

## **Investigation and Analysis of Insider Information Trading According to the Principles of *Imamia* Jurisprudence**

**Mohamad Tohidi\***

Received: 06/01/2017

Accepted: 18/04/2017

### **Abstract**

Transactions based on insider information has always been one of the most important issues in stock exchanges. Traders with insider information are classified into two categories: first-hand traders; the ones which have a legal relationship with companies that disclose information, and second-hand traders; the ones which don't have this advantage but receive secret data either accidentally or through brokers in an organized manner, and these secret data can form the basis for their decision-making.

In this study, after defining insider information, a variety of trading with insider information, and related approaches and theories, we have discussed how to compensate the incurred losses.

In the next section, a descriptive/ analytical method has been used to analyze and adjust these with *Imamia* jurisprudential principles including prohibition of harms and losses, cheating, deception, seizure of properties, and trading with caravans (*rukban*).

### **Keywords**

Speculation, Inside Information, Market Efficiency, Jurisprudence

JEL Classification: G14, G18.

---

\* Assistant Professor, Department of Finance, Faculty of Islamic Sciences and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. tohidi@isu.ac.ir

## بررسی و تحلیل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی بر اساس موازین فقه امامیه

محمد توحیدی\*

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۱۰/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۱/۲۹  
مقاله برای اصلاح به مدت ۲۷ روز نزد نویسنده (گان) بوده است.

### چکیده

در معامله با اطلاعات نهانی، دسترسی به اطلاعاتی درباره بازار وجود دارد که عموم معامله‌گران از آن آگاه نیستند و تلاش می‌شود قبل از اینکه بازار از اطلاعات مطلع شده و در قیمت منعکس گردد، معامله‌گر با اطلاعات نهانی خود سود کسب نماید. معاملات متکی بر اطلاعات نهانی همواره یکی از مباحث مهم در بورس‌های اوراق بهادار می‌باشد. مباحث نظری متعددی در سه دهه اخیر در خصوص شیوه‌های ردیابی، کشف و منع این پدیده انجام شده است که در استانداردهای افشای اطلاعات و قوانین تنظیمی بورس‌ها تبلور یافته است. معامله‌گران با اطلاعات نهانی به دو دسته معامله‌گران دست اول (افراد که دارای رابطه حقوقی با شرکت ناشر هستند) و معامله‌گران دست دوم (معامله‌گرانی بدون داشتن رابطه حقیقی مستقیم با ناشر که از طریق واسطه‌ها به صورت برنامه‌ریزی شده و یا کاملاً تصادفی به اطلاعات نهانی دست یافته‌اند) تقسیم می‌شوند و این اطلاعات نهانی می‌تواند مبنای تصمیم‌گیری آنان در خرید و فروش باشد. در این تحقیق ضمن تعریف اطلاعات نهانی، انواع معاملات با اطلاعات نهانی و رویکردها و نظریه‌ها نسبت به معاملات نهانی، به مبحث ضرر و زیان ناشی از معاملات با اطلاعات نهانی پرداخته شده و اینکه ضرر و زیان ناشی از معاملات با اطلاعات نهانی چگونه باید جبران شود. در بخش بعد به روش توصیفی تحلیلی به تجزیه و تحلیل و تطبیق این نوع معاملات با اصول و موازین فقه امامیه از جمله ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت غبن، تدلیس، غصب اموال، ممنوعیت تلقی رقبان پرداخته می‌شود. ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت تدلیس، تصرف غیرقانونی در اموال و خیانت در امانت از جمله مواردی است که برای ممنوعیت فقهی معاملات با اطلاعات نهانی می‌توان بدان‌ها اشاره نمود.

### واژگان کلیدی

بورس‌بازی، اطلاعات نهانی، کارایی بازار، فقه امامیه.

طبقه‌بندی JEL: G14, G18.

\* استادیار گروه مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق علیه‌السلام، تهران، ایران

#### مقدمه

اثرات معامله گروه خاصی از سهامداران بر اساس اطلاعات منتشر نشده و کسب بازدهی بیشتر از سایر سرمایه‌گذاران مقوله مهمی برای فعالان عادی بازارهای اوراق بهادار می‌باشد. مسأله کسب بازدهی بیشتر توسط دارندگان اطلاعات نهانی خصوصاً مدیران شرکت‌ها، زمانی اهمیت پیدا می‌کند که به‌عنوان هدف مدیریت شرکت‌ها قرار گیرد و آنها در اطلاع‌رسانی صحیح و به‌موقع به سرمایه‌گذاران، بازدهی بیشتر خود نسبت به سایر فعالان بازار را لحاظ کنند. به همین دلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی، فاکتورهای مهم نظریه کارایی بازار و نظریه نمایندگی را به چالش می‌کشد.

در معامله با اطلاعات نهانی، دسترسی به اطلاعاتی درباره بازار وجود دارد که عموم معامله‌گران از آن آگاه نیستند. از این رو قیمت بازار اوراق بهادار اشتباه بوده و قبل از اینکه بازار از اطلاعات مطلع شده و در قیمت منعکس گردد، معامله‌گر با اطلاعات نهانی خود سود کسب می‌نماید. یک دسته از معامله‌گران بازار که ممکن است در معامله با اطلاعات نهانی مشارکت کنند همان خودی‌های شرکت هستند. این‌ها شامل مدیران ارشد یا دیگر افرادی هستند که چشم‌انداز خوبی از اقدامات یک شرکت پذیرفته شده خاص در بورس دارند. معامله با اطلاعات نهانی در این مورد زمانی اتفاق می‌افتد که معامله‌گر با اطلاعات نهانی، سهام شرکت را پیش از افشای اطلاعات مربوط به شرکت، خرید و فروش می‌کند. با این حال افراد داخلی شرکت تنها افرادی نیستند که به اطلاعات نهانی دسترسی دارند. کارگزاران نیز به دلیل موقعیت خاصشان برای جهت‌دهی و سیگنال دادن به مشتریان‌شان، خودشان را در مقام دارنده اطلاعات نهانی می‌بینند. این مورد شبیه تکنیک‌های دستکاری قیمتی مخصوص کارگزار است که پیش‌تر تبیین شد.

#### ۱. پیشینه تحقیق

قاسمی و نوروزی (۱۳۹۰) در مقاله‌ای با عنوان «استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار» به بررسی ابعاد مختلف حقوقی استفاده از اطلاعات نهانی پرداخته و پیشنهادهایی را در ارتباط با نحوه تفسیر ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ارائه می‌گردد. ایشان بیان می‌دارد استفاده از اطلاعات نهانی علاوه بر عنصر مادی، نیازمند یک عنصر معنوی است

و اگر دارنده اطلاعات نهانی این اطلاعات را بدون انگیزه کسب سود شخصی به کار برد، عمل وی فقط به کارگیری محض اطلاعات نام دارد و استفاده از اطلاعات نهانی محسوب نمی‌شود. همچنین ایشان مطرح می‌کند مفهوم معامله براساس اطلاعات نهانی علاوه بر انعقاد عقد اصلی مبنی بر خرید یا فروش اوراق بهادار، هرگونه مقدمه چینی که عرفاً به انعقاد نهایی منجر می‌شود و همچنین افعال منفی، مثل خودداری از معامله را نیز شامل می‌شود. همچنین افشاء اطلاعات نهانی برای دیگری یا توصیه او به انجام یا عدم انجام معامله براساس این اطلاعات فقط در صورتی استفاده از اطلاعات نهانی محسوب می‌شود که احتمال قابل توجهی وجود داشته باشد که طرف مقابل در نهایت براساس سخنان فرد دارنده اطلاعات، اقدام به انجام معامله خواهد کرد.

جنیدی و نوروزی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار» به بررسی و تفسیر ویژگی‌های مختلف اطلاعات نهانی پرداخته‌اند. نصیری و دیگران (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی؛ مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و ایران» ابتدا به مقایسه معامله با اطلاعات نهانی با سایر جرایم مشابه چون سوء استفاده از اختیارات، سوء استفاده از اموال و کلاهبرداری پرداخته و سپس به بررسی تطبیقی چنین معاملاتی در حقوق ایران و آمریکا پرداخته است. ایشان نتیجه‌گیری می‌کند با وجود ممنوعیت معامله با اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، قراردادی که بر خلاف منع قانون‌گذار منعقد شده است از نظر حقوقی صحیح و معتبر است. البته طرف مقابل دارنده اطلاعات نهانی می‌تواند با استناد به خیار تدلیس عقد را فسخ نماید.

تحقیقات خارجی متعددی به بررسی موضوع معامله با اطلاعات نهانی از ابعاد مختلف پرداخته‌اند که به برخی از مهم‌ترین آنها اشاره می‌گردد.

انگِلن و لیدِکرک (۲۰۰۶)<sup>۱</sup> در پژوهشی با عنوان «تحلیل اخلاقی مقررات‌گذاری معاملات با اطلاعات نهانی ضمن مقایسه معامله با اطلاعات نهانی و دستکاری قیمتی» به بررسی مزایا و معایب این نوع معاملات در بازارهای مالی پرداخته و نتیجه می‌گیرند با ایجاد شرایط قراردادی خاصی برای رعایت حق مالکیت اطلاعات، مزایای چنین معاملاتی بیش از معایب آن خواهد بود.

سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (۲۰۰۳)<sup>۲</sup> در تحقیق جامعی با عنوان «معامله با اطلاعات نهانی؛ چگونه نظام‌های حقوقی آن را مقررات‌گذاری می‌کنند؟» در بخش اول به تحلیل مقررات معاملات با اطلاعات نهانی پرداخته و در بخش دوم به پیاده‌سازی قوانین معاملات با اطلاعات نهانی در نظام‌های حقوقی مختلف پرداخته است. مایکل مانو و (۱۹۸۹)<sup>۳</sup> در مقاله‌ای با عنوان «زیان ناشی از معامله با اطلاعات نهانی و بورس‌بازی آگاهانه» اثبات می‌کند که بورس‌بازان با اطلاعات نهانی بخشی از سود خود را با تحمیل هزینه‌هایی به دیگر سرمایه‌گذاران به دست می‌آورند، در نتیجه این رویه سبب دلسرد کردن و کم‌انگیزه کردن سرمایه‌گذاران شرکتی شده و کارایی رفتار شرکتی را کاهش می‌دهد.

