

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
نهانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار • تحلیل جرم معامله متکی بر اطلاعات نهانی • 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 نهانی • 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
تأمین 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





مطالعه تطبیقی ممنوعیتهای دارندگان اطلاعات نهانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار در حقوق اتحادیه اروپا، انگلیس، فرانسه و ایران

دکتر سیدالهام‌الدین شریفی*
شقایق بهشتی**

چکیده: در راستای حمایت از اعتبار و امنیت بازار سرمایه و مقابله با استفاده نامناسب از اطلاعات محرمانه در معاملات اوراق بهادار، در دستورالعمل اتحادیه اروپا ممنوعیتهای تحصیل یا انتقال اوراق بهادار مبنی بر اطلاعات محرمانه، افشاء اطلاعات و توصیه و ترغیب دیگران به معامله با استفاده از اطلاعات محرمانه، برای دارندگان اطلاعات مقرر گردیده است. در نظام حقوقی ایران قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ در راستای جبران سالها خلأ قانونی در خصوص موضوع با رویکردی کیفی نسبت به تخلفات بازار سرمایه، تنها دو نوع ممنوعیت استفاده از اطلاعات محرمانه و فراهم نمودن موجبات افشاء و انتشار اطلاعات را با عباراتی کلی و اجمالی مورد تصریح قرار داده است. در این مقاله سابقه تاریخی موضوع و سپس ممنوعیتهای قابل اعمال بر دارندگان اطلاعات در مقررات اتحادیه اروپا و نظامهای حقوقی کشورهای انگلیس، فرانسه و ایران بررسی خواهد شد.

کلیدواژه‌ها: معاملات اوراق بهادار، اطلاعات محرمانه، دارندگان اطلاعات.

۱- مقدمه

به رغم اینکه سهام شرکتها به مبلغ اسمی خاصی صادر می‌شود، اما ارزش واقعی آن یعنی قیمتی که سهام با آن خرید یا فروخته می‌شود، معمولاً روز به روز و بسته به شرایط بازار تغییر می‌کند. اگر چه ارزش خاص اموال شرکت، معمولاً بر قیمت بازار سهام آن مؤثر می‌باشد، لیکن افزایش یا

* عضو هیأت علمی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) و وکیل پایه یک دادگستری

** کارشناس ارشد حقوق خصوصی و وکیل پایه یک دادگستری

کاهش سطح معاملات و قراردادهای شرکت و نتایج آنها، تأثیر فراوانی بر قیمت سهام شرکت دارد، بنابراین آگاهی از ضرر تجاری ناشی از یک قرارداد مسلماً در قیمت برآورده شده سهام تأثیر منفی خواهد داشت.

حوادث و وقایع داخلی و بین‌المللی خارج از کنترل شرکت مانند نوسانات نرخ ارز و بهره، اعتصابات، حوادث طبیعی و جنگ نیز در تغییرات ارزش سهام شرکتها خصوصاً شرکت‌هایی که سهام آنها از طریق بازار بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار می‌گیرد؛ مؤثر می‌باشد. این واقعیت، از سرمایه‌گذاری در زمینه سهام شرکتها یک تجارت پرخطر ساخته است. سهام ممکن است با سرعت و به میزان بیشتری نسبت به پولی که در حساب سپرده قرار داده می‌شود ترقی نماید؛ اما احتمال سقوط ارزش آن نیز وجود دارد. اطلاعات بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌هایی که قصد سرمایه‌گذاری در آنها را دارند، شانس موفقیت و کسب منافع بیشتر را افزایش می‌دهد. بدین لحاظ است که در مقررات قانونی به اعلامیه پذیره‌نویسی و مندرجات آن که برای اطلاع عمومی منتشر می‌شود اهمیت زیادی داده می‌شود. اظهار، افشاء و اعلام تمام واقعیات و اطلاعات مربوط به شرکت برای حمایت از سرمایه‌گذاران لازم است، زیرا در صورتی که برخی اشخاص داخلی یا مرتبط با شرکت (به عنوان خریدار یا فروشنده)، پیشاپیش از اطلاعاتی برخوردار باشند که بر قیمت سهام شرکت مؤثر می‌باشد، در حالی که این اطلاعات برای دیگر سرمایه‌گذاران افشاء نشده باشد؛ نتیجه این امر، استفاده اشخاص داخلی یا مرتبط با شرکت از اطلاعات محرمانه و منتشر نشده و تحصیل سود و منافع بیشتر یا وضع ضرر احتمالی به زیان سایر سرمایه‌گذاران خواهد بود.^۱

