

# پژوهشهای حقوقی

شماره ۱۷

هزار و سیصد و هشتاد و نه - نیمسال اول

## مقالات

توصیف خواسته در قانون و رویه قضایی • اصول بنیادین حاکم بر کنوانسیون ارتباطات الکترونیکی  
آنسیترال • مؤلفه‌های امنیت اجتماعی در قوانین کیفری • شناسایی در حقوق بین‌الملل: آثار حقوقی  
شناسایی کوزوو، اوستیای جنوبی و آبخازیا • اصول حاکم بر تعارض ادله اثبات دعوا • جلوه‌های  
حقوق بین‌الملل کیفری در خاورمیانه؛ از محاکمه صدام تا محاکمه عاملان ترور رفیق حریری

## موضوع ویژه: بورس اوراق بهادار در حقوق ایران و کشورهای دیگر

مبانی و اصول تعهد به دادن اطلاعات در بورس • مطالعه تطبیقی ممنوعیتهای دارندگان اطلاعات  
نہانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار • تحلیل جرم معامله متکی بر اطلاعات نہانی • مبارزه با  
تقلب در بازارهای اوراق بهادار؛ نگاهی به نظم حقوقی بازار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا •  
بررسی آراء قضایی صادره در خصوص معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نہانی • مسؤولیت  
مدنی کارگزاران بورس و فرایند طرح دعاوی مرتبط در مراجع صالحه • مسؤولیت کارگزاران در  
معاملات فضولی اوراق بهادار با تکیه بر رویه هیأت داوری • نقش صکوک در تأمین مالی پروژه‌ها و  
تأملی بر قوانین و مقررات حاکم بر آن • داوری اختلافات در بازار اوراق بهادار • ماهیت حقوقی و  
صلاحیتهای هیأت داوری بازار اوراق بهادار • قواعد حاکم بر تشکیل شرکتهای سهامی عام در پرتو  
قانون بازار اوراق بهادار • آثار حقوقی الحاق ایران به سازمان جهانی تجارت بر خدمات بورس  
اوراق بهادار • ادغام فرامرزی بازارهای بورس سهام و اوراق بهادار: توهم یا واقعیت؟

## نقد و معرفی

ملاحظات پیرامون «نظریه مشورتی کوزوو» • بررسی جرم تجاوز در کنفرانس بازننگری اساسنامه  
دیوان کیفری بین‌المللی • نقدی بر قانون جدید بیمه اجباری مسؤولیت مدنی دارندگان وسایل نقلیه  
• علائم تجاری غیر سنتی • قطعنامه ۱۹۲۹ شورای امنیت: بازنمایی نبرد حق و قدرت در جهان  
نامتحد • ششمین دوره مسابقات شبیه‌سازی دیوان کیفری بین‌المللی





[http://jlr.sdil.ac.ir/article\\_40941.html](http://jlr.sdil.ac.ir/article_40941.html)

مجله پژوهش‌های حقوقی (علمی - ترویجی)، شماره ۱۷، نیمسال اول ۱۳۸۹  
صفحات ۲۵۷ الی ۲۸۴، تاریخ وصول: ۱۳۸۹/۵/۱۰، تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۶/۱۷

## مبارزه با تقلب در بازارهای اوراق بهادار

### نگاهی به نظم حقوقی بازار اوراق بهادار در ایالات متحد آمریکا

دکتر وحید اشتیاق\*

**چکیده:** توسعه اقتصادی نیازمند واحدهایی از سرمایه های متراکم است. امروزه بازارهای اوراق بهادار نقش جمع آوری سرمایه و ایجاد سرمایه های متراکم را برعهده دارند و توسعه اقتصادی کشورها در گرو کارآیی این بازارهاست. به علاوه این بازارها به مهمترین پشتوانه اقتصاد و نظام پولی کشورها تبدیل شده‌اند و نشاط آنها برای سلامت اقتصاد کشور حیاتی است. از طرفی مهمترین خطری که این بازارها را تهدید می‌کند و می‌تواند آنها را مختل سازد برهم خوردن امنیت است که می‌تواند به خروج سرمایه‌گذاران از بازار و در نتیجه سقوط ارزش این اوراق و ضعف اقتصاد کشور بینجامد. حفاظت از سرمایه‌گذاران در برابر تقلب افرادی که سود خود را خارج از قواعد بازار می‌جویند برای تأمین امنیت این بازارها فوق العاده اهمیت دارد و کوتاهی دستگاه قانون گذاری و دولت در این زمینه قابل قبول نیست و شایسته است آنها پیش از متقلبان نسبت به شناسایی راههای تقلب در بازار و جلوگیری از آنها و اتخاذ واکنشهای مناسب در برابر آنها اقدام کنند و از متقلبان عقب نیفتند چرا که تأخیر در این امر می‌تواند برای اقتصاد کشور هزینه زیادی داشته باشد. استفاده از تجارب سایر کشورها می‌تواند این مسیر را کوتاه تر کرده و وصول به آن را تسهیل کند. در این میان اطلاع از تجارب و دستاوردهای بازار اوراق بهادار ایالات متحد آمریکا به عنوان بزرگترین و یکی از توسعه یافته ترین نمونه‌ها می‌تواند برای قانون گذار، حقوقدانان، و دست‌اندرکاران بورس ایران مفید باشد تا با در نظر گرفتن مقتضیات خاص کشورمان به راه‌حلهای مناسب دست پیدا کنند. آنچه از شیوه‌های تقلب در اوراق بهادار در ایالات متحد آمریکا شناسایی شده و به دنبال واکنش مناسب آن گشته اند هزینه‌هایی را برای آنان به دنبال داشته است که ما می‌توانیم از تحمل دوباره این هزینه‌ها اجتناب کنیم. در این مقاله ضمن آشنایی مختصری با نظم حقوقی حاکم بر این بازار، به برخی از روشهای متقلبان‌انه‌ای که در این نظم حقوقی با آنها برخورد شده است

\* رئیس و استادیار پژوهشکده حقوقی شهر دانش و وکیل پایه یک دادگستری [eshtiagh@sdil.org](mailto:eshtiagh@sdil.org)

نگاهی خواهیم داشت.

**کلیدواژه‌ها:** اوراق بهادار، بورس، بازار اوراق بهادار، تقلب در بورس، تقلب در اوراق بهادار، جرایم بورس سهام، تقلب در معاملات سهام، حقوق ایالات متحد امریکا، جرایم یقه سفید

### مقدمه

سابقه دیرینه واکنش‌های کیفری در برابر جرایم علیه اموال نشان از خطراتی دارد که حرص و طمع افسار گسیخته مجرمان متوجه جامعه و افراد آن ساخته و می‌سازد. اگرچه مطالعه نخستین مجموعه‌های قانونی شناخته شده بشر از دوران باستان تا به مجموعه‌های قانونی امروز حکایت از این دارد که مبارزه با این جرایم دغدغه خاطر همه تمدنها بوده است اما سیر توأم با دقت در آنها نشان می‌دهد هر کجا ثروت بیشتری بوده این دغدغه خاطر هم بیشتر بوده است و هر کجا که نوع اموال به گونه‌ای بوده که حفاظت از آنها دشوارتر بوده، بر این دغدغه افزوده شده است.

واقعیت این است که در طول تاریخ تمدنهای بشری، هیچ‌گاه انباشت ثروت در هیچ زمینه‌ای به اندازه آنچه امروز در اوراق بهادار پدید آمده است مشاهده نمی‌شود. از طرفی چون ارزش این سرمایه‌های عظیم و حیرت‌آور اعتباری است، بر خلاف سرمایه‌هایی که واجد ارزش ذاتی هستند، حفاظت از آنها دشوارتر و پیچیده‌تر است و بیش از سایر اموال می‌تواند هدف طمع آزمندان قرار گیرد. شدت و بزرگی ابعاد و پیچیدگی جرایم در این میدان تفاوت قابل ملاحظه‌ای با جرایم سنتی دارد. در یک قرن گذشته بخصوص در بیست سال اخیر هر از چندگاهی پدیده‌های مجرمانه جدیدی در این صنعت بروز کرده و رکوردهای قبلی را درنوردیده است که حیرت‌آور و مایه نگرانی عمیق جوامع معاصر شده است. برای مثال در انتهای سال ۲۰۰۸ در ایالات متحد امریکا وقوع جرم عجیبی کشف شد که شهرت جهانی یافت. در جریان این محاکمه فاش گردید که فرد مجرم با جلب اعتماد سرمایه‌گذاران بیش از بیست سال به اعمال متقلبانه در زمینه اوراق بهادار پرداخته است و قربانیان جرایم او بیش از شصت و پنج میلیارد دلار از دست داده‌اند.<sup>۱</sup> به نظر می‌رسد که تاریخ بشر و نظامهای کیفری چنین پدیده‌هایی از تقلب و جرایم علیه اموال را در گذشته تجربه نکرده باشند. اگر چه وی محکوم به تحمل صدوپنجاه سال حبس گردید ولی ظاهراً این واکنش در جبران لطمه وارده به نظم عمومی و زدودن وحشت ناشی از جرم کافی نبوده و نگرانیها همچنان پابرجاست و از همین روی است که تلاشها برای دستیابی به نظم توسعه یافته در پیشگیری از بروز جرایم و مبارزه با آنها ادامه دارد.

امروزه حجم زیاد سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شاید رقیبی در بین سایر بخشها نداشته باشد، دلیل آن هم در هدف از ابداع این اوراق نهفته است. اصولاً این اوراق برای تشکیل سرمایه ابداع شده‌اند. به کمک این اوراق شرکتها می‌توانند سرمایه لازم برای کسب و کار مورد نظر خود را به

<sup>1</sup> Chad Bray, (March 12, 2009), "Madoff Pleads Guilty to Massive Fraud", *The Wall Street Journal* (Dow Jones, Inc) March 12, 2009.

دست آورند و یا حتی دولت‌ها می‌توانند از طریق اوراق قرضه سرمایه مورد نیاز خود را تدارک کنند. این سرمایه فراگیر در هر صنعتی ممکن است به کار گرفته شود. در عصر حاضر سرمایه سازمان یافته از طریق صدور اوراق بهادار، بخش عظیمی از ثروت جهانی را تشکیل می‌دهد. از طرف دیگر پیچیدگی مناسبات بورس ممکن است این فرصت را فراهم سازد که از شیوه‌های پیچیده‌ای برای ارتکاب جرم استفاده شود که شباهتی به روشهای سنتی ارتکاب سایر جرایم علیه اموال نظیر سرقت نداشته باشد و مرتکبان این جرایم امید بیشتری به دور ماندن از نگاه دستگاه عدالت و مجازات داشته باشند. کنترل حرص و آز مجرمانی که وارد این بازار می‌شوند و بازداشتن آنها از تجاوز به حقوق سایرین چندان کار آسانی نیست؛ از این روی توسل به مقررات کیفری در این بازار یکی از ضرورت‌های اجتناب‌ناپذیر برای تضمین حقوق سرمایه گذران تلقی می‌شود تا با وضع مجازات برای رفتارهای مجرمانه، از قربانی شدن سرمایه‌گذاران جلوگیری شود. این رفتارها جرایم خیابانی نیستند و مرتکبان این جرایم نیز با مرتکبان بسیاری دیگر از جرایم علیه اموال متفاوتند و اغلب از بین صاحبان سرمایه، افراد دارای تحصیلات عالی و از بین افراد دارای موقعیت‌های اجتماعی و شغلی مناسب هستند. به عبارت دیگر در طبقه‌بندی جرایم، این جرایم از نوع جرایم یقه سفیدان هستند. این جرایم و تخلفات، به نحوی بسیار هوشمندانه و بدون اعمال خشونت و توسل به زور بلکه از طریق روشهای متقابلانه ارتکاب می‌یابند. متقابلاً مبارزه با این تقلبها، هم به لحاظ روشهای کشف و هم شیوه‌های دادرسی و انتخاب واکنش مناسب، دارای پیچیدگیهای فراوان است و روشهای هوشمندانه‌ای را می‌طلبد. اما اتخاذ روشهای مناسب به چند دلیل کار آسانی نیست.

از طرفی تعداد و حجم روزانه مبادلات اوراق بهادار در بورس کشورها ارقام عظیمی را تشکیل می‌دهد که در ادامه به برخی از این ارقام شگفت‌آور اشاره خواهیم کرد. روشن است که شناسایی تقلبها در میان حجم انبوه معاملات کثیر روزانه کار دشواری است و مقررات و شیوه‌های خاصی را می‌طلبد.

نکته دیگر اهمیت روزافزون جایگاه بورس در اقتصاد ملی کشورها و بلکه اقتصاد جهانی است. امروز بورس به عنوان پشتوانه اقتصاد و پول ملی از جایگاه سنتی خود فاصله گرفته و قلب اقتصاد کشورها محسوب می‌شود. هر نوع ناامنی، اختلال و یا کندی در گردش معاملات بورس تأثیر فوری در اقتصاد کشورها دارد. این امر بر اهمیت رژیم حقوقی حاکم بر بازارهای مالی می‌افزاید.

