

## استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار

دکتر عباس قاسمی حامد\*

محمد نوروزی\*\*

### چکیده

امروزه بازار اوراق بهادار به حدی وسیع گشته است که دارندگان اطلاعات نهانی شرکت‌های پذیرفته شده در این بازار می‌توانند به انواع مختلف از اطلاعات نهانی که در اختیار دارند به نفع خود استفاده کنند و اوراق بهادار موضوع اطلاعات را هر طور که به مصلحت بدانند معامله نمایند. همچنین ممکن است اطلاعات نهانی مستقیماً مورد معامله قرار گیرند. محافظه کارانه ترین شیوه استفاده از اطلاعات نهانی ارائه مشاوره به دیگران براساس این اطلاعات است. ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار با عباراتی کوتاه و مجمل از این معضل یاد می‌کند. این مقاله به دنبال آن است تا با بیان زوایای مختلف استفاده از اطلاعات نهانی، ضرورت مقابله با این پدیده اجتماعی را آشکار ساخته و با کمک سایر حقوقدانان زمینه سوء استفاده از این اطلاعات را از بین ببرد.

### کلید واژگان

بازار اوراق بهادار، امنیت سرمایه‌گذاری، استفاده از اطلاعات نهانی، به کار گیری محض اطلاعات، همسویی منافع.

---

\* دانشیار دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی.

\*\* دانشجوی دوره دکتری حقوق خصوصی دانشکده حقوق دانشگاه شهید بهشتی.

## مقدمه

استفاده از اطلاعات نهانی<sup>۱</sup> در بازار اوراق بهادار یکی از گونه‌های شایع تقلب در این بازار است. به عبارت دیگر تقلب در بازار اوراق بهادار<sup>۲</sup> به دو گونه امکان دارد: نوع اول آن دستکاری در بازار<sup>۳</sup> است که به موجب آن افراد متقلب با ایجاد بازارهای مصنوعی برای اوراق بهادار، قیمت‌های کاذب برای آنها بوجود می‌آورند.<sup>۴</sup> در فرض اخیر، هنگامی که افراد یاد شده قصد فروش سهامی را دارند از مدت‌ها قبل به طور مصنوعی تقاضا برای خرید آن را افزایش می‌دهند تا بهای آن افزایش چشمگیر یابد و سپس سهام خود را به فروش رسانند. در جهت عکس، هنگامی که آنها تمایل به خرید عمده آن سهم یا هر ورقه

۱. برابر بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، اطلاعات نهانی عبارتند از «هرگونه اطلاعات افشا نشده برای عموم که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آنها مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوطه تأثیر می‌گذارد». برای مطالعه بیشتر درباره مفهوم اطلاعات نهانی ن.ک. لعیا جنیدی و محمد نوروزی، شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، فصلنامه حقوق، دوره ۳۹، شماره ۲، صص ۱۴۹-۱۲۹.

2. Market abuse.

3. Market manipulation.

4. Section 10 (b) of the U.S Securities Exchange Act 1934 , Art 1 (2) (a) and 5 of EC Market Abuse Directive 2003 /6/ EC and section 118 (5) (a) of the U.k Financial Service and Market Abuse Act (FSAMA ) 2000 – Black , Henry Campbell, Black's law Dictionary, Eighth editon, Thamson, west, 2004, p.982.

در حقوق ایران بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۸۴/۹/۱) به معرفی این نوع از تقلب پرداخته است. به نظر برخی مولفین، ماده ۴۶، از آنجایی که اولین مقرر قانونی است که گونه‌های مختلف تقلب در بازار را با دیدگاه کیفری مورد بررسی قرار می‌دهد، یکی از فزاینده‌های قابل توجه این قانون است. علمی یزدی، حمید رضا، بررسی قانون اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۹، صص ۱۶۵-۱۴۳، ۱۳۸۵، ص ۹۲.

بهادار دیگری پیدا می‌کنند، به طور مصنوعی، تقاضای برای فروش (عرضه) آن را در بازار افزایش می‌دهند تا بهای آن کاهش چشمگیر یابد، آنگاه اقدام به خرید آن می‌کنند.<sup>۵</sup> این نوع از تقلب بارزترین مصداق رانت‌خواری اطلاعاتی بوده و چون مستلزم قدرت فراوان در کنترل بازار است فقط از عهده افرادی محدود بر می‌آید و موارد آن نادر است.

نوع دیگر تقلب در بازار، استفاده از اطلاعات نهانی مربوط به اوضاع و احوال شرکت‌های سهامی عام است که توسط افراد ذی‌نفوذ در این شرکت‌ها صورت می‌پذیرد.<sup>۶</sup> به دلیل سهولت ارتکاب، این شیوه رایج‌ترین گونه تقلب در بازار اوراق بهادار است. موضوع مقاله حاضر نیز شیوه اخیر است. به منظور بر طرف کردن خلاء های موجود در حقوق ایران در این زمینه، حقوق اتحادیه اروپا و انگلستان به دلیل پیشرو بودن در زمینه قوانین مربوط به اوراق بهادار در سالهای اخیر، مورد مطالعه تطبیقی قرار خواهد گرفت. بدین ترتیب ابتدا مفهوم استفاده از اطلاعات نهانی و بازشناسی آن از موارد مشابه (گفتار اول) و سپس انواع مختلف آن (گفتار دوم) مورد مطالعه قرار می‌گیرد.

### گفتار اول: مفهوم استفاده از اطلاعات نهانی و بازشناسی آن از به کارگیری محض

استفاده از اطلاعات نهانی به معنی بهره برداری ناروا از این اطلاعات است. این بهره برداری گاهی به نفع شخص حقوقی صاحب اطلاعات - یعنی شرکتهای تجاری- و گاهی به ضرر آنها می‌باشد. تنها فرض دوم است که موضوع واکنش های حقوقی قرار می‌گیرد.

5. Mayson, Stephen French, Derek and Ryan, Christopher, Company Law , 24 edition, Oxford university press, 2007- 2008, pp.334-5.

۶. موضوع بندهای ۱ و ۲ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۸۴/۹/۱).

در این گفتار، تمیز این دو نوع متفاوت استفاده از اطلاعات مورد بحث خواهد بود. بدین سان، ابتدا گونه نامشروع استفاده از اطلاعات نهانی (بند اول) و سپس گونه مشروع آن، که به کارگیری محض نام دارد (بند دوم)، بررسی خواهد شد.

### بند اول: مفهوم استفاده از اطلاعات نهانی

تحقق مفهوم بهره برداری از اطلاعات نهانی وابسته به تحقق عناصر مادی (الف) و معنوی آن (ب) است.

### الف) عنصر مادی استفاده از اطلاعات نهانی

عنصر مادی استفاده از اطلاعات نهانی زمانی شکل می گیرد که فرد به دلیل آگاهی از این اطلاعات اقدامات خاصی نماید، به گونه ای که اگر این اطلاعات را نداشت هرگز اقدام به انجام چنین اعمالی نمی نمود.. به عنوان مثال، قبلا که فرد مطلع، اطلاعات نهانی شرکت «الف» را نمی دانست نسبت به معامله سهام آن بی اعتنا بود اما، اکنون به واسطه آگاهی از این اطلاعات پی برده است که قیمت این سهام در آینده نزدیک افزایش چشمگیر خواهد یافت. در نتیجه اقدام به خرید تعداد زیادی از این سهام می کند.<sup>۷</sup>

استفاده از اطلاعات نهانی علاوه بر عنصر مادی که همان ارتکاب عمل براساس این اطلاعات است، مانند انجام معامله در مثال بالا، نیازمند یک عنصر معنوی نیز می باشد. بیشتر اختلافات بر سر این عنصر معنوی و قلمرو آن است.

