

## Mechanism of Disclosure of Confidential Information in the Stock Exchange and Transactions Based on it :Implementation of Iranian Law, Common Law and Islamic Jurisprudence

Mahdi Eftekhari Sulaa<sup>1</sup>, Abbas Pahlavanzadeh<sup>2\*</sup>, Soodeh Hamed Tavasoli<sup>3</sup>

1. Department of Law, Ka.C., Islamic Azad University, Karaj, Iran.
2. Department of Law, Ka.C, Islamic Azad University, Karaj, Iran.
3. Department of Law, Ka.C., Islamic Azad University, Karaj, Iran.

### ARTICLE INFORMATION

Article Type: Original Research

Pages:171-186

Article history:

Received:09 May 2024

Edition:07 Jul 2024

Accepted:14 Sep 2024

Published online: 23 Dec 2025

### Keywords:

Confidential Information, Stock market, Civil Liability, Information Disclosure, Common Law.

### Corresponding Author:

Abbas Pahlavanzadeh

### Address:

Iran, Karaj, Islamic Azad University, Ka.C., Department of Law.

### Orchid Code:

0000-0002-4664-5694

### Tel:

09122543840

### Email:

a.pahlavanzadeh@Kiau.ac.ir

### ABSTRACT

**Background and Aims:** confidential information, if disclosed, affects the price or the decision of investors to buy and sell securities. Accordingly, the purpose of this article is to investigate the mechanism of disclosure of confidential information in the stock market and transactions based on it; The application of Iranian law is common law and Islamic jurisprudence.

**Materials and methods:** This article is descriptive and analytical. Materials and data are also qualitative and data collection was used in collecting materials and data.

**Ethical considerations:** In this article, the originality of the texts, honesty and trustworthiness are observed.

**Findings:** Unauthorized disclosure of confidential information in stock market transactions can impose responsibility on the perpetrator, although in common law, not being intentional and not conducting a transaction based on unauthorized published information is one of the factors that relieves responsibility, but with this description, the protection of confidential information , it has been emphasized in the common law, it is prohibited in Iranian law in other cases, except for the cases listed by the legislator, according to paragraph 1 of article 84.

**Conclusion:** The most suitable mechanism for disclosing confidential information is the rules governing the stock exchange and is supported by the legislator, although in the common law legal system, a transaction based on confidential information does not invalidate the transaction and only its legal consequences on the perpetrator. It will be consistent, but in Iran's legal system.

### Cite this article as:

Eftekhari Sulaa, M; Pahlavanzadeh, A; Hamed Tavasoli, S. *Mechanism of Disclosure of Confidential Information in the Stock Exchange and Transactions Based on it Implementation of Iranian Law, Common Law and Islamic Jurisprudence*. Economic Jurisprudence Studies. 2025.



دوره هفتم، شماره ۵، سال ۱۴۰۴

سازوکار افشای اطلاعات نهانی در بورس و معاملات مبتنی بر آن؛ تطبیق حقوق ایران، کامن لا و فقه اسلامی

مهدی افتخاری سولا<sup>۱</sup>، عباس پهلوانزاده<sup>۲</sup>، سوده حامد توسلی<sup>۳</sup>

۱. گروه حقوق، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران.

۲. گروه حقوق، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران.

۳. گروه حقوق، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران.

### چکیده

**زمینه و هدف:** اطلاعات نهانی، در صورت افشا، بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. بر همین اساس هدف مقاله حاضر، بررسی سازوکار افشای اطلاعات نهانی در بورس و معاملات مبتنی بر آن؛ تطبیق حقوق ایران، کامن لا و فقه اسلامی است.

**مواد و روش‌ها:** مقاله حاضر توصیفی تحلیلی است. مواد و داده‌ها نیز کیفی است و از فیش‌برداری در گردآوری مطالب و داده‌ها استفاده شده است.

**ملاحظات اخلاقی:** در این مقاله، اصالت متون، صداقت و امانت‌داری رعایت شده است.

**یافته‌ها:** افشای غیرمجاز اطلاعات نهانی در معاملات بورسی، می‌تواند مسئولیت را بر مرتکب مترتب نماید، هر چند که در حقوق کامن‌لا تعدی نبودن و عدم انجام معامله بر مبنای اطلاعات انتشار یافته غیر مجاز از عوامل رافع مسئولیت می‌باشد؛ ولی با این وصف صیانت از اطلاعات نهانی، در کامن‌لا مورد تأکید واقع شده است، در حقوق ایران برابر بند ۱ ماده ۸۴ غیر از موارد احصاء شده توسط قانونگذار در سایر موارد ممنوع می‌باشد.

**نتیجه:** مناسب‌ترین سازوکار برای افشای اطلاعات نهانی، قواعد حاکم بر بورس بوده و از سوی قانونگذار مورد حمایت قرار گرفته است، هر چند که در نظام حقوقی کامن‌لا، معامله بر مبنای اطلاعات نهانی، موجب ابطال معامله نمی‌گردد و صرفاً تبعات قانونی آن بر مرتکب مترتب خواهد بود؛ اما در نظام حقوقی ایران از مصادیق ابطال معامله محسوب می‌گردد و بر مبنای آموزه‌های فقهی نیز معامله بر مبنای اطلاعات نهانی می‌تواند مصداق بارزی از تدلیس و غبن به حساب آید.

### اطلاعات مقاله

نوع مقاله: پژوهشی

صفحات: ۱۷۱-۱۸۶

سابقه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۲۰

تاریخ اصلاح: ۱۴۰۳/۰۴/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۲۴

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۱۰/۰۲

### واژگان کلیدی:

اطلاعات نهانی، بورس، مسئولیت مدنی، افشای اطلاعات، کامن‌لا.

### نویسنده مسئول:

عباس پهلوانزاده

آدرس پستی:

ایران، کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد کرج، گروه حقوق.

تلفن:

09122543840

کد ارکید:

0000-0002-4664-5694

پست الکترونیک:

a.pahlavanzadeh@Kiau.ac.ir

**۱. مقدمه**

بورس و معاملات مربوط به آن، از جمله رخدادهای مهم اقتصادی هر کشور محسوب می‌گردند، لذا رعایت قوانین و مقررات در آن، اثر مستقیمی بر حفظ و ارتقاء نظم عمومی دارد. معامله در بورس، همچون سایر معاملات تجاری، با رقابت شدید بین سرمایه‌گذاران جهت خرید و عرضه‌کنندگان سهام برای فروش، مواجه می‌باشد و آنچه که در این بازار می‌تواند مناسب‌ترین تصمیمات را برای طرفین در فرایند معامله فراهم سازد، میزان دسترسی و زمان دسترسی به اطلاعات است. هر چند که اطلاعات در بورس در منظر همه اشخاص قرار دارد اما آن بخشی از اطلاعات بسیار حائز اهمیت است که به صورت نهانی و پنهان در دسترس همگان قرار نگرفته و دستیابی به آن، پیشی‌گرفتن از رقبای موفقیت در بازار بورس را به همراه دارد. بنابراین از جمله عناصر تاثیرگذار در معاملات بورسی، اطلاعات نهانی و دستیابی سریع و استفاده به موقع از آن است. لذا با توجه به اهمیت موضوع، اطلاعات نهانی و تاثیر آن در تصمیم‌فعالان اقتصادی بورس، آنچه که مطرح می‌شود این است که اطلاعات نهانی چه میزان بر معاملات بورسی موثرند؟ و از نظر نظام‌های حقوقی مورد مطالعه و فقه اسلامی، ماهیت معاملات بر مبنای افشای غیر مجاز اطلاعات چگونه خواهد بود؟ قانونگذار ایران نیز در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، موضوع اطلاعات نهانی را مورد اشاره قرار داده است، در بند سوم از ماده یک قانون مذکور، رویکرد قانونگذار به اطلاعات نهانی از سه جهت مورد توجه قرار گرفته است. در نظام حقوقی کامن‌لا که اصولاً بر قوانین و قواعد حاکم بر دو کشور (انگلیس و آمریکا) اثر مستقیم دارد،

