



Original Article

## The Role of Comparative Law in Approving Iran's Securities Market Act of 2005: A Case Study on Inside Information

Hamid Reza Nikbakht Fini<sup>1</sup>, Farhad Piri<sup>2</sup>

### ABSTRACT

The Securities Market Act of the Islamic Republic of Iran, enacted in 2005 (1384 AH), originates from extensive comparative legal research. Its foundational framework is notably influenced by, and to some extent reproduces, the "Model Law on the Securities Market" adopted in November 2001 by the Interparliamentary Assembly of the Commonwealth of Independent States (CIS). It is important to note, however, that the CIS Model Law itself was born out of comparative legal studies. Consistent with this model-driven approach, the draft Iranian Act initially defined "insider information" as: "Internal information: any information related to securities or its issuer that may affect the trading of such securities, provided that it has not been disclosed to the public." This definition draws heavily from Article 32(1) of the CIS Model Law, which states: "Insider information is any undisclosed information concerning securities, transactions involving such securities, or the issuer and its activities, the disclosure of which could significantly influence the market price of these securities." However, a review of the legislative history of Iran's Securities Market Act reveals that the final definition of "insider information" in Article 1(32) was ultimately based on, and aligned with, Article 1(1) of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council, dated 28 January 2003, concerning insider dealing and market manipulation (market abuse), rather than paragraph 1 of Article 32 of the Model Law on the Securities Market of the Inter-Parliamentary Assembly of the Commonwealth of Independent States. Per Article 1(32) of the Securities Market Law of the Islamic Republic of Iran, "Inside information" is defined as "any information not disclosed to the public that directly or indirectly relates to securities, transactions, or their issuer and, if disclosed, would impact the price or the decision-making of investors regarding trading such securities." With minor modifications, this provision essentially adopts the wording from Directive EC/6/2003, indicating Iran's implicit reliance on European legal concepts and standards. Interpreting the Iranian legislation through the lens of EU regulation can provide valuable insights, especially considering that insider information is comprehensively addressed in Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse. Leveraging this modern regulation offers a basis for aligning Iranian enforcement practices with international standards. Both Article 1(1) of Directive EC/6/2003 and Article 7(1)(a) of Regulation (EU) No 596/2014 define "insider information" as: "precise information which has not been made public, relating directly or indirectly to one or more issuers or financial instruments, and which, if made public, would likely have a significant effect on the prices of those financial instruments or relevant derivatives." Ultimately, the capital market health is compromised by the abuse of insider information, which undermines

**How to Cite:** Nikbakht Fini, Hamid Reza, Piri, Farhad, "The Role of Comparative Law in Approving Iran's Securities Market Act of 2005: A Case Study on Inside Information", Legal Research, Vol. 28, No. 110, 2025, pp:19-34.

DOI: <https://doi.org/10.48308/jlr.2024.236335.2765>

Received: 19/07/2024-Accepted: 22/12/2024

1. Professor of Law, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.

Corresponding Author Email: [hr-nikbakht@sbu.ac.ir](mailto:hr-nikbakht@sbu.ac.ir)

2. PhD, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.



Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

investor confidence. The primary rationale underpinning securities regulation is the promotion of informational symmetry among market participants, enabling each investor to make informed decisions regarding the purchase or sale of securities. This objective relies on the premise that disclosed information must possess the capacity to influence security prices meaningfully. Consequently, laws pertaining to the capital market strictly prohibit the misuse of insider information. This study examines three core issues related to “*inside information*” through a comparative analysis of European Union law: (1) Constituent Elements of Insider Information: including “*any undisclosed information of a precise nature,*” “*a direct or indirect relation to securities, transactions, or the issuer,*” and “*a significant effect on prices or investors’ decisions.*” (2) The Affirmative Obligation to Disclose: encompassing “types of information requiring disclosure”—including *periodic and ad hoc disclosures,* “*timing of disclosures,*” “*possibility of delay,*” and “*disclosure quality.*” (3) Prohibition of Insider Information Abuse: addressing “*types of prohibitions,*” “*persons subject to restrictions*” (*primary and secondary holders of insider information*), and “*the legal validity or invalidity of transactions based on insider misuse.*” In conclusion, this analysis affirms that Iran’s approach of integrating foreign legal systems—particularly European Union norms—into the drafting of its Securities Market Act was largely successful. Nevertheless, effective comparative law application requires a nuanced understanding of domestic legal foundations and an avoidance of mechanical copying. This article is a clear example of practical application of comparative studies in enhancing regulation quality in capital market. Notably, where Iranian legislation did not explicitly mirror EU provisions on confidential information, corresponding directive regarding information disclosure for issuers registered with the Stock Exchange Organization—were subsequently incorporated into national instructions, therefore Iranian securities regulations are fully aligned with European documents.

**KeyWords:** Securities Market, Capital Market, Inside Information, Market Misconduct, European Union.



## نقش حقوق تطبیقی در تصویب قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴:

## مطالعه موردی اطلاعات نهانی

حمیدرضا نیک‌بخت فیینی<sup>۱</sup>، فرهاد پیری<sup>۲</sup>

## چکیده

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (مصوب ۱۳۸۴) حاصل انجام مطالعات تطبیقی بود؛ به‌نحوی که متن آن کاملاً تحت تأثیر و به‌نوعی حاوی نسخه‌برداری از «قانون الگوی بازار اوراق بهادار» بوده است که در سال ۱۳۸۰ از سوی مجمع بین‌المجالس «اتحادیه کشورهای مستقل هم‌سود» تصویب شده بود. با وجود این، مطالعه متن مذاکرات نحوه تنظیم قانون بازار اوراق بهادار ایران نشان از آن است که در تعریف «اطلاعات نهانی»، مندرج در بند سی‌ودو ماده ۱ این قانون، استفاده از متن بند یک ماده ۱ دستورالعمل شماره EC/6/2003 اتحادیه اروپا با عنوان «معاملات متکی بر اطلاعات نهانی و دستکاری بازار سرمایه»، جایگزین استفاده از بند یک ماده ۳۲ قانون الگوی بازار اوراق بهادار بود. به‌موجب بند سی‌ودو ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران مقرر شده است: «اطلاعات نهانی، هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم {است} که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد». این ماده با یک تغییر جزئی، عیناً برگرفته از بند یک ماده ۱ دستورالعمل شماره EC/6/2003 اتحادیه اروپا است؛ یعنی قانون ایران به‌طور ضمنی متکی بر مفاهیم و استانداردهای حقوقی اروپاست. از این‌رو، امکان تفسیر قانون ایران براساس مقررات اتحادیه اروپا، راهگشا خواهد بود؛ به‌ویژه آنکه اکنون، موضوع اطلاعات نهانی به‌طور مفصل در مقررۀ شماره ۵۹۶/۲۰۱۴ اتحادیه اروپا با عنوان «سوءجریان بازار سرمایه» تصویب شده است و استفاده از این مقررۀ مؤخر برای تفسیر قانون بازار اوراق بهادار، می‌تواند نحوه اجرای قانون ایران را به مقررات روز دنیا، نزدیک نماید.

کلید واژگان: بازار اوراق بهادار، بازار سرمایه، اطلاعات نهانی، سوء جریان بازار، اتحادیه اروپا.

استناد به این مقاله: نیک‌بخت فیینی، حمیدرضا، پیری، فرهاد، «نقش حقوق تطبیقی در تصویب قانون بازار اوراق بهادار ۱۳۸۴: مطالعه موردی اطلاعات نهانی»، فصلنامه تحقیقات حقوقی، دوره ۲۸، شماره ۱۱۰، تیر ۱۴۰۴، صص: ۳۴-۱۹.

