

## شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار

لایا جنیدی\*

استادیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

محمد نوروزی

کارشناسی ارشد گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۷/۱۰/۹ - تاریخ تصویب: ۱۳۸۷/۱۲/۲۴)

### چکیده:

اطلاعات ارزشمندترین دارایی در بازار اوراق بهادار است به نحوی که سرمایه‌گذاران هر قدر که از اطلاعات بیشتر برخوردار باشند در فعالیت خود در این بازار موفق‌تر خواهند بود. در این میان گاه به دلیل فاصله بین مدیریت و مالکیت در شرکت‌های بزرگ سهامی، اداره کنندگان این شرکت‌ها در موقعیت اطلاعاتی برتر نسبت به سهامداران عادی و دیگر اعضا بازار اوراق بهادار قرار گرفته و بدین سان از یکسری اطلاعات نهانی در مورد شرکت آگاهی می‌یابند. وجود چنین برتری اطلاعاتی خود به خود امری اجتناب‌ناپذیر است لیکن هنگامی که از آن سوء استفاده می‌شود باعث کاهش اعتماد عمومی نسبت به بازار اوراق بهادار می‌شود. نخستین قدم برای حل چنین معضلی تعریف اطلاعات نهانی است تا سپس بتوان از سوءاستفاده از آن جلوگیری کرد. در همین راستا، نگارنده مقاله به دنبال یافتن تعریفی جامع از اطلاعات نهانی بوده و در این راه کوشیده است تا با بررسی ویژگی‌های اطلاعات نهانی بین معنی حقوقی و اقتصادی این واژه تمایز قایل شود.

### واژگان کلیدی:

اطلاعات نهانی - اطلاعات ممتاز - اوراق بهادار - عموم - افشای.

## ۱. مقدمه

اطلاع در لغت به معنی خبر و آگاهی و اطلاعات به معنی معلومات و دانستنی‌ها است (دهخدا، ۱۳۳۸، ۲۸۹۷). این دانستنی‌ها می‌تواند اشخاص را در تصمیم‌گیری، تغییر عقیده و... یاری کند. در حقوق قراردادها اطلاعات آن دسته از معلومات است که اشخاص پیش از قرارداد- در مرحله شکل‌گیری آن در مورد اوصاف اصلی یا فرعی مورد معامله- یا گاهی بعد از قرارداد و در مرحله بعد از آن- چه به صورت تعهد اصلی مثل قراردادهایی که با مؤسسات اطلاعاتی بسته می‌شود و چه به صورت تعهدی فرعی که جزئی از تسلیم موضوع اصلی قرارداد است- موظف به افشای آن می‌باشند (جنیدی، ۱۳۸۱، صص ۱۷-۱۶). در صورت تخلف از انجام چنین تعهدی، بخشی از خسارت‌های ایجاد شده با فسخ قرارداد و بخش دیگر با اثبات رابطه سببیت بین تقصیر شخص متعهد و زیان‌های طرف مقابل او جبران می‌شود. (کاتوزیان، ۱۳۸۴، صص ۱۲۹-۱۲۸). در دنیای تجارت نیز هرگاه سخن از اطلاعات تجاری به میان می‌آید آنچه به ذهن متبادر می‌شود دانسته‌هایی است که جزء دارایی تاجر محسوب شده و از آن تحت عنوان "اسرار تجاری" یاد می‌شود (شفیعی، ۱۳۸۵، ص ۲۳).

اما در بازار اوراق بهادار (stock exchange) حکایت اطلاعات، حکایتی دیگر است. در این بازار که محلی برای معاملات اوراق بهادار (securities) است همانند هر بازار دیگر مردم هنگامی فعالیت خواهند کرد که به این باور رسیده باشند که قیمت‌های موجود در آن بیانگر ارزش واقعی اوراق بهادار است. در بازار اوراق بهادار اطلاعات ارزشمندترین دارایی‌ها است. اصولاً اطلاعاتی که برای ارزیابی قیمت به کار می‌روند دو دسته‌اند:

۱. اخبار مربوط به اوضاع کلی اقتصاد داخلی و بین‌الملل آن قسمتی از بازار و تجارت که شرکت در آن فعالیت می‌کند.
۲. اخبار داخلی شرکت و نحوه‌گذران امور تجاری آن.

دسته اول اطلاعات توسط رسانه‌های عمومی، نشریه‌های مالی و غیره منتشر شده و فرض بر این است که همه از آن مطلعند. اما دسته دوم بدین سرعت و قدرت منتشر نشده و قبل از آگاهی عمومی از آن، فقط و فقط، در اختیار اشخاص نزدیک به شرکت مثل کارکنان آن طرف‌های معامله آن، ... است. چنین اطلاعاتی است که از آن به «اطلاعات نهانی» (Inside information) تعبیر می‌شود و سوءاستفاده از آن قبل از انتشار عمومی بوسیله «دارندگان اطلاعات نهانی» (insiders) باعث کاهش اعتماد عمومی به بازار اوراق بهادار می‌شود.<sup>۱</sup> این مقاله

۱. معاملاتی را که دارندگان اطلاعات نهانی با استفاده از این اطلاعات به روی اوراق بهادار انجام می‌دهند را در زبان فرانسه (Les opérations d'intimités) و در زبان انگلیسی (Insider Dealing) می‌نامند.

نیز به دنبال شناخت ماهیت اطلاعات نهانی (گفتار اول) و پی بردن به ویژگی اساسی آن (گفتار دوم)، به منظور تمیز این اطلاعات از دیگر اطلاعات موجود در بازار اوراق بهادار است.

### گفتار اول: مفهوم اطلاعات نهانی

#### ۲- هدف از قانون‌گذاری

هدف از تدوین یک نظام جامع برای اطلاعات نهانی شرکت‌های تجاری حاضر در بورس اوراق بهادار برقراری مساوات بین سرمایه‌گذاران در این بازار است<sup>۱</sup> به طوری که اعتماد این افراد را به سلامت در بازار و عدم تقلب در آن جلب کند (Boyle and Birds, 1987, p232). البته رفتار برابر با فعالان بازار سرمایه بدین معنی نیست که همه آنها باید در همه حال اطلاعات مشابه و یکسان داشته باشند. زیرا در این صورت هیچ کس وقت و هزینه خود را صرف تحقیق و مطالعه در مورد آینده شرکت و بخش‌های اقتصادی که شرکت در آن فعالیت دارد نمی‌کند تا بتواند تصمیمات بهتری در بازار سرمایه بگیرد و این به معنی از بین رفتن ارزش اطلاعات در این بازار خواهد بود (Easterbrook & Fischel, 1996, p235). پس برای تعریف اطلاعات نهانی و تعیین مقررات حاکم بر آن باید مراقب بود که مزایای بیشتر دانستن از بین نرود و هر کس بتواند از حاصل تلاش خویش برای بدست آوردن اطلاعات بیشتر استفاده کند.<sup>۲</sup> هدف از تنظیم این مقررات باید جلوگیری از استفاده از آن دسته از اطلاعاتی باشد که افراد آنها را به جای به کارگیری مهارت و تلاش، از طرق نامشروع مثل سوءاستفاده از موقعیت خود در شرکت بدست آورده و این استفاده باعث بی اعتمادی افراد به بازار سرمایه شود (Davies, 1997, p460).

