

## معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی: مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و ایران

دکتر مرتضی نصیری دانشیار گروه حقوق دانشگاه تربیت مدرس

دکتر محمدعباسایی تفرشی

دانشیار گروه حقوق دانشگاه تربیت مدرس

مجید قربانی لاچوانی دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه تربیت مدرس

Lachevani@yahoo.com

تاریخ دریافت مقاله: ۸۵/۱۰/۱۳ تاریخ پذیرش نهایی: ۸۶/۱۱/۳

### چکیده

معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی شایع‌ترین تخلفی است که در بازارهای اوراق بهادار واقع می‌شود و می‌تواند اعتماد عموم را به بازار سرمایه سلب کرده و موجب رکود بازارهای اوراق بهادار گردد؛ از اینرو اکثر نظام‌های حقوقی، معامله اوراق بهادار را با استفاده از اطلاعات نهانی منع کرده‌اند، ایالات متحده آمریکا در مقابله با این معاملات، پیشرو سایر کشورها است. دادگاه‌ها در آمریکا ممنوعیت معامله اوراق بهادار را با استفاده از اطلاعات نهانی از بخش‌های (b) ۱۰ و (e) ۱۴ قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ و قواعد ۵-b-۱۰ و ۳-e-۱۴ کمیسیون اوراق بهادار و بازار استنباط کرده‌اند.

در ایران با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی ممنوع و برای آن مجازات تعیین شد. مطالعه تطبیقی مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران با حقوق آمریکا در رابطه با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، نشان می‌دهد که قانون مذکور در این زمینه دارای نقص‌هایی است که باید اصلاح شود.

**واژگان کلیدی:** معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، کمیسیون اوراق بهادار و بازار (SEC)، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۴).

---

مقدمه

«معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی»<sup>۱</sup> یکی از نهادهای اصلی حقوق بازار اوراق بهادار است که ممنوعیت یا عدم ممنوعیت و همچنین نحوه پیشگیری از وقوع آن توجه تحلیل‌گران اقتصادی، نویسندگان حقوقی و همچنین قانونگذاران ملی را در دهه‌های اخیر به خود معطوف کرده است. نظام حقوقی آمریکا در ممنوع کردن این معاملات پیشرو سایر نظام‌ها است و متولیان بازار سرمایه این کشور یکی از موجبات کارایی بازار سرمایه آمریکا را ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در این نظام حقوقی می‌دانند که سبب جلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار شده است.

(Robertson, at: [www.SEC.gov/News/Speech/Speecharchive/1998/Spch221/htm](http://www.SEC.gov/News/Speech/Speecharchive/1998/Spch221/htm))

شورای جامعه اروپایی نیز با توجه به موفقیت روز افزون بازار سرمایه آمریکا در جلب سرمایه‌گذاران اروپایی و به منظور تقویت بازارهای ملی کشورهای اروپایی با تصویب دستورالعمل شماره ۸۹/۵۹۲EEC، وضع مقررات متحدالشکل را برای جلوگیری از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی برای کشورهای عضو الزامی کرد؛ کشورهای اروپایی به منظور اعمال مقررات دستورالعمل فوق‌الذکر هر یک با تصویب قوانین خاص یا الحاق بخشی به قوانین کیفری عمومی خود این معاملات را جرم دانسته و برای آن مجازات تعیین کرده‌اند. (Gaillard, 1992, P.5)

در حقوق فدرال آمریکا رویه قضائی ممنوعیت معامله اوراق بهادار را با استفاده از اطلاعات نهانی از بخش‌های (b)-۱۰ و (e) ۱۴ قانون بازار اوراق بهادار<sup>۲</sup> استنباط، کمسیون اوراق بهادار و بازار<sup>۳</sup> نیز قواعد موسوم به ۵-b-۱۰ و ۳-e-۱۴ را به منظور تعیین شرایط اعمال بخش‌های مذکور تصویب کرده است.

---

1. Insider Trading.

2. Securities Exchange Act of 1934

قانون مذکور یکی از مهم‌ترین قوانینی است که بعد از بحران بازار سرمایه آمریکا در سال ۱۹۲۹ در سطح فدرال و از سوی کنگره آمریکا به منظور شفاف‌سازی بازار اوراق بهادار و جلوگیری از تضرر سرمایه‌گذاران تصویب شده است.

3. Securities and Exchange Commission (SEC)

نهاد فوق که به موجب بخش ۴ قانون بازار اوراق بهادار تأسیس شده، متشکل از ۵ عضو است که رئیس جمهور آمریکا با توافق سنا تعیین می‌کند. وظیفه اصلی این کمسیون اعمال قوانین حاکم بر بازار اوراق بهادار است.

حقوق آمریکا در رابطه با موضوع مورد بحث از زمان تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۹۳۴ میلادی تاکنون به منظور تشدید ضمانت اجرای معاملۀ اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و جبران زیان وارد شده به اشخاص، تحولات بسیاری به خود دیده است. کنگره آمریکا پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار به منظور جلوگیری از وقوع این پدیده ضمن افزایش مجازات آن، چند بار اختیارات کمیسیون اوراق بهادار و بازار را در رابطه با کشف و تعقیب متخلفین افزایش داده است. این قوانین که همگی بعد از سال ۱۹۸۰ میلادی تصویب شده‌اند عبارتند از: «قانون ضمانت اجرای معاملۀ اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مصوب سال ۱۹۸۴»<sup>۱</sup>، «قانون اجرای معاملۀ اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و تقلب نسبت به اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۸۸»<sup>۲</sup>، «قانون اجرای حقوق اوراق بهادار و اصلاح سهام ضعیف<sup>۳</sup> مصوب سال ۱۹۹۰»<sup>۴</sup> و «قانون موسوم به Sarbans-oxley Act مصوب سال ۲۰۰۲»<sup>۵</sup>.

در بخش‌های (b) ۱۰ و (e) ۱۴ قانون بازار اوراق بهادار و نیز قواعد ۱۰b-۵ و ۱۴e-۳ کمیسیون که مبنای اصلی ممنوعیت، معاملۀ اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در حقوق آمریکا هستند، اشاره صریحی به ممنوعیت این معاملات و شرایط تحقق آن نشده است، بنابراین دیدگاه محاکم تالی و نیز دیوان عالی کشور آمریکا در خصوص شرایط تحقق این پدیده مجرمانه متفاوت بوده و در طول زمان تغییر کرده است، علی‌رغم اینکه رویکرد جدید قانونگذاران ملی منع معاملۀ اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و پیش‌بینی ضمانت اجرای شدیدکیفری برای مقابله با آن، برخی نویسندگان حقوقی و اقتصادی وضع

1. Insider Trading Sanctions Act of 1984.

2. The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.

۳. سهم ضعیف (Penny Stock) سهمی است که در بازارهای سازمان یافته (بورس‌های اوراق بهادار) پذیرفته نشده و سود متعلق به آن کم‌تر از مبلغی است که برای پذیرش سهام در بورس‌های سازمان یافته لازم است، معامله سهام ضعیف نوعاً با ریسک زیادی همراه است؛ این سهام در بازارهای مالی [آمریکا] به کم‌تر از پنج دلار خرید و فروش می‌شوند. مراجعه کنید به: (Henry Campbell black, Black's Law Dictionary, West Publishing Co, 2004, p.1457)

4. The securities law Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990.

5. Sarbans-Oxley Act of 2002.

---

مقررات کیفری را برای پیشگیری از وقوع پدیده مذکور برای توسعه بازار سرمایه غیر مفید و بی‌اثر می‌دانند.

در حقوق ایران جرم‌انگاری پدیده مورد بحث برای اولین بار با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۲ محقق شد. البته قبل از آن نیز شورای بورس با تصویب «آئین‌نامه اجرائی انتشار اخبار معاملات براساس اطلاعات درونی در سال ۱۳۷۸» نوعی نظام کنترل‌کننده برای جلوگیری از وقوع این قبیل معاملات پیش‌بینی کرده بود که در عمل تأثیر بازدارنده چشم‌گیری نداشته است.

با وجود اینکه ظاهراً در تدوین مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نویسندگان آن حقوق آمریکا را الگو قرار داده‌اند. در زمینه معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و ضمانت اجراهای کیفری و مدنی، قانون مذکور جامع نیست. در این نوشته به منظور معرفی اجمالی «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی» پس از تعریف آن و بیان دیدگاه‌های مخالفین و موافقین منع معامله با بررسی شرایط تحقق مسئولیت بر مبنای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در حقوق آمریکا به عناصر معامله و شرایط مسئولیت در حقوق ایران پرداخته‌ایم.

**گفتار یکم: تعریف معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و مقایسه آن با جرایم**

**مشابه:**

#### **۱. تعریف:**

در حقوق ایران عبارت «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی یا درونی»<sup>۱</sup> با عنوان معادل عبارت انگلیسی "Insider Trading" یا "Insider Dealing"، مورد استفاده قرار می‌گیرد. معنای لغوی واژه "Insider" محرم، خودی، جزء دسته یا سازمان است. (آریان‌پورکاشانی، ۱۳۸۶، ص ۷۴۰).

---

۱. در لایحه‌ای که قبل از تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به منظور جرم‌انگاری و منع این قبیل معاملات تنظیم شده بود از عبارت «داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی» به عنوان معادل عبارت "Insider Trading" استفاده شده است. این لایحه هنوز از سوی مجلس شورای اسلامی تصویب نشده است که البته با توجه به لازم‌الاجرا شدن قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تصویب آن منتفی به نظر می‌رسد.

بنابراین معادل تحت اللفظی عبارت "Insider Trading"، معامله اشخاص خودی است، ولی از آنجا که این معنا مفهوم حقوقی نهاد را به طور کامل افاده نمی‌کند، عبارت «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی» معادل مناسب‌تری برای عبارت انگلیسی مورد بحث به نظر می‌رسد.

نویسندگان حقوقی خارجی، تعاریف متعددی برای این نهاد حقوقی ارائه کرده‌اند، اما از آنجا که شرایط تحقق «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در حقوق انگلیسی و آمریکا متفاوت است در تعریف‌هایی که نویسندگان حقوقی این دو نظام ارائه کرده‌اند اختلاف‌هایی ملاحظه می‌شود در حقوق انگلیس این نهاد به شرح ذیل تعریف شده است: «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی زمانی واقع می‌شود که دارنده اطلاعات مؤثر بر قیمت [اوراق بهادار شرکت] با خرید یا فروش سهام شرکت، شرایط قراردادی مناسب‌تری نسبت به آنچه در صورت آگاه‌بودن طرف معامله از اطلاعات مزبور می‌توانست به دست بیاورد، تحصیل می‌کند» (Davies, 2008, P.751)

«استفاده از اطلاعات منتشر نشده خاص مؤثر بر قیمت برای معامله اوراق بهادار به منظور تحصیل سود یا جلوگیری از ورود زیان» (A.Martin, 1997, P.236)

«معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی زمانی واقع می‌شود که دارنده اطلاعات نهانی این اطلاعات را به نفع خود یا به منظور تحصیل نفع برای دیگری مورد استفاده قرار می‌دهد» (Dine, 2001, P.250)

«معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی زمانی واقع می‌شود که فرد یا سازمانی عالماً با در اختیار داشتن اطلاعات محرمانه‌ای که در دسترس عموم قرار ندارد و چنانچه در اختیار عموم قرار گیرد به صورت قابل ملاحظه‌ای قیمت اوراق بهادار مورد معامله را تحت تأثیر قرار می‌دهد، اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار می‌کند» (Morse, 1996, P.425)

نویسندگان حقوق آمریکا نیز تعاریف زیر را برای «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی» ارائه کرده‌اند:

---

«در حقوق اوراق بهادار معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی عبارت است از معامله سهام شرکت با استفاده از اطلاعات محرمانه‌ای که شخص از طریق رابطه امانی<sup>۱</sup> خود با شرکت تحصیل کرده است» (Emanuel Gaillard, Op. Cit, P. 39)

«خرید یا فروش اوراق بهادار بر مبنای اطلاعاتی که در دسترس عموم قرار نگرفته است» (Leroy and d A. Jantz, 2004, P. 854)

«معاملات راجع به سهام شرکت سهامی عام که دارنده اطلاعات نهانی بر مبنای این اطلاعات نسبت به سهام شرکت انجام می‌دهد، معمولاً معامله کننده از طریق رابطه استخدامی یا دیگر روابط مبتنی بر اعتماد و اطمینان از اشخاص درون شرکت می‌باشد...» (Campbell Black, Op. Cit, P. 796)

تفاوت عمده‌ای که بین برخی از تعاریف ارائه شده در حقوق آمریکا با تعریف‌هایی که حقوقدانان انگلیسی ارائه کرده‌اند، مشاهده می‌شود، تأکید بر تحصیل اطلاعات نهانی از طریق رابطه امانی از سوی نویسندگان آمریکایی است که براساس آن معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی زمانی واقع می‌شود که معامله کننده این اطلاعات را به سبب رابطه خاصی که با صادرکننده اوراق دارد به دست آورده باشد. علت این تفاوت و سیر تاریخی تکامل آن در رویه قضائی آمریکا در بخش‌های بعدی بررسی شده است.

همان طور که پیش‌تر بیان شد در حقوق ایران نهاد مورد بحث برای اولین بار با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران وارد حقوق موضوعه شده و صریحاً جرم قلمداد شد. بنابراین نویسندگان حقوقی تاکنون تعریفی برای آن ارائه نکرده‌اند؛ با وجود این با توجه به بند ۳۲ ماده ۱ و بند ۲ و تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون مذکور به نظر نگارندگان تعریف زیر در حقوق ایران برای نهاد مورد بحث مناسب به نظر می‌رسد.

«معامله‌ای است که اشخاصی که قانوناً دارنده اطلاعات نهانی محسوب می‌شوند با استفاده از اطلاعات افشاء نشده‌ای که بطور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن

---

۱. رابطه امانی (Fiduciary Relationship) رابطه‌ای است مبتنی بر اعتماد و اطمینان بین دو شخص که به موجب آن هر یک از طرفین باید در قبال دیگری با انصاف و حسن نیت رفتار کند مثل رابطه وکیل و موکل قیم و مولی علیه و شرکت و مدیر.

مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مزبور تأثیر می‌گذارد، نسبت به اوراق بهادار منعقد می‌کنند».

## ۲. مقایسه برخی جرایم با جرایم مشابه:

به منظور توضیح بیشتر ماهیت این عنوان مجرمانه و شناخت برخی تفاوت‌های آن با برخی عناوین مجرمانه مشابه به ترتیب زیر این عنوان مجرمانه را با جرایم سوء استفاده از اختیارات از سوی مدیران و مدیر عامل شرکت سهامی، سوء استفاده از اموال و اعتبارات شرکت سهامی از سوی مدیران و مدیر عامل و کلاهبرداری مقایسه می‌کنیم.