DOI: <https://doi.org/10.48308/jlr.2024.236335.2765>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۲۹ - تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۰/۰۲

۱. استاد، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

ایمیل نویسنده مسئول: [hr-nikbakht@sbu.ac.ir](mailto:hr-nikbakht@sbu.ac.ir)

۲. دکتری، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

## مقدمه

بازار سرمایه (که بیشتر) محل معامله ابزارهای مالی است تلاش دارد تا به‌ویژه، ایجاب و قبول طرفین معامله را از طریق سامانه‌های رایانه‌ای به یکدیگر برساند و تاحد ممکن، زمینه تعیین قیمت را براساس تطبیق میزان عرضه با تقاضا مشخص نماید. درمقابل و در سایر بازارها (مانند معاملات مصرف‌کننده)، مزایای معامله کاملاً برای طرفین قرارداد مشهود است و آنها، ضمن احتساب دقیق و کامل سود خود از معامله، اقدام به انعقاد آن می‌کنند و نیاز خود را از طریق چنین معامله‌ای، به‌سادگی رفع می‌کنند؛ مانند مصرف‌کننده‌ای که میوه خریداری شده را می‌خورد یا خریداری که تابلوی نقاشی را به دیوار می‌آویزد. لیکن زمینه انجام معامله در بازار سرمایه، در واقع، «امید و انتظار» طرفین برای به‌دست‌آوردن سود یا دفع زیان در آینده است که پیش‌بینی احتمال وقوع آن نیز برای آنها قطعی نیست.<sup>۱</sup> درواقع، خرید اوراق بهادار اصولاً و در غالب موارد، با هدف کسب سود ناشی از آن اوراق است؛<sup>۲</sup> یعنی کسب «سود ناشی از افزایش قیمت اوراق بهادار» یا کسب «سود خود اوراق» (مانند سود ناشی از تقسیم سود سالانه شرکت‌ها و سود دوره‌ای اوراق مشارکت). در مورد نخست، قیمتی که اکنون سرمایه‌گذار حاضر است برای خرید اوراق بهادار بپردازد تا در آینده بتواند از فروش مجدد آن کسب سود کند، بسته به میزان انتظاری است که وی از افزایش قیمت آن اوراق دارد؛ به بیان دقیق‌تر، بسته به ارزش فعلی منافع آینده است که سرمایه‌گذار، پیش‌بینی می‌کند از خریداری و نگهداری اوراق بهادار، چه میزان سود در آتی به دست خواهد آورد.<sup>۳</sup>

ازاین‌روست که نقش «اطلاعات» در بازارهای سرمایه، بسیار حیاتی است؛ زیرا سرمایه‌گذاران براساس این اطلاعات، «امیدها و انتظارات» خود از آینده را پیش‌بینی می‌کنند؛ به‌نحوی که به‌طور مداوم از طریق اطلاعات تازه انتشاریافته، «امیدها و انتظارات» خود را درباره میزان منافع آتی قابل کسب، تعدیل و به‌روز می‌کنند. به همین دلیل، نقش و کارکرد بازارهای سرمایه، جمع‌آوری اطلاعات مربوط به «بازده موردانتظار» اوراق معامله شده است؛ یعنی ارزش فعلی منافع آتی مورد انتظار اوراق بهادار.<sup>۴</sup> هرچند باید توجه داشت که در بازار سرمایه، پیش‌بینی «امیدها و انتظارات» خود از آینده، اصولاً فقط براساس تحلیل اطلاعات «گذشته» صورت نمی‌گیرد؛ بلکه این اطلاعات جدیدتر و به‌روزتر است که می‌تواند منبع مهم‌تری برای تصمیم‌گیری باشد؛ زیرا نگاه سرمایه‌گذار به وضعیت آینده اوراق است؛ یعنی اینکه اوراق در آینده به چه قیمتی خواهد رسید نه اینکه این اوراق در گذشته، چقدر ارزش داشته است. بنابراین شخصی که در بازار سرمایه فعالیت می‌کند و به تحلیل بازده و ریسک دارایی آتی (به ویژه نقدشوندگی) توجه دارد، در نهایت، انتخاب خود را براساس بررسی «اطلاعات» فعلی انجام می‌دهد. همین معاملات متکی بر «امیدها و انتظارات» است که می‌تواند منجر به آن شود که «ارزش بازاری» یک شرکت از «ارزش ساختار سرمایه»

<sup>۱</sup>. برای مثال، ممکن است خرید سهم به امید دریافت سود سالیانه‌ای باشد که نه تنها اکنون میزان آن نامشخص است، بلکه ممکن است به دلیل زیان‌ده شدن شرکت تا پایان سال مالی، اصلاً هیچ سودی هم محقق نگردد.

<sup>۲</sup>. Fox, M. B., Lawrence R. Glosten and Gabriel V. Rauterberg. *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*, New York: Columbia University Press, 2019, P 1: "Whereas many market transactions involve the consumption of goods that provide personal utility, transactions in financial markets involve the pursuit of claims on future cash flows and control rights".

<sup>۳</sup>. Armour, J. et al. *Principles of Financial Regulation*, UK: Oxford University Press, 2016, P 102: "The price of a security should therefore reflect the sum of the present values of the stream of future interest or dividend payments and the price of the security at the date at which the investor anticipates selling it".

<sup>۴</sup>. Ibid.

آن پیشی بگیرد.<sup>۱</sup> در نتیجه، شاید بتوان گفت از آنجا که موضوع معاملات در بازار سرمایه می‌تواند «خصوصیات انتظاری برای آینده» باشد؛ به همین دلیل، موضوع معامله در این بازار نوعی «کالای باورانه» است؛ به این معنا که اوصاف مبیع در لحظه انعقاد قرارداد کاملاً قابل ارزیابی نیست.<sup>۲</sup>

مطالب فوق نشان از آن است که پیش‌بینی قیمت آتی اوراق بهادار، بر مبنای تحلیل اطلاعات موجود صورت می‌گیرد و نقش اطلاعات در بازار سرمایه در واقع خونی است که در رگ آن جریان دارد. بنابراین، تساوی سرمایه‌گذاران در دسترسی به اطلاعات باید به صورت حداکثری تأمین شود و هرگونه رفتاری که شفافیت بازار سرمایه را مختل کند ممنوع گردد تا اعتماد سرمایه‌گذاران به این بازار جهت حفظ عملکرد آن تأمین شود؛ در نتیجه، هدف از ایجاد ممنوعیت سوءاستفاده از اطلاعات، حفظ سلامت بازار است. از جمله این ممنوعیت‌ها در بازار سرمایه، منع هرگونه سوءاستفاده از «اطلاعات نهانی»<sup>۳</sup> است که قانونگذار ایران با تصویب «قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» (من‌بعد، قانون بازار اوراق بهادار) در سال ۱۳۸۴ و ضمن بهره‌گیری از مطالعات تطبیقی، به ارائه تعریف و ایجاد ممنوعیت قانونی و همچنین جرم‌انگاری در سوءاستفاده از اطلاعات نهانی پرداخت. در این مقاله، «عناصر تعریف قانونی اطلاعات نهانی» بررسی خواهد شد و در انتها، با جمع‌بندی مطالب، به مزایای بهره‌گیری از مطالعات تطبیقی در تصویب قانون بازار اوراق بهادار هم اشاره خواهد شد.