مصدق بارز آن را می‌توان در ماده C427 قانون بررسی اوراق بهادار انگلیس اشاره داشت که در ژوئیه ۲۰۲۱ انتشار یافت. و در آن، اطلاعات نهانی را به عنوان یکی از حقوق مسلم شرکت‌کنندگان در بورس دانسته و به عدم افشای آن به صراحت تاکید نموده است (قانون اوراق بهادار لندن، ۲۰۲۱). لذا توجه به این نکته ضروری است که معاملاتی که بر مبنای افشای غیر مجاز اطلاعات صورت می‌پذیرد تا چه اندازه می‌تواند از مشروعیت برخوردار باشد؟ به عبارتی سازوکار افشای اطلاعات نهانی در بورس و معاملات مبتنی بر آن در حقوق ایران، کامن‌لا و فقه اسلامی چگونه است؟ تمایز و نوآوری مقاله حاضر در بررسی سوال مورد اشاره است. فرضیه مقاله نیز عبارت است از اینکه «صیانت از اطلاعات نهانی هم در فقه و حقوق ایران و هم حقوق کامن‌لا مورد تایید قرار گرفته و تخطی از آن با مسئولیت مدنی همراه است». در فقه اسلامی، متعاملین باید پیرامون مبیع تمامی اطلاعات لازم را در اختیار یکدیگر قرار داده و سپس دو طرف با آگاهی از شرایط معامله نمایند، و در صورتی که یک طرف معامله از برخی شرایط آگاهی داشته که طرف دیگر نسبت به آن بی‌اطلاع بوده، معامله انجام شده، نمی‌تواند از صحت کامل برخوردار باشد. لذا از نظر فقه چنین معامله‌ای، می‌تواند مصداق تدلیس و فریب محسوب گردد.

**۲. مواد و روش‌ها**

مقاله حاضر توصیفی تحلیلی است. مواد و داده‌ها نیز کیفی است و از فیش‌برداری در گردآوری مطالب و داده‌ها استفاده شده است.

### ۳. ملاحظات اخلاقی

در این مقاله، اصالت متون، صداقت و امانت‌داری رعایت شده است.

### ۴. یافته‌ها

یافته‌ها نشان داد عوامل مختلفی بر معاملات بورسی اثرگذار می‌باشند، از جمله اطلاعات نهانی که در نظام حقوقی ایران و کامن‌لا، مورد توجه قانونگذار قرار داشته و افشای غیرمجاز آن، می‌تواند مسئولیت را بر مرتکب مترتب نماید، هر چند که در حقوق کامن‌لا تعدی نبودن و عدم انجام معامله بر مبنای اطلاعات انتشار یافته غیر مجاز از عوامل رافع مسئولیت می‌باشد ولی با این وصف صیانت از اطلاعات نهانی، در کامن‌لا مورد تاکید واقع شده است، در حقوق ایران برابر بند ۱ ماده ۸۴ غیر از موارد احصاء شده توسط قانونگذار در سایر موارد ممنوع می‌باشد.

### ۵. بحث

درخصوص کارکردهای اطلاعات نهانی نظرات مختلفی از رایه گردیده است اما به طور کلی نظرات در این حوزه را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم نمود در یک دسته افرادی قراردادارند که موافق کارکردهای اطلاعات نهانی در بازار بورس بوده و بر آن متفق القولند؛ اما گروه دوم با این نظر کاملاً مخالفند. موافقین اثر اطلاعات نهانی در بازار معاملات بورس، به این نکته توجه دارند، با در اختیار گذاشتن اطلاعات برای همگان، فضای ایجاد شده از بین خواهد رفت و بالطبع بسیاری از سوء استفاده‌ها نیز باقی نخواهد بود بنابراین این امر موجب می‌شود تا قیمت‌ها به سمت و سوی واقعی شدن حرکت کرده و بازار نیز با یک شفافیت کامل مواجه می‌گردد (کیم، ۲۰۱۳، ۱۱). برخی دیگر نیز به این امر معتقدند که، اطلاعات

نهانی از قدرتی برخوردارند که بر اساس آن می‌توان به یک قیمت واقعی دست یافت، لذا محدود کردن اطلاعات و نهانی کردن آن، این امکان را صرفاً برای گروه‌های خاص فراهم می‌سازد. در حالی که این موضوع از روح عدالت پروری، حاکم بر معاملات بورس، بدور خواهد بود (ترینور؛ لبارون، ۲۰۰۴، ۵۱-۴۵). برخی از مخالفین معتقدند که هرگونه دسترسی غیرمجاز به آن، در واقع مصداقی بر واژه سرقت می‌باشد (گراند فست، ۱۹۸۶، ۴۴).

### ۵-۱. نظریات حاکم بر بورس

در این قسمت به بررسی نظریات حاکم بر بورس پرداخته می‌شود.

### ۵-۱-۱. نظریه بازار هدف

آنچه که رغبت در فروشنده ایجاد می‌نماید قیمت مناسب برای فروش و همچنین مناسب دانستن قیمت از سوی خریدار است، هر چند که هر یک از دو طرف قیمت حاکم بر موضوع معامله را از ظن خویش، مناسب و کامل می‌دانند، این مناسب دانستن قیمت، در واقع محدود به اطلاعاتی می‌گردد که دو طرف از موضوع معامله در اختیار دارند. در نظریه بازار که تمرکز آن بر اثر اطلاعات نهانی بر قیمت سهام متمرکز است، همین فضا حاکم است. به عبارت دیگر قیمتی که برای عرضه و تقاضای سهام ارائه می‌گردد باید یک هم‌سوئی مناسب با قیمت واقعی داشته باشد و تا زمانی که این موازنه بین قیمت اول هر سهم و قیمتی که خرید و فروش بر مبنای آن صورت می‌پذیرد برابر نباشد نمی‌توان مدعی بود که قیمت ارائه شده از صحت و درستی برخوردار است. حال اگر قیمت مورد نظر سرمایه‌گذار با قیمتی که اعلام می‌شود دارای تفاوت فاحش باشد (خیلی کم یا خیلی زیاد) از دیدگاه سرمایه‌گذار معامله با ریسک

کنندگان در یک وضعیت هماهنگ توانایی رقابتی عادلانه را داشته باشند (انگن؛ لیدکره، ۲۰۰۶، ۱۰).

#### ۵-۲. تبعات افشای غیر مجاز اطلاعات نهانی

اصولا هر معامله‌ای که در بازار اوراق بهادار صورت می‌پذیرد آثارش را باید در سه ضلع مشاهده نمود ضلع اول شرکتی است که سهام آن مورد معامله قرار گرفته است، ضلع دوم اشخاصی که طرف دیگر معامله به حساب آمده و ضلع سوم نیز ماهیت بازار اوراق بهادار است که در کلیت آن موثر می‌باشد. لذا آسیب‌های ناشی از معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی می‌تواند به شرح زیر باشد:

#### ۵-۲-۱. ورود ضرر به مالک اطلاعات نهانی

برخی از حق‌ها از چنان ثباتی برخوردارند، که عدم عیان بودن، از ارزش‌های آنها نخواهد کاست، مصداق بارز این امر حق اختراع است. در چنین حقی، صرف ثبت حق اختراع به جهت اطلاع از مالک آن کفایت نموده و لزومی ندارد تا تمام جزئیات اختراع، افشا گردد تا بر همگان اثبات گردد، حق مذکور، متعلق به مالک آن است. زیرا افشای غیر مجاز اطلاعات در این حوزه، می‌تواند زمینه‌های سوءاستفاده از اطلاعات را فراهم ساخته و در این مسیر، آنکه بیشترین ضرر را متحمل می‌گردد صاحب اختراع است (انگن؛ لیدکره، ۲۰۰۶، ۱۴).

در بررسی آسیب (ضرر و زیان) به معامله گر ناآگاه برخی اعتقاد بر این دارند که اصولا در چنین معاملاتی ضرر و زیانی صورت نمی‌پذیرد زیرا در هر حال دارنده اطلاعات نهانی با انجام معامله که زودتر از انتشار اطلاعات به صورت رسمی است مانع از ضرر بیشتر معامله‌گر می‌گردد (لاتمیر؛ مومی، ۲۰۱۵، ۵۱).