#### ۳- تعریف اطلاعات نهانی

با توجه به مقدمه فوق اطلاعات نهانی را باید آن دسته از اطلاعات مربوط به شرکت یا اوراق بهادار آن دانست که هنوز برای عموم سرمایه‌گذاران منتشر نشده لیکن در صورت انتشار تأثیری قابل توجه بر قیمت اوراق بهادار شرکت خواهد داشت. تعریف این واژه در نظام

1. (... confidence of investors depends on the assurance afforded to the investors that they are placed on equal footing...). preamble of european insider dealing Directive. (Vanessa, 1999, p312).

۲. کارگزاران بورس اوراق بهادار (Stock brokers) نیز با استخدام تحلیلگران بازار (Market analyst) - یعنی افراد خبره‌ای که با صرف وقت و تخصص خود به تحقیق در مورد وضعیت هر یک از بخش‌های اقتصاد کشور، شرایط بازار، ... می‌پردازند - مشتریان خود را راهنمایی می‌کنند. (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۴، ص ۱۲۸).

حقوقی ایران برای نخستین بار توسط قانون بازار اوراق بهادار<sup>۱</sup> به عمل آمد. بند ۳۲ ماده ۱ این قانون مقرر می‌دارد: «هرگونه اطلاعات افشا نشده برای عموم که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوطه تأثیر می‌گذارد.»

به نظر می‌رسد نویسندگان این قانون چنین تعریفی را از بند ماده ۱ دستور العمل اتحادیه اروپا در مورد معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی اقتباس کرده باشند.<sup>۲</sup> چرا که مصوبه اخیر معتبرترین تعریف را از اطلاعات نهانی ارائه داده و کشورهای عضو اتحادیه اروپا تماماً از آن پیروی کرده‌اند.<sup>۳</sup> به عکس، در حقوق ایالات متحده آمریکا هیچ‌گونه قانونی برای اطلاعات نهانی وجود ندارد و این امر به تفسیر کمیسیون اوراق بهادار<sup>۴</sup> این کشور واگذار شده است. دلیل این امر این است که شرایط بازار اوراق بهادار این کشور مدام در حال تغییر بوده و این کمیسیون چون هم به اوضاع و احوال بازار نزدیک‌تر بوده و آن را بهتر درک می‌کند و هم برای اینکه بتواند نسبت به تحولات رخ داده واکنش نشان دهد، اختیار تعریف مفهوم اطلاعات نهانی و تعیین مصادیق آن را بر عهده دارد (Su and Berkahn, 2003, p8). در این راستا، کمیسیون با توجه به موازین انصاف در هر پرونده و با در نظر گرفتن اوضاع و احوال خاص آن، در مورد اینکه آیا اطلاعاتی که از آن سؤ استفاده شده دارای ویژگی «نهانی بودن» است یا خیر تصمیم می‌گیرد.

۱. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران - مصوب اول آذر ماه یکهزار و سیصد و هشتاد و چهار مجلس شورای اسلامی و تأیید شده در تاریخ ۱۳۸۴/۹/۲ توسط شورای نگهبان - معروف به قانون بورس.

2. Article 1(1) of Directive 2003/6/EC (the market Abuse Directive) defines 'inside information' as: information which has not been made public of a precise nature relating to one or several issuers of transferable securities, which, if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of the transferable security or securities in question... (Mayson, French & Ryan, 2007-2008, p331).

۳. از جمله بند سوم ماده ۱۱۸ قانون بازار و خدمات مالی انگلستان مصوب سال ۲۰۰۰ میلادی (Financial service and market Act (FSAMA)).

۴. کمیسیون اوراق بهادار آمریکا (Securities and exchange commission (SEC)) در سال ۱۹۳۴ میلادی به منظور کمک در ایجاد مقررات برای بازارهای مالی تأسیس شد (Skousen, 1991, p12). برخی از نویسندگان ایرانی وظیفه اصلی آن را حصول اطمینان از افشا کلیه حقایق برای عموم سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار به منظور در اختیار گذاشتن اطلاعات کافی برای ایشان در تصمیم‌گیری در معاملاتشان می‌دانند (کدخدایی، ۱۳۷۸، ص ۷۷). این کمیسیون علاوه بر تسهیل و توسعه کیفی شفافیت اطلاعاتی، دارای وظایف دیگری همچون متحدالشکل کردن گزارش‌مدیریتی و مالی، تنظیم مقررات تخلفات بویژه در مورد انتشار اطلاعات خلاف واقع و سوءاستفاده اشخاص دارای اطلاعات نهانی،... می‌باشد (www.Sec.gov).

### گفتار دوم: ویژگی‌های اطلاعات نهانی

#### ۴- شمار این ویژگی‌ها

همان‌طور که از تعریفی که گذشت فهمیده می‌شود اطلاعات صرفاً به این خاطر که افراد خاصی از آن مطلعند، نهانی محسوب نمی‌شود بلکه به این منظور حداقل باید چهار ویژگی را به طور هم‌زمان دارا باشند:

۱. عدم دسترسی برای عموم (Hase not been made public) ۲. دقیق یا ویژه بودن
۳. قابلیت تأثیر در قیمت (Price sensitive) ۴. ارتباط با اوراق بهادار یا ناشر آنها (Relating to particular securities or to issuer of securities) در صورت فقدان هر یک از این شرایط دیگر نمی‌توان اطلاعات را نهانی محسوب کرد اگر چه شرایط دیگر کماکان باقی باشد (Chffins, 1997, P219). پس با توجه به اهمیت این مطلب لازم است که هر یک از این اوصاف را در چهار مبحث به طور جداگانه مورد بررسی و تحلیل قرار دهیم.

#### مبحث اول: عدم دسترسی عموم

##### ۵- تقسیم مطلب

منظور از واژه فوق عدم افشای اطلاعات برای عموم است. اما نخستین سؤالاتی که به ذهن می‌رسد این است که منظور از عموم چه کسانی هستند و دیگر اینکه افشای اطلاعات به چه معنی است؟ پس توضیح نخستین ویژگی از ویژگی‌های اطلاعات نهانی مستلزم این است که به هر یک از این سؤالات به طور جداگانه پاسخ داده شود:

#### بند اول: گستره عموم

در مورد گستره افرادی که اطلاعات برای رهایی از قید نهانی بودن باید برای آنان افشای شود بین صاحبان نظر اتفاق وجود ندارد:

#### ۶- مفهوم موسع: منظور از عموم کل جامعه است

عده‌ای، تحت تأثیر آرمان‌های خصوصی سازی، مفهوم موسعی برای واژه عموم قایل شده و آن را نه تنها شامل فعالان بازار سرمایه و معامله‌کنندگان احتمالی اوراق بهادار می‌دانند بلکه اکثریت جامعه یعنی حتی کسانی که قصد سرمایه‌گذاری در زمینه اوراق بهادار را ندارند را نیز داخل در این مفهوم محسوب می‌کنند. این گروه عموم جامعه (Public at large) را در ردیف گروه‌های ذینفع یک شرکت تجاری می‌دانند (Davies, Ibid, P484).

### ۷- مفهوم مضیق: منظور از عموم اعضا بازار اوراق بهادار است

برخی دیگر مفهومی مضیق برای واژه «عموم» قایلند. آنها معتقدند که بحث افشا به خاطر تفکیک بین مالکیت و مدیریت و فاصله اطلاعاتی این دو گروه در شرکت‌های سهامی عام است. چرا که مدیران که گردانندگان اصلی شرکت بوده و تمامی منابع و امکانات آن را در اختیار دارند ممکن است ضمن تخلف از وظیفه‌ی گزارشگری خود نتایج کار خود را بهتر از آنچه که هست جلوه دهند یا از افشا برخی اطلاعات خودداری کنند. پس باید مرجع قدرتمندی وجود داشته باشد که مشخص کند اطلاعات باید چگونه و در چه مواقعی افشا شوند (جهانخانی و پارسائیان، پیشین، ص ۱۲۷).