مسئله مهم دیگر این است که ارزش سهام شرکتها و روند معاملات بورس وابستگی بسیاری به مسائل روان‌شناختی فضای بازار دارد و هر نوع اقدامی که در روحیه سرمایه‌گذاران تأثیر داشته باشد و منتهی به حس ناامنی در آنها گردد به سرعت در ارزش معاملات سهام اثرگذار است. این خصوصیت بورس نیز بر پیچیدگی مبارزه کیفری با جرایم می‌افزاید زیرا هر نوع رفتار دستگاه قضایی با حساسیت زیر ذره بین سرمایه‌گذاران است و احتیاط و مراقبت بیشتری را در تصمیمات

قضایی از مرحله تحقیقات مقدماتی تا صدور حکم می‌طلبد تا مبدا موجب اختلال یا کندی در گردش سرمایه در بورس گردد. این امر نیز به نوبه خود بر اهمیت دقت و ظرافت در تهیه و تدوین قوانین و مقررات ناظر بر بازار سرمایه و بورس می‌افزاید.

در کنار همه اینها، صنعت اوراق بهادار مرتباً و با سرعت در حال نوآوری است. می‌توان گفت دوام این صنعت همانقدر که در گروی قانونمندی و انضباط است در گروی نوآوری هم هست. تبدیل شدن قانون‌گذار و ضابطه‌گذاران به مانعی در مسیر نوآوری برای رشد و پویایی بازارهای مالی فاجعه‌آمیز است. این دو اصل، یعنی «نوآوری» و «قانونمندی» اصولی هستند که ملزومات متعارضی را می‌طلبند. عدم تجانس ذاتی این دو اصل، میدانی را برای شیوع فعالیت‌هایی در بازارهای مالی ایجاد می‌کند که بسیاری از آنها بالقوه در شمول میدانی برای تقلبات اوراق بهادار قرار می‌گیرند. هر چقدر که بازارها به دنبال نوآوری بیشتر می‌روند، در واقع مرزهای موجود این صنعت را به چالش می‌گیرند و قلمروهای جدیدی را برای به کارگیری سرمایه در دسترس قرار می‌دهند. این امر قانون‌گذاران و مراجع تصویب ضوابط را با دو چالش مهم روبه‌رو می‌کند. یکی آنکه آنها باید تعاریف جاری از مرزهای وضعیت موجود را به گونه‌ای حفظ کنند که اطمینان یابند که نوآوریها، مقتضیات بنیادین بازار برای حفاظت از سرمایه‌گذاران و تأمین یک زمین هموار برای بازی آنها را نقض نمی‌کند. دوم آنکه در سایه نوآوری و فناوری جدید ممکن است تقلب‌های جدیدی هم امکان بروز یابند و آنها باید بازار را در برابر افراد و مؤسساتی که هدف آنها کسب سودهای نامشروع از طریق این فعالیت‌های متقلبانانه جدید است حفاظت کنند. تمامی شیوه‌ها و ابزارهای مالی جدیدی که ابداع می‌شوند از مصادیق این نوآوریها هستند از این روست که فعالیت‌های در شمول جرایم و تقلبات اوراق بهادار نیز مرتباً در حال تغییر و ظهور در اشکال جدید و گسترش کمی است.

و بالاخره اینکه روند جهانی شدن اقتصاد و بخصوص سایه انداختن آثار اینترنت بر کارکرد بازارهای مالی نکته مهم دیگری است. امروزه سرمایه‌ها مرزهای کشورهای را به راحتی در کوتاه‌ترین زمان در می‌نوردند. آثار این امر آن قدر زیاد و وسیع است که توجه همه دولتها را به لزوم همکاری مشترک برای حفظ نظم بازارها و سلامت فعالیت‌های اقتصادی و حمایت از سرمایه‌گذاران جلب کرده است. فعالیت و نقش روزافزون سازمان‌هایی نظیر انجمن بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار<sup>۲</sup> در سطح جهان و یا شورای قانون‌گذاران اوراق بهادار قاره امریکا<sup>۳</sup> نشان از اعتقاد دولتها به ضرورت هماهنگی بیشتر در نظم بخشیدن به مقررات بازارهای اوراق بهادار دارد.

با توجه به نکات فوق است که در سالهای اخیر در اغلب کشورهای توسعه یافته و حتی در حال توسعه، دولتها و قانون‌گذاران ناگزیر از صرف وقت بسیار برای استقرار رژیم حقوقی مناسب

<sup>2</sup>. The International Association of Securities Commissions

<sup>3</sup>. Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA)

در این صنعت بوده‌اند. به طور کلی می‌توان گفت که بخصوص از دهه ۹۰ به این سو موضوع توسعه نظم حقوقی بازارهای اوراق بهادار و جلوگیری از تقلب در این بازارها هیچ‌گاه از روی میز قانون‌گذاران کشورهای توسعه یافته کنار نرفته است. تردیدی نیست که در این راستا تبادل تجارب و بهره‌مندی از ابتکارات و دستاوردهای دیگر کشورها به طور جدی مورد توجه همه دولتها و قانون‌گذاران قرار داشته است.

کشور عزیز ما در مسیر توسعه خود با ضرورت سرمایه‌گذاری در بخشهای مختلف تولید و خدمات روبه‌روست که ناگزیر مستلزم توسعه بازارهای مالی است. نگاهی به تجارب سایر کشورها و بهره‌برداری از آنها در طراحی و توسعه نظام ملی می‌تواند برای قانون‌گذار و دست‌اندرکاران این صنعت در کشور ما مفید باشد و هزینه آزمودن و خطا کردن را کاهش دهد. سیاست جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بازار اوراق بهادار ایران نیز این ضرورت را قوت می‌بخشد. البته نیازی به توضیح نیست که مقصود ما نسخه برداری و تقلید از سایر نظامها نیست بلکه بهره‌برداری از این تجارب با در نظر داشتن تفاوتها و مقتضیات خاص کشور و بومی‌سازی آنهاست که می‌تواند به طراحی الگوی مناسب برای کشور بینجامد.

در این مقاله نگاهی به نظم حقوقی در بازار مالی ایالات متحد آمریکا و مروری سریع و کوتاه بر اهم اعمالی که در حقوق این کشور تقلب محسوب شده‌اند را انتخاب کردیم. روشن است که نظم حقوقی حاکم بر این بازار از جهات متعدد دیگری نیز قابل بررسی است که در این مجال تنها به این جنبه آن پرداخته می‌شود. اینکه چرا در بین کشورهای جهان این کشور انتخاب گردیده است بنا به دلایلی است که در سطور بعدی بیان خواهد شد.

### تاریخچه

از همان نخستین سالهای معاملات سهام که در اواخر قرن هفدهم میلادی آغاز شد و هنوز تالارهای بورس برای این معاملات پدید نیامده بودند<sup>۴</sup>، ضرورت به نظم در آوردن این معاملات تحت یک رژیم حقوقی حس گردید. یکی از دلایل این ضرورت، برخورد با رفتارهای متقلبانه‌ای بود که می‌توانست به امنیت سرمایه‌داران لطمه وارد سازد. شاید اولین قانون در این زمینه همانی است که در سال ۱۶۹۷ در انگلستان به تصویب رسید<sup>۵</sup> تا از انجام معاملات توسط کارگزارانی که دست به معاملات متقلبانه زده بودند و یا در معاملات اعضای داخلی شرکتها که

<sup>۴</sup> برای مثال در لندن این معاملات در قهوه‌خانه‌ها تمرکز یافته بودند. برخی از قهوه‌خانه‌های خیابان Change Alley در لندن به مرکزی برای علاقه‌مندان به خرید و فروش سهام تبدیل شده بودند که مشهورترین آنها Jonathan's Coffee House نام داشت. این قهوه‌خانه‌ها تا سال ۱۷۷۳ که تعدادی از دلان و کارگزاران نخستین ساختمان خود را برپا کردند مکان اصلی انجام معاملات بودند.

Robert Sobel, *The Big Board: A History of the New York Stock Market*, 2000, Beard Books, Washington DC, p. 8.

<sup>۵</sup> Misrepresentation Act 1967

اطلاعات نهانی<sup>۶</sup> داشتند شرکت جسته بودند جلوگیری نماید. به موجب آن قانون از آن پس تنها کارگزارانی مجاز به انجام معاملات بودند که پروانه اخذ نمایند و سوگند یاد کنند که مطابق موازین قانونی رفتار خواهند کرد. تا آن زمان تعداد شرکتهایی که سهام آنها مورد معامله قرار می‌گرفت از تنها دو کمپانی معروف هند شرقی و بازرگانی روسیه که اولین شرکتهایی بودند که سهام آنها معامله می‌شد به حدود ۱۴۰ شرکت افزایش یافته بود.

از آن زمان تا عصر حاضر همپای دیگر تحولات چند قرن اخیر، تحولات بورس و رشد آن خیره‌کننده بوده است. مجموع سرمایه‌گذاری انجام شده در بورس لندن در پایان سال ۲۰۰۹ بالغ بر ۲۷۹۶ میلیارد دلار گردیده است و ارزش معاملات انجام شده در بورس لندن در همان سال به رقم ۱۷۷۲ میلیارد دلار رسیده است. در عین حال بورس لندن، دیگر بزرگترین بورس دنیا نیست و در حال حاضر به لحاظ حجم سرمایه در رتبه سوم جهانی قرار دارد.<sup>۷</sup> سالهاست که بازارهای بورس ایالات متحد آمریکا گوی سبقت را ربوده‌اند. امروزه بورس آمریکا در بین بورسهای مختلف جهان به طرق مختلف نقش پیشرو یافته است. معامله سهام بسیاری از شرکتهای بزرگ از کشورهای مختلف جهان در بورس نیویورک و سرمایه‌گذاری عظیم شرکتهای آمریکایی در شرکتهای سایر کشورها از دلایل اهمیت جهانی بورس امریکاست. حتی سهام بسیاری از شرکتهای اداره‌کننده بورسهای دنیا متعلق به تعدادی از شرکتهای آمریکایی است.

در پایان سال ۲۰۰۹ ارزش دو بورس اصلی آمریکا یعنی نیویورک و نزدک<sup>۸</sup> بالغ بر پانزده هزار و هفتاد و هفت (۱۵۰۷۷) میلیارد دلار بوده است. ارزش معاملاتی این دو بورس آمریکا با مجموع ارزش پنج بورس رتبه‌های بعدی جهان مشتمل بر بورسهای ژاپن، یورونکست<sup>۹</sup>، لندن، چین، هنگ کنگ و کانادا برابری می‌کند.<sup>۱۰</sup> ارزش معاملات این دو بازار بورس آمریکا در پایان سال ۲۰۰۹ مبلغ سی و یک هزار و یکصد و بیست و نه (۳۱۱۲۹) میلیارد دلار بوده است.<sup>۱۱</sup> این در حالی است که ارزش معاملات در سال ۲۰۰۹ به دلیل رکود اقتصادی نسبت به سالهای قبل از آن کاهش چشمگیر داشته است.<sup>۱۲</sup>

6. insider trading

7. World Federation of Exchanges (WFE), 2009 Market Highlights, <http://www.world-exchanges.org/statistics>

8. NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations Systems

9. Euro next

<sup>۱۰</sup> ارزش کل بورس ایران در بهمن سال ۱۳۸۹ با ورود چند شرکت بزرگ جدید به بورس کشور به معادل مبلغ یکصد (۱۰۰) میلیارد دلار رسیده است. نک: پایگاه رسمی بورس ایران: <http://www.irbourse.com>

<sup>۱۱</sup> ارزش کل معاملات سهام و حق تقدم در بورس ایران در طول سال ۱۳۸۹ مبلغ ۱۸۴,۱۶۶ میلیارد ریال تقریباً برابر با ۱۹ میلیارد دلار بوده است. نک: پایگاه رسمی بورس اوراق بهادار تهران، گزارش اوراق بهادار منتهی به اسفند ۱۳۸۸ <http://www.irbourse.com>

<sup>۱۲</sup> این رقم در سال ۲۰۰۷ مبلغ ۴۵,۲۳۰ میلیارد دلار بوده است.

World Federation of Exchanges, Statistics. <http://www.world-exchanges.org/statistics>

علاوه بر افزایش مقدار سرمایه، با ورود خیل سرمایه‌گذاران خرد به بورسهای امریکا، تعداد سرمایه‌گذاران نیز افزایش چشمگیری داشته است. اینکه چه درصدی از جمعیت یک کشور در سرمایه‌گذاری در بورس مشارکت دارند یکی از شاخصهای مهم توسعه بازار مالی هر کشور است. در امریکا از نخستین سالهای دهه اول هزاره سوم تقریباً ۸۰ درصد جمعیت به نحوی در بازار بورس سرمایه‌گذاری کرده‌اند که البته تنها ۲۰ درصد از آنها به طور مستقیم نسبت به انجام معاملات فعال هستند و مابقی عمدتاً از طریق صندوقهای بازنشستگی یا طرحهای انگیزشی شرکتهای متبوع کارکنان یا نظایر آنها با معاملات بازار سهام مربوط شده‌اند.