### الف- سوء استفاده از اختیارات از سوی مدیران و مدیر عامل شرکت سهامی:

مهم‌ترین عامل جلب سرمایه‌های خصوصی اعم از داخلی یا خارجی، نظارت حقوقی مؤثر به منظور جلوگیری از استفاده شخصی مدیران از اختیارات و فرصت‌های شغلی خود و اموال و اعتبارات شرکت است. (نصیری، ص ۹۴، ش ۳) مدیران شرکت تجاری با توجه به موقعیتی که در شرکت دارند از فرصت‌های شغلی ویژه‌ای برخوردار هستند که می‌توانند با استفاده از آنها منافع سرشاری برای خود تحصیل کنند؛ یکی از عوامل مؤثر در گسترش اقبال عمومی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تجاری، جلوگیری از امکان استفاده مدیران شرکت‌ها از فرصت‌های شغلی یعنی اختیارات و اطلاعاتی که از رهگذر موقعیت خود در شرکت به دست آورده‌اند برای تحصیل منافع شخصی است. مقررات حاکم بر شرکت‌های تجاری در حقوق ایران، کاستی‌های بسیاری در خصوص جلوگیری از استفاده شخصی مدیران از فرصت‌های شغلی دارد. در ارتباط با شرکت‌های غیرسهامی که با خلاء قانونی در این رابطه مواجه هستیم، یعنی استفاده از فرصت‌های شغلی از سوی مدیران شرکت‌های غیرسهامی جرم قلمداد نشده است. در ارتباط با شرکت‌های سهامی نیز بند ۴ ماده ۲۵۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت، سوء استفاده از اختیارات از سوی مدیران و مدیر عامل شرکت‌های سهامی را در صورتی که برخلاف منافع شرکت برای مقاصد شخصی یا به نفع شرکت یا مؤسسه دیگری که مدیران یا مدیرعامل به طور مستقیم یا غیرمستقیم در آن ذینفع هستند، صورت بگیرد جرم قلمداد کرده است. بنابراین سوء استفاده از اختیارات (به عنوان یکی از مصادیق فرصت‌های شغلی) در شرکت‌های سهامی چنانچه

---

به منظور انتفاع شخصی صورت گرفته و برخلاف منافع شرکت باشد، موجب مسئولیت کیفری است. در صورتی که بیشتر نظام‌های حقوقی پیشرفته صرف استفاده از اختیارات شغلی برای تأمین منافع شخصی را برای مدیران شرکت‌ها مسئولیت‌آور می‌دانند، حتی اگر به شرکت زیانی وارد نشده باشد. (همان، ص ۹۷)

نظر به اینکه اطلاعات نهانی نیز از رهگذر موقعیتی که مدیران شرکت‌ها دارند در اختیار آنها قرار می‌گیرد و موظفند قبل از اقدام به معامله اوراق بهادار شرکت، این اطلاعات را در چارچوب ضوابط بورس برای اطلاع عموم افشاء نمایند، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی می‌تواند در شرایط خاص از مصادیق سوء استفاده از اختیارات از سوی مدیران یا مدیر عامل شرکت سهامی باشد، زیرا مدیران یا مدیر عامل با سوء استفاده از اختیار دسترسی به اطلاعات نهانی مهم از این اطلاعات برای معامله اوراق بهادار به نفع خود استفاده می‌کنند. با وجود این تفاوت‌های این دو عنوان مجرمانه به شرح زیر است:

۱- چنانکه ظاهر بند ۴ ماده ۲۵۸ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت (۱۳۴۷) دلالت دارد، جرم سوء استفاده از اختیارات صرفاً از سوی مدیران یا مدیر عامل شرکت‌های سهامی قابل ارتکاب است. بنابراین مدیران سایر شرکت‌های تجاری مثل شرکت با مسئولیت محدود، اگر از اختیارات خود برای تحصیل منافع شخصی و به زیان شرکت سوء استفاده کنند، مشمول این عنوان مجرمانه نمی‌شوند، هر چند ممکن است به اتهامات دیگری قابل تعقیب کیفری باشند. با توجه به اصل لزوم تفسیر مضیق قوانین کیفری، چنانچه اشخاص دیگری غیر از مدیران یا مدیر عامل شرکت سهامی مثل بازرس یا بازرسان قانونی شرکت و سهامداران اکثریت از اختیارات خود برای تحصیل منافع شخصی به زیان شرکت سوء استفاده کنند براساس بند ۴ ماده ۲۵۸ لایحه قانونی قابل تعقیب کیفری نیستند، حتی با توجه به ماده ۲۶۹ لایحه قانونی سوء استفاده مدیر یا مدیران تصفیه شرکت‌های سهامی از اختیارات خود بر مبنای بند ۴ ماده ۲۵۸ قابل تعقیب کیفری نیست، چون ماده ۲۶۹ لایحه قانونی در مقام بیان صرفاً استفاده از اموال یا اعتبارات شرکت در حال تصفیه را برخلاف منافع شرکت و یا برای تحصیل منافع شخصی برای مدیر یا مدیران تصفیه جرم قلمداد کرده و ذکری از سوء استفاده از اختیارات به میان نیاورده است؛ در حالیکه اشخاصی که می‌توانند مرتکب جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات



نهانی شوند با توجه به تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران اعم از مدیران و مدیرعامل شرکت سهامی هستند و بازرسان مشاوران، حسابداران، وکلای شرکت، سهامدارانی که مالک بیش از ده درصد سهام شرکت هستند و سایر اشخاص مقرر در این تبصره می‌توانند مرتکب این جرم شوند.

۲- سوء استفاده از اختیارات از سوی مدیران و مدیرعامل شرکت سهامی در صورتی جرم است که برخلاف منافع شرکت و برای مقاصد شخصی یا به خاطر شرکت و یا مؤسسه دیگری که مدیران یا مدیرعامل به طور مستقیم یا غیرمستقیم در آن ذینفع هستند، صورت گرفته باشد، صدر و بند ۴ ماده ۲۵۸ لایحه قانونی در این باره مقرر می‌دارد:

ماده ۲۵۸: اشخاص زیر به حبس تأدیبی از یک سال تا سه سال محکوم خواهند شد:

۱- ....

۲- ....

۳- ....

۴- رئیس و اعضاء هیأت مدیره و مدیرعامل شرکت که با سوء نیت از اختیارات خود برخلاف منافع شرکت برای مقاصد شخصی یا به خاطر شرکت و یا مؤسسه دیگری که خود به طور مستقیم یا غیر مستقیم در آن ذینفع می‌باشند استفاده کنند». در صورتی که معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در هر حال اعم از اینکه وقوع معامله به زیان ناشر اوراق بهادار یا طرف دیگر معامله باشد و یا از این جهت هیچ زیانی به آنها وارد نشود، جرم است. به عبارت دیگر سوء استفاده از اختیارات از سوی مدیران یا مدیرعامل شرکت سهامی جرم مقید است، یعنی تحقق آن منوط است بر اینکه برخلاف منافع شرکت باشد، ولی معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی جرم مطلق است و حصول نتیجه مجرمانه شرط وقوع آن نیست.

#### ب- سوء استفاده از اموال و اعتبارات شرکت سهامی از سوی مدیران و مدیرعامل:

ماده ۲۵۸ لایحه قانونی (۱۳۴۷) در کنار سوء استفاده از اختیارات، سوء استفاده از اموال یا اعتبارات شرکت سهامی را نیز برای مدیران و مدیرعامل این شرکت‌ها ممنوع کرده و

---

برای تخلف از این ممنوعیت ضمانت اجرای کیفری تعیین نموده است. صدر و بند ۳ ماده ۲۵۸ لایحه قانونی در این مورد مقرر می‌کند:

«اشخاص زیر به حبس تأدیبی از یک سال تا سه سال محکوم خواهند شد

...

....

رئیس و اعضاء هیأت مدیره و مدیر عامل شرکت که اموال یا اعتبارات شرکت را برخلاف منافع شرکت برای مقاصد شخصی و یا برای شرکت یا مؤسسه دیگری مورد استفاده قرار دهند که خود به طور مستقیم یا غیرمستقیم در آن ذینفع می‌باشند. همان طور که ملاحظه می‌شود، مطابق ظاهر حکم، سوء استفاده از اموال یا اعتبارات شرکت سهامی از سوی مدیران و یا مدیر عامل مانند سوء استفاده از اختیارات در صورتی جرم است که برخلاف منافع شرکت و برای تحصیل منافع شخصی باشد.

با توجه به اینکه مطابق یکی از دیدگاه‌های مطرح شده، مبنای نظری منع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی استفاده ناروای معامله‌کننده از اموال ناشر اوراق بهادار است و در این دیدگاه اطلاعات نهانی به عنوان مال شرکت قلمداد می‌شود و نظر به اینکه حداقل برخی از مصادیق اطلاعات نهانی مثل اسرار تجاری که ممکن است از سوی دارندگان این اطلاعات به منظور معامله اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد در حقوق ایران نیز ارزش مالی دارند و جزء اموال ناشر محسوب می‌شوند. در این قسمت به اختصار معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی را با جرم سوء استفاده از اموال یا اعتبارات شرکت از سوی مدیران مقایسه می‌کنیم:

۱- سوء استفاده از اموال و اعتبارات شرکت‌های سهامی از سوی مدیران یا مدیرعامل این شرکت‌ها مشمول مجازات مقرر در ماده ۲۵۸ لایحه قانونی است. بنابراین چنانچه مدیران سایر شرکت‌های تجاری یا تعاونی از اموال شرکت برای انتفاع شخصی استفاده کنند و در صورت وجود شرایط براساس عناوین مجرمانه عام، مثل خیانت در امانت یا تحصیل مال نامشروع قابل پیگرد خواهند بود. استفاده شخصی از اموال یا اعتبارات شرکت سهامی از سوی اشخاصی غیر از مدیران و یا مدیرعامل نیز مشمول مجازات ماده ۲۵۸ لایحه قانونی نیست و در صورت وجود شرایط باید براساس عناوین مجرمانه عام از قبیل

خیانت در امانت مورد تعقیب قرار بگیرند. در صورتی که اشخاصی که می‌توانند به موجب تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مرتکب جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی شوند، اعم از مدیران و مدیرعامل شرکت سهامی هستند.

۲- استفاده شخصی از اموال و اعتبارات شرکت سهامی از سوی مدیران یا مدیر عامل آن در صورتی جرم است که برخلاف منافع شرکت باشد، یعنی زبانی متوجه شرکت گردد، بنابراین اگر استفاده صرفاً به نفع مدیر یا مدیرعامل باشد، بدون اینکه از این جهت زبانی به شرکت وارد شود، عمل مدیر یا مدیرعامل مشمول بند ۳ ماده ۲۵۸ لایحه قانونی قرار نمی‌گیرد. این در حالی است که قانونگذار در ارتباط با مدیر یا مدیران تصفیه تغییر موضع داده و به موجب ماده ۲۶۹ مقرر می‌دارد:

مدیر یا مدیران تصفیه هر شرکت سهامی که مرتکب جرایم زیر شوند به حبس تأدیبی از یک سال تا سه سال محکوم خواهد شد. در صورتی که اموال یا اعتبارات شرکت در حال تصفیه را برخلاف منافع شرکت و یا برای مقاصد شخصی یا برای شرکت یا مؤسسه دیگری که خود به طور مستقیم یا غیر مستقیم در آن ذینفع هستند، مورد استفاده قرار دهند. در مقابل تحقق جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مشروط به ورود زیان به ناشر اوراق بهادار یا طرف معامله دارنده اطلاعات نهانی نیست.

### ج- کلاهبرداری:

یکی از جرایمی که در ظاهر با جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی شباهت دارد، کلاهبرداری است. باوجود شباهت ظاهری از حیث ماهیت، این دو جرم تفاوت‌های زیادی با یکدیگر دارند. کلاهبرداری عبارت است از «بردن مال دیگری از طریق توسل توأم با سوءنیت به وسایل یا عملیات متقلبانه»؛ (میرمحمد صادقی، ۱۳۷۸، ص ۵۱) با توجه به تعریف مهم‌ترین تفاوت‌های ماهیتی این دو عنوان مجرمانه به شرح زیر است:

عنصر مادی جرم کلاهبرداری انجام عملیات متقلبانه به منظور اغفال و بردن مال دیگری است. کلاهبردار باید با سوءنیت رفتار فیزیکی و مادی متقلبانه‌ای انجام داده باشد،

ترک فعل، حتی اگر با سوءنیت بوده و موجب گمراهی دیگری و ورود زیان به او شود، عنصر مادی جرم کلاهبرداری را تشکیل نمی‌دهد. (همان، ص ۵۵)

«اگر متقاضی خرید سهام شرکتی به فروشنده سهام مراجعه کرده و از وی بخواهد که در صورت مطلوب بودن وضعیت شرکت و مقرون به صرفه بودن خرید سهام آن، تعدادی از سهام خود را به او بفروشد و سهام‌دار مزبور با عمل به نامطلوب بودن وضعیت شرکت و در شرف ورشکستگی قراردادش آن، سهام خود را به متقاضی خرید، فروخته و از این رهگذر، خود منتفع شده و خریدار سهام را متضرر نماید، او را نمی‌توان کلاهبردار دانست، چرا که وی تنها از اظهار حقیقت به طرف مقابل خودداری کرده است.» (همان، ص ۵۵)

در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، دارنده اطلاعات نهانی، عملیات متقلبانه‌ای برای ترغیب دیگری به انجام معامله انجام نمی‌دهد، بل صرفاً از افشاء اطلاعات نهانی که بر قیمت اوراق مؤثر است، امتناع کرده و طرف مقابل بی‌آنکه برای معامله اغوا شده باشد با رضایت کامل وارد قرارداد می‌شود.

۲ - کلاهبرداری از جرایم مقید است، یعنی برای تحقق این جرم نتیجه مورد نظر قانونگذار باید حاصل شود. به موجب ماده ۱ «قانون تشدید مجازات مرتکبین ارتشاء و اختلاس و کلاهبرداری» نتیجه‌ای که حصول آن برای تحقق جرم کلاهبرداری لازم می‌باشد، «بردن مال غیر» است. بنابراین هرگاه کسی با استفاده از وسایل متقلبانه به نتیجه دیگری غیر از بردن مال غیر نایل شود، از قبیل جلب رضایت زنی برای ازدواج یا ورود به دانشگاه، جرم کلاهبرداری محقق نمی‌شود. (همان، ص ۸۱)

کلاهبردار باید در اثر توسل به وسایل متقلبانه مال دیگری را تحصیل کند. چنانچه نتیجه توسل به وسایل متقلبانه به دست آوردن «وسیله تحصیل مال» از قبیل اسناد تجاری (برات، سفته، چک) حوالجات، قبوض و مفاصا حساب باشد، جرم کلاهبرداری محقق نمی‌شود، بلکه برای تحقق جرم لازم است که متقلب با استفاده از اسنادی که به دست آورده، مال شخص دیگر را به صورت ناروا تحصیل کند؛ مثلاً اگر شخصی با توسل به وسایل متقلبانه چکی از دیگری تحصیل کند تا زمانی که چک به بانک ارائه و نقد شده است جرم کلاهبرداری محقق نمی‌گردد و مرتکب تقلب در مرحله شروع به کلاهبرداری قرار دارد.

معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، جرم مطلق است، با وقوع معامله، جرم محقق می‌شود، اعم از اینکه در اثر معامله دارنده اطلاعات نهانی مالی تحصیل کند یا به هر دلیلی از معامله، مالی عاید او نگردد. به عنوان مثال چنانچه دارنده اطلاعات نهانی فروشنده اوراق بهادار باشد و خریدار برای تأدیه ثمن چکی در اختیار او قرار دهد، پس از انعقاد عقد، جرم به صورت کامل واقع می‌گردد، حتی اگر چکی که خریدار به فروشنده داده است به دلیل فقدان موجودی در حساب صادرکننده، نقد نشود. همچنین، اگر پس از معامله، فروشنده (دارنده اطلاعات نهانی) برای تأدیه ثمن مهلتی به خریدار اعطا کند با انعقاد معامله و قبل از سررسید، اجل تأدیه ثمن جرم محقق می‌گردد.

#### گفتار دوم: معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در حقوق آمریکا:

آمریکا در مقابله با معامله اوراق بهادار، استفاده از اطلاعات نهانی، پیشرو همه نظام‌های حقوقی دنیا است. سابقه منع این معاملات در نظام حقوقی آمریکا به اوایل سده بیستم برمی‌گردد؛ در حالیکه اکثر کشورهای اروپایی از اوایل دهه هشتاد قرن بیستم مقابله با این پدیده را به صورت جدی شروع کرده‌اند. از طرف دیگر معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، شایع‌ترین نوع تخلف از مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار آمریکا است. به دلیل پیشینه طولانی مدت ممنوعیت معاملات مورد بحث در حقوق آمریکا، ادبیات حقوقی این نظام در این زمینه غنی‌تر و ضمانت‌اجراه‌های پیش‌بینی شده برای مقابله با جرم متنوع‌تر و شدیدتر است.

مشخصه بارز حقوق آمریکا به ویژه در رابطه با شرایط ماهوی تحقق معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مبتنی آن بر آراء محاکم است. بنابراین شناخت صحیح موضع این نظام حقوقی مستلزم توجه به احکام دادگاه‌ها می‌باشد. این امر موجب بروز اختلاف نظر بین صاحب نظران در خصوص کارایی حقوق آمریکا در مقابله با پدیده یاد شده است. عده‌ای فقدان تعریف قانونی از معامله اوراق بهادار را با استفاده از اطلاعات نهانی و عناصر تشکیل دهنده آن در حقوق فدرال آمریکا، دلیل اصلی پویایی آن در این مورد و ایجاد زمینه برای توسعه بازار سرمایه این کشور می‌دانند. آرتور لویت رئیس کمسیون اوراق بهادار و بازار، اجرای حقوق آمریکا را در مقابله با معامله اوراق بهادار با

---

استفاده از اطلاعات نهانی، یکی از عوامل مؤثر بر اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار اوراق بهادار آمریکا قلمداد کرده است.

(Levit, at: [www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998SPch 221](http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998SPch 221))

در مقابل، برخی دیگر آن را موجب نامشخص و ابهام حقوق حاکم و سبب بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر بازار سرمایه می‌پندارند و پیروی نظام‌های حقوقی دیگر را نه تنها توصیه نمی‌کنند، بلکه آنرا سرمنشاء مشکلات بسیاری برای بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه به‌شمار می‌آورند.

(L.Steinberg, at: [www.ifm.org/external/np/leg/sem/2002/cdmf/eng/steinb/pdf](http://www.ifm.org/external/np/leg/sem/2002/cdmf/eng/steinb/pdf))

پیش از تصویب قانون بازار اوراق بهادار (۱۹۳۴) که یکی از مهم‌ترین قوانین فدرال آمریکا در زمینه حقوق بازار اوراق بهادار است، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی تابع حقوق شرکت‌های تجاری ایالتی بود. به طور کلی ایالات مختلف در آغاز سده بیستم میلادی در مورد ممنوعیت یا آزادی این معاملات را یکی از سه دیدگاه ذیل پذیرفته بودند:

۱- دارندگان اطلاعات نهانی مکلف به افشاء این اطلاعات نیستند و می‌توانند آزادانه با استفاده از آن، اوراق بهادار شرکت را معامله کنند.

۲- اصولاً دارندگان اطلاعات نهانی مکلف به افشاء این اطلاعات نیستند، مگر اینکه وجود اوضاع و احوال خاص به طور استثنایی تحمیل چنین تکلیفی را توجیه کند.

۳- دارندگان اطلاعات نهانی در مقابل سهامداران شرکت، وظیفه امانی دارند و نمی‌توانند با استفاده از اطلاعات افشاء نشده - که در اثر موقعیت خود در شرکت تحصیل کرده‌اند - سهام شرکت را معامله کنند و باید قبل از معامله این اطلاعات را برای عموم افشاء کنند.

به عنوان مثال در سال ۱۹۰۳ دیوان عالی ایالت جورجیا برای اولین بار وجود رابطه امانی بین صاحبان سهام و مدیران شرکت را پذیرفت و اعلام کرد که وقتی مدیران به سبب موقعیت خود در شرکت به اطلاعاتی دسترسی پیدا می‌کنند که بر ارزش سهام تأثیر دارد، باید این اطلاعات را به عنوان امین به نفع صاحبان سهام نگهداری و استفاده کنند. در سال ۱۹۰۴ دیوان عالی ایالت کاتراس نیز وجود را بطنه امانی بین مدیران شرکت و صاحبان

---

سهام و تکلیف مدیران بر افشاء اطلاعات نهانی را به رسمیت شناخت. (Bainbridg, 1985,P.456)

در سال ۱۹۰۹ دیوان عالی ایالات متحده آمریکا در دعوی معروف Strong v.Repide نظریه «اوضاع و احوال خاص» را پذیرفت؛ در دعوی مذکور مدیران شرکت با پنهان کردن اطلاعات راجع به قرارداد سودآوری که شرکت منعقد کرده بود سهام سایر سهامداران را به کم‌تر از یک دهم قیمت واقعی خریداری کردند. در این دعوا دیوان عالی آمریکا تأیید کرد که معامله اوراق بهادار شرکت با استفاده از اطلاعات نهانی در شرایط خاصی متقلبانه و ممنوع است و سهامداران می‌توانند خسارت مطالبه کنند.

اوضاع و احوال خاص مورد نظر دیوان برای تحقق مسئولیت ناشی از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی عبارت از موارد زیر بودند:

۱- معامله‌ای که با استفاده از اطلاعات نهانی منعقد می‌شود، باید خرید سهام متعلق به سایر سهامداران یا فروش سهام از سوی مدیران شرکت به آنها باشد بنابراین مدیران بدون هیچ ممنوعیتی می‌توانند سهام خود را با استفاده از اطلاعات نهانی به اشخاص غیر سهامدار منتقل کنند.

۲- معامله باید خارج از بازار رسمی اوراق بهادار و به صورت رو در رو منعقد شده باشد. (Ibid,P.458)

کمیسیون اوراق بهادار و بازار معتقد است که یکی از اهداف اصلی کنگره از تصویب قانون بازار اوراق بهادار جلوگیری از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی است، (Ayres & Bankman, P.4, at:www.Isr.nellco.org/yal/lepp/papers/252) هر چند در این قانون هیچ اشاره صریحی به این معاملات و ضمانت اجرای ممنوعیت آن نشده است، ولی پس از تصویب قانون مذکور بود که مبارزه با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در آمریکا شدت یافت و محاکم درصدد تعیین شرایط تحقق این معاملات برآمدند.

محاکم در آمریکا ممنوعیت معامله اوراق بهادار را با استفاده از اطلاعات نهانی از بخش‌های (b) ۱۰ و (e) ۱۴ قانون بازار اوراق بهادار استنباط کرده‌اند. کمیسیون نیز به منظور تعیین شرایط اعمال بخش‌های مذکور قواعد موسوم به ۱۰b-۵ و ۱۴e-۳ را تصویب کرده

است. علاوه بر این هدف بخش ۱۶ قانون مذکور نیز به صورت غیر مستقیم و بدون تعیین کیفر پیشگیری از وقوع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی است.

#### ۱. تعریف اطلاعات نهانی و دارندگان آن

معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در قانون ۱۹۳۴ و سایر مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار تعریف نشده است، لذا به منظور روشن شدن مفهوم آن، ابتدا باید اطلاعات نهانی و دارندگان آنرا بشناسیم.

#### الف- تعریف اطلاعات نهانی:

«اطلاعات نهانی» نیز مانند «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی» در هیچ یک از نصوص قانونی و نیز قواعد و مقررات مصوب کمیسیون تعریف نشده است؛ با وجود این، رویه قضائی «اطلاعات نهانی» را به معنای «اطلاعات مهم محرمانه یا افشاء نشده» تعریف کرده است. (Gaillard, Op. Cit, P.286)

بنابراین در حقوق فدرال آمریکا اطلاعات در صورتی نهانی قلمداد می‌شود که دارای اوصاف زیر باشد:

#### ۱. محرمانه باشد:

رویه قضائی در آمریکا اطلاعات محرمانه یا غیر عمومی را اطلاعاتی می‌داند که به نحوی برای عموم سرمایه‌گذاران قابل دسترسی نبوده و افشاء نشده است. (Ibid, P.287)

مؤثرترین شیوه افشاء اطلاعات درج آن در گزارش‌های ارائه شده به کمیسیون یا بازار اوراق بهادار و نیز افشاء آنها در نشریات است. ارائه اطلاعات به عده کافی تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری نیز به عنوان افشاء اطلاعات نهانی قلمداد شده است، چون این اشخاص با استفاده از تخصصی که دارند می‌توانند قیمت اوراق بهادار را متناسب با میزان اهمیت اطلاعات ارائه شده، تحت تأثیر قرار بدهند. (Ibid, P.287)

البته صرف فاش کردن اطلاعات برای عمومی شدن آن کافی نیست، بلکه رویه قضائی انقضای مدتی را لازم می‌داند که طی آن سرمایه‌گذاران بتوانند اطلاعات را ارزیابی کنند. دادگاه در دعوی SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. ضمن تأکید بر این نکته چنین نظر داد: «چنانچه اطلاعات نهانی دارای ماهیتی باشد که افشاء آن بلافاصله بر روند سرمایه‌گذاری



---

تأثیر نگذارد، دارندگان اطلاعات نهانی نمی‌توانند از فرصت ارزیابی سریع اطلاعات با اقدام به سرمایه‌گذاری فوری پس از افشاء آن استفاده کنند. (Ibid,P.287)

## ۲. مهم باشد:

معیار عمومی ارزیابی اهمیت اطلاعات در حقوق اوراق بهادار فدرال از سوی دیوان عالی ایالات متحده در دعوی TSC Industries v. Northway, Inc. ارائه شد. دادگاه اعلام کرد: «چنانچه به صورت قابل ملاحظه‌ای این احتمال وجود داشته باشد که شخص متعارف [اطلاعات] را در تصمیم‌گیری خود برای رأی‌دادن با اهمیت بداند، امر اعلام نشده مهم است.»

دیوان عالی مجدداً در سال ۱۹۸۸ در دعوی Basic, Inc v. Levinson که موضوع آن مشخصاً معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی بود بر معیار فوق تأکید کرده و بر آن صحه گذاشت، بنابراین در این نظام حقوقی، اطلاعاتی مهم است که علم به آن در تصمیم‌گیری انسان متعارف برای انجام معامله تأثیرگذار باشد. (Ibid,P.287)

## ب- تعریف دارندگان اطلاعات نهانی:

در حقوق آمریکا دارندگان اطلاعات نهانی به دارندگان اولیه و دارندگان ثانویه تقسیم شده‌اند رویه قضائی در این نظام هر دو گروه را در صورت تحقق شرایط مسئولیت، مطابق بخش‌های b-۱۰ و e-۱۴ قانون بازار اوراق بهادار، مسئول شناخته است.<sup>۱</sup> دارندگان اولیه اطلاعات نهانی شامل اشخاصی است که با منبع اطلاعات رابطه امانی دارند؛ مانند مدیران، کارکنان و سهامداران عمده شرکت. اشخاصی مثل، وکلاء و مشاوران حقوقی شرکت، بانک‌های سرمایه‌گذاری یا حسابدارانی که به صورت موقت در قالب قراردادی مدت‌دار با شرکت رابطه حقوقی دارند، تحت عنوان دارندگان اولیه موقت، شناخته شده‌اند؛<sup>۲</sup> دارندگان ثانویه اطلاعات نهانی شامل اشخاصی است که بدون داشتن رابطه امانی با منبع اطلاعات و از طریق دارندگان اولیه به اطلاعات نهانی دسترسی پیدا کرده‌اند. از آنجا که در نصوص

---

### 1. Temporary Insider.

۲. اشخاص مذکور در این نظام حقوقی با عنوان (Tipee) شناخته شده‌اند که در لغت به معنای شخصی است که اطلاعات نهانی به او منتقل شده است؛ به نظر می‌رسد دارندگان ثانویه اطلاعات نهانی، معادل فارسی مناسبی برای واژه مذکور است.

---

قانونی حاکم بر ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی به تقسیم‌بندی بالا و نیز اشخاص تحت شمول عنوان دارندگان اولیه اطلاعات نهانی، اعم از موقت یا دائم اشاره‌ای نشده در واقع رویه قضائی، این مفاهیم را تأسیس و تثبیت نموده است، محاکم در آمریکا مدیران، بازرسان، سهامداران عمده شرکت که مالک حداقل ده درصد سهام شرکت هستند، کارکنان ارشد شرکت و اقربای درجه اول آنها را دارنده اولیه اطلاعات نهانی به شمار آورده‌اند؛ اشخاصی مانند وکلا و مشاوران حقوقی شرکت که به صورت موقت یا برای انجام کار معین به استخدام شرکت درمی‌آیند به عنوان دارندگان اولیه موقت اطلاعات نهانی قلمداد شده‌اند. (Ibid,P.290)

## ۲. شرایط مسئولیت دارندگان اطلاعات نهانی

مطابق بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار، استفاده یا به کارگیری هرگونه روش متقلبانه یا گمراه‌کننده با تخلف از قواعد و مقرراتی که کمیسیون به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران یا منافع ملی ضروری تشخیص می‌دهد برای خرید یا فروش اوراق بهادار - اعم از اینکه در بازار ملی اوراق بهادار ثبت شده یا نشده باشد - برای کلیه اشخاص ممنوع است.

کمیسیون قاعده ۵-۱۰b را براساس اختیاری که به موجب بخش (b) ۱۰ اعطاء شده به منظور روشن‌کردن شرایط اعمال بخش فوق تصویب و منتشر کرده است. این قاعده صریحاً ارائه اظهارات گمراه‌کننده یا انجام اعمال متقلبانه در رابطه با خرید و فروش هرگونه ورقه بهادار را ممنوع و غیر قانونی می‌داند.

در بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار و قاعده ۵-۱۰b، هیچ اشاره‌ای به ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی نشده است؛ با وجود این، دادگاه‌ها صریحاً اعلام کرده‌اند که معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و نیز انتقال اطلاعات نهانی به اشخاص ثالث براساس بخش فوق الذکر و همچنین قاعده مصوب کمیسیون ممنوع و موجب مسئولیت است. استدلال محاکم این است که به هر حال معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی متضمن نوعی تقلب نسبت به شرکتی است که اطلاعات محرمانه

آن مورد استفاده ناروا واقع شده و یا طرف دیگر معامله که بدون آگاهی از اطلاعات قرارداد بسته است.

به دلیل عمومیت عبارات و احکام مقرر در بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار و قاعده ۱۰b-۵ کمیسیون رویه دادگاهها و دیوان عالی کشور آمریکا در مورد شرایط تحقق مسئولیت برای دارندگان اولیه و ثانویه اطلاعات نهانی براساس بخش (b) ۱۰، متفاوت بوده و در طول زمان تحول یافته است. به منظور روشن شدن موضوع به ترتیب شرایط مسئولیت دارندگان اولیه و ثانویه اطلاعات را با تکیه بر آراء محاکم بررسی می‌کنیم.

#### الف- شرایط مسئولیت دارندگان اولیه اطلاعات نهانی:

از آراء محاکم دو شرط برای مسئولیت دارندگان اولیه اطلاعات نهانی به دلیل انجام معامله براساس این اطلاعات قابل استنباط است. شرط اول وجود رابطه امانی بین دارنده اولیه اطلاعات نهانی و طرف معامله اوست و دوم عمد دارنده در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی می‌باشد.

#### ۱. وجود رابطه امانی<sup>۱</sup> بین دارنده اولیه اطلاعات نهانی و طرف معامله

محاکم در مورد این شرط که به موجب آن برای مسئولیت دارنده اولیه اطلاعات نهانی به دلیل معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی باید بین او و طرف دیگر معامله رابطه امانی موجود باشد، اختلاف نظر دارند.

در آراء قدیمی که براساس بخش (b) ۱۰ و قاعده ۱۰b-۵، صادر شده‌اند وجود این شرط لازم قلمداد شده است، دادگاهایی که وجود این شرط را لازم می‌دانند، دیدگاهی ارائه کرده‌اند که به نظریه «افشاء یا امتناع<sup>۲</sup>» معروف شده است. مطابق این نظریه، شخصی که اطلاعات محرمانه را در اختیار دارد یا باید این اطلاعات را برای طرف مقابل خود افشا

---

1. Fiduciary Relationship:

رابطه‌ای است مبتنی بر اعتماد و اطمینان بین دو شخص که به موجب آن هر یک از طرفین باید در قبال دیگری با انصاف و حسن نیت رفتار کند مثل رابطه وکیل موکل؛ قیم و مولی علیه.

2. Disclose or Abstain.

---

کند یا از انجام معامله امتناع ورزد. از آنجا که دارنده اطلاعات نهانی مکلف به افشا اطلاعات برای کلیه سرمایه‌گذاران نیست، این تکلیف در صورتی بر عهده او قرار می‌گیرد که بین او و طرف معامله رابطه امانی موجود باشد. این نظریه برای اولین بار در دعوی معروف: SEC v. Texas Gulf Sulphur Co مورد تأیید قرار گرفت. (Ayres and Bankman, Op. Cit., P. 23)

دیوان عالی کشور آمریکا نیز در دعوی Chiarella v. United States با پیروی از این دیدگاه به صراحت شرط تحقق مسئولیت برای دارنده اولیه اطلاعات نهانی را وجود رابطه امانی بین او و طرف معامله دانسته است. به دلیل اهمیت رأی مذکور در رابطه با موضوع بحث، به زمینه دعوا، رأی دیوان و نیز نظر SEC به اختصار اشاره می‌کنیم:

دهه هشتاد که در اقتصاد آمریکا به دهه جنون ادغام شهرت یافته است، شاهد موارد روز افزون ادغام شرکت‌های تجاری در یکدیگر بود. اطلاعات نهانی راجع به ادغام شرکت نیز ماهیتاً اطلاعاتی هستند که در صورت افشاء، تأثیر قابل توجهی بر قیمت اوراق بهادار شرکت ادغام شونده می‌گذارند؛ از اینرو در این دهه تعداد معاملات اوراق بهادار شرکت‌های تجاری با استفاده از اطلاعات نهانی مربوط به ادغام، بسیار شایع شد. کمسیون به منظور مقابله با استفاده از اطلاعات نهانی در صدر گسترش دامنه ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی بود، اما در مقابل محاکم با اعمال نظریه «افشاء یا امتناع» تفسیر موسع کمسیون را نمی‌پذیرفتند.

دعوی Chiarella v. United States از مواردی است که در این برهه در دیوان عالی آمریکا طرح شد و فرصت اظهار نظر در مورد شرایط تحقق مسئولیت براساس بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار را برای این مرجع فراهم ساخت. در این دعوی دیوان عالی چاپگری را که در موقع چاپ صورت‌های مالی یک شرکت تجاری از اطلاعات نهانی راجع به پیشنهادات مربوط به ادغام آن مطلع شده و پس از آن با معامله سهام شرکت با استفاده از اطلاعات مذکور سود کلانی به دست آورده بود از مجازات تبرئه کرد.

استدلال دیوان عالی این بود که وظیفه «افشاء یا امتناع» صرفاً زمانی برعهده دارنده اطلاعات نهانی قرار می‌گیرد که بین او و شخصی که با او معامله می‌کند، رابطه امانی وجود داشته باشد، به عنوان مثال چنانچه دارنده اطلاعات نهانی، مدیر شرکت است و در صد

فروش اوراق بهادار خود با استفاده از اطلاعات مذکور می‌باشد برای تحقق مسئولیت خریدار باید سهامدار شرکت باشد، چون مدیر صرفاً با شرکت و سهامداران آن رابطه امانی دارد؛ در غیر این صورت چون دارنده اطلاعات نهانی در قبال عموم وظیفه امانی ندارد، مسئولیتی متوجه او نیست، بنابراین از آنجا که در دعوی مورد بحث چابگر رابطه امانی با فروشنده‌گانی نداشت که سهامدار شرکت ادغام شونده بودند، دیوان عالی برخلاف دادگاه بدوی و به رغم نظر مخالف کمیسیون محکوم علیه را تبرئه کرد. (Bloch, 1989, P. 185)

در مقابل دیدگاه اول، برخی از دادگاه‌ها همسو با نظریه کمیسیون و به منظور مقابله با پدیده شایع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، نظریه «استفاده ناروا» را ارائه کردند. مطابق این دیدگاه برای تحقق مسئولیت بر مبنای بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار، لازم نیست که دارنده اطلاعات نهانی با طرف معامله خود رابطه امانی داشته باشد، بلکه تحصیل اطلاعات با سوء استفاده از اعتماد شخصی که اطلاعات متعلق به اوست برای مسئولیت دارنده کافی است.

در دعوی موسوم *United States v. Newman* دادگاه فدرال منطقه دوم بر مبنای این نظریه، دارنده اطلاعات نهانی را محکوم کرد. (Ibid, P. 185)

تحقق مسئولیت مطابق این نظریه بنابر آنچه از آراء محاکم استنباط می‌شود به شرح ذیل است:

- ۱- وجود رابطه امانی یا مبتنی بر اعتماد بین دارنده اطلاعات نهانی و منبع اطلاعات
  - ۲- تحصیل اطلاعات در اثر وجود رابطه فوق از سوی دارنده
  - ۳- سوء استفاده از اطلاعات از سوی دارنده و معامله اوراق بهادار متعلق به شرکت با استفاده از اطلاعات نهانی یا انتقال آن به شخص ثالث. (Gaillard, Op. Cit, P. 394)
- دیوان عالی آمریکا نیز در اثر تلاش‌های کمیسیون در نهایت در سال ۱۹۹۷ با عدول از موضعی که در پرونده *Chiarella* اتخاذ کرده بود در دعوی *United States v. O'Hagan* نظریه استفاده ناروا را در رابطه با شرایط مسئولیت ناشی از نقض بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار از طریق معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی به رسمیت شناخت.

---

#### 1. Misappropriation Theory.

---

به دلیل اهمیت این رأی در رویه قضائی آمریکا ضمن شرح مختصر دعوی، گزیده‌ای از استدلال دیوان عالی را ذکر می‌کنیم.

در این دعوا O'Hagan که شریک یک مؤسسه حقوقی بود به عنوان نماینده شرکتی به نام Grand Met برای ارائه پیشنهاد خرید سهام به شرکت Pillsbury و انجام اقدامات قانونی لازم، انتخاب شد. وی پس از اطلاع از شرایط پیشنهاد و قبل از افشاء عمومی آن اقدام به خرید سهام شرکت Pillsbury کرد و پس از ارائه پیشنهاد و انجام عملیات، با فروش سهامی که خریداری کرده بود، بیش از ۴ میلیون دلار سود برد. پس از طرح دعوا در دادگاه O'Hagan با تکیه بر رویه قبلی دیوان عالی جهت رهایی از مسئولیت اعلام کرد به دلیل اینکه هیچ رابطه امانی با شرکت Pillsbury ندارد در خرید سهام این شرکت بر مبنای اطلاعات مهم افشاء نشده، مرتکب هیچ تقلبی نشده است. دیوان عالی با رد استدلال O'Hagan حکم محکومیت او را تأیید کرد.

دیوان عالی با تأکید بر اینکه مسئولیت ناشی از نقض قاعده ۱۰b-۵ - که بر نظریه استفاده ناروا استوار است - به شرح ذیل استدلال کرد:

«براساس نظریه استفاده ناروا، زمانی که شخص با نقض وظیفه امانی که در قبال منبع اطلاعات دارد از اطلاعات محرمانه برای معامله اوراق بهادار استفاده می‌کند، مرتکب تقلب شده، زیرا بخش ۱۰(b) و قاعده ۱۰b-۵ را نقض کرده است. براساس این نظریه، استفاده مخفیانه امین از اطلاعات متعلق به اصیل به منظور خرید یا فروش اوراق بهادار برخلاف وظیفه امانتداری است و اصیل را از استفاده انحصاری از اطلاعات نهانی محروم می‌کند».

دادگاه در ادامه می‌افزاید:

«هدف از منع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی ایجاد بازارهای اوراق بهادار قابل اطمینان و جلب اعتماد سرمایه‌گذار است، گرچه نابرابری اطلاعاتی در بازارهای اوراق بهادار غیر قابل اجتناب می‌نماید، ولی سرمایه‌گذاران از به خطر انداختن سرمایه خود در بازاری که در آن معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه‌ای که به صورت ناروا تحصیل شده است و تحت کنترل حقوق نیست ابا ندارند. [در چنین بازاری] ضعف اطلاعاتی سرمایه‌گذاران در مقابل کسی که اطلاعات مهم محرمانه را ناروا تحصیل کرده است از

طرح و نقشه از پیش ساخته شده ناشی می‌شود نه شانس و اتفاق، بنابراین این ضعف اطلاعاتی از طریق تحقیق و مهارت قابل جبران نیست<sup>۱</sup>.

در حال حاضر با توجه به رأی دیوان عالی در پرونده O'Hagan رویه قالب محاکم اعمال نظریه «استفاده ناروا» درباره شرایط مسئولیت دارنده اولیه اطلاعات نهانی به دلیل نقض بخش ۱۰b قانون بازار اوراق بهادار و قاعده ۱۰b-۵ کمیسیون است. (F.Beaty & S.Samuelson, 2004,P.887)

همانطور که ملاحظه می‌شود، مطابق نظریه اخیر وجود رابطه امانی بین دارنده اطلاعات و طرف معامله او برای تحقق مسئولیت شرط نیست، بلکه شرط اصلی وجود رابطه مبتنی بر اعتماد بین دارنده و ناشر اوراق بهادار است و نقض این رابطه موجب مسئولیت دارنده می‌شود. پس از غلبه دیدگاه کمیسیون و پذیرش نظریه «استفاده ناروا» از سوی دیوان عالی و محاکم تالی، این نهاد در سال ۲۰۰۰ میلادی، قاعده ۱۰b۵-۲ را تصویب کرد. هدف از وضع این قاعده، بیان مصادیق رابطه مبتنی بر اعتماد بین ناشر اوراق بهادار و دارنده اطلاعات نهانی است؛ به عبارت دیگر در موارد مذکور در این قاعده، دارنده اطلاعات، دارنده اولیه محسوب می‌شود و موظف است اطلاعاتی را که در اختیار دارد محرمانه نگهدارد و نمی‌تواند از آنها برای معامله اوراق بهادار استفاده کند؛ در این موارد معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی نقض رابطه مبتنی بر اعتماد و استفاده ناروا از اطلاعات نهانی است:

۱- زمانی که شخص [به صورت ضمنی یا صریح] توافق می‌کند اطلاعات را به صورت محرمانه حفظ کند.

۲- زمانی که شخص اطلاعات مهم را به دیگری ارائه می‌دهد و دریافت‌کننده اطلاعات با توجه به اوضاع و احوال می‌داند یا باید بداند که ارائه‌کننده انتظار دارد که او (دریافت‌کننده) اطلاعات را به صورت محرمانه نگهداری کند.

۳- زمانی که شخص اطلاعات محرمانه مهم را از همسر، پدر و مادر، فرزند، خواهر یا برادر خود دریافت می‌کند.

۱. برای دیدن متن کامل رأی و استدلال‌های موافقین و مخالفین مراجعه کنید به: [www.SEC.Law.com](http://www.SEC.Law.com).

2. Rule 10b5-2- Duties of Trust or confidence in Misappropriation Insider Trading cases.

---

البته در این فرض گیرنده اطلاعات می‌تواند با اثبات اینکه او نمی‌دانسته یا به طور متعارف و با توجه به اوضاع و احوال نمی‌توانسته است بداند که ارائه‌دهنده اطلاعات انتظار دارد که او (دریافت‌کننده) اطلاعات را محرمانه نگهدارد، وجود رابطه‌ی امانی (صداقت و اعتماد) در ارتباط با اطلاعات ارائه شده را انکار کند.

## ۲. عمد دارنده‌ی اطلاعات نهانی در انجام معامله:

مطابق رویه‌ی دادگاه‌ها در ایالات متحده آمریکا مسئولیت دارنده‌ی اطلاعات نهانی براساس بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار مستلزم اثبات علم و عمد او به انجام معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی است، بنابراین کمیسیون نمی‌تواند براساس قواعدی که تصویب می‌کند اعمال غیر عمدی و توأم با بی‌احتیاطی صرف را نقض ممنوعیت‌های مقرر در بخش مذکور قلمداد کرده و موجب مسئولیت بداند؛ علاوه بر این کمیسیون همسو با رویه‌ی محاکم یک گام نیز به جلو نهاد و در تاریخ ۲۴ آگوست ۲۰۰۰ میلادی با تصویب قاعده‌ی ۱۰b-۱، اعلام کرد که حتی اگر معامله اوراق بهادار به منظور اجرای تصمیم سابقه‌ی صورت گیرد که دارنده‌ی اطلاعات نهانی قبل از تحصیل اطلاعات گرفته بود، عمل مشمول بخش (b) ۱۰ و قاعده‌ی ۱۰b-۵ نخواهد بود، مطابق قاعده‌ی اخیر برای تحقق مسئولیت براساس بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار علاوه بر عمد دارنده‌ی اطلاعات نهانی در انجام معامله، لازم است که قصد او متأثر از اطلاعات نهانی باشد. (Leroy Miller and A.Jantz, Op.Cit,P.857)

بند C این قاعده مقرر می‌دارد: اگر خریدار یا فروشنده اوراق بهادار اثبات کند که قبل از آگاه‌شدن از اطلاعات نهانی مهم، قرارداد الزام‌آوری برای خرید یا فروش اوراق بهادار منعقد کرده یا به دیگری برای خرید یا فروش اوراق بهادار نمایندگی داده و یا طرح مکتوبی برای معامله اوراق بهادار پذیرفته است، معامله او مبتنی بر اطلاعات نهانی نخواهد بود.