همراه خواهد بود زیرا وقایعی حادث شده که او از آن اطلاع چندانی ندارد و این امر مصداق بی‌خبری سرمایه‌گذار است که عامل خطرناک محسوب می‌گردد (مارتین، ۲۰۰۹، ۲۳۱). بنابراین بازار کارآمد و توانمند در بورس این پتانسیل را ایجاد می‌نماید که برخی عوامل، همچون جذب سرمایه مطلوب بوجود آید (کیتج، ۲۰۰۸، ۲۵). لذا آنچه که در نظریه بازار هدف مورد تاکید قرار گرفته است با مقصود قانونگذار ایرانی در محورهای دوم و سوم که در بند سوم از ماده قانون یک قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ به آن اشاره گردید همسو می‌باشد. در نظام کامن‌لا نیز رغبت چندانی بر معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی در بین متعاملین وجود نداشته و ضمن ممنوعیت آن، در صورت افشای چنین معاملاتی، فاقد وجهت قانونی دانسته شده است (پرون، ۲۰۲۰، ۳۸۳).

#### ۵-۱-۲. نظریه برابری در بازار

در نظریه برابری بازار تمرکز بر آن است تا شرایطی مساوی برای همه متعاملین در بورس فراهم گردد تا به نسبت مساوی، از اطلاعات نهانی در شرایطی برابر استفاده نمایند هر میزان مولفه‌های اثرگذار بر انجام معاملات در بازار به صورت عادلانه در دسترس صاحبان سرمایه قرار گرفته و رقابت بر مبنای عوامل یکسان صورت پذیرد، به همان میزان اعتماد در بازار سرمایه افزایش خواهد یافت به نحوی که افزایش اعتماد، معاملات را در وضعیت مطلوب نمایان می‌سازد. لذا اگر افشای اطلاعات صورت می‌پذیرد باید از دو ویژگی برخوردار باشد اول اینکه افشای اطلاعات کامل انجام گیرد و دوم متولیان در یک اقدام هماهنگ شرایط مساوی را برای همگان از نظر افشای اطلاعات ایجاد نمایند تا مشارکت

بوسیله آن سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود به یک جمع بندی کلی دست یابد برخی از مصادیق اطلاعات مالی اثرگذار در ماده ۷ عبارتند از: صورت‌های مالی سالیانه، گزارش هیات مدیره، تغییر در فعالیت اصلی شرکت و ... (پرهام مهر و همکاران، ۱۳۹۹، ۲).

### ۵-۳-۱. اطلاعات اشخاص حقیقی شرکت

در خرید سهام وقتی در پاره‌ای مواقع افزایش قیمت سهام بسیار موثر واقع گردد و فرض بر این بوده که از بستگان یکی از وزراء عضو هیئت مدیره شرکت، همسو با وزارتخانه وزیر باشد، بالطبع آنچه که به ذهن سرمایه‌گذار خطور می‌نماید این است که به جهت حضور بستگان فوق، در راس شرکت احتمال فراهم شدن بسیاری از تسهیلات با توجه به ضریب نفوذ نامبرده نسبت به سایر شرکتها در وضعیتی برجسته تری قرار خواهد گرفت (فیضی، ۱۳۹۱، ۲۳).

### ۵-۳-۴. اطلاعات پیرامون برنامه‌های

#### آتی شرکت

سرمایه‌گذاران با توجه به قابلیت‌های شرکت و پتانسیل‌های آن و تطبیق با برنامه و اهداف در نظر گرفته شده به این نتیجه دست می‌یابند که آیا امکان دسترسی به اهداف فوق وجود دارد یا خیر؟ لذا این دورنما می‌تواند در افزایش رغبت سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در سهام چنین شرکت‌هایی از اصول مهم محسوب گردد (جنیدی؛ نوروزی، ۱۳۸۸، ۶۰).

### ۵-۴. اثرگذاری اطلاعات نهانی بر قیمت

#### در حقوق ایران و کامن‌لا

دقت و کامل بودن اطلاعات بسیار حائز اهمیت است وقتی اطلاعاتی دقیق و کامل باشد، می‌توان انتظار اثرگذاری را بر آن متصور نمود و اولین مقوله‌ای که می‌تواند در این حوزه موثر واقع گردد

### ۵-۲-۳. آسیب به ماهیت بازار اوراق بهادار

اصولاً سرمایه‌گذار زمانی راغب است که وارد بازار سرمایه شده و در آن سرمایه‌گذاری نماید که برخی تضمینات در آن مشهود بوده و فضای امنیت روانی احساس گردد، اما وجود معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی به نوعی امنیت بازار اوراق را بهم ریخته و تداعی کننده نابرابری و بی عدالتی است و بازار از ناحیه عدم شفاف‌سازی، سوء استفاده‌گری و بی ثباتی از سوی برخی متضرر خواهد شد (اینگن؛ لیدکره، ۲۰۰۶، ۷).

### ۵-۳. اقسام اطلاعات در بورس

در یک جمع بندی می‌توان اطلاعات نهانی در بورس را شامل مصادیق زیر دانست:

### ۵-۳-۱. اطلاعات شرکت‌ها از فضای داخلی

از مهمترین و پر طرفدارترین اطلاعات، مربوط به اطلاعات درونی شرکت هاست تصمیم‌گیرندگان و اعضای هیات مدیره، مصوبات، استراتژی‌ها، خط مشی‌ها و سیاست‌گذاری شرکت به وضعیت مالی، معاملات انجام شده، معاملات در حال انجام، میزان ارتباط اعضای شرکت با منابع مالی و تجاری همه و همه اطلاعاتی هستند که می‌تواند افشای هرکدام از آنها، در میزان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران موثر واقع گردد با این وصف اطلاعات درونی شرکت را می‌توان به اطلاعات زیر تقسیم بندی نمود (جنیدی؛ نوروزی، ۱۳۸۸، ۵۹).

### ۵-۳-۲. داده‌های مالی اثرگذار

در رابطه با مفاد و اطلاعات حائز اهمیت مالی شرکت‌ها بهترین منبع مصداقی در این خصوص مفاد ماده ۷ دستورالعمل اجرای افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس است که در فصل سوم به موارد قابل افشاء اشاره نموده است؛ بالطبع این مصادیق می‌تواند اطلاعات مهمی پیرامون دورنمای شرکت ارائه نماید تا

زیرا بر هم خوردن ساختارها و مقررات در بازار بورس میتواند تزلزل در نظم عمومی را نیز موجب شود.

بازار معامله اوراق بهادار در بورس های تحت قانون کامن لا نیز از خصایص مربوط به خود برخوردارند به عنوان مثال ساختار بازار اولیه و همچنین قوانین و مقررات تصویبی در حوزه اوراق بهادار و بورس برگرفته از قانون اوراق بهادار است، بنابراین در هر دو مقوله، دیدگاهها به سمت و سوی استفاده مناسب از اطلاعات با در نظر گرفتن معیارهای انصاف است تا از این مسیر، ضمن ایجاد رقابت در بازار، به یک حجم مناسبی از معاملات دست یافته شود. بنابراین تنظیم کنندگان قوانین اوراق بهادار و بورس در یک تلاش واحد سعی در ایجاد خط مشی سالم و عاری از هرگونه انحراف، علی الخصوص تقلب را در بازارهای فوق دارند. از نظر فنی، قانونگذار در آمریکا بر این امر معتقد است که افشای اطلاعات می تواند مانع از ایجاد هرگونه سوء استفاده شود به نحوی که وقتی اطلاعات از مجاری قانونی و رسمی افشاء گردد دیگر چیزی برای سوء استفاده و تقلب باقی نخواهد ماند، لذا با وضع مواد قانونی که سرآمد آنها ماده ۱۷ قانون مذکور می باشد به صراحت به موضوع تقلب و مصادیق ممنوعیت آن پرداخته است از سوی دیگر بخش 10b در قانون بورس نیز محدودیت مقابل با برخی تخلفات برگزیده است. در این ماده در بخش آغازین قانونگذار ابتدا ضمن بیان غیر قانونی بودن عمل خلاف قانون و اشاره به نحوه ارتکاب به آن (اعم از مستقیم یا غیر مستقیم) و سایر موارد در حوزه های مختلف همچون تجارت و انواع بازارهای بورس آن را ممنوع داشته است. در ادامه قانون گذار در ماده 10-b5 که بوسیله کمیسیون مربوطه به تصویب

بحث قیمت هاست که البته محوری ترین عامل نیز محسوب می گردد. به همین دلیل در ماده ۳۲ قانونگذار در تعریف اطلاعات نهانی، یکی از بارزترین ویژگی های اطلاعات نهانی بحث اثرگذاری بر قیمت آن دانسته است (منفردمیرزایی، ۱۳۸۹، ۲۳۸).