## ۱. تاریخچه قانونگذاری در تعریف اطلاعات نهانی

لایحه قانون بازار اوراق بهادار - که به دلالت مقدمه توجیهی مندرج در متن اولیه آن - با اهدافی همچون «تجهیز منابع مالی»، «تخصیص بهینه منابع» و «کاهش هزینه سرمایه‌گذاری» از سوی دولت تدوین شده بود؛<sup>۴</sup> برای نخستین بار در نظام حقوقی ایران، به دنبال ارائه یک تعریف قانونی برای اطلاعات نهانی بود؛ به نحوی که در بند «ز» ماده ۱ این لایحه، آمده بود: «اطلاعات داخلی: هرگونه اطلاعات مربوط به اوراق بهادار یا ناشر آن که بر معاملات اوراق بهادار مربوط تأثیرگذار باشد، مادامی که برای عموم افشا نشده است». این ماده کاملاً متأثر از بند یک ماده ۳۲ قانون نمونه بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۰ مجمع بین‌المجالس کشورهای عضو «اتحادیه کشورهای مستقل هم‌سود») بوده

۱. ساختار سرمایه (capital structure) اشاره به ترکیب منابع مالی گوناگون یک شرکت دارد؛ یعنی اینکه شرکت، منابع مالی خود را از طریق منابع داخلی (همچون سود انباشته) به دست آورده است یا منابع بیرونی (همچون انتشار سهام جدید و استقراض). در این باره، اصولاً ارزش بازاری یک شرکت، مستقل از ساختار سرمایه آن نیست و این ساختار، اثر مستقیمی بر ارزش بازاری شرکت دارد. علاوه بر این، ساختار سرمایه نشان از میزان ریسک آن شرکت دارد؛ زیرا هرچه قدر بدهی شرکت بالاتر باشد ریسک نیز بالاتر می‌رود. از این رو، نه تنها ایجاد تعادل میان نسبت بدهی به دارایی ضروری است (تا ضمن حفظ ارزش بازاری شرکت، ریسک آن هم کنترل شود)، بلکه باید ارزش بازاری شرکت را به ارزش ساختار سرمایه آن نزدیک کرد.

۲. Credence products/ goods.

۳. Inside Information.

در قانون ایران، از اطلاعات به «هر نوع داده که در اسناد مندرج باشد یا به صورت نرم‌افزاری ذخیره گردیده یا با هر وسیله دیگری ضبط شده باشد» تعریف شده است (نک: بند «الف» ماده ۱ قانون انتشار و دسترسی آزاد به اطلاعات مصوب ۱۳۸۸). لیکن در ادبیات حقوقی بازار سرمایه، منظور از «اطلاعات»، اعم از داده‌های کتبی و شفاهی است. از این روست که در متن برخی از مواد قانون بازار اوراق بهادار (مانند بند سی‌ویک ماده ۱، ماده ۴۷، بندهای دو و سه و چهار ماده ۴۹) در کنار «اطلاعات»، به «اسناد و مدارک» هم اشاره شده است که مورد اخیر منحصر به داده‌های کتبی است.

۴. ببینید: «مقدمه توجیهی» مندرج در لایحه بازار اوراق بهادار (مصوب ۱۳۸۳ هیئت‌وزیران). قابل دسترس در: [rc.majlis.ir](http://rc.majlis.ir)

است؛<sup>۱</sup> لیکن این ماده پیشنهادی در نهایت به شکل بند سی و دوم ماده ۱ به تصویب مجلس رسید که طبق متن فعلی آن: «اطلاعات نهانی: هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم {است} که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می گذارد».<sup>۲</sup>

در نگارش نسخه نهایی این بند، کاملاً و به وضوح می توان نسخه برداری آن از اسناد سابق اتحادیه اروپا (با یک تغییر جزئی) را مشاهده نمود.<sup>۳</sup> در این باره، ذکر این نکته ضروری است که در مرکز پژوهش های مجلس و در زمان ارائه نظرات اصلاحی نسبت به متن لایحه، به صراحت به منبع نسخه برداری تعریف اطلاعات نهانی یعنی سند اتحادیه اروپا، اشاره شده است.<sup>۴</sup>

<sup>۱</sup>. *Model Law on the Securities Market*, adopted by the Interparliamentary Assembly of the Member Nations of the Commonwealth of Independent States (November 2001), article 32(1): "Insider information is any undisclosed information on securities and operations with them, as well as on the issuer of these securities and the activities carried out by it, the disclosure of which may have a significant influence on the market price of these securities".

<sup>۲</sup>. این پیشنهاد مشخصاً از سوی «مؤسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری ایران» در خلال بررسی لایحه در مرکز پژوهش های مجلس بدین شکل مطرح شد: «ضرورت دارد تا اطلاعات نهانی، آن دسته از اطلاعات کلیدی و منتشر نشده ای تعریف شود که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار یا ناشران آنها مربوط می شود و در صورت انتشار بتواند بر تصمیمات سرمایه گذاران در بازار و نیز قیمت اوراق بهادار تأثیر بگذارد». ببینید: مرکز پژوهش های مجلس، *نظرات و انتقادات سازمان ها و کارشناسان درباره لایحه بازار اوراق بهادار*، گزارش شماره ۷۱۷۷، آذرماه ۱۳۸۳، ص ۲۸.

<sup>۳</sup>. دستورالعمل زیر در سال ۱۳۸۱ (یعنی حدوداً سه سال پیش از تصویب قانون بازار اوراق بهادار) به تصویب ارکان اتحادیه اروپا رسیده بود و جایگزین دستورالعمل قبلی متعلق به «جامعه اقتصادی اروپا» (1989/592/EEC) شده بود:

*Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, Art 1(1): "Inside information shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments".

در قانون ایران، عنصر داشتن «ماهیت معین» (a precise nature) از تعریف فوق حذف شده است که در ادامه، به آن اشاره خواهد شد. اکنون «مقرره» (regulation) ذیل در اتحادیه اروپا (با اصلاحات بعدی آن)، جایگزین «دستورالعمل» (directive) فوق شده و آن را نسخ نموده است (هرچند تعریف اطلاعات نهانی در این مقرره جدید، دستخوش تغییری نشده است):

*Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance.*

لازم به ذکر است که مطابق ماده ۲۸۸ «معاهده نحوه عملکرد اتحادیه اروپا» تصریح شده است که «مقرره ها به طور کامل الزام آورند و به طور مستقیم در تمام کشورهای عضو، قابل اجراست». بنابراین، «مقرره» در مقایسه با «دستورالعمل» (از آنجاکه برای اجرایی شدن در حقوق ملی کشورهای عضو، نیازمند هیچ گونه پیش شرطی نیست) بهتر می تواند یکنواخت سازی در قوانین اتحادیه اروپا را محقق سازد. از این جهت، با تصویب یک «مقرره»، دیگر نباید به تحلیل حقوق ملی کشورهای عضو اتحادیه پرداخت و باید محور مطالعات تطبیقی را فقط منحصر به متن مقرره ها نمود. کلیه اسناد حقوق اتحادیه اروپا به صورت برخط و به روز، از طریق تارنمای زیر قابل دسترس است: eur-lex.europa.eu برای مطالعه فرایند تصویب مقرره ۲۰۱۴ در اتحادیه اروپا بنگرید:

Herlin-Karnell, E. and Nicholas Ryder. *Market Manipulation and Insider Trading: Regulatory Challenges in the United States of America, The European Union and the United Kingdom*, UK: Hart Publishing, 2019, PP 14-38.

<sup>۴</sup>. ببینید: مرکز پژوهش های مجلس، پیشین، ص ۴۰. منبع مزبور، سند ذیل بوده است که حاوی تعریف اطلاعات نهانی در حقوق اتحادیه اروپا به شرح صفحات ۹۹ تا ۱۰۲ آن است:

OICU-IOSCO, Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities, Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It (March 2003), P 99.

نگاه قانونگذار در این تعریف به حقوق اتحادیه اروپا، منجر به ارائه تعریف جامعی از اطلاعات نهانی شده است و اکنون می‌توان تفسیر این ماده را بر پایه حقوق تطبیقی مبتنی بر اسناد اتحادیه اروپا، مورد بررسی قرار داد.<sup>۱</sup> در واقع، بدون آگاهی از منشأ قانون ایران، نمی‌تواند به تفسیر درستی از قانون بازار اوراق بهادار دست یافت؛ زیرا قانونگذار به‌طور پراکنده در متن آن و مواد گوناگون، از عبارات‌های دیگری هم در کنار «اطلاعات نهانی» استفاده کرده است مانند «اطلاعات بااهمیت»، «اطلاعاتی که اثر بااهمیتی» دارد و «اطلاعات مهم»؛ که فقط با بهره‌گیری از مطالعات تطبیقی می‌توان به‌منظور قانونگذار دست یافت و وجه تشابه یا تفاوت این موارد از «اطلاعات نهانی» را به‌دقت روشن کرد.