از طرف دیگر سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار امریکا به اتباع این کشور محدود نمی‌شوند. بسیاری از بخشهای خصوصی سایر کشورها و حتی دولتها در بازار اوراق بهادار امریکا حضور دارند. اوراق قرضه دولت امریکا ارقام درشتی از سبد ذخایر ارزی برخی کشورهای پردرآمد جهان از جمله چین و ژاپن را تشکیل می‌دهد. مجموع اوراق قرضه خزانه‌داری امریکا که توسط دیگر دولتها خریداری شده است در ژوئیه ۲۰۱۰ مبلغ چهار هزار و شصت و پنج (۴۰۶۵) میلیارد دلار بوده است.<sup>۱۳</sup> همچنین امروزه سرمایه‌گذاران بسیاری از نقاط مختلف دنیا با سرمایه‌های خرد و کلان خود از طریق اینترنت به معامله در بازارهای مالی امریکا جذب شده‌اند. در نتیجه این عوامل در هر روز میلیاردها سهم در بازار سهام امریکا معامله می‌شود و بورس نیویورک را به عنوان مهمترین مرکز نظام سرمایه‌داری در جهان امروز درآورده است.

نظم بخشیدن به این حجم از سرمایه و معاملات و عوامل مؤثر از داخل و خارج امریکا کار بسیار دشواری است. مطالعه نظم حقوقی حاکم بر این بازار پر از نکات آموزنده و تجارب است. راه طی شده برای رسیدن به این نظم حقوقی فراز و نشیب بسیار داشته است. البته یکی از خصایص این نظم حقوقی آن است که در مقایسه با سایر میادین حقوق بسیار جوان‌تر است و در مدت زمان کوتاهی با سرعت بسیار می‌بایست حرکت می‌کرده تا به اینجا برسد و شاید از همین روی است که وضعیت حاضر هنوز نتوانسته است درجه مطلوبی از رضایت را فراهم کند و طرح انتقادات به وضعیت مقررات بازارهای مالی همچنان یکی از موضوعات زنده در محافل خبری، حرفه‌ای، دانشگاهی و قضایی امریکاست. البته بخشی از انتقادات زیربنایی بوده و در واقع نظام سرمایه‌داری را هدف می‌گیرد که از بحث ما خارج است و بخش دیگر به بیان ایرادات نظم حقوقی کنونی می‌پردازد که راه‌حلهای تکمیلی را برای اصلاح امور پیشنهاد می‌کنند. از این روی اصلاح و توسعه قوانین و مقررات در این زمینه متوقف نشده است بلکه پا به پای توسعه سریع این بازارها خود را به پیش می‌کشاند. در دیگر کشورها، قوانین راجع به بازارهای مالی امریکا در موارد متعددی بعنوان الگو مورد توجه قرار گرفته است و می‌توان مواردی را یافت که از آن اقتباس شده است.<sup>۱۴</sup> دلیل این امر هم روشن است. به دلیل پیشرو بودن امریکا در این صنعت،

13. Department of the Treasury/Federal Reserve Board, *Report on Major Foreign Holders of Treasury Securities*, November 16, 2010, <http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>

14. Wai Yee Wan, "Reconsidering Personal Liability of Directors and Senior Managers for



اکثر مشکلاتی که کشورها در تنظیم بازارهای مالی خود با آن مواجه می‌شوند مسائلی بوده است که شاید کم و بیش یک دهه پیش از آن فراروی دست اندرکاران تقنین و اداره بازار مالی امریکا قرار داشته است و بدان اندیشیده‌اند و لذا مطالعه مدل امریکایی می‌تواند برای همه حقوقدانان این رشته مفید باشد. معهدا ابتکارات بسیاری را می‌توان در نظم حقوقی سایر کشورها یافت که به رغم آنکه از مدل امریکایی بعنوان الگو بهره گرفته‌اند اما متناسب با شرایط و بازار خود روشهای ابتکاری را طراحی و به کار بسته‌اند. بورس هنگ کنگ، شانگهای و توکیو از این نمونه است که مقررات آنها و بخصوص نحوه مبارزه کیفری با تقلبات حاوی نکات جالبی است ولی معرفی نظم حقوقی حاکم بر آنها نوشتار جداگانه‌ای را می‌طلبد. در حدود مجال این مقاله که موفق به بررسی اجمالی این موضوع در حداکثر یکی از کشورهای جهان خواهیم شد، بازار ایالات متحد امریکا به دلایلی که گذشت در اولویت قرار می‌گیرد که در نهایت اختصار بدان پرداخته می‌شود.

برای درک بهتر نظم حقوقی کنونی در بازارهای مالی امریکا ناگزیر از نگاهی به نحوه شکل‌گیری آن هستیم که با رعایت اختصار به آن می‌پردازیم.

شکل‌گیری بازار اوراق بهادار در امریکا به سالهای بعد از انقلاب امریکا برمی‌گردد. در این سالها دولت تازه استقلال یافته و نوپای ایالات متحد، اوراق قرضه‌ای را به فروش رساند تا هزینه‌های خود را تأمین نماید و بازار بورس نیویورک در سال ۱۷۹۲ رسماً برای معاملات این اوراق و در حمایت از دولت برآمده از انقلاب تأسیس گردید. سپس در نیمه اول قرن نوزدهم که تب احداث خط آهن که شرق و غرب این کشور را به هم متصل می‌کرد بالا گرفته بود، اوراق قرضه بسیاری توسط شرکتهای احداث خط آهن عرضه شد تا سرمایه این طرح بزرگ را تأمین کنند. پس از آن بانکها و شرکتهای بیمه از مدل شرکتهای راه‌آهن برای تشکیل سرمایه مورد نیاز خود بهره جستند. آنها با صدور اوراق سهام و فروش آنها در بورس توانستند سرمایه مورد نیاز خود را تأمین کنند. بعد از این، نوبت به شرکتهای بخشهای دیگر رسید و بخشهای صنایع و معادن هم به تقلید از مؤسسات مالی و بیمه با صدور اوراق سهام به جمع‌آوری سرمایه مورد نیاز خود پرداختند. توسعه این اوراق و بالا رفتن حجم سرمایه سرازیر شده به این اوراق در این سالها، ظرفیت جدیدی را در کسب و کار ایجاد کرده بود. کارگزاران و دلالان با انجام معاملات بین خودشان و بالا بردن قابلیت تبدیل این اوراق به وجه نقد و روان شدن گردش سرمایه در بازار سعی نمودند تا بتوانند افراد بیشتری را به سرمایه‌گذاری در این بازار تشویق نمایند و بازار معاملات این اوراق را گرم و پررونق نگهدارند. در طی سالهای ۱۹۲۰ تا ۱۹۲۸ در رونق چشمگیر اقتصاد امریکا، نهادهای مالی بورس امریکا شکست‌ناپذیر به نظر می‌آمدند. در آن سالها نیمی از سرمایه‌گذاری سهام‌داران به واسطه اعتباری بود که از کارگزاران و مؤسسات مالی دریافت کرده بودند یعنی اغلب سرمایه‌گذاران تنها بهای نیمی از سهام خریداری شده خود را پرداخت کرده

بودند و سفته‌بازی بورس را فرا گرفته بود و این امر منتهی به پیدایش حبابهایی از ارزش کاذب گردیده بود. نتیجه این وضعیت آن بود که در دو سال آخر دهه بیست، ارزش سهام شرکتها به طور میانگین نزدیک به نود ۹۰ درصد سقوط کرد.<sup>۱۵</sup>

اقتصاد امریکا از سال ۱۹۲۹ تا ۱۹۴۱ در طولانی‌ترین و شدیدترین کساد و رکود تاریخی خود که به رکود بزرگ معروف است به سر برد. این دوره با سقوط شدید بورس نیویورک آغاز گردید. ادامه کاهش تدریجی ارزش سهام در چند هفته متوالی منجر به نگرانی شدید سرمایه‌گذاران گردید تا آنجا که تنها در روز ۲۹ اکتبر ۱۹۲۹ که به پنجشنبه سیاه معروف است بسیاری از صاحبان سرمایه در یک فضای پر اضطراب اقدام به فروش سرمایه‌گذاریهای خود در بورس کردند و در طی یک هفته از آن روز چنان سقوط عظیمی در تاریخ بورس امریکا رخ داد که هنوز بی سابقه محسوب می‌شود. جبران سقوط ارزش شاخص بورس و بازگشت به موقعیت سال ۱۹۲۸، بیست و شش سال یعنی تا سال ۱۹۵۴ به طول انجامید. این حادثه آثار عمیقی در اقتصاد و سیاست امریکا داشت و به دنبال آن افزایش بیکاری و نابسامانیهای اجتماعی و حوادث مهم اقتصادی، سیاسی نه تنها در امریکا که شاید در جهان رخ داد.

بعد از وقوع این بحران، مدتها مباحثات بسیاری در ریشه‌یابی بحران در گرفت. بالاخره کنگره امریکا بعد از بررسیهای مفصل ریشه این بحران بزرگ را در نقص قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار دانست.<sup>۱۶</sup> در واقع بحران مذکور چشم همگان را به اهمیت جایگاه نوظهور و روزافزون بورس و گستره تأثیرات عمیق آن باز نمود. این حساسیت به عنوان یک میراث تاریخی در خاطر زمامداران و نخبگان این کشور باقی است و از این روی نظم حاکم بر بورس و حفظ رونق آن با اهتمام مورد دقت و توجه همه دولتهای امریکا در این سالها قرار داشته است.

### منابع نظم حقوقی کنونی

در سال ۱۹۳۳ پس از آن که فرانکلین روزولت به ریاست جمهوری رسید، کنگره امریکا در مقابله با بحران اقتصادی و برای جبران نقص قوانین و مقررات بازار اوراق بهادار، قوانین جدیدی را وضع نمود.

این دو قانون در سالهای ۱۹۳۳ و ۱۹۳۴ به ترتیب تحت عناوین «قانون اوراق بهادار»<sup>۱۷</sup> و «قانون بازار اوراق بهادار»<sup>۱۸</sup> به تصویب رسیدند و تا حال حاضر همچنان معتبر و مورد اجرا هستند.

هدف این دو قانون بازگرداندن اعتماد به سرمایه‌گذاران بود تا سرمایه‌های خود را به بورس و در خدمت اقتصاد کشور بازگردانند. بسیاری از مواد قانون مصوب ۱۹۳۳ حول این محور مهم

15. *Britannica Concise Encyclopedia*, Stock Market Crash of 1929.

16. *Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002, p. 1454.

17. Securities Act of 1933

18. The Securities Exchange Act of 1934

می‌گردد که تمامی حقایق راجع به فعالیت شرکتی که سهام آنها در بورس عرضه می‌شود می‌بایست منتشر شده باشد. مخاطرات احتمالی که منافع شرکت و سهام‌داران را تهدید می‌کند به طور شفاف و کامل (بدون نقص) و به طور مؤکد می‌بایست به اطلاع عموم رسیده باشد و از تقلبهای ممکن در این زمینه باید پیشگیری شود. به موجب این قانون کلیه کارگزاران و دست‌اندرکاران بورس مکلفند منافع سرمایه‌گذاران را بالاتر از هر چیز دیگری با رعایت انصاف و صداقت کامل مورد توجه قرار داده و تأمین نمایند. قانون مصوب ۱۹۳۴ همین امور را تکمیل کرد و نهاد جدیدی را تحت عنوان کمیسیون اوراق بهادار و معاملات<sup>۱۹</sup> تأسیس نمود و به خزانه‌داری فدرال نیز اختیاراتی برای تنظیم مقررات اعطای اعتبار به سرمایه‌گذاران واگذار کرد.

با تصویب این قوانین و قوانین و مقررات بعدی به تدریج نظم حاکم بر بازار اوراق بهادار توسعه و قوت بیشتری یافت. بنا بر تفحص انجام شده، مهمترین ادبیات قانونی رژیم حقوقی حاکم بر بازارهای مالی این کشور از این قرار است:

- قانون شرکتهای سرمایه‌گذاری و مشاوران سرمایه‌گذاری مصوب ۱۹۴۰<sup>۲۰</sup>، که فعالیت شرکتهای و مشاوران سرمایه‌گذاری را منوط به ثبت در کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) و رعایت مقررات آن دانست.

- قانون اوراق بهادار مصوب ۱۹۶۴<sup>۲۱</sup> مقررات جدیدی را وضع نمود.

- قانون مجازات معاملات افراد داخلی مصوب ۱۹۸۴<sup>۲۲</sup> مجازات افرادی را که با در اختیار داشتن اطلاعات نهانی شرکتهای به معامله سهام آنها مبادرت می‌ورزند تشدید نمود.

- قانون جبران خسارت اوراق بهادار و قانون اصلاح سهام ارزان مصوب ۱۹۹۰<sup>۲۳</sup> دامنه رفتارهایی که تقلب یا حتی جرم قابل مجازات تلقی شدند را وسعت بخشید و اختیارات کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) را برای تحمیل ضمانتهای مدنی نیز افزایش داد.

- علاوه بر اینها قانون خدمات و بازارهای مالی مصوب سال ۲۰۰۰<sup>۲۴</sup>، قانون معروف به ساربن-اکسلی<sup>۲۵</sup> که در پی رسوایی پرونده شرکت Enron و تحت فشار افکار عمومی به تصویب کنگره رسید، و موادی از قانون شرکتهای مصوب ۲۰۰۶<sup>۲۶</sup> نیز مهمترین تغییرات یک دهه اخیر را تشکیل می‌دهند.

- افزون بر این قوانین، مجموعه آیین‌نامه‌ها و ضوابط مفصل مصوب SEC نیز اهمیت بسیاری دارند. آرای صادره محاکم و آرای صادره SEC در پرونده‌ها و دعاوی طرح شده در این سالها نیز نقش خود را در نظام «کامن‌لا»<sup>۲۷</sup> حقوقی امریکا و توسعه رژیم حاکم بر اوراق بهادار ایفا می‌کنند.