اولین تعریف آکادمیک از معاملات اوراق بهادار مبنی بر اطلاعات محرمانه،^۲ توسط هنری مانه (Mane) در سال ۱۹۶۶ بیان گردید. معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، عملی حرفه‌ای از جانب هر شخصی است که به اطلاعات محرمانه شرکت دسترسی داشته یا این اطلاعات را به طور غیرمجاز به افراد دیگر داده باشد.^۳ به بیان دیگر، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، به معامله‌ای اطلاق می‌شود که شخصی در وضعیتی اقدام به معامله می‌کند که اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام را در اختیار دارد، در حالی که این اطلاعات برای شخصی که با او معامله می‌نماید یا برای سایر فعالان بازار سرمایه در آن زمان قابل دسترسی نبوده است.^۴ این نوع معاملات، زمانی رخ می‌دهد که اطلاعات خاص و معین که مؤثر بر قیمت اوراق بهادار هستند

^۱ سیدالهام‌الدین شریفی، «بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی»، مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۶، ۱۴۸۳، ص ۱۷۶.

^۲ insider dealing

^۳ سیدمهدی علم‌الهدی، «نقش اطلاعات نهانی در تزییع حقوق سهام‌داران و راهکارهای مقابله با آن»، ص ۲.

قابل بررسی در سایت سازمان بورس اوراق بهادار ایران <http://www.irbourse.com>

^۴ Paul L. Davies, *Gowers Principles of Modern Company Law*, London, Sweet and Maxwell, 6th Ed, 1997, p. 443.

باید مخفی و محرمانه باقی بماند و افشاء و منتشر نگردد.^۵ لذا خرید یا فروش اوراق بهادار در این زمان با استفاده از اطلاعات محرمانه، توسط اشخاصی که به انحاء گوناگون به این اطلاعات دسترسی دارند؛ مبتنی بر نقض هر وظیفه امانی یا سایر روابط مبنی بر اعتماد و اطمینان است.^۶ دلیل اصلی کنترل چنین معاملاتی ناشی از یکسان نبودن وضعیت معاملاتی میان معامله‌کنندگان سهام می‌باشد. کسانی که به اطلاعات محرمانه و منتشر نشده شرکت در خصوص فعالیتها و اوضاع و احوال آن دسترسی دارند؛ در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به مراتب بهتر از هر تحلیل‌گر حرفه‌ای بازار سرمایه عمل نموده و سود فراوانی را به لحاظ دسترسی به اطلاعات مذکور تحصیل خواهند نمود. این در حالی است که سایر سرمایه‌گذاران بازار نیز به طور معقول انتظار دارند که در ازای سرمایه‌گذاری خود نفع و سود مناسبی به دست آورند. جواز معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه، فرصتهای انتفاع از بازار را برای دارندگان اطلاعات به هزینه سایر سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. اگر سرمایه‌گذاران به این باور برسند که معاملاتی مبنی بر اطلاعات محرمانه در بازار صورت می‌گیرد و دارندگان اطلاعات به لحاظ موقعیت‌شان در شرکت یا روابط‌شان با افراد شرکت، سود بیشتری به دست می‌آورند، قطعاً سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند و یا حتی در چنین بازارهایی مشارکت نخواهند کرد کاهش سرمایه‌گذاری تأثیر مایوس‌کننده‌ای بر نقدینگی بازارهای ملی و اعتبار بازار سرمایه دارد.