در حقوق کامن لا، در صورتی که اطلاعات افشا شده، نتواند بر قیمت اثر گذاشته و تغییری در بازار مالی ایجاد ننماید، هیچگونه مسئولیتی بر افشاء کننده متصور نخواهد بود و افشاء کننده زمانی دارای مسئولیت مدنی است که اطلاعات افشاء شده بر قیمت سهام شرکتی که اطلاعات آن به صورت غیر مجاز افشاء گردیده موثر باشد. هر چند که تشخیص این امر نیز در حقوق کامن لا بر عهده قاضی گذاشته شده است (گولدینگ، ۲۰۱۳، ۲۹).

#### ۵-۴-۱. ماهیت معامله اوراق بهادار در حقوق ایران و کامن لا

اوراق بهادار به عنوان مال موضوع معامله در واقع عمل حقوقی بوده که در بورس بوقوع می پیوندد در این دسته از معاملات حقوق اوراق بهادار به صورت معوض انتقال یافته و طرفین ضمن توافق و اقدام به معامله می نمایند. بنابراین خرید و فروش که در بازار بورس انجام می شود معامله بورسی گفته می شود و قواعدی علیرغم قواعد عمومی قرارداد نیز بر آن حاکم است (عرفانی، ۱۳۸۹، ۱۰۸). در رابطه با ماهیت حقوقی معاملات اوراق بهادار می توان به بند ب ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله توسعه اشاره نمود. از آن گذشته الزام قانونگذار به ناشران مبتنی بر تعیین تکلیف نسبت به ثبت اوراق نزد سازمان بورس در بند یک قانون مذکور بیانگر اراده قانونگذار بر نظارت کامل و ساختار مشخص در معاملات اوراق بهادار است

(میلر، ۲۰۱۶، ۱۵۴).

در نظام حقوقی ایران، پیرامون مسئولیت مدنی باید به این نکته اشاره نمود که افشای اطلاعات نهانی مذکور هر چند که از نظر قانونگذار مورد اشاره قرار نگرفته است اما با توجه به اصول و قواعد عمومی مسئولیت مدنی، نیاز به آن نیست تا اثبات گردد که ارتکاب به عمل افشای اطلاعات، بر مبنای تعمد صورت پذیرفته است و همینکه اطلاعات نشر یافته و بر اساس آن خسارت ایجاد گردد، جدای از نوع نیت، مسئولیت مدنی بر شخص مترتب خواهد گشت. در حقوق آمریکا نیز قانونگذار، انجام معامله بر اساس اطلاعات نهانی را عمل مجاز نشمرده است لذا معاملاتی که در خارج از بازار بورس و اوراق بهادارت صورت پذیرفته و مبنای معاملات بر اساس افشای غیر مجاز اطلاعات نهانی باشد، را نیز از جمله معاملات ممنوع دانسته و قانون را حاکم بر فرایند آن می داند (نصیری و همکاران، ۱۳۸۷، ۳۷).

### ۵-۴-۳. مصادیق اعمال ممنوع در افشای اطلاعات نهانی در حقوق کامن‌لا و ایران

ایجاد ممنوعیت در نظام کامن‌لا، صرفا در افراد حقیقی می‌توان مشاهده نمود و انجام محدودیت و منع افشای اطلاعات نمی‌تواند از سوی شخص حقوقی صورت پذیرد؛ بنابراین هر چند در بورس لندن پاره‌ای از اطاعات مربوط به یک شرکت خاص از سوی سازمان بورس حالت محرمانه می‌یابد اما افشای آن توسط افراد حقیقی صورت گرفته و لذا مسئولیت مدنی نیز بر آنها مترتب می‌گردد. بنابراین در صورت تخلف دارندگان اطلاعات نهانی در بورس، اعم از اینکه دستیابی غیرمجاز موجب استفاده از اطلاعات گردد یا نگردد از نگاه کامن‌لا با افشای غیر مجاز اطلاعات

رسیده است ضمن بیان تمثیلی از مصادیقی که می‌تواند در حوزه بازار بورس به عنوان انحراف از مواد قانونی شناخته شود نام برده است (اشنیمن، ۲۰۱۲، ۴۷۳).

در نظام حقوقی ایران آخرین قانونی که در حوزه معاملات اوراق بهادار مصوب گردید قانون سال ۱۳۸۴ می باشد. هر چند که در سال ۱۳۸۸ نیز قانونگذار قانون توسعه ابزارهای مالی را در ۱۸ ماده وضع نمود اما با این حال ملاک اصلی هنوز قانون مصوب ۱۳۸۱ می باشد. همچنین قانونگذار در ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار تاکید بر تهیه دستورالعمل و تعیین اختیارات ازسوی هیات مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار نموده است (باقری؛ شوشی نسب، ۱۳۹۲، ۸۸).

### ۵-۴-۲. ارتباط افشای اطلاعات با معاملات در حقوق ایران و کامن‌لا

شخص یا اشخاص باید مرتکب رفتاری گردند که بر اساس آن، اطلاعات نهانی به هر طریق ممکن نشر یافته که این نشر می‌تواند به صورت در اختیار عموم قرار دادن یا به صورت محدود در اختیار اشخاص خاص قرار دادن باشد. که در واقع قوانین و ضوابط حاکم بر شرکت صاحب اطلاعات، دسترسی این دسته از اشخاص را مجاز نشمرده باشد. لذا با افشای اطلاعات، مسئولیت مدنی ناشی از، افشاء کننده را ملزم به جبران ضرر می‌نماید (منفرد میرزایی، ۱۳۸۹، ۲۰۵).

در حقوق کامن‌لا، ارتباط مستقیمی بین ارتکاب به عمل زیانبار و مسئولیت مدنی برقرار است. به نحوی که نمی‌توان صرفا به جهت اینکه اطلاعاتی در معرض فاش شدن قرار گرفته است مسئولیت مدنی را بر آن حاکم نمود بلکه باید بر اساس آن اطلاعات فاش شده یک عمل حقوقی انجام شود که از تبعات افشای اطلاعات محسوب گردد

سرعت شناخت و صرفاً معطوف نمودن بار مسئولیت برای کارگزاران با توجه به مفاد ماده ۱۸ به نظر امری غیر صحیح است. این اشخاص عبارتند از سازمان بورس، اعضای شورا، دست اندرکاران موسسه حسابرسی سازمان (شریفی؛ بهشتی، ۱۳۸۹، ۲۲۸).

البته نکته حائز اهمیت اینکه قانونگذار ایران به موضوع اعمال ممنوعه در خصوص اطلاعات نهانی، در قالب مثبت آن در قوانین بورس نگریسته است فلذا در قانون مذکور استفاده از اطلاعات نهانی از سوی اشخاصی که تکلیف قانونی بر دسترسی به اطلاعات نهانی دارند برابر بند ۱ ماده ۴۶ تاکید شده است. همچنین در بند ۲ ماده ۴۶ نیز قانونگذار اشاره به اشخاصی داشته که به نحوی از انحا به اطلاعات نهانی دسترسی داشته بدون آنکه تکلیف قانونی آنها باشد و لذا ممنوع از انجام هرگونه معامله بر مبنای آن می‌باشند (شریفی، ۱۳۸۵، ۱۷۶).