7. Cheffins, Brian . R, Company law, Theory, Structure and operation, oxford, University of British Columbia, Clarendon press, 1997, p.225.

**ب) عنصر معنوی استفاده از اطلاعات نهانی**

عنصر معنوی استفاده از اطلاعات نهانی در نظر حقوقدانان داری مفهوم موسع (۱) و مفهوم مضیق (۲) است:

**۱- مفهوم موسع: تاثیر اطلاعات در رفتار فرد تنها شرط لازم در تحقق عنصر معنوی است**

گروهی از نویسندگان بر این باورند که عنصر روانی لازم برای استفاده از اطلاعات نهانی عبارت است از اینکه فرد قصد داشته باشد اطلاعات را از حالت منفعل و ایستا بیرون آورده و به آن اثر و خاصیت ببخشد اعم از اینکه از به کار بردن این اطلاعات قصد کسب سود مادی یا معنوی هم داشته باشد یا خیر.<sup>۸</sup> به عبارت دیگر، همین که ثابت شود محرک اصلی فرد در اتخاذ تصمیم، آگاهی از اطلاعات نهانی است برای تحقق عنصر روانی کافی به نظر می‌رسد.<sup>۹</sup> این عده، پیروان دیدگاهی هستند که به موجب آن اطلاعات نهانی نزد دارندگان آن امانت است و این افراد به هیچ وجه حق ندارد اطلاعات متعلق به شرکت را مورد استفاده قرار دهند، اگر چه به قصد کسب سود شخصی نباشد.<sup>۱۰</sup>

**۲- مفهوم مضیق: کسب سود باید انگیزه اصلی استفاده از اطلاعات باشد**

گروهی دیگر از صاحب نظران بر این باورند که استفاده از اطلاعات نهانی فقط در موارد نادری اتفاق می‌افتد که دو شرط، به لحاظ روانی، در فرد استفاده کنند جمع شود:

8. Umhoefer, Carol, Insider Trading Law in France, 30 Columbia Journal of Transnational Law1, pp.89-149, 1992, p.138.

9. Goulding, Simon, , Principles of company law, second edition, London, cavadish, 1996, p.218.

10. www. En wikipedia .org /wiki/insider- trading .

اول اینکه عمل فرد براساس اطلاعات نهانی و کاملاً تحت تاثیر آگاهی از آن صورت پذیرفته باشد<sup>۱۱</sup>. این همان است که طرفداران مفهوم موسع آن را تنها شرط لازم در تحقق عنصر روانی می‌پندارند. نوآوری طرفداران مفهوم مضیق آن است که علاوه بر این، شرط دیگری را نیز برای تحقق عنصر روانی لازم می‌دانند.

دوم اینکه استفاده از اطلاعات به هدف کسب سود یا دفع ضرر - و لو معنوی - صورت گرفته باشد<sup>۱۲</sup>، اگر چه در عمل این کسب یا دفع ضرر حاصل نشود.<sup>۱۳</sup> به عبارت دیگر، تحریک فرد به اتخاذ تصمیم تنها در صورتی عنصر روانی استفاده از اطلاعات را تشکیل می‌دهد که آن فرد به انگیزه کسب سود یا دفع ضرر براساس اطلاعات نهانی عمل کند.

### ۳- نتیجه: تفاوت میان صرف به کارگیری اطلاعات و استفاده از آن

نتیجه بررسی عقاید یاد شده این است که هر گروه به فرض ویژه ای می‌اندیشد. بدین ترتیب، باید بین صرف به کارگیری اطلاعات و استفاده از آن به مفهوم اخص کلمه تفاوت قایل شد:

به کارگیری یعنی اینکه اطلاعات از حالت ایستا خارج شده و برای انجام عملی به کار آید. این عمل حتی می‌تواند انجام امور شرکت باشد. برای نمونه، اگر مدیران شرکت

11. vansson, Edward, EC company law, First edition, New York, Oxford university press, 1999, p.324.

12 . Stamp, Mark and Jagggers, Tom, International Insider Dealing, 1st edition, City and Financial publishing, 2005, p.86.

13 . Fishman, Micheal and Kathlan, Hagerty, Insider Trading and the Efficiency of stock price , 23 Rand Journal of Economics 106, p,p 88 – 132, 1992, p.107.

دفاتر مربوط به میزان درآمدها و هزینه‌های آن- که جزء اطلاعات نهانی شرکت است-<sup>۱۴</sup> را در اختیار اداره مالیات قرار دهند، اطلاعات نهانی شرکت را برای انجام امور آن به کار برده‌اند، لیکن از آن استفاده ای برای خود نکرده‌اند. آنان که صرفاً تاثیر دسترسی به اطلاعات در رفتار فرد را برای تحقق عنصر روانی کافی می دانند به کاربرد عام اطلاعات نظر دارند.

اما استفاده از اطلاعات نهانی شیوه خاصی از کاربرد این اطلاعات است. هر عمل آگاهانه‌ای برای رسیدن به هدفی انجام می‌پذیرد، این هدف (در مورد استفاده از اطلاعاتی که عموم سرمایه‌گذاران بازار اوراق بهادار از آن بی‌خبرند) همان کسب سود ناشی از نهانی بودن اطلاعات است.<sup>۱۵</sup>

منظور ما از استفاده از اطلاعات، استفاده شخصی یا همان سوء استفاده است. این نوع به کارگیری اطلاعات نهانی است که اعتبار بازار اوراق بهادار را مورد لطمه قرار می‌دهد. بر این اساس، این نوع کاربرد اطلاعات است که می‌بایست مورد توجه حقوقدانان قرار گیرد. بدین ترتیب، منظور از استفاده از اطلاعات نهانی، استفاده برای کسب منفعت شخصی یا به عبارت بهتر، سوء استفاده از اطلاعات است.

### بند دوم: به کارگیری محض اطلاعات نهانی

همانطور که قبلاً نیز گفته شد، به کارگیری محض، آن گونه بهره برداری از اطلاعات است که به کارگیرنده آن، به لحاظ روانی، قصد سود بردن از ویژگی «نهانی بودن» اطلاعات را ندارد و به طور کلی از «نهانی بودن» اطلاعات بی‌خبر بوده و یا با به کارگیری

۱۴. ماده ۷ دستورالعمل اجرایی افشاء اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶/۵/۳ این سازمان .

15 . Seyhun, H. Nejat, , Insider's Profits, Costs of Trading and Market Efficiency, 16 Journal of Finance and Economics 189, p.p. 80 134, 1989, p. 97.

آن مشکلات شرکت یا بازار اوراق بهادار را حل می‌کند. در این بند با بررسی نمونه‌های بارز به کارگیری محض اطلاعات نهانی، تفاوت‌های بین این مفهوم و استفاده از اطلاعات نهانی به مفهوم اخص کلمه بیشتر آشکار می‌گردد. قانون معاملات اوراق بهادار آمریکا، دستورالعمل اتحادیه اروپا و حقوق ایران در این باره مطلبی بیان نکرده‌اند و تنها راهنمای ما در این زمینه حقوق انگلستان است.