19. Securities and Exchange Commission (SEC)

20. Investment Company and Investment Advisors Act of 1940

21. Securities Act Amendment of 1964

22. Insider Trading Sanctions Act of 1984

23. Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990

24. Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)

25. Sarbanes-Oxley Act of 2002

26. Companies Act 2006

در این قوانین، قانون‌گذار مقررات خود را با ضمانت‌های انضباطی، مدنی و یا کیفری تضمین کرده است که راجع به آنها بیشتر توضیح خواهیم داد. علاوه بر دادگاهها، SEC نیز اختیار دارد برای جبران خسارت زیان‌دیدگان نسبت به تحمیل ضمانت‌های مدنی حکم صادر نماید. همچنین واکنشهای اداری و انضباطی نظیر لغو موقت یا دائم پروانه فعالیت یا محدودسازی آن نیز مورد استفاده وسیع SEC قرار داشته است. با این همه، قانون‌گذار ناگزیر از توسل به تضمینهای کیفری بابت تضمین حسن رفتار بازیگران این صنعت بوده است. به رغم آنکه در طول تمامی سالهای چند دهه اخیر که جرم‌زدایی در سیاست جنایی این کشور مورد توجه قانون‌گذار بوده است، با این حال ضرورت ایجاب کرده است که در این صنعت رفتارهای متعددی به عنوان جرم، هدف مبارزه کیفری قرار گیرند.

در طی سالیان گذشته گاهی وقوع برخی از جرایم در زمینه اوراق بهادار در سطح جامعه مورد توجه فراگیر مردم قرار گرفته به موضوع روز مطبوعات و رسانه‌های این کشور بدل شده است. برخی از این جرایم ارتكابی به عنوان تهدیدی برای امنیت اقتصادی کشور تلقی شده‌اند و آثار وسیعی یافته‌اند. پرونده و محاکمات شرکتهای Tyco، WorldCom و Imclone از جمله مواردی بودند که موجب جلب توجه افکار عمومی آمریکاییان به این جرایم در طی این سالها شدند.<sup>۲۷</sup> اما ماجرای رسوایی شرکت Enron<sup>۲۸</sup> پرونده شگفت‌آوری بود که نه تنها جامعه آمریکا بلکه همه فعالان بازار سرمایه در جهان را بهت زده کرد.

یکی دیگر از پرونده‌های عجیب این سالها به اقدامات یک نوجوان پانزده ساله مربوط می‌شد

27. *Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002, p. 1454

<sup>۲۸</sup> شرکت Enron یک شرکت آمریکایی ثبت شده در تگزاس بود که گستره وسیعی از فعالیتها داشت. این شرکت بیشتر در بخش انرژی در زمینه برق و گاز طبیعی در سراسر جهان فعالیت داشت ولی فعالیت خود را در موارد دیگری نظیر نیشکر و کاغذ نیز توسعه داده بود. این شرکت در سال ۲۰۰۱ تعداد ۳۸ نیروگاه در کشورهای مختلف در آسیا، اروپا، آمریکای جنوبی و شمالی داشت. همچنین ۱۱ خط لوله انتقال گاز در آمریکای شمالی و جنوبی و کارخانجات متعددی در آمریکا و کانادا داشت. تعداد کارکنان این شرکت در سال ۲۰۰۰ یعنی یک سال قبل از اعلام ورشکستگی به ۲۲۰۰۰ نفر می‌رسید و سود این شرکت مبلغ ۱۰۱ میلیارد دلار اعلام شده بود. مدیران شرکت از برترین دانش‌آموختگان و افراد مجرب آمریکا محسوب می‌شدند و مؤسسه Fortune نیز برای شش سال متوالی از این شرکت به عنوان نوآورترین شرکت جهان یاد کرده بود. همه اینها باعث شده بود که ارزش سهام شرکت مرتباً افزایش یابد و به هر سهم ۹۰ دلار برسد اما در سال ۲۰۰۱ فاش شد که صورتهای مالی شرکت در یک تباری گسترده به طور متقلبانه تهیه شده است و نهایتاً شرکت اعلام ورشکستگی کرد و ارزش سهام شرکت در میان بهت همه سرمایه‌گذاران از نقاط مختلف جهان در طی چند ماه به هر سهم کمتر از یک دلار سقوط کرد و گفته می‌شود سهام‌داران در حدود ۷۴ میلیارد دلار از دست دادند. در این پرونده اتهامات گوناگون بسیاری متوجه مدیران و حساب‌برسان شرکت و بسیاری دیگر از مؤسسات گردید و نام این شرکت به عنوان نمادی برای تقلب سازمان یافته در بازار اوراق بهادار از طریق ارائه گزارشهای متقلبانه محسوب می‌شود که در این مقاله به آن اشاره خواهیم داشت.

Beth MacLean and Peter Elkind, *Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*, 2003.

که توانسته بود با استفاده از اینترنت و از طریق تبلیغات متقلبانه مبلغ دویست و هشتاد و پنج هزار (۲۸۵۰۰۰) دلار سود به دست آورد<sup>۲۹</sup> این جرم هر چند از نظر میزان مال کسب شده به نظر بزرگ نمی‌رسد اما نشان از یک تحول داشت که مورد توجه جرم‌شناسان قرار گرفت. وقوع این جرایم که قربانیان آن سهام‌داران و سرمایه‌گذاران خرد و کلان از همه اقشار بودند، حس ناامنی و جنجال‌هایی را در این سالها برانگیخت و فشار افکار عمومی خود موجبات برخورد‌های شدیدتر بعدی قانون‌گذار را با «تقلب در اوراق بهادار» فراهم آورد. برای فهم نحوه عمل و شیوه‌های تقلب لازم است ساختار بازار اوراق بهادار در امریکا و فعالان نقش‌آفرین در این بازار را ولو به اختصار بشناسیم.

### فعالان بازار اوراق بهادار

**صادرکنندگان اوراق بهادار:** این گروه به همان اندازه متنوعند که خود اوراق بهادار تنوع دارند. اینها بنگاه‌هایی هستند که به دنبال تأمین سرمایه برای رشد و توسعه کسب و کار خود می‌باشند. از شرکت‌های بزرگ و کوچک گرفته تا دستگاه‌های دولتی فدرال یا ایالتی که برای تأمین مالی اجرای یک طرح تولیدی یا خدماتی یا کاهش بدهی به صدور انواع اوراق بهادار با ارزش ذاتی یا ابزار مالی مشتق<sup>۳۰</sup> می‌پردازند.

**مشتریان:** اینها اشخاصی هستند که اوراق بهادار را می‌خرند یا می‌فروشند. اینها ممکن است یک فرد یا یک بنگاه کسب و کار یا یک سازمان نظیر یک صندوق بازنشستگی و یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا تراست‌های سرمایه‌گذاری باشند. یا ممکن است انواعی از نهادهای مالی نظیر بانک‌های سرمایه‌گذاری باشند که با خرید اوراق بهادار، محصولات مالی مختلفی نظیر صندوق‌های مشاع راه‌اندازی می‌کنند و با فروش آنها به مردم، سرمایه آنها را وارد بازار می‌کنند.<sup>۳۱</sup>

**ارائه‌کنندگان خدمات:** اینها مشاوران یا ارائه‌کنندگان تسهیلات هستند که مشتریان را قادر می‌سازند وارد بازار شوند و به آنها کمک می‌کنند تا از پیشرفت منظم و منصفانه بودن بازار، کسب اطلاع و اطمینان کنند. اینها خود به چند گروه تقسیم می‌شوند:<sup>۳۲</sup>

**کارگزار<sup>۳۴</sup>:** کارگزار عاملی است که یا عضو یک بازار اوراق بهادار است یا به طور مستقل

<sup>۲۹</sup> این نوجوان از اهالی نیوجرسی توانسته بود این سود را بدون سرمایه قابل توجهی از طریق Pump and

Dump به دست آورد. در خصوص این نوع جرم در صفحات پیش رو توضیح خواهیم داد.

<sup>۳۰</sup> Lawrence M. Salinger, *White Collar and Corporate Crime*, 2005, Sage Publications, Vol. 2, p. 726. derivatives

اینها ابزار مالی جدیدتری هستند که نه بر اساس ارزش ذاتی خود بلکه بر اساس ارزش یک دارایی دیگر صادر می‌شوند و مورد معامله قرار می‌گیرند.

<sup>۳۱</sup> *Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002, p. 1454.

<sup>۳۲</sup> *Ibid.*

<sup>۳۳</sup> *Ibid.*

<sup>۳۴</sup> broker

فعالیت می‌نماید و نسبت به اجرای سفارشهای مشتریان اقدام می‌کند. کلیه افراد کارگزار باید آموزشهای لازم را دیده باشند و پروانه دریافت کرده باشند تا بتوانند در شرکتهای کارگزاری برای مشاغل مرتبط استخدام شوند. در حال حاضر بخش وسیعی از کارگزارها توجه خود را معطوف به مشتریانی نموده‌اند که مایل به دریافت خدمات مشاوره نیستند و خودشان اطلاعاتی نسبت به بازار دارند و عمدتاً از طریق اینترنت معامله می‌کنند و کارگزار صرفاً کارهای اداری و فراهم کردن امکانات نرم‌افزاری و ارتباطی را بر عهده دارد. شمار اینگونه مشتریان روزافزون است.

**معامله‌گر:** اینها افرادی هستند که برای حساب خود و نیز حساب عموم به معامله می‌پردازند.

**کارگزار معامله‌گر:** اینها بنگاههایی هستند که به کار صدور، خرید یا فروش اوراق بهادار اشتغال دارند. دامنه مسئولیت اینها به تحلیل بازار، مشاوره به مشتریان، اجرای سفارشها، انجام معاملات، مستندسازی معاملات و اداره حساب سرمایه‌گذاری موکلان برمی‌گردد.

**مشاور سرمایه‌گذاری:** شخصی است که درباره معاملات سهام به مشتریان خود مشورت می‌دهد اما برای آنها معامله نمی‌کند.

**بازارگاه اوراق بهادار<sup>۳۵</sup>:** این یک سیستم است که خریداران و فروشندگان را گرد هم می‌آورد و معاملات آنها را اجرا، مستند و تأیید می‌نماید. این سیستم افراد زیادی را در بر می‌گیرد که برای انجام هموار و منظم معاملات در تلاش هستند. در حال حاضر در ایالات متحد آمریکا ده بازار بورس وجود دارد که بورس نیویورک و نزدک بزرگترین آنها هستند. بخش اصلی این بازارها در واقع کامپیوترهایی هستند که برای انجام این امور برنامه‌ریزی شده‌اند. بسیاری از اوراق بهادار بخصوص اوراق قرضه دولت و شهرداریها، سهام بسیاری از بانکها و مؤسسات بیمه و بیش از همه سهام شرکتهای دارای فناوریهای پیشرفته در بازار سیستم خودکار انجمن ملی دست‌اندرکاران اوراق بهادار یا نزدک معامله می‌شوند.<sup>۳۶</sup>

نظارت بر این عوامل و ساختار بر عهده نهادهایی است که به آنها به اختصار اشاره می‌نماییم:

### کمیسیون اوراق بهادار و معاملات (SEC) و سایر نهادهای نظارتی

پیش از ورود به معرفی عناوین مجرمانه لازم است نگاهی ولو کوتاه به مهمترین نهاد ناظر بر بازار اوراق بهادار در امریکا داشته باشیم. یکی از دستاوردهای قانون مصوب ۱۹۳۴ تشکیل کمیسیون بود به نام «کمیسیون اوراق بهادار و معاملات<sup>۳۷</sup>» که نقش نظارتی بر بازار و معاملات آن دارد و می‌تواند مقررات لازم از جمله مقررات انضباطی را متناسب با توسعه بازار وضع و اعمال نماید و در موارد تخلف از مقررات، می‌تواند از تدابیر مدنی و تنبیهات اداری استفاده کرده و حکم صادر نماید. با این حال اگرچه کمیسیون مسؤول اصلی اجرای قانون اوراق بهادار در سطح فدرال است ولی نمی‌تواند رأساً نسبت به محاکمه و تحمیل مجازات کیفری اقدام کند و مواردی را که از نوع

۳۵. exchange marketplace

۳۶. *Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002, p. 1455.