اما نکته حائز اهمیت این است که اصولاً سازمان بورس جهت افشای اطلاعات آیا دارای مقررات یا دستورالعمل‌های اجرایی می‌باشد یا خیر؟ با توجه به بررسی‌های بعمل آمده مشخص گردید که در سال ۱۳۸۶ سازمان بورس اقدام به صدور دستورالعملی نمود (البته این سیاست گذاری در راستای خط مشی خود انتظامی سازمان بورس می‌باشد) که بر اساس آن رویه افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده در آن مشخص گردید در ماده ۱۵ این دستورالعمل قانونگذار این امکان را برای ناشر فراهم نمود تا بتواند در صورت صلاحدید با تأکید بر حصول شرایطی به مدیران و یا اشخاصی که قانوناً مجوز دسترسی به اطلاعات را برای افشاء دارند، شرایطی را فراهم سازد که در مواقعی که نیاز به افشاء فوری اطلاعات نیست آن

نهانی صورت پذیرفته و متعهد در این خصوص با مسولیت مواجه می‌باشد (گولدینگ، ۲۰۱۳، ۲۰۵). از طرفی در این نظام حقوقی دارندگان اطلاعات نهانی در صورتی اقداماتشان مصداق اعمال ممنوعه محسوب می‌گردد که اقدام به تحصیل یا انتقال اوراق مذکور نموده باشند، یا اقدام آنها به هر طریق ممکن، مبین اقدام جهت ایجاد معامله یا فراهم نمودن زمینه‌های آن باشد (ملون، ۲۰۱۹، ۲۴).

در این میان نظام حقوقی کاملاً حتی زمانی که اطلاعات افشاء شده باشد مصداقی را جهت رفع مسئولیت دارنده اطلاعات در نظر گرفته است بدین صورت که دو شرط اساسی برای رفع مسئولیت در نظر گرفته است شرط اول اینکه افشاء کننده اطلاعات باید اثبات نماید که در زمان افشای اطلاعات تعمد یا بی‌مبالاتی در کار نبوده است. ضمن آنکه او باید به این نکته تأکید داشته باشد که در زمان افشای اطلاعات به صورت عرف معامله بوسیله آن متصور نمی‌بود لذا در چنین حالتی مسئولیت بر افشاء کننده مترتب نخواهد بود (کانسل، ۱۹۹۵، ۷۲).

در نظام حقوقی ایران در بند ۱ ماده ۸۴ قانون بازار اوراق بهادار قانونگذار افشای اطلاعات را در غیر از موارد تعیین شده ممنوعه دانسته است و دامنه این ممنوعیت تا بدانجا است که به جهت روح کلی آن دارندگان اطلاعات نهانی در زمان اقدام به برخی وظایف شخصی باید از این ممنوعیت پیروی نمایند و هیچ استثنایی در کاملاً بر این قانون مترتب نیست. هر چند که قانونگذار در ماده ۱۸ قانون مذکور دامنه ممنوعیت انتشار اطلاعات به برخی اشخاص دیگر اشاره یافته است با این وصف می‌توان حتی این گروه را با عنوان دارندگان اطلاعات نهانی به

را افشاء نمایند این شرایط برابر ماده ۱۵ عبارت بودند از :

الف - در صورتی که اقدام به افشای فوری موجبات ضرر را فراهم سازد.

ب - هنوز فرایند گفتمان ناشر به اتمام نرسیده باشد

ج - در صورت افشای فوری، رقبای تجاری سود بیشتری را کسب نمایند

د- ماهیت اطلاعات مورد نظر برای افشاء دارای شرایط تغییر به صورت لحظه‌ای را داشته باشد بنابراین از نگاه قانونگذار حتی در صورتی که لزوم ارائه اطلاعات نهانی بر حسب ضرورت به برخی از اشخاص صورت پذیرد باید محرمانه بودن اطلاعات و عدم دسترسی دیگران به آن به خود انتقال گیرنده گوشزد گردد.

#### ۴-۴-۵. معامله بر مبنای افشای اطلاعات نهانی و نامشروع بودن آن در حقوق کامن‌لا و ایران

در حقوق انگلستان هر چند که مشروعیت جهت معامله بسیار حائز اهمیت است اما با توجه به ماده ۶۳(۲) قانون عدالت کیفری مصوب ۱۹۹۳ این موضوع با برخی از مولفه های حقوق ایران مخالف می باشد. به این نحو که اصولاً معاملاتی که با اتکاء به افشای اطلاعات نهانی صورت پذیرفته در مرحله اجرا، قابل ابطال نخواهد بود و استدلال در این خصوص بر این مبنا استوار است که معاملاتی که صورت پذیرفته، صرفاً یک عمل حقوقی نبوده و تبعاتی را به همراه داشته است لذا ابطال معامله در مرحله اجرا، نیازمند سازوکاری بزرگ است تا بتوان وضعیت را به حالت سابق تبدیل نمود. لذا نظام حقوقی کامن‌لا با این استدلال، تلاش در پرهیز از قاعده ابطال نموده و بر آن وقتی قرار نداده است. لذا در ماده فوق به صراحت قانونگذار

نسبت به عدم ابطال و غیر قابل اجرا بودن چنین معاملات تاکید ورزیده است (دیویس و همکاران، ۲۰۱۲، ۴۷۲).

در نظام حقوقی آمریکا، یکی از تخلفات شایع، مربوط به معاملات مذکور می باشد و در مقابله با تخلفاتی از این قبیل باید به رویه محاکم رجوع نمود. هر چند که در نظام حقوقی آمریکا تعریف جامعی از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی بعمل نیامده است با این وصف مقابله با ارتکاب به افشای نهانی اطلاعات موجب شده تا سرمایه گذاران با فراغ خاطر نسبت به معاملات اقدام نمایند و همین امر از دیدگاه بسیاری از اندیشمندان و صاحب نظران در حوزه بورس، توانسته وضعیت بازار سهام و بورس آمریکا را نسبت به سایر کشورها، علی الخصوص اروپا در موقعیت بهتری قرار دهد (نصیری و همکاران، ۱۳۸۹، ۱۴).

اصولاً تا قبل از سال ۱۹۳۴ که قانون اوراق بهادار آمریکا به تصویب رسید، سمت و سوی قانونی در معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی بر مبنای قوانین حاکم بر شرکت‌های تجاری آمریکا بود با این وصف تا قبل از قانون مذکور، سه عقیده بر نظام حقوقی آمریکا بر معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی حاکم بوده است که به شرح زیر می‌باشد

اول - دارندگان اطلاعات نهانی شرکتها، هیچ الزامی به افشای اطلاعات خصوصی خود نبوده و حتی می‌توانند با توجه به اطلاعات مذکور معاملاتی را انجام دهند. با این دیدگاه می‌توان به این نتیجه رسید که طرف معامله با توجه به اراده فروشنده هیچگاه از اطلاعات نهانی مطلع نمی شده و با این وصف در صورتی که اطلاعات مورد نظر که نهانی می‌باشد در صورت افشا، حتی موجب بر هم خوردن معامله یا گفتگوهای

مقدماتی گردد، با این وصف این حق برای شرکت دارای اطلاعات محفوظ است که اطلاعات مذکور را هیچگاه افشا ننماید.

دوم؛ از نظر این دیدگاه که با دیدگاه اول دارای وجه اشتراک است، شرکت های دارای اطلاعات نهانی هیچ تکلیفی برای افشای اطلاعات نهانی خود ندارند، اما در صورتی که بالضروره شرایط و اوضاع و احوال ایجاد نماید تا آنها مجبور به افشای اطلاعات گردند، در این امر مختار بوده و ایرادی بر آنها وارد نیست. و شرکت افشای کننده اطلاعات می تواند از این روش در راستای جذب هر چه بیشتر سرمایه ها اقدام نماید.