عبیدالله (بی‌تا)<sup>۴</sup>، در مقاله‌ای با عنوان «اخلاق و کارایی در بازارهای سهام اسلامی» به بررسی چارچوب اخلاقی اسلام در بازارهای مالی پرداخته که از جمله اصول مطروحه دسترسی به اطلاعات برابر و مصلحت است و عنوان می‌کند بر این اساس معامله با اطلاعات نهانی جایگاهی در بازار سهام اسلامی نخواهد داشت.

همان‌طور که پیشینه تحقیق گویای آن است، هرچند در مورد ابعاد مالی و حقوقی معاملات با اطلاعات نهانی تحقیقات داخلی و خارجی متعددی نگاشته شده‌اند، اما تحقیقی که به‌طور متمرکز به بررسی فقهی این مسأله پرداخته باشد، یافت نشده و این تحقیق بر آن است تا ضمن مفهوم‌شناسی دقیق معاملات با اطلاعات نهانی، به بررسی ابعاد فقهی این مسأله بپردازد.

## ۲. تعریف اطلاعات نهانی

کشورهای مختلف هر یک با در نظر گرفتن شرایط بومی خود، تعاریف مختلفی از اطلاعات نهانی، خودی‌ها و محرمین اطلاعات و معاملات متکی بر اطلاعات نهانی ارائه نموده‌اند؛ این تعاریف نقش کلیدی در تعریف جرایم و چگونگی برخورد با آنها دارد.

ماده (۷) مقررات سوء استفاده بازار<sup>۵</sup> اتحادیه اروپا ویژگی‌های «اطلاعات نهانی» را

به‌صورت ذیل تعریف می‌کند:

- اطلاعات دارای ماهیت دقیقی باشد.

- به صورت عمومی منتشر نشده باشد.
- به طور مستقیم یا غیرمستقیم به یک یا چند ناشر اوراق یا به یک یا چند ابزار مالی مرتبط باشد.
- اگر به صورت عمومی منتشر شود، احتمالاً اثر قابل ملاحظه‌ای بر روی قیمت آن ابزارهای مالی یا بر روی قیمت ابزارهای مشتقه مربوطه داشته باشد.

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 را تحت تأثیر قرار می‌دهد، اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار می‌کند (Morse, 1996, p. 425).

در ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار ایران اطلاعات نهانی عبارتند از «هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد.

بر اساس تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای اطلاعات نهانی شرکت شناخته می‌شوند:

- مدیران شرکت شامل اعضای هیأت مدیره، هیأت عامل، مدیر عامل و معاونان آنان.
- بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت.
- سهامدارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت تکفل خود، بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند یا نمایندگان آنان.
- مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذی‌ربط یا نمایندگان شرکت‌های مادر (هلدینگ) که مالک حداقل ۱۰ درصد سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند.

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

### ۳. انواع معامله‌گران با اطلاعات نهانی

در تعریف معامله‌گران با اطلاعات نهانی، باید بین دو گروه عمده از معامله‌گران با اطلاعات نهانی تمایز قائل شد: معامله‌گران دست اول (اولیه) و دست دوم (ثانویه). تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار ایران در تعیین اشخاص دارای اطلاعات نهانی، تنها معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست اول را شامل شده و قطعاً مقررات‌گذاری معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم، کار مشکل‌تر و پیچیده‌تری خواهد بود که در قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران دیده نشده است، هرچند که در برخی نظام‌های حقوقی برای کنترل معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم نیز مقررات‌گذاری نموده‌اند (OICU-IOSCO, 2003, pp. 9-10). البته بند «ه» تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار ایران اگر به صورت موسع تفسیر شود، می‌تواند اشخاص بسیاری را که اصولاً در زمره دارندگان اولیه اطلاعات نهانی نیستند نیز شامل شود.

### ۳-۱. معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست اول

عموماً شامل مدیریت شرکت و اعضای هیأت مدیره می‌شود. گاهی کارکنان شرکت و افرادی که خدماتی برای ناشر فراهم می‌کنند شامل وکلا، حسابداران، حسابرسان و مشاوران مالی نیز جزء همین دسته محسوب می‌شوند. با این حال تعریف ذی‌نفعان اصلی شرکت، از یک نظام حقوقی به یک نظام حقوقی دیگر متفاوت است. به‌عنوان نمونه از سهامداران دارنده حداقل ۵ درصد سهام یک شرکت در چین تا سهامداران دارنده حداقل ۲۵ درصد در مجارستان جزء ذی‌نفعان اصلی شرکت محسوب می‌شوند. ذی‌نفعان اصلی داخل در تعریف معامله‌گران با اطلاعات نهانی دسته اول می‌شوند، زیرا آنها دسترسی (رسمی یا غیر رسمی) به اطلاعات بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران خرد دارند و در اغلب کشورها مجازات‌های شدیدتر به این دسته از معامله‌گران تحمیل می‌شود، زیرا فرض بر اینست که این افراد دارای اطلاعات نهانی ناشر هستند.

یک دسته خاص از خودی‌های دسته اول شرکت، خودی‌های موقتی<sup>۶</sup> هستند. آنها، اشخاص حرفه‌ای مانند وکلا، حسابداران و حسابرسان، مشاوران مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و... هستند که رابطه استخدامی با شرکت ناشر نداشته ولی با توجه به خدماتی که برای ناشر فراهم می‌کنند، تصمیمات شرکت را تحت تأثیر قرارداد و امکان دسترسی به اطلاعات مهم شرکت را دارند. این خودی‌های بیرونی دارای انگیزه جدی برای معامله براساس اطلاعات نهانی خود هستند.

### ۲-۳. معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم

این معامله‌گران افرادی هستند که اطلاعات نهانی را از شخصی دیگر (نه ضرورتاً یک خودی و محرم شرکت) به دست می‌آورند. آنها می‌توانند اطلاعات نهانی را به واسطه ارتباط خاص با شخصی که از اطلاعات نهانی آگاهی دارد (انتقال دهنده<sup>۷</sup>) و یا به خاطر قرار گرفتن در شرایط خاصی (خودی‌های تصادفی و اتفاقی<sup>۸</sup>) به دست آورند.

### ۱-۲-۳. انتقال دهنده

انتقال اطلاعات غیرعمومی و محرمانه توسط یک خودی و محرم شرکت به یک فرد دیگر با هدف معامله آن فرد مبتنی بر آن اطلاعات را تبیین<sup>۹</sup> گویند. افرادی که اطلاعات را از یک خودی دسته اول دریافت می‌کنند تبیی<sup>۱۰</sup> نامیده می‌شوند. قوانین و مقررات کشورهای خاصی این دسته از معامله‌گران را نیز به طور مشابه مدنظر قرار داده و اجازه معامله براساس آن اطلاعات را به آنان نمی‌دهد. تفاوت‌ها به نوع برخورد و مواجهه با انتقال دهنده‌های دسته دوم برمی‌گردد؛ یعنی افرادی که اطلاعات نهانی را از منابعی غیر از خودی‌های دسته اول دریافت می‌کنند. استفاده از اطلاعات نهانی توسط انتقال دهنده‌های دسته دوم همیشه و در همه کشورها غیرقانونی در نظر گرفته نمی‌شود. به عنوان نمونه در سنگاپور این دسته معامله‌گران ممنوع نشده است. به نظر بهترین سناریو این است که تمامی افراد دارنده اطلاعات نهانی چه دست اول و چه دست دوم، باید در معرض تحریم‌ها و مجازات‌ها باشند، اما نکته‌ای که وجود دارد این است که شناسایی انتقال دهنده‌های دسته دوم کار بسیار مشکلی برای نهاد ناظر بازار اوراق بهادار خواهد بود.



### ۳-۲-۲. خودی‌های تصادفی

این دسته افرادی هستند که نه دسترسی به اطلاعات نهانی دارند و نه اطلاعات از طریق شخصی که دسترسی داشته، بدان‌ها منتقل شده است، بلکه آنها اطلاعات نهانی را به دلیل قرار گرفتن در شرایط و موقعیت خاصی به دست آورده‌اند. نمونه‌هایی از چنین شرایطی شامل استراق سمع یک گفتگو در آسانسور یا از طریق موبایل، یافتن مستندات محرمانه در سطل زباله، دریافت یک فکس که اشتباه ارسال شده است و... که در قوانین و مقررات کشورهای مختلف، این دسته معامله‌گران از سایر معامله‌گران با اطلاعات نهانی دسته دوم تفکیک نشده‌اند. این دسته معامله‌گران عموماً تحت عنوان خودی‌های دست دوم محسوب شده و همان قوانین و مقررات معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم (در صورت وجود) شامل خودی‌های تصادفی هم می‌شود.