در تعریف ارائه شده از «اطلاعات نهانی» در بند سی‌ودو ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار (همانند حقوق اتحادیه اروپا)، سه عنصر برای شناخت اطلاعات نهایی ذکر شده است که در ادامه، هریک از این عناصر به‌طور جداگانه بررسی می‌شود: (۱) هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم، (۲) مربوط بودن به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم و (۳) تأثیرگذاری بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران. این عناصر به ترتیب، در بخش‌های بعدی مقاله بررسی خواهد شد.

## ۲. عنصر نخست: هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم

### ۲.۱. احراز مصادیق «هرگونه» اطلاعات

قانونگذار ایران با به‌کارگیری عبارت «هرگونه اطلاعات»، در ظاهر، از تعریف مقرر در اتحادیه اروپا تا حدودی فاصله گرفته است؛ زیرا در این اتحادیه، تنها آن دسته از اطلاعات می‌تواند نهانی باشد که دارای ماهیتی «معین» باشد<sup>۲</sup> و درواقع، اساسی‌ترین معیار برای این است که بتوان تشخیص داد کدام دسته از اطلاعات مؤثر بر قیمت، نوعی اطلاعات نهانی محسوب می‌شود.<sup>۳</sup> در مقرره اتحادیه اروپا و در تعریف معین بودن، چنین آمده است: «اطلاعات در صورتی

۱. همچنین آرای صادره از «دیوان دادگستری اروپا» (ECJ) هم منبع مهمی برای مطالعه تطبیقی در این باره است که این دیوان، تاکنون در خصوص موضوعات مرتبط با «اطلاعات نهانی»، آرای متعددی را صادر کرده است که در این تارنما قابل دسترس است: [curia.europa.eu](http://curia.europa.eu). برای مثال، نک:

Case C-384/02 *Knud Grøngaard and Allan Bang* [2005] ECLI:EU:C:2005:708; Case C-391/04 *Ypourgos Oikonomikon and Proistamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis* [2007] ECLI:EU:C:2007:272; Case C-45/08 *Spector Photo Group NV v CBFA* [2009] ECLI:EU:C:2009: 806; Case C-19/11 *Markus Geltl v Daimler AG* [2012] ECLI:EU:C:2012: 397; Case C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers* [2015] ECLI:EU:C:2015: 162.

محور اصلی مقاله حاضر، مبتنی بر مطالعه تطبیقی با حقوق اتحادیه اروپاست و برای مطالعه موضوع مقاله حاضر در حقوق آمریکا، نک:

Steinberg, M. I. *Understanding Securities Law*, USA: Carolina Academic Press, Eighth Edition, 2023, chapter 12, PP 473-502; Loewenson, C. H. and Ruti Smithline (eds.). *Insider Trading: Law and Development*, USA: American Bar Association, 2017, Chapters 2 & 3.

۲. Information of a precise nature

برخی از نویسندگان ایرانی، این واژه (یعنی صفت precise) را به‌صورت تحت‌اللفظی به «دقیق» ترجمه کرده‌اند: جنیدی، لعلیا و محمد نوروزی، «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»، *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، دوره ۳۹، شماره ۲، ۱۳۸۸، صص ۱۲۷-۱۴۹، ص ۱۴۰؛ سلطانی، محمد، *حقوق بازار سرمایه*، ویراست دوم، تهران: سمت، ۱۴۰۰، ص ۳۵۷. باوجود این، به نظر می‌رسد با وحدت ملاک از ماده ۱۹۰ قانون مدنی، معادل فارسی «معین» بهتر باشد؛ چراکه در اصطلاح تخصصی حقوق بازار سرمایه، منظور از واژه precise اطلاعاتی است که فاقد ابهام، قابل تعیین و دارای قابلیت سنجش عینی باشد؛ پس منظور از آن، صرفاً «دقیق» (به معنای exact) نیست. از این رو، معادل فارسی «دقیق» نمی‌تواند بار معنایی را به‌طور کامل منعکس کند.

۳. Moloney, N. *EU Securities and Financial Markets Regulation*, UK: Oxford University Press, Fourth Edition, 2023, P 700.

واجد ماهیت معین محسوب می‌شود که حاکی از مجموعه اوضاع و احوال موجود یا مجموعه اوضاع و احوالی باشد که به‌طور معقول، انتظار می‌رود ایجاد گردد یا ناظر به رویدادی باشد که رخ داده یا به‌طور معقول انتظار وقوع آن وجود دارد. مشروط بر آنکه اطلاعات مزبور به‌نحوی مشخص باشد که امکان نتیجه‌گیری درباره تأثیر احتمالی آن اوضاع و احوال یا رویداد را بر قیمت ابزارهای مالی فراهم آورد.<sup>۱</sup> این مقررۀ دلالت بر این دارد که اطلاعات، زمانی دارای ویژگی «معین» بودن هست که به وضعیت یا رویدادی اشاره داشته باشد که یا هم‌اکنون محقق شده است یا اینکه به‌طور منطقی می‌توان وقوع آن را در آتی پیش‌بینی کرد؛ هرچند نکته حیاتی آن است که این اطلاعات باید آن قدر مشخص باشد که بتوان از آن درباره تأثیر بالقوه بر قیمت ابزارهای مالی نتیجه‌گیری کرد. یعنی اطلاعات مبهم، کلی یا گمانه‌زنی - حتی اگر درست هم باشد - در صورت نداشتن جزئیات کافی برای ارزیابی اثرگذاری اقتصادی آن، مشمول تعریف اطلاعات «معین» نخواهد بود. در این باره، «مجموعه اوضاع و احوال» اشاره به مجموعه‌ای از وضعیت‌ها دارد که ممکن است هم‌زمان یا به تدریج در حال وقوع باشد و بستری برای وقوع یک «رویداد» را فراهم کند؛ مانند مذاکرات جاری برای انعقاد یک قرارداد و بررسی ابعاد مالی آن پیرو تأیید مدیر مالی شرکت. در مقابل، «رویداد» اشاره به رخدادی مشخص و زمان‌مند دارد که در یک نقطه خاص از زمان اتفاق می‌افتد؛ مانند تصویب نهایی انعقاد قرارداد در هیئت‌مدیره شرکت.

در خلال ارائه نظرات کارشناسی در مرکز پژوهش‌های مجلس نسبت به متن لایحه - ضمن ارجاع به منشأ نسخه‌برداری تعریف اطلاعات نهانی در حقوق اتحادیه اروپا - بیان شد که از جمله ویژگی‌های اطلاعات نهانی، آن است که «اطلاعات باید ماهیت و سرشت خاصی داشته باشد»؛<sup>۲</sup> لیکن هیچ معادل روشن فارسی برای این اصطلاح بیان نشد. به هر روی، حذف ویژگی داشتن ماهیت «معین» در قانون ایران (که به نظر می‌رسد بیشتر متأثر از دشواری در معادل‌یابی فارسی برای آن؛ یا حداقل، فقدان اشرف تنظیم‌کنندگان لایحه بر معنای این اصطلاح در سند اتحادیه اروپا جهت درج در متن قانون ایران بوده است) را نمی‌توان به معنای عدم نیاز به احراز این عنصر دانست زیرا فارغ از آنکه قوانین (در ماهیت خود که موجد حق و تکلیف عمومی‌اند) باید آن‌چنان روشن و دارای دامنه مشخص باشند که عموم بتوانند

<sup>۱</sup>. Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse, Article 7(2): "For the purposes of paragraph 1, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments ...".