۲- سابقه تاریخی موضوع

مقررات قانونی در خصوص بازار سرمایه و ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه شرکت، برای دارندگان چنین اطلاعاتی در ایالات متحد دارای سابقه طولانی است. بعد از سقوط بازار سهام آمریکا در سال ۱۹۲۹، کنگره قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و بعد قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ را با هدف کنترل سوءاستفاده از بازار وضع نمود.^۷ قانون‌گذار آمریکا قانون سخت‌تری را در رابطه با معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه در سال ۱۹۸۴ و بعد ۱۹۸۸ تصویب نمود. این قانون تحت عنوان «معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه و اجرای تقلب در اوراق بهادار»^۸، مسئولیت کیفری و مجازات مؤثری را برای مرتکبان چنین تخلفی مقرر می‌دارد.^۹ کمیسیون بازار بورس اوراق بهادار موسوم به SEC^{۱۰} که به عنوان یک نهاد اجرایی از وظایف قضایی و قانون‌گذاری بهره‌مند می‌باشد و اختیار بازرسی و تعقیب اشخاص مظنون به نقض قواعد

5. Peter-Jean Engelen, "Criminal Behavior: A Real Option Approach With An Application To Restricting Illegal Insider Trading", *European Journal of law and Economic*, 2004, p. 336.

6. A. Besori, "The Insider and Tentative Information", in: Barry Rider and Michael Ashe (Eds), *The Fiduciary, The Insider and The Conflict*, Dublin, Brehon, Sweet and Maxwell, 1st ed, 1995, p. 149.

7. Victor B. Rudney and Marvin A. Chirelestein, *Cases and Materials On Corporate Finance*, Second Edition, USA The Foundation Press, 1979, pp. 953-965.

8. Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.

9. G. Philip Rutledg, "Insider Conflicts in US and Japan, An American Perspective", in: Barry Rider (Ed), *op. cit.*, p. 149.

10. Securities and Exchange Commission (SEC)

اعلام شده به وسیله آنها را دارد؛ الگوی جالبی در این خصوص بوده است.^{۱۱} مقررات مربوط به ممنوعیت این دسته از معاملات در مقایسه کشورهای اروپایی با امریکا سابقه طولانی ندارد. در نظام حقوقی انگلیس تجربه قانون‌گذاری در خصوص معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه بازگشت به دهه هفتاد دارد. لیکن بعد از دو اقدام قانونی ناموفق، پارلمان در سال ۱۹۸۰ قانون شرکتها^{۱۲} را تصویب نمود و در این قانون پدیده معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه به عنوان یک جرم اعلام گردید.^{۱۳} متعاقب توسعه سریع بازار سرمایه در دهه هشتاد میلادی، لزوم اصلاحاتی در قوانین مربوط به این معاملات احساس گردید. بدین لحاظ در سال ۱۹۸۵ قانون اوراق بهادار شرکتها (معامله با استفاده از اطلاعات محرمانه)^{۱۴} به تصویب رسید. این قانون در سال ۱۹۸۶ با قانون خدمات مالی، که قدرت اجرایی دولت را تقویت می‌نمود، تکمیل شد.^{۱۵} قانون مزبور نیز چندان دوام نیاورد. زیرا در سال ۱۹۸۹ دستورالعملی در اتحادیه اروپا در خصوص معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، جهت هماهنگ کردن مقررات مربوط در کشورهای عضو اتحادیه به تصویب رسید. انگلیس نیز باید از دستورالعمل مزبور تبعیت نموده و قوانین داخلی خود را مطابق با آن اصلاح می‌نمود، که این امر در سال ۱۹۹۳ با تصویب قانون عدالت کیفری^{۱۶} محقق گردید. با تصویب قانون خدمات و بازارهای مالی^{۱۷} در سال ۲۰۰۰ ساختار قانونی انگلستان در رابطه با بازار سرمایه صورت نوینی به خود گرفت. در واقع با تصویب قانون مذکور درخواست ایجاد یک جایگزین برای رژیم کیفری مقرر در قانون عدالت کیفری مصوب ۱۹۹۳، پاسخ داده شد. در قانون اخیرالتصویب سوءاستفاده از بازار^{۱۸} به عنوان یک تخلف حقوقی^{۱۹} مورد شناسایی قرار گرفت. رژیم حقوقی جدید به گونه‌ای طراحی شد که ابزار منعطف‌تری برای تنبیه کسانی باشد که از بازارهای مالی انگلیس سوءاستفاده می‌نمایند.^{۲۰} در نظام حقوقی فرانسه قانون‌گذاری در خصوص معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه با آیین‌نامه سال ۱۹۶۷^{۲۱} آغاز شد. این آیین‌نامه در سال ۱۹۷۰ اصلاح گردید؛ و طی آن معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی و افشاء اطلاعات به اشخاص ثالث مجرمانه تلقی شد. در سال ۱۹۸۹ در راستای هماهنگی با دستورالعمل جامعه اروپا تصویب قانون جامعی تحقق پیدا کرد، که قادر بود