### ۴. رویکردها و نظریه‌ها نسبت به معاملات با اطلاعات نهانی

مهم‌ترین موضوع مورد مناقشه محققین، نظارت و منع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی یا عدم نظارت بر این دسته از معاملات می‌باشد. در واقع دو دیدگاه متفاوت که هر یک استدلال‌هایی را مطرح می‌سازند منجر به بروز این اختلاف گردیده است؛ گروه اول معتقدند معاملات متکی بر اطلاعات نهانی منجر به افزایش کارایی بازار می‌شود و گروه دوم معتقدند به کاهش کارایی و یکپارچگی بازار منتهی می‌شود. به هر حال محققین تا کنون به یک چهارچوب نظری یکسان توافق ننموده‌اند و این مسأله منجر به ارائه تحقیقات تجربی بسیار متنوع و مدل‌های علمی گردیده است.<sup>۱۱</sup>

از جمله صاحب‌نظرانی که موافق نقش معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر کارایی بازار هستند می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

هنری<sup>۱۲</sup> (۱۹۸۵) در مقاله‌ای با عنوان «معامله با اطلاعات نهانی و حقوق مالکیت در عصر جدید اطلاعات» بیان می‌دارد معامله با اطلاعات نهانی همیشه قیمت‌های سهام را در جهتی سوق خواهد داد که به درستی منعکس کننده تمام حقایق واقعی درباره شرکت باشد. ترینور<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۴) در مقاله‌ای با عنوان «معامله با اطلاعات نهانی؛ دو دیدگاه» معتقد است اگر یکی از وظایف اولیه بازارها کشف قیمت دقیق باشد، استثنا کردن معاملات با

اطلاعات نهانی معنی ندارد. با حذف معامله‌گران با اطلاعات نهانی، آگاهی بازارها کمتر شده و قیمت‌های بازار انعکاس‌دهنده دانش تجمعی همه فعالان بازار نمی‌باشد. همچنین انگلن<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۷) در مقاله‌ای با عنوان «اخلاق معاملات با اطلاعات نهانی» بیان می‌دارد با وارد شدن اطلاعات نهانی در قیمت، قیمت‌های اوراق بهادار بهتر و سریع‌تر انعکاس‌دهنده ارزش بنیادی واقعی شرکت خواهند بود و به معامله‌گران با اطلاعات نهانی این اجازه را خواهد داد که کارایی تخصیصی بازار اوراق بهادار را افزایش دهند.

از جمله صاحب‌نظرانی که مخالف نقش معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر کارایی بازار هستند می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

گراندفست و دیگران<sup>۱۵</sup> (۱۹۸۶) در مقاله‌ای با عنوان «گرفتن دزد: تحولات اخیر در قانون معاملات متکی بر اطلاعات نهانی و اجرای آن» باور دارند اطلاعات یک نوع دارایی است. کسب دارایی بدون رضایت و موافقت، دزدی محسوب می‌شود و دزدی هم غیراخلاقی و هم خلاف کارایی است. عدم کارایی چنین معاملاتی بدین خاطر است که انگیزه سرمایه‌گذاری دیگر معامله‌گران را از بین برده و سازوکارهای سیگنال‌دهی قیمتی، سیستم بازار آزاد را مخدوش می‌کند. سروویسکی<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۵) در مقاله‌ای با عنوان «عایدی سرمایه» باور دارد معامله با اطلاعات نهانی یک روش ناکارای دستیابی به کارایی بازار است، زیرا تمام سود معامله‌گر نهانی ناشی از وقفه میان زمانی است که وی شروع به فروش می‌کند و زمانی که بازار متوجه آنچه اتفاق افتاده می‌شود. آنچه به نفع بازار سرمایه است، شفافیت است، در حالی که معامله‌گران نهانی از عدم شفافیت و ابهام منتفع خواهند شد.

براساس دیدگاه‌های متفاوت صاحب‌نظران، تئوری‌های رایج در خصوص معاملات متکی بر اطلاعات نهانی به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند:

#### ۴-۱. نظریه‌های مخالف اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

##### ۴-۱-۱. نظریه جرم بدون قربانی<sup>۱۷</sup>

این نظریه در سال ۱۹۸۷ توسط هرزل<sup>۱۸</sup> و کاتز<sup>۱۹</sup> مطرح گردید. این تئوری، ادعا می‌کند که معاملات متکی بر اطلاعات نهانی قربانی ندارد. زیرا معاملاتی که با هدایت محرمین

اطلاعات انجام شود، قیمت سهام را به سمت اعمال اثر اطلاعات محرمانه سوق می‌دهد و در نتیجه قیمت اوراق بهادار مفروض واقعی خواهد شد و از واقعی شدن قیمت سهام کلیه سهامداران نفع خواهند برد.

#### ۴-۱-۲. نظریه پاداش مدیریت<sup>۲۰</sup>

این تئوری براساس این مفهوم بنا نهاده شده است که تنها راه کنترل یا به عبارتی جبران خدمات مدیریت، اعطای مجوز استفاده از اطلاعات محرمانه به نفع خود است. این مسأله بر این واقعیت بنا شده است که پاداش پرداختی به مدیریت و اعطای اختیار خرید سهم نمی‌تواند کافی باشد و همچنین نمی‌تواند انگیزه‌ای برای مدیر برای ارتقای ثروت در شرکت باشد (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 10).

#### ۴-۱-۳. نظریه کارآمدی بازار<sup>۲۱</sup>

سومین تئوری مخالف اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر مبنای مفهوم کارایی بازار در سطح قوی بنا نهاده شده است. قیمت سهام نمایی از کلیه اطلاعات موجود شامل اطلاعات خصوصی و محرمانه می‌باشد. بنابراین بر طبق دیدگاه لیلند<sup>۲۲</sup> (۱۹۹۲)، دولی<sup>۲۳</sup> (۱۹۸۰) و مان<sup>۲۴</sup> (۱۹۹۶)، محرمین اطلاعات قیمت سهام را با سرعتی بیشتر به سمت ارزش‌های واقعی شرکت سوق داده و انعکاس بهتری از اطلاعات ممکن شامل عمومی و خصوصی را برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل فراهم می‌آورد.

#### ۴-۲. نظریه‌های موافق اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

##### ۴-۲-۱. نظریه تصرف غیرقانونی<sup>۲۵</sup>

این نظریه بر مبنای این ایده شکل گرفته است که اطلاعات خصوصی و حرفه‌ای در زمره دارایی‌های نامشهود یک شرکت قرار داشته و دارای ارزش است. ایروین<sup>۲۶</sup> (۱۹۸۷) هرگونه سوءاستفاده از اطلاعات نهانی شرکت با انگیزه کسب منفعت شخصی توسط دارندگان این اطلاعات، را می‌توان با سرقت و دزدی از شرکت مساوی دانست. در واقع اطلاعات مهم و خصوصی شرکت‌ها را می‌توان در طبقه دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها قرار داد و از آنها محافظت به عمل آورد، بنابراین یکی از وظایف مدیریت حفظ و حراست از این اطلاعات می‌باشد. طبق این نظریه استفاده از اطلاعات محرمانه منجر به افشای زود

هنگام اطلاعات محرمانه شرکت خواهد شد، زیرا خرید و فروش مدیران شرکت منجر به تغییر غیرمعمول حجم و قیمت سهام شرکت می‌شود (Kitch, 1980, pp. 683-723; Easterbrook, 1981, pp. 309-335; Bainbridge, 2000, pp. 22-24).

#### ۴-۲. نظریه مساوات در بازار<sup>۲۲</sup>

این تئوری بر این موضوع بنا نهاده شده است که کلیه فعالان بازار می‌بایست تصمیماتشان را بر مبنای مجموعه‌ای از اطلاعات یکسان اتخاذ نمایند. برابری اطلاعاتی و ایجاد فرصت مساوی برای تصمیم‌گیری در خصوص سبدهای سهام، منجر به افزایش اعتماد و مشارکت سرمایه‌گذاران خواهد شد. مهم‌ترین استدلال مطرح شده در این تئوری، اصل حسابداری «افشای کامل اطلاعات» می‌باشد. شرکت‌ها طبق این اصل موظفند شرایط معامله یکسان، از نظر اطلاعاتی را برای کلیه مشارکت‌کنندگان در بازار فراهم آورند (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 10).

#### ۵. زیان و ضرر ناشی از معاملات با اطلاعات نهانی

زیان و ضرر ناشی از معامله با اطلاعات نهانی در سه سطح قابل بررسی است:

- ۱- زیان و ضرر به شرکتی که اطلاعات نهانی مربوط به آن شرکت است؛
- ۲- زیان و ضرر به طرف معامله که از این اطلاعات بی‌خبر است؛
- ۳- زیان و ضرر به یکپارچگی و کارایی کل بازار اوراق بهادار.

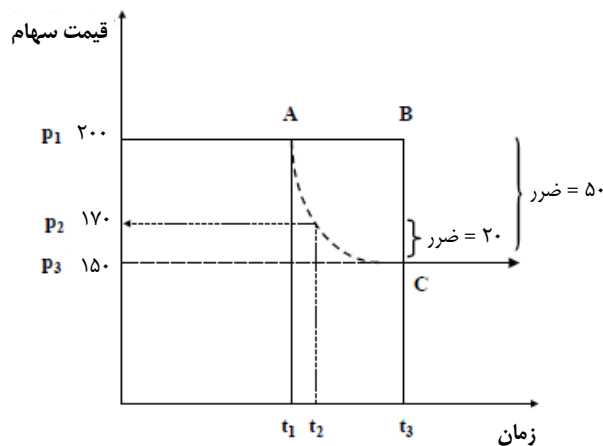
#### ۵-۱. زیان و ضرر به ناشر

اطلاعات شرکت دارای ارزش بوده و به‌عنوان یک حق مالکیت نامشهود و ارزشمند محسوب می‌شود. وجود حقوق مالکیت در دارایی‌های نامشهود دیگر نظیر حق اختراعات، حق کپی‌رایت، علائم تجاری، اسرار و اطلاعات معامله، پذیرفته شده است (Engelen & Liedekerke, 2006, pp. 14-15; Bainbridge, 2000, p.75). بنابراین اطلاعات نهانی و منتشر نشده یک شرکت جزء اموال و دارایی‌های نامشهود شرکت محسوب شده و معامله با این اطلاعات نقض آشکار حقوق مالکیت محسوب شده و به نوعی سرقت اموال شرکت محسوب می‌شود.