### الف) عدم تاثیر اطلاعات در تصمیم فرد<sup>۱۶</sup>

گاهی اوقات دارنده اطلاعات اگر چه به ظاهر در معامله‌ای که انجام داده به دلیل فقر اطلاعاتی طرف مقابل، سود برده و یا از ضرری جلوگیری کرده لیکن، به هر حال از قبل تصمیم جدی بر معامله داشته و دانستن بعدی اطلاعات تاثیر قابل توجهی در اصل تصمیم او نداشته و فقط وی را مصمم‌تر کرده است<sup>۱۷</sup>. برای نمونه، ممکن است دارنده سهام به دلیل نیاز، در هر صورت قصد فروش سهام خود را داشته باشد<sup>۱۸</sup> یا مدیر تصفیه‌ای<sup>۱۹</sup> به هر حال ملزم به فروش سهام متعلق به ورشکسته باشد<sup>۲۰</sup>. در موارد یاد شده، فروش سهام موجب پیشگیری از تحمل ضرر ناشی از کاهش قیمت آن در آینده خواهد بود. همچنین در جهت عکس، ممکن است مدیر تازه انتخاب شده‌ای که جهت دارا بودن حداقل سهام مورد نیاز

16 . Information irrelevante: section 53(1) c of CJA.

17 . Dine , Janet, Company Law , Fourth edition, palgrave, 2001 , p.256 .

18 . Pennington, Robert. R, Pennington's company law, Sixth edition, London, Butterworth, 1990, p.401.

19 . Liquidater or receiver .

20 . Boyle A.J. and Birks John, Boyle and Bird's Copany Law , 2th edition. Published by Jordan and sous limited, 1987, p.241.



در اساسنامه، ملزم به خرید سهام شرکت مخدوم خود شود که می‌داند قیمت آن در آینده نزدیک افزایش چشمگیر خواهد یافت.<sup>۲۱</sup> همه این افراد اگر چه به دلیل آگاهی قبلی از اطلاعات نهانی می‌دانستند که انجام معامله به نفع آنها خواهد بود لیکن، از اطلاعات نهانی سوء استفاده نکرده‌اند. به بیان دیگر، در این موارد محرک اصلی فرد به انجام معامله آگاهی از اطلاعات نهانی نیست<sup>۲۲</sup> و بین علم به اطلاعات و انجام معامله رابطه سببیت وجود ندارد.

### ب) تصور افشاء گسترده<sup>۲۳</sup>

در مواردی استفاده کننده از اطلاعات به دلیل اوضاع و احوالی که او را احاطه کرده به نحوی متعارف، بر این باور است که اطلاعات آنقدر بین اعضاء بازار منتشر شده که حداقل طرف مقابل او- که با وی معامله کرده یا اطلاعات را دریافت می‌کند- از آن آگاهی دارد<sup>۲۴</sup>. به بیان دیگر، اگر چه دارنده اطلاعات نهانی می‌داند که این اطلاعات هنوز برای عموم سرمایه‌گذاران افشاء نشده لیکن، موقعیت طرف مقابل- مثل فعالیت او در همان صنف تجاری که شرکت نیز در آن فعالیت می‌کند- دارنده اطلاعات را به این اشتباه انداخته که او از اوضاع شرکتی که سهام آن معامله می‌شود مطلع است و با علم به این

21 . Griffin, Stephen, Company Law Fundamental Principles, Third edition, London, Longman, 2000, p.186.

22 . Davise, Paul L, Gower's Principles of Modern Company Law, sixth edition, oxford, Sweet and Maxwell, 1997, p.470.

23 . Wide disclosure.

24 . Section 53 (1) (b) of Criminal Justice Act ( CJA) – Dine, op.cit , p256.

اوضاع اقدام به معامله می‌کند.<sup>۲۵</sup> در این مورد شخص دارنده اطلاعات، در رابطه خود و طرف مقابل، اطلاعات را نهانی نمی‌پندارد تا بتواند از ویژگی «نهانی بودن» آن استفاده کند.

### ج) عدم پیش‌بینی وقوع معامله<sup>۲۶</sup>

افشاء اطلاعات نهانی در صورتی سوء استفاده از این اطلاعات تلقی می‌گردد که احتمال قابل توجهی بر انجام معامله بر مبنای آن وجود داشته باشد. بنابراین، اگر مدیران و کارمندان شرکت، اطلاعات نهانی آن را برای کسانی که اهل معامله اوراق بهادار نیستند مانند اعضاء خانواده، همسر، دوستان... و دیگر کسانی که در آن شرایط انتظار نمی‌رود که براساس این اطلاعات معامله کنند بازگو نمایند، نمی‌توان ادعا کرد که از اطلاعات نهانی استفاده شده است<sup>۲۷</sup>، هر چند که در افشاء اطلاعات نفع معنوی داشته و بعداً به طور غیر قابل پیش‌بینی معامله ای نیز واقع شود.

### ۹- بازارگردانان<sup>۲۸</sup>

بازار گردانان افرادی هستند که وظیفه تنظیم بازار اوراق بهادار را برعهده داشته و از نوسانات شدید قیمت‌ها جلوگیری می‌کنند. بدین نحو که وقتی عرضه یک نوع ورقه بهادار

25. Brazier, Gil, Insider Dealing: Law and Regulation, 1<sup>st</sup> edition, London, Cavendish publishing limited, 1996, p.140.

26. Dealing not expected.

27. Stamp, Mark, Practical Company Law, London, sweet and Maxwell, 1998, p.307.

28. Market makers.

خاص بیش از تقاضای آن باشد آنها نقش خریدار را ایفاء می‌کنند و زمانی که تقاضا بیشتر از عرضه باشد آنها نقش فروشنده را عهده‌دار می‌شوند. این افراد هم به قدرت نقد شوندگی اوراق بهادار کمک می‌کنند، هم باعث پیوستگی قیمت‌ها شده به طوری که قیمت یک ورقه بهادار خاص بین دو معامله پیاپی تغییر چندانی نکند.<sup>۲۹</sup> بدین ترتیب، این اقدامات بازار گردانان به بازار عمق می‌بخشد به طوری که اشخاص بتوانند بدون ایجاد تغییر فاحش در قیمت یک ورقه بهادار خاص، مقدار زیادی از آن را معامله کنند.<sup>۳۰</sup>

در حقوق ایران بند ۱۵ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار (مصوب ۸۴/۹/۱) و بند ۴۵ ماده ۱ آئین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران<sup>۳۱</sup> بازارگردان را چنین معرفی می‌کنند: «بازارگردان کارگزار / معامله‌گری<sup>۳۲</sup> است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقد شوندگی و تنظیم عرضه و تقاضا اوراق بهادار معین و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به داد و ستد آن اوراق می‌پردازد.»<sup>۳۳</sup>

اطلاعات نهانی که این افراد در اختیار دارند در مورد میزان عرضه و تقاضای یک ورقه بهادار خاص است که به موجب آن می‌توانند تغییرات قیمت آن را در آینده حدس

۲۹. پیوستگی به معنی کم بودن تفاوت قیمت میان دو معامله پیاپی است. پس اگر در معامله اول قیمت یک سهم ۳۰ دلار و در معامله دوم ۳۰ دلار و ۲۵ سنت باشد، پیوستگی قیمت بیشتر از حالتی است که در معامله اول قیمت ۳۰ دلار و در دومی ۳۱ دلار باشد.

۳۰. جهانخانی، دکتر علی و دکتر علی پارسائیان، بورس اوراق بهادار، چاپ اول، تهران، موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ۱۳۷۴، صص ۱۷۵-۱۷۴.