۳۷. Securities and Exchange Commission (SEC)

اقدامات مجرمانه تشخیص دهد باید به دادگاه ارجاع نماید. این ارجاع به دو صورت رسمی و غیر رسمی می‌تواند صورت گیرد. در موارد رسمی کمیسیون پرونده‌ای را با گزارش تحقیقات و به طور مفصل برای دادگاه می‌فرستد و در موارد غیر رسمی تنها به گزارش اطلاعات خود از احتمال وقوع جرم اکتفا می‌کند و مابقی تحقیقات را به دادگاه می‌سپارد. ارجاع پرونده به دادگاه می‌تواند همزمان با رسیدگی کمیسیون صورت گیرد تا به موازات کمیسیون، دادگاه نیز جنبه کیفری را مورد رسیدگی قرار دهد. هر چند در عمل در موارد زیادی کمیسیون بعد از ارجاع امر به دادگاه، ادامه رسیدگی و صدور حکم خود را تا پایان محاکمه کیفری به تعویق انداخته است تا از نتایج آن در رسیدگیهای خود بهره جوید.<sup>۳۸</sup> یکی از تفاوت‌های مهم شیوه رسیدگی به تخلفات در کمیسیون با دادگاه در آن است که کمیسیون نمی‌تواند متهم را به صورت کیفری احضار نماید بلکه احضاریه او جنبه اداری دارد. تفاوت مهم دیگر به لحاظ تحصیل دلیل است. کمیسیون امکان تحصیل دلیل جز از طریق تشکیل جلسات و رسیدگی به مدارکی که در اختیار دارد یا از متهم دریافت می‌کند ندارد در حالیکه دادگاه می‌تواند از روشهای مختلف حتی تفتیش اماکن و دفاتر و الزام شهود به حضور در تحقیقات استفاده کند. به همین دلیل است که کمیسیون در مواردی که تحقیقات خود را کامل نیافته است منتظر شده است تا شاید رسیدگی کیفری دادگاه به تحقیقات او کمک نماید. پس از ارجاع پرونده توسط کمیسیون، این دادستان است که تشخیص می‌دهد که آیا رسیدگی کیفری ضرورت دارد یا نه.<sup>۳۹</sup>

با این حال اختیارات کمیسیون برای ارجاع پرونده‌ها به دستگاه قضایی مانع از اختیارات دادستان کل برای آنکه رأساً به کشف و تحقیق جرایم اوراق بهادار و ارجاع آنها به دادگاه بپردازد نیست و دادستان می‌تواند بدون ارجاع کمیسیون هم به جرایم رسیدگی نماید.<sup>۴۰</sup> از زمان تأسیس این کمیسیون تاکنون با افزایش حجم معاملات و تعداد افراد سرمایه‌گذار در بازار، نقش مؤثر این کمیسیون نیز اهمیت روزافزون داشته است.

در کنار این کمیسیون نهادهای دیگری نیز تدریجاً تأسیس گردیده‌اند که می‌توان گفت دولتی نیستند و مردم‌نهاد می‌باشند و به اصطلاح یک اتحادیه یا سازمان خودنظم هستند<sup>۴۱</sup> این سازمانها به دست و اراده عوامل بازار برای برقراری نظم بیشتر بین خودشان تأسیس شده‌اند و مقررات تکمیلی اضافه بر قوانین را که برای نظم بخشیدن به کار خود نیاز بدانند وضع می‌کنند و اعضای آن، خود را موظف به اجرای آنها می‌دانند. امروزه سابقه بخشی از آنچه را که در قالب قانون یا مقررات به تصویب مراجع دولتی رسیده است می‌توان در زمره مقرراتی یافت که قبلاً توسط این

38. Jones v. SEC, 115 F.3d 1173, 1180-81 (4<sup>th</sup> Cir. 1997).

39. SEC v. Fehn, 97 F.3d 1276, 1282-83 (9<sup>th</sup> Cir. 1996) & United States v. Wiles, 102 F.3d 1043, 1066-67 (10<sup>th</sup> Cir. 1996).

در این پرونده دادگاه ابراز کرد که ارائه صورتهای مالی یا هر نوع گزارش خلاف واقع به کمیسیون می‌تواند تحت مواد 15 U.S.C. § 78ff یا 18 U.S.C. § 1001 مورد تعقیب کیفری قرار گیرد.

40. John F.X. Peloso, "The Criminalization of Securities Laws", *N.Y. L.J.*, May 28, 1987, at 1.

41. Self Regulatory Organisation (SRO)

سازمانهای خودجوش تصویب گردیده بود. از مهمترین سازمانهای خودنظم می‌توان از کمیسیون معاملات کالا یا قراردادهای آتی<sup>۴۲</sup>، انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار<sup>۴۳</sup> و انجمن مدیران اوراق بهادار امریکای شمالی<sup>۴۴</sup> نام برد.

دستاورد مهم دیگر در قوانین مصوب بعدی آن بود که پلیس فدرال (FBI) هم در کشف و شناسایی جرایم اوراق بهادار مأموریت یافت که مداخله کند. این امر به وضوح نشان از توجه جدی قانون‌گذار امریکایی به اهمیت مبارزه با این تقلبات و جرایم و نگرانی از وسعت آنها دارد.

### تعریف «تقلب در اوراق بهادار»<sup>۴۵</sup> و روند واکنشها

انصاف و اعتماد مهمترین عناصر دوام و بقای بازارهای مالی هستند. سرمایه‌گذاران اگر ریسک سرمایه‌گذاری در این اوراق را بالا ببینند از ورود به آن اجتناب می‌ورزند. از این روی SEC در تنظیم مقررات بازار، مبارزه با هر رفتاری را که نادرست و غیرمنصفانه باشد و به اعتماد سرمایه‌گذاران لطمه وارد سازد مورد هدف قرار می‌دهد و نیز فعالیتها را رصد می‌کند تا تقلبی صورت نگیرد.

مقصود از جرایم و تقلب در اوراق بهادار رفتارهای جنایی در خرید یا فروش سهام شرکتی سهامی عام یا خاص یا سایر ابزارهای مالی از جمله اوراق قرضه و مشارکت یا اوراق معاملات کلاست.

واژه اوراق بهادار هر نوع منافع پولی سرمایه‌گذاران در شرکتها را در برمی‌گیرد و علاوه بر سهام و اوراق قرضه، موارد دیگری نظیر قراردادهای سرمایه‌گذاری، گواهی حق رأی در مجامع عمومی، اوراق اختیار خرید سهام شرکت<sup>۴۶</sup>، اوراق حقوق و منافع در منابع نفت، گاز، آب یا مواد معدنی را نیز شامل می‌شود<sup>۴۷</sup>. مطابق قانون مصوب ۱۹۳۴، مرتکبان جرایم اوراق بهادار ممکن است افراد مستقل، کارکنان شرکتها، حساب‌برسان داخل و یا خارج شرکتها، یا همکاری دسته جمعی چند کارگزار و شرکت را شامل شود.

اگرچه تقلب در اوراق بهادار عرفاً به عنوان یک جرم، شناخته شده است ولی واکنشهای کیفری در برخورد با این تقلبات، انتخاب اول قانون‌گذار نیستند بلکه در بسیاری از موارد توقف عملیات متقلبانه و جبران منصفانه آثار ناشی از تقلب به عنوان راه حل مناسب برگزیده شده است. حتی در آن دسته از پرونده‌ها که واجد جنبه کیفری هستند باز جنبه مدنی جرم و جبران خسارات وارده ناشی از تقلب باید در دادگاه مورد رسیدگی قرار گیرد. بسیاری از تقلبها در همان مرحله

<sup>۴۲</sup> می‌توان از نهادهای زیر در این ارتباط نام برد:

32 The Commodities and Futures Trading Commission (CFTC)

43. The National Association of Securities Dealers (NASD)

44. The North American Securities Administrators Association (NASAA)

45. securities fraud

46. options

47. Lawrence M. Salinger, *White Collar and Corporate Crime*, 2005, Sage Publications, Vol. 2, p. 727.



کمیسیون به صورت اداری و یا در دادگاه مدنی رسیدگی شده‌اند و پرونده آنها ختم شده و به دادگاه کیفری نرسیده است. علاوه بر دادگاه‌های مدنی حتی در مواردی SEC نیز اختیار دارد برای جبران خسارت زیان‌دیدگان نسبت به تحمیل ضمانت‌های مدنی حکم صادر نماید. همچنین واکنش‌های اداری و انضباطی نظیر لغو موقت یا دائم پروانه فعالیت یا محدودسازی آن نیز مورد استفاده وسیع SEC قرار داشته است. با این حال تعداد قابل ملاحظه‌ای از پرونده تقلبات اوراق بهادار به دادگاه کیفری رسیده است. از این تعداد برخی از آنها نه به دلیل ماهیت عمل ارتكابی بلکه به دلایل دیگری نظیر پیچیدگی‌های رسیدگی؛ تسهیل جمع‌آوری دلایل با تشخیص مقامات قضایی؛ مشکلات بعدی در اجرای حکم مدنی و نظایر آنها به دادگاه کیفری ارجاع شده‌اند ولی مابقی به منظور تلقی مجرمانه از اعمال ارتكابی و به منظور یافتن واکنش مناسب در این دادگاه‌ها مورد رسیدگی قرار گرفته‌اند زیرا قانون‌گذار ناگزیر از توسل به تضمین‌های کیفری بابت تضمین حسن رفتار بازیگران این صنعت بوده است.

### انواع تقلب در بازار اوراق بهادار

در اینجا تعدادی از انواع شایع‌تر این تقلبها را همراه با ذکر مثال معرفی و بررسی می‌کنیم. هدف اصلی این مقاله آشنایی اختصاری با مفاهیم و شیوه‌های متقلبان و رفتارهای مجرمانه‌ای است که قانون‌گذار امریکایی شناسایی کرده است و روشن است که در این مقاله کوتاه مجالی برای تحلیل هر جرم به عناصر تشکیل‌دهنده قانونی، مادی و روانی و مجازات تعیین شده برای هر یک از آنها نیست.

### معاملات افراد داخلی<sup>۴۸</sup>

یکی از رفتارهایی که در معاملات سهام از دیرباز به عنوان جرم تلقی و برای آن مجازات در نظر گرفته شده است معاملات افراد داخلی است. مفهوم افراد داخل شرکت، گسترده وسیعی دارد و شامل تمامی صاحبان، مدیران، مشاوران، کارکنان، حق‌العمل‌کاران، پیمانکاران، طرفهای قرارداد با شرکت که به دلایلی به اطلاعات شرکت دسترسی پیدا می‌کنند می‌شود. این مفهوم حتی اشخاص مستقلی نظیر کارکنان چاپخانه طرف قرارداد، کارکنان نامه‌رسانی و پیک و کلیه کسان دیگری را شامل می‌شود که به اطلاعاتی دسترسی دارند که منتشر نشده و در دسترس عموم قرار نگرفته است. این اطلاعات شامل هر نوع اطلاعاتی است که بالقوه بتواند در ارزش سهام شرکت مؤثر باشد و برای اطلاع عموم تا تاریخ وقوع معامله منتشر نشده باشد. این رفتار مجرمانه، «معاملات افراد داخلی» نامیده شده است.<sup>۴۹</sup> برای تبیین جدیت برخورد قانونی با مرتکبان این جرم به ذکر

48. insider trading

۴۹. افراد درگیر در ارتكاب این جرم به دو گروه تقسیم می‌شوند. یک دسته افراد داخلی که بر اساس اطلاعات نهانی شرکت نسبت به معامله برای خود اقدام می‌کنند که این دسته از افراد در واقع مصداق واقعی مرتکبان

یک نمونه می‌پردازیم.

یک نمونه معروف از این جرم در پرونده شرکت ImClone در آخرین روزهای سال ۲۰۰۱ رخ داد که به رسانه‌ها راه یافت و در بین مردم مشهور گردید. در این پرونده مدیرعامل شرکت مذکور، آقای ساموئل واکسل<sup>۵۰</sup>، خانواده او و دوست خانوادگی آنها، خانم مارتا استوارت<sup>۵۱</sup> - که یکی از مجریان مشهور تلویزیون است - و کارگزار خانم استوارت در بورس و تعدادی از کارکنان شرکت مورد اتهام قرار گرفتند.

ماجرای این قرار بوده است که شرکت مذکور در توسعه فعالیت‌های خود روی دارویی سرمایه‌گذاری کرده بود که برای درمان سرطان کلون به کار می‌رفت و مدیران شرکت امیدوار بودند که در بازار آمریکا فروش خوبی داشته باشد. این امید، توجه سرمایه‌گذاران را به سمت این شرکت جلب کرده بود و استقبال آنها از سرمایه‌گذاری روی سهام این شرکت موجب افزایش قیمت آن شده بود. اما مدیرعامل شرکت اطلاع می‌یابد که این دارو از سوی کارشناسان اداره مواد غذایی و دارویی آمریکا<sup>۵۲</sup> مورد ایراد قرار گرفته است. چند روز بعد در تاریخ ۲۸ دسامبر ۲۰۰۱ که این خبر انتشار می‌یابد، سهام شرکت مذکور در بورس سقوط کرد و سهام‌داران شرکت میلیونها دلار ضرر کردند. فهرست اشخاص خوش اقبالی که تا یک ماه پیش از آن تاریخ سهام خود را فروخته بودند مورد بررسی FBI قرار گرفت. در این بررسیها آشکار شد که چند نفر از آنها مظنون به ارتکاب جرم هستند. این اشخاص عبارت بودند از خانواده مدیرعامل، و دوست آنها خانم مارتا استوارت. پدر مدیرعامل و دختر او به ترتیب ۸/۵ و ۲/۱ میلیون دلار سهام خود را چند روز قبل فروخته بودند. خانم استوارت نیز ۲۳۰,۰۰۰ دلار سهام خود در شرکت را یک روز قبل فروخته بود.