ب- شرایط مسئولیت دارندگان ثانویه اطلاعات نهانی:

همانطور که پیش‌تر بیان شد، دارندگان اطلاعات نهانی را از جهت ارتباط با منبع اولیه اطلاعات می‌توان به دارندگان اولیه و ثانویه تقسیم کرد. دارنده اولیه اطلاعات نهانی به شخصی اطلاق می‌شود که رابطه مبتنی بر اعتماد با منبع اطلاعات دارد؛ در مقابل دارنده ثانویه فاقد چنین رابطه‌ای است و با واسطه و از طریق دارنده اولیه از اطلاعات نهانی آگاه می‌شود.

رویه قضائی در آمریکا دارنده ثانویه اطلاعات نهانی را نیز در صورت اجتماع شرایط لازم بر مبنای بخش (b) ۱۰ قانون بازار اوراق بهادار مسئول می‌داند.

با توجه به احکام صادر شده در دعاوی *Chiarella v. United States* و *Dirks v. SEC*، نویسندگان حقوقی شرایط مسئولیت دارنده ثانویه اطلاعات نهانی را به شرح ذیل برشمرده‌اند:

۱- دارنده ثانویه باید اطلاعات نهانی را در نتیجه نقض وظیفه امانی از سوی دارنده اولیه در قبال منبع اطلاعات دریافت کرده باشد؛

۲- دارنده ثانویه باید از نقض وظیفه امانی از سوی دارنده اولیه آگاه باشد یا با توجه به اوضاع و احوال بتوان علم او را مفروض دانست؛

۳- ارائه اطلاعات از سوی دارنده اولیه در قبال تحصیل منفعتی باشد؛  
رویه قضائی در احراز شرط سوم سخت‌گیری چندانی به عمل نمی‌آورد و حتی نفع غیر مستقیم را نیز برای تحقق مسئولیت کافی می‌داند. در دعوی *Dirks v. SEC* دیوان عالی کشور در مورد این شرط چنین نظر داده است:

«برای اثبات نقض بخش (b) ۱۰، SEC ملزم نیست که ثابت کند، ارائه دهنده اطلاعات نفع مشخص یا قابل لمسی دریافت کرده یا انتظار دریافت آنرا داشته است، بلکه عنصر نفع بخش (b) ۱۰ زمانی محقق است که ارائه دهنده اطلاعات قصد دارد نفعی به گیرنده برساند یا به جهت رابطه تجاری یا دوستی اطلاعات محرمانه را به گیرنده هدیه می‌دهد. (Gaillard, Op. Cit., P. 295)

---

۳. ضمانت اجراهای ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی:

حقوق فدرال آمریکا در حوزه ضمانت اجراهای نقض قواعد حاکم بر معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی به دلیل تعدد و شدت آنها بین سایر نظام‌های حقوقی، منحصر به فرد است. از سال ۱۹۸۰ تاکنون یکی از دلایل اصلاح متعدد قانون بازار اوراق بهادار افزایش تعداد و شدت ضمانت اجرای تخلف از قواعد ماهوی حاکم بر معامله اوراق بهادار با اطلاعات نهانی بوده است.

از آنجا که رایج‌ترین نوع تخلف از قواعد و مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار در آمریکا معامله اوراق بهادار با اطلاعات نهانی است، کمیسیون و کنگره آمریکا افزایش ضمانت اجراها را مؤثرترین راه حل برای جلوگیری از این پدیده زیان‌بار می‌داند، هر چند این دیدگاه از سوی نویسندگان متعددی با تکیه بر یافته‌های تجربی در معرض نقد قرار گرفته است.

به دلیل عدم امکان دسته‌بندی علمی و دقیق این ضمانت اجراها، ذیلاً هر کدام را به اختصار با ذکر مستند و شرایط اعمال، مورد بررسی قرار می‌دهیم:

**الف- الزام متخلف به رد منافع حاصل از معامله<sup>۱</sup>:**

یکی از قدیمی‌ترین ضمانت اجراهای تخلف از مقررات قانون بازار اوراق بهادار و قواعد کمیسیون در رابطه با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، الزام متخلف به رد منافع حاصل از معامله است؛ این ضمانت اجرا که از زمان تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۹۳۴ در آن پیش‌بینی شده است برای اولین بار در دعوی SEC v. Texas Gulf Spluher Co اعمال شد. (Carlton and Fischel, No.35,1989,P.857)

مطابق قانون بازار اوراق بهادار و رویه دادگاه‌ها، فقط کمیسیون می‌تواند الزام متخلف به رد منافع حاصل از معامله را از دادگاه صلاحیتدار ناحیه درخواست کند؛ به عبارت دیگر حق اقامه دعوا برای استرداد منافع حاصل از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی به کمیسیون تعلق دارد.

مهم‌ترین نکته‌ای که در خصوص این ضمانت اجرا وجود دارد و مورد اختلاف محاکم است، نحوه محاسبه سود حاصل از معامله است که متخلف باید رد کند. در قانون بازار

---

1. Disgorgment of Ill-gotten Gains.

اوراق بهادار، کنگره در این مورد معیاری ارایه نکرده است. باوجود این از سال ۱۹۸۳ با صدور رأی مربوط به دعوی SEC v. Mac Donal از سوی دادگاه تجدید نظر منطقه یکم دادگاه‌ها، معیار ارائه شده در رأی مذکور را پذیرفته و اعمال می‌کنند؛ مطابق این معیار، سود حاصل از معامله عبارت است از تفاوت قیمت قراردادی اوراق بهادار مورد معامله با قیمت بازاری آن پس از گذشت مدت متعارفی<sup>۱</sup> از زمان افشاء اطلاعات نهانی. (Ibid,P.857)

**ب- الزام متخلف به رد مبلغی سه برابر سود حاصل از معامله یا زیانی که در اثر معامله از ورود آن جلوگیری شده است:**

به دلیل افزایش تعداد معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مربوط به ادغام شرکت‌های تجاری و ناکارآمدی ضمانت اجراهای موجود در قانون بازار اوراق بهادار در منع دارندگان اطلاعات نهانی از انجام معامله، کنگره آمریکا ناچار شد که در سال ۱۹۸۴ با تصویب « قانون ضمانت اجراهای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی»، ضمانت اجراهای تخلف از بخش (b) ۱۰ و (e) ۱۴ قانون را در رابطه با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی افزایش دهد. مفاد قانون فوق پس از تصویب به عنوان بخش ۲۱A به قانون بازار اوراق بهادار الحاق شده است.

مطابق بند (a) بخش ۲۱A قانون بازار اوراق بهادار، چنانچه بر کمیسیون معلوم شود که شخصی مفاد بخش‌های (b) ۱۰ و (e) ۱۴ قانون بازار بهادار و قواعد و مقررات مربوط به آن را از طریق خرید یا فروش اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی یا انتقال اطلاعات نهانی به اشخاص دیگر نقض کرده است، می‌تواند از دادگاه صلاحیتدار الزام متخلف به پرداخت مبلغ سه برابر سودی که در اثر معامله به دست آورده یا سه برابر ارزش زیانی که با انجام معامله از وقوع آن جلوگیری کرده است، درخواست کند. از آنجا که با تصویب قانون فوق‌الذکر سایر ضمانت اجراهای موجود کماکان به قوت خود باقی مانده‌اند، کمیسیون می‌تواند، توأماً محکومیت متخلف به رد منافع حاصل از معامله و سه برابر سود تحصیل شده را مطابق ضمانت اجرای پیش‌بینی شده در قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ و قانون ضمانت اجراهای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی درخواست کند، در واقع چنانچه

1. Reasonable Time.

---

کمیسیون اعمال هر دو ضمانت اجرا را درخواست کند؛ دادگاه می‌تواند متخلف را به رد مبلغی چهار برابر سود حاصل از معامله محکوم کند. (B.Dooley, No46,1991,P.517). مطابق بند (f) بخش ۲۱A به منظور اعمال مقررات این بخش «سود بدست آمده» یا «زیان ایجاد نشده» عبارت است از تفاوت بین قیمت خرید یا فروش اوراق بهادار مورد معامله و ارزش بازاری آن بعد از انقضاء مهلت متعارف از زمان افشاء اطلاعات مهم محرمانه.

### ج- اعمال مجازات‌های مقرر در قانون بازار اوراق بهادار:

بخش (a) ۳۲ قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ ضمانت اجرای کیفری نقض قانون و قواعد و مقرراتی را که کمیسیون برای اعمال آن تصویب می‌کند، پیش‌بینی کرده است؛ در بخش اخیر اشاره‌ای به معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی نشده است، بلکه قانونگذار با درج عبارات کلی «نقض مقررات قانون و قواعد و مقررات مصوب کمیسیون» برای کلیه تخلفات، ضمانت اجرای واحدی پیش‌بینی نموده است. کیفر مقرر در بخش مذکور از زمان تصویب قانون چند مرتبه افزایش یافته است. در زمان تصویب قانون، حداکثر ده‌هزار دلار جزای نقدی یا پنج سال حبس به عنوان مجازات نقض مقررات قانون پیش‌بینی شده بود. به دلیل منافع سرشاری که معمولاً تخلف از مقررات قانون بازار اوراق بهادار برای متخلفین دارد، کیفر پیش‌بینی شده در سال ۱۹۳۴ فاقد توان بازدارندگی کافی بود. از اینرو کنگره آمریکا در سال ۱۹۸۴ با تصویب قانون مجازات‌های معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، جزای نقدی مقرر در بخش (a) ۳۲ قانون بازار اوراق بهادار را به حداکثر صد هزار دلار افزایش داد. به دلیل افزایش تعداد، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، مجدداً کنگره در دهه ۸۰ با تصویب قانون «اجرای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و تقلب در اوراق بهادار» در سال ۱۹۸۸ جزای نقدی مقرر در بخش (a) ۳۲ قانون اوراق بهادار را برای اشخاص حقیقی به یک میلیون دلار و نسبت به اشخاص حقوقی به ۲ و دو میلیون و پانصد هزار دلار افزایش داد.

عدم کارایی مجازات‌های مقرر در منع متخلفین از نقض مقررات قانون کنگره را بار دیگر بر آن داشت که به منظور حفظ سلامت و کارایی بازار و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، کیفر متخلفین را افزایش دهد. مطابق آخرین تغییرات ایجاد شده در ضمانت اجرای کیفری

قانون بازار اوراق بهادار که در سال ۲۰۰۲ میلادی با تصویب قانون Sarbans-Oxley صورت گرفت و در حال حاضر نیز لازم‌الاجرا است، تخلف از قانون و قواعد و مقررات مصوب کمسیون موجب محکومیت اشخاص حقیقی به حداکثر پنج میلیون دلار جزای نقدی یا حداکثر بیست سال حبس یا هر دو مجازات می‌شود؛ اشخاص حقوقی نیز در صورت تخلف به حداکثر بیست و پنج میلیون دلار جزای نقدی محکوم خواهند شد. در صورتی که متخلف کارگزار یا معامله‌گر رسمی اوراق بهادار باشد، علاوه بر مجازات فوق، مطابق بخش (۴) (b) ۱۵ قانون بازار اوراق بهادار، کمسیون می‌تواند کارگزار<sup>۱</sup> یا معامله‌گری را که عامدانه ممنوعیت‌های مربوط به معامله اوراق بهادار، با استفاده از اطلاعات نهانی را نقض کرده است به صورت کتبی توبیخ کرده، فعالیت او را محدود یا معلق کند و یا اینکه به طور کلی پروانه فعالیت او را لغو کند. بدیهی است که دامنه اجرای این ضمانت اجرا محدود و صرفاً در مورد کارگزاران و معامله‌گران رسمی اوراق بهادار قابل اعمال است.

#### د- الزام متخلف به جبران خسارت ناشی از معامله:

پس از افشاء اطلاعات نهانی، قیمت اوراق بهادار موضوع معامله مبتنی بر اطلاعات نهانی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. از اینرو بعد از عمومی شدن اطلاعات طرف معامله دارنده اطلاعات نهانی متضرر می‌شود که خریدار یا فروشنده اوراق بهادار است.

در قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ حق اقامه دعوا از سوی طرف معامله دارنده اطلاعات نهانی برای مطالبه ضرر و زیان ناشی از قرارداد، پیش‌بینی نشده بود، از اینرو بعد از صدور رأی معروف Chiarella از سوی دیوان عالی کشور، دادگاه‌ها در مورد امکان طرح دعوی مطالبه ضرر و زیان از طرف خریدار یا فروشنده اوراق بهادار که دارنده اطلاعات با آنها رابطه امانی ندارد، اختلاف نظر پیدا کردند. (Leroy Miller and A. Jantz, Op.Cit, P.8553)

کنگره آمریکا به منظور حل اختلافات و جلوگیری از زیان اشخاصی که با دارندگان اطلاعات نهانی طرف معامله بودند با تصویب قانون «اجرای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و تقلب نسبت به اوراق بهادار» در سال ۱۹۸۸ صریحاً حق اقامه دعوی زیان از سوی اشخاص طرف معامله را به رسمیت شناخت. حکم قانون مذکور در قالب

---

1. Broker or Dealer.

---

بخش ۲۰A و با عنوان «مسئولیت ناشی از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در قبال معامله‌کنندگان همزمان»<sup>۱</sup> به قانون بازار اوراق بهادار ۱۹۳۴ الحاق شده است.

بند (a) بخش ۲۰A قانون بازار اوراق بهادار با عنوان «حق اقامه دعوی شخصی بر مبنای معامله همزمان» مقرر می‌دارد:

«هر شخصی که از طریق خرید یا فروش اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، مفاد قانون یا قواعد و مقررات مربوط به آنرا نقض کند به حکم دادگاه صلاحیتدار در مقابل شخصی که همزمان با خرید یا فروش اوراق بهادار موضوع تخلف، همان اوراق بهادار را خریده (زمانی که تخلف به صورت فروش اوراق بهادار می‌باشد) یا فروخته است (زمانی که تخلف به صورت خرید اوراق بهادار می‌باشد) مسئول جبران زیان خواهد بود».