از منظر سوم، دارندگان اطلاعات نهانی، نمی توانند بدون در نظر گرفتن افشای اطلاعات اقدام به معاملات نمایند بلکه آنها موظفند قبل از آنکه سهام شرکت را معامله نمایند، به جهت جلوگیری از تعارض منافع، ابتدا باید نسبت به افشای اطلاعات اقدام و سپس نسبت به خرید سهام اقدام نمایند. به عبارت دیگر اگر اثبات گردد که شخص خریدار سهام یک شرکت از قبل به اطلاعاتی نهانی دسترسی داشته که در صورت افشای آن اطلاعات دیگران نیز رغبت به خرید سهام شرکت موصوف می نمودند، مقصر جلوه گر شده و معامله مذکور نیز فاقد وجاهت قانونی می باشد. به همین دلیل در سال ۱۹۰۳ یکی از مراجع قضایی (دیوان عالی ایالت جورجیا) در یک بررسی همه جانبه، ارتباط بین مدیران شرکت و صاحبان سهام را نوعی ارتباط امانی محسوب نمود و اعلام داشت که مدیران شرکت ها در واقع امانتدارانی هستند که از سوی صاحبان سهام، مصادیقی در نزد آنها به امانت می باشد که از جمله این مصادیق می توان به اطلاعات شرکت اشاره نمود (بینبریج، ۲۰۱۵، ۴۵۶). بر اساس آنچه گفته شد، اطلاعات

نهانی به آن دسته از اطلاعات کلیدی و منتشر نشده ای گفته می شود که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار یا ناشران آن مربوط می شود. این اطلاعات بر تصمیم های سرمایه گذاران و قیمت سهام تاثیر دارد، در صورتی که دارندگان اطلاعات با سوءاستفاده از موقعیت خود این اطلاعات را افشا نموده و معامله مبتنی بر این اطلاعات انجام شود. افشاء کننده دارای مسئولیت مدنی خواهد بود. در حقوق ایران نیز از آنجایی که با افشای اطلاعات نهانی به صورت غیر مجاز و انجام معامله بر آن اساس، در واقع حقوق شخص دیگری (اعم از حقیقی یا حقوقی) زایل می گردد، لذا مشروعیت چنین معاملاتی از دیدگاه حقوق ایران مورد پذیرش قرار ندارد. اصولاً در انجام یک فعل زیانبار آنچه که موجب می شود تا مسئولیت مدنی بر مرتکب متصور شود، نص صریح قانون نیست بلکه به نظر می رسد همان میزان که عرف تشخیص دهد که ارتکاب به عمل زیانبار موجب خسارت گردیده به جهت مشروعیت جبران خسارت کفایت می نماید. زیرا عمل مورد نظر قاعدتاً بر خلاف نظم عمومی بوده و حفظ و ارتقاء آن را خدشه دار می سازد. بنابراین در این راستا افشای اطلاعات نهانی علاوه بر اینکه به نوعی بر خلاف قواعد حاکم بر اصل امانتداری می باشد، بلکه عمل مذکور موجبات خدشه دار کردن نظم عمومی نیز می گردد در نتیجه عملی نامشروع به حساب می آید. با این وصف با توجه به غیر مشروع بودن معامله ای که بر اساس افشای اطلاعات نهانی صورت پذیرفته می توان به این نتیجه دست یافت که در حقوق ایران فاقد وجاهت قانونی بودن و چنین معامله ای باطل محسوب می گردد (شهیدی، ۱۳۹۳، ۳۸۸). در ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار، جرایم مرتبط با اشخاص دارنده

با این وصف در تبیین نظر فقهای امامیه با موضوع اطلاعات نهانی با مطالب مهمی نیز مواجه خواهیم بود. مطلب اول اینکه از آنجایی که اطلاعات نهانی به صورت غیر مشهود است به نوعی می‌توان آن را به عنوان مالکیت معنوی در نظر گرفت هر چند که مالکیت معنوی از سوی برخی از فقیهان هم چون امام خمینی (ره) مورد قبول قرار نگرفته است (خمینی، ۱۴۱۵، ۴۲۶). و برخی دیگر از فقهای معاصر آن را قبول نموده و با در نظر گرفتن قاعده لاضرر و قاعده منق الفراق به آن استناد کرده‌اند. با توجه به دو نظر فوق و اگر خواهیم عملکرد انتقال دهنده اطلاعات نهانی را مورد بررسی فقهی قرار دهیم دو حالت برخورد خواهیم نمود در مواجهه اول با فردی روبرو خواهیم شد که بنا بر موقعیت شغلی به اطلاعات دسترسی داشته و با در اختیار گذاشتن آن در نزد دیگری، هر چند به صورت مستقیم یا غیر مستقیم به منفعت دست یابد، می‌توان اتهام تصرف غیر قانونی را بر او مترتب نمود اما اگر فرد خود شخصا اقدام به معامله سهام شرکت نماید در چنین حالتی اتهام وارده از تصرف غیر قانونی به سوء استفاده از موقعیت می‌باشد و مانند وضعیت اول اطلاق عمل سرفت دور از ذهن به نظر می‌رسد.

### ۵-۵-۲. استفاده غیر مجاز از اطلاعات نهانی و خیانت در امانت

استفاده ناصحیح از اطلاعات می‌تواند از مصادیق خیانت در امانت محسوب شود. خیانت در امانت از دیدگاه فقه امامیه به عنوان یک عمل حرام و از گناهان کبیره محسوب می‌شود و دین صاحب امانت در اطلاق خیانتکار بودن بر او تاثیری نخواهد داشت (مکارم شیرازی، ۱۳۹۱، ۳۸۵). با این حساب در ارکان مدیریتی شرکت، بین مدیران و

اطلاعات ذکر شده است. استفاده مجرمانه از اطلاعات نهانی شامل هر نوع استفاده قبل از انتشار عمومی، افشای آن به صورت غیرقانونی و غیرمجاز یا فراهم کردن امکان و فرصت افشای اطلاعات است. همچنین این استفاده شامل کسب سود برای خود یا دیگران یا باعث ضرر و زیان زدن به دیگران می‌شود.

### ۵-۵-۵. معامله بر اساس اطلاعات نهانی از دیدگاه قواعد فقهی

حقوق ایران در بیان قواعد و هم چنین استنباط از موضوعات به قوانین حاکم به فقه اسلامی نیز نگاهی داشته و تلاش می‌نماید تا موضوعات را با محوریت فقهی مدنظر قرار دهد. بحث بورس و مصادیق مالی مربوط به آن از جمله نکات مهم در زندگی امروزه بوده و بعلت پویایی فقه اسلامی نظرات این نهاد اسلامی نیز بی‌تاثیر بر قوانین تجارت و مدنی نمی‌باشد لذا نظر کلی فقه در رابطه با معامله، مبنای اطلاعات نهانی را می‌توان به شرح زیر مورد بحث و مطالعه قرار داد.

### ۵-۵-۱. مصداق سرقتی بودن اطلاعات نهانی

در توضیحات قبلی بیان گردید که قانونگذار افراد مجاز برای دسترسی به اطلاعات نهانی را مشخص کرده است، ضمن آنکه اطلاعات هر شرکت به مثابه اموال و دارایی آن محسوب شده و این امر موجب می‌شود تا دسترسی افراد غیرمجاز به این اطلاعات مستوجبات مجازات را فراهم سازد. بنابراین استفاده از این اطلاعات و تصرف آنها بدون مجوز صاحبان آن، مصداق کامل سرقت محسوب می‌شود (علامه حلی، ۱۴۱۸، ۴۸۳). هر چند که مال مذکور به ناحق از سوی افراد بر آن غلبه شود می‌تواند از مصادیق غصب نیز محسوب گردد (نجفی، ۱۴۱۲، ۳۱۰).