بعد از رسیدگی قضایی، بالاخره مدیرعامل شرکت در دادگاه مقصر شناخته شد و به اتهام «معامله فرد داخلی» به هفت سال و سه ماه حبس و خانم استوارت به جرم بهره بردن از این اطلاعات به پنج ماه حبس در زندان و پنج ماه حبس در خانه محکوم شد. در این پرونده خانم استوارت و کارگزار او متهم به جرم دیگری نیز شدند. او در دفاعیات خود در FBI اظهار کرده بود که دستور فروش سهام خود را مدتی قبل به کارگزار داده بوده و تصمیم او ربطی به نظر منفی FDA نداشته است. کارگزار او هم سعی کرده بود که مدارک کذب را در اثبات ادعای خانم

---

جرم «معامله افراد داخلی» هستند و دسته دیگر آنان که این اطلاعات را مستقیماً یا غیر مستقیم در اختیار دیگران قرار می‌دهند که آنها از این طریق منفعتی را کسب کنند یا از ضرر مصون بمانند. به این افراد اصطلاحاً tipper گفته می‌شود و به افرادی که اطلاعاتی را به طریقی به دست می‌آورند یا از کسانی می‌گیرند که رسم امانتداری به جای نیاورده‌اند tippee گفته می‌شود. اگر این افراد در ازای اطلاعات خود مالی دریافت کنند یا از مزیت یا خدمتی برخوردار شوند به آن kickback گفته می‌شود.

50. Samuel Waxal

51. Martha Stewart

52. Food and Drug Administration (FDA): US Agency Overseeing Food Safety

استوارت فراهم کند. اما بررسیهای بعدی، کذب بودن این ادعا را برملا ساخت و موجب توجه اتهام جدیدی به خانم استوارت و کارگزارش شد. از این روی دادگاه، خانم استوارت را علاوه بر آن به دو سال حبس تعلیقی دیگر نیز محکوم نمود.<sup>۵۳</sup>

### دستکاری قیمت سهام

این تقلب معمولاً به صورت یک عملیات سازماندهی شده و با ترکیبی از چند عمل متقلبانه دیگر ارتکاب می‌یابد و توسط عده‌ای فرماندهی می‌شود. این نوع تقلب به روشهای گوناگون و ابزارهایی کاملاً متفاوت قابل ارتکاب است که همگی به دنبال این هدفند که فرصت مناسبی را برای انجام معاملات مورد نظر خود بیابند. یا سهام خود را به قیمت بالایی که کاذب است به فروش برسانند و یا سهام مورد نظر خود را به قیمتی نازل برسانند تا بتوانند به ارزان‌ترین قیمت خریداری کنند. نقاط مشترک بین همه شیوه‌های این نوع تقلب آن است که اولاً قیمت سهام مورد معامله، یک قیمت ناشی از برآیند آزاد و واقعی عوامل مؤثر در قیمت نیست و ثانیاً قیمت دستکاری شده فرصت سودجویی برای مرتکبان فراهم می‌سازد.

به عنوان نمونه یک نوع از این تقلب را بیشتر بررسی می‌کنیم. در این روش، بالا بردن قیمت سهام با روشی است که Pump and Dump نامیده می‌شود. سازمان‌دهندگان این عملیات نسبت به خرید تدریجی بلوکهای بزرگی از سهام یک شرکت اقدام می‌کنند. سپس اطلاعاتی غیر واقعی راجع به آن ترویج و منتشر می‌سازند. گاهی ممکن است این اطلاعات مستند به گزارشها و صورتهای مالی نادرستی نیز بشوند. مثلاً ممکن است خبر از ادغام قریب الوقوع شرکت در شرکتی بزرگتر دهند که می‌تواند به افزایش فوق العاده قیمت سهم آن شرکت منجر شود. گاهی اخباری از رونق قریب‌الوقوع محصولات آن شرکت می‌دهند و یا گاهی برای ترویج این نوع سهام گفته‌اند که خود ما هم سهام زیادی از شرکت خریداری می‌کنیم چون از آینده آن مطمئن هستیم. حتی گاهی با تظاهر به اینکه اطلاعات محرمانه‌ای را در اختیار طرف قرار می‌دهند اظهار می‌کنند که مدیران ما حتی برای شخص خودشان هم به طور پنهانی از این سهام خریداری می‌کنند. گاهی وعده می‌دهند که ما حساب شما را تحت نظر می‌گیریم و زیان احتمالی شما را کنترل می‌کنیم. و خلاصه شیوه‌های دیگری نظیر اینها را به کار می‌گیرند که موجب فریفته شدن سرمایه‌گذاران می‌گردد.

وقتی سهام ترویج می‌شود، کم و بیش خرید سهام توسط متقاضیان شروع می‌شود، در نتیجه ارزش سهام شروع به بالا رفتن می‌کند. سازمان‌دهندگان جرم از این امر به عنوان تأییدی بر صحت پیشگوییهای خود استفاده می‌کنند. پیشگوها بر پایه درست درآمدن پیش‌بینی‌هایشان بهتر و قوی‌تر به تبلیغ و ترویج متقلبانه سهم ادامه می‌دهند و در نتیجه اعتماد خریداران بیشتری جلب شده و بلوکهای بیشتری از سهام خریداری می‌شود و قیمت همچنان افزایش می‌یابد. این وضعیت

<sup>53</sup> Los Angeles Times, Sept. 16, 2004.

ادامه پیدا می‌کند تا هنگامی که اتاق فرمان عملیات تصمیم به فروش بلوکهای بزرگ سهام خود می‌گیرد. هنگامی که سهام آنان فروش رفت عملیات خاتمه می‌یابد و ارزش سهام شرکت که دیگر مورد تشویق برای سرمایه‌گذاری بیشتر نیست شروع به سقوط می‌کند و به همان قیمتی که پیش از شروع عملیات متقلبانه بوده است یا حتی کمتر از آن می‌رسد. به این ترتیب است که سرمایه‌گذاران پول خود را از دست می‌دهند.

این عملیات در اغلب پرونده‌هایی که بابت این جرم تشکیل شده است در خصوص سهام شرکت‌های کوچک‌تر رخ داده است.

مرتکبان این جرم در برخی موارد یک فرد بوده است که به تنهایی این کار را انجام داده ولی در اغلب موارد گروه‌هایی از اشخاص، کارگزاران متقلب و گروه‌های سازمان یافته بوده‌اند. در برخی موارد هم صاحبان اصلی شرکت‌های کوچک، خود نقش رهبری و هماهنگ‌کننده عملیات را داشته‌اند.<sup>۵۴</sup>

کمیسیون اوراق بهادار (SEC) توانسته است محکومیت کیفری برخی از مرتکبان این نوع جرم را از دادگاه بگیرد. برای مثال در پرونده شرکت Systems of Excellence Inc. دادگاه در پی شکایت کمیسیون، وارد رسیدگی شد و متهمان را به ۴۶ ماه حبس در زندانهای فدرال و دو سال حبس تعلیقی و ۱۰,۰۰۰ دلار جزای نقدی محکوم کرد. در پی این محکومیت، کمیسیون ضمن ممنوع کردن دائمی مرتکبان از هر نوع فعالیت در زمینه اوراق بهادار، معادل ۱۵ میلیون دلار از اموال متهمان را که صاحبان شرکت بودند توقیف کرد و آنها را به پرداخت خسارات زیان‌دیدگان محکوم نمود<sup>۵۵</sup> که تا پایان سال ۲۰۰۶ مبلغ ۱۳ میلیون دلار از بابت جبران خسارت بین زیان‌دیدگان توزیع شده است. جرم این اشخاص این بوده است که ابتدا برای آنکه از خود ردپایی به جای نگذارند، چهل میلیون سهام خود را به دوستان و آشنایان و خانواده‌های خود منتقل کرده بودند و بعد از طریق اینترنت و رشوه دادن به چند نفر تحلیلگر بورس، اطلاعات نادرستی را درباره شرکت منتشر ساختند و بعد از افزایش ارزش سهام، همه کسانی که سهام به آنها منتقل شده بود نسبت به فروش سهام اقدام کردند. هدف صاحبان شرکت این بود که با واگذاری سهام به دوستان و خانواده‌ها، نام خود را پنهان کنند تا نقشه آنها فاش نشود ولی کمیسیون توانست وقوع جرم را کشف کند و آن را به دادستان اطلاع داد.<sup>۵۶</sup>

در پرونده دیگری شرکت Sloane Fitzgerald Inc. که یک شرکت تبلیغاتی بود شش میلیون ایمیل برای تبلیغ سهام دو شرکت کوچک دیگر<sup>۵۷</sup> فرستاده بود و دو خبرنگار آنلاین در موضوع سرمایه‌گذاری نیز تهیه کرده بود که سهام این دو شرکت را به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کردند و در سایر وبسایتها نیز آگهی‌هایی گذاشته بود. این شرکت موفق شده بود از این طریق ارزش سهام

54. Lawrence M. Salinger, "White Collar & Corporate Crime", Vol. 2, p. 727.

55. Litigation Release No. 15237/January 31, 1997 & US v. Charles O. Huttoo, Cr. 96-429-A (JC) (E.D.Va.).

56. Lawrence M. Salinger, "White Collar & Corporate Crime", Vol. 2, p. 726.

57. Eventemp Corporation and JT's Restaurants, Inc.

این دو شرکت را تا حد قابل توجهی افزایش دهد. SEC در تحقیقات خود متوجه شد که شرکت مذکور با صاحبان آن دو شرکت قرارداد داشته است و بابت این کار مبالغی را دریافت کرده است. لذا موضوع را فاش ساخت و از شرکت مذکور به دادگاه شکایت کرد. دادگاه در رسیدگی خود اظهار داشت که شرکت مذکور باید در تمامی تبلیغات خود به طور شفاف اعلام می‌کرد که طرف قرارداد این دو شرکت بوده است و باید مخاطبان تبلیغات خود را به طور شفاف آگاه می‌ساخت که بابت آن آگهی‌ها پول دریافت کرده است ولی چون این مطلب را پنهان کرده است مرتکب مشارکت در جرم Pump and Dump شده است.<sup>۵۸</sup> دادگاه شرکت مذکور و سهام‌دار آن را به جزای نقدی و ممنوعیت دائم از فعالیت محکوم کرد.

### تقلب در تحقیقات و مشاوره سرمایه‌گذاری

در این نوع تقلب، بانکهای سرمایه‌گذاری، کارگزارها، واحدهای سرمایه‌گذاری بانکها و مؤسسات مشابه از نفوذ خود بر واحد تحلیل و تحقیق سازمان به طور ناروا استفاده می‌کنند تا اگر در گزارش این واحدها در خصوص شرکتهایی که مشتری آنها هستند مطالب منفی ذکر شده باشد، آن مطالب منفی را از گزارش خود حذف کنند یا تغییر دهند و یا حتی به سرمایه‌گذاری در آن شرکتها توصیه نمایند. این سوء استفاده از موقعیت، منجر به این می‌شود که سرمایه‌گذاران بدون آنکه واقعاً به نفعشان باشد همچنان به سرمایه‌گذاری در این شرکتها توصیه شوند و سهام شرکت را نگه دارند یا حتی سهام بیشتری خریداری کنند.

در اغلب این موارد تحلیلگران بابت جبران این همکاری مبالغی را از مدیریت مؤسسه متبوع خود یا از شرکت مورد نظر دریافت می‌کنند.

یکی از پرونده‌های مشهور در این مورد مربوط به تعدادی شرکت‌های کارگزاری است که در حادثه رسوایی شرکت Enron به نوعی مشارکت داشتند. این کارگزارها در تحقیقات و گزارشها و مشاوره خود سهام Enron را به موکلان خود توصیه کرده بودند در حالی که کارشناسان تحلیلگر همین مؤسسات در تحلیلهای داخلی، به مخاطره‌آمیز بودن ادامه سرمایه‌گذاری در سهام آن شرکت اشاره کرده بودند.

دادگاه کیفری از سال ۲۰۰۲ تا سال ۲۰۰۷ به اتهامات گوناگون افراد بسیاری در پرونده Enron رسیدگی کرد و مجازاتهایی از حبسهای چند ماهه تا بیش از ۲۴ سال را برای آنها مقرر کرد. از جمله این متهمان ده مؤسسه از مهمترین و مشهورترین مؤسسات سرمایه‌گذاری امریکا بودند که در سال ۲۰۰۳ به دلیل فعالیت ناشایست واحدهای تحقیقات و سرمایه‌گذاری‌شان در کتمان نظرات کارشناسی خود به پرداخت مبلغ یک میلیارد و چهارصد میلیون دلار محکوم شدند.<sup>۵۹</sup>

<sup>58.</sup> SEC Litigation Release, No. 15959/ October 27, 1998.

<sup>59.</sup> *Ibid.*

### معاملات گردشی<sup>۶۰</sup>

این نوع تقلب توسط کارگزاران بورس قابل ارتکاب است و آن هنگامی است که یک کارگزار، معاملات متعددی را برای موکل خود انجام می‌دهد بدون آنکه هدف اصلی از این معاملات سود موکل بوده باشد بلکه هدف اصلی آن است که کارمزد بیشتری از طریق این معاملات نصیب کارگزار گردد. این نوع جرم می‌تواند در حساب مشتریانی رخ دهد که به کارگزار اختیار داده‌اند تا به تشخیص خود به انجام معامله اقدام کند. کارگزار اگر به انجام معاملات غیرضروری، زیاده یا زیانبار پردازد تا کارمزدش را بالا ببرد مرتکب این جرم شده است. علاوه بر این، این جرم در حساب اشخاصی که چنین اختیاری را به کارگزار نداده‌اند هم در مواردی واقع شده است و آن اغلب در جایی بوده است که کارگزار برای آنکه شناسایی نشود در حساب آن دسته از موکلان خود که سود زیادی برده‌اند و کمتر به مرور حسابهای خود می‌پردازند، به انجام چنین معاملاتی مبادرت کرده است.