۳۱. مصوب کمیسیون فرعی شورای عالی بورس و اوراق بهادار ۸۵/۱۱/۲.

۳۲. به موجب بند ۱۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار منظور از کارگزار/معامله‌گر «شخصی است که هم می‌تواند به نام و حساب خود و هم به نام و حساب دیگری معامله کند».

۳۳. البته نباید بازارگردان را با کارگزار اشتباه گرفت. زیرا، به موجب بند ۱۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، «کارگزار شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها معامله می‌کند».

بزند.<sup>۳۴</sup> اگر چه این افراد هنگامی که اوراق بهاداری به مقدار زیاد عرضه می گردد آن را به قیمت پایین می خرند و سپس هنگام افزایش تقاضا آن را به قیمت بالاتر می فروشند، اما به شرط اینکه چنین اطلاعاتی را در چارچوب وظیفه خود در بازارگردانی کسب و سپس اعمال کرده باشند، نباید به کارگیری اطلاعات توسط آنها را استفاده از اطلاعات نهانی به مفهوم اخص کلمه محسوب کرد.<sup>۳۵</sup> در واقع، این افراد با حسن نیت کامل به انجام معاملات پرداخته<sup>۳۶</sup> و شغل آنها چنین ایجاب می کند.<sup>۳۷</sup> وضع این افراد مصداقی از یک قاعده عام است که به موجب آن به کارگیری مفید و با ارزش اطلاعات به منظور کمک به حسن جریان امور در بازار اوراق بهادار را هیچ گاه نباید به عنوان استفاده شخصی از اطلاعات نهانی تلقی کرد.

#### **بند سوم: نقش بازار رسمی اوراق بهادار در تحقق استفاده از اطلاعات نهانی**

استفاده از اطلاعات نهانی هنگامی در قلمرو حقوق اوراق بهادار قرار می گیرد که در بازار رسمی این اوراق ( اعم از خود بورس اوراق بهادار یا بازارهای خارج از بورس که با مجوز سازمان بورس تشکیل می شوند.<sup>۳۸</sup>) صورت پذیرد.<sup>۳۹</sup> به بیان دیگر، سازو کارهای

34 . Griffin, op.cit , p 185.

35 .Section 53(4) of CJA – Boyle and Birds , op.cit, p249.

36 . Dine, op.cit , p256.

37 . Stamp, op.cit , 307.

۳۸ . مطابق ماده ۱ دستورالعمل فعالیت بازارهای خارج از بورس (مصوب ۱۳۸۶/۶/۱۲ شورای عالی بورس) بازار خارج از بورس بازاری است که معاملات اوراق بهادار در آن پایه مذاکره قرار می گیرد، در قالب شرکت سهامی تاسیس و اداره شده، مجوز تاسیس آن از سوی شورای عالی بورس و مجوز فعالیت آن توسط سازمان بورس صادر می گردد. مطابق ماده ۲ این دستورالعمل موضوع فعالیت و هدف بازارهای



این شاخه حقوقی هنگامی اعمال می‌گردد که دارنده اطلاعات نهانی شخصا با استفاده از این اطلاعات در این بازار معامله کند یا اینکه اطلاعات مزبور را در اختیار کسانی قرار دهد که بنابر احتمالی معقول، براساس این اطلاعات در بازار رسمی اوراق بهادار به معامله خواهند پرداخت<sup>۴۰</sup>. متخصصین امر برای توجیه این مساله دلایلی آورده‌اند که در این قسمت مهمترین آنها مورد اشاره قرار خواهد گرفت:

### الف) رسمی بودن بازار اوراق بهادار

بازار اوراق بهادار محلی است که برای معرفی بهترین فروشنده اوراق بهادار به بهترین خریدار آن توسط دولت‌ها تاسیس می‌گردد و بدین سان تأمین امنیت معاملات صورت گرفته در این بازار به لحاظ ارائه‌ی اطلاعات بر عهده دولت‌ها است<sup>۴۱</sup>. این بازار معاملات اوراق بهادار را منظم می‌کند و آنقدر به آن وسعت می‌بخشد که متعاملین حتی بعد از اتمام معامله نیز یکدیگر را نخواهند شناخت<sup>۴۲</sup>. بازار اوراق بهادار، این اوراق را به صورت متنوع و در تعداد زیاد عرضه کرده، معمولاً قیمت آنها را تعیین نموده<sup>۴۳</sup> و پس از انجام معامله نیز

---

خارج از بورس همان موضوع و اهداف ذکر شده در اساسنامه بورس است (ماده ۳ اساسنامه شرکت سهامی عام بورس، اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۵/۷/۳۰ سازمان بورس و اوراق بهادار).

39 . Hannigan, B, Insider Dealing, 2<sup>nd</sup> edition . London, 1994, p.98.

40 . Sealy , I. s , Case and Materials in company law, Fifth edition, London, Butter worths, 1992, p.135.

41 . Oxford dictionary of law, Fifth edition, Oxford university press, 2003, p.480.

42 . Boyle and Birds, Op.cit, p239.

۴۳. در حقوق ایران برخلاف اصلی که گفته شد، قیمت اوراق بهادار توسط طرفین معامله و به صورت رقابتی تعیین می‌شود و شرکت بورس تنها موظف است قیمت پیشنهاد شده قیمت توافق شده و تفاوت قیمت با نوبت‌های معاملاتی گذشته (تغییر شاخص) را در تابلو بورس اعلام کند (مواد ۳ و ۲۵ آیین نامه



قیمت‌های توافق شده را به طور رسمی اعلام می‌کند<sup>۴۴</sup>. این نهاد به منظور استحکام بخشیدن به معاملات اوراق بهادار ایجاد شده است و در این راستا، معاملات صورت گرفته در آن باید ثبت و به تایید خود سازمان برسد.<sup>۴۵</sup> در حالی که، تسری نهادهای حمایتی اوراق بهادار به معاملات صورت گرفته در خارج از مجرای بورس، خود تشویقی است برای عدم حضور مردم در بازار رسمی اوراق بهادار و کم رونقی و از دست رفتن نقش اصلی آن<sup>۴۶</sup>.

حقوق اوراق بهادار به عنوان شاخه‌ای از علم حقوق که میان قلمرو حقوق عمومی و حقوق خصوصی قرار دارد، هم از نظر هدف و هم از نظر وسیله با حقوق سنتی قراردادها متفاوت است.<sup>۴۷</sup> هدف این بخش از حقوق، حمایت از چند فرد خاص نیست بلکه، اعتبار مجموعه بازار اوراق بهادار را مورد حمایت قرار می‌دهد.<sup>۴۸</sup> بنابراین، فقط در صورت استفاده ناروا از اطلاعات نهانی در یکی از بازارهای رسمی اوراق بهادار ضمانت‌های اجرائی این بخش از حقوق قابل اعمال خواهد بود<sup>۴۹</sup>.

---

معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران مصوب کمیسیون فرعی شورای عالی بورس و اوراق بهادار (۸۵/۱۱/۲).

44 . Black , op.cit , 1990.

۴۵. در حقوق ایران معاملات اوراق بهادار هنگامی قطعیت می‌یابد که به تایید شرکت بورس برسد (بند ۲ ماده ۱ آیین نامه معاملات).

46 . Mayson, French and Rayan, op.cit, p345.

۴۷. باقری، دکتر محمود، «نسبت عدالت توزیعی و تصحیحی در توزیع خطر میان دو طرف قرارداد غیرقانونی» مجله حقوق تطبیقی، دوره جدید، شماره ۲، صص ۲۵۱-۲۱۵، ۱۳۸۵، ص ۲۲۳.