مقایسه کنید با تعریف «اطلاعات بااهمیت» مندرج در بند شش ماده ۱ دستورالعمل افشای اطلاعات ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس (مصوب ۱۳۸۶ هیئت‌مدیره سازمان بورس با اصلاحات بعدی): «اطلاعات بااهمیت: اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار تأثیر داشته باشد» (تأکید اضافه شده است). در سایر مقررات نیز تعریف مشابهی وجود دارد؛ مانند بند یک ماده ۱ دستورالعمل اجرایی خرید، نگهداری و عرضه سهام خزانه (مصوب ۱۳۹۴ هیئت‌مدیره سازمان بورس با اصلاحات بعدی): «اطلاعات مهم: اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیت داشته باشد که مصادیق آن در دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، ذکر شده است» (تأکید اضافه شده است). در این دستورالعمل‌ها، اصطلاح «رویداد» را باید اصطلاحی عام دانست تا بتواند شامل «مجموعه اوضاع و احوال» (a set of circumstances) هم بشود؛ یعنی «یک بستر واقعی و عینی از وضعیت‌های جاری یا محتمل‌الوقوع برای وقوع رویداد».

<sup>۲</sup>. مرکز پژوهش‌های مجلس، پیشین. این جمله، ترجمۀ عبارت ذیل در منبع مورد ارجاع بوده است:

"The information has to be of the precise nature"; OICU-IOSCO, *Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities, Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It* (March 2003), P 99.

تکالیف قانونی خود را بدانند؛<sup>۱</sup> بلکه اطلاعات غیرمعین نمی‌تواند تأثیری بر قیمت اوراق بهادار داشته باشد؛ مانند آنکه ناشری، مترصد دستیابی به بازارهای جدید صادراتی است یا اینکه مترصد تولید یک محصول جدید است؛ لیکن بدیهی است تازمانی که مطالعات راهبردی مرتبط با این اهداف، انجام نشود و خروجی آن معلوم نشود، نمی‌توان چنین برنامه‌هایی را حاوی نوعی اطلاعات با ماهیت «معین» و تأثیرگذار دانست. از همین روست که در ماده ۵ دستورالعمل افشای اطلاعات ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس هم بیان شده است که اطلاعات افشاء شده از سوی ناشر باید «صریح، دقیق، مربوط، قابل فهم و کافی» باشد که نشان از پیروی این دستورالعمل از سند حقوقی اتحادیه اروپا هم دارد؛ به نحوی که ظاهراً تلاش شده است تا با درج مجموعه‌ای از اوصاف، بتوان همان ویژگی داشتن ماهیت «معین» را الزامی نمود.<sup>۲</sup>

## ۲.۲. فقدان افشای قبلی عمومی اطلاعات

درخصوص دیگر عنصر لازم در تعریف اطلاعات نهانی، یعنی «افشاشده برای عموم»، قانونگذار به صراحت معلوم ننموده است که اطلاعات دقیقاً از چه زمانی «افشاء شده» محسوب می‌شود تا بتوان بعد از آن، چنین اطلاعاتی را نهانی ندانست؟ در این باره، ناشران اوراق بهادار مکلف‌اند آن دسته از اطلاعات نهانی را که به طور مستقیم به آنها مربوط است، از طریق «سامانه جامع انتشار اطلاعات در بازار سرمایه» (موسوم به تارنمای «کُدال») برای همه سرمایه‌گذاران (حتی سرمایه‌گذاران بالقوه) افشا نمایند.<sup>۳</sup> با وجود این، ممکن است این اطلاعات پیش از افشای رسمی در این تارنما، از سایر روش‌های غیررسمی مانند تارنمای خود ناشر یا در مجمع عمومی ناشر افشا شود. در این صورت، این سؤال پیش می‌آید که آیا افشای اطلاعات از طریق تارنمای رسمی کُدال، برای از دست دادن خصیصه نهانی بودن اطلاعات، کفایت می‌نماید یا خیر؟ به بیان دیگر، آیا افشای اطلاعات از طریق تارنمای رسمی مزبور، «موضوعیت» دارد یا «طریقت»؟

در این باره و در یک بررسی تطبیقی با اسناد حقوق اتحادیه اروپا، در آن چنین مقرر شده است که: «ناشر باید در اسرع وقت اقدام به اطلاع‌رسانی عمومی نسبت به اطلاعات نهانی نماید که به طور مستقیم مربوط به ناشر است. ناشر باید اطمینان حاصل نماید که این اطلاعات نهانی به نحوی افشاء شود که دسترسی سریع، کامل، صحیح و به موقع عموم به آن اطلاعات فراهم شود».<sup>۴</sup> در حقوق اتحادیه اروپا این افشا باید در هر کشور از طریق حداقل یک پایگاه رسمی و به صورت

<sup>۱</sup> لازم به یادآوری است، از آنجاکه قانونگذار ایرانی اقدام به جرم‌انگاری رفتارهای «سوءاستفاده از اطلاعات نهانی» در ماده ۴۶ و نیز «عدم انتشار اطلاعات مهم» در ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار نموده است؛ بنابراین لزوم تفسیر نصوص جزایی به طور مضیق و به نفع متهم هم ایجاب می‌نماید که دامنه اطلاعات نهانی، تاحدممکن، معلوم و مشخص باشد. در این باره، نقل یکی از نظرات شورای نگهبان، می‌تواند جالب توجه باشد: «تعاریف و اصطلاحات فنی و عناوین قانونی، اگر مبین نباشند تصویب قانون، مفهوم صحیح و معنای معقولی پیدا نمی‌کند. [...] اولین چیزی که رکن اساسی هر حکم شرعی و قانونی است موضوع آن است که حکم و قانون بدون مشخص بودن موضوع آن، در نظر حاکم و قانونگذار، حکم بلاموضوع است» (نظر شماره ۴۷۴۲ مورخ ۱۳۶۱/۰۴/۰۳).

<sup>۲</sup> ماده ۵: «اطلاعات باید صریح، دقیق، مربوط، قابل فهم و کافی باشند و تاحدامکان به صورت کمی ارائه شوند». مقایسه کنید با:

Case C-628/13 Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers [2015] ECLI:EU:C:2015:162, para 31: "[T]he only information excluded from the concept of 'inside information' by virtue of that provision is information that is vague or general, from which it is impossible to draw a conclusion as regards its possible effect on the prices of the financial instruments concerned" [emphasize added].

<sup>۳</sup> www.codal.ir

<sup>۴</sup> Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse, Article 17(1).

غیرتبعیض‌آمیز صورت گیرد.<sup>۱</sup> به‌هرروی، از آنجا که نقض این تکلیف، منجر به افشای عمومی اطلاعات می‌شود و چنین افشای غیررسمی، اصولاً تأثیر خود را بر قیمت اوراق بهادار می‌گذارد؛ بنابراین، باید قائل بر این بود که افشای رسمی اطلاعات نهانی در تارنمای رسمی کُدال، صرفاً «طریقت» دارد و به‌محض افشای غیررسمی این اطلاعات، دیگر نمی‌توان آن را نوعی اطلاعات نهانی دانست؛<sup>۲</sup> هرچند افشاکننده غیررسمی اطلاعات می‌تواند مشمول مجازات‌های کیفری و انضباطی مقرر در مقررات باشد. تنها نکته قابل توجه در این باره آن است که چنین افشای غیررسمی باید خطاب به چنان مخاطبانی باشد که بتوان آن را مصداق افشای «عمومی» دانست؛ در غیر این صورت و در مواردی که این اطلاعات خطاب به مخاطبان محدودی منتشر شود، نمی‌تواند خصیصه نهانی بودن اطلاعات را زایل شده دانست.