قائل گردید (کاتوزیان، ۱۳۸۷، ۳۳۱). بر این اساس در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در صورتیکه دارنده اطلاعات نهانی آگاهانه و عمدانه با هدف فریب و گمراهی سایر معامله گران از این اطلاعات استفاده کرده و وارد چنین معاملاتی شود، مصداق تدلیس در معامله بوده و نیز باید حق فسخ معامله را برای طرف ناآگاه از اطلاعات نهانی براساس خیار تدلیس به رسمیت شناخت، زیرا آنچه دارنده اطلاعات نهانی از افشاء آن خودداری می‌کند، واقعیاتی است که طرف مقابل، امکان دسترسی و اطلاع یافتن از آنها را ندارد و عرف نیز ببتدید دارنده اطلاعات نهانی را که عمداً از افشاء آن برای سرمایه‌گذار امتناع کرده، به طور قطع فریبکار و مرتکب کاری ناشایست قلمداد می‌کند.

#### ۵-۵-۴. اطلاعات نهانی و غبن در

##### معامله

از دیگر تاسیس فقهی می‌توان به غبن در معامله اشاره کرد، غبن در معامله به لحاظ فقهی بدان معنا است که معامله صورت پذیرد که موضوع معامله به قیمتی بالاتر از قیمت اصلی خود در اختیار خریدار قرار گیرد (انصاری، ۱۴۱۷، ۲۶۷). با این وصف آنچه که در غبن می‌تواند حائز توجه باشد یک معادله نابرابر است که در آن زیان وارده به جهت اختلاف فاحش قیمت صورت می‌پذیرد، قانونگذار نیز در ماده ۴۱۷ ق. م. برای غبن محسوب شدن معامله دو شرط بر آن مترتب نموده است اول اینکه اختلاف ارزش بسیار فاحش باشد و دوم اینکه عرف نیز در تعامل رسیدن به آن ناتوان باشد و این زمانی است که قیمت موضوع معامله چنان از اختلاف فاحشی برخوردار شود که عرف نیز توانایی نزدیک کردن اختلاف بین طرفین را نداشته باشد؛ بنابراین فقها نیز

صاحبان سهام به نوعی رابطه وکیل - موکل برقرار است و مابقی افراد داخلی شرکت نیز با عنوان فرد امین که از سوی مدیر عامل معرفی می‌گردند باید تابع قوانین بوده و امین به حساب می‌آیند و لذا رعایت اصول امانتداری از مهمترین وظایف آنها می‌باشد.

#### ۵-۳. معامله بر مبنای اطلاعات نهانی

##### یعنی تدلیس

انجام برخی عملیاتی که موجب فریب طرف مقابل در عقد گردد به مفهوم تدلیس در فقه شناخته می‌شود عملیاتی مذکور به نحوی شرایط را توجیه می‌نماید که اگر واقعیت امر آشکار شود احتمال انعقاد بسیار کاهش یافته و یا اصلاً صورت نمی‌پذیرد بنابراین فرد تدلیس کننده بدنبال جلب توجه و اعتماد دیگر می‌شود (انصاری، ۱۴۱۷، ۵۰۰).

اما اینکه می‌توان قاعده تدلیس را در اطلاعات نهانی به عنوان نوعی فریب به حساب آورد نیازمند آن است تا نگاهی به مفهوم تدلیس در ماده ۴۳۸ قانون مدنی بیفکنیم. در این ماده قانونگذار برای احراز تدلیس دو ویژگی در نظر گرفته است، ویژگی اول آن عبارت است از انجام عملیات یا به عبارتی فعل مثبت و دوم نتیجه عملیات باید منتهی به فریب طرف مقابل گردد. به عبارتی فعل مثبت گمراه کننده باید به ثمر رسیده باشد. با این وصف در اطلاعات نهانی اینگونه به نظر می‌رسد که عملیاتی صورت نمی‌پذیرد بلکه صرفاً اطلاعاتی که از قبل تولید شده آشکار شده و به خریدار منتقل نمی‌شود. با این وصف برخی از حقوقدانان بر این امر اعتقاد دارند که با توجه به اینکه حسن نیت در قرارداد از جمله عوامل مهم محسوب می‌گردد در چنین شرایطی باید حق فسخ معامله را برای طرف دیگر

عوضین به دلیل عدم افشای اطلاعات تأثیرگذار وجود نداشته و خیار غبن محقق خواهد شد.

#### ۶. نتیجه

اطلاعات نهانی را باید یکی از عوامل اثرگذار در فرایند معاملات بورسی به حساب آورد، این نهاد از قابلیت اثرگذاری بر عواملی همچون اعتماد، اعتبار، قیمت و حتی نظم عمومی را دارد. در این خصوص هر دو نظام به نهانی بودن برخی از اطلاعات شرکت‌ها اذعان داشته و افشای غیر قانونی آنها را ممنوع می‌دانند. در قانون انگلیس، قانونگذار صرفاً به افشای اطلاعات توافق نشده اشاره داشته و آن را جزء اطلاعات نهانی می‌داند در حقوق آمریکا نیز افشای اطلاعات از سوی افراد حقیقی و حقوقی مورد توجه قرار دارد در صورتی که در قوانین ایران به موضوع افشای اطلاعات از سوی اشخاص حقیقی یا حقوقی اشاره‌ای نشده است. قانونگذار ایران در ماده ۳۲ به موضوع ویژگی بارز اثرگذاری بر روی قیمت اطلاعات نهانی اشاره داشته است. در نظام حقوقی کامن‌لا یکی از مولفه‌های اثرگذار بر مرتب نمودن مسئولیت بر اطلاعات نهانی موضوع اثرگذاری قیمت است اگر اطلاعات ارائه شده نتواند بر قیمت اثر بگذارد رافع مسئولیت می‌شود. قانونگذار کامن‌لا به این موضوع توجه دارد که رخدادهای مختلف می‌تواند در افزایش یا کاهش قیمت سهام یا اوراق بهادار موثر باشد بر همین اساس در صورت وقوع یک رخداد اثرگذار، تغییرات مورد نیاز جهت قیمت‌گذاری بر مبنای رخداد و اتفاق، سریع انجام و به اطلاع سرمایه‌گذاران خواهد رسید. این موضوع در حقوق ایران برابر بند ۱ ماده ۸۴ نیز قانونگذار انتشار اطلاعات را در موقع مناسب مورد تأیید قرار داده است. همچنین قانونگذار ایران دستورالعملی را در سال ۸۶

معتقدند که برای احراز غبن جهل مغبون به قیمت اصلی در زمان عقد و بالا و پایین بودن قیمت به غیر از آنچه که در عرف رایج می‌باشد محسوب می‌گردد (نجفی، ۱۴۱۲، ۴۳)

لذا با توجه به موارد فوق، غبن را می‌توان به دو صورت تصور نمود اول اینکه اصولاً در بازار اوراق بهادار افراد در زمان استفاده معامله تعادل بین عوضیین را درک کرده و بر آن اساس معامله می‌نمایند و در صورتی که پس از انجام معامله اطلاعات نهانی آشکار گردد به جهت آنکه بعد از معامله صورت پذیرفته و تعادل مربوط از بین رفته لذا نم‌یتوان حائز شرایط غبن و فسخ مربوط به آن باشد. زیرا ریسک بخشی از انجام یک معامله بورسی محسوب می‌شود.

از نگاه دوم عدم افشای اطلاعات نهانی می‌تواند بر تعادل ارزش واقعی و ارزش بازار موثر باشد به نظر میرسد از این منظر در صورتی که مدیر قیمت ارزش واقعی عوضیین در نظر گرفته شود لذا تعادل در قیمت واقعی عوضیین به جهت آنکه افشای اطلاعات نهانی صورت نپذیرفته اثرگذار نبوده و خیار غبن می‌تواند محقق شود (توحیدی، ۱۳۹۸، ۲۳۶) از این منظر، در بازار اوراق بهادار بسته به سطح کارایی آن قیمت اوراق نشان دهنده انعکاس تمام اطلاعات (تاریخی، در دسترس یا حتی نهانی) در قیمت است. در صورت عدم افشای برخی اطلاعات در قیمت، بین ارزش بازاری و ارزش واقعی اوراق بهادار تفاوت به وجود خواهد آمد. ممکن است در زمان انعقاد قرارداد و پیش از افشا و عمومی شدن اطلاعات نهانی، بین ارزش بازاری عوضیین تعادل وجود داشته باشد و عدم افشاء اطلاعات موجب شده است که اثر آنها بر قیمت بازاری منعکس نشود. اگر مالک ارزش واقعی عوضیین باشد، آنگاه تعادل در قیمت واقعی

## ۷. سهم نویسندگان

تمامی نویسندگان به صورت مساوی در تهیه این پژوهش مشارکت داشته اند.