48 . Mayson, French and Rayan, ibid , p345.

49 . Dine,op.cit , p255.

### ب) معاملات خارج از بازار رسمی اوراق بهادار

در معاملات صورت گرفته خارج از بازارهای رسمی، طرفین تابع قواعد عام و سنتی حقوق قراردادها می‌باشند. در این موارد فرض بر این است که خود طرفین چنین خواسته‌اند. اگر طرفین معامله تمایل داشتند تا مشمول مقررات خاص حقوق اوراق بهادار، بالاخص در مورد ارائه اطلاعات شوند معاملات خود را از طریق بورس و کارگزاران آن انجام می‌دادند. علاوه بر این، در چنین معاملاتی در صورت سوء استفاده از اطلاعات، به اعتبار بورس صدمه ای وارد نمی‌شود تا حقوق اوراق بهادار در واکنش نسبت به آن نفعی داشته باشد.<sup>۵۰</sup>

بدین ترتیب، در چنین معاملاتی، در صورت سوء استفاده از اطلاعات نهانی بر مبنای قواعد عام و ضمانت های اجرائی سنتی، و نه سازوکار های ویژه این رشته از حقوق، اختلافات حل و فصل خواهد شد.<sup>۵۱</sup>

### گفتار دوم: گونه‌های مختلف استفاده از اطلاعات نهانی

استفاده از اطلاعات نهانی در سه شکل قابل تصور است: دانستن این اطلاعات ممکن است باعث شود اوراق بهادار مربوطه مورد معامله قرار گیرد. فرد، در ازاء مال یا به طور رایگان، اطلاعاتی را که از آن آگاه است در اختیار دیگری قرار می‌دهد و بالاخره ممکن است شخص مطلع براساس اطلاعاتی که دارد دیگران را به انجام معامله اوراق بهادار مربوطه توصیه نماید، بی آنکه خود اطلاعات را برای آنان افشاء کند. صورتهای یاد شده

50. Dine, Ibid , p 255.

51. Farrar, John H, Furrey Nigel E, Hannigan, Bernd M, Farrar's company law, Third edition, London, butter worths, 1991, p431.

مبنای تقسیم بندی در قانون بازار اوراق بهادار (قانون بورس) قرار گرفته و ماده ۴۶ این قانون، استفاده از اطلاعات نهانی را در این سه مورد خلاصه می کند. در این گفتار هر یک از این موارد در بندهای جداگانه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

### بند اول: استفاده از اطلاعات نهانی برای معامله اوراق بهادار

معامله اوراق بهادار بر مبنای اطلاعات نهانی حداعلی و بارزترین نمونه سوء استفاده از اطلاعات نهانی است. براین اساس، هرگونه تحصیل یا انتقال قراردادی اوراق بهادار<sup>۵۲</sup> (و به تعبیر آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران، خرید یا فروش آن) از مصادیق این نوع معامله محسوب می شود.<sup>۵۳</sup> بنابراین، لزومی ندارد که معامله از نوع تملیکی بوده و در همان لحظه انعقاد مالکیت اوراق بهادار انتقال پیدا کند بلکه، تعهد به معامله در آینده نیز شامل این مفهوم می گردد.<sup>۵۴</sup> بند ۲ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار اعلام می دارد «هر شخصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید» استفاده کننده از این اطلاعات است.

### الف) معامله اوراق بهادار بر مبنای اطلاعات نهانی

برخی از نویسندگان معتقدند از آنجایی که معامله به معنی بدست آوردن یا انتقال اوراق بهادار است، اگر کسی به دلیل آگاهی از اطلاعات نهانی از انجام معامله ای که قصد

۵۲. شریفی، دکترسید الهام الدین، «بررسی تطبیقی جنبه های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه»، مجله پژوهش های حقوقی، شماره ۶، صص ۲۰۲-۱۷۵، ۱۳۸۳، ص ۱۹۳.  
۵۳. بند ۲ ماده ۱. اگر چه آیین نامه از واژه های خرید و فروش استفاده کرده که تداعی کننده مفهوم بیع اند، لیکن این واژه ها بیان کننده مورد غالبند و آنچه در مفهوم معامله مد نظر است انتقال معوض اوراق بهادار می باشد. بنا براین، ممکن است مفهوم شامل صلح معوض اوراق بهادار نیز بشود.

54. Section 55 (1) of British Criminal Justice Act (CJA) 1993 – Stamp, op.cit,p.298.



آن را دارد صرف نظر کند، نمی توان ادعا کرد که مرتکب معامله براساس اطلاعات نهانی شده است.<sup>۵۵</sup>

این عقیده قابل انتقاد به نظر می رسد زیرا آنچه که در استفاده از اطلاعات نهانی موضوعیت دارد این است که دانستن آن در تصمیم نهایی فرد به نحوی موثر باشد که عرفاً بتوان تصمیم فرد را ناشی از علم به این اطلاعات دانست<sup>۵۶</sup>، دیگر فرقی نمی کند که فعل انجام شده منفی باشد یا مثبت. به علاوه، صرف انتشار این خبر در بازار که عده ای از افراد به دلیل آگاهی قبلی از اطلاعات نهانی از معاملات خود منصرف شده اند باعث بی اعتمادی عموم به بازار اوراق بهادار شده و به اعتبار آن صدمه خواهد زد. بنا به همین دلایل است که ابراز کنندگان عقیده بالا کلام خود را قابل تامل دانسته و در درستی آن دچار تردید شده اند.<sup>۵۷</sup>

برای اینکه اطلاعات نهانی مورد استفاده قرار گیرد لازم است که فرد مطلع، علم به نهانی بودن این اطلاعات نیز داشته باشد.<sup>۵۸</sup> به عبارت دیگر، این فرد باید با علم به نهانی بودن اطلاعات مبادرت به انجام معامله نموده باشد. زمان مورد نظر در فرض یاد شده، هنگام معامله است<sup>۵۹</sup>. بدین ترتیب، اگر فردی براساس اطلاعاتی که عالم به نهانی بودن آن

55. Davise, op.cit, p.468.

56. Gaillard, E. et Pingel L, Les operations d'inities dans la Communauté Economique Européenne, 26 Revue trimestrielle de droit europeen 3, 1990, p.335.

57. Davise, op.cit, p468.

58. section 55 (3) (b) of CJA – Dine, op.cit , p252.

59. Alexander, kern, (2001) , Insider dealing and market abuse: the Financial Service and Market Act 2000 , ESR center for Business Research, University of Cambridge. Working paper No 222, available at [www. Cbr. Ac, uk/pdf/wp222 . pdf? Ref= klasistanbul. com](http://www.Cbr. Ac, uk/pdf/wp222 . pdf? Ref= klasistanbul. com).

نیست مبادرت به انعقاد وعده متقابل بیع سهامی نماید و سپس متوجه شود که آن اطلاعات نهانی بوده و هنوز در دسترس عموم قرار نگرفته، انجام بعدی تعهدات مربوط به این پیش قرارداد و انجام معاملات معهود توسط وی را نمی‌توان استفاده از اطلاعات نهانی تلقی کرد.<sup>۶۰</sup> زیرا، طرفین هنگامی متعهد به انجام معامله شده اند که از نهانی بودن این اطلاعات آگاهی نداشته اند.