## ۵-۲. زیان و ضرر به طرف مقابل معامله (معامله گر غیر مطلع)

در نگاه اول شاید قربانی و متضرر بالقوه معامله با اطلاعات نهانی، فروشنده بالقوه‌ای است که سهامش را به یک بورس‌باز دارای اطلاعات نهانی می‌فروشد و یا بالعکس از او می‌خرد. نکته مهم این است که آن فروشنده به هر حال قصد فروش سهم خود را دارد و اینکه یک معامله‌گر با اطلاعات نهانی خریدار است و یا کسی دیگر، عواید حاصل از فروش وی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. در واقع تحقیقات آکادمیک نشان‌دهنده این است که معامله با اطلاعات نهانی منجر به هیچ زیانی به گروه معین و مشخصی نمی‌شود و حتی چه بسا به جای زیان، به نوعی فروشنده با دریافت قیمت بهتر، کمکی هم دریافت کرده باشد (Haddock & Macey, 1986, pp. 1452-1453). فرض کنید اتفاقی افتاده که اثر منفی بر ارزش شرکت دارد. در چنین موقعیتی بورس‌بازان با اطلاعات نهانی با داشتن این اخبار بد، با فروش اوراق خود قبل از انتشار این اخبار، سود کسب می‌کنند. همان‌طور که در نمودار (۱) نمایان است، فرض کنید قیمت اولیه سهم در لحظه  $t_1$ ، ۲۰۰ تومان است. به خاطر فروش سهام توسط دارندگان اطلاعات نهانی، قیمت سهم در نتیجه عرضه مازاد کاهش می‌یابد. فرض کنید دارنده اطلاعات نهانی اوراقش را در زمان  $t_2$  به یک معامله‌گر غیرمطلع به ۱۷۰ تومان می‌فروشد. پس از این، قیمت در زمان  $t_3$  با انتشار عمومی اخبار، به ۱۵۰ تومان کاهش می‌یابد. معامله‌گر غیرمطلع در این معامله ۲۰ تومان ضرر می‌کند، اما در صورت نبود معامله‌گر با اطلاعات نهانی در بازار، معامله‌گر غیرمطلع سهم را ۲۰۰ تومان خریده و با کاهش قیمت سهم (پس از انتشار اخبار بد) به ۱۵۰ تومان، وی ۵۰ تومان ضرر خواهد کرد. با عرضه اضافی معامله‌گران با اطلاعات نهانی، خریداران (معامله‌گران غیرمطلع) در موقعیت بهتری قرار دارند نسبت به هنگامی که آنها بدون معامله با دارندگان اطلاعات نهانی، همچنان خرید می‌کنند. این مثال را می‌توان برای زمانی که یک اتفاق خوب می‌افتد نیز تکرار نمود. در این حالت معامله‌گر با اطلاعات نهانی مثبت قصد خرید سهم خواهد داشت. فرض کنید به خاطر تقاضای دارنده اطلاعات نهانی، قیمت سهم در زمان  $t_2$  به ۲۲۰ تومان افزایش یافته و پس از این با انتشار عمومی اخبار، قیمت سهم به ۲۵۰ تومان افزایش یابد. در این وضعیت اگر معامله‌گر با اطلاعات نهانی وجود نداشت. معامله‌گر غیرمطلع در زمان  $t_1$  سهم را به قیمت ۲۰۰ فروخته و در

زمان  $t_3$  قیمت سهم به ۲۵۰ می‌رسید که هیچ نفعی از افزایش قیمت نمی‌برد، اما با وجود معامله‌گر با اطلاعات نهانی، وی سهم را در زمان  $t_2$  به ۲۲۰ فروخته که به نوعی از بخشی از افزایش قیمت سهم منتفع می‌شد.



نمودار (۱): میزان زیان طرف مقابل معامله در مورد اخبار منفی راجع به قیمت سهام  
منبع: (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 10)

### ۳-۵. زیان و ضرر به کل بازار اوراق بهادار

یکپارچگی بازار اوراق بهادار و تضمین کارکرد صحیح بازارهای مالی مبنایی برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی است و به‌طور قطع معاملات براساس اطلاعات نهانی به دلیل عدم رعایت مساوات و عدالت در دسترسی به اطلاعات فعالان بازار، ناعادلانه محسوب شده و به یکپارچگی بازارهای مالی لطمه وارد کرده و اعتماد عمومی در بازار را تضعیف خواهد کرد. معامله‌گران با اطلاعات نهانی این توانایی را دارند که از زیان خودداری کرده، زیرا ریسک عدم اطمینان در سرمایه‌گذاری آنها به حداقل رسیده و می‌توانند به راحتی با داشتن اطلاعات نهانی و استفاده زود هنگام از اطلاعات منتشر نشده، همیشه سود کسب کنند. در واقع دارندگان اطلاعات نهانی (عمدتاً معامله‌گران و سرمایه‌گذاران نهادی)، همیشه برنده بازار بوده و این معامله‌گران غیرمطلع (عمدتاً معامله‌گران و سرمایه‌گذاران خرد) در بازار هستند که در مجموع بازنده محسوب می‌شوند، اما همان‌طور

که در بخش قبل ذکر گردید نمی‌توان شخص خاصی را به‌عنوان متضرر تعیین نمود، اما می‌توان ادعا نمود کل بازار اوراق بهادار به‌خاطر وجود معامله‌گران با اطلاعات نهانی متضرر خواهد شد (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 7).

#### ۴-۵. بررسی فقهی بورس‌بازی مبتنی بر اطلاعات نهانی

معاملات با اطلاعات نهانی با چند اصل اساسی در شریعت اسلام منافات دارد که عبارتند از:

#### ۴-۵-۱. مصداق تصرف غیرقانونی اموال شرکت

سرقه عبارت است از دزدیدن مال دیگری به‌صورت پنهان (حلی، ۱۴۲۸ق، ج ۳، ص. ۴۸۳)، که چنانچه گرفتن به ناحق مال به زور و با غلبه باشد، غضب نامیده می‌شود (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۱۳، ص. ۳۱۰).

سرقه از باب حکم تکلیفی دارای حرمت و از باب حکم وضعی موجب ضمان است و با وجود عین مال ربوده شده، سارق باید آن را به صاحبش بازگرداند و در صورت تلف، باید مثل آن و با دسترسی نداشتن به مثل و یا قیمتی بودن مال، قیمت آن را بپردازد (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۴۱، صص. ۵۴۳-۵۴۴) و اگر عین مال در دستش نقصان یافته، باید ارزش آن را نیز بپردازد. سرقه مال دیگری، علاوه بر ضمان، موجب ثبوت حد با شرایط ذکر شده در کتب فقهی می‌شود (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۴۱، ص. ۴۷۵).

همان‌طور که پیش‌تر در نظریه تصرف غیرقانونی ذکر شد، اطلاعات خصوصی و حرفه‌ای شرکت در زمره دارایی‌های نامشهود یک شرکت قرار داشته و مالکیت آن مربوط به شرکت است. از نظر فقهی، حقوق مالکیت فکری یا معنوی مورد تردید و زمینه جدی فقها قرار دارد. برخی فقیهان معاصر چون حضرت آیت‌الله امام خمینی (ره) و آیت‌الله صافی حقوق مالکیت فکری را اساساً غیرشرعی می‌دانند (موسوی خمینی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، صص. ۶۲۵-۶۲۶؛ صافی، ۱۳۷۱، صص. ۲۰۷-۲۰۹). از جمله دلایل مخالفین حقوق مالکیت معنوی، ناسازگاری با قاعده تسلیط، عدم اعتبار مالکیت معنوی و... می‌باشد. برخی دیگر از فقهای معاصر مانند آیت‌الله فاضل‌لنکرانی و آیت‌الله مکارم‌شیرازی قائل به جواز حقوق مالکیت فکری هستند (فاضل‌لنکرانی، ۱۳۷۱، ص. ۲۱۰؛ مکارم‌شیرازی، ۱۳۷۱،

ص. ۲۱۱). از جمله دلایل قائلین به حقوق مالکیت فکری و معنوی، تمسک به قاعده «لاضرر»، «سیره عقلا» و نظریه منطقه الفراغ است.

در ایران پس از تصویب قانون ثبت علائم و اختراعات سال ۱۳۱۰ اولین قانون به منظور حمایت از مالکیت فکری در سال ۱۳۴۸ تحت عنوان قانون حمایت از حقوق مؤلفان، مصنفان و هنرمندان به تصویب رسید. در پی آن قانون دیگری به نام قانون ترجمه و تکثیر کتب و نشریات و آثار صوتی در سال ۱۳۵۲ و سپس قانون حمایت از حقوق پدیدآورندگان نرم‌افزاری رایانه‌ای در سال ۱۳۷۹ به تصویب رسید.

با فرض اینکه اطلاعات نهانی شرکت مصداق دارایی‌های نامشهود بوده و حقوق مالکیت فکری را در مورد آن بپذیریم، از نظر فقهی اگر دارنده اطلاعات نهانی که دارای رابطه حقوقی و امانی با شرکت است (مانند مدیر عامل، کارکنان و...)، اطلاعات محرمانه شرکت را به دیگران انتقال داده و به نوعی منفعت و درآمدی از این طریق به طور مستقیم یا غیرمستقیم کسب کند، می‌تواند مصداق تصرف غیرقانونی در دارایی‌های نامشهود شرکت محسوب شود. اما اگر خود فرد با داشتن اطلاعات محرمانه شرکت، اقدام به خرید و فروش سهام شرکت به قیمت موردنظر کند و از این راه سود ببرد، هرچند عنوان سوء استفاده از اطلاعات در مورد وی صدق می‌کند، اما اطلاق عنوان سرقت مشکل می‌باشد. همچنین در استفتائاتی که محقق از فقها و مراجع عظام تقلید نموده است، حتی فقهایی مانند آیت‌الله صافی گلپایگانی که حقوق مالکیت فکری را نپذیرفته و معاملات با اطلاعات نهانی را جایز می‌دانند، بیان می‌دارند اگر ضمن عقد لازمی بر مدیران و کارکنان شرط شود که نمی‌توانند با اطلاعات نهانی معامله شخصی کنند، در این صورت عمل به چنین شرطی تکلیفی لازم خواهد بود. همچنین برخی فقها مانند آیت‌الله گرامی معتقدند اگر اطلاعات محرمانه شرکت از اسناد طبقه‌بندی شده باشد که انتشار آن ممنوع است، جائز نیست آن را در مسیر معاملات خود قرار داده از آن استفاده کند و فروش آن هم ممنوع خواهد بود.<sup>۲۸</sup>



#### ۵-۴-۲. مصداق خیانت در امانت.

«ودیعہ» یا «امانت» آن است که انسان مال خود را به دیگری به منظور حفظ و نگهداری بسپارد. اسلام خیانت در امانت را بسیار نکوهش کرده و آن را علامت نفاق می‌داند (کلینی، ج ۲، ص. ۲۹۱ و ۲۳۲).