از طرف دیگر تا بحث معاملات اوراق بهادار در بازار بورس پیش نیاید، به تبع آن، دیگر سخنی از اطلاعات نهانی و سوء استفاده از آن در این معاملات به میان نخواهد آمد. در نتیجه، مالکین را باید اعم از سهامداران بالفعل و بالقوه دانست و عمومی که مد نظر است را با لحاظ معاملات اوراق بهادار تعیین کرد. بر این مبنا منظور از عموم کسانی هستند که عادتاً به معاملات اوراق بهادار مورد نظر می‌پردازند یا اینکه احتمال می‌رود به انجام این معاملات مبادرت ورزند.

(Pennington, 1990, p400)(persons who are accustomed or likely to deal in the securities in question).

### ۸- نتیجه و گزینش نظر نهایی

گزینش عقیده درست آسان به نظر می‌رسد. چه آنکه، اختلاف بین نظرها ظاهری است و هر دو به نتیجه یکسانی می‌انجامد. زیرا از یک سو، تک تک افراد جامعه را به طور بالقوه می‌توان به عنوان یک سرمایه‌گذار در بازار اوراق بهادار محسوب کرد و از سوی دیگر شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار مکلفند تحت نظارت این سازمان و طرقتی که تعیین می‌کند- از جمله روزنامه کنترالانتشاری که آگهی‌های شرکت در آن منتشر می‌شود- اطلاعات مهم را برای عموم جامعه منتشر کنند<sup>۱</sup>. پس همین که هر فرد عادی بتواند هر وقت که بخواهد به راحتی اطلاعات مورد نظر خود را همانند فعالان و معامله‌گران حرفه‌ای بازار بدست آورد، بدان معنی است که اطلاعات برای عموم جامعه افشا شده است اگر چه در عمل فقط کسانی که در بازار اوراق بهادار فعالیت می‌کنند به دنبال اطلاعات مزبور بوده و از آن آگاه می‌شوند. پس به عنوان نتیجه می‌توان گفت: منظور از عمومی که اطلاعات برای رهایی از قید نهانی بودن باید برای آنها افشا شود عموم اعضا و فعالان بازار اوراق بهادار

۱. ماده ۲ دستور العمل اجرایی افشا اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۶/۵/۳ هیأت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار که از این پس از آن تحت عنوان «دستورالعمل افشا» یاد می‌کنیم.

است، منتها به این شرط که افشای اطلاعات به نحوی باشد که افراد خارج از بازار نیز اگر بخواهند بتوانند همانند خود اعضا بازار از اطلاعات، کسب آگاهی کنند.

### بند دوم: افشای

#### ۹. مفهوم افشای

افشا را می‌توان به معنی اعلام اطلاعات برای معامله کنندگان احتمالی اوراق بهادار دانست. منظور از «اعلام» در این تعریف انتشار مؤثر اطلاعات نهانی است به نحوی که اطمینان حاصل شود که این اطلاعات در دسترس عموم سرمایه‌گذاران بازار اوراق بهادار قرار گرفته است (Vannessa, Ibid, P313). وجه ممیز اطلاعات نهانی از اطلاعات مهم در همین ویژگی افشای است. یعنی اطلاعات نهانی همان اطلاعات مهم است که افشای نشده است.<sup>۱</sup> وقتی که اطلاعات در دسترس عموم قرار گرفته باشد قیمت اوراق بهادار براساس آن تعدیل شده و دیگر زمینه‌ای برای بهره‌برداری ناعادلانه دارندگان اطلاعات نهانی وجود نخواهد داشت. (شریفی، ۱۳۸۳، ۱۸۵). افشای اطلاعات خودگامی به سوی عدالت است چرا که فرصت‌های برابر به سرمایه‌گذاران داده و آنها را در برابر سوء استفاده‌های احتمالی از اطلاعات نهانی حفظ می‌کند و به همین خاطر است که همواره مهم‌ترین بخش از حقوق بازار بورس اوراق بهادار به بحث اطلاعات و ضوابط افشای آن اختصاص دارد.<sup>۲</sup>

با وجود این، تعریفی که در متون قانونی ما از مفهوم افشای شده است به صورت مجمل و گذرا بوده و بیان‌کننده ماهیت حقیقی آن نمی‌باشد.<sup>۳</sup> بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل افشای مقرر می‌دارد: «افشای ارسال اطلاعات به سازمان و انتشار عمومی و به موقع اطلاعات مطابق ضوابط این دستورالعمل می‌باشد.» سپس در فصل سوم همان مصوبه به موارد و موضوعات افشای می‌پردازد. با عنایت به مطالبی که گذشت و با توجه به اینکه اکثر متون قانونی ما از لحاظ شکلی به بحث افشای اطلاعات پرداخته‌اند هنوز پرسش‌های بسیاری درباره ماهیت افشای و ویژگی‌های آن، به منظور تمایز بین اطلاعاتی که در دسترس عموم قرار گرفته و اطلاعاتی که هنوز منتشر نشده، به ذهن می‌رسد. در ادامه به دو مورد از اساسی‌ترین این پرسش‌ها پرداخته می‌شود:

۱. برای دیدن مفهوم اطلاعات ر.ک ویژگی چهارم: توانایی تأثیر در قیمت.

۲. این مقاله فقط در مقام شناخت مفهوم افشای به منظور تبیین ماهیت اطلاعات نهانی است. به همین خاطر به مسائل دیگر افشای، جزئیات، موارد و نحوه آن که روی هم رفته بحث مفصلی تحت عنوان شفافیت در بازار سرمایه را تشکیل می‌دهد، نمی‌پردازد.

۳. البته نمی‌توان مقام تصویب‌کننده را به این خاطر سرزنش نمود. چه آنکه، این مصوبه اساساً از نوع شکلی بوده و در مقام بیان ماهیت افشای نمی‌باشد.

### الف: اثر شکل افشای در نهانی بودن اطلاعات

#### ۱۰- طرح مسئله

فرایند افشای معمولاً بدین گونه است که ابتدا ناشر اوراق بهادار، با رعایت شرایط شکلی که سازمان بورس تعیین می‌کند، اطلاعات را برای این سازمان فرستاده و سپس با رعایت تشریفات قانونی و آئین نامه‌ای دیگر آن را به طور همزمان و تحت نظارت این سازمان برای عموم منتشر می‌کند.

حال سؤالی که مطرح می‌شود این است که اگر چنین ترتیبی رعایت نشود لیکن اطلاعات خارج از نظارت سازمان و از طریق دیگر، با همان جزئیات مورد نظر، در عمل در اختیار معامله کنندگان قرار گیرد، آیا در چنین صورتی تنها به این دلیل که شرایط شکلی افشای رعایت نشده، باز هم باید اطلاعات را نهانی فرض کرد یا اینکه باید ابتدا فلسفه وضع مقررات مربوط به اطلاعات نهانی، یعنی برقراری عدالت و جایگاه اطلاعاتی یکسان، را در نظر گرفت و هرگاه که این مصلحت برآورده شد دیگر به استواری معاملاتی که بر مبنای این اطلاعات صورت گرفته صدمه نزند؟ به عبارت دیگر، آیا صرف اینکه عموم، با کیفیتی مطلوب، از اطلاعات موردنظر آگاهند این اطلاعات را از قید نهانی بودن خارج می‌کند یا اینکه برای تحقق این امر به عاملی دیگر، یعنی عبور اطلاعات از مجرای سازمان بورس، نیز نیاز است؟ آیا افشای اطلاعات میان سرمایه‌گذاران اوراق بهادار یک عمل حقوقی تشریفاتی است؟

#### ۱۱. قواعد بازار مربوط به نظم عمومی و امری اند

عده‌ای معتقدند هدف از وضع مقررات بازار اوراق بهادار حمایت از سرمایه‌گذاران جزء در برابر کسانی است که به لحاظ موقعیت برتر خود از قدرت اطلاعاتی بیشتری برخوردارند (Boyle and Bird, Ibid, P.229). چنین حمایتی مستلزم این است که هرگاه در مورد تحقق افشای تردید بوجود آید آن را متحقق ندانیم<sup>۱</sup> (Farrar, Furey, Hannigan, 1991, P427).