### ب) دستور به معامله بر مبنای اطلاعات نهانی

در مواردی، دارنده اطلاعات نهانی مستقیماً مبادرت به انجام معامله نمی‌کند بلکه، به شخصی که این اطلاعات را ندارد دستور می‌دهد که از جانب او اقدام به انجام معامله نماید. در چنین مواردی، حقوق کشورهای پیشرو در زمینه اوراق بهادار عمل حقوقی انجام گرفته توسط اجراء کننده دستور را در حکم معامله انجام گرفته توسط دارنده اطلاعات می‌دانند.<sup>۶۱</sup>

منطق و مصلحت نیز چنین اقتضاء می‌کنند. زیرا، در غیراین صورت ممکن بود انجام معامله به وسیله وکیل بی‌اطلاع، تبدیل به راهی برای تقلب نسبت به مقررات اوراق بهادار شود.<sup>۶۲</sup> در واقع، دستور دهنده معامله را انجام نداده و کسی که معامله را انجام داده از اطلاعات نهانی آگاهی نداشته تا بتوان ادعا کرد که از این اطلاعات استفاده کرده است.<sup>۶۳</sup> بدین ترتیب با آنکه اطلاعات نهانی مورد سوء استفاده قرار می‌گرفت، قضات محاکم نمی‌توانستند کسی را محکوم کنند. برای پر کردن این خلاء حقوقی است که مقررات

60. section 55 (1) (e) of CJA – Fishman and Kathlan, op.cit , p110.

61. For example section 55(1) (b) of CJA – Hannigan ,op.cit, p193.

62 . Brazier, 1996, p135.

63 . Davise, op.cit , p 469.

اوراق بهادار، معاملات صورت گرفته توسط چنین افراد ناآگاه را در حکم معامله دستور دهنده آگاه می‌دانند..

### بند دوم: افشاء ناروا

نوع دوم استفاده از اطلاعات نهانی آن است که دارنده این اطلاعات آن را، در ازاء مالی یا به صورت رایگان، در اختیار افراد دیگر قرار دهد.<sup>۶۴</sup> این نوع از افشاء را نباید با افشاء اطلاعات در بورس اشتباه کرد. زیرا در فرض اخیر، اطلاعات در دسترس عموم قرار می‌گیرد در حالیکه در موضوع بحث، اطلاعات مورد معامله کماکان به صورت نهانی باقی می‌ماند. در حقوق ایران، بند ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار، در مقام معرفی این نوع از استفاده مقرر می‌دارد: هر دارنده اطلاعات نهانی که «**موجبات افشاء و انتشار آن را در غیر از موارد مقرر فراهم نماید**» مرتکب سوء استفاده از این اطلاعات شده است.

همانطور که قبلاً نیز گفته شد، منظور از استفاده از اطلاعات، استفاده شخصی است. به همین دلیل، افشاء اطلاعات را هنگامی می‌توان به استفاده از آن تعبیر کرد که علی‌رغم این که دارنده اطلاعات انتظار می‌رود که آن را جز در راستای انجام وظایف شغلی یا مواقع ضروری دیگر افشاء نکند<sup>۶۵</sup>، اطلاعات را در خارج از این چارچوب برای دیگران

64. section 52 (2) of CJA – Mayson, French and Rayan, op.cit , p345.

البته در اغلب موارد افشاء ناروا در قالب یک معامله معوض که معنای عرفی آن فروش اطلاعات است صورت می‌گیرد ولی گاهی ممکن است به صورت رایگان که از نظر حقوقی عقدی غیر معوض است انجام شود و یا اینکه اساساً هیچ معامله‌ای در کار نبوده و دارنده اطلاعات نهانی به طور یکجانبه اقدام به افشاء این اطلاعات نماید.

65 . Peningtan, op.cit, p401.

بازگویی نماید.<sup>۶۶</sup> هر چند که این بازگویی همراه با تشویق مخاطب به انجام معامله نباشد یا اینکه، اگر با این تشویق همراه است، در نهایت به معامله منجر نشود.<sup>۶۷</sup> به عبارت دیگر، افشاء در راستای انجام وظیفه را نمی‌توان استفاده ناروا از اطلاعات تلقی کرد. هدف قانونگذار از به کار بردن واژه «در غیر موارد مقرر» در بند ۱ ماده ۴۶ فوق نیز بیان همین مطلب بوده است.

بدین سان، اگر کارمندان بانکی که شرکت مشتری آن بانک است و یا وکلاء، حسابداران و دیگر مشاوران شرکت برای انجام وظایف شغلی خویش اطلاعات نهانی شرکت را افشاء کنند (اعم از اینکه این افشاء درون هر یک از این گروه‌ها باشد یا مابین آنها)، نمی‌توان ادعا کرد که از اطلاعات استفاده شخصی صورت گرفته است. برای تشخیص وظایف شغلی باید نظامات ویژه مربوط به آن شغل و همچنین مقررات موسسه‌ای که فرد در آن مشغول به کار است را ملاک عمل قرار داد.<sup>۶۸</sup>

### الف) احتمال وقوع معامله براساس اطلاعات افشاء شده

تا اینجا در یافتیم که افشاء را هنگامی می‌توان سوء استفاده از اطلاعات تلقی کرد که به ناروا صورت گرفته باشد. سئوالی که اکنون به ذهن می‌رسد آن است که علاوه بر این شرط، آیا لازم است که افشاء در شرایطی رخ دهد که احتمال بهره‌گیری از اطلاعات مورد نظر در معامله نیز وجود داشته باشد؟ این سئوالی است که پاسخ‌های گوناگونی به آن داده شده است. قبل از پرداختن به این پاسخ‌ها ذکر این مطلب لازم است که در این قسمت،

66. Section 22 (2) of CJA – Davis, op.cit, p461.

67. Griffin, 2000, p187.

68. stamp, op.cit , p302.

بحث فقط بر سر احتمال وقوع معامله است و اینکه آیا در نهایت معامله اتفاق می افتد یا خیر اهمیتی ندارد.

### ۱- نظریه استفاده بدون معامله

به نظر می رسد تهیه کنندگان دستورالعمل اتحادیه اروپا در مورد معاملات اوراق بهادار براساس اطلاعات نهانی براین باورند که هیچ کس بی دلیل اطلاعات نهانی را برای دیگری افشاء نمی کند و حتما این کار نفعی برای او دارد. پس افشاء اطلاعات، چیزی جز استفاده از آن نیست، حتی اگر افشاء کننده بداند که این اطلاعات توسط شخص گیرنده در انجام معامله مورد استفاده قرار نخواهد گرفت و اوضاع و احوال هم موید چنین امری باشد.<sup>۶۹</sup> اگر چه در مقرره مربوطه<sup>۷۰</sup> نظر صریحی منعکس نشده لیکن، در پیش نویس این دستورالعمل و در تالیفات بعدی این افراد مقرر گردیده که برای تحقق این نوع از استفاده فقط، افشاء اطلاعات در خارج از وظایف شغلی است که اهمیت دارد.<sup>۷۱</sup>

### ۲- نظریه رکن بودن احتمال وقوع معامله

گروهی دیگر با این استدلال که در بازار اوراق بهادار دانستن اطلاعات نهانی تنها این فایده را دارد که بتوان برای تصمیم گیری در انجام یا عدم انجام معامله از آن بهره جست،<sup>۷۲</sup>

69. Vanessa, op.cit, p327.

70. Article 3 (a) of EC Directive on Insider Dealing 89/592/EEC.

71. Ruiz, I, European community Directive on Insider Dealing : A model for Effective Enforcement of prohibitions on Insider Trading in International securities Market , 33 Columbia Journal of Transnational Law , 217. p.p 225-267, 1995, p.230.