11. Carol Umhoefer and Alain Pietrancosta, "Insider Trading Law in France", *Columbia Journal of Transnational Law*, Volume 30, 1992, No. 1, p. 98.

12. Companies ACT 1980

13. Janet Dine, "European Foundation", in: Barry Rider and Michael Ashe (Eds), *op. cit.*, p. 1.

14. Company Securities (Insider Dealing) Act 1985 (IDA)

15. Kern Alexander, *Insider Dealing and Market Abuse, The Financial Services and Market Act 2000*, ESRC Center for Business Research, University of Cambridge Working Paper, No. 222, p. 20.

16. Criminal Justice ACT 1993

17. Financial Services and Market ACT 2000 (FSMA)

18. market abuse

19. civil offence

20. Richard Burger and Reeve and George Davies, "A New Weapon", *International Financial Law Review*, London, 2007, p. 2.

21. ordinance 1967

تمامت بازار سرمایه را حفظ نماید. این قانون قدرت اعمال ضمانت اجرای اداری^{۲۲} را به COB^{۲۳} اعطا نمود. یکسال بعد در ژوئیه ۱۹۹۰ COB قانون استفاده از اطلاعات محرمانه^{۲۴} را تصویب نمود. بنابراین دو گروه از قوانین وجود داشت که بر معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه اعمال می‌شد؛ قانون کیفری در قالب آیین‌نامه ۱۹۶۷ و قانون اداری در قالب مقررات COB.^{۲۵}

در سال ۲۰۰۳ قانون امنیت مالی^{۲۶} تصویب شد که متعاقب آن یک صلاحیت و اختیار تنظیم قانون با نام AMF^{۲۷} تدوین و به کار گرفته شد که بر اساس آن وظایف قانون‌گذاری پیشین که توسط CMF^{۲۸} و COB به طور مجزا اعمال می‌شد؛ انسجام می‌یافتند.

این مرجع در حال حاضر همه اقتدارات قانون‌گذاری را اعمال می‌نماید. در نوامبر ۲۰۰۴، AMF بعد از یک جریان گسترده مشاوره‌ای «قانون عمومی»^{۲۹} را تصویب نمود که بازگوکننده و تدوین‌کننده مقررات پیشین COB و CMF بود و طی آن تمامی مقررات سابق را تدوین و سازماندهی کرد. از جمله بخشهای اصلی این قانون در خصوص پذیرش دستورالعمل سوءاستفاده از بازار (MAD)^{۳۰} مصوب ۲۰۰۳ اتحادیه اروپا^{۳۱} می‌باشد. دستورالعمل معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه مصوب ۱۹۸۹ اتحادیه اروپا^{۳۲}، اولین دستورالعملی بود که مقررات بازار سرمایه را مورد توجه قرار داد و هدف آن ایجاد حداقل استانداردها در خصوص مقررات معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه، در کشورهای عضو بود،^{۳۳} و برای ایجاد هماهنگی بیشتر دستورالعمل به ارائه تعاریفی از اطلاعات محرمانه^{۳۴}، دارندگان اطلاعات^{۳۵}، ممنوعیتهای مقرر^{۳۶} در خصوص معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، اوراق بهادار مشمول دستورالعمل و ... پرداخت. سرعت تصویب دستورالعمل از اولین پیشنهاد کمیسیون تا تصویب نهایی در شورا کمتر از هجده ماه به طول انجامید که حاکی از تمایل کشورهای عضو برای نیل به یک بازار سرمایه

22. administrative sanctions

۲۳. به موجب آیین‌نامه ۱۹۶۷ به تبعیت از SEC در امریکا سازمانی به نام کمیسیون بورس Commission des operation de Bourse موسوم به COB تأسیس گردید.