چنین استدلالی موافق با طبع قوانین حمایتی است چرا که در تفسیر این قوانین باید به نفع طرف ضعیف‌تر- که در اینجا سرمایه‌گذاران جزء می‌باشند- حکم کرد. علاوه بر این، آن دسته از مقرراتی که به بحث افشای اطلاعات در بازار سرمایه می‌پردازند دارای لحن و ظاهری امری اند.<sup>۲</sup> اصولاً مقررات مربوط به بورس- از جمله نحوه افشای اطلاعات و اینکه این امر باید

۱. این نویسندگان که معتقدند مضرات معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی به مراتب بیش از ثمرات آن بر بازار سرمایه است، چنین نظری را در ضمن انتقاد به نظام حقوقی انگلستان که دایره محدودی را برای تعریف اطلاعات افشای نشده قابل است، داده‌اند.

۲. از جمله اینکه بند ۴ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، اصولاً افشای را به معنی «ارسال اطلاعات به سازمان و انتشار عمومی آن مطابق این دستورالعمل» می‌داند که بند ۱۸ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار نیز نظارت بر این افشای را جزء وظایف



زیر نظر سازمان بورس باشد- جزء قواعد مربوط به نظم عمومی اقتصادی هستند (کاتوزیان، ۱۳۸۳: الف)، (۱۶۸).

### ۱۲. قواعد افشای اطلاعات طریقت دارند

عده دیگر معتقدند آنچه مد نظر قانون گذاران است فقط رفع تبعیض اطلاعاتی می باشد. برای این امر راه های مختلف وجود دارد که بی گمان شایع ترین آنها اطلاع رسانی از طریق خود سازمان بورس و تحت نظارت آن است. لیکن هیچ یک از نظام های حقوقی، اطلاع رسانی از راه های دیگر را نفی نمی کنند. چنانچه در فرانسه مقررات ۰۲-۹۰ مصوب سال ۱۹۹۰ (Umhoefer, 1992, P126) COB (Commission des opération de Bourse) و در انگلستان بند ۲ ماده ۵۸ قانون عدالت کیفری (Criminal justic Act 1993) مصوب ۱۹۹۳ (Dine, 2001, p252) علاوه بر اطلاعاتی که مطابق قواعد سازمان بورس منتشر می شوند، سه دسته دیگر از اطلاعات را افشای شده تلقی می کنند: ۱. اطلاعات موجود در اسنادی که عموم سرمایه گذاران، قانوناً حق بازرسی و نظارت بر آنها را دارند (مثل اطلاعات موجود در دفتر ثبت شرکت ها ( Companies House ۲. اطلاعاتی که با سهولت و با صرف وقت و هزینه اندک قابل دسترسی توسط فعالان بازار سرمایه باشد. ۳. اطلاعات قابل استنباط از اطلاعات منتشر شده. (به عنوان نمونه، نتایجی را که کارشناسان بورس و تحلیلگران بازار از مطالعه گزارش های مالی منتشر شده شرکت بدست می آورند را نمی توان جزء اطلاعات نهانی دانست).

### ۱۳. داوری میان نظرات

در مقام داوری باید نظر دوم را برگزید، زیرا اگر چه قوانین ایران در مورد روش های دیگر افشای اطلاعات سکوت کرده اند لیکن در مقام نفی آنها نمی باشند. اگر گفته می شود که مقررات مربوط به بورس اوراق بهادار و افشای اطلاعات تحت نظارت آن امری است، مقصود این است که در صورتی می توان افشای را از نوع افشای انجام گرفته نزد سازمان بورس دانست که تمام مقررات این سازمان به صورت جزء به جزء رعایت شده باشد اما این بدان معنی نیست که اگر هدف این مقررات از طرق متداول و متعارف دیگر بدست آمد دارای اثر حقوقی نباشد. پس بهترین راه این است که به واقعیت های موجود در بازار اوراق بهادار نگریم و ملاک را این

---

هیأت مدیره سازمان بورس می داند. همچنین به موجب ماده ۴۲ این قانون و ماده ۷ دستورالعمل اجرایی افشای، ناشر اوراق بهادار موظف است «... صورت های مالی خود را مطابق استانداردهای حسابداری ...» یا «... استانداردهای ملی یا فرم هایی که توسط سازمان ارائه می شود ...» تهیه و افشای نماید و ماده ۴۱ همان قانون سازمان بورس را موظف به التزام شرکت به انتشار اطلاعات خود «... بر اساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی کشور ...» می نماید.

قرارداد که آیا در عمل عموم معامله گران بازار اطلاعات مزبور را در اختیار داشته‌اند و اگر نداشته‌اند آیا این امکان وجود داشته که با صرف وقت و هزینه اندک آن را بدست آورند. وجود چنین ملاک و معیاری در ذهن قانون‌گذاران فرانسوی و انگلیسی انگیزه آنان برای تصویب مقررات مذکور شده است (Alexandre, 2001, pp. 16-17). خصوصاً اینکه به تعبیر برخی صاحب‌نظران طرق مختلفی که در این کشورها برای افشای اطلاعات ذکر شده تنها به عنوان مثال بوده و به هیچ‌وجه جنبه حصری ندارد (Stamp, Ibid, p293).

### ب. آستانه افشای

#### ۱۴. مراحلی که اطلاعات قبل از استفاده در معامله طی می‌کند

از مسائل مورد اختلاف در مورد ماهیت افشای اطلاعات و ویژگی‌های آن، تعیین نقطه‌ی زمانی مشخص است که در آن لحظه افشای اطلاعات به وقوع می‌پیوندد. به عبارت دیگر، اطلاعات قبل از اینکه مورد استفاده عموم قرار بگیرد سه مرحله را طی می‌کند: ۱. انتشار ۲. دسترسی ۳. تحلیل. حال، سؤال این است که پس از سپری کردن کدام مرحله است که اطلاعات از قید « نهانی بودن » خارج می‌شود.<sup>۱</sup>

#### ۱-۱۴. انتشار

در نخستین مرحله، اطلاعات تحت نظر سازمان بورس در رسانه‌هایی که از قبل مشخص شده برای اطلاع عموم منتشر می‌شود یا اینکه در موقعیتی قرار می‌گیرد که به راحتی توسط سرمایه‌گذاران قابل دسترسی باشد (مثل درج در دفتر ثبت شرکت‌ها (Mayson, French and Ryan, Ibid, p343). هیچ تردیدی وجود ندارد که صرف درج اطلاعات در نشریات، ... باعث تحقق افشای به معنی حقوقی آن نمی‌شود چرا که تا وقتی که افراد از آن آگاه نشوند، مانند زمان قبل از انتشار، هنوز جهل عمومی نسبت به آن وجود دارد.