72. penningtan, op.cit, p401.

معتقدند هنگامی می توان ادعا کرد که از اطلاعات نهانی استفاده شده که گیرنده اطلاعات، آن را به منظور انجام معامله مطالبه کرده باشد<sup>۷۳</sup> یا دست کم در آن شرایط و اوضاع و احوال انتظار رود که در صورت افشاء، اطلاعات جهت انجام معامله به کار گرفته خواهد شد.<sup>۷۴</sup> این مبنا در قوانین انگلستان مورد پذیرش قرار گرفته است.<sup>۷۵</sup>

### ب) دآوری و پیشنهاد

نظریه رکن بودن احتمال وقوع معامله با طبع حقوق اوراق بهادار سازگارتر به نظر می رسد. زیرا آن گونه از سوء استفاده اطلاعاتی موضوع بحث ما قرار می گیرد که خطر وقوع معامله در بازار را همراه داشته باشد. هدف اصلی حقوق اوراق بهادار از این بحث، جلوگیری از استفاده های شخصی از اطلاعات نهانی ( از جمله ممنوعیت افشا ناروا) و پیشگیری از معاملات اوراق بهادار براساس این اطلاعات است. چرا که در نهایت این معاملاتند که باعث کاهش اعتماد عمومی و کم شدن اعتبار بازار می گردند.

اصل قضیه همین است. فایده اصلی اطلاعات نهانی آن است که بتوان در تصمیم گیری در مورد انجام یا عدم انجام معامله از آن بهره جست و معمولاً هیچ کس بدون امکان بهره برداری از چنین فایده ای اقدام به تهیه اطلاعات و احیاناً پرداخت عوض در مقابل آن نمی کند. بنابراین، وجود احتمال وقوع معامله براساس اطلاعات را باید مفروض دانست و بار اثبات اینکه در آن شرایط و اوضاع و احوال، احتمال معقول و قابل اعتنایی وجود نداشته که گیرنده اطلاعات از آن در انجام معامله بهره برد را برعهده انتقال دهند اطلاعات نهاد.<sup>۷۶</sup>

73. Farrar, Furrey and Hannigan, op.cit, p432.

74. Griffin, op.cit , p187.

75. section 53 (3) (a) of CJA.

76 . Davise, op.cit, p469.

### بند سوم: توصیه<sup>۷۷</sup> دیگران به معامله اوراق بهادار بر مبنای اطلاعات نهانی

سومین گونه استفاده از اطلاعات نهانی آن است که دارنده این اطلاعات، بدون اینکه خود اطلاعات را بازگو کند، فرد دیگری را به انجام معامله و یا خودداری از انجام معامله بر روی اوراق بهاداری که اطلاعات مربوط به آن است توصیه کند.<sup>۷۸</sup> در حقوق ایران، قانونگذار صریحاً از این عمل نام نبرده است لیکن، اگر بند ۲ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار (که در مقام معرفی معامله است) و قسمت اخیر بند ۱ این ماده (که در مقام معرفی افشاء نارواست) را در عام «مورد استفاده قرار دهد» می‌توان اینگونه تفسیر کرد مندرج در بند ۱ این ماده قرار دهیم، که منظور قانونگذار از عبارت اخیرالذکر همان توصیه دیگران به معامله بوده است.<sup>۷۹</sup>

### الف) متداول ترین شیوه استفاده از اطلاعات

در عمل این نوع از استفاده بیشتر از انواع دیگر در بازار اوراق بهادار اتفاق می‌افتد. زیرا این شیوه دارنده اطلاعات را متحمل زحمت چندانی نمی‌کند اما، بوسیله راهنمایی‌های او به طور غیرمستقیم اطلاعات افشا می‌گردد.<sup>۸۰</sup>

77. Recommending or counseling.

78 . Art 3(b) of EC Directive , implemented in the UK by Criminal Justice Act section 57 (1) (a) and section 123 (1) (b) of Financial service and Market act (FSMA) 2000 – Alexander, op.cit , p31.

۷۹. ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار که در مقام معرفی گونه‌های مختلف سوء استفاده از اطلاعات نهانی و جرم انگاری آن است، مقرر می‌دارد: «اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال... محکوم خواهند شد: ۱. هر شخصی که اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار موضوع این قانون را... قبل از انتشار عمومی، مورد استفاده قرار دهد و یا موجبات افشاء و انتشار آن‌ها را در غیر موارد مقرر فراهم نماید. ۲. هر شخصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید...».

80 . Farrar, Furrey and Hannigan , op.cit , p432.

اینجا نیز، همانند آنچه که در مورد افشاء خود اطلاعات گفته شد، تشویق و توصیه دیگری به معامله باید در شرایط و اوضاع و احوالی صورت پذیرد که عرفاً احتمال برود که راهنمایی‌های فرد در نهایت منجر به وقوع معامله خواهد شد<sup>۸۱</sup>، اگر چه در عالم واقع در نهایت معامله‌ای رخ ندهد<sup>۸۲</sup>. مثال بارز این نوع از استفاده هنگامی است که شخصی که از اطلاعات نهانی شرکت «الف» آگاه است و در عین حال عضو هیات مدیره شرکت «ب» می‌باشد، براساس اطلاعات نهانی خویش، شرکت «ب» را به سوی خرید سهام شرکت «الف» هدایت کند<sup>۸۳</sup>.

### ب) تفاوت‌های فنی توصیه و دستور

همانطور که قبلاً گفته شد، ممکن است فرد با دستوراتی که می‌دهد موجب صورت گرفتن معامله ای براساس اطلاعات نهانی شود. این مورد را نباید با زمانی که فرد با توصیه‌ها و تشویق‌های خویش باعث تحریک دیگری به انجام معامله می‌شود اشتباه کرد. در مورد نخست، فردی که دستوری گیرد به طور کامل تحت فرمان شخص دستور دهنده است. به همین جهت، عرفاً، فعل او را منسوب به دستور دهنده می‌داند و معامله او را در حکم معامله دستور دهنده محسوب می‌کند. در حالیکه در صورت دوم فردی که مورد توصیه و تشویق قرار می‌گیرد به هیچ عنوان تحت فرمان شخص دارنده اطلاعات نهانی نیست و کاملاً با اختیار خود اقدام به معامله اوراق بهاداری می‌کند که اطلاعات مربوط به آن است.

81 . Stamp, op.cit , p300.

82 . Davise, op.cit, p469.

83 . Pennington , op.cit, p401.



آنچه که در دستور دیگران برای انجام معامله اهمیت دارد آن است که سرانجام معامله‌ای براساس دستورهای صادره صورت پذیرد و بدون تحقق معامله هیچ استفاده‌ای از اطلاعات نهانی نشده است،<sup>۸۴</sup> در حالیکه در توصیه دیگران به انجام معامله کانون توجه به راهنمایی‌هایی است که دارنده اطلاعات نهانی براساس این اطلاعات انجام می‌دهد و همین امر است که استفاده از اطلاعات نهانی محسوب می‌شود و انجام یا عدم انجام اهمیتی ندارد.<sup>۸۵</sup> برای نمونه، همین که دارنده اطلاعات نهانی به دوست خود (که از دسترسی او به این اطلاعات آگاه است) بگوید: «خرید سهام این شرکت به صرفه به نظر می‌رسد، چرا خرید نمی‌کنی؟» کافی است تا گفته شود که وی از اطلاعات نهانی استفاده کرده است.<sup>۸۶</sup>

---

84 . Stamp, op.cit, p298.