### ۳. عنصر دوم: مربوط بودن به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم

قانونگذار ایران، هم‌راستا با حقوق اتحادیه اروپا، در بیان عناصر قانونی تعریف اطلاعات نهانی، چنین اطلاعاتی را اعم از آن دانسته است که به‌طور «مستقیم» یا «غیرمستقیم» به ناشر مربوط باشد. در ادبیات حقوقی بازار سرمایه از اطلاعاتی که به‌طور «غیرمستقیم» به یک یا چند ناشر مربوط می‌شود، تحت عنوان «اطلاعات بازاری» نیز یاد می‌شود (که درمقابل «اطلاعات شرکتی» است)<sup>۳</sup> و شامل مواردی است که منشأ آن خارج از خود شرکت است؛ لیکن می‌تواند به‌طور بالقوه، ناشران را تحت تأثیر قرار دهد همانند مقررات قانونی در شُرَف تصویب (مثل تغییر نرخ سود سپرده‌بانکی یا تغییر نرخ خوراک‌گاز) و گزارش‌های شرکت‌های رتبه‌بندی. در مقابل، «اطلاعات شرکتی» شامل موارد خاصی است که از داخل شرکت سرچشمه می‌گیرد همانند تصمیمات اعضای هیئت‌مدیره و مجامع شرکت و نیز مذاکرات در جریان با اشخاص ثالث برای انعقاد قرارداد.<sup>۴</sup>

از این نکات می‌توان به این نتیجه رسید که «اطلاعات شرکتی»، به‌طور «مستقیم» به ناشر اوراق بهادار مربوط می‌شود و «اطلاعات بازاری» نیز به‌طور «غیرمستقیم»؛ و هر دو نوع اطلاعات مزبور یعنی «اطلاعات شرکتی» و «اطلاعات بازاری» هم می‌توانند نوعی اطلاعات نهانی باشند که خود این موارد زیرمجموعه اصطلاح عام‌تر «اطلاعات مهم» در متن قانون بازار اوراق بهادار است.<sup>۵</sup> بنابراین هرچند ناشر تعهدی به افشای اطلاعاتی که به‌طور غیرمستقیم به او مربوط می‌شود ندارد؛ لیکن درعین حال، ناشر (و سایر اشخاص) از هرگونه سوءاستفاده از آن اطلاعات، به‌عنوان نوعی اطلاعات نهانی، ممنوع‌اند. نتیجه این استنباط آن است که دامنه و مصادیق اطلاعات نهانی نیازمند افشا از سوی ناشر، «کمتر» از مصادیق اطلاعات نهانی است که می‌تواند موضوع ممنوعیت سوءاستفاده از اطلاعات نهانی قرار گیرد. رابطه میان انواع اطلاعات را می‌توان در شکل ذیل دید:

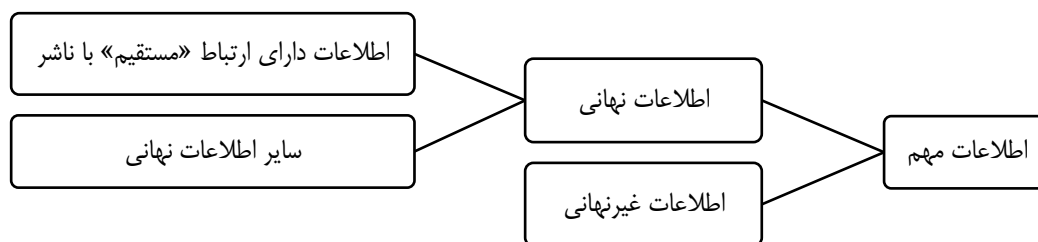
<sup>۱</sup>. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, Article 21(1) & (2).

<sup>۲</sup>. Ventrizzo, M. and Sebastian Mock (eds.). *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, UK: Oxford University Press, Second Edition, 2022, para B.7.65.

<sup>۳</sup>. "The market information" v "The corporate information".

<sup>۴</sup>. Ibid, para B.7.69.

<sup>۵</sup>. بند دو ماده ۴۹ قانون بازار اوراق بهادار اقدام به جرم‌انگاری رفتار ذیل نموده است: «هر شخصی که به موجب این قانون مکلف به ارائه تمام یا قسمتی از اطلاعات، اسناد و یا مدارک مهم به سازمان یا بورس مربوط بوده و از انجام آن خودداری کند» (تأکید اضافه شده است).



#### ۴. عنصر سوم: تأثیرگذاری بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران

##### ۴.۱. میزان تأثیرگذاری اطلاعات

اولین موضوع نیازمند بررسی در این باره میزان تأثیرگذاری است. در تعریف قانونگذار ایران از اطلاعات نهانی در بند سی‌ودو ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، اشاره‌ای به میزان تأثیرگذاری اطلاعات نشده و اطلاعات نهانی را هرگونه اطلاعات افشانشده برای عموم دانسته است که در صورت انتشار، بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط، «تأثیر می‌گذارد». درحالی‌که در مقابل و در حقوق اتحادیه اروپا تصریح شده است که از عناصر اطلاعات نهانی، آن است که در صورت افشا، «محتمل است که تأثیر بالاهمیتی» بر قیمت اوراق بهادار بگذارد.<sup>۱</sup> در مرکز پژوهش‌های مجلس و در زمان ارائه نظرات اصلاحی نسبت به متن لایحه - ضمن ارجاع به منشأ نسخه‌برداری تعریف اطلاعات نهانی در حقوق اتحادیه اروپا - بیان شد که ازجمله ویژگی‌های اطلاعات نهانی آن است که «تأثیر معنادار» بر قیمت اوراق بهادار داشته باشد.<sup>۲</sup> در همین خصوص، قانونگذار ایران در بخش دیگری از قانون یعنی در مواد ۷ و ۴۵ و درخصوص نوع خاصی از اطلاعات نهانی، به‌ترتیب و بدین شکل به عنصر اثرگذاری هم اشاره کرده است: «وظایف و اختیارات هیئت‌مدیره سازمان {بورس} به شرح زیر است: ... (۱۸) بررسی و نظارت بر افشای اطلاعات بااهمیت توسط شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان»؛ «هر ناشری که مجوز انتشار اوراق بهادار خود را از سازمان {بورس} دریافت کرده است، مکلف است حداقل موارد زیر را طبق دستورالعمل اجرایی که توسط سازمان تعیین خواهد شد به سازمان ارائه نماید: ... (۴) اطلاعاتی که اثر بالاهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد» (تأکید اضافه شده است).

در این مواد، قانونگذار گاهی اصطلاح «باهمیت» را «صفت» اطلاعات و گاهی آن را «قید حالت» برای اثرگذاری دانسته است که عدم به‌کارگیری یک‌دست اصطلاحات در متن قانون بازار اوراق بهادار، می‌تواند منجر به ایجاد ابهام بشود. به‌هرروی، همان تعریف بیان‌شده در سند قانونی اتحادیه اروپا (که منشأ قانونگذار ایران برای تنظیم متن بوده است) قابل اعمال در نظام حقوقی ایران، جهت رفع ابهام‌های قانونی دانست. درنتیجه، اطلاعات نهانی، آن دسته از اطلاعات است

<sup>۱</sup>. Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse, Article 7(1): "Inside information shall mean information ... if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments" (emphasize added).

تأثیر بالاهمیت (*a significant effect*)، به معنای «تأثیر بر میزان عرضه یا تقاضای ابزار مالی» (و بالتبع، تأثیر بر قیمت آن) است. نک: Kalss, S., Martin Oppitz, Ulrich Torggler and Martin Winner (eds.). *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU), No 596/2014*, UK: Edward Elgar, 2021, para 7.028.

<sup>۲</sup>. ببینید: مرکز پژوهش‌های مجلس، پیشین.