#### ۲-۱۴. دسترسی

در دومین مرحله، افراد اطلاعات منتشر شده را مطالعه کرده و از آن آگاه می‌شوند. برخی حقوق دانان انگلیسی معتقدند که در این لحظه است که افشای اطلاعات صورت می‌گیرد. اینان می‌گویند اگر چنین امری مد نظر قانون‌گذارشان نبود قسمت سوم بند ۲ ماده ۵۸ قانون عدالت

۱. هر لحظه‌ای که به عنوان ملاک برگزیده شود، منظور این است که اکثریت افراد از آن اطلاعات آگاه باشند و لازم نیست همه سرمایه‌گذاران این اطلاعات را بدانند. (Dine, Ibid, p252).

کیفری اطلاعاتی که به راحتی توسط سرمایه‌گذاران قابل دسترسی است را از اقسام اطلاعات افشا شده نمی‌داند. به عبارت دیگر، طبق این مقرر لازم نیست که سرمایه‌گذاران اطلاعات را بدست آورده باشند بلکه همین مقدار که قابلیت دسترسی به این اطلاعات برای آنان وجود داشته باشد برای تحقق افشا کفایت می‌کند. وجود قسمت دوم همین مقرر که اعلام می‌دارد اطلاعات موجود در اسنادی که افراد قانوناً حق بازرسی آن را دارند (مثل اطلاعات موجود در دفتر ثبت شرکت‌ها) افشا شده محسوب می‌شوند، احتمال وجود چنین تفکری را در ذهن قانون‌گذار انگلیسی تقویت می‌کند (Davies, Ibid, p463).

### ۳-۱۴. تحلیل

در آخرین مرحله فعالان بازار سرمایه و معامله‌گران آتی اوراق بهادار، شخصاً یا بوسیله کارگزاری مورد اعتماد خود، اطلاعات منشر شده را مورد تحلیل قرار می‌دهد. جمعی معتقدند همان‌طور که قانون‌گذاران، هنگامی که افشا اطلاعات به ضرر شرکت‌ها است، به آنها اجازه می‌دهند تا ابتدا به مدیریت امور تجاری خود پرداخته و هرگاه که خطر رفع شد به افشا اطلاعات بپردازند،<sup>۱</sup> در مقابل آن موظف‌اند که به سرمایه‌گذاران مهلتی بدهند تا با تحلیل اطلاعات موجود برای معاملات آتی خود تصمیم بگیرند. بدین ترتیب دارندگان قبلی اطلاعات نهانی تا هنگامی که عموم فرصت تحلیل آن اطلاعات را پیدا نکرده‌اند از انجام معامله براساس اطلاعات مزبور ممنوعند (Burn, 2008, p146).

### ۱۵. نقش مصلحت و عدالت در تعیین آستانه افشا

به نظر می‌رسد که عقیده گروه اخیر بیان‌کننده حقیقت باشد. افشا صحیح اطلاعات آن است که بتواند فرد را قادر سازد که با تحلیل اوضاع و پیش‌بینی آینده اوراق بهادار مورد نظر خود، از این اطلاعات در تصمیم برای معامله آن یاری بگیرد (Burn, Ibid, p153). اگر ملاک غیر از این بود دارندگان قبلی اطلاعات نهانی فقط صبر می‌کردند تا اطلاعات منتشر شود و به محض منتشر شدن و قبل از اینکه عموم فرصت تحلیل آن را پیدا کند از آن اطلاعات، ضمن

۱. در حقوق ایران نیز ماده ۱۵ دستورالعمل اجرایی افشا اطلاعات، در همین راستا، مقرر می‌دارد: «ناشر می‌تواند در موارد زیر اطلاعات مهم را با الزام به عدم افشا با تأخیر (پس از رفع محدودیت‌های ذیل) افشا نماید: الف- افشا فوری موجب زیان یا عدم النفع مهم برای ناشر شود. ب- ناشر در حال انجام مذاکره بوده و هنوز بر سر اصول آن توافق حاصل نشده باشد. ج- افشا فوری مزایای قابل توجهی برای شرکت‌های رقیب فراهم کند. د- موضوع مورد افشا پیوسته در حال تغییر باشد.»

معاملات خود، سوءاستفاده می‌کردند. به عبارت دیگر، دست یافتن به اطلاعات بدون فهمیدن معنی آن ممکن نیست.

بنابراین، اگر چه نظام حقوقی انگلستان اطلاعات موجود در اسناد قابل بازرسی توسط عموم یا دیگر اطلاعاتی را که به راحتی قابل دسترسی برای معامله‌گران آتی اوراق بهادار است، افشا شده می‌داند، لیکن مصالح اجتماعی در تفسیر آن نقش مؤثر دارد:

اگر فعالان بازار سرمایه نتوانند فرصت استفاده مؤثر از اطلاعات منتشر شده را بدست آورند، به مرور زمان بورس اوراق بهادار نقش و رسالت خود را در جذب سرمایه‌های افراد جامعه از دست خواهد داد. در مواردی این چنین، همان‌طور که بزرگان حقوق ایران گفته‌اند سرانجام این «عدالت» است که پیشرو است و همه منطبق‌ها را در سلطه خود می‌گیرد. (کاتوزیان، ۱۳۸۳، ب، ص ۹۰). پس مصلحت و عدالت هر دو ایجاب می‌کند که در مقام تفسیر مقرر فوق، آن را مقید به زمانی بدانیم که عموم فرصت معقول و متعارفی را برای تحلیل و بررسی اطلاعات منتشر شده بدست آورده باشند. در همین راستا است که ماده ۴۰۱ اصول راهبردی شرکت بورس ایالات متحده آمریکا مقرر می‌دارد: «پس از انتشار اطلاعات نهانی دارندگان آن باید تا زمانی که عموم فرصت ارزیابی کامل آن را پیدا نکرده است از معامله بپرهیزند.» (Vanessa, Ibid, p314).

### مبحث دوم: دقیق یا ویژه بودن

قانون ایران در تعریف خود از اطلاعات نهانی این دو ویژگی را ذکر نکرده است، شاید به دلیل اینکه آنها را در ویژگی «داشتن تأثیر در قیمت» مستغرق می‌داند. به هر حال از آنجایی که در متون معتبر حقوقی این دو ویژگی را به طور جداگانه بررسی کرده و آن را از پایه‌های اطلاعات نهانی می‌دانند ما نیز در این قسمت به مطالعه آنها می‌پردازیم.

#### ۱۶- اطلاعات ویژه

ویژه بودن یعنی اینکه اطلاعات مورد نظر از اخبار معمولی شرکت متمایز بوده و دارای اهمیت خاص باشد (Stamp, Ibid, p292). مثل تغییر در ساختار مالکیت شرکت یا خبر ادغام آن با شرکت دیگر (Farrar, Furey, Hannigan, Ibid, p435). هر چه اطلاعات ویژه‌تر باشد ریسک انجام معامله برای دارنده آن اطلاعات کمتر خواهد بود (Boyle and Birds, Ibid, p239).