اسلام تأکید بسیار فراوانی به موضوع امانت داشته است و در آیات و روایت مکرر به رعایت امانت توصیه شده است.

➤ «فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فَلْيُؤَدِّ الَّذِي أُؤْتِمِنَ أَمَانَتَهُ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ...»<sup>۲۹</sup> (بقره: ۲۸۳).

➤ «وَالَّذِينَ هُمْ لِأَمَانَاتِهِمْ وَعَهْدِهِمْ رَاعُونَ ... أُولَئِكَ فِي جَنَاتٍ مُّكْرَمُونَ»<sup>۳۰</sup> (معارج:

۳۲-۳۵)

➤ «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا»<sup>۳۱</sup> (نساء: ۵۸).

➤ «... وَالَّذِينَ هُمْ لِأَمَانَاتِهِمْ وَعَهْدِهِمْ رَاعُونَ»<sup>۳۲</sup> (مؤمنون: ۸).

➤ «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَخُونُوا اللَّهَ وَالرَّسُولَ وَتَخُونُوا أَمْنِيكُمْ»<sup>۳۳</sup> (انفال: ۲۷).

همچنین در روایات بسیاری از ائمه معصومین علیهم السلام به اهمیت امانت‌داری و نهی از خیانت در امانت اشاره شده است:

- امام صادق(ع) می‌فرماید: «از خدا بترسید و هرکس که شما را امین دانسته و امانتی به شما سپرده، امانتش را بازگردانید» (صدوق، ۱۳۷۶، ص. ۲۴۵).

- امام باقر(ع) می‌فرماید: «سه چیز است که خداوند اجازه ترک آنها را به هیچ‌کسی نداده است: ادای امانت به نیکوکار و بدکار، وفای به عهد برای نیکوکار و بدکار، نیکی به پدر و مادر چه نیکوکار و چه بدکار» (کلینی، ۱۳۶۳، ج ۲، ص. ۱۶۲).

برطبق نظر فقها خیانت در امانت حرام و از گناهان کبیره است. اگر کسی امانتی را بپذیرد، باید در نگهداری آن کوتاهی نکند، خواه صاحب امانت مسلمان باشد یا غیرمسلمان (مکارم‌شیرازی، توضیح‌المسائل، ص. ۳۸۵). بر این اساس در ماده ۶۷۴ قانون مجازات اسلامی، ضمن اعلام جرم بودن خیانت در امانت، مجازات حبس از شش ماه تا سه سال برای مجرم در نظر گرفته شده است.

رابطه بین مدیران شرکت و سهامداران رابطه اصیل و وکیل بوده و خودی‌های شرکت که به اطلاعات ممتازی دسترسی دارند، به‌عنوان امین شرکت و وکیل سهامداران (مالکان اصلی شرکت) در نظر گرفته می‌شوند تا زمانی که چنین اطلاعاتی در دسترس عموم بازار قرار گیرد. تا آن زمان، چنین فردی از معامله اوراق بهادار شرکت با استفاده از چنان اطلاعات ممتازی به‌نفع خود، منع خواهد بود. کسی که از این اصل سوءاستفاده کند، در واقع متهم به خیانت در امانت است.

براساس آیات و روایت، در فرهنگ اسلام امانت به دو چیز اطلاق می‌شود: تکالیف بندگی و مال سپرده شده. اگر اطلاعات نهانی شرکت را به‌عنوان یک دارایی نامشهود شرکت که دارای ارزش است بپذیریم آنگاه این نوع امانت از جنس اموال خواهد بود و افشای این اطلاعات، معامله و کسب سود براساس این اطلاعات و یا هر نوع سوءاستفاده دیگری که به ضرر سهامداران و دیگر ذی‌نفعان شرکت و بدون اجازه آنان باشد، ممنوع بوده و مصداق خیانت در امانت خواهد بود. بنابراین اگر مدیر براساس قوانین و مقررات از استفاده از اطلاعات نهانی برای نفع شخصی منع شده باشد، معامله براساس این اطلاعات و انتقال اطلاعات به‌نفع شخص ثالث خلاف وظیفه امانت‌داری مدیر خواهد بود. البته اگر مدیران شرکت (کسانی که مال امانی را قبول کرده‌اند)، در نگهداری آن افراط یا تفریط نکرده باشند و علی‌رغم تلاش آنان در نگهداری اسرار و اطلاعات شرکت، این اطلاعات به بیرون سرایت کرده و مورد سوءاستفاده قرار گیرد، در این صورت مدیران شرکت ضامن نیستند (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۲۷، ص. ۲۸).

#### ۳-۴-۵. مصداق تدلیس در معامله

در اصطلاح فقهی تدلیس آن است که یکی از دو طرف عقد کارهای فریبنده و نیرنگ‌آمیز انجام دهد، یا این کارها با آگاهی او صورت گیرد و به سبب آن کارها، کالای مورد معامله یا شخص طرف عقد، فاقد عیب یا نقص موجود یا واجد کمال غیرموجود نمایانده شود و با اغوای طرف دیگر عقد، وی به انعقاد آن برانگیخته شود (شهید ثانی، ۱۴۰۳ق، ج ۳، ص. ۵۰۰؛ نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۱۰، ص. ۸۴۵؛ زحیلی، ۱۴۰۹ق، ج ۴، ص. ۲۱۸). بر این

اساس، تدلیس علاوه بر پوشاندن عیب، اظهار کمال غیر موجود را نیز در بر می‌گیرد (حرعاملی، بی تا، ج ۱۰، ص. ۱۱۰۷؛ شهید ثانی، ۱۴۰۳ق، ج ۳، ص. ۵۰۰).

در مورد سکوت از نقص مورد معامله، میان فقها اختلاف نظر است. برخی فقها نظیر امام خمینی (ره) سکوت از عیب را تدلیس ندانسته و موجب خیار فسخ نمی‌دانند (موسوی خمینی، بی تا، ص. ۲۹۶).<sup>۳۴</sup> برخی فقها نیز قائل به این هستند که سکوت از بیان نقص نیز مصداق تدلیس محسوب می‌شود. صرف سکوت از نقص مورد معامله، اخفا محسوب نمی‌شود، بلکه باید اخفاکننده با وجود علم به نقص مورد عقد، نسبت به آن سکوت کند تا تدلیس صورت گیرد (نجفی، ۱۳۶۶، ج ۳۰، ص. ۳۶۳؛ مکارم شیرازی، بی تا، ج ۵، ص. ۱۰۳).

بر اساس ماده ۴۳۸ قانون مدنی «تدلیس عبارتند از عملیاتی که موجب فریب طرف معامله شود». بنابراین بر اساس نظر فقها و حقوق دانان، اولاً باید عملیاتی انجام شود، ثانیاً این اقدام باید موجب فریب طرف معامله شود.

بر اساس نظر امام خمینی (ره) و قانون مدنی، 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 برخی حقوق دانان در این زمینه تفسیرهای خاصی ارائه داده‌اند، 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 دادوستد، سکوت طرف قرارداد فریب‌کاری و به منزله دروغ‌گویی است، در اینجا تدلیس مصداق داشته، 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 شود (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص. ۳۳۱).

بر این اساس در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در صورتی که دارنده اطلاعات نهانی آگاهانه و عامدانه با هدف فریب و گمراهی سایر معامله‌گران 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 بی‌تردید دارنده اطلاعات نهانی را که عمداً از افشاء آن برای سرمایه گذار امتناع کرده، به‌طور قطع فریبکار و مرتکب کاری ناشایست قلمداد می‌کند.

#### ۴-۴-۵. مصداق غبن در معامله

غبن در لغت به معنی خدعه، گول زدن و اطلاعات خلاف واقع دادن است. در مجمع‌البحرین واژه غبن به معنای خدعه، نیرنگ، نقض عهد و... به کار می‌رود (طریحی، ۱۴۱۶ق، ج ۶، ص. ۲۸۸). همچنین در قاموس قرآن غبن به معنی گول زدن در معامله است (قرشی، ۱۴۱۲ق، ج ۵، ص. ۸۸).

در اصطلاح فقهی به مالکیت در آوردن مال است به قیمتی که از قیمت اصلی زیاد باشد و همراه جهل طرف دیگر معامله باشد (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۲، ص. ۲۶۱). همچنین امام خمینی (ره) می‌فرماید «غبن عبارت است از فروختن مال خود به کمتر از قیمت واقعی آن و یا خریدن کالایی بیشتر از بهای واقعی‌اش با جهل مغبون (فروشنده یا خریدار) به واقع» (خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص. ۵۲۲).

در اصطلاح حقوقی غبن در قراردادها به مفهوم عدم تعادل میان مورد معامله و ارزش مقرر آن است مانند عدم تعادل میان ثمن و مبیع. 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 (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص. ۲۰۸).

براساس ملاکی که در قانون مدنی ماده ۴۱۷ ذکر شده است، «غبن در صورتی فاحش است که عرفاً قابل مسامحه نباشد». اگر از نظر عرف تفاوت قیمت با قیمت بازار قابل مسامحه باشد، اصولاً غبن صدق نمی‌کند، زمانی غبن ثابت می‌شود که عرف آن تفاوت

قیمت را اگماض نکند و غبن فاحش آنجایی صادق است که در عرف قبول تفاوت قیمت به صورت جدی نفی شود. البته برای تشخیص اینکه چه مقداری در عرف قابل مسامحه است همیشه ممکن است اختلاف پیش بیاید. ملاک ایجاد خیار فسخ وجود غبن فاحش است و معیار اساسی در فاحش بودن غبن همانطور که در ماده ۴۱۷ اصلاحی قانون مدنی ذکر شده است عدم تعادل ارزش تاحدی که از نظر عرف قابل مسامحه و چشم‌پوشی نباشد.