24. L'utilisation d'un Information Privilegiee

25. Jane Welch, Matthias Pannier and others, "Comparative Implementation of EU Directives Insider Dealing and Market Abuse", The British Institute of International and Comparative Law, *City Research Series*, No. 8, London, 2005, p. 43.

26. Loi de Securite Financier, 2003.

27. Autorite des Marches Financier (AMF)

28. Conseeil des Marches Financier (CMF)

29. Reglement General 2004

30. Market Abuse Directive (MAD) 2003/6/EC

31. Frank Fried, Shriver Harris, and LLP Jacobson, "Memorandum to Our Friends and Clients", France Completes Implementation of EU Market Abuse Directive January 2006, p 1-2, available at: www.freidfrank.Com / Publication.

32. EC Directive on Insider Trading 89/592/EC

33. Barry Rider and Michael Ashe, "The Insider Dealing Directive", in Barry Rider and Michael Ashe (Eds), *op. cit.*, p. 15.

34. inside information

35. insider

36. prohibitions

واحد بوده است.^{۳۷} لیکن پذیرش دستورالعمل در کشورها بیش از آنچه در ابتدا تصور می‌شد مشکل ساز بود. دول عضو سیستمهای قانونی متفاوت و ساختارهای حقوقی مختلفی داشتند همچنین مشکل زبان نیز وجود داشت که می‌توانست منجر به استفاده از کلماتی شود، که در جاهای مختلف معانی گوناگون داشت. بنابراین دستورالعمل مذکور با وجود هماهنگیهای قابل توجهی که در قوانین کشورهای عضو ایجاد نمود؛ لیکن منجر به قوانین مشابه در همه کشورهای عضو نشد.^{۳۸}

در سال ۲۰۰۴ اتحادیه اروپا دستورالعمل جدیدی تحت عنوان سوءاستفاده از بازار (MAD) در خصوص مقررات مربوط به بازار سرمایه تصویب نمود. دستورالعمل مزبور با اهداف افزایش حمایت از سرمایه‌گذاران، امن تر ساختن بازار سرمایه، برقرار نمودن استانداردهای لازم برای تأمین سلامت و درستی در بازار، هماهنگ ساختن مقررات بازار سرمایه در سراسر اروپا و نهایتاً جلوگیری از سوءاستفاده‌های بازار تصویب شد. اتحادیه اروپا در تضمین امنیت بازار سرمایه، لزوم رفتار مساوی با همه شرکت‌کننده‌های بازار، تشویق و ترویج تبادل اطلاعات و بالاخره ایجاد توازن معقول بین منافع صادرکنندگان از یک سو و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران از سوی دیگر سهم قابل توجهی را ایفا نموده است.^{۳۹}

این دستورالعمل از یک سو با شناسایی انواع دیگر اطلاعات محرمانه (اطلاعات محرمانه در رابطه با مشتقات کالا، اطلاعات محرمانه در رابطه با اشخاصی که مسئول اجرای دستورات در رابطه با اسناد مالی هستند) دایره مصادیق این اطلاعات را گسترش داد، و از سوی دیگر این اطلاعات را نه تنها مرتبط با اوراق بهادار^{۴۰} بلکه همه اسناد مالی^{۴۱} دانست. هم چنین با معرفی «دستکاری بازار»^{۴۲} به عنوان قسمی دیگر از مصادیق سوءاستفاده از بازار و وضع قواعد منع‌کننده در این خصوص گامی مؤثر جهت تضمین هر چه بیشتر امنیت بازار سرمایه برداشت.^{۴۳} در نظام حقوقی ایران به رغم اینکه حدود ۸۰ سال از تدوین قانون تجارت و شناسایی شرکت سهامی عام گذشته است و به رغم اینکه از سال ۱۳۴۵ سازمان بورس اوراق بهادار در ایران

^{۳۷} سیدالهام‌الدین شریفی، پیشین، ص ۱۷۸.

^{۳۸} Daniel Gros and Karel Lannoo, *Euro Capital Market*, John Wiley & Sons Pub., New York, Ltd 2000, p. 129.