#### ۱۷. اطلاعات دقیق

اطلاعات دقیق گونه‌ای از اطلاعات ویژه است که شامل جزئیات خبر نیز باشد (Stamp, Ibid, P.292). به عبارت دیگر، صرف اینکه اطلاعات مورد نظر در مقایسه با اخبار

دیگر از جایگاه ممتازی برخوردار باشد باعث خواهد شد که بر آن عنوان «ویژه» صدق کند حتی اگر این اطلاعات به صورت کلی و مبهم باشد. اما این اطلاعات هنگامی دقیق هم خواهد بود که به طور واضح و روشن بوده و شامل جزئیات مهم آن نیز باشد. به عنوان مثال این خبر که یکی از رقیب‌های شرکت پیشنهاد خرید سهام آن را داده است (Take over bid) فی نفسه یک خبر ویژه و با اهمیت است لیکن این خبر هنگامی دقیق نیز خواهد بود که ما قیمت پیشنهاد شده را نیز بدانیم (Davies, Ibid, p461). یا اینکه شرکت قصد صدور سهام جدید را دارد به خودی خود خبری مهم و ویژه است و اگر میزان سهام صادره و مبلغ اسمی آن را نیز بدانیم خبر دقیق هم خواهد بود (Stamp, Ibid, p292). بنابراین دقیق بودن حد اعلی و درجه‌ای قوی از ویژه بودن است و به همین خاطر است که بند ب قسمت پنجم ماده ۱۱۸ قانون بازار و خدمات مالی انگلستان مصوب سال ۲۰۰۰ در تعریف اطلاعات دقیق اعلام می‌دارد: «آنقدر ویژه باشد که بتوان اثر آن را بر قیمت اوراق بهادار تخمین زد»<sup>۱ و ۲</sup>

(Mayson, Frech and Ryan, Ibid, p334).

### ۱۸. آیا شایعات از قلمرو اطلاعات نهانی خارج است؟

سوالی که ممکن است به ذهن برسد این است که اگر شایعات موجود در بازار دارای وصف ویژه یا دقیق بودن باشد آیا باید تنها به این دلیل که صحت آنها مورد تأیید نیست چنین اطلاعاتی را از قلمرو اطلاعات نهانی خارج کرد؟ در حقوق ایران شایعه «اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهم است که به طور غیر رسمی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده است و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر با اهمیت داشته باشد»<sup>۳</sup>.

در این مورد گفته شده است که دقیق بودن اطلاعات شامل صحت و واقعی بودن آن نیز می‌شود. در نتیجه شایعات و اموری مثل حدث و گمان از قلمرو اطلاعات نهانی خارج است. (Vanessa, Ibid, p315) در مقابل عده‌ای دیگر معتقدند که در هیچ مقرر قانونی نهانی بودن اطلاعات مشروط به صحت و حقیقت آن نشده است. آنچه اهمیت دارد این است که فردی متعارف صحت و واقعیت این اخبار را باور کند. (Stamp, Ibid, p293)

1. (is specific enough to enable a conclusion as to the possible effect of those circumstances or that event on the price...).

۲. دستور العمل اتحادیه اروپا مفهوم مضیقی برای اطلاعات نهانی قائل بوده و فقط اطلاعات دقیق را جزء آن می‌داند. در حالی که بند ب ماده ۵۶ قانون عدالت کیفری انگلستان با در نظر گرفتن مفهومی موسع برای اطلاعات نهانی آن را شامل اطلاعات ویژه هم می‌داند. به نظر می‌رسد چنین ترتیب قانونی در حقوق انگلستان در راستای حمایت از عموم سرمایه‌گذاران است.

۳. بند ۷ ماده ۱ دستور العمل اجرائی افشا اطلاعات.

به نظر می‌رسد که حق با گروه اخیر باشد. چه آنکه، ملاک برتری اطلاعات در درجه اول اهمیت آن و تأثیر داشتن بر قیمت اوراق بهادار و در مرتبه بعدی باور سرمایه‌گذاران است. این باور عمومی است که باعث می‌شود انتشار اطلاعات بر ارزش اوراق بهادار تأثیر بگذارد. چنین تفکری باعث شده است تا در حقوق نوین انگلستان در تعریف دقیق بودن اطلاعات عبارت «... یا به نحو متعارفی انتظار برود که آن شرایط موجود یا آن حوادث اتفاق افتاده است...» گنجانده شود.<sup>۱</sup> (Mayson, French and Ryan, Ibid, p334). متنها باید توجه داشت که اگر شایعات به قدری میان فعالان بازار اوراق بهادار پراکنده شود که عموم آنان از این اطلاعات با خبر شوند دیگر بر آن شایعات عنوان اطلاعات نهانی صدق نمی‌کند چرا که ویژگی اول اطلاعات نهانی یعنی «عدم دسترسی عموم» از بین رفته است.

### مبحث سوم: مربوط بودن به خود اوراق بهادار یا ناشر آنها

برای اینکه اطلاعات مورد نظر نهانی فرض شوند باید، علاوه بر ویژگی‌هایی که گذشت، به خود اوراق بهادار یا ناشر و صادرکننده آنها نیز مرتبط باشد که در این قسمت به بررسی این ویژگی می‌پردازیم.

#### ۱۹- مربوط بودن به خود اوراق بهادار

اوراق بهادار که در قانون بازار و خدمات مالی مصوب سال ۲۰۰۰ انگلستان از آن به عنوان (qualifying investments) و در دستورالعمل سوء استفاده در بازار مصوب سال ۲۰۰۳ اتحادیه اروپا از آن با عنوان (instruments Financial) یاد شده است «هر نوع ورقه یا سندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و یا منفعت آن باشد...»<sup>۲</sup>. البته منظور قابلیت نقل و انتقال در بازار بورس اوراق بهادار است (پاسبان، ۱۳۸۵، ص ۲۶۷). تعریف ذکر شده، خلاصه همان تعریف مفصلی است که در بند ۱۰ از قسمت الف ماده ۳ قانون معاملات اوراق بهادار مصوب سال ۱۹۳۴ (Securities Exchange Act of 1934) ایالات متحده آمریکا از اوراق بهادار شده است (www.Law.u.c.edu). اوراق بهادار اصلی که معمولاً اطلاعات به آنها مربوط می‌شود عبارتند از اوراق سهام و اوراق قرضه. اوراق بهادار دیگر از مشتقات و فرعیات این دو اوراق‌اند مثل اوراق اختیار خرید<sup>۳</sup> یا فروش

1. (... insidicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come in to existence...) FSAMA 2000, s118c(5).

۲. بند ۲۴ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران.

3. Call option: An option to buy securities at a fixed price even if the market rises (Black, Ibid, p1928).

<sup>۱</sup> یا پذیره نویسی (Right to subscribe) اوراق قرضه یا سهام. (Boyle and Birds, Ibid, p237) از جمله مهم‌ترین اطلاعاتی که مستقیماً به خود اوراق بهادار مربوط است میزان معاملات انجام گرفته به روی آن در روزهای اخیر و یا میزان عرضه و تقاضای آن است.

## ۲۰- مربوط بودن به ناشر اوراق بهادار

در موارد ذیل می‌توان اطلاعات را مربوط به ناشر اوراق بهادار یعنی شرکت دانست:

۱. هنگامی که اطلاعات از درون خود شرکت نشأت بگیرد، مثل خبر افزایش سود شرکت (Vanessa, Ibid, p316) یا پیروزی در یک مناقصه.
۲. اطلاعاتی که از خارج از شرکت نشأت می‌گیرد لیکن مربوط به دورنمای تجاری شرکت است (Goulding, 1996, p196) مثل این خبر که دولت قصد آزادسازی تجارتی را دارد که در آن زمینه قبلاً فقط شرکت مورد نظر به طور انحصاری فعالیت داشته است. یا اینکه یکی از رقیب‌های شرکت پیشنهاد خرید سهام آن را داده است.
۳. اطلاعات مربوط به دسته‌ای از شرکت‌ها که در یک زمینه‌ی مشترک فعالیت می‌کنند. بنابراین نیازی نیست که اطلاعات نهانی فقط و فقط درباره یک شرکت باشد. مثل خبر معافیت مالیاتی شرکت‌های فعال در زمینه صنایع نفتی (Davies, Ibid, p460).
۴. اصولاً اطلاعات کلی مربوط به اوضاع و احوال کلی اقتصادی کشور- مثل تصمیم بانک مرکزی در کاهش نرخ بهره- را نمی‌توان دارای این ویژگی دانست مگر اینکه اطلاعات مزبور به روی شرکتی خاص یا دسته‌ای از شرکت‌ها تأثیر قابل ملاحظه‌تری در مقایسه با شرکت‌ها یا بخش‌های دیگر داشته باشد (Stamp, Ibid, p291).