معروف میان فقها - بلکه بر آن ادعای اجماع شده - ثبوت خیار برای فروشنده یا خریدار به سبب غبن در معامله، در صورت جهل مغبون به واقع است (شهید ثانی، بی‌تا، ج ۳، ص. ۲۰۳)، لیکن منقول از برخی قدما عدم ثبوت چنین خیاری است (شهید اول، بی‌تا، ج ۳، ص. ۲۷۵).

بر اساس نظر فقها، ثبوت خیار غبن منوط به تحقق دو شرط است: یکی، جهل مغبون به قیمت واقعی در زمان عقد و دیگری، کاهش یا افزایش قیمت فراتر از مقدار مسامحه عرفی در مثل آن. بنابراین، با علم مغبون و یا تفاوت ناچیز در قیمت از نظر عرف، خیار غبن ثابت نمی‌شود (نجفی، ۱۳۶۶، ج ۲۳، ص. ۴۳).

در مورد فوری یا با تراخی بودن خیار غبن، اختلاف نظر است. نظر مشهور فوری بودن خیار غبن است. مغبون پس از آگاهی از غبن باید فوری معامله را فسخ کند و در صورت تأخیر، خیار او ساقط می‌گردد؛ لیکن برخی فقها خیار غبن با تراخی را نیز جایز دانسته‌اند و اعتقاد دارند با تأخیر زمانی، خیار ساقط نمی‌شود. البته نباید تأخیر به اندازه‌ای باشد که به طرف دیگر معامله زیان برسد (نجفی، ۱۳۶۶، ج ۲۳، ص. ۴۳؛ انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۵، ص. ۲۰۶).

در زمان انعقاد معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، ارزش بازاری عوضین متعادل است. فروشنده، سهم را به قیمت رایج در بازار می‌فروشد و خریدار نیز آن را به قیمت متعارف خریداری می‌کند و از جهت نهانی بودن اطلاعات راجع به اوراق بهادار خللی به تعادل عوضین معامله وارد نمی‌شود. افشاء اطلاعات نهانی و عمومی شدن آن پس از انعقاد قرارداد، تعادل عوضین را از بین می‌برد و موجب زیان دیدن طرف ناآگاه می‌شود. از سوی دیگر، فقها و حقوق‌دانان وجود عدم تعادل بین ارزش عوضین در زمان

انعقاد قرارداد را از ارکان تحقق غبن می‌دانند. بنابراین سؤال این است که آیا طرف زیان‌دیده از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، می‌تواند پس از افشای اطلاعات و عمومی شدن آن، قرارداد را به استناد خیار غبن فسخ نماید، در حالی که در زمان عقد، مال را به قیمت متعارف خریده یا فروخته است. دو پاسخ 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- در بازار اوراق بهادار بسته به سطح کارایی آن قیمت اوراق نشان‌دهنده 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 عوضین تعادل وجود داشته باشد و عدم افشاء اطلاعات موجب شده است که اثر آنها بر قیمت بازاری منعکس نشود. اگر ملاک ارزش واقعی عوضین باشد، آنگاه تعادل در قیمت واقعی عوضین به دلیل عدم افشای اطلاعات تأثیرگذار وجود نداشته و خیار غبن محقق خواهد شد.

در مقایسه دو استدلال ذکر شده و براساس توضیحاتی که در زمینه تحقق غبن در معاملات ذکر گردید، پاسخ اول با نظر فقها و حقوق‌دانان سازگارتر بوده، بدین معنا که در زمان انعقاد معامله بین عوضین تعادل وجود داشته و افشاء اطلاعات نهانی پس از قرارداد (و نه زمان انعقاد) موجب از بین رفتن تعادل بین عوضین شده است. هرچند پاسخ دوم نیز دور از ذهن نبوده و قابل بررسی و تأمل بیشتر است.

#### ۵-۴-۵. مصداق «ضرر و ضرار» در بازار

قاعده ممنوعیت ضرر و ضرار از حدیث معروف «لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ فِي الْإِسْلَامِ»، اخذ شده است و به قاعده لاضرر معروف است (حرعاملی، ۱۴۱۴ق، ج ۲۶، ص. ۱۴). این قاعده بر معاملات و مبادلات عقلایی حاکم است و شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می‌کند که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط معامله، باعث

ضرر و ضرار نشود. در غیر این صورت به وسیله ضابطه نفی ضرر، یا به بطلان معامله حکم می‌کند یا با آوردن قیودی، معامله را به رعایت شرایطی مقید می‌کند و در جایی که ضرر از وجود شرایط ناشی شده باشد، آن شرایط را الغا می‌کند.

فقهها در معنا و مفاد این قاعده نظریه‌های مختلفی مطرح کرده‌اند که در این تحقیق به نظر امام خمینی (ره) با توجه رویکرد حکومتی وی در فقه بسنده می‌گردد.

امام خمینی (ره) قاعده لاضرر را از باب حکم حکومتی می‌داند. براساس دیدگاه ایشان نفی به معنای نفی است؛ اما نه نفی الهی، بلکه نفی سلطانی و حکومتی است. این نفی از پیامبر (ص) به سبب آن که رهبر و حاکم بوده است صادر شده است.

به نظر امام خمینی (ره) از حدیث «لاضرر و لاضرار» دو قاعده استفاده می‌شود؛ یکی ممنوعیت وارد کردن خسارت‌های مالی و جانی به دیگران و دوم ممنوعیت ایجاد فشارهای روحی و به وجود آوردن تنگنا و حرج و سختی برای دیگران. قاعده اول مستفاد از «لاضرر» و قاعده دوم مستفاد از «لاضرار» است (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۵، ص. ۵۲۰)، زیرا ضرر معمولاً درباره آسیب‌های مالی و جانی استعمال می‌شود، برخلاف ضرار که اغلب در دشواری و ایجاد حرج و سختی به کار برده می‌شود و پیامبر (ص) با این جمله از ایجاد هرگونه خسارت مالی، جانی و روحی نفی کرده است.

ضرری که ممکن است از معاملات با اطلاعات نهانی حاصل شود پیش‌تر در سه سطح، ضرر به طرف مقابل معامله، ضرر به شرکت ناشر که اطلاعات متعلق به اوست و ضرر به کل بازار تقسیم‌بندی شد.

- اگر بپذیریم که اطلاعات نهانی و منتشر نشده یک شرکت جزء اموال و دارایی‌های نامشهود شرکت است و انتقال این اطلاعات محرمانه به افراد خارج از شرکت (به صورت بلاعوض و یا با عوض معلوم) نقض آشکار حقوق مالکیت محسوب شده و به نوعی سوءاستفاده از اموال شرکت و تصرف غیرقانونی اموال شرکت خواهد بود، در این صورت انتقال اطلاعات محرمانه شرکت ممکن است سبب ایجاد خسارت به مالکان شرکت شود که در این صورت براساس قاعده لاضرر ممنوع است. همچنین اگر دارندگان اطلاعات محرمانه شرکت (مدیران، کارکنان و...) که با شرکت رابطه امانی و وکالتی دارند و براساس قوانین و

مقررات شرکت از معامله با اطلاعات نهانی و انتقال آن منع شده باشند، اگر بدون اجازه مالکان شرکت (سهامداران) اقدام به معامله براساس این اطلاعات نموده و یا آن را به خارج از شرکت منتقل کرده و از این طریق خسارت و زیانی متوجه مالکان اصلی شرکت (سهامداران) شود، بر اساس قاعده لاضرر چنین اقدامی ممنوع بوده و در صورت بروز زیان و خسارت، ضرر زننده مسئول جبران زیان و ضرر خواهد بود.

- معامله گر با اطلاعات نهانی نه تنها سبب ایجاد خسارت و ضرر به طرف مقابل معامله نمی شود، بلکه تحقیقات آکادمیک نشان دهنده این است که حتی چه بسا به جای زیان، به نوعی فروشنده با دریافت قیمت بهتر، کمکی هم دریافت کرده باشد که پیش تر بدان اشاره نمودیم.

- اصل ایجاد خسارت در معاملات با اطلاعات نهانی در سطح کل بازار است. به طور قطع، معاملات بر اساس اطلاعات نهانی به دلیل عدم رعایت مساوات و عدالت در دسترسی به اطلاعات فعالان بازار، ناعادلانه محسوب شده و به یکپارچگی بازارهای مالی لطمه وارد کرده و اعتماد عمومی در بازار را تضعیف خواهد کرد که همه اینها خسارات و ضررهای جبران ناپذیری محسوب می شود که قانون گذاران در کشورهای مختلف با تمسک بدین خسارتها و ضررها، سعی در پیشگیری یا جبران این خسارتها هستند. در واقع دارندگان اطلاعات نهانی (عمدتاً معامله گران و سرمایه گذاران نهادی)، همیشه برنده بازار بوده و این معامله گران غیرمطلع (عمدتاً معامله گران و سرمایه گذاران خرد) در بازار هستند که در مجموع بازنده محسوب می شوند، اما همان طور که در بخش قبل ذکر گردید نمی توان شخص خاصی را به عنوان متضرر تعیین نمود، اما می توان ادعا نمود کل بازار اوراق بهادار به خاطر وجود معامله گران با اطلاعات نهانی متضرر خواهد شد.



بنابراین براساس رویکرد امام خمینی (ره)، پس از اثبات ضرری بودن معاملات با اطلاعات نهانی، حاکم اسلامی می‌تواند معامله‌گران بازار را از وارد ساختن خسارت به یکدیگر منع فرموده و در صورت بروز آن، جبران خسارت لازم آید.