انجام اینگونه معاملات نه تنها ممکن است به دلیل افزایش هزینه کارمزد موجب ورود خسارت به صاحب حساب گردد بلکه ممکن است به دلیل فروش سهام پیش از پایان سال مالی، موکل را وادار به پرداخت مالیات زودهنگام یا بیشتر کند.<sup>۶۱</sup>

### کلاهبرداری از وابستگان گروهها<sup>۶۲</sup>

این نوع از تقلب در اوراق بهادار نسبت به اعضای گروههای مشخصی واقع می‌شود که مرتکب جرم آنها را به عنوان قربانی انتخاب می‌کند. او به گروههایی نظیر اعضای انجمنها، کلیساهای، گروههای اجتماعی و سازمانهای حرفه‌ای خود را نزدیک می‌کند و فرصتهایی را برای سرمایه‌گذاری به آنها پیشنهاد می‌دهد که ظاهراً این پیشنهاد جنبه اختصاصی دارد و به دیگران پیشنهاد نمی‌شود و اظهار می‌دارد که این پیشنهاد اختصاصی صرفاً به دلیل علائق مذهبی و نیکوکاری و یا بر اساس حسن نیت به آنها ارائه شده است.

یک نمونه از این موارد به پرونده شرکت Oracle Trust Fund برمی‌گردد که در آن مبلغ تقریبی هفت میلیون دلار از ۱۲۰ نفر از اعضای چند کلیسا جمع‌آوری کرده بودند. آنها به ادعای اینکه برای ارائه این پیشنهاد خاص بدان چند کلیسا خواب‌نما شده‌اند توانسته بودند این مبلغ را جمع کنند.<sup>۶۳</sup>

### تقلب در حسابداری<sup>۶۴</sup>

در این نوع تقلب مدیران شرکت با دخل و تصرف در حسابهای شرکت و تنظیم گزارشهای مالی

60. stock churning

61. *Ibid.*, p. 727.

62. affinity fraud

63. *Ibid.*, p. 728.

64. accounting fraud

نادرست<sup>۶۵</sup> و ارائه یک تصویر غیرواقعی از وضعیت مالی شرکت، اقداماتی را برای جلب منافع خود و به ضرر سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند. این نوع تقلب غالباً توسط مدیران ارشد شرکتها امکان ارتکاب دارد. این جرم غالباً وقتی امکان ارتکاب می‌یابد که حسابرسان داخلی یا خارجی شرکت<sup>۶۶</sup> در ارتکاب جرم همکاری کنند و یا اینکه از غفلت آنها استفاده شود. SEC برای جلوگیری از وقوع این جرم مقرراتی را وضع کرده است. ارتکاب این نوع تقلب تنها با نادیده گرفتن و نقض یک یا تعدادی از این مقررات قابل ارتکاب است. این مقررات به طور خلاصه عبارتند از<sup>۶۷</sup>:

هر نوع پیش‌بینی، ابراز عقیده، اعلام طرح و برنامه باید همراه با افشای مخاطرات احتمالی طرح همراه باشد.

اشخاصی که گزارش یا صورتهای مالی ای تهیه می‌کنند که خطا دارد باید به محض اطلاع از خطای خود صورتهای مالی اصلاح شده را تهیه کرده ارائه نمایند.

در اداره و جوه امانی موکلان باید تصمیماتی گرفته شود که منطقی بوده و به نفع آنها اتخاذ شده باشد.

ساختار مدیریت هر شرکت نه تنها در برابر اعضای هیأت مدیره و کارکنان مسئولیت دارد بلکه در برابر صاحبان سهام نیز مسئول است و از این روی کلیه صورتهای مالی که به تحلیلگران و سهام‌داران ارائه می‌شود باید با صداقت کامل و در کمال صحت و بدون هیچ نوع پرده‌پوشی تهیه شده باشد.

تمامی گزارشهای مالی شرکتها و برآورد فصلی (سه ماه یکبار) آنها از سود سهام باید در پرونده شرکت نزد SEC ثبت شود و به اطلاع عموم برسد. ارائه تصویر غیرواقعی از وضع مالی شرکت در این گزارشها به عمد یا از روی بی‌دقتی قابل پیگرد است.<sup>۶۸</sup> در چند سال اخیر SEC چندین مورد را که ادعا شده بود در حسابها دستکاری شده است مورد تفتیش و بررسی قرار داده است. در این میان شرکتهای Enron, Tyco, Worldcom و Adelphia به دلیل چندین مورد تقلب و نقض مقررات بازار اوراق بهادار بزرگترین رسواییها را داشته‌اند. در اینجا از باب نمونه به پرونده شرکت Enron اشاره می‌کنیم.

<sup>۶۵</sup> به شیوه تهیه حسابها و دفاتر حسابداری به صورت نادرست و خلاف واقع در اصطلاح می‌گویند Cook "the book" یا پخت دفاتر.

<sup>۶۶</sup> مقصود از حسابرسان خارجی، مؤسسه حسابرسی‌ای است که به صورت مستقل و بدون آنکه تحت نفوذ مدیریت شرکت باشد به حسابرسی شرکت می‌پردازد. در قانون «اصلاح نظام حسابداری شرکتها و حفاظت از سرمایه‌گذاران» مشهور به Sarbanes-Oxley مقررات سختگیرانه‌ای در این خصوص وضع شده است و ساختار جدیدی را برای رسیدگی به حسابهای شرکتها ایجاد می‌کند. البته مقررات این قانون تنها درباره شرکتهای سهامی عام به اجرا درمی‌آید.

<sup>۶۷</sup> Lawrence M. Salinger, "White Collar & Corporate Crime", Vol. 2, p. 728.

<sup>۶۸</sup> *Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002, p. 1456.

در رسوایی شرکت Enron معلوم شد که رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل این شرکت<sup>۶۹</sup> با ارائه یک تصویر بسیار مثبت از آینده شرکت، سرمایه‌گذاران و حتی کارکنان خود را به خرید سهام شرکت تشویق کرده بود. در اوت سال ۲۰۰۰ هر سهم شرکت به بالاترین قیمت خود یعنی ۹۰/۷۵ دلار رسید و او همانطور که همه را به خرید سهام شرکت تشویق می‌کرد، سهام خود به ارزش صد میلیون دلار را تدریجاً به فروش رساند. وقتی ارزش سهام شرکت شروع به تنزل کرد او همچنان خیلی پرحرارت‌تر از قبل همه را به خرید سهام تشویق می‌کرد. نهایتاً با افزایش نگرانیها و احتمال واکنش سهام‌داران، شرکت، کارکنان را از فروش سهام خود ممنوع کرد. با این حال روند نزولی سهام شرکت ادامه یافت تا اینکه در نوامبر سال ۲۰۰۱ ارزش هر سهم شرکت به ۲۶ سنت رسید و مجموع سهام‌داران حدود ۷۴ میلیارد دلار از دست دادند.

این جرم با همکاری مدیر مالی شرکت<sup>۷۰</sup> و با تبانی با مؤسسه حسابرسی خارجی شرکت<sup>۷۱</sup> انجام یافت. مدیر مالی شرکت با ارائه صورتهای مالی نادرست توانسته بود از افشای وضعیت واقعی مالی شرکت جلوگیری کند. او همچنین از طریق ایجاد یک بنگاه مشارکتی خارج از ترانزنامه<sup>۷۲</sup> که تحت کنترل شرکت کار می‌کرد و با شرکت معاملات صوری داشت توانسته بود بخشی از زیان شرکت را پنهان سازد. گفته می‌شود که او از طریق این بنگاه توانسته بود بیش از ۲۵ میلیون دلار سود برای خود تحصیل کند.<sup>۷۳</sup> وی در جریان محاکمه به تحمل شش سال حبس محکوم شد.<sup>۷۴</sup>

مؤسسه حسابرسی خارجی شرکت نیز با آنان همکاری کرد. این مؤسسه پس از شروع تحقیقات SEC بنا به درخواست مدیریت شرکت تمامی یادداشتها و گزارشهای داخلی شرکت را معدوم کرد که این امر موجب شد به اتهام همکاری در کتمان حقایق مالی به پرداخت ۷ میلیون دلار جریمه محکوم شود.<sup>۷۵</sup>

مدیر عامل شرکت در جریان محاکمات در سال ۲۰۰۶ در اثر حمله قلبی فوت کرد ولی به گفته صاحب‌نظران در صورتی که فوت نکرده بود با مجازات ۲۰ تا ۳۰ سال حبس مواجه می‌شد.<sup>۷۶</sup>

### تقلب در اولین عرضه عمومی سهام شرکتها

این نوع تقلب مربوط به اظهار یا کتمان مطالب برای سرمایه‌گذاران نسبت به شرکتهایی است که

69. Kenneth Lay

70. Andrew Fastow

71. Arthur Andersen LLP

<sup>۷۲</sup> خارج از ترانزنامه یا off-the-balance-sheet به نوعی از داراییها می‌گویند که در ترانزنامه ذکر نمی‌شود. مدیر

مالی شرکت از طریق ایجاد این بنگاه مشارکتی ایجاد شده توانسته بود بخشی از عملیات مالی را از چشم

ناظران و سهام‌داران پنهان سازد.

73. Bethany McLean and Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room*, 2005.

74. US v. Andrew Fastow (January 14, 2004)

75. Lawrence M. Salinger, "White Collar & Corporate Crime", Vol. 2, p. 729.

76. Jessica Seid, "Lay and Skilling's Day of Reckoning", *CNN Money*, May 25, 2006.



در مرحله اولیه عرضه به عموم (IPO)<sup>۷۷</sup> قرار دارند. در این مرحله از سرمایه‌گذاران به طور عام دعوت می‌شود تا در شرکت سرمایه‌گذاری کنند و اوراق سهام برای آنها صادر می‌شود. عرضه‌کنندگان سهام برای متقاعد ساختن سرمایه‌گذاران اطلاعات و مطالبی را در اختیار آنها قرار می‌دهند که ممکن است برآوردی از درآمد و هزینه‌های طرح، تخمین سود سهام، نرخ بازده، گردش نقدینگی، چشم‌انداز اجرای طرح، معرفی مدیران شرکت و عرضه‌کنندگان سهام و سوابق آنها، و هر نوع مطلب دیگری باشد که برای امیدوار ساختن سرمایه‌گذاران به آینده شرکت به کار رود.

حساسیت این مرحله توجه قانون‌گذار را جلب کرده لذا با وضع قواعدی سعی کرده است که از ایجاد هر نوع امید واهی جلوگیری کند. از این روی هر نوع اطلاعات نادرست یا عدم افشای کامل مخاطرات و احتمالات مغایر با پیش‌بینی‌ها تقلب محسوب می‌شود و در شمول جرایم اوراق بهادار قرار می‌گیرد.

#### استفاده ناروا از وجوه سرمایه‌گذاران

از این جرم گاهی با همان عنوان اختلاس یاد می‌شود و مقصود قانون‌گذار امریکایی از اختلاس در این زمینه آن است که از وجوه نقد شرکت یا سرمایه‌گذاران استفاده غیرمجاز شود. یکی از انواع شایع این جرم آن است که صادرکنندگان اوراق بهادار، کارگزاران بورس یا مشاوران سرمایه‌گذاری، از وجوه نقد مشتریان و موکلان خود که برای سرمایه‌گذاری در اختیار آنها قرار گرفته است استفاده دیگری غیر از آنچه سرمایه‌گذاران از آنان خواسته‌اند به عمل آورند. همچنین اگر کارگزاران، وجوه موکلان سرمایه‌گذار خود را با سوءنیت در حسابها جابه‌جا کنند یا بر اساس وجوه ایشان نسبت به صدور چک و یا اخذ اعتبار برای مقاصد دیگری مبادرت ورزند و یا اطلاعات و مدارک خلاف واقعی را از نحوه استفاده از وجوه موکلان به آنها ارائه کنند در شمول این جرم قرار دارند. در سالهای گذشته بسیاری از این موارد کشف شده‌اند و محرز شده که کارگزار مرتکب چنین تخلفی شده است. در این موارد کارگزار علاوه بر آنکه توسط دادگاه به مجازات مقرر در قوانین کیفری برای اختلاس محکوم شده است، با رأی SEC از هر نوع فعالیت در زمینه اوراق بهادار به طور دائم یا برای مدت طولانی نیز ممنوع شده است.

اما یکی از انواع خاص این جرم که Ponzi scheme نامیده می‌شود در سالهای اخیر موضوع چند پرونده جنجالی بوده است. در این نوع خاص، کارگزار، صادرکننده اوراق بهادار یا مشاور سرمایه‌گذاری متخلف، سهام شرکت یا شرکتهایی را به شکلی به مشتریان خود عرضه می‌کند که طمع آنها را نسبت به سود حاصل از سرمایه‌گذاری برانگیزد تا تشویق به سرمایه‌گذاری شوند. وجوهی که آخرین سرمایه‌گذار برای خرید سهام پرداخت می‌کند، برای پرداخت سود سرمایه‌گذاران پیشین به کار می‌رود. این امر موجب می‌شود سرمایه‌گذاران قبلی و سرمایه‌گذاران

<sup>77</sup> Initial Public Offering (IPO)

جدید و نیز آنها که در حال بررسی این سرمایه‌گذاری هستند همگی این سرمایه‌گذاری را خیلی سودمند و قابل اعتماد ببینند.