## مبحث چهارم: توانایی تأثیر در قیمت

### ۲۱. مفهوم

از این ویژگی در اکثر کشورهای دنیا تحت عنوان «مهم بودن» (Materiality) یاد می‌شود (Boyle and Birds, Ibid, p239). هنگامی اطلاعات در قیمت اوراق بهادار مؤثر خواهد بود که باعث ایجاد رغبت در افراد برای انجام به معامله شود. البته لزوماً هر اطلاعاتی که باعث تشویق فرد به انجام معامله شود مؤثر در قیمت نخواهد بود بلکه دامنه و گستره اطلاعات محرک به معامله وسیع‌تر از اطلاعات مؤثر در قیمت بوده ولی تمامی مصادیق گروه اخیر را در برمی‌گیرد (Burn Ibid, p14). به عنوان مثال، اگر یکی از رقیب‌های شرکت «الف» بتواند افراد

1. Put option: An option to sell securities at a fixed price even if the market declines. (Black, Ibid, p1928).

مجرب و ماهری را در هیأت مدیره خود جذب کند، در صورت انتشار این خبر ارزش سهام شرکت «الف» تنزل نخواهد کرد لیکن از تمایل به خرید آن کاسته و باعث جلب توجهات به سوی سهام شرکت رقیب می‌شود. در حقوق ایران نیز چنین تمایزی مورد توجه قرار گرفته و اطلاعات در صورتی مهم محسوب می‌شود که هم بر تصمیم سرمایه‌گذاران و هم قیمت اوراق بهادار مؤثر باشد<sup>۱</sup>. اما در حقوق انگلستان و اتحادیه اروپا از آنجایی که اکثر موارد اطلاعات مؤثر در ایجاد شوق و رغبت به معامله در قیمت اوراق بهادار هم مؤثر است این دو را به یک معنی گرفته‌اند<sup>۲</sup> (Mayson, French and Ryan, Ibid, p334).

## ۲۲- تأثیر در قیمت باید مهم و قابل توجه باشد

اگر قرار باشد اطلاعاتی که فقط تأثیر جزئی روی قیمت اوراق بهادار دارند نیز وارد قلمرو اطلاعات نهانی شود که قوانین اکثر کشورها استفاده از آن را ممنوع اعلام کرده‌اند، دیگر افرادی چون اعضا هیأت مدیره، مدیران داخلی یا کارمندان شرکت نمی‌توانستند به روی اوراق بهادار آن شرکت معامله کنند. چه، این افراد همواره دارای اطلاعاتی هستند که در تصمیم به معامله و قیمت اوراق بهادار مؤثر است لیکن به درجه‌ای از اهمیت نیست که متعهد به افشای آن شوند (Vanessa, Ibid, p317). در نتیجه باید مفهوم اطلاعات نهانی را- که در آن داشتن تأثیر مهم در قیمت در قیمت اوراق شرط است- از مفهوم اقتصادی آن- که دارای چنین قیدی نیست- باز شناخت (Easterbrook and Fischel, Ibid, p267-9). در عالم حقوق، استفاده‌های جزئی و کوچک از اطلاعات نهانی توسط دارندگان این اطلاعات قابل پیگرد قانونی نیست. (Davies,) Ibid, p464. چرا که اصولاً استفاده‌های اندک نمی‌تواند به اعتبار بازار اوراق بهادار لطمه بزند. افزودن قید «تأثیر با اهمیت» در تعریف اطلاعات مهم در حقوق ایران و قید (Significant effect) در دستو العمل اتحادیه اروپا و حقوق انگلستان تحت تأثیر چنین تفکری صورت گرفته است.

۱. در همین راستا بند ۶ از ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات اعلام می‌دارد: «اطلاعات مهم اطلاعاتی درباره رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر است که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد.»

2. Section 118C (6) of Financial service and Market ACT 2000 ( Trasposing Directive 2003/124/ EC art 1(2) )



**۲۳- نسبی بودن مفهوم**

به طور معمول ۴ دسته از اطلاعات است که بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد: ۱. اخبار مربوط به میزان دارایی کنونی شرکت ۲. اطلاعات مربوط به دور نمای تجاری شرکت مثل برنده شدن در یک مناقصه مهم ۳. تغییر در انتظارات شرکت بدین سان ممکن است شرکتی ۱۰ میلیون پوند ضرر کند لیکن قیمت سهام آن بالا برود زیرا قبلاً پیش بینی می‌شده است که میزان ضرر چندین برابر این مبلغ باشد. ۴. حوادث داخلی یا بین‌المللی خارج از اختیار شرکت مثل وقوع جنگ یا نوسانات ارزی (Griffin, 2000, p176-7).

اینکه اطلاعات فوق در چه صورتی می‌تواند باعث تغییرات مهم در قیمت اوراق بهادار شود امری نسبی بوده و تحت هیچ قاعده‌ای نمی‌گنجد. پس در هر مورد باید با توجه به اوضاع و احوال خاص آن، وجود چنین ویژگی مورد بررسی قرار گیرد (Farrar, Furey, Hanningan, Ibid, p430). به ویژه اینکه این مفهوم، با توجه به نوع سهام یا هر ورقه‌ی بهادار دیگری، متغیر است چرا که به عنوان مثال در برخی از انواع سهام حتی تغییر یک یا دو درصدی قیمت هم ممکن است تغییر عمده محسوب شود (Stamp, Ibid, p295).

احراز این ویژگی نیازمند گذر زمان است و معمولاً وقتی دعاوی مربوط به اطلاعات نهانی مورد رسیدگی قرار می‌گیرد در خلال دادرسی، این اطلاعات به مرور منتشر شده و آنگاه می‌توان با مقایسه قیمت ورقه بهادار مورد نظر در زمان قبل و بعد از افشا به وجود یا عدم این ویژگی پی برد. اما، در هر حال، دارنده اطلاعات نهانی حق اثبات این مطلب را دارد که هنگامی که او به انجام معامله با استفاده از این اطلاعات مبادرت کرده، بر حسب اوضاع و احوال، احتمال قابل اعتنایی داده نمی‌شده که بر اثر انتشار آن اطلاعات قیمت اوراق بهادار شرکت تغییر قابل توجهی کند. لیکن پس از افشا بر اثر تغییر آن شرایط و اوضاع و احوال چنین اتفاقی رخ داده است (Davies, Ibid, p464).

**۲۴- نتیجه**

از بررسی مفهوم اطلاعات نهانی نتایج زیر حاصل می‌شود:

۱. هدف اصلی از تعریف اطلاعات نهانی رعایت عدالت بین اعضا بازار است. این عدالت لزوماً به این معنی نیست که همه افراد در جایگاه اطلاعاتی یکسان قرار گیرند. به همین دلیل، اطلاعات نهانی و ویژگی‌های آن باید به گونه‌ای تعریف شوند که افراد فعال‌تر بتوانند از منافع مشروع تلاش‌های خود استفاده کنند.