^{۳۹} Christa Rondzio- Plath, "Europe Prepares for a Single Financial Market", *Intereconomics*, Hamburg, 2004, vol. 39, issue 3, pp. 144-145.

^{۴۰} transferable securities

^{۴۱} financial instruments

^{۴۲} market manipulation

^{۴۳} دستکاری بازار به صورت «عملی آگاهانه، به منظور تشویق دیگران به خرید یا تغییر قیمت به صورت ساختگی»، «دخالل تعمدی در عملکرد آزادانه عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار»، «یا کنترل قیمت اوراق بهادار با استفاده از معاملات ساختگی است»، تعریف شده است. دیوان عالی ایالات متحد دستکاری در بازار را ترفندی تقریباً هنرمندانه نامیده است. گزارش بهسازی مقررات ایمنی و شفافیت (شناسایی و منع دستکاری بازار) قابل دسترسی در سایت سازمان بورس ایران. www.irbourse.com

تأسیس شده است؛ لیکن تنها در سالهای اخیر با تصویب قانون «بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» در سال ۱۳۸۴، نخستین گام در جهت شناسایی سوءاستفاده از اطلاعات محرمانه در معاملات اوراق بهادار توسط قانون‌گذار در قالب قانونی برداشته شد.

قانون مذکور طی هفت فصل تنظیم شده است و بعد از ارائه تعاریف در خصوص اصطلاحات کاربردی در بازار سرمایه، بازارهای اولیه و ثانویه، ارکان مختلف بازار سرمایه، در فصل ششم، تحت عنوان جرایم و مجازاتها به شناسایی ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه پرداخته است. این قانون به رغم اینکه بعد از سالها خلأ قانونی در مانحن‌فیه، گامهای مثبتی در تبیین قوانین مربوط به موضوع برداشته است؛ لیکن در مقایسه با قوانین سایر کشورها، از ضعفهای بسیاری در زمینه تعریف اطلاعات محرمانه، شناسایی ممنوعیتهای مقرر در خصوص چنین معاملاتی و ایجاد نهادهای نظارتی و بازرسی در خصوص این نوع معاملات، برخوردار است.

۳- اعمال ممنوع

در مقدمه دستورالعمل اتحادیه اروپا، یک قاعده کلی در خصوص اطلاعات بیان شده است: اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه بستگی به تضمین و امنیتی دارد که آنها را در موقعیت مساوی قرار داده و در مقابل استفاده نامناسب از اطلاعات محرمانه از آنها حمایت نماید. به طور کلی برای تحقق این هدف، در دستورالعمل اتحادیه اروپا سه دسته ممنوعیت برای دارندگان اصلی^{۴۴} و ثانوی^{۴۵} اطلاعات محرمانه جهت استفاده از این اطلاعات مطرح شده است.

44. primary insider

دارنده اصلی اطلاعات محرمانه کسی اطلاق می‌شود که به واسطه سمت و شغل خود مستقیماً و بدون رابطه اطلاعات محرمانه را در اختیار داشته یا به آن دسترسی دارد. چهار گروه در شمار دارندگان اصلی قرار می‌گیرند. ۱- اشخاصی که در نهادهای اداره، مدیریت یا بازرسی صادرکننده اوراق بهادار عضویت دارند؛ ۲- اشخاصی که سهام یا سرمایه‌ای از صادرکننده اوراق بهادار را در اختیار دارند؛ ۳- اشخاصی که به لحاظ وظیفه یا حرفه شغلی خود به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند؛ ۴- اشخاصی که به واسطه اقدامات مجرمانه خود به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند.

45. secondary insider

دارنده ثانوی اطلاعات محرمانه شخصی است که با اطلاع کامل از این امر که «اطلاعات محرمانه را در اختیار دارد» و این اطلاعات را به طور مستقیم یا غیرمستقیم از دارندگان اصلی اطلاعات محرمانه کسب کرده است؛ در معاملات خود مورد استفاده قرار می‌دهد. برای اطلاعات بیشتر در خصوص مفهوم و مصادیق دارندگان اطلاعات محرمانه رک: سیدالهام‌الدین شریفی، «بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی»، مجله پژوهشهای حقوقی، صص ۱۹۳-۱۸۷؛ شقایق بهشتی، «معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه با مطالعه تطبیقی در حقوق اتحادیه اروپا، انگلیس، فرانسه و ایران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، ۱۳۸۷، صص ۶۰-۴۲.