از آنجا که عده معامله‌گران همزمانی که براساس بخش ۲۰A قانون زیان ناشی از معامله را مطالبه می‌کنند، معمولاً زیاد است و جبران زیان وارده به همه آنها در عمل برای دارنده اطلاعات نهانی غیر مقدور خواهد بود، قانون بازار اوراق بهادار حداکثر مبلغ ضرر و زیان قابل مطالبه از سوی معامله‌گران همزمان را تعیین کرده است. مطابق بند (۱) بخش (b) ۲۰A قانون مذکور مجموع مبلغی که معامله‌گران همزمان می‌توانند به عنوان خسارت مطالبه کنند از منافی بیشتر نخواهد بود که دارنده اطلاعات نهانی با انجام معامله به دست آورده یا مجموع ارزش زبانی که از طریق معامله از وقوع آن پیشگیری نموده است.

منافع ناشی از معامله یا زیان‌هایی که از طریق معامله از وقوع آن جلوگیری شده است براساس معیار مندرج در بند (f) بخش ۲۱A قانون بازار اوراق بهادار که پیش‌تر بیان شد تعیین می‌شود.

مطابق بند c بخش ۲۰A انتقال دهنده اطلاعات<sup>۲</sup> نهانی با انتقال گیرنده‌ای<sup>۳</sup> که با استفاده از اطلاعات مذکور معامله کرده است برای جبران زیان معامله‌گران همزمان مسئولیت تضامنی دارد.

مرور زمان دعوی معامله‌گران همزمان برای مطالبه زیان ناشی از معامله، مطابق بند ۴ بخش (b) ۲۰A قانون بازار اوراق بهادار، پنج سال از تاریخ وقوع معامله اوراق بهادار با

---

1- Contemporaneous Traders.

2. Tipper.

3. Tippee.

استفاده از اطلاعات نهانی است. در صورتی که معامله مذکور متعدد باشد، تاریخ وقوع آخرین معامله مبداء مرور زمان دعوا محسوب می‌شود. مطابق بند ۳ بخش ۲۰A(b) قانون شخصی که معامله‌کننده اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی را کنترل می‌کند نیز در مقابل معامله‌گران همزمان مسئولیت مدنی دارد، مگر اینکه ثابت کند با حسن نیت عمل کرده و به صورت مستقیم یا غیر مستقیم موجب وقوع عمل یا اعمال خلاف قانون نشده است.

#### ۴. وضعیت حقوقی معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی:

مطابق بند n ماده ۲۹ قانون بازار اوراق بهادار، هر قراردادی که برخلاف مقررات این قانون یا هر یک از قواعد و آئین‌نامه‌هایی که براساس آن تصویب شده منعقد شود یا اجرای آن مستلزم تخلف از مقررات قانون و یا قواعد و آئین‌های آن باشد، نسبت به شخصی که با تخلف از مقررات، قرارداد را منعقد یا اجرا کرده باطل و بلااثر است.

چنانچه شخص ثالث براساس چنین قراردادی حقی تحصیل کرده باشد، بطلان قرارداد در مقابل او قابل استناد نیست، مگر اینکه ثالث از مغایرت انعقاد یا اجرای قرارداد با مقررات فوق مطلع باشد.

بنابراین معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی که برخلاف بخش‌های (b) ۱۰ یا (e) ۱۴ قانون یا قواعد ۱۰b-۵ یا ۱۴e-۳ SEC منعقد می‌شود، نسبت به دارنده اطلاعات نهانی باطل است، یعنی طرف مقابل دارنده اطلاعات نهانی می‌تواند به بی‌اعتباری قرارداد استناد کند، ولی دارنده اطلاعات نهانی نمی‌تواند در مقابل او بی‌اعتباری قرارداد را ادعا کند.

#### گفتار سوم: معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در حقوق ایران:

در حقوق ایران، قانونگذار با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۲، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی را صریحاً ممنوع و جرم نگاشت. فصل ششم قانون مذکور با عنوان «جرایم و مجازات‌ها» جرایم مرتبط با بازار اوراق بهادار را احصاء کرده و ضمانت اجرای کیفری آنها را پیش‌بینی نموده است. صدر ماده ۴۶ این قانون مقرر می‌دارد: «اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یک

---

سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل شده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد». بند دو این ماده در ادامه می‌افزاید: «۲- هر شخصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید». قبل از تصویب این قانون تنها نظام کنترل معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی نظام مقرر در «آیین‌نامه اجرایی انتشار اخبار معاملات براساس اطلاعات درونی» مصوب شورای بورس در تاریخ ۱۳۷۸/۷/۲۵ بود. (دوانی، ۱۳۸۳، ص ۲۲۲)

این آیین‌نامه که صرفاً در خصوص شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار قابل اعمال است در ماده (۳) ضمانت اجرای معامله اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته شده بورس با استفاده از اطلاعات نهانی را انتشار اخبار این معاملات از سوی دبیر کل سازمان بورس اوراق بهادار پیش‌بینی کرده است که طبعاً ضمانت اجرای ضعیف و کم تأثیری در جلوگیری از وقوع چنین معاملات سودآوری است. پیش از تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، پیش‌نویس لایحه‌ای تحت عنوان «منع داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی» از سوی سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران تنظیم شده بود که هنوز به مجلس ارائه نشده و با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، تصویب آن فعلاً منتفی است؛ با وجود این پیش‌نویس مذکور در مقایسه با قانون مورد بحث علاوه بر تفاوت‌های موجود، جامع‌تر است.

با توجه به اینکه قانون بازار اوراق بهادار به تازگی تصویب شده است محاکم هنوز فرصت تفسیر قضائی آن را پیدا نکرده و نویسندگان حقوقی نیز تاکنون به تحلیل ابعاد حقوقی آن نپرداخته‌اند، بنابراین ارائه بحثی روشن و جامع درخصوص شرایط و ارکان معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در چارچوب قانون مذکور قدری مشکل است. به هر حال در این قسمت سعی شده است با توجه به حقوق خارجی (آمریکا) مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در رابطه با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی به اختصار بررسی گردد.



## ۱. تعریف اطلاعات نهانی و دارندگان اطلاعات نهانی:

### الف- تعریف اطلاعات نهانی:

اطلاعات نهانی در حقوق ایران برخلاف حقوق آمریکا در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران تعریف شده است؛ بنابراین در این رابطه اختلافاتی که در حقوق آمریکا بین محاکم در مورد تعیین دامنه شمول اطلاعات نهانی حادث شده است واقع نخواهد شد.

بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران که به تعریف واژه‌ها و اصطلاحات استفاده شده در قانون پرداخته، «اطلاعات نهانی» را به شرح زیر تعریف کرده است:

«هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد».

با توجه به تعریف فوق، مطابق قانون بازار اوراق بهادار، اطلاعاتی نهانی محسوب می‌شود که دارای ویژگی‌های ذیل باشد:

### ۱. محرمانه باشد:

مطابق تعریف ارائه شده در بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، اطلاعاتی نهانی است که برای عموم افشاء نشده باشد، قانون شرایط و نحوه افشاء عمومی اطلاعات را پیش‌بینی نکرده است، یعنی مشخص نیست که افشاء اطلاعات از چه طریقی باید به عمل آید یا چه تعداد از عموم باید از اطلاعات آگاه شوند تا بتوان آنرا عمومی قلمداد کرد. همچنین معلوم نیست که آیا انقضاء مدت متعارفی پس از انتشار اطلاعات برای تحقق افشاء عمومی لازم است یا صرف انتشار وصف نهانی را از اطلاعات سلب می‌کند؟ همانطور که پیش‌تر بیان شد در حقوق آمریکا رویه قضائی به این سؤالات پاسخ گفته است در حقوق ایران نیز راه حل مناسب برای جلوگیری از وقوع اختلاف رویه بین محاکم تصویب آئین‌نامه‌های لازم از سوی شورای عالی بورس و اوراق بهادار برای پاسخگویی به مسائل حقوقی مطرح در رابطه با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی است.

## ۲. مشخص باشد:

در حقوق آمریکا چنین شرطی برای اطلاعات محرمانه پیش‌بینی نشده است، ولی بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، این وصف را با این عبارت که اطلاعات افشاء نشده باید به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط باشد، شرط کرده است، بنابراین اطلاعاتی که به یکی از این سه مربوط نباشد، اطلاعات نهانی قلمداد نمی‌شود. البته از آنجا که مطابق بند مذکور ارتباط غیر مستقیم اطلاعات به یکی از موارد سه‌گانه نیز برای نهانی شدن آن کافی است، اطلاعات بسیاری را رویه قضائی می‌تواند با تفسیر موسع ارتباط غیر مستقیم، نهانی قلمداد کند. به نظر می‌رسد اطلاعاتی که به گروهی از ناشران یا اوراق بهادار مربوط است، مثل معافیت برخی شرکت‌های حمل و نقل از پرداخت عوارض یا معافیت سهام برخی شرکت‌ها از مالیات نقل و انتقال اطلاعات مربوط به ناشر یا اوراق بهادار است و لازم نیست اطلاعات به طور مشخص به ناشر یا اوراق بهادار خاصی مربوط باشد.

## ۳. مهم باشد:

این وصف صریحاً در بند ۳۲ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار پیش‌بینی نشده است، ولی به طور ضمنی از عبارت پایانی بند مذکور که مقرر می‌دارد: «... در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد» قابل استنباط است. همانطور که پیش‌تر بیان شد در حقوق آمریکا نیز رویه قضائی، اطلاعاتی را مهم می‌داند که پس از انتشار بر تصمیم سرمایه‌گذار متعارف برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مربوط تأثیرگذار باشد؛ به هر حال قانونگذار ایران علاوه بر تأثیر اطلاعات بر تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر آن بر قیمت اوراق بهادار مورد معامله را نیز برای احراز اهمیت اطلاعات کافی قلمداد کرده است.

## ب- تعریف دارندگان اطلاعات نهانی:

در حقوق ایران برخلاف حقوق آمریکا قانونگذار صریحاً دارندگان اطلاعات نهانی را احصاء کرده است. تبصره یک ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

---

مقرر می‌دارد: «اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای اطلاعات نهانی شرکت شناخته می‌شوند:

الف: مدیران شرکت شامل اعضای هیأت مدیره، هیأت عامل، مدیر عامل و معاونان آنان؛

ب: بازرسان، مشاوران، حسابداران و وکلای شرکت؛

ج: سهامدارانی که به تنهایی یا به همراه افراد تحت تکفل خود بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند و یا نمایندگان آنان؛

د: مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذی‌ربط یا نمایندگان شرکت‌های ما در (هلدینگ) که مالک حداقل ده درصد سهام و یا دارای حداقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند.

ه: سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات یا موقعیت خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند.

صرف نظر از ایرادی که به نحوه نگارش متن تبصره وارد است، نتایج ذیل از مفاد آن قابل استنباط است.

۱- قانونگذار در قانون بازار اوراق بهادار فقط دارندگان اولیه اطلاعات نهانی را به شرح مذکور در تبصره در صورت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مسئول شناخته است. کلیه اشخاص مذکور در تبصره به نحوی با شرکت ناشر اوراق بهادار مرتبط هستند و اطلاعات از طریق این ارتباط در دسترس آنها قرار می‌گیرد.

۲- دارندگان ثانویه اطلاعات نهانی، یعنی اشخاصی که اطلاعات نهانی را از دارندگان اولیه دریافت می‌کنند و ارتباطی با شرکت ناشر ندارند در صورت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات مذکور مشمول مسئولیت‌های مقرر در قانون قرار نخواهند گرفت.

۳- هر چند هدف قانونگذار سلب مسئولیت از دارندگان ثانویه اطلاعات نهانی و تحدید دامنه اشخاصی که به جهت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی تحت شمول مسئولیت‌های مقرر در قانون قرار می‌گیرند بوده است، ولی مفاد بند «ه» تبصره با این هدف هماهنگ نیست چون عبارت «سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و

---

یا موقعیت خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند»، چنانچه به صورت موسع تفسیر شود، اشخاص بسیاری را که اصولاً در زمره دارندگان اولیه اطلاعات نهانی نیستند شامل می‌شود.

## ۲. شرایط مسئولیت دارندگان اطلاعات نهانی:

از آنجا که در حقوق ایران قانونگذار اطلاعات نهانی و دارندگان اطلاعات نهانی را صریحاً تعریف و تعیین کرده است، اختلاف نظرها و فراز و نشیب‌هایی در ایران مطرح نخواهد شد که در حقوق آمریکا در رابطه با شرایط تحقق مسئولیت بر مبنای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مشاهده می‌شود؛ به هر حال با توجه به قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و اصول کلی حاکم بر حقوق کیفری، شرایط تحقق مسئولیت کیفری، در اثر معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در حقوق ایران به شرح زیر است:

### الف: معامله کننده باید قانوناً در زمره دارندگان اطلاعات نهانی باشد:

هر چند اصولاً زمانی که قانون اطلاعات نهانی را تعریف می‌کند، نیازی به تعریف و احصاء دارندگان اطلاعات نهانی نیست، چون طبعاً هر شخصی که به اطلاعات نهانی دسترسی پیدا کند، دارنده اطلاعات نهانی خواهد بود، ولی ظاهراً قانونگذار ایران با هدف محدودکردن اشخاصی که به دلیل معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، تحت شمول مقررات کیفری قانون قرار می‌گیرند، دارندگان اطلاعات نهانی، را در تبصره یک ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران احصاء نموده است. بنابراین در حقوق ایران فقط اشخاصی که در این ماده دارنده اطلاعات نهانی قلمداد شده‌اند در صورت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی مشمول مسئولیت کیفری مقرر در قانون قرار می‌گیرند و نه هر شخصی که به اطلاعات نهانی دسترسی پیدا کرده است؛ البته این وضعیت موجب رهایی دارندگان ثانویه اطلاعات از مسئولیت کیفری می‌شود. پس یکی از شرایط ماهوی وقوع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی این است که معامله‌گر مطابق قانون به عنوان دارنده اطلاعات نهانی قلمداد شده باشد.

ب: معامله‌کننده باید در انجام عمل، عمد داشته باشد:

عمد در انجام فعل مجرمانه در حقوق ایران یکی از ارکان وقوع جرم است. بنابراین، وجود آن، مگر در مواردی که قانون تصریح کرده باشد، شرط تحقق مسئولیت کیفری است. از آنجا که در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران شرط خلاف مشاهده نمی‌شود برای تحقق عنوان مجرمانه معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی عمد دارنده قانونی اطلاعات نهانی در ارتکاب فعل شرط وقوع جرم است.

در حقوق ایران نیز همانند حقوق آمریکا قانونگذار انجام معامله در بازار رسمی اوراق بهادار را شرط تحقق معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی قلمداد نکرده است، بنابراین معاملاتی که خارج از بازار اوراق بهادار واقع می‌شوند نیز در صورت تحقق سایر شرایط مشمول قانون هستند. حتی ثبت شدن اوراق بهادار موضوع معامله نزد سازمان بورس و اوراق بهادار نیز با توجه به اطلاق صدر ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و تبصره دوم آن برای تحقق مسئولیت شرط نیست.

ورقه بهادار موضوع معامله نیز با توجه اطلاق صدر ماده ۴۶ قانون و تبصره دوم آن شامل کلیه اوراق بهادار اعم از سهام اوراق قرضه، اوراق مشارکت و غیره است.