#### ۵-۴-۶. ممنوعیت براساس نظریه منطقه‌الفراغ

اگر ممنوعیت معاملات با اطلاعات نهانی را براساس هیچ‌یک از موارد پیش‌گفته نپذیریم، آن‌گاه می‌توان براساس نظریه منطقه‌الفراغ شهید صدر قائل به این شد که حاکم اسلامی می‌تواند برای حفظ انسجام و یکپارچگی بازارهای مالی، جلب اعتماد فعالان بازار و ایجاد نظم اقتصادی در بازارها، در حوزه‌ای از نظام شریعت که دستوری الزامی از ناحیه شرع، وجود ندارد و فعالان بازار در انتخاب راه آزادی عمل دارند، برخی دستورات الزامی را وضع نماید و جعل این قوانین باید به‌گونه‌ای باشد که با قانون شرع و قانون اساسی کشور منافات نداشته باشد (صدر، ۱۴۰۳ق، ص. ۱۱ و ۷۲۶). در واقع اداره اقتصادی جامعه در گرو هماهنگی و عملی شدن عناصر ثابت شریعت و متغیر آن است و وضع حوزه ترخیص در شریعت ناشی از اهمال قانون‌گذار نبوده، بلکه برای پوشش دادن مقتضیات زمان و مکان می‌باشد و این امر نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری احکام شریعت در شرایط مختلف اقتصادی است (صدر، ۱۴۰۲ق، صص. ۷۲۵-۷۲۶).

#### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این تحقیق سعی گردید مبنای فقهی ممنوعیت معاملات با اطلاعات نهانی مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. جمع‌بندی فقهی این بحث در سه سطح قابل بررسی است:

الف. از منظر شرکت: به نظر می‌رسد در سطح شرکت، معامله خودی‌های شرکت (معامله‌گران دست اول) که دارای رابطه امانی و وکالتی با شرکت هستند از نظر فقهی مصداق سوءاستفاده از اموال شرکت بوده و اگر ضمن قرارداد لازمی از این کار منع شده باشند، عمل به‌چنین شرطی تکلیفاً لازم خواهد بود و در صورت عمل نکردن، مصداق تصرف غیرقانونی اموال شرکت خواهد بود. همچنین انتقال اطلاعات محرمانه شرکت به بیرون (به‌صورت بلاعوض یا با عوض)، می‌تواند مصداق سرقت و تصرف غیرقانونی اموال شرکت و همچنین خیانت در امانت بوده و نامشروع است که اگر

سبب ایجاد خسارت به مالکان شرکت نیز شود، می توان به قاعده ممنوعیت ضرر و ضرار استناد نمود.

ب. از منظر طرف مقابل معامله: معاملات در بازار براساس باورهای ناهمگن صورت می پذیرد. طرفین معامله فکر می کنند که تصمیم آنها به فروش یا خرید براساس اطلاعات دقیق است. در بازار اوراق بهاداری که معاملات به صورت آنلاین و الکترونیکی صورت می پذیرد، طرفین معامله همدیگر را نشناخته و هیچ کس نمی داند که طرف مقابل وی دارای اطلاعات نهانی است یا خیر.

با فرض اینکه بر خلاف نظر امام خمینی (ره) و ماده ۴۳۸ قانون مدنی بپذیریم امتناع از افشای اطلاعات (در جایی که با توجه به اوضاع و احوال و عرف دادوستد، سکوت طرف قرارداد فریبکاری و به منزله دروغ گویی است)، مصداق تدلیس در معامله است و باید حق فسخ معامله را برای طرف ناآگاه از اطلاعات نهانی براساس خیار تدلیس به رسمیت بشناسیم، زیرا آنچه دارنده اطلاعات نهانی از افشاء آن خودداری می کند، واقعیاتی است که طرف مقابل، امکان دسترسی و اطلاع یافتن از آنها را ندارد و عرف نیز بی تردید دارنده اطلاعات نهانی را که عمداً از افشاء آن برای سرمایه گذار امتناع کرده، به طور قطع فریبکار و مرتکب کاری ناشایست قلمداد می کند. بنابراین اگر طرف غیرمطلع معامله یا نهاد ناظر متوجه شود که فرد براساس اطلاعات نهانی خرید و فروش می کند، آن گاه فسخ قرارداد بر اساس خیار تدلیس قابل بررسی است و اگر خسارتی نیز وارد شده باشد براساس قاعده غرور قابل جبران خواهد بود. اما نکته ای که واضح است اینکه معامله گر غیرمطلع در معامله با فردی دارای اطلاعات نهانی (با فرض اطلاعات نهانی منفی) کمتر متضرر شده و حتی در شرایطی (با فرض اطلاعات مثبت) ممکن است سود بیشتری نسبت به شرایط عادی (زمانی که معامله براساس اطلاعات نهانی صورت نپذیرد) کسب کند. بنابراین در این خصوص، تمسک به قاعده غرور<sup>۳۵</sup> و لاضرر برای اثبات ضرری بودن و جبران ضرر و خسارت مشکل است.

ج. از منظر کل بازار: یکپارچگی بازار اوراق بهادار و تضمین کارکرد صحیح بازارهای مالی مبنایی برای جلب اعتماد سرمایه گذاران به بازارهای مالی است. معامله با استفاده

از اطلاعات نهانی پدیده زیان‌باری است که به دلیل عدم رعایت مساوات و عدالت در دسترسی به اطلاعات فعالان بازار، به یکپارچگی بازارهای مالی لطمه وارد کرده و اعتماد عمومی در بازار را تضعیف خواهد کرد. بنابراین از منظر کل بازار معاملات با اطلاعات نهانی به دلیل عدم رعایت عدالت در دسترسی به اطلاعات، ضرری بوده و بر اساس قاعده لاضرر چنین معاملاتی ممنوع خواهد بود. همچنین با فرض نپذیرفتن سایر مبانی فقهی برای منع شرعی چنین معاملاتی، بر اساس نظریه منطقه الفراغ شهید صدر، حاکم اسلامی و به تبع نهاد ناظر می‌تواند برای جلب اعتماد فعالان بازار و ایجاد نظم اقتصادی در بازارها، در این زمینه که دستوری الزامی برای منع از ناحیه شرع، وجود ندارد، برخی دستورات الزامی را وضع نماید. همان‌طور که قانون‌گذاران بازارهای مالی سایر کشورها بر تبعات زیان‌آور چنین معاملاتی واقف بوده و سعی می‌کنند با مقررات گذاری دقیق و نظارت مستمر، چنین معاملاتی را کنترل و به حداقل برسانند.

#### یادداشت‌ها

1. Engelen & Liedekerke
2. OICU-IOSCO
3. Manove
4. Obaidullah
5. Market Abuse Regulation
6. Temporary Insider
7. A Tippee
8. Accidental Insiders
9. Tipping
10. Tippee
۱۱. اغلب بورس‌ها گزینه دوم را برگزیده و قوانین منع‌کننده معاملات متکی بر اطلاعات نهانی وضع نموده‌اند.
12. Henry
13. Treynor
14. Engelen
15. Grundfest et al
16. Surowiecki
17. Victimless Crime

18. Herzel
19. Katz
20. Managers Compensation
21. Market Efficiency
22. Leland
23. Dooley
24. Manne
25. Misappropriation Theory
26. Irvine
27. Market Egalitarianism

۲۸. متن استفتائات در پیوست مقاله موجود است.
۲۹. اگر کسی از شما دیگری را امین دانست، آن کس که امین دانسته شده امانت را باز دهد و باید از خدا بترسد.
۳۰. آنان که رعایت‌کننده امانت‌ها و قراردادهای خویشند و... اینان در بهشت‌ها گرامی داشته می‌شوند.
۳۱. همانا خداوند به شما فرمان می‌دهد که امانت‌ها را به اهل آن بدهید.
۳۲. مؤمنان کسانی‌اند که امانت‌ها و عهد خود را رعایت می‌کنند.
۳۳. ای کسانی که ایمان آورده‌اید در امانت‌های خدا و رسول و نیز امانت‌های خودتان خیانت نورزید.
۳۴. در تحریرالوسیله این‌گونه آمده است: «لیس من التدلّیس الموجب الخیار سکوت الزوجه او ولیها من النقص مع وجوده و اعتقاد الزوج عدمه فی غیر العیوب الموجبه الخیار و اول بذلک سکوت‌ها عن فقد صفة الکمال مع اعتقاد الزوج وجودها».
۳۵. اعمال قاعده غرور مستلزم وجود ضرر است، در حالی‌که در تدلیس ممکن است ضرری وجود نداشته باشد. یکی از تفاوت‌های غرور و تدلیس این است که در تدلیس ضرورتی ندارد که ورود ضرر مادی به فریب‌خورده ثابت شود.

#### کتابنامه

- ابن بابویه (صدوق)، محمد بن علی (۱۳۷۶). *امالی شیخ صدوق*. تهران: کتابچی.
- انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۱۵ق). *المکاسب*. قم: المؤتمر العالمی بمناسبة الذکری المئویة الثانية لمیلاد الشیخ الأعظم الأنصاری، الأمانة العامة.
- جنیدی، لعیا، و نوروزی، محمد (۱۳۸۷). شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار. *فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی (حقوق سابق)*، ۳۹(۱۵۴)، ۱۲۹-۱۴۷.