85 . Davise, op.cit, p496.

86 . Griffin, op.cit , p187.

## نتیجه گیری

با توجه به مطالب پیش گفته، پیشنهادات زیر در ارتباط با نحوه تفسیر ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ارائه می گردد:

۱. واژه «مورد استفاده قرار دهد» در بند ۱ ماده ۴۶ را باید تعبیر به «توصیه کردن» کرد تا این ماده جامعیت خود را از دست ندهد و متداولترین شیوه استفاده از اطلاعات نهانی را شامل شود..

۲. افشاء اطلاعات نهانی برای دیگری و یا توصیه او به انجام یا عدم انجام معامله براساس این اطلاعات فقط در صورتی استفاده از اطلاعات نهانی محسوب می شود که احتمال قابل توجهی، با توجه به اوضاع و احوالی که افشاء یا توصیه در آن رخ داده، وجود داشته باشد که طرف مقابل در نهایت، براساس سخنان فرد دارنده اطلاعات، اقدام به انجام معامله خواهد کرد.

۳. مفهوم معامله براساس اطلاعات نهانی علاوه بر انعقاد عقد اصلی مبنی بر خرید یا فروش اوراق بهادار، هرگونه مقدمه چینی که عرفاً به انعقاد عقد نهایی منجر می شود (مانند انعقاد پیش قرارداد و یا دستور معامله به شخصی که به طور محض از شخص دستور دهنده اطاعت کرده و از وجود اطلاعات نهانی بی خبر است) و همچنین افعال منفی، مثل خودداری از معامله را نیز شامل می شود.

۴. استفاده از اطلاعات نهانی، در تمام موارد سه گانه خود، علاوه بر عنصر مادی (که همان معامله، افشاء و یا توصیه دیگران به معامله براساس این اطلاعات است) نیازمند یک عنصر معنوی (که همان انگیزه کسب سود در ارتکاب این اعمال سه گانه است) می باشد. اگر دارنده اطلاعات نهانی این اطلاعات را بدون انگیزه کسب سود شخصی به کاربرد، مانند بهره گیری از اطلاعات در جریان انجام وظیفه، عمل وی فقط به کارگیری (محض) اطلاعات نام دارد و استفاد از آن محسوب نمی گردد.

## منابع

## الف) فارسی

۱. باقری، دکتر محمود، «نسبت عدالت توزیعی و تصحیحی در توزیع خطر میان دو طرف قرارداد غیرقانونی» مجله حقوق تطبیقی، دوره جدید، شماره ۲، صص ۲۵۱-۲۱۵، ۱۳۸۵
۲. باقری، دکتر محمود، «اقتصاد مبتنی بر بازار و کاستی‌های حقوق خصوصی» مجله پژوهش حقوق و سیاست، سال هشتم، شماره نوزدهم، صص ۸۸-۴۱، ۱۳۸۵
۳. جهانخانی، دکتر علی و پارسائیان، دکتر علی، بورس اوراق بهادار، چاپ اول، تهران، موسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ۱۳۷۴
۴. شریفی، دکتر سید الهام الدین، «بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه» مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۶، صص ۲۰۲-۱۷۵، ۱۳۸۳
۵. نصیرزاده، غلامرضا، پیرامون خصوصی کردن شرکت‌های دولتی، چاپ اول، تهران، انتشارات کمال علم، ۱۳۶۹
۶. کاتوزیان، دکتر ناصر، قواعد عمومی قراردادها، جلد دوم، چاپ ششم، تهران، شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۳
۷. علومی یزدی، حمیدرضا، «بررسی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران مجله پژوهشی حقوقی» شماره ۹، صص ۱۶۵-۱۴۳، ۱۳۸۵.

## ب) خارجی

1. 1-Alexander, kern, Insider dealing and market abuse: the Financial Service and Market Act 2000 , ESR center for Business Research, University of Cambridge.

- Working paper No 222, available at [www. Cbr. Ac , uk/pdf/wp222 . pdf?](http://www.Cbr.Ac.uk/pdf/wp222.pdf) Ref= klasistanbul.com, 2001
2. 2- Black , Henry Campball, , Black's law Dictionary, Eighth editon, Thamson, west, 2004
  3. 3- Boyle A.J. and Birks John, Boyle and Bird's Copany Law , 2th edition. Published by Jordan and sous limited, 1987
  4. 4-Brazier, Gil, Insider Dealing : Law and Regulation , 1<sup>st</sup> ediion, London , Cavendish publishing limited, 1996
  5. 5-Cheffins , Brian . R, Company law, Theory, Structure and operation, oxford, University of British Columbia , Clarendon press, 1997
  6. Davise, Paul L, , Gower's Principles of Modern Company Law, sixth edition, oxford, Sweet and Maxwell, 1997
  7. 7-Dine , Janet, , Company Law , Fourth edition, palgrave, 2001
  8. 8-Easterbrook, Frank h and Fischel Daniel R, the economic structure of compay law , 1<sup>st</sup> edition, Massachusetts, Harvard University Press,1991.
  9. 9-Farrar, John H, Furrey Nigel E, Hannigan, Bernda M, , Farrar's company law, Third edition , London, butter worths, 1991.
  10. Fishman, Micheal and Kathlan, Hagerty, Insider Trading and the Efficiency of stock price , 23 Rand Journal of Economics 106, p,p 88 – 132.1992
  11. Gaillard, E. et Pingel L, Les operations d'inities dans la Communaute Economique Europeenne, 26 Revue trimestrielle de droit europeen 3, 1990

12. Goulding, Simon , Principles of company law, second edition, London , cavadish,1996.
13. Griffin, Stephen, Company Law Fundamental Principles , Third edition, London, Longman,2000
14. Hannigan, B, Insider Dealing, 2<sup>nd</sup> edition . London,1994.
15. Loss, L. The Fiduciary Concept as applied to trading by corportate insiders in the united states , 33 Michigan Law Review 34, pp 5 -32, 1970
16. Mayson, Stephen French, Derek and Ryan, Christopher, Company Law , 24 edition, Oxford university press, 2007-2008
17. Oxford dictionary of law, Fifth edition, Oxford university press, 2003
18. Pennington, Robert. R, Pennington's company law, Sixth edition , London, Butterworth, 1990
19. Ruiz, I , (1995), European community Directive on Insider Dealing : A model for Effective Enforcement of prohibitions on Insider Trading in International securities Market , 33 Columbia Journal of Transnational Law , 217. p.p 225-267,1995
20. Sealy , I. s, Case and Materials in company law, Fifth edition, London, Butterworths, 1992
21. Seyhun, H. Nejat, Insider's Profits, Costs of Trading and Market Efficiency, 16 Journal of Finance and Economics 189, p.p. 80 134. 1989.
22. Stamp, Mark , Practical Company Law , London, sweet and Maxwell, 1998.

23. Stamp, Mark and Jagers, Tom, International Insider Dealing, 1st edition, City and Financial publishing, 2005.
24. Suter, J, The Regulation of Insider Dealing in Britain , 1<sup>st</sup> edition London, Butterworths, 1989.
25. vanessa, Edward, EC company law , First edition , New York, Oxford university press,1999
26. Umhoefer, Carol, Insider Trading Law in France 30. Columbia Journal of Transnational Law . 1, pp.89 -149, 1992
27. www. En wikipedia .org /wiki/insider- trading , visited date: 14/5/2008