این ممنوعیتها عبارتند از:

- ۱- تحصیل یا انتقال اوراق بهادار^{۴۶}
- ۲- افشاء اطلاعات محرمانه^{۴۷}
- ۳- توصیه و ترغیب دیگران به معامله^{۴۸}

۱-۳- تحصیل یا انتقال اوراق بهادار

ماده ۲ دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳، دارنده اطلاعات محرمانه را از بهره‌برداری از اطلاعات مزبور از طریق تحصیل یا انتقال یا اقدام (شروع) به تحصیل و انتقال اوراق بهادار که اطلاعات مربوط به آنهاست خواه به نفع خود دارنده و خواه به نفع اشخاص ثالث منع می‌نماید. شرایط تحقق این ممنوعیت بسیار کلی است. معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه، حتی اگر دارنده به نمایندگان خود رجوع نماید ممنوع شده است. از سوی دیگر حصول منفعت و سود برای تحقق ممنوعیت ضروری نیست همین که اطلاعات محرمانه برای تحصیل یا انتقال اسناد مالی مورد استفاده قرار گیرد، کافی است.^{۴۹}

در مقایسه با دستورالعمل مصوب ۱۹۸۹ (IDD)، دستورالعمل مصوب ۲۰۰۳ (MAD) دامنه این ممنوعیت را از دو جهت گسترش داده است. اول: مطابق با دستورالعمل نخست، اطلاع کامل از محرمانه بودن اطلاعات و داشتن علم به تأثیر تعیین‌کننده در قیمت اوراق بهادار و معامله کردن با این آگاهی کامل،^{۵۰} شرط تحقق ممنوعیت بود. لذا برای تحت تعقیب قرار دادن شخص خاطی از این ممنوعیت، علم کامل او باید اثبات می‌گردید، و صرف مرتبط بودن او با شرکت و اطلاع وی از منتشر نشدن اطلاعات و معامله از روی غفلت یا بی‌مبالاتی کفایت نمی‌نمود.^{۵۱}

لیکن دستورالعمل مصوب ۲۰۰۳ با حذف شرط مزبور- لزوم اثبات آگاهی کامل معامله‌کننده- کلیه معاملات دارندگان اصلی اطلاعات را که مبنی بر اطلاعات محرمانه است؛ مشمول ممنوعیت قرار داده است. لذا دستورالعمل جدید با حذف این شرط در واقع گامی مؤثر در پذیرش اعمال ضابطه نوعی^{۵۲} بر معاملات دارندگان اصلی اطلاعات محرمانه برداشته است. البته این امر به ویژه در ارتباط با مواردی است که مطابق قوانین ملی دولتهای عضو به جای مجازاتهای کیفری، ضمانت اجرای اداری در این خصوص پیش‌بینی شده است،^{۵۳} وگرنه در موارد اعمال مجازات

46. acquire or dispose

47. disclosure of inside information

48. recommend or induce others to deal

49. Guido A. Ferrarini, "The European Market Abuse Directive", *Common Market Law Review*, New York, 2004, vol. 41, Iuuue 3, p. 718.

50. full knowledge

^{۵۱} سیدالهام‌الدین شریفی، پیشین، ص ۱۹۴.

52. objective test

^{۵۳} صرف ممنوعیت معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه در تحقق هدف تضمین امنیت بازار سرمایه کفایت نمی‌کند. در این راستا لازم است تا ضمانت اجرای مؤثر و کافی نیز تعیین شود. ضمانت

کیفری عالمانه بودن عمل ضروری است.^{۵۴}

دوم: دستورالعمل جدید مفهوم معامله (Dealing) را توسعه داده است، و علاوه بر تحصیل یا انتقال، شروع به تحصیل و واگذاری^{۵۵} را نیز بر اساس اطلاعات محرمانه ممنوع نموده است. بر این اساس، ممنوعیت مذکور زمانی محقق می‌شود، که شخص معامله‌ای را مبتