rights, including the right to disclose information by the publisher, the right to education, the right to choose a broker, securities, and the right to compensation and litigation.

The right to compensation for damages and lawsuits is created to protect other rights and it is not raised until the fault of the other

party and damages are not caused. It is considered one of the secondary rights. Due to its importance in the rights of the majority Countries, including the United States of America and France, which have considered it as the basis and foundation of freedom, have a statement. Articles 43 and 52 of the Securities Market Law of 2004, as well as Article 15 of the Law on the Development of New Financial Instruments and Institutions in order to facilitate the implementation of the general policies of Article 44 of the Constitution. It has been stated that although according to the law of Iran, in case of damage, a lawsuit is filed through the jurisdiction of the arbitration board, but in advanced countries, including the United States and France, the referral of stock market disputes to arbitration is optional and depends on the agreement of the parties, an issue that is governed by our civil procedure law..

The most important damage caused to investors in this market is the decrease in the value of shares. Therefore, the methods of compensating for this decrease and pricing it in such a way as to return the affected to the state before the loss are difficult, but using the experience of advanced countries including the United States and France. It is possible to reduce the effects of these damages by using combined methods.

### References

1. Bagheri Mutlaq, Narges, 2013, "Foreign investment in the stock exchange", master's thesis in the field of economic law, supervisor: Dr. Abdul Rasool Qadak, advisor: Dr. Mohammad Soltani, Shahid Beheshti University, Faculty of Law. [In Persian]
2. Bagheri, Mahmoud, 2017, "Arbitrability of disputes arising from economic rights: contractual failure to refer to arbitration in competition rights and stock market rights", Legal Research Journal, Vol. 48. [In Persian]
3. Bhattacharyya, Mr. Rajib, (2014), An Analysis on the Various Aspects of Consumer Protection in India, International Journal of Research (IJR) , University Law College, Gauhati University. India, Vol-1, Issue-6.
4. Bozormehr, Daoud, 2015, "Civil responsibility of producers", Judicial Law Journal, Vol. 54. [In Persian]
5. Calle-Olloa, Jean, Tempel, Henri, 2013, consumer rights, translation and research: Majid Adeeb, Tehran, Mezan Publishing House, Ch. [In Persian]
6. Campbell Black, Henry, (1968), Black's Law Dictionary, M. A, Revised Fourth Edition by the Publisher's Editorial Staff, ST. Paul, Minn. West Publishing CO. 4th Ed. Rev.
7. Cartwright, Peter, (1999), Consumer Protection in Financial Services, International Banking, Finance and Economic Law Series, Centre for Commercial Law Studies, University London, Published by Kluwer Law International Ltd.
8. Cartwright, Peter, (2004), Banks, Consumers and Regulation, The

- university Nottingham, Publisher: Hart, Oxford and Portland Oregon.
9. Ghafari Farsani, Behnam, 2010, Consumer and his fundamental rights, a look at the protection law of consumers' rights, Tehran, Business Studies and Research Institute. [In Persian]
  10. Ghorbani Lachovani, Majid, 2016, the legal system of Iran's securities market with a comparative study in American law, private law doctorate thesis, supervisor: Dr. Morteza Nasiri, advisor: Dr. Mohammad Iesian Tafarshi, Tarbiat Modares University, Faculty of Humanities.
  11. Jafari Langroudi, Mohammad Jaafar, 2007, Expanded on Legal Terminology, Tehran, Ganj Danesh Publications, Ch3, Vol3. [In Persian]
  12. Kale-Alva, Jean, 2001, "Definition of the consumer", translated by Abdul Rasul Qadak, Legal Research Journal, Vol. 29. [In Persian]
  13. Madadi, Sadegh, 2018, civil responsibility of producers and sellers of goods, Tehran, Mizan Publishing House, Ch1. [In Persian]
  14. Rajab Zadeh Astehbanati, Alireza, 2013, legal nature and methods of settling claims in the securities market, Tehran, Bors Publications, Ch1. [In Persian]





## مقاله پژوهشی

### بررسی شیوه‌های جبران خسارت سرمایه‌گذاران از سوی ناشر و سازمان بورس با مطالعه محدوده جغرافیایی رژیم حقوقی امریکا و فرانسه

حمید جودکی - دانشجوی دکتری، گروه حقوق خصوصی، واحد خرم‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم‌آباد، ایران.  
عبدالمحمد کردی\* - استادیار، گروه حقوق، واحد خرم‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم‌آباد، ایران.  
جمشید میرزایی - استادیار، گروه حقوق، واحد خرم‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم‌آباد، ایران.

| اطلاعات مقاله                                                                                                                                                                                      | چکیده                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>شماره صفحات:</b> ۴۳۳-۴۱۸</p> <p>از دستگاه خود برای اسکن و خواندن مقاله به صورت آنلاین استفاده کنید</p>  | <p>بر اساس قانون بورس و اوراق بهادار مهم‌ترین مأموریت بورس حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران می‌باشد، لیکن حمایت واقعی که مدنظر قانون گذار بود به درستی محقق نشده است. چرا که نیازهای واقعی این امر که توسعه حقوقی این بازار بود مهیا نگردیده است. زیرا نیاز امروز بازار سرمایه هم زمان با پیشرفت بازار، پیشرفت حقوقی و قانون مدار توأم با حمایت‌های حقوقی و قضایی از این بازار می‌باشد. امروزه سرمایه‌گذاری در بورس از مرز متخصصین گذر کرده و به توده مردم نیز تسری یافته است. افراد مختلف امروزه با حضور در این بازار تخصصی و ریسک پذیر به دنبال کسب سود چشمگیر بوده و در باور آنها این بازار یک بازار موقتی و کوتاه مدت و البته سودده جلوه می‌نماید. در این میان عدم انجام وظایف و تکالیف متولیان مرتبط با بازار، ضعف قوای اقتصادی دولت و تبلیغات برخی افراد ذی نفوذ سیاسی و اجتماعی نیز مزید بر علت شده و افراد را ترغیب به حضور در این بازار می‌نماید. بدون این که کوچک‌ترین اطلاعاتی از وضعیت این بازار و نحوه فعالیت داشته باشند. در این شرایط که به دلائل عدیده اقتصادی و غیراقتصادی این بازار چهره واقعی خود را نمایان و سرمایه‌گذاران خرد و کلان دچار خسران می‌شوند، به دنبال شیوه‌هایی می‌گردند تا حداقل سرمایه آنها حفظ شود. شیوه‌هایی حقوقی که امروزه در دنیا در حمایت از سرمایه‌گذاران، خصوصاً سرمایه‌گذاران خرد بسیار کاربرد دارد. مهم‌ترین و بارزترین خسران در این بازار کاهش ارزش سهام است که جبران زبان سرمایه‌گذاران در کاهش ارزش سهام به دشواری صورت می‌گیرد. در این نوشتار بر آنیم تا شیوه‌های کاربردی جبران خسارتی که از سوی ناشر و سازمان بورس به سرمایه‌گذاران وارد می‌گردد با نگاهی به حقوق فرانسه و امریکا مورد مطالعه و مذاقه قرار دهیم.</p> |

**استناد:** جودکی، حمید؛ کردی، عبدالمحمد؛ میرزایی، جمشید. (۱۴۰۲). بررسی شیوه‌های جبران خسارت سرمایه‌گذاران از سوی ناشر و سازمان بورس با مطالعه محدوده جغرافیایی رژیم حقوقی امریکا و فرانسه. فصلنامه جغرافیا (برنامه ریزی منطقه‌ای)، ۱۳(۵۱)، صص ۴۳۳-۴۱۸.  
DOI:10.22034/jgeoq.2023.331145.3586

## مقدمه

بر طبق قواعد عام حقوقی زیان وارده به اشخاص بایستی با شرایط قانونی جبران گردد. و اصولاً هیچ زبانی نباید بدون جبران باقی بماند. لیکن قانونگذاران برای جبران زیان افراد شرایطی را در نظر گرفته‌اند که با جمع‌این شرایط امکان جبران زیان وجود دارد. یعنی به عبارتی مجموعه‌ای از عوامل معلوم باید مهیا گردد تا امکان جبران خسارت وجود داشته باشد و اصولاً صرف ورود ضرر برای جبران خسارت کافی نیست.

در نظام حقوقی ما مفهوم ضرر جبران پذیر در قانون مسئولیت مدنی و نیز در اندیشه‌های حقوقی روشن است. با وجود این رویه قضایی نسبت به پاره‌ای ضررهای ناروا که با جمع سایر شرایط ایجاد مسئولیت قابل جبران است تردید نموده است. از جمله ضرری که به طور مستقیم ناشی از تلف مال نباشد و از فوت منفعت یا هزینه اضافی تحمیل شده یا ناشی از اموری باشد که عمدتاً با ریسک همراه است که این موارد اصولاً به سختی پذیرفته شده است.

از مسائل مهم جبران ضرر تعیین ضرری است که جبران پذیر باشد. عالمان حقوق و رویه قضایی ضوابط و معیارهای متعددی برای تشخیص ضرر قابل جبران ارائه داده‌اند. از جمله آنکه ضرر باید، موجود، محقق، مسلم، مستقیم و قابل پیش بینی باشد.<sup>۱</sup> علاوه بر آن درباره مفهوم ضرر نیز مباحث دقیقی وجود ندارد. سرمایه گذاری در بورس به عنوان یکی از بازارهای مالی که همواره با ریسک همراه است شرایط خاص خود را داشته است و مشمول بخش اخیر مطلب فوق شده، چرا که در یک نگاه فاقد برخی عناصر ضرر جبران شونده می‌باشد. چه اینکه همواره ریسک پذیری یکی از شرایط سرمایه گذاری در بورس است و اصولاً در یک بازار ریسک پذیر در صورت ورود ضرر شاید بتوان گفت شرایط نخستین مطالبه آن ابرتر است.

## بیان مسئله

در سال‌های اخیر که کشور ما درگیر بحران‌های خاص اقتصادی بوده است کم نبوده‌اند افرادی که تمام دارایی خود را به امید کسب سود و منفعت در این بازار سرمایه گذاری نموده و در این رهگذار دچار خسران فراوان شدند. تبلیغات مسئولین، شرایط بد اقتصادی سایر بازارهای مالی و سایر موارد نیز، تطمیع کننده افراد در حضور به این بازار مالی بودند.

حال سوال اساسی که مطرح می‌گردد این است که شرایط قانونی برای جبران چنین زیان‌هایی وجود دارد یا خیر و مهم‌تر آنکه اصولاً این چنین زیان‌های قابل جبران می‌باشند یا خیر. آیا چنین افرادی که اختیاراً به زیان خود عمل نموده‌اند و خود با علم به امکان زیان، اقدام به سرمایه گذاری نموده‌اند می‌توانند مطالبه خسارت نمایند. و به عبارتی مبنای تعهدات و مسئولیت‌های سازمان بورس و ناشر در قبال سرمایه گزاران به چه نحو است و شرایط تحقق مسئولیت سازمان بورس و ناشر چگونه است و در نهایت شیوه‌های جبران چنین خساراتی به چه نحو است.

اصولاً خواننده چنین زبانی چه شخصی است. ملاک تعیین چنین زبانی چگونه است و النهایه نظام حقوقی ایران چه راهکاری را می‌تواند ارائه نماید. و در پایان نیز بررسی گردد در کشور فرانسه و امریکا در موارد مشابه چگونه اقدام می‌شود و آیا می‌تواند راه حلی مشترک در این میان ارائه داد.

## مسئولیت مدنی به عنوان رکن اصلی جبران خسارت

بدون تردید (مسئولیت مدنی)<sup>۲</sup> یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در حقوق خصوصی است، موضوع مسئولیت مدنی همواره چه از لحاظ نظری و چه از لحاظ کاربردی مورد توجه حقوقدانان قضات و اشخاصی است که به نحوی به عنوان زیان دیده و یا عامل زیان بالین موضوع در ارتباط می‌باشند. بررسی قواعد مسئولیت مدنی در حوزه‌های خاص از جمله بازار سرمایه نیز با توجه به اهمیت قابل توجه این بازار از اهمیتی دوچندان برخوردار است.

<sup>۱</sup> کاتوزیان، ۱۳۸۹، جلد اول، ص ۱۰۶ تا ۱۲۲

<sup>۲</sup> Civil / La responsabilité civile

بورس‌های اوراق بهادار و کالا به عنوان بازارهای متشکل و خود انتظام جزء لاینفک نظام‌های اقتصادی امروز جهان هستند که اهمیت و تاثیر آنها بر اقتصاد کشورها و حتی جهان بر هیچ کس پوشیده نیست. به گونه‌ای که یکی از مهم‌ترین شاخصه‌های سنجش وضعیت اقتصادی کشورها بزرگ دنیا شاخص‌های بورسی این کشورها می‌باشد و به همین سبب کارشناسان، بورس اوراق بهادار را ایینه تمام‌نمای اقتصاد کشورها دانسته‌اند (قالیباف اصل و عسگری فیروزجانی، ۱۳۹۰ ص ۱۰۲) بر همین اساس مسئولیت مدنی در بازار اوراق بهادار به دلیل وسعت قلمرو، کثرت زیان دیدگان، جدید بودن، تأثیر قابل توجه بر نظام اقتصادی و ویژگی‌های خاص نظام حقوقی حاکم بر آن، شایسته و نیازمند تحلیل و بررسی مستقل می‌باشد.

یکی از جهات قابل توجه در مطالعه مسئولیت مدنی در بازار اوراق بهادار، تحول بسیاری از مفاهیم عام مسئولیت مدنی در این بازار است. به گونه‌ای که دیدگاه‌های سنتی و مرسوم در مسئولیت مدنی به هیچ عنوان نمی‌تواند پاسخگوی نیازها و مقتضیات بازار سرمایه باشد. تحلیل مفهوم ضرر و به ویژه تبیین احکام و مقررات مربوط به موضوع عدم النفع در بازار اوراق بهادار بر اساس قواعد عام مسئولیت مدنی امکان‌پذیر نیست و مستلزم تدقیق و تحلیل دقیق‌تری است، تا بتوان آن را با شرایط و اصول خاص حاکم بر بازار انطباق داد. نحوه ارزیابی خسارت وارده، ارزیابی عدم النفع، مطالبه ضررهای جمعی، احراز رابطه سببیت و غیره نیز از دیگر موضوعاتی است که بررسی آن در بازار اوراق بهادار بایستی با عنایت به وی ویژگی‌ها و شرایط خاص این بازار صورت پذیرد. وجود عرف‌ها و رویه‌های خاص در انجام معاملات و سایر روابط موجود در بازار و همچنین تاثیر پذیری حقوق مسئولیت مدنی از عرف سبب شده است که نظام حقوق مسئولیت مدنی در بازار سرمایه مستقل و متمایز از قواعد عمومی مسئولیت مدنی باشد. (مبین، ۱۳۹۳، ص ۴-۶)

یکی از مباحثی که معمولاً در بررسی قواعد مسئولیت مدنی کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد، نحوه محاسبه خسارت و یا به عبارتی چگونگی ارزیابی زیان وارده است. از آنجا که بخش مهمی از اصول و مبانی ارزیابی خسارت به موضوعات تخصصی و کارشناسی بازمی‌گردد و جنبه حقوقی ندارد جنبه‌ها و اصول حقوقی حاکم بر این موضوع نیز از دیدگاه حقوقدانان مغفول مانده است. حال آنکه قبل از ارزیابی خسارت توسط کارشناسان که جنبه فنی و تخصصی دارد، بایستی ابعاد حقوقی آن از جمله مصادیق خسارت قابل مطالبه، قلمرو خسارت و نحوه محاسبه آن از دیدگاه حقوقی روشن شود. این ایراد در بازار اوراق بهادار نیز قابل توجه است به گونه‌ای که نحوه محاسبه خسارت وارده در بازار مورد توجه حقوقدانان قرار نگرفته است. شاید (کاهش ارزش سهام) را بتوان مهم‌ترین مصداق زیان‌های وارده در بازار اوراق بهادار دانست و در نتیجه بسیاری از تخلفات و تأثیراتی که از سوی فعالان بازار رخ می‌دهد ارزش سهام سهامداران کاهش می‌یابد و در مواردی نیز اقدامات تقصیر امیز سبب می‌شود تا سهامداران سهام خود را به قیمتی پایین‌تر از قیمت واقعی آن به فروش رسانند یا سهامی را به قیمتی بالاتر از قیمت واقعی آن خریداری نمایند. همچنین ممکن است در نتیجه اقدامات عامل زیان خواهان سهامی را در موقع نامناسب خریداری نموده و یا موقعیت فروش سهام خود را از دست بدهد که در این صورت با تغییر قیمت سهام خواهان متضرر می‌گردد. وجه مشترک این فروض آن است که سهامدار خریدار و یا فروشنده سهام متضرر شده است و زیان وارده به او عبارت است از: مابه التفاوت ارزش فعلی یا ارزش معامله شده با ارزش واقعی سهام و یا ارزشی که سهام می‌توانست داشته باشد. کاهش ارزش سهام به عنوان یکی از مصادیق زیان در بازار اوراق بهادار در برخی آراء هیئت داورى بازار نیز قبلاً نمود یافته است. در این بخش به دنبال یافتن راهکارهایی برای ارزیابی کمی میزان زیانی هستیم که در نتیجه تغییرات قیمت سهام به زیان دیده وارد شده است.

دشواری این موضوع از آن جهت است که قیمت سهام در بازار اوراق بهادار متأثر از عوامل متعددی است. یافتن رابطه سببیت و میزان تأثیر تقصیر عامل زیان در نوسانات قیمت سهام را دشوار می‌نماید. از سوی دیگر برای تعیین قلمرو خسارت قابل جبران، بایستی هدف و مبنای جبران خسارت مورد بررسی قرار گیرد تا مشخص شود که میزان خسارت وارده بر اساس چه مبنایی بایستی محاسبه شود. با توجه به مطالب یاد شده ضروری است در ابتدا عوامل موثر در تعیین قیمت سهام و همچنین هدف جبران خسارت بررسی گردد. در ادامه نیز منظور ارزیابی خسارت ایجاد شده توسط عامل زیان معیارهای مختلف ارائه شده از سوی حقوقدانان مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت پس از انتخاب مبنای مورد نظر که مبتنی بر محاسبه ارزش سهام در فرض عدم تقصیر می‌باشد مدل‌های اقتصادی تعیین ارزش سهام در فرض عدم تقصیر مورد مطالعه قرار گیرد.

## حمایت از سهامداران در حقوق فرانسه

در فرانسه کنترل بورس اوراق بهادار و جلب اعتماد پس انداز کنندگان برای خرید این اوراق در کشور فرانسه به کمیسیون عملیات بیس la commission des operations de bourse که علامت اختصاری آن C.O.B. می باشد محول شده است. این کمیسیون که با فرمان دولتی ۲۸ سپتامبر ۱۹۶۸ تاسیس شده و مقرر آن در پاریس می باشد. سازمان عمومی اداری و مستقل که مأموریت دارد اطلاعات صادره از شرکت های سهامی عام را به دارندگان اوراق بهادار و مردم کنترل کرده و در جریان عملکرد صحیح بورس از این اوراق مراقبت نماید و نیز این کمیسیون صحت SINCERITE و صراحت CLARTE اخبار منتشره از طرف شرکت ها به مردم را با بررسی وضعیت و تحول تجاری شرکت ها و انتشار بعضی عملیات بورسی به منظور توسعه اوراق بهادار در بازارهای خارجی تامین می نماید. شرکت ها مکلفند در آخر عملکرد سالانه جزوه ای بنام PLAQUETTE ANNUELLE و در مواقع صدور اوراق بهادار یادداشت اطلاعاتی به نام NOTE D'INFORMATION صادر نمایند این مدارک شامل اطلاعات بسیار کامل روی وضع مالی شرکت و نتایج و دورنمای آینده آن می باشد. در درجه اول برای متخصصین امور مالی تهیه و تنظیم می گردد. مضافاً خلاصه ای از این جزوات و یادداشت ها برای مردم عادی با بیان ساده تر منتشر می شود منظور از این انتشارات و کنترل این است که مردم راه بورس را در پیش بگیرند زیرا آنان باید مطمئن باشند که اگر پول خود را برای سرمایه گذاری به دست شرکت می سپارند در نفع آن نیز سهیم خواهند بود و این نه فقط برای مدیران و بعضی اشخاص امتیازات خاصی دارند نیست و نیز اخبار شرکت نباید در انحصار اشخاص مذکور باشد. نظارت های دقیق و کارآمد که بخشی از آن فوقا بیان شد ضمانت اجرایی متقن و کارآمد برای سرمایه گذاران خرد به وجود آورده که با خیالی آسوده و مطمئن بتوانند سرمایه گذاری نموده و یقین داشته باشند که سرمایه آنها حفظ خواهد شد. از طرفی شیوه های جبران خسارت نیز برای آنها با توجه به این مکانیزم نظارتی بسیار تسهیل شده است به گونه ای که برای سهامداران خرد شرکت ها باید اصل سرمایه آنها را تضمین نمایند یعنی حفظ سرمایه آنها مفروض است.

## عوامل موثر در تعیین قیمت سهام

چنان که بیان شد قیمت سهام در بازار اوراق بهادار تحت تاثیر عوامل متعددی است که تقصیر عامل زیان نیز می تواند در کنار این عوامل در کاهش ارزش سهام موثر باشد. به همین سبب امروزه سرمایه گذاران به دنبال آنند تا با اثبات جهات مالی، سقوط قیمت ها را به تقصیرها و خطاهای نهادهای مالی واسطه، شرایط مدیریت دولت ها بر بازار و یا حتی مدیران شرکت ها منتسب و خسارات ناشی از آن را به ایشان تحمیل نمایند. (leborgne, 1995, p261) با بررسی عوامل تاثیر گذار بر قیمت سهام به طور کلی می توان گفت: که سه دسته عوامل بر قیمت سهام تاثیر گذار هستند.

### عوامل کلان محیطی

این عوامل مجموعه عواملی هستند که خارج از اختیار شرکت ها بوده و به شکل برون زا بر قیمت سهام شرکت ها تاثیر می گذارند. (میرزایی منفرد، ۱۳۸۹، ص ۴۷) البته میزان تاثیرگذاری این عوامل بر سهام شرکت های مختلف ممکن است یکسان نباشد،

### عوامل صنعت

این عوامل عمدتاً بر شاخص های خاص از صنعت، تاثیر گذار است و در نتیجه بر ارزش سهام شرکت های فعال در این حوزه از صنعت نیز تأثیر می گذارد. از این دسته از عوامل می توان به موارد ذیل اشاره نمود

### عوامل خرد

مجموعه عواملی که مستقیماً در ارتباط با خود شرکت بوده و ناشی از تغییر و تحولات داخلی آن می باشد را عوامل خورد یا درونی می نامند. (میرزایی منفرد، ۱۳۸۹، ص ۵۰)

## مبانی و هدف جبران خسارت

به عقیده حقوقدانان، آنچه که در درجه اول در قواعد مسئولیت مدنی اهمیت دارد آن است که (زیان) جبران گردد، خواه زیان عالمانه و عامدانه باشد و خواه از روی اشتباه و جهل. (سنهوری، ۱۹۹۸، ص ۷۴۵) در اندیشه‌های حقوقی همواره (اصل جبران کامل خسارت)<sup>۱</sup> مورد توجه حقوقدانان بوده و برای دستیابی به این اصل نظریات مختلفی از سوی ایشان ابراز شده است. به طور کلی در مسئولیت قراردادی و خارج از قرارگاه در این خصوص دو دیدگاه مطرح است برخی عقیده دارند که جبران خسارت باید به گونه‌ای به صورت پذیرد که (وضعیت زیان دیده به قبل از وقوع زیان بازگردد) و برخی به ویژه در مسئولیت قراردادی بر این عقیده‌اند که زمانی جبران خسارت به صورت کامل محقق می‌گردد که (وضعیت زیان دیده در فرض اجرای قرارداد) مورد توجه قرار گیرد. در ادامه این دو دیدگاه بررسی شده تا مشخص شود کدامیک از این دو نظریه در بازار اوراق بهادار کارایی بهتری دارد. و به منظور جبران خسارت زیان دیدگان می‌توان از آن استفاده نمود و در پایان نیز دیدگاه سومی مطرح می‌شود که بر مبنای آن بتوان هدف از جبران خسارت را (حمایت از منافع عقلایی و مشروع) اشخاص تعریف نمود.

## بازگشت وضعیت زیان‌دیده به قبل از وقوع زیان

به عقیده حقوقدانان این قاعده بایستی همواره در جبران خسارت مورد توجه قرار گیرد که جبران خسارت بایستی به گونه‌ای صورت پذیرد که وضعیت زیان دیده به حالتی بازگردد که اگر تقصیر و یا فعل زیانبار از سوی عامل زیان رخ نمی‌داد زیان دیده در آن وضعیت قرار داشت: به نحوی که گویی اساساً زبانی رخ نداده است به همین سبب گفته شده است که: جبران خسارت در مسئولیت قهری باید به گونه‌ای باشد که خواهان را در وضعیت (پیش از خطا)<sup>۲</sup> قرار دهد. (صفری و پاک طینت، ۱۳۸۹، ۲۶۱)

## قرار گرفتن زیان دیده در وضعیت اجرای تعهدات

در برخی دعاوی بین المللی<sup>۳</sup> در خصوص مسئولیت قراردادی این اصل کلی مورد تاکید قرار گرفته است که (هدف از جبران خسارت این است که محکوم له در همان وضع مالی قرار گیرد، که در صورت اجرای قرارداد به ترتیب مقرر توسط طرفین در موقع انعقاد در آن وضعیت قرار می‌داشت) در حقوق کاملاً بر اساس (نظریه عوض)<sup>۴</sup> این موضوع مورد تاکید قرار گرفته است که شخصی که در قرارداد متعهد به فراهم کردن عوض قرار داده شده است انتظار دارد تا منافع مورد انتظار از اجرای قرارداد تأمین شود و در صورت نقض قرارداد دادگاه باید از این منافع حمایت کند. در واقع هدف از پرداخت خسارت در مسئولیت قراردادی این است که متعهد له در وضعیتی قرار داده شود که اگر قرارداد به درستی اجرا می‌شد او در آن وضعیت قرار می‌گرفت. در حالی که در مسئولیت خارج از قرارداد جبران خسارت باید به نحوی باشد که زیان دیده را به وضعیت قبل از وقوع فعل زیانبار برگرداند (بادینی، ۱۳۹۰، ص ۶۱).

در مجموع می‌توان گفت که محکومیت عامل زیان به جبران منافع مورد انتظار صرفاً مختص مواردی نیست که قراردادی آن هم بین زیان دیده و عامل زیان منعقد شده باشد. بلکه می‌توان این قاعده را به سایر موارد از جمله بازار سرمایه نیز تعمیم داد. چه این که با وجود احتمالی بودن منافع بازار، در بسیاری از موارد می‌توان، منافع مسلم را از منافع احتمالی تمیز داد. بدیهی است در مواردی که مسئولیت عامل زیان مسئولیت خارج از قرارداد باشد برای محاسبه خسارت وارده و منافع احتمالی از دست رفته باید فرض را بر اجرای تعهدات عامل زیان و یا عدم تقصیر وی در نظر گرفت. بدین معنی که باید به این سوال پاسخ داد که اگر عامل زیان به تعهدات خود عمل می‌نمود، چه منافع مسلمی برای زیان دیده حاصل می‌شد که این که از آن محروم شده است.

<sup>۱</sup> Leprincipal de la reparation integrale

<sup>۲</sup> Pre-tort

<sup>۳</sup> conational oil v.sapphire international

<sup>۴</sup> doctrine of consideration

## نظریه حمایت از منافع مشروع و عقلایی

بدون تردید یکی از کارکردهای حقوق، تضمین و حمایت از اموال و دارایی‌های افراد است. حقوق سعی دارد تا از یک سو از مالکیت اشخاص بر دارایی‌های قانونی خود حمایت کند و از سوی دیگر زمینه را برای معاملات و نقل و انتقالات قانونی این اموال فراهم نماید. همچنین حقوق وظیفه دارد از منافع افراد نیز حمایت نماید و اگر این منافع در معرض خطر قرار گیرد زیان دیده را در پناه خود بگیرد و تضمین‌ها و حمایت‌های لازم برای اقامه دعوا و مطالبه منافع از دست رفته را فراهم نماید. این کارکرد حقوق را می‌توان به صورت کلی به عنوان نظریه حمایت از (منافع مشروع و عقلایی) مطرح نمود. مقصود از منافع در این نظریه منفعت در مقابل عین نیست، بلکه ایجاد هر نوع دارایی مثبت و یا جلوگیری از ایجاد هر دارایی منفی است، که ممکن است در کیسه دارایی فرد اثرگذار باشد. باین دیدگاه منفعت در روابط تجاری افراد و به ویژه در محیط بازارهای تجاری و مالی که بازار اوراق بهادار نیز یکی از این بازارها تلقی می‌شود، بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد. منافعی می‌تواند مورد حمایت قانونگذار قرار گیرد که از یک سو مشروع و از سوی دیگر معقول باشد. این دو ویژگی مکرراً در مواد ۲۱۵، ۳۴۸، ۵۷۰، ۶۳۷، قانون مدنی مطرح شده و مورد تاکید قانونگذار قرار گرفته، به گونه‌ای که به عنوان یک قاعده کلی حتی در سایر عقود و معاملات نیز قابل استفاده است. این نظریه یک گام بالاتر از حمایت از موقعیت و منافع قراردادی است و به نوعی آن را نیز در بر می‌گیرد. چه‌اینکه در این نظریه حمایت‌های قانونی محدود به موارد انعقاد قرارداد نمی‌شود و بر اساس آن می‌توان منافع خارج از قرارداد را نیز که دو ویژگی یاد شده را داشته باشد یعنی عقلایی و مشروع باشد مورد حمایت قرار داد. به عقیده نگارنده این دیدگاه در بازار اوراق بهادار می‌تواند به خوبی مورد استفاده قرار گیرد و در نتیجه قواعد جبران خسارت در بازار بایستی به گونه‌ای تنظیم شود که از منافعی که افراد در نتیجه فعالیت در بازار به صورت قانونی و مشروع تحصیل نموده‌اند، حمایت نماید و در هر جا که در نتیجه فعل زیان باری به این منافع آسیبی وارد آمد در صدد جبران آن برآیند.

## شیوه‌های جبران خسارت:

### معیارهای ارزیابی خسارت ایجاد شده توسط عامل زیان

عرف نقش غیرقابل انکاری در مسئولیت مدنی دارد و به همین دلیل است که برخی حقوقدانان عقیده دارند حقوق مسئولیت مدنی یک حقوق عرفی است. (یزدانیان، ۱۳۸۶ ص ۲۴۳). بدون تردید در ارزیابی ناشی از تغییر قیمت سهام نیز بایستی عرف خاص حاکم بر موضوع را مورد توجه قرار داد. بازار اوراق بهادار یک بازار مالی است و چنان که بیان شد قیمت سهام در آن تحت تأثیر عوامل متعدد مالی، اقتصادی، مدیریتی و حتی سیاسی است. علیرغم تعدد عوامل تأثیرگذار، هنوز هم بازارهای مالی تحت حاکمیت قواعد و مدل‌های اقتصادی هستند که در بیشتر موارد می‌توان در تبیین روابط اشخاص در بازار به آنها تکیه کرد. به همین سبب ضروری است که برای ارزیابی خسارات به مدل‌ها و معیارهای اقتصادی توجه شود. برخی حقوقدانان در ارزیابی و تعیین خسارت ناشی از نقض قواعد حقوق رقابت، تئوری‌ها و معیارهایی را مطرح ساختند که حسب مورد، در خصوص موضوع بحث یعنی خسارت وارد به سهام نیز قابل استفاده است. (oxera et al, 2009, pp 90 et seq) این معیارها در ادامه مورد بررسی قرار گرفته و سعی شده به این سوال پاسخ داده شود که: با توجه به شرایط خاص بازار اوراق بهادار کدام یک از این معیارها می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد.

### معیار سود به دست آمده توسط عامل زیان

بر اساس این دیدگاه، در مواردی که زیان وارده به تعداد قابل توجهی از افراد وارداید، به گونه‌ای که برآورد زیان و اثبات آن در عمل دشوار باشد. به جای محاسبه زیان وارده به زیان دیدگان می‌توان میزان خسارتی که بایستی از سوی عامل زیان پرداخت شود را بر مبنای سود ناروایی که از رهگذر تقصیر و یا تخلف انجام شده‌اند عائد وی گردیده تعیین نمود. در مواردی مانند زیانی که در نتیجه کاهش ارزش سهام یک شرکت بورسی به سهامداران وارد می‌شود، می‌توان از این شیوه استفاده نمود و به ویژه‌اینکه

به دلیل دشواری اقامه دعوی مسئولیت مدنی از سوی هر یک از زیان دیدگان و خسارت‌اندکی که به سهامداران خرد وارد شده است، معمولاً بسیاری از آنان ترجیح می‌دهند به محاکم مراجعه نکنند، در نتیجه اگر فقط زیان وارده به زیان دیدگانی که اقامه دعوا نموده‌اند، مدنظر قرار گیرد، بخش قابل توجهی از منفعت ناروای ناشی از ارتکاب تخلف، نزد عامل زیان باقی می‌ماند (غفاری فارسانی، ۱۳۹۱ص ۳۵۸). از سوی دیگر در پاره‌ای موارد اساساً منفعت تحصیل شده از سوی عامل زیان بیش از مجموع خسارتی است که به زیان دیدگان وارد می‌شود.

برخی حقوقدانان اینگونه تقصیرها را (تقصیر انتفاعی یا سودآور) نامیده‌اند. (starck et al, 1999, n, 1335). برخی نیز خسارت وارده ناشی از این گونه تقصیرها را (خسارت سود محور)<sup>۱</sup> تعریف نموده‌اند. (Edelman, 2002, p, 5). این رویکرد در جبران خسارت از سوی برخی حقوقدانان به عنوان خسارت (غیر ترمیمی) معرفی شده است. به عقیده‌ایشان رویکرد سستی به موضوع جبران خسارت یعنی قرار گرفتن زیان دیده در وضعیت قبل از وقوع خطا سبب می‌شود تا مسئولیت مدنی اثر بازدارندگی خود را به صورت کامل از دست دهد و عوامل زیان را ترغیب می‌کند تا با استمرار فعل زیانبار به بهره برداری از فعل ارتكابی خود ادامه دهد. از جمله مصادیق آن می‌توان به رقابت مکارانه یا اقدامات محدود کننده رقابت اشاره نمود. (صادقی مقدم و نوری یاشانلوئی، ۱۳۹۰، ص ۲۴۲) در بازار اوراق بهادار نیز در پاره‌ای موارد می‌توان بر اساس این معیار میزان خسارتی که بایستی از سوی عامل زیان پرداخت گردد را بر اساس منفعت تحصیل شده و یا زیان متحمل شده تعیین نمود. به عنوان مثال اگر یکی از سهامداران شرکت، بر مبنای اطلاعات نهانی و با پیش‌بینی کاهش آتی قیمت سهام، تعداد هزار سهم خود را در یک شرکت به قیمت ۱۵۰۰ ریال بفروشد و پس از افشای اطلاعات قیمت سهام به هزار ریال کاهش یابد، وی با سوء استفاده از اطلاعات نهانی از تحمل زیان به مبلغ پانصد ریال به ازای هر سهم و مجموعاً پانصد هزار ریال جلوگیری نموده است. در حقیقت این مبلغ منفعتی که در نتیجه ارتکاب تقصیراینده مشخص شده و بایستی به تناسب تعداد سهام هر یک از سهامداران شرکت بین‌ایشان تقسیم گردد. براین معیار ایراد شده است که این شیوه ارزیابی خسارت بر خلاف قواعد مسئولیت مدنی و مغایر بسیاری از مقررات قانونی است که بر لزوم ورود زیان به زیان دیده و ارزیابی آن تاکید دارد. البته به نظر می‌رسد که از این نظریه می‌توان به عنوان یکی از معیارهای محاسبه و ارزیابی خسارت مورد استفاده قرار داد.

#### معیار مابه التفاوت ارزش فعلی سهام و ارزش آن در فرض عدم تقصیر

چنانچه برای محاسبه زیان ناشی از کاهش ارزش سهام صرفاً مابه التفاوت ارزش سهام قبل و بعد از وقوع فعل زیانبار مورد توجه قرار گیرد، در پاره‌ای موارد بخش قابل توجهی از زیان‌های وارده به زیان دیده جبران نشده باقی می‌ماند. بازار اوراق بهادار محل سرمایه‌گذاری و کسب سود است و کسانی که وارد بازار می‌شوند نیز باین هدف گام در بازار می‌نهند، لذا در تحلیل‌های حقوقی بازار نیز بایستی به این نکته توجه نمود. از سوی دیگر چنان که بیان شد، یکی از اهداف قانون‌گذاری در حوزه مسئولیت مدنی حمایت از منافع و عقلایی و مشروع اشخاص است. لذا منافع ایجاد شده و یا قابل ایجاد در بازار که عقلایی و مشروع باشند نیز بایستی مورد حمایت قانونگذار قرار گیرد. و لطمه به آنها ضمان آور باشد. در نتیجه اگر ارزش سهام یک شرکت هزار ریال باشد و در نتیجه تخلفات مدیرانش یا رقابتی نامشروع از سوی شرکت رقیب یا علل دیگر پیش گفته پس از گذشت سه ماه ارزش این سهام به ۹۰۰ ریال کاهش یابد، خسارت وارده به سهامداران شرکت لزوماً صد ریال چنانکه تخلفات صورت گرفته مانع رشد ارزش سهام نیز شده است، که بایستی این خسارت را در زمره خسارات قابل جبران محاسبه و منظور نمود. البته عکس این سخن نیز صادق است و ممکن است بخشی از این کاهش قیمت ناشی از سایر عوامل موثر در قیمت بوده و ارتباطی با تخلفات عامل زیان نداشته باشد.

به همین سبب برخی برای ارزیابی خسارت، فرایندی دو مرحله‌ای را پیشنهاد نمودند. بدین توضیح ابتدا بایستی بر اساس برهان (خلف) یا معیار (اگر نبود) وضعیتی را که بازار و مدعی خسارت می‌توانستند در فرض عدم تقصیر داشته باشند، ترسیم و سپس در مرحله دوم با مقایسه تفاوت‌های میان وضع فرضی و وضع فعلی میزان خسارت‌های وارده به زیان دیده را محاسبه نمود. (غفاری

<sup>1</sup> Gain-Based Damages

فارسانی، ۱۳۹۱، ص ۳۵۹) با توجه به اینکه بحث ما کاهش ارزش سهام و محاسبه میزان زیان وارده ناشی از آن است، بایستی فرض را بر این گرفت که اگر تقصیر و یا تخلف از سوی عامل زیان رخ نمی‌داد، ارزش سهام به چه میزانی بود و بر همین مبنا مابه التفاوت ارزش فعلی سهام و ارزش فرضی سهام (در فرض عدم ارتکاب تقصیر) به عنوان زیان وارده محاسبه می‌گردد.

### معیار مابه التفاوت قیمت خرید و ارزش واقعی سهام

در پاره‌ای موارد در نتیجه تقصیر عامل زیان، قیمت خرید سهام بیش از قیمت واقعی و یا قیمت فروش کمتر از قیمت واقعی آن می‌گردد. در حقیقت در این گونه موارد در نتیجه تخلفاتی نظیر، عدم افشای اطلاعات، طرح شایعه در خصوص شرکت و یا دستکاری بازار، قیمت معاملاتی سهام قیمتی کاذب و غیر واقعی و در نتیجه کسانی که در این زمان مبادرت به خرید یا فروش سهام می‌نمایند، پس از چندی با افشای اطلاعات و یا شکسته شدن قیمت‌های کاذب و بازگشت قیمت‌ها به قیمت واقعی به شدت متضرر می‌گردند. در این گونه موارد اگر از رابطه‌ای که در معیار پیشین مورد اشاره قرار گرفت (معیار مابه التفاوت ارزش فعلی سهام و ارزش آن در فرض عدم تقصیر) استفاده کنیم عملاً تمام زیان وارده به خریداران سهام بلا جبران باقی می‌ماند. زیرا در این گونه موارد تقصیر عامل زیان سبب کاهش قیمت سهام نشده بلکه سبب افزایش قیمت خرید و یا کاهش قیمت فروش سهام گردیده است. در نتیجه زیان وارده، زیان ناشی از گران خریدن و یا ارزان فروختن سهام است نه کاهش ارزش آن. به عنوان مثال فرض کنید در نتیجه اقدامات گمراه کننده شرکت پذیرفته شده در بازار و یا یک شرکت کارگزاری، قیمت معاملاتی سهام به صورت غیر واقعی و کاذب از هزار ریال به ۱۴۰۰ ریال افزایش یابد، در حالی که قیمت واقعی سهم مزبور همان هزار ریال است. در همین زمان افرادی سهام این شرکت را به قیمت هزار و ۴۰۰ ریال خریداری می‌نمایند. متعاقباً با شکسته شدن قیمت‌ها و بازگشت سهام به قیمت واقعی آن، قیمت سهام به همان هزار ریال باز می‌گردد. در نتیجه اگر بر اساس رابطه قبلی، بخواهیم زیان وارد به خریداران را محاسبه نماییم، به دلیل عدم تفاوت قیمت فعلی و ارزش واقعی سهام، خسارت قابل پرداخت به زیان دیده صفر خواهد بود. در نتیجه برای محاسبه خسارت در مواردی که تقصیر عامل زیان سبب بالا رفتن غیر واقعی قیمت سهام می‌گردد، بایستی مابه التفاوت قیمت خرید و قیمت فعلی سهام مورد توجه قرار گیرد.

### مدل‌های اقتصادی تعیین ارزش سهام در فرض عدم تقصیر

چنان که بیان شد، یکی از دشواری‌های حاکم بر ارزیابی خسارت در بازار اوراق بهادار این است که از یک سو باید وضعیت سهام در فرض عدم ارتکاب تقصیر پیش‌بینی شود و همیشه صرف مقایسه قیمت فعلی و قیمت خرید سهام، بیانگر میزان خسارت وارده به زیان دیده نیست. از سوی دیگر تعیین قیمت سهام در فرض عدم ارتکاب تقصیر امری بسیار دشوار است. بازار اوراق بهادار تحت تاثیر عوامل متعدد دائماً در حال نوسان است. عدالت و انصاف ایجاد می‌کند حتی در فرض ارتکاب تقصیر از سوی عامل زیان تاثیرات وارده بر قیمت سهام که ناشی از عوامل غیر از تقصیر عامل زیان است از خسارت قابل پرداخت به زیان دیده کسر گردد. چه اینکه رابطه سببیت بین تقصیر عامل زیان و این دسته از خسارات برقرار نمی‌باشد. این تأثیرات ممکن است مثبت یا منفی باشد به عنوان مثال ممکن است علیرغم ارتکاب تقصیر و تاثیر آن بر کاهش قیمت سهام یک شرکت به دلیل تحولات مثبت بازار، میزان کاهش ارزش سهام اندک باشد و یا حتی سهام با افزایش قیمت نیز روبرو شده باشد. بدیهی است این تأثیر مثبت نایستی باعث شود که تمام یا بخشی از زیان وارده به سهامداران بلا جبران باقی بماند. بالعکس ممکن است علیرغم تاثیر منفی تقصیر بر قیمت سهام، تحولات بازار نیز موجب کاهش قیمت سهام گردد و در نتیجه میزان کاهش قیمت سهام بیش از آن مبلغی باشد که در نتیجه تقصیر عامل زیان محقق شده است. بدیهی است که تحمیل این بخش از زیان بر عامل زیان نیز برخلاف انصاف و عدالت است.

برای تشخیص این تاثیرات و نحوه ارزیابی خسارت که متناسب به عامل زیان است بایستی به مدل‌های اقتصادی، معادلات و معیارهای خاص بازار متوسل شد. البته به این نکته نیز بایستی توجه نمود که این مدل‌های اقتصادی نیز نمی‌توانند به صورت دقیق، کلیه خسارت وارده به زیان دیده را معلوم نمایند، ولی در این راه تمام تلاش بر این است که ارزیابی خسارت به کمک روش‌های علمی و معتبر و در حد امکان با دقت بیشتری و به صورت منصفانه و عادلانه تخمین زده شود. تعیین دقیق خسارات

وارده، نیازمند اطلاعات دقیقی است که به ندرت ممکن است در دست باشد و همین امر سبب شده است که دعوی مطالبه خسارت دشوار، هزینه‌بر و غیر قطعی باشد. (NIELS&Nobel, 2010, p, 14) بنا بر بررسی‌های انجام شده در خصوص محاسبه زیان ناشی از نوسانات قیمت سهام و مدل‌های اقتصادی آن، تاکنون مطالعات جامعی صورت نپذیرفته است و به همین سبب به ناچار برای بررسی این موضوع از تحقیقی که در زمینه محاسبه خسارت‌های ناشی از اعمال ضد رقابتی صورت گرفته (oxra, 2009, pp.37 et seq) و از جهاتی به این موضوع شباهت دارد بهره‌جسته‌ایم و البته تغییرات لازم نیز در این معیارها جهت انطباق با موضوع بحث داده شده است. به طور کلی معیارهای ارائه شده در این خصوص به دو بخش «رویکردهای مقایسه محور» و «رویکردهای مبتنی بر تحلیل مالی» تقسیم می‌شود.

### رویکردهای مقایسه محور

در این رویکردها می‌توان برای تخمین وضع فرضی بازار در فرض عدم ارتکاب تقصیر از سوی عامل زیان، از اطلاعاتی استفاده کرد که مبدا آنها نسبت به نقض خارجی محسوب می‌شود (غفاری فارسانی، ۱۳۹۱ص ۳۶۴) در حقیقت در این رویکرد بر اساس مدل‌های مقایسه‌ای، ارزش سهام شرکت در فرض عدم ارتکاب تقصیر سنجیده می‌شود و قاعداً برای انجام مقایسه ضروری است که این مقایسه بر اساس یک مبنا و معیار علمی صورت پذیرد تا نتیجه حاصل از آن معتبر و قابل استناد باشد. در این خصوص معیارهای که از سوی حقوقدانان ارائه شده است برخی مبنای مقایسه را تحولات شرکت قرار داده و (روش مقایسه سری‌های زمانی) را ارائه نموده‌اند. برخی شاخص بازار را به عنوان مقایسه تعیین و (روش مقایسه با شاخص) را پیشنهاد دادند و در نهایت برخی نیز با جمع‌این دو روش (روش تفاوت در اختلافها) را مطرح کردند.

### روش مقایسه سری‌های زمانی

روش (مقایسه سری‌های زمانی) time-series comparisons که به عنوان روش (قبل و بعد) before-and-after نیز نامیده شده است، روشی است که در آن وضعیت قیمت سهام در مقاطع زمانی مختلف مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد. در حقیقت در این شیوه نوسانات قیمت سهام قبل، همزمان و بعد از وقوع تقصیر از سوی عامل زیان (ممکن است قیمت سهام قبل و در طول، در طول و بعد و یا قبل، در طول و بعد از وقوع تقصیر مورد بررسی قرار گیرد) با یکدیگر مقایسه می‌شود و با توجه به میزان رشد و یا کاهش ارزش سهام حالت فرضی قیمت سهام در فرض عدم وقوع تقصیر محاسبه می‌شود. مابه‌التفاوت این دو عدد خسارتی است که زیان دیده در نتیجه تقصیر عامل زیان متحمل شده است. این روش اگرچه از نظر محاسبه روش ساده‌ایست ولی همیشه نمی‌تواند صحیح باشد. در این روش وضعیت سهام شرکت صرف نظر از تحولات بازار مورد مطالعه قرار می‌گیرد و بدیهی است که چنین محاسبه‌ای نمی‌تواند چندان قابل اتکا و استناد باشد.

### روش مقایسه با شاخص

روش (مقایسه با شاخص) yardstick or benchmark approach روش (مقایسه با بخش‌های جانبی) cross-sectional comparison نیز نامیده شده است. در این روش مبنای مقایسه وضعیت خود شرکت نیست، بلکه قیمت سهام با شاخص کل بورس سنجیده می‌شود و بر مبنای شاخص کل بازار قیمت فرضی سهام در حالت عدم ارتکاب تقصیر محاسبه می‌شود. ذکر این نکته نیز ضروری است که به منظور بالاتر رفتن دقت در محاسبه می‌توان به جای شاخص کل از شاخص شرکت‌های همسان استفاده نمود. مثلاً در ارزیابی خسارت وارده به سهام یک شرکت پتروشیمی یا یک بانک حسب مورد شاخص سایر شرکت‌های پتروشیمی و یا سایر بانک‌ها مورد توجه قرار می‌گیرد. در این صورت با توجه به همسان بودن فعالیت شرکت مورد نظر با شاخص انتخابی، محاسبه قیمت سهام در فرض عدم تقصیر دقیق‌تر و به واقعیت نزدیک‌تر خواهد بود. تفاوت استفاده از این روش در محاسبه قیمت سهام در فرض عدم تقصیر نسبت به روش پیشین این است که: در روش (مقایسه سری‌های زمانی) پیش‌بینی‌ها بر اساس وضعیت قبلی شرکت در دوره‌های زمانی مختلف صورت می‌پذیرد و فرض بر این است که روند صعودی و نزولی قیمت

سهام شرکت استمرار داشته باشد. فرضی که در بسیاری از موارد فرض صحیحی نیست اما در این روش، فرض براین است که نوسانات قیمت سهام مورد نظر بایستی به تناسب شاخص قیمت‌ها، شاخص کل و یا شاخص شرکت‌های تقریباً همسان تغییر نماید. البته براین روش نیز ایراداتی وارد است، چه اینکه در این روش فرض براین است که تغییرات قیمت سهام مورد نظر در فرض عدم تقصیر لزوماً متناسب با تغییرات شاخص است در حالی که این فرض دست‌کم در برخی موارد صحیح نمی‌باشد و بسیاری از تصمیمات، برنامه‌ها و مسایل درونی شرکت می‌تواند سبب شود تا روند تغییرات قیمتی سهام آن شرکت با شیب بیشتر و یا کمتری نسبت به شاخص تغییر کند، در حالی که این عوامل در این روش مورد توجه قرار نمی‌گیرد.

### روش تفاوت در اختلاف‌ها

روش (تفاوت در اختلاف‌ها) difference-in-difference در حقیقت ترکیبی از دو روش فوق است. oxera et al.2009,pp,59 it seq در این روش برای محاسبه قیمت سهام، هم به ارزش سهام شرکت در دوره‌های زمانی معین توجه می‌شود و هم به تحولات شاخص بازار. ویژگی مثبت این روش این است که به نوعی مزایای هر دو روش پیشین را جمع نموده و سعی دارد تا از ایرادات وارد بر آن‌ها اجتناب کند. چنان که بیان شد ایراد اساسی وارد بر روش‌های پیشین جامع نبودن آنهاست. در روش (مقایسه سری‌های زمانی) صرفاً وضعیت شرکت مورد توجه قرار می‌گیرد و در (روش مقایسه با شاخص) صرفاً به تحولات شاخص توجه می‌شود. در حالی که واقعیت این است که به هر دوی این عوامل بایستی به طور همزمان توجه شود. چه این که قیمت سهام شرکت در نتیجه دو دسته عوامل درونی و بیرونی مشخص می‌گردد. مقایسه سری‌های زمانی، به نوعی معرف وضعیت و عوامل درونی شرکت و شاخص بازار نیز معرف تأثیر عوامل بیرونی است. بدیهی است ترکیب این دو دسته عوامل برای پیش بینی ارزش سهام در فرض عدم تقصیر می‌تواند به واقعیت نزدیک‌تر باشد. در اجرای این شیوه می‌توان ارزش سهام در فرض عدم تقصیر را بر اساس دو شیوه قبل محاسبه و میانگین آن را مورد توجه قرار داد

### رویکردهای تحلیل مالی محور

در رویکردهای تحلیل مالی محور، ( financial-analysis-based approaches ) برخلاف رویکردهای مقایسه‌ای سعی می‌شود تا مجموعه عوامل مختلف و تأثیر گذار در قیمت سهام مورد توجه و تحلیل قرار گیرد. به گونه‌ای که می‌توان گفت روش‌های تحلیلی بر خلاف روش‌های مقایسه‌ای بیشتر کیفی هستند و به دلیل اینکه عوامل بیشتری را در تعیین قیمت سهام دخیل می‌نمایند دقیق‌تر از روش‌های مقایسه‌ای به شمار می‌روند. ولی مهمترین ایراد وارد بر آنها دشواری و پیچیدگی و نبود معیارهای دقیق کمی برای محاسبه تأثیر عوامل مختلف در تعیین قیمت سهام است. با وجود این ایرادات در صورتی که بتوان از طریق انجام کارشناسی‌های دقیق و بررسی عوامل مختلف به کمک رویکرد تحلیلی، قیمت سهام در فرض عدم تقصیر را پیش بینی نمود، این شیوه نسبت به روش مقایسه‌ای برتری دارد. رویکرد تحلیلی نیز با توجه به موضوع تحلیل می‌تواند به روش‌های مختلفی انجام پذیرد این رویکرد می‌تواند بر اساس (روش تحلیل مالی شرکت) صورت پذیرد یا بر (تحلیل مالی بازار) مبتنی باشد و یا (ترکیبی از این دو) که مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### روش تحلیل مالی شرکت

در این روش از اطلاعات مالی شرکت‌ها همچون نرخ‌های درآمد، حاشیه سود، اطلاعات هزینه‌ای (هزینه تولید و هزینه فرصت سرمایه) برنامه‌های توسعه‌ای و آتیه شرکت، قراردادهای منعقد شده بین شرکت و سایر شرکت‌ها، دعاوی مطروحه یا احتمالی له و یا علیه شرکت و سایر عواملی که می‌تواند در تعیین قیمت سهام موثر باشد برای تحلیل وضعیت شرکت استفاده شده و با تحلیل این اطلاعات قیمت سهام در فرض عدم تقصیر پیش‌بینی می‌شود. این روش از جهت توجه به وضعیت شرکت برای تخمین قیمت سهام شبیه روش (مقایسه سری‌های زمانی) است، باین تفاوت که در این روش به جای مقایسه قیمت سهام در دوره‌های زمانی مختلف، اطلاعات شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. به عنوان مثال ممکن است قیمت سهام یک شرکت در دوره‌های زمانی قبل از وقوع تقصیر، از رشد چندانی برخوردار نباشد و نمودار آن به صورت خطی با شیب کم باشد،

لیکن به دلیل انعقاد یک قرارداد مهم این انتظار وجود داشته باشد که در ماه‌های آتی قیمت سهام این شرکت با رشد خوبی مواجه شود. در همین زمان به دلیل ارتکاب تقصیر از سوی مدیران شرکت و یا اشخاص ثالث قیمت سهام در بازار افت می‌نماید. اگر بر اساس مدل‌های (مقایسه سری‌های زمانی) عمل کنیم قاعدتاً بایستی نمودار قیمت سهام را بر اساس نرخ رشد مربوط به ماه‌های قبل از وقوع تقصیر ادامه دهیم و آن را به عنوان نمودار قیمت سهام در فرض عدم تقصیر در نظر بگیریم، در حالی که در روش تحلیل مالی شرکت اطلاعات موجود مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و قیمت سهام با توجه به کلیه عوامل از جمله قراردادهای منعقد شده با سایر شرکت‌ها تعیین می‌گردد، که در این صورت قیمت پیش‌بینی شده برای سهام بیشتر از مقداری خواهد بود که به کمک روش مقایسه سری‌های زمانی به دست می‌آید. ایراد وارد بر این روش این است که به وضعیت بازار توجهی ندارد چه‌اینکه بسیاری از تحولات و نوسانات قیمت‌ها تحت تأثیر عوامل خارج از شرکت و عوامل بازار است که در این روش به آن توجهی نمی‌شود.

### روش تحلیل مالی بازار

در این روش شرایط بازار با توجه به عوامل مختلف درونی و بیرونی موثر بر بازار مورد تحلیل و ارزیابی قرار می‌گیرد. بررسی نوسانات شاخص، بررسی سایر بازارهای موازی با بازار سرمایه، مثل بازار پول و مسکوک، توجه به بازارهای خارجی و تأثیر آنها بر بازارهای داخلی، بررسی تحولات سیاسی و اقتصادی، ملی، منطقه‌ای و جهانی می‌تواند در تحلیل بازار موثر باشد. بر اساس همین داده‌ها می‌توان مدلی را برای نوسانات قیمت سهام هر شرکت ارائه نمود که این مدل بیانگر نوسانات قیمت در فرض عدم تقصیر است. بدیهی است اختلاف قیمت سهام شرکت بین آنچه مورد معامله قرار می‌گیرد با آنچه بر اساس مدل فرضی به دست می‌آید بیانگر میزان خسارتی است که به سهام وارد شده است.

این روش نیز شبیه (روش مقایسه با شاخص) است که در رویکرد مقایسه‌ای مورد بررسی قرار گرفت. باین تفاوت که در این رویکرد به جای اینکه فقط به نوسانات شاخص توجه شود و شاخص بازار به عنوان مبنای مقایسه مورد توجه قرار گیرد، کلیه عوامل موثر بر بازار مورد توجه قرار گرفته و نتیجه بر اساس تحلیل کلیه اطلاعات موجود ارائه می‌گردد. ایراد وارد بر این روش نیز این است که به وضعیت داخلی شرکت توجهی ندارد. در شرایطی که تحلیل‌های ارائه شده از بازار بیانگر افت و یا صعود قیمت‌ها باشد ممکن است یک شرکت به دلیل وضعیت خاص خود بر خلاف جریان بازار صعودی یا نزولی قیمت‌ها را تجربه کند و یا اینکه نوسانات قیمت آن متناسب با تحلیل‌های کلی ارائه شده از بازار نباشد.

### روش ترکیبی

با توجه به آنچه بیان شد، مشخص می‌شود که مقصود از این روش جمع‌بندی تحلیل‌های ارائه شده از وضعیت شرکت و وضعیت بازار است. تحلیلی جامع که اگر بتوان بر اساس اطلاعات شرکت و بازار به آن دست یافت مطمئن‌ترین و دقیق‌ترین مدل برای دستیابی به قیمت سهام در فرض عدم تقصیر است. در حقوق رقابت نیز از این شیوه برای تعیین قیمت کالا در فرض عدم نقض قواعد حقوق رقابت استفاده می‌شود. دادگاه‌های امریکایی نیز از مواردین شیوه را به کار گرفته‌اند (niels&nobel,2010,p15). اما چنانکه بیان شد در روش تحلیلی به دلیل اینکه بسیاری از داده‌های کیفی هستند ارزیابی آنها در قالب ارقام و اعداد کمی بسیار دشوار است و هر تحلیلگر مالی ممکن است بر اساس دانش و تجربه خود، از اطلاعات واحد، تحلیل متفاوتی از وضعیت بازار و یا شرکت ارائه کند.

### نتیجه‌گیری

مصرف کنندگان بورس اوراق بهادار که به سرمایه‌گذاران خرد این بازار که اشخاصی غیرمتخصص بوده و با هدف کسب درآمد و بدون اینکه شغل اصلی آنها معاملات اوراق بهادار باشد در این بازار به فعالیت مذکور مشغول است اطلاق می‌گردد. همانند سایر مصرف کنندگان بازارهای مالی و واقعی به دلیل ضعف‌های اقتصادی و آگاهی و اطلاعاتی که دارند نیازمند حمایت ویژه بوده و

حقوقی دارند که از جمله آنها حق افشای اطلاعات توسط ناشر حق آموزش، حق انتخاب کارگزار، اوراق بهادار و حق جبران خسارت و دادخواهی می‌باشد.

حق جبران خسارت و دادخواهی وی به نوعی برای حفاظت از سایر حقوق به وجود آمده و تا تقصیر از دیگری سر نزده و خسارتی وارد نمی‌شود مطرح نمی‌گردد به نوعی از جمله حقوق ثانویه محسوب می‌گردد. حق جبران خسارت و دادخواهی به جهت اهمیت آن در حقوق اکثر کشورها از جمله ایالات متحده آمریکا و فرانسه که آن را اساس و زیربنای آزادی دانسته‌اند تصریح دارد. در مواد ۴۳ و ۵۲ قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴ و نیز ماده ۱۵ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی هم آمده است هرچند بر اساس قانون ایران در صورت ورود خسارت طرح دعا از طریق صلاحیت هیئت داوری می‌باشد اما در کشورهای پیشرفته از جمله آمریکا و فرانسه ارجاع اختلافات بازار بورس به داوری اختیاری بوده و منوط به توافق طرفین است موضوعی که در قانون این دادرسی مدنی ما حاکم می‌باشد.

مهم‌ترین خسارتی که در این بازار به سرمایه‌گذاران وارد می‌شود کاهش ارزش سهام است. لذا شیوه‌های جبران این کاهش و قیمت گذاری آن به طوری که زیان دیده را به حالت قبل از زیان برگرداند امری دشوار است لیکن با استفاده از تجربه کشورهای متری من جمله آمریکا و فرانسه می‌توان با استفاده از روش‌های ترکیبی اثرات این خسارت را کاهش داد.

## منابع

۱. باقری مطلق، نرگس، ۱۳۹۱ش، «سرمایه گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار»، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حقوق اقتصادی، استاد راهنما: دکتر عبدالرسول قدک، استاد مشاور: دکتر محمد سلطانی، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده حقوق
۲. باقری، محمود، ۱۳۸۷ش، «قابلیت داوری اختلافات ناشی از حقوق اقتصادی: ناکامی قراردادی در رجوع به داوری در دعاوی حقوق رقابت و حقوق بازار بورس»، مجله تحقیقات حقوقی، ش ۴۸، ۴.
۳. بزرگمهر، داود، ۱۳۸۵ش، «مسئولیت مدنی تولیدکنندگان»، مجله حقوقی دادگستری، ش ۵۴.
۴. جعفری لنگرودی، محمدجعفر، ۱۳۸۶ش، مبسوط در ترمینولوژی حقوق، تهران، انتشارات گنج دانش، چ ۳، ج ۳.
۵. رجب زاده اصطهباناتی، علیرضا، ۱۳۹۲ش، ماهیت حقوقی و روش‌های حل و فصل دعاوی در بازار اوراق بهادار، تهران، انتشارات بورس، چ ۱.
۶. غفاری فارسانی، بهنام، ۱۳۸۹ش، مصرف کننده و حقوق بنیادین او نگاهی به قانون حمایت از حقوق مصرف‌کنندگان، تهران، موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی،
۷. قربانی لاچوانی، مجید، ۱۳۸۶ش، نظام حقوقی بازار اوراق بهادار ایران با مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا، رساله دوره دکتری حقوق خصوصی، استاد راهنما: دکتر مرتضی نصیری، استاد مشاور: دکتر محمد عیسائی تفرشی، دانشگاه تربیت مدرس، دانشکده علوم انسانی.
۸. کاله -الووا، ژان، ۱۳۷۹ش، تعریف مصرف کننده «، ترجمه عبدالرسول قدک، مجله تحقیقات حقوقی، ش ۲۹.
۹. کاله -اولوآ، ژان، تامپل، انری، ۱۳۹۳ش، حقوق مصرف، ترجمه و تحقیق: مجید ادیب، تهران، نشر میزان، چ ۱.
۱۰. مددی، صادق، ۱۳۸۸ش، مسوولیت مدنی تولیدکنندگان و فروشندگان کال، تهران، نشر میزان، چ ۱.

11. Bhattacharyya, Mr. Rajib, (2014), An Analysis on the Various Aspects of Consumer Protection in India, International Journal of Research (IJR) , University Law College, Gauhati University. India, Vol-1, Issue-6

12. Campbell Black, Henry, (1968), Black's Law Dictionary, M. A, Revised Fourth Edition by the Publisher's Editorial Staff, ST. Paul, Minn. West Publishing CO. 4th Ed. Rev.

13. Cartwright, Peter, (1999), Consumer Protection in Financial Services, International Banking, Finance and Economic Law Series, Centre for Commercial Law Studies, University London, Published by Kluwer Law International Ltd

14. Cartwright, Peter, (2004), Banks, Consumers and Regulation, The university Nottingham, Publisher: Hart, Oxford and Portland Oregon