- حرعاملی (۱۴۱۴ق). وسائل الشیعه. قم: مؤسسه آل‌البت علیهم‌السلام.
- روحانی، محمدصادق (۱۴۲۸ق). منهاج‌الفقاهه. قم: انوار‌المهدی.
- زحیلی، وهبه‌مصطفی (۱۴۰۹ق). الفقه الاسلامی وادلته. دمشق: دارالفکر.
- شهیداول، محمد بن مکی (۱۴۱۷ق). الدروس الشرعیة فی الفقه الامامیه (چاپ دوم). قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه.
- صافی، لطف‌الله (۱۳۷۱). استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی. فصلنامه رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، شماره ۲ و ۳.
- صدر، محمدباقر (۱۴۰۲ق). اقتصادنا (چاپ ۱۶). بیروت: دار‌التعارف للمطبوعات.
- صدر، محمدباقر (۱۴۰۳ق). صورہ عن اقتصاد المجتمع الاسلامی، الاسلام یقود الحیات. تهران: وزارت ارشاد اسلامی.
- طریحی، فخرالدین بن محمد (۱۳۷۵). مجمع البحرین. تهران: مرتضوی.
- عاملی شهیدثانی، زین‌الدین بن علی (۱۴۱۰ق). الروضه البهیة فی شرح اللمعه الدمشقیة (المحشی کلاستر) چاپ اول. قم: کتابفروشی داوری.
- علامه حلّی، حسن بن یوسف (۱۴۱۸ق). کتاب قواعد الاحکام. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- فاضل‌لنکرانی، محمد (۱۳۷۱). استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی. فصلنامه رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، شماره ۲ و ۳.
- قاسمی، عباس و نوروزی، محمد (۱۳۹۰). استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار. فصلنامه تحقیقات حقوقی، ۱۳(۵۳)، ۹-۳۸.
- قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴). مصوب مجلس شورای اسلامی ایران.
- قانون مجازات اسلامی (تعزیرات) (۱۳۹۲). مصوب مجلس شورای اسلامی ایران.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۷). قواعد عمومی قراردادها (جلد ۵، چاپ ۵). تهران: شرکت سهامی انتشار.
- کلینی، محمد بن یعقوب (۱۳۶۳). اصول کافی. تهران: کتابفروشی علمیه اسلامی.
- مکارم‌شیرازی، ناصر (۱۴۱۱ق). قواعد فقهیه (جلد ۲، چاپ ۳). قم: مدرسه امیرالمؤمنین (ع).
- مکارم‌شیرازی، ناصر (۱۳۷۱). استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی. فصلنامه رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، شماره ۲ و ۳.
- موسوی‌خمینی، روح‌الله (۱۴۰۸ق). تحریرالوسیله. قم: دارالمکتبه العلمیه.
- نجفی، محمدباقر (۱۴۱۲ق). جواهرالکلام فی شرح شرائع الاسلام. بیروت: دار احیاء التراث العربی.

نصیری، مرتضی؛ عیشائی تفرشی، محمد؛ و قربانی، مجید (۱۳۸۷). معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی؛ مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و ایران، دوفصلنامه حقوق و سیاست، ۱۰(۲۴)، ۹۹-۱۴۸.

هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). دستورالعمل اجرایی نحوه گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی.

Bainbridge, S. (2000). Insider Trading, in B. Bouckaert en G. De Geest (eds.), Encyclopedia of Law and Economics, Volume III, The Regulation of Contracts, Edward Elgar, 772-812.

Bainbridge, S., (2004). Regulate Insider Trading, Capitalism Magazine Article.

Beny, L. N. (2006). Insider Trading Laws and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate. *J. Corp. L.*, 32, 237.

Beny, L. N. (2004). A Comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading, University of Michigan.

Dooley, M.P. (1980), "Enforcement of Insider Trading Restrictions", *Virginia Law Review*, vol.66, 1-89.

Easterbrook, F. H. (1981). Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information. *The Supreme Court Review*, 1981, 309-365.

Engelen, P. J., & Liedekerke, L. (2006). An Ethical Analysis of Regulating Insider Trading. *Discussion Paper Series/Tjalling C. Koopmans Research Institute*, 6(05).

Grundfest, J. A. (1986). To Catch a Thief: Recent Developments in Insider Trading Law and Enforcement. *SEC Speech*.

Henry, G. M., (1985). Insider Trading and Property Rights in New Information, George Mason University, *Cato Journal Article*.

Herzel, Leo and Katz, Leo (1987). Boesky Case Hangs by a Thread, the *Financial Times*, London. 6.

Irvine, W.B. (1987). "Insider Trading: an Ethical Appraisal", *Business & Professional Ethics Journal*, vol.6, nr.4, 3-33.

Kitch, E. W. (1980). The Law and Economics of Rights in Valuable Information. *The Journal of Legal Studies*, 9(4), 683-723.

Lastra, R. M. (2003). The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe. *Colum. J. Eur. L.*, 10, 49.

Leland, H. (1992), "Insider Trading: Should It be Prohibited?", *Journal of Political Economy*, 859-887.

Manove, M. (1989). The Harm from Insider Trading and Informed Speculation. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 823-845.

Manne, H.G. (1966), *Insider Trading and the Stock Market*, New York, Free Press, p 189

- McGee, R. W. (2008). Applying Ethics to Insider Trading. *Journal of Business Ethics*, 77(2), 205-217.
- McGee, R. W. (2004). Proceedings of the Global Conference on Business Economics, Association for Business and Economics Research
- Morse, G, Charless, w, & Morse, M., (1996). Company Law, Fifteenth Edition, Sweet and Maxwell.
- Obaidullah, M. (2001). Ethics and Efficiency in Islamic Stock Markets. *International Journal of Islamic Financial Services*, 3(2), 1-10.
- OICU-IOSCO (2003). Insider Trading; How Jurisdictions Regulate It?,
- Surowiecki, J., (2005). Capital Gains, The New Yorker
- Treynor, J. L., & LeBaron, D. (2004). Insider trading: Two Comments. *Financial Analysts Journal*, 60(3), 10.
- Yadav, Y. (2016). Insider Trading and Market Astructure. *UCLA L. Rev.*, 63, 968.

#### پیوست (۱): استفتانات مراجع عظام تقلید

گاهی برخی معامله‌گران در بازار سهام ممکن است دارای اطلاعات ممتاز و نهانی درباره سهمی خاص باشند که به صورت عمومی در بازار منتشر نشده است و عموم معامله‌گران از آن آگاه نیستند. بنابراین معامله‌گران قبل از این که بازار از اطلاعات مطلع شده و در قیمت منعکس گردد، با اطلاعات نهانی خود سود کسب می‌نمایند. ضرر معاملات با اطلاعات نهانی این است که سبب از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار شده و یکپارچگی و انسجام بازارهای مالی را از بین می‌برد. دارندگان اطلاعات نهانی همیشه برنده معامله بوده و معامله‌گران عادی همیشه بازنده‌اند. دارندگان اطلاعات نهانی خود دو دسته‌اند: ۱- دارندگان اطلاعات نهانی درجه اول که رابطه امانی و حقوقی با شرکت منتشرکننده سهم دارند مانند مدیر عامل، هیأت مدیره و... که به خاطر این رابطه در معرض اطلاعات شرکت هستند. در واقع رابطه مدیران شرکت با مالکین (سهامداران) رابطه وکالتی است و مدیران شرکت وکلای سهامداران (مالکین) شرکت هستند. ۲- دارندگان اطلاعات نهانی درجه دو که رابطه حقوقی با شرکت منتشرکننده سهم نداشته و افرادی هستند که اطلاعات نهانی را از شخصی دیگر (نه ضرورتاً از دارنده اطلاعات نهانی درجه اول) به دست می‌آورند. آنها می‌توانند اطلاعات نهانی را به واسطه ارتباط خاص با شخصی که از اطلاعات نهانی آگاهی دارد و یا به خاطر قرار گرفتن در شرایط خاصی به صورت تصادفی و اتفاقی به دست آورند. نظر حضرت‌عالی نسبت به مینا و معیار شرعی برای ممنوعیت معاملات براساس اطلاعات نهانی به تفکیک دو دسته فوق چیست؟ آیا می‌توان مینا برای معامله دسته اول را سرقت و دزدی اموال (اطلاعات) شرکت و خیانت در امانت و مینای فقهی برای ممنوعیت

کلی چنین معاملاتی را دسترسی ناعادلانه به اطلاعات، غبن، تدلیس و مخصوصاً قاعده لاضرر بیان نمود؟

<p>در هر دو فرض سؤال، معامله با اطلاعات نهانی مفروض سؤال فی نفسه مانعی ندارد، مگر آنکه تفاوت قیمت به نحوی باشد که فروشنده مغبون شود و یا ضمن عقد لازمی بر مدیران شرط شود که نمی‌توانند با اطلاع نهانی معامله شخصی کند، هرچند فروشنده مغبون نشود در آن صورت عمل به چنین شرطی تکلیفاً لازم است و الله العالم.</p>	<p>آیت الله صافی گلپایگانی</p>
<p>به طور کلی آنچه نوشته‌اید جایز نیست.</p>	<p>آیت الله مظاهری</p>
<p>در هر حال معاملاتی که براساس این گونه اطلاعات - هرچند از طرق حرامی مثل سرقت یا خیانت حاصل شده باشد - صورت می‌گیرد فی نفسه صحیح است.</p>	<p>آیت الله شبیری زنجانی</p>
<p>اگر اطلاعات مزبور از اسناد طبقه‌بندی شده باشد که انتشار آن ممنوع است، جایز نبوده آن را در مسیر معاملات خود قرارداد از آن استفاده کند و فروش آن هم ممنوع است.</p>	<p>آیت الله گرامی</p>
<p>نوسان‌گیری حرام نیست ولی کار مثبت اقتصادی نیز محسوب نمی‌شود و لازم است از آنچه که موجب اخلال در نظام اقتصادی مالی کشور می‌گردد یا موجب تضییع حقوق دیگران می‌باشد اجتناب شود.</p>	<p>آیت الله مکارم شیرازی</p>
<p>با سلام و تحیت؛ فرض سؤال در صورتی که مطابق مقررات قانونی و دستورالعمل‌های اجرائی و سیاست‌گذاری کلان نظام ممنوع اعلام نشده باشد، به عنوان اولی دلیل موجه برای ممنوعیت ندارد، مگر اینکه قانون افرادی را از ورود به این نوع معاملات منع کرده باشد که در این صورت علاوه بر حکم تکلیفی که وارد شوندگان گناه هم مرتکب شده‌اند، از نظر وضعی معامله آنها نیز باطل است به خصوص این احتمال درباره کسانی که از گروه دسته اول باشند قوت بیشتری دارد.</p>	<p>آیت الله بیات زنجانی</p>