۲. در ادبیات حقوقی بازار اوراق بهادار، فرقی نمی‌کند که منظور از واژه «عموم» عموم افراد جامعه باشد یا عموم سرمایه‌گذاران احتمالی. چه آنکه، حتی اگر افشا اطلاعات برای

عموم افراد جامعه اجباری باشد، باز هم در عمل، این معامله کنندگان احتمالی و فعالان بازارند که از اطلاعات استفاده می‌کنند.

۳. برای تحقق «افشای اطلاعات» نیازی نیست که حتماً همان شیوه مرسوم و سنتی، که اطلاعات توسط شرکت تحت نظارت سازمان بورس منتشر می‌شود، پیروی گردد. فقط کافی است که اطلاعات به شکل مطلوب و با داشتن حداقل‌های لازم قابلیت دسترسی برای استفاده کنندگان از آن را داشته باشد.

۴. از نظر زمانی، هنگامی می‌توان گفت «افشای اطلاعات» تحقق یافته است که معامله‌کنندگان و استفاده‌کنندگان احتمالی از اطلاعات فرصت تحلیل آن را یافته باشند. چه آنکه، کسی که اطلاعاتی را نمی‌فهمد گویی که اصلاً از ابتدا آنها را نمی‌دانسته و بدان دسترسی نداشته است. اگر فرصت تحلیل اطلاعات به معامله‌کنندگان داده نشود، امکان سوءاستفاده از اطلاعات برای دارندگان قبلی آن فراهم خواهد شد و این مخالف فلسفه تأسیس قوانین بورس اوراق بهادار است.

۵. «ویژه» بودن اطلاعات در مقابل عادی بودن آن است و «دقیق» بودن به معنی مشخص بودن جزئیات آن است. در این مورد صدق یا کذب اطلاعات اهمیتی ندارد. آنچه که ملاک است این است که یک معامله‌کننده متعارف آن را باور کند.

۶. «ایجاد رغبت برای معامله» مفهومی اعم از «توانایی تأثیر در قیمت» است. به هر حال، اطلاعات نهانی به معنی حقوقی باید توانایی تأثیر «قابل توجه بر قیمت» را داشته باشد. در غیر این صورت، افراد شاغل در شرکت که همواره از حداقلی از برتری اطلاعاتی برخوردارند، هیچ‌گاه فرصت معامله به روی اوراق بهادار آن را نخواهند یافت. احراز این ویژگی با توجه به شرایط هر مورد متغیر بوده و نیازمند گذر زمان است.

## منابع و مأخذ

### الف- فارسی

۱. پاسبان، محمد رضا، (۱۳۸۵)، «حقوق شرکت‌های تجاری»، چاپ اول، تهران، انتشارات سمت.
۲. جنیدی، لعیا، (۱۳۸۱)، «تعهد به دادن اطلاعات در قراردادها»، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، شماره ۵۶، ۴۷-۱۱.
۳. جهانخانی، علی و پارساییان، علی، (۱۳۷۴)، «بورس اوراق بهادار»، چاپ اول، تهران، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۴. دهخدا، علی اکبر، (۱۳۳۸)، «لغت نامه دهخدا»، چاپ اول، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
۵. شریفی، سید الهام‌الدین، (۱۳۸۳)، «بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه»، مجله پژوهش‌های حقوق، شماره ۶، ۲۰۲-۱۷۵.
۶. شیفیعی، مسعود، (۱۳۸۵)، «قانون مقررات در اقتصاد اطلاعات»، چاپ اول، تهران، نشر پیام رسان.
۷. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۳ الف)، «قواعد عمومی قراردادها»، جلد اول، چاپ ششم، تهران، شرکت سهامی انتشار.
۸. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۳ ب)، «قواعد عمومی قراردادها»، جلد دوم، چاپ ششم، تهران، شرکت سهامی انتشار.

۹. کاتوزیان، ناصر، (۱۳۸۴)، «دوره عقود معین»، جلد اول، چاپ نهم، تهران، شرکت سهامی انتشار.
۱۰. کدخدایی، حسین، (۱۳۷۸)، «مبانی مقررات بازار سرمایه»، چاپ اول، تهران، بیمه مرکزی ایران.

### ب- خارجی

1. Alexander , Kern , (2001), **Insider Dealing and Market Abuse: The Financial Service And Market Act 2000**, ESRC center for Business Research, University of Cambridge. Working paper No . 222, Available at [www.cbr.ac.uk/pdf/wp222.pdf?ref=klasistanbul.com](http://www.cbr.ac.uk/pdf/wp222.pdf?ref=klasistanbul.com).
2. Black , Henry Campbell , (2004), **Black's Law Dictionary** , Eighth Edition , Thomson West.
3. Burn , Lachlan , (2008) , ((**Disclosur in the EEA securities market-making sens of the puzzle**)), Capital Market law journal. V. 3. No2.
4. Cheffins, Brian.R, (1997) , **Company Law, Theory, Sturactur and Operation**, University of British Columbia , CLARENDON Press , Oxford.
5. Davis, Paull , (1997), **Gower's Principle's of Modern Company Law**, Sixth Edition , Oxford , Sweet and Maxwell.
6. Dine, Janet, (2001), **Company law**, Fourth Edition, Palgrave.
7. Easterbrook, Frank H and Fischel , Daniel R. (1991), **The Economic Structure of Company law**, Massachusetts , Harvard University Press.
8. Farrar, John H , Furrey, Nigel E , Hannigan , Brenda M, (1991), **Farrar' Company law**, Thrid Edition, London, Butterworths.
9. Griffin, Stephen, (2000), **Company law Fundamental Principles**, Third Edition, London, Longman.
10. Goulding, Simon, (1996) , **Principles Of Company Law** , Second Edition, London, Cavandish.
11. Mayson, Stepen French, Derek Ryan , Christopher , (2007-2008) , **Company Law**, 24 Edition , Oxford University Press.
12. Pennington , Robert . R , (1990) , **Pennington's Company Law** , Sixth Edition , London , Butterworths.
13. Skousen , Ferd. L , (1991) , **An Introduction to The SEC** , 5 th Edition , Cincinati , Ohaio , South-western Publishing Co.
14. Stsmp , Mark , (1998) , **Practical Company Law** , London , Sweet and Maxwell Maxwell.
15. Su , Z and Berkahn M . A , (2003) , (**The Definition of Insider in Section 3 of The Securities Market Act. 1988: A Review and Comparison with other Jurisdiction** ) , Available at <[www.accountancy.massey.ac.nz](http://www.accountancy.massey.ac.nz)>.
16. Umhoefer , Carol, (1992) ((**Insider Trading Law in France**)) , Columbia Journal of Transnational Law, V.30, No.1.
17. Vanessa , Edward , (1999) , **EC Company Law** , First Editon , New Yourk , Oxford University Press.
18. [www.Law.uc.edu/ccl/34Act/Sec3..html](http://www.Law.uc.edu/ccl/34Act/Sec3..html).
19. [www.Sec.gov/division/enforc/Insider.Htm](http://www.Sec.gov/division/enforc/Insider.Htm).

از این نویسنده تاکنون مقالات زیر در همین مجله منتشر شده است:

- «تضامن و آثار و اوصاف آن» سال ۱۳۷۵، شماره ۳۵. «تقصیر زیان‌دیده»، سال ۱۳۷۸، شماره ۴۶. «تعهد به دادن اطلاعات در قراردادها»، سال ۱۳۸۱، شماره ۵۶. «دادگاه صلاحیت‌دار جهت ابطال رای داور در داوری‌های بین‌المللی» سال ۱۳۸۷، شماره ۲. «مسئله اجرای آرای داوری ابطال شده»، سال ۱۳۸۷، شماره ۴.