این جمله، ترجمه عبارت ذیل در منبع مورد ارجاع بوده است:

"The information is likely to have a significant effect on the price of the securities concerned"; OICU-IOSCO, Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities, Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It (March 2003) p 99.

که در صورت افشا، بتواند «تأثیر بااهمیتی» بر قیمت اوراق بهادار بگذارد. اینکه آیا چنین تأثیرگذاری، «بااهمیت» خواهد بود یا ناچیز، بستگی به اوضاع و احوال هر مورد دارد تا بتوان میزان تأثیر اطلاعات بر قیمت ابزار مالی را، به نسبت ارزش کل آن اوراق سنجید.<sup>۱</sup>

## ۴.۲. نحوه احراز تأثیرگذاری اطلاعات

دومین موضوع نیازمند بررسی در این باره، نحوه احراز تأثیرگذاری است. در تعریف قانونگذار ایران از اطلاعات نهانی در بند سی‌ودو ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، لازم دانسته شده است که تأثیر اطلاعات نهانی در صورت افشا، بر قیمت «و یا» تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله خواهد بود. باوجوداین، در جای دیگر قانون از اطلاعاتی نام برده شده است که اثر بااهمیتی بر قیمت اوراق بهادار «و» تصمیم سرمایه‌گذاران دارد (نک: بند چهار ماده ۴۵ قانون). در واقع، تأثیر بر «قیمت»<sup>۲</sup> و تأثیر بر «تصمیم سرمایه‌گذاران» را نمی‌توان دو معیار مستقل از یکدیگر دانست، بلکه فقط اطلاعاتی می‌تواند بر قیمت تأثیر بگذارد که بتواند بر تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله هم اثرگذار باشد؛ زیرا تغییر قیمت هم، نتیجه رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش اوراق بهادار است. به بیان دیگر، نمی‌توان فرضی را تصور کرد که بدون تأثیرگذاری بر تصمیم سرمایه‌گذاران، بتواند بر قیمت اوراق تأثیر بگذارد و بالعکس.

به‌همین دلیل در مقررات اتحادیه اروپا، این دو معیار را در هم تلفیق و مقرر کرده‌اند، اطلاعاتی می‌تواند در صورت افشا، احتمالاً تأثیر بااهمیتی بر قیمت ابزار مالی بگذارد که «هر سرمایه‌گذار متعارفی به احتمال زیاد، از این اطلاعات به عنوان بخشی از مبانی تصمیم‌گیری خود راجع به سرمایه‌گذاری بهره خواهد برد».<sup>۳</sup> از این عبارت در حقوق اتحادیه اروپا می‌توان به این نکته هم دست یافت که برای احراز تأثیرگذاری، باید دید آیا «سرمایه‌گذاران متعارف» از این اطلاعات برای اتخاذ تصمیم راجع به خرید و فروش ابزارهای مالی استفاده می‌نمایند یا خیر؟ در حقوق اتحادیه، منظور از سرمایه‌گذاران متعارف، اشخاصی‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را براساس تحلیل اطلاعاتی اتخاذ می‌کنند که از قبل در دسترس است؛ یعنی براساس ارزیابی اطلاعات موجود از قبل. این‌گونه سرمایه‌گذاران، ارزیابی خود از تأثیر اطلاعات را با توجه به مجموع فعالیت ناشر مربوطه، قابلیت اتکای منشأ اطلاعات و سایر متغیرهای بازار انجام می‌دهند که احتمالاً بر ابزارهای مالی در اوضاع و احوال موجود تأثیر می‌گذارد.<sup>۴</sup> درمقابل، هرچند در قانون ایران، اصطلاح «سرمایه‌گذار» به‌طور مطلق و بدون اشاره به نوع خاصی از آنها به کار رفته است؛ لیکن همانند حقوق اتحادیه اروپا، باید قائل بر این بود که فقط تأثیرگذاری بالقوه بر همین دسته از سرمایه‌گذاران را باید ملاک گرفت؛ همچنان‌که در آرای وحدت رویه متعددی، دیوان عالی کشور از «رفتار متعارف اشخاص» برای تفسیر قوانین استفاده نموده است که با وحدت ملاک، قابل تطبیق بر اصطلاح

<sup>۱</sup> Swan, E. J. and John Virgo. *Market Abuse Regulation*, UK: Oxford University Press, Third Edition, 2019, para 4.16.

<sup>۲</sup> Price-sensitive information.

<sup>۳</sup> Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse, Art 7(4): "For the purposes of paragraph 1, information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments [...] shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions".

<sup>۴</sup> Ibid, recital 14.

برای مطالعه تقسیم‌بندی انواع سرمایه‌گذاران، نک: پیری، فرهاد، *حقوق بورس و اوراق بهادار (با تأکید بر قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران)*، تهران: جنگل، ۱۴۰۰، صص ۱۴۹ و ۱۵۰.

«سرمایه‌گذاران متعارف» در حقوق اتحادیه اروپاست.<sup>۱</sup>

### ۴.۳. احتمال یا قطعیت تأثیرگذاری اطلاعات

سومین موضوع نیازمند بررسی آن است که در قانون ایران و برخلاف حقوق اتحادیه اروپا، به اینکه اطلاعات نهانی، «احتمالاً»، قابلیت تأثیرگذاری بر قیمت ابزار مالی را داشته باشد اشاره نشده و به جای آن، قانونگذار به طور مطلق بیان داشته است که «در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد»؛ این درحالی است که در حقوق اتحادیه اروپا، این تأثیرگذاری «احتمالی» خواهد بود و نه قطعی؛ همچنان‌که گفته شده است: «معیار تشخیص در دستورالعمل اتحادیه، "احتمال" (likely) است؛ بنابراین از یک سو، صرف امکان اینکه اطلاعاتی ممکن است تأثیر بااهمیتی بر قیمت داشته باشد برای الزام به افشا کافی نیست اما از سوی دیگر، ضرورتی ندارد که درجه‌ای از احتمال نزدیک به یقین وجود داشته باشد».<sup>۲</sup> به نظر می‌رسد در حقوق ایران هم باید «معیار نوعی-احتمالی» را در این باره اعمال کرد؛ یعنی در صورتی می‌توان نوع خاصی از اطلاعات را نهانی دانست که بتواند «نوعاً قابلیت» تأثیرگذاری بر قیمت اوراق بهادار را داشته باشد.

### نتیجه‌گیری

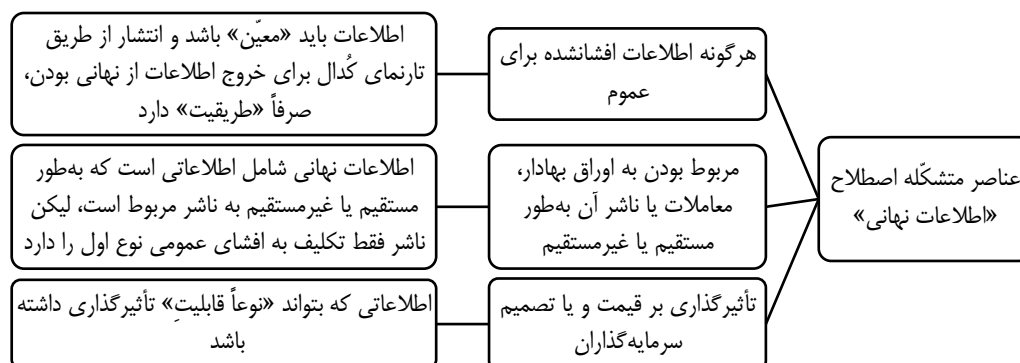
قانونگذار ایران ابتدا در بند سی‌ودو ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، با نسخه‌برداری از حقوق اتحادیه اروپا، تعریف «اطلاعات نهانی» را از حقوق این اتحادیه، وارد قانون ایران نمود؛ هرچند این نسخه‌برداری، با جرح و تعدیل‌های جزئی همراه بود. به مرور و با تصویب دستورالعمل اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، نقش حقوق اتحادیه اروپا در تدوین مقررات، بسیار پررنگ‌تر شد؛ تا جایی که به وضوح می‌توان رفع نواقص تعریف اطلاعات نهانی در قانون ایران را در «دستورالعمل افشای اطلاعات ناشران ثبت شده نزد سازمان بورس» مشاهده کرد. این دستورالعمل با دنباله‌روی کامل از مقررات اتحادیه اروپا، مقررات مختلفی در خصوص «کیفیت افشا»، «ارائه فهرست تمثیلی از اطلاعات نهانی نیازمند افشا از سوی ناشر» و «شرایط امکان تأخیر در افشا» را وارد نظام حقوقی ایران نمود.

تجربه مقررات‌گذاری در حوزه بازار سرمایه در نظام حقوقی ایران نشان از آن است که حقوق اتحادیه اروپا توانسته است الهام‌بخش و منبع بسیار مفیدی برای مقررات‌گذاری باشد؛ تا جایی که مقایسه آن با سایر نظام‌های حقوقی (مانند آمریکا)، گویای مزایای شفافیت در شیوه نگارش مقررات و به‌روزرسانی آن است که این ویژگی‌ها مقررهنویسی در ایران را به مقررات روز اتحادیه نزدیک نموده است. بدیهی است، مطالعات تطبیقی و استفاده از حقوق اتحادیه اروپا (که محصول خرد جمعی و نیز صرف زمان طولانی از سوی متخصصان حقوقی جهت تدوین آن است) می‌تواند قانونگذار ایران را به تصویب مقررات کارآمد رهنمون سازد. در این خصوص، تجربه الهام مقررات‌گذار ایران در خصوص اطلاعات نهانی، نمونه موفق است از تأثیر استفاده از مطالعات تطبیقی در تدوین مقررات. باوجوداین، در استفاده از مطالعات تطبیقی برای

<sup>۱</sup> نک: رأی وحدت رویه شماره ۸۱۰ مورخ ۱۴۰۰/۰۳/۰۴ راجع به «استرداد مبيع به بايع به علت اعمال حق فسخ ناشی از عدم پرداخت ثمن حتی در صورت انتقال مبيع» و نیز رأی وحدت رویه شماره ۸۲۱ مورخ ۱۴۰۱/۰۲/۲۰ راجع به «حق فسخ معامله با وجود شرط اسقاط خيارت».

<sup>۲</sup> The Committee of European Securities Regulation (CESR), *Level 3- second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, July 2007, CESR/06-562b, para 1.12: "The Directive test is 'likely' so on the one hand the mere possibility that a piece of information will have a significant price effect is not enough to trigger a disclosure requirement but, on the other hand, it is not necessary that there should be a degree of probability close to certainty".

مقررات‌گذاری، باید به دو نکته توجه داشت: از یک سو، باید دانست که کدام منبع حقوق خارجی را در اولویت استفاده قرار داد؛ به‌ویژه آنکه باید ابتدا، معایب و نواقص منبع تطبیقی را به دقت موشکافی کرد تا این خلأها را وارد نظام حقوقی داخلی ننمود. از این جهت، برای مثال، استفاده از یک سند خارجی برای قانونگذاری داخلی، نیازمند مطالعه عمیق کلیه مطالب حقوقی مرتبط با آن سند از جمله دکترین مبدأ و آرای مربوطه است. از سوی دیگر، استفاده از مطالعات تطبیقی نباید بدون توجه به مبانی نظام حقوقی داخلی مقصد باشد؛ چراکه در غیر این صورت، استفاده از اسناد خارجی می‌تواند منجر به ایراد صدمه به مبانی حقوق داخلی باشد. ماحصل نوشتار حاضر در پرتو مطالعه تطبیقی (با حقوق اتحادیه اروپا) را می‌توان در نمودار ذیل مشاهده نمود:



## منابع

### کتاب

۱. پیری، فرهاد، *حقوق بورس و اوراق بهادار (با تأکید بر قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران)*، تهران: جنگل، ۱۴۰۰.
۲. سلطانی، محمد، *حقوق بازار سرمایه*، ویراست دوم، تهران: سمت، ۱۴۰۰.
۳. مرکز پژوهش‌های مجلس، *نظرات و انتقادات سازمان‌ها و کارشناسان درباره لایحه بازار اوراق بهادار*، گزارش شماره ۷۱۷۷، آذرماه ۱۳۸۳.

### مقاله

۴. جنیدی، لیا و محمد نوروزی، «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»، *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی*، دوره ۳۹، شماره ۲، ۱۳۸۸، صص ۱۲۷-۱۴۹.

## References

### Books

1. Armour, J. et al. *Principles of Financial Regulation*. UK: Oxford University Press, 2016.
2. Fox, M. B., Lawrence R. Glosten and Gabriel V. Rauterberg. *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*, New York: Columbia University Press, 2019.
3. Herlin-Karnell, E. and Nicholas Ryder. *Market Manipulation and Insider Trading: Regulatory Challenges in the United States of America, The European Union and the United Kingdom*, UK: Hart Publishing, 2019.

4. Kalss, S., Martin Oppitz, Ulrich Torggler and Martin Winner (eds.). *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU)*, No 596/2014, UK: Edward Elgar, 2021.
5. Loewenson, C. H. and Ruti Smithline (eds.). *Insider Trading: Law and Development*, USA: American Bar Association, 2017.
6. Moloney, N. *EU Securities and Financial Markets Regulation*, UK: Oxford University Press, Fourth Edition, 2023.
7. Parliamentary Research Center, *Opinions and Criticisms of Organizations and Experts on the Securities Market Bill*, Report No. 7177, December 2004. (in Persian)
8. Piri, Farhad, *The Law of Securities and the Stock Exchange (with Particular Emphasis on Iran's Securities Market Act)*, Tehran: Jungle, 2021. (in Persian)
9. Soltani, Mohammad, *Iran's Capital Market Law*, Second Edition, Tehran: Samt, 2021. (in Persian)
10. Steinberg, M. I. *Understanding Securities Law*, USA: Carolina Academic Press, Eighth Edition, 2023.
11. Swan, E. J. and John Virgo. *Market Abuse Regulation*, UK: Oxford University Press, Third Edition, 2019.
12. Ventoruzzo, M. and Sebastian Mock (eds.). *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, UK: Oxford University Press, Second Edition, 2022.

## Articles

13. Joneydi, La'ya and Mohammad Norouzi, "Identification of the Nature of Inside Information in Stock Exchange," *Private Law Studies Quarterly*, Volume 39, Issue 2, 2010, PP 127-149. (in Persian)

## Directives & Regulation

14. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing.
15. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse).
16. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonization of Transparency Requirements in Relation to Information about Issuers Whose Securities Are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EC.
17. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and Repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA Relevance.

## Cases

18. Case C-19/11 *Markus Geltl v Daimler AG* [2012] ECLI:EU:C:2012: 397.
19. Case C-384/02 *Knud Grøngaard and Allan Bang* [2005] ECLI:EU:C:2005: 708.
20. Case C-391/04 *Ypourgos Oikonomikon and Proïstamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis* [2007] ECLI:EU:C:2007: 272.
21. Case C-45/08 *Spector Photo Group NV v CBFA* [2009] ECLI:EU:C:2009: 806.
22. Case C-628/13 *Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers* [2015] ECLI:EU:C:2015: 162.

## Others

23. OICU-IOSCO, Report of the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities, Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It (March 2003).
24. The Committee of European Securities Regulation (CESR), *Level 3- second set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market*, July 2007, CESR/06-562b.

## Websites

25. <https://cmr.seo.ir>
26. <https://codal.ir>
27. <https://curia.europa.eu>
28. <https://eur-lex.europa.eu>
29. <https://rc.majlis.ir>