### ۳. ضمانت اجرای ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی

#### الف- اعمال مجازات مقرر در قانون

در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران بر خلاف حقوق آمریکا غیر از مجازات کیفری ضمانت اجرای دیگری برای نقض مقررات حاکم بر معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی پیش‌بینی نشده است. مطابق صدر ماده ۴۶ قانون اشخاصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معامله اوراق بهادار مبادرت می‌کنند به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد.

با وجود اینکه در ماده مذکور محکومیت به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده نیز به عنوان یکی از مجازات‌های عنوان مجرمانه مورد بحث پیش‌بینی شده، نحوه محاسبه سود به دست آمده و یا زیان متحمل نشده مورد حکم

---

قرار نگرفته است، رویه قضائی می‌تواند معیار ارائه شده در قانون بازار اوراق بهادار آمریکا را که پیش‌تر مورد بحث قرار گرفت در این مورد اعمال کند.

مطابق ماده ۵۲ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، صرفاً سازمان بورس و اوراق بهادار ایران می‌تواند به عنوان شاکی تعقیب متهمان به معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی را از مراجع قضائی درخواست کند.

#### **ب- الزام متخلف به جبران زیان ناشی از معامله:**

برخلاف قانون بازار اوراق بهادار آمریکا، قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در رابطه با شرایط مطالبه زیان از سوی معامله‌کنندگان، همزمان مقررات جمعی پیش‌بینی نکرده است؛ تنها نصی که در قانون مذکور در رابطه با حق اقامه دعوی مسئولیت مدنی از سوی معامله‌کنندگان همزمان علیه اشخاصی قابل استناد است که با استفاده از اطلاعات نهانی مبادرت به معامله اوراق بهادار کرده‌اند؛ قسمت اخیر ماده ۵۲ قانون مذکور است که مقرر می‌دارد: «چنانچه در اثر جرایم مذکور ضرر و زیانی متوجه سایر اشخاص شده باشد زیان دیده می‌تواند برای جبران به مراجع قانونی مراجعه نموده و وفق مقررات، دادخواست ضرر و زیان تسلیم کند».

همانطور که ملاحظه می‌شود در این قانون محدودیتی از حیث مبلغ ضرر و زیان قابل مطالبه از سوی معامله‌کنندگان همزمان و همچنین مهلت اقامه دعوی مسئولیت مدنی پیش‌بینی نشده است که در عمل اعمال آن را دچار اشکال خواهد کرد.

#### **۴. وضعیت حقوقی معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات:**

قانون بازار اوراق بهادار با وجود جرم‌انگاری معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در خصوص وضعیت حقوقی این معاملات ساکت است و نمی‌توان از آن حکم صریحی درباره بطلان یا صحت معامله استنباط کرد؛ از این‌رو پاسخ سؤال راجع به صحیح یا باطل بودن معامله مستلزم تحلیل حقوقی موضوع است.

بی‌تردید تعیین کیفر برای این معاملات حاکی از اراده قانونگذار بر منع و نهی چنین اعمالی در بازار سرمایه است، بنابراین سؤال این است که آیا منع این معاملات به موجب

قانون حاکی از بطلان آنهاست یا ملازمه‌ای بین این دو وجود ندارد و با وجود مجرمانه بودن عمل می‌توان قرارداد منعقد شده را صحیح دانست.

پاسخ این پرسش یکی از مسائل قدیمی و پرمباحثه اصول فقه است. (المظفر، ۱۴۱۲ه.ق، ص ۳۱۶)

دانشمندان علم اصول در تحلیل مفاد نهی و رابطه آن با صحت و بطلان معاملات نهی شده، بحث‌های بسیاری کرده‌اند، ولی اختلاف نظر در پاسخ چنان زیاد است که گفته‌اند تقریباً به تعداد صاحب نظران مشهور اصول فقه نظریه‌های متفاوت ارائه شده است. (محمدی، ۱۳۷۸، ص ۶۳)

بیان نظریه‌های مختلف ارائه شده در این نوشته ضروری نیست، آنچه از مباحث مطرح شده برمی‌آید، آن است که پاسخ واحدی به این پرسش نمی‌توان ارائه داد. (کاتوزیان، ۱۳۷۷، ص ۲۲۷) مهم کشف اراده قانونگذار با توجه به اوضاع و احوال وضع حکم ممنوعیت معامله است؛ در برخی موارد هدف قانونگذار از نهی معامله رفع اثر از قرارداد و اعلام بطلان آن است و در برخی موارد با وجود منع معامله یا تعیین کیفر برای انعقاد آن، هدف مقنن بی‌اعتبار کردن قرارداد نهی شده نیست.

به طور کلی در مواردی که نهی قانونگذار به شرایط صحت معامله یا اثر اصلی آن ناظر است، دلالت بر بطلان معامله دارد، چون در این موارد هدف مقنن از نهی معامله، جلوگیری از انعقاد قرارداد و منع تحقق اثر اصلی عقد در عالم خارج است و اطاعت از حکم قانون با نفوذ معامله قابل جمع نیست. بنابراین، اگر قانون معامله با اشخاص معینی یا نسبت به موضوع خاصی را منع کند و یا مفاد حکم قانون به گونه‌ای باشد که به طور مستقیم با اثر اصلی عقد منافات داشته باشد، اصل بطلان معامله ممنوع است، مگر آنکه قرائن خلاف آن را دلالت کند، (همان، ص ۲۳۰، محمدی، همان، ص ۶۱، المظفر، همان، ص ۳۲۵) ولی در مواردی که نهی قانون مستقیماً به ارکان معامله یا اثر اصلی عقد مربوط نیست و هدف مقنن نهی امر خارجی است که با معامله همراه شده است، مجازات معامله‌کننده ملازمه‌ای با بی‌اعتباری عقد ندارد؛ مثلاً با توجه به رضایی بودن عقد نکاح در حقوق ایران، منع ازدواج غیررسمی، یعنی نکاحی که سند آن در دفاتر ثبت ازدواج و طلاق

---

به ثبت نرسیده است،<sup>۱</sup> موجب بی‌اعتباری نکاح ثبت شده، نیست، زیرا ثبت رسمی نکاح از ارکان صحت این عقد نمی‌باشد. (کاتوزیان، همان، ص ۲۳۲)

اکنون باید ببینیم در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، نهی قانونگذار بر ارکان صحت و اثر اصلی عقد ناظر است یا امری خارجی و غیر از ارکان صحت و اثر اصلی قرارداد.

هدف اصلی قانونگذار از منع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، حمایت از سرمایه‌گذاران و ایجاد بازار سرمایه عادلانه است. مقنن می‌خواهد اشخاصی را که به واسطه موقعیت خود قبل از افشاء عمومی اطلاعاتی که بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد به این اطلاعات دسترسی پیدا می‌کنند از استفاده از موقعیت اطلاعاتی برتر خود منع کند تا از این طریق شرایط نسبتاً برابری برای معامله‌کنندگان بازار ایجاد شود. بی‌اطلاعی طرف معامله دارنده اطلاعات نهانی از اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار یا ناشر آن به قصد یا رضای او آسیبی وارد نمی‌کند، چه حتی اگر دارنده اطلاعات نهانی با تدلیس اطلاعات غلطی به طرف معامله ارائه کند باز هم قصد و یا رضای طرف معامله معیوب نمی‌شود.

در واقع آنچه قانونگذار با جرم‌انگاری معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی منع کرده، استفاده از اطلاعات نهانی برای انعقاد معامله است که امری خارج از ارکان قرارداد است، تحقق اثر معامله در عالم خارج نیز از سوی قانون نهی نشده است. ممنوعیت این معاملات مانند حکم مواد ۱۶۰ و ۱۶۱ قانون خدمت نظام وظیفه است که به موجب آن استخدام آگاهانه مشمولان احضار شده و آماده به خدمت جرم محسوب و برای آن کیفر تعیین شده است؛ تخلف از منع قانون خدمت نظام وظیفه را موجب بی‌اعتباری قرارداد استخدام نمی‌دانند، زیرا عملی که موضوع نهی قرار گرفته است از ارکان قرارداد استخدام نیست. (همان، ص ۲۳۲)

با توجه به سرعت معاملات در بازارهای اوراق بهادار، بطلان معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، ثبات و کارایی بازار اوراق بهادار را مختل می‌کند، چون اوراق بهاداری که با استفاده از اطلاعات نهانی خریده یا فروخته شده‌اند، ممکن است در مدت زمان کوتاهی چندین مرتبه مورد معاملات گوناگون قرار گیرند. در صورت بطلان معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، معاملاتی که پس از این قرارداد بر روی اوراق بهادار

---

۱. ماده ۶۴۵ قانون مجازات اسلامی.



موضوع معامله واقع شده‌اند، باطل خواهند بود و عوضین باید به مالکان قبل از انعقاد قراردادها بازگردانده شوند. وقوع چنین وضعیتی در بازار سرمایه که بیش از سایر بازارها نیاز به آرامش دارد و در مقابل ادعای بطلان معاملات حساس است با هدف مقنن از وضع مقررات نظارتی برای بازار سرمایه که حفظ ثبات و انسجام بازار، افزایش کارایی آن و جلب اعتماد عموم به بازار است، منافات دارد. (شریفی، ۱۳۸۳، ص ۲۰۰)

بنابراین با توجه به این که منع معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی به ارکان معامله مربوط نیست و در واقع هدف قانون، منع دارندگان اطلاعات نهانی از معامله اوراق بهادار قبل از افشاء عمومی اطلاعات بوده است و به گفته دانشمندان علم اصول نهی از ذات سبب است، مانند نهی از بیع هنگام ندا برای نماز روز جمعه در آیه نهم سوره مبارکه جمعه که موجب بی اعتباری بیع واقع شده در این هنگام نمی‌شود. (المظفر، همان، ص ۳۲۵)

نظر به این که بطلان معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، ثبات بورس‌های اوراق بهادار را زایل می‌کند و موجب گریز سرمایه از بازار سرمایه و سلب اعتماد سرمایه‌گذاران به این بازار می‌شود، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی باید صحیح و معتبر قلمداد گردد.

اگر معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی را با وجود منع قانونگذار از نظر حقوقی معتبر و نافذ بدانیم و طرفین ملزم به تعهدات ناشی از عقد باشند. سؤال دیگری که از رابطه با وضعیت حقوقی قرارداد پاسخ آن نیاز به تحلیل دارد، قابلیت فسخ یا عدم قابلیت فسخ معامله از سوی زیان‌دیده است. از حیث تحلیلی با توجه به اصل لزوم قراردادها و ماده ۲۱۹ قانون مدنی معامله اوراق بهادار، اعم از این که با استفاده از اطلاعات نهانی باشد یا بدون استفاده از اطلاعات نهانی منعقد شود، ماهیتاً عقد لازم است. با وجود این سؤال آن است که آیا مبتنی بودن معامله بر اطلاعات نهانی موجب ثبوت خیار فسخ برای طرف قرارداد دارنده اطلاعات نهانی می‌شود یا خیر؟

از میان خیارهای موضوع ماده ۳۹۶ قانون مدنی در ظاهر امر ثبوت خیار تدلیس و غبن در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی قابل تصور است؛ با وجود این ارائه پاسخ قطعی در این خصوص نیاز به تحلیل بیشتر دارد:

### الف- خیار تدلیس:

طبق ماده ۴۳۸ قانون مدنی «تدلیس عبارت است از عملیاتی که موجب فریب طرف معامله شود.»

نویسندگان حقوق مدنی با اذعان به اجمال تعریف ماده ۴۳۸ قانون مدنی معتقدند برای تحقق تدلیس اولاً: باید عملیاتی انجام شود، ثانیاً: این اقدام باید موجب فریب طرف معامله شود. (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص ۳۲۵، امامی، ۱۳۳۵، ص ۵۱۴)

تعریف ماده ۴۳۸ قانون مدنی دلالت بر این دارد که برای تحقق تدلیس باید دسیسه‌ای به کار رفته باشد؛ اشتباه طرف معامله باید مستند به کار ناشایست دیگری باشد، اعم از آن که این کار ناپسند صرفاً اظهارات دروغ و خلاف واقع باشد یا فعل فریبنده. (کاتوزیان، جلد پنجم، همان، ص ۳۲۵)

اگر به ظاهر ماده ۴۳۸ اتکا شود، دارنده اطلاعات نهانی را نمی‌توان مرتکب تدلیس دانست، چه او فعل مثبتی برای اغوای طرف قرارداد انجام نمی‌دهد، بلکه از افشاء اطلاعاتی امتناع می‌ورزد که طرف مقابل از آن ناآگاه است و از این اطلاعات به نفع خود بهره می‌برد، با وجود اینکه ظاهر این ماده حاکی از لزوم انجام فعل مثبت گمراه‌کننده برای تحقق تدلیس است، اما نویسندگان حقوق مدنی از این ظاهر گذشته و با تحلیل حقوقی در صدد پاسخ به این سؤال بر آمده‌اند که آیا سکوت طرف قرارداد را نسبت به واقعیتی که معامل از آن آگاه نیست و در نتیجه این جهل دست به معامله می‌زند، می‌توان تدلیس شمرد؟

ظاهر ماده ۴۳۸ قانون مدنی حاکی از آن است که سکوت طرف قرارداد نسبت به واقعیاتی در ارتباط با مبیع که علم به آنها می‌تواند بر اراده طرف دیگر معامله برای انعقاد عقد تأثیر بگذارد و احتمالاً او را از انعقاد عقد منصرف کند، تدلیس نیست و برای تحقق تدلیس ارتکاب فعل گمراه‌کننده از سوی دیگری ضروری است. چه در غیر این صورت اعتبار قراردادها در بسیاری از موارد سست می‌شود و طرفی که از شرایط عقد ناراضی است، می‌تواند کاهلی و کوتاهی خود را مستند به برهم زدن عقدی لازم قرار دهد.

با وجود ظهور فوق از این واقعیت هم نمی‌توان چشم پوشید که سکوت یکی از طرفین قرارداد در خصوص اطلاعات نهانی در ارتباط با عیوب مبیع که علم به آنها در حالت عادی برای انسان متعارف دشوار است، بهره‌برداری از جهل و ناتوانی طرف دیگر عقد

است که عدالت آن را نمی‌پذیرد، زیرا در جایی که اطلاعات افشاء نشده به گونه‌ای است که هیچ انسان متعارفی در جایگاه طرف قرارداد با تلاش متعارف نمی‌تواند از آنها آگاه شود، نمی‌توان طرف ناآگاه را به سبب سستی و کاهلی سرزنش کرد، بلکه نظام حقوقی باید از او در مقابل طرفی حمایت کند که به سبب موقعیت خود بر آن اطلاعات دست‌یافته است. (همان، ص ۳۳۰)

بر این اساس برخی معتقدند برای ارائه پاسخ به سؤال فوق باید بین دو فرض تفکیک قائل شد، در جایی که با توجه به اوضاع و احوال و عرف داد و ستد سکوت طرف قرارداد فریبکاری و به منزله دروغ‌گویی است، باید جهت حمایت از طرف مقابل برای او حق فسخ قائل شد، ولی در مواردی که سکوت مربوط به واقعیاتی است که طرف مقابل با وجود سکوت طرف دیگر عقد با تلاشی متعارف می‌توانست از آنها آگاه شود، حفظ اعتبار پیمان‌ها و جلوگیری از سستی روابط قراردادی مقتضی است که عقد را لازم دانسته و از فسخ آن بر مبنای خیار تدلیس جلوگیری کنیم. (همان، ص ۳۳۱)

نظر اخیر که در حال حاضر قانونگذاران و نویسندگان خارجی نیز به آن تمایل دارند، (همان، ص ۳۳۲) منطقی و پذیرفتنی است. بر این اساس در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی نیز باید حق فسخ معامله را برای طرف ناآگاه از اطلاعات نهانی بر اساس خیار تدلیس به رسمیت بشناسیم، زیرا آنچه دارنده اطلاعات نهانی از افشاء آن خودداری می‌کند، واقعیاتی است که طرف مقابل را امکان دسترسی و اطلاع‌یافتن از آنها نیست و عرف نیز بی‌تردید دارنده اطلاعات نهانی را که عمداً از افشاء آن برای سرمایه‌گذار امتناع کرده، به طور قطع فریبکار و مرتکب کاری ناشایست قلمداد می‌کند.

#### **ب) خیار غبن:**

غبن در قراردادها عبارت است از زیانی که هنگام معامله در اثر نابرابری فاحش بین ارزش آنچه باید پرداخته یا انجام شود و ارزشی که در برابر آن دریافت می‌شود، به طرف ناآگاه می‌رسد. (همان، ص ۲۰۸)

نویسندگان حقوق مدنی با توجه به قانون مدنی و نظرات مشهور فقهای امامیه ارکان تحقق غبن را به شرح زیر می‌دانند:

۱- وجود نابرابری فاحش بین دو عوض مبادله شده در قراردادهای معوض به نحوی که تعادل اقتصادی قرارداد بر هم بخورد؛

۲- وجود عدم تعادل هنگام داد و ستد؛

۳- ناآگاهی طرف زیان دیده از ارزش واقعی عوضین. (همان، ص ۲۰۸)

در صورت وجود شرایط فوق و تحقق غبن در قرارداد معوض، طرف زیان دیده می تواند بر اساس ماده ۴۱۶ قانون مدنی قرارداد را فسخ و زبانی که در اثر قرارداد وارده شده است، برطرف سازد.

چنانکه پیش تر گفته شد در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی پس از افشاء اطلاعات قیمت، اوراق بهادار معامله شده تحت تأثیر قرار گرفته و تغییر می کند، چنانچه دارنده اطلاعات نهانی فروشنده اوراق بهادار باشد، قیمت اوراق پس از افشاء اطلاعات کاهش پیدا می کند و اگر خریدار اوراق باشد، افشاء اطلاعات موجب افزایش قیمت اوراق خریداری شده می گردد. در هر دو حالت پس از افشاء اطلاعات، طرف معامله دارنده اطلاعات نهانی متضرر می شود.

در زمان انعقاد معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، ارزش بازاری عوضین متعادل است، فروشنده، مال موضوع معامله را به قیمت رایج مال در بازار می فروشد و خریدار نیز آن را به قیمت متعارف خریداری می کند و از جهت نهانی بودن اطلاعات راجع به اوراق بهادار خللی به تعادل عوضین معامله وارد نمی شود.

در واقع افشاء اطلاعات نهانی و عمومی شدن آن پس از انعقاد عقد تعادل عوضین را از بین می برد و موجب زیان دیدن طرف ناآگاه می گردد. از طرف دیگر - چنانکه بیان شد - نویسندگان حقوقی وجود عدم تعادل بین ارزش عوضین در زمان انعقاد عقد را از ارکان تحقق غبن می دانند. بنابراین سؤال این است که آیا طرف زیان دیده از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی می تواند پس از افشاء اطلاعات و عمومی شدن آن، قرارداد را به استناد خیار غبن فسخ کند. با وجود اینکه در زمان عقد مال موضوع معامله را به قیمت متعارف خریداری کرده یا فروخته است.

دو پاسخ برای این سؤال قابل تصور است.

۱- نظر به اینکه در زمان انعقاد معامله بین عوضین تعادل وجود داشته و افشاء اطلاعات نهانی پس از قرارداد موجب از بین رفتن تعادل بین عوضین شده است، شرایط تحقق خیار غبن وجود ندارد و طرف زیان‌دیده نمی‌تواند قرارداد را فسخ کند؛

۲- با توجه به اینکه آنچه دارنده اطلاعات نهانی در زمان معامله پنهان نگهداشته و بدون افشاء آن اقدام به معامله اوراق کرده، واقعیاتی است در ارتباط با اوراق بهادار مورد معامله یا ناشر آنها که در زمان انعقاد معامله نیز وجود دارند، ولی عدم افشاء آن موجب شده است که اثر آنها بر قیمت اوراق منعکس نشود. در واقع بین ارزش واقعی عوضین عدم تعادل وجود دارد، هر چند بازار از این عدم تعادل بی‌اطلاع و در مقابل آن واکنشی نشان نداده است. برای تحقق خیار غبن عدم تعادل بین ارزش واقعی عوضین ضروری است نه ارزش بازاری آنها.

در ارزیابی دو پاسخ و گزینش یکی از آنها، پاسخ اول با اصول حقوقی سازگارتر است، زیرا مطابق اصول در صورت تردید در خصوص وجود یا عدم یکی از اختیارات در عقدی خاص، اصل عدم ثبوت خیار است، چرا که اصل، لزوم قرارداد است و امکان فسخ عقد امری استثنایی و خلاف قاعده بوده که باید احراز شود. (همان، ص ۵۵)

### نتیجه‌گیری

از مباحث پیش گفته معلوم می‌شود که کمسیون اوراق بهادار و بازار که بالاترین مرجع ناظر بر بازار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا است. مقابله با پدیده زیان بار معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی را یکی از اهداف اصلی خود قرار داده است. کمسیون به منظور نیل به هدف خود از یک طرف برای تغییر رویه محاکم جهت گسترش دامنه ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی تلاش می‌کند و از طرف دیگر با پیشنهاد تغییر و اصلاح قوانین موجود در صدد افزایش ضمانت اجرای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی است. در اثر تلاش‌های کمسیون دیوان عالی کشور آمریکا نیز در نهایت با پذیرش نظریه «استفاده ناروا» در دعوی معروف O'Hagan زمینه را برای مقابله شدیدتر و جدی‌تر با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی فراهم کرد. ضمانت اجرای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی نیز از زمان

---

تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۹۳۴ تاکنون در مقاطع مختلف زمانی افزایش یافته است که آخرین مورد آن افزایش میزان مجازات این عمل بود که با اصلاح بخش ۳۲a قانون بازار اوراق بهادار از طریق تصویب قانون Sarbans-Oxlay در سال ۲۰۰۲ میلادی صورت گرفت.

برای جبران زیان معامله‌گران همزمان نیز کنگره با تصویب قانون «اجرای معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و تقلب نسبت به اوراق بهادار» در سال ۱۹۸۸، صریحاً حق اقامه دعوی مسئولیت مدنی علیه دارندگان اطلاعات نهانی را برای معامله‌گران همزمان پیش‌بینی کرد.

در حقوق ایران، جرم‌انگاری معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۴ صورت گرفت. وجه امتیاز این قانون در مقایسه با قانون بازار اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا، تعریف صریح اطلاعات نهانی و بیان ویژگی‌های آن است.

در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران برخلاف نظام حقوقی ایالات متحده آمریکا، برای دارندگان ثانویه اطلاعات نهانی که براساس این اطلاعات اوراق بهادار معامله می‌کنند، مسئولیت کیفری پیش‌بینی نشده است، بنابراین چنانچه دارنده اولیه، اطلاعات نهانی را به شخصی غیر از اشخاص موضوع تبصره یکم ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار منتقل کند و دریافت‌کننده اطلاعات با استفاده از آنها، اوراق بهادار معامله نماید، جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی واقع نمی‌شود، چون دارنده اولیه معامله‌ای انجام نداده است و دارنده ثانویه نیز با توجه به ظاهر قانون نمی‌تواند مرتکب این جرم شود. به نظر می‌رسد در این موارد چنانچه شرایط قانونی دیگر موجود باشد براساس بند یک ماده ۴۶ قانون، انتقال دهنده اطلاعات نهانی به دلیل استفاده از اطلاعات نهانی قبل از افساء عمومی آن قابل پیگرد کیفری است و انتقال‌گیرنده را نیز به عنوان معاون جرم می‌توان تحت تعقیب قرار داد.

با وجود اینکه صدر ماده ۴۶ قانون جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سودی که در اثر ارتکاب جرم تحصیل می‌شود یا زبانی که با ارتکاب جرم از وقوع آن جلوگیری شده را به عنوان یکی از مجازات‌های معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی و سایر عناوین

مجرمانه مقرر در این ماده تعیین کرده است. نحوه محاسبه سود به دست آمده در اثر جرم یا زبانی که با وقوع جرم از محقق آن جلوگیری شده در قانون مورد حکم قرار نگرفته است با توجه به اینکه مطابق اصول میزان مجازات یا حداقل نحوه محاسبه میزان آن، باید به طور صریح در قانون پیش‌بینی گردد. سکوت قانون در این زمینه اصولاً قابل توجیه نیست. به منظور جلوگیری از تشتت آراء محاکم در این زمینه و تضييع حقوق اشخاص بهتر است تا اصلاح قانون، سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب دستورالعمل اجرایی نحوه محاسبه موارد فوق را به طور صریح تعیین کند.

با وجود ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، قراردادی که برخلاف منع قانونگذار منعقد شده است از نظر حقوقی صحیح و معتبر است. البته طرف مقابل دارنده اطلاعات نهانی می‌تواند با استناد به خیار تدریس عقد را فسخ کند. به دلیل تعادل ارزش عوض و معوض در زمان انعقاد عقد، امکان فسخ معامله از سوی زیان‌دیده با استناد به خیار غبن وجود ندارد.

#### فهرست منابع

##### - فارسی و عربی

- آریان پورکاشانی منوچهر، فرهنگ بزرگ یک جلدی پیشرو آریان (انگلیسی - فارسی) نشر الکترونیکی و اطلاع‌رسانی جهان رایانه، چاپ بیست و هفتم، ۱۳۸۴.
- المظفر محمدرضا، اصول فقه، المجد الاول و الثاني، مرکز النشر التابع لمكتب الاعلام الاسلامی، الطبعة الثالثة، ۱۴۱۶ ق.
- امامی حسن، حقوقی مدنی، جلد اول، انتشارات دانشگاه تهران، ۱۳۳۵.
- دوانی غلام‌حسین، بورس، سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام، نشر نخستین، چاپ سوم، ۱۳۸۳.
- شریفی الهام‌الدین، بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۶، ۱۳۸۳.
- کاتوزیان ناصر، فلسفه حقوق، جلد سوم (منطق حقوق)، شرکت سهامی انتشار، چاپ اول، ۱۳۷۷.

- 
- کاتوزیان ناصر، حقوق مدنی: قواعد عمومی قراردادها- جلد پنجم، شرکت انتشار، چاپ دوم، ۱۳۷۶.
- محمدی ابوالحسن، *مبانی استنباط حقوق اسلامی*، مؤسسه انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ۱۳۷۸.
- میرمحمد صادقی حسین، *حقوق کیفری اختصاصی (۲): جرایم علیه اموال و مالکیت*، نشر میزان، چاپ ششم، ۱۳۷۸.
- نصیری مرتضی، *استفاده از فرصت‌های شغلی در شرکت‌های ایرانی*، مجله کانون وکلای دادگستری، دوره جدید، شماره ۳، فروردین ۱۳۸۰.

- انگلیسی:

- Ayres Ian and Bankman Joseph, *Substitutes for Insider Trading*, Available at: [www.Isr.nellco.org/lepp/papers/252](http://www.Isr.nellco.org/lepp/papers/252).
- Bainbridg Stephen, *A Critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1934*, Virginia Law Review. No 71,1985.
- Beaty Jeffrey F. and Samuelson Susan S, *Business law*, Third Edition, Thomson, 2004.
- Bloch Ernest, *Inside Investment Banking*, Second Edition, IRWIN, 1989.
- Brudney M, *Insiders, Outsiders and Informational Advantages under the Federal Securities laws*, Harvard law Review, No 93, 1979.
- Campbell Black Henry, *Black's law Dictionary*, Sixth Edition, west publishing Co, 1990.
- Carlton and Fischel, *the Regulation of Insider Trading*, Stanford law Review, No 35, 1989.
- Davies Paul, *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, Sweet and Maxwell, London, 2003.
- Dine Janet, *Company Law, Palgrave Law Masters*, Fourth Edition, 2001.



- 
- Dooley B, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, Business law Review, No 4, 1991.
  - Gaillard Emmanuel, *Insider Trading*, kluwer, 1992.
  - Levit Artur, *A Question of Investor Integrity: Promoting Investor Confidence by Fighting Insider Trading*, Available at: [www.sec.gov/news/speech/speech\\_archive/1998/spch\\_221/htm](http://www.sec.gov/news/speech/speech_archive/1998/spch_221/htm).
  - Martin Elizabeth A, *Oxford Dictionary of Law*, Oxford University Press, 1997.
  - Miller Roger Leroy and Jantz Gaylord A, *Business Law Today*, Sixth Edition, Thomson, 2004.
  - Morse Geoffery, Charlessworth and Morse: *Company Law*, Fifteenth Edition, Sweet and Maxwell, 1996.
  - Nyantung Beny Laura, *the Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement: International Evidence*, Available at: [www.law.harvard.edu/programs/olincenter](http://www.law.harvard.edu/programs/olincenter).
  - Padilla Alexandre, *the Regulation of Insider Trading as an Agency Problem*, Available at: [www.alexpadilla.org](http://www.alexpadilla.org).
  - Padilla Alexandre, *Can Regulation of Insider Trading be Effective*, Available at: [www.alexpadilla.org](http://www.alexpadilla.org).
  - Robertson Meliss A, *Speech by SEC Staff: Insider Trading – AU.S. Perspective*, Available at: [www.sec.gov/News/speech/speech\\_archive/1998/Spch\\_221/htm](http://www.sec.gov/News/speech/speech_archive/1998/Spch_221/htm).
  - Steinberg Mar I, *Insider Trading – A Comparative Perspective*, Available at: [www.inf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmf/eng/steind/pdf](http://www.inf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmf/eng/steind/pdf).
- قوانین ایالات متحده آمریکا و قواعد مصوب کمیسیون اوراق بهادار و بازار (SEC)
- Securities Exchang Act 1934.

- 
- Insider Trading Sanctions Act 1980.
  - The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1984.
  - The Securities Law Enforcement and Penny Stock Reform Act 1990.
  - Sarbans- Oxley Act 2002.
  - Rule 10b-5.
  - Rule 14e-3.
  - Rule 14e-3(a).
  - Rule 10b5-1.
  - Rule 10b 5-2.