## ۸. تضاد منافع

در این پژوهش تضاد منافع وجود ندارد.

## منابع

### منابع فارسی

- باقری، محمود؛ شوشی‌نسب، نفیسه، «مالکیت مستقیم و غیرمستقیم اوراق بهادار»، فصلنامه مطالعات حقوق تطبیقی، شماره دوم، ۱۳۹۲.
- پرهام مهر، حمیدرضا؛ تارم، میثم؛ ضیاجلدی، ایمان، «بررسی تطبیقی تاثیر افشای اطلاعات نهانی در معاملات بورس»، مجله حقوق خصوصی، شماره دوم، ۱۳۹۹.
- توحیدی، محمد، «بررسی و تحلیل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی بر اساس موازین فقه امامیه»، دوفصلنامه علمی تحقیقات مالی اسلامی، شماره شانزده، ۱۳۹۸.
- جنیدی، لعیا؛ نوروزی، محمد، «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»، فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی، شماره دوم، ۱۳۸۸.
- شریفی، سیدالهام، «بررسی تطبیقی جنبه های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره شش، ۱۳۸۵.
- شریفی، سیدالهام؛ بهشتی، شقایق، «مطالعه تطبیقی ممنوعیت های دارندگان اطلاعات نهانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار در حقوق اتحادیه اروپا- انگلیس- فرانسه و ایران»، مجله پژوهش‌های حقوقی (علمی- ترویجی)، شماره هفده، ۱۳۸۹.
- شهیدی، مهدی، آثار قراردادهای و تعهدات، چاپ دهم، تهران، نشر مجد، ۱۳۹۳.
- عرفانی، محمود، حقوق تجارت بین‌الملل، چاپ اول، تهران، انتشارات جنگل/ جاودانه، ۱۳۸۹.
- فیضی، چکاب، «الزامات حقوقی شرکت ها در لایحه جدید تجارت»، مجله حمایت، شماره دوازده، ۱۳۹۱.
- کاتوزیان، ناصر، قواعد عمومی قراردادهای، چاپ سیزدهم، تهران، شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷.

مصوب نموده که بر اساس آن برخی از اشخاص قانونا در صورت لزوم توانایی افشای اطلاعات را خواهند داشت اما در همان دستورالعمل در ماده ۱۵ شرایطی را وضع نموده که در صورت عدم نیاز به افشای اطلاعات یا وقوع رخدادهایی که در قانونگذار در ماده ۱۵ به آن اشاره داشته از افشای فوری اطلاعات امتناع ورزند این موضوع در حقوق کامن‌لا مورد توجه قانونگذار قرار نگرفته است. در هر دو نظام حقوقی جهت ابطال معاملاتی که جهت آنها نامشروع بوده و بر مبنای افشای اطلاعات غیر قانونی صورت پذیرفته در ماهیت با یکدیگر دارای وجه اشتراک هستند؛ اما در شکل اینگونه نیست زیرا در نظام حقوقی کامن‌لا، با مشخص شدن معامله بر مبنای افشای اطلاعات نهانی به صورت غیرقانونی، مسئولیت مدنی افشا کننده و جبران ضرر مورد توجه قرار دارد؛ اما ابطال قرارداد نیازمند مصادیقی مهمتر می‌باشد لذا در نظام حقوقی انگلیس، مسئولیت مدنی و جبران ضرر از چنان هزینه سنگینی برای معامله کنندگان غیرقانونی برخوردار است که در صورت انجام معامله به صورت قانونی، چنین هزینه‌ای به آنها تحمیل نمی‌شد. لذا اصل معامله را اصولا در قانون کامن‌لا ابطال یا فسخ نمی‌نمایند. ولی نظام حقوقی ایران زمانی که جهت معامله نامشروع باشد معامله باطل خواهد بود اما نکته مهمتر اینکه انجام معامله بر مبنای اطلاعات نهانی در واقع به نوعی از مصادیق خیانت در امانت یا دارا شدن بلاجهت است که از این نظر در نظام حقوقی ایران با معاملات فوق برخورد قانونی صورت خواهد پذیرفت.

- Goulding, Simon, Principles of company law, 2nd Edition, London, Publisher Routledge-Cavendish, 2013.
- Grundfest, J A, «To catch a thief Recent developments in insider trading law and enforcement», [http://www. sec. gov/news/speech/1986/062086grundfest,1986](http://www.sec.gov/news/speech/1986/062086grundfest,1986).
- Kim, Sung Hui, «Insider trading as private corruption», Journal of UCLA L. Rev, No. 4, 2013.
- Kitch, Edmund W, «The Law and Economics of Rights in Valuable Information Who owns knowledge?», Journal of knowledge and the law, No. 25, 2008.
- Latimer, Paul; Maume, Philipp, How Should Financial Markets Be Regulated to Ensure That Information Is Provided? In Promoting Information in the Marketplace for Financial Services, 2nd Edition, Swinburne, Publications Springer, 2015
- Martin, Elizabeth A; Law, Jonathan, Oxford dictionary of law, 7nd Edition Oxford, Oxford University Press, 2009.
- Mélon, Lela, Shareholder Primacy and Global Business, 1st Edition, New York, Publications Routledge, 2019.
- Miller, Roger LeRoy, Business law today comprehensive, 11th Edition, London, Cengage Learning, 2016.
- Perrone, Andrea, «Eu market abuse regulation The puzzle of enforcement», Journal of European Business Organization Law Review, NO. 2, 2020.
- Schneeman, Angela, The law of corporations and other business organizations, 6th Edition, London, Publisher Cengage Learning, 2012.
- Treynor, Jack L; LeBaron, Dean, «Insider trading Two comments», Financial Analysts Journal, No. 3, 2004.

- مکارم شیرازی، ناصر، «استثنائات و نظرات در فقه و حقوق»، فصلنامه رهنمون مدرسه عالی شهید مطهری، شماره های شانزده و هفده، ۱۳۹۱.
- منفرد میرزایی، غلامعلی، «تحلیل جرم معامله متکی بر اطلاعات نهانی»، مجله پژوهش های حقوقی شهر دانش، شماره هفده، ۱۳۸۹.
- نصیری، مرتضی؛ عیسایی تفرشی، محمد؛ قربانی لاجوانی، مجید، «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی (مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و ایران)»، مجله حقوق بین الملل، شماره بیست و چهار، ۱۳۸۷.

#### منابع عربی

- انصاری، مرتضی بن محمد امین، المكاسب، چاپ سوم، قم، نشر ائمه، ۱۴۱۵.
- خمینی، روح الله، تحریر الوسیله، چاپ چهارم، تهران، نشر حوزه علمی مروی، ۱۴۱۵.
- علامه حلی، حسن بن یوسف بن مطهر، تذکره الفقهاء، چاپ اول، قم، مؤسسه لإحیاء التراث آل البيت (ع)، ۱۴۱۸.
- نجفی، محمدباقر، جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام، چاپ ششم، بیروت، دار احیاء التراث العربی، ۱۴۱۲.

#### منابع لاتین

- Bainbridg, Stephen, «A Critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1934», Journal of Virginia Law Review. No. 71, 2015.
- Counsell, Lynne, Defences To Insider Dealing The Fiduciary the Insider and the Conflict, 1th edition, UK, Publications Brehon Sweet & Maxwell, 1995.
- Davies, Paul Lyndon; Worthington, Sarah; Micheler, E; Gower and Davies' principles of modern company law, 3th edition, London, Publications Sweet & Maxwel, 2012
- Engelen, Peter-Jan; Liedekerke, [Luc Van](#), «An ethical analysis of regulating insider trading», Working Papers from Utrecht School of Economics, No. 6-5, 2006