در اغلب موارد بعد از اینکه وجوه هنگفتی از تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران جمع‌آوری شد و مبالغی بابت سود سهام به سهام‌داران قبلی پرداخت شد، مرتکب جرم می‌گریزد و سرمایه‌گذاران در برابر واقعیت از دست رفتن سرمایه‌شان قرار می‌گیرند.

عنوان پانزی بر روی این نوع طرح متقلبانه به پرونده‌ای جنجالی در اوایل سال ۱۹۲۰ در امریکا برمی‌گردد که در آن یک مهاجر ایتالیایی به نام Charlz Ponzi موفق شد از این طریق میلیون‌ها دلار جمع‌آوری کند.<sup>۷۸</sup> هر چند او اولین نفری نبود که این نوع از تقلب را ابداع کرد ولی پرونده او جنجالی‌ترین پرونده از این نوع و بزرگترین کلاهبرداری تا آن زمان در تاریخ امریکا بود که نام او را بر روی این روش متقلبانه ماندگار کرد.

اما مشهورترین و بلکه بزرگترین پرونده در این زمینه به پرونده جدیدی در سال ۲۰۰۹ برمی‌گردد که مبلغ کلاهبرداری شده از قربانیان رقم حیرت‌آور شصت و پنج میلیارد دلار است.

در این پرونده مرد هفتاد و یک ساله‌ای به نام برنارد میداف<sup>۷۹</sup> در دادگاه اقرار کرد که از اوایل دهه ۹۰ از طریق طرح پانزی به جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران پرداخته است. البته دادستان عقیده داشت که او این نقشه را خیلی جلوتر و از دهه ۷۰ شروع کرده بوده است. او هزاران سرمایه‌گذار که در بین آنها اشخاص و شرکتهای بسیار معتبر سرمایه‌گذاری دیده می‌شوند را قربانی کرده بود و در دادگاه از کرده خود در برابر اعتماد سرمایه‌گذاران که برخی از دوستان او بودند ابراز شرمساری کرد. او که سوابقی نظیر ریاست هیأت مدیره بازار بورس نزدیک را در کارنامه خود داشت و شخص معتبری در بازار اوراق بهادار نیویورک به شمار می‌آمد اظهار کرد که بارها تصمیم گرفته بود که به جرم خود خاتمه دهد ولی راهی را که او رفته بود برگشت نداشت. وی در طی محاکماتی جنجالی نهایتاً به ارتکاب یازده مورد جرم جنایی مقصر شناخته شد و در ژوئن سال ۲۰۰۹ به تحمل صد و پنجاه سال زندان محکوم گردید.

دادگاه یک هیأت از امنا را انتخاب نمود که به بررسی میزان خسارات وارده به قربانیان جرم و تقسیم اموال وی بین آنها پردازند. گفته می‌شود که این هیأت اصل سرمایه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران بدون احتساب سود آنها را ۱۸ میلیارد دلار برآورد کرده است.<sup>۸۰</sup> تا کنون (اوایل سال ۲۰۱۱) تنها بخشهایی از سرمایه‌ها برگشت داده شده و تصفیه اموال هنوز در جریان و موضوع روز مطبوعات امریکا است.

78. Bloodletters and Badmen: A Narrative Encyclopedia of American Criminals from the Pilgrims to the Present, by Jay Robert Nash.

79. Bernard Madoff

80. Morley Safer, (September 27, 2009), "The Madoff Scam: Meet The Liquidator", *CBC* Sep 28, 2009.

### فروش یا عرضه عمومی ثبت نشده

اگر صادرکنندگان اوراق بهادار یا کارگزاران با استناد به مواردی که معاف از ثبت قبلی هستند مبادرت به عرضه عمومی پیشنهادهای خود برای سرمایه‌گذاری کنند، در حالی که خود در شرایطی بوده‌اند که قاعدتاً می‌بایست می‌دانستند که معافیتها در آن موارد قابل استناد نیستند، این نوعی عمل متقلبانه محسوب می‌شود. اگر صادرکننده اوراق بهادار یا کارگزار شرایط ثبتی را رعایت نکرده باشد و بر خلاف قانون ادعا نماید که آن مورد خاص نیازی به ثبت ندارد، آن شخص در برابر سرمایه‌گذاران بالقوه مسؤول است و عمل او تا همین قدر شروع به جرم اقدامات متقلبانه برای نادیده گرفتن عنصر افشای کامل اطلاعات محسوب می‌شود. مثلاً اگر اوراق قرضه شرکت را به عرضه عمومی بگذارد بدون آنکه قبلاً آن را ثبت نموده و مجوز لازم دریافت داشته باشد و ادعا کند که به دلایلی این مورد نیاز به ثبت ندارد، عمل او در شمول این جرم قرار می‌گیرد. همچنین است اگر بابت افزایش سرمایه یا صدور سهام جدید برای شرکت از سرمایه‌گذاران دعوت به عمل آورد. علاوه بر اینها افرادی که مبادرت به تبلیغ یا عرضه فرصتهای سرمایه‌گذاری به عموم می‌کنند باید از شرایط و صلاحیت کافی برخوردار باشند و فعالیت آنان ثبت شده باشد و پروانه انجام کار را اخذ نموده باشند. از این روی اگر افرادی بدون آنکه این مراحل را گذرانده باشند با ادعای اینکه آنچه انجام می‌دهند در شمول الزامات قانونی قرار ندارد، اقدامات آنها متقلبانه محسوب شده واکنشهای انضباطی، مدنی و در مواردی کیفری به دنبال خواهد داشت.<sup>۸۱</sup>

### نتیجه

- محور اصلی اغلب تقلبات در بازار اوراق بهادار ارائه اطلاعات نادرست، عدم افشای کامل اطلاعات برای عموم، عدم بیان مخاطرات سرمایه‌گذاریها برای سرمایه‌گذاران، به کارگیری اطلاعات فاش نشده برای عموم، عدم رعایت امانتداری نسبت به وجوه سرمایه‌گذاران و نقض مقررات و تشریفات مصوب دستگاههای ذیربط است.
- این تقلبها نظم و امنیت بازار اوراق بهادار و به عبارت دیگر توسعه و امنیت اقتصادی کشور را تهدید می‌کنند.
- قانون‌گذار باید وقوع این تقلبها را به موقع پیش‌بینی کند و راههای پیشگیری و واکنش مناسب را در برابر هر یک برگزیند و منتظر وقوع آنها برای شروع چاره‌جویی نماند.
- این واکنشها می‌توانند تصمیمات اداری و انضباطی یا مدنی و در صورت لزوم کیفری باشند.
- مقررات کشور ما به رغم اصلاحاتی که در سالهای اخیر صورت گرفته است از این لحاظ کامل نیست و نمی‌تواند جوابگوی مقتضیات کنونی و آتی بازار در حال توسعه کشور باشد.
- کشور ما برای دستیابی به اهداف توسعه خود ناگزیر از توسعه سریع و پایدار بازار اوراق

<sup>81</sup> *Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002, p. 1456.

- بهادار است و این امر مستلزم آن است که قوانین و مقررات پا به پای این توسعه جلو بروند.
- در یک دهه اخیر شاهد سرعت یافتن آهنگ توسعه ابزارهای مالی در سطح جهان، تحولات ناشی از به کارگیری اینترنت در این معاملات و جهانی شدن اقتصاد بوده‌ایم. اینها عواملی هستند که بر پیچیدگی شرایط خواهد افزود. رصد کردن مستمر این تحولات و بررسی آثار آنها و آمادگی و اتخاذ به موقع تدابیر لازم از سوی قانون‌گذار و دستگاه اجرا و عوامل بازار ضروری است.
- بهره‌برداری از دستاوردهای کشورهای دیگر می‌تواند سرعت ما را در دستیابی به راه‌حلهای مناسب برای کشورمان بیفزاید بدین ترتیب مطالعه سازمان یافته تجارب سایر کشورها می‌تواند راهکار مفیدی برای کشور باشد.

### فهرست منابع و مآخذ

- 15 United States Codes § 78ff  
 18 United States Codes U.S.C. § 1001  
 Beth MacLean and Peter Elkind, *Smartest Guys in the Room: The Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron*, 2003.  
 Bethany McLean and Peter Elkind, *The Smartest Guys in the Room*, 2005.  
 Bloodletters and Badmen: A Narrative Encyclopedia of American Criminals from the Pilgrims to the Present, by Jay Robert Nash.  
 Bray, Chad, (March 12, 2009), "Madoff Pleads Guilty to Massive Fraud", *The Wall Street Journal* (Dow Jones, Inc) March 12, 2009.  
*Britannica Concise Encyclopedia*, Stock Market Crash of 1929.  
 Companies Act 2006  
 Department of the Treasury/Federal Reserve Board, *Report on Major Foreign Holders of Treasury Securities*, November 16, 2010, <http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>  
*Encyclopaedia of Crime and Punishment*, Sage Publications, 2002.  
 Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)  
<http://www.irbourse.com>  
<http://www.world-exchanges.org/statistics>, World Federation of Exchanges, Statistics.  
 Insider Trading Sanctions Act of 1984  
 Investment Company and Investment Advisors Act of 1940  
 Jones v. SEC, 115 F.3d 1173, 1180-81 (4<sup>th</sup> Cir. 1997)  
 Lawrence M. Salinger, *White Collar and Corporate Crime*, 2005, Sage Publications, Vol. 2.  
 Litigation Release No. 15237/January 31, 1997 & US v. Charles O. Huttoo, Cr. 96-429-A (JC) (E.D.Va.).  
*Los Angeles Times*, Sept. 16, 2004.  
 Misrepresentation Act 1967  
 Morley Safer, (September 27, 2009), "The Madoff Scam: Meet The Liquidator", *CBC* Sep 28, 2009.  
 Peloso, John F.X., "The Criminalization of Securities Laws", *N.Y. L.J.*, May 28, 1987.  
 Salinger, Lawrence M., *White Collar and Corporate Crime*, 2005, Sage Publications, Vol. 2.  
 Sarbanes-Oxley Act of 2002  
 SEC Litigation Release, No. 15959/ October 27, 1998.  
 SEC v. Fehn, 97 F.3d 1276, 1282-83 (9<sup>th</sup> Cir. 1996) & United States v. Wiles, 102 F.3d 1043, 1066-67 (10<sup>th</sup> Cir. 1996)  
 Securities Act Amendment of 1964  
 Securities Act of 1933  
 Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990  
 Seid, Jessica, "Lay and Skilling's Day of Reckoning", *CNN Money*, May 25, 2006.  
 Sobel, Robert, *The Big Board: A History of the New York Stock Market*, 2000, Beard Books, Washington DC.  
 The International Association of Securities Commissions  
 The Securities Exchange Act of 1934  
 Yee Wan, Wai, "Reconsidering Personal Liability of Directors and Senior Managers for Misstatements and Non-disclosures to the Securities Market", *The Journal of Corporate Law Studies* 9 pt 1 235-55 Ap 2009.

# JOURNAL OF LEGAL RESEARCH

VOL. IX, No. 1

2010-1

## Articles

Claim Description in the Law and Judicial Practice • Fundamental Principles of UNCITRAL Electronic Communications Convention • Social Security Components in Criminal Laws • Recognition in International Law: Legal Effects of Recognition of Kosovo, South Ossetia and Abkhazia • Principles of Conflict of Evidences • The Effects of the International Criminal Law in the Middle-East; from the Saddam's Trial to the Hariri's Accused Prosecution

## Special Issue: The Stock Exchange (Some Considerations on the Law of Iran and other Countries)

Fundamentals of Obligation for Providing Information to Stock Exchange • Comparative Study of Prohibitions of Insider in Securities Dealing in E.U., English, French and Iranian Laws • Some Considerations on the Offense of Insider Trading • Combating the Securities Fraud in the Stock Exchange (The Case of the U.S.) • Some Considerations on Judgments about the Insider Trading in the Stock Exchange • The Stock Broker Liability and the Process of Bringing the Case before the Proper Forum • The Liability of Brokers for the Unauthorized Transaction of Securities in the Approach of Arbitration Board • Sukuk's Rule in Financing the Projects and its Rules and Regulations • Arbitration of Disputes in Commercial Paper Market • The Nature and the Jurisdictions of the Board of Arbitration of the Stock Exchange • The Rules Governing the Formation of Public Joint-Stock Companies in light of the Securities Market Act • Legal Consequences of Iran's Accession to WTO on Securities Service • Cross-Border Stock Exchange Mergers: an Illusion or a Reality?

## Critique and Presentation

Some Considerations on the "ICJ's Kosovo Advisory Opinion" • Considerations on the Concept of the 'Aggression' in the Review Conference of the Statute of International Criminal Court • Some Critics on the Modern Law of Compulsory Insurance of the Owners of Vehicles 2008 • The Non-Traditional Trademarks • Resolution 1929 of the Security Council: The Challenges of the Power and the Right in a Divided World • The 6th Round of the Moot Court Simulation of the International Criminal Court's Session (2010 Summer and Autumn)

ISSN: 1682-9220



S. D. I. L.

The S.D. Institute of Law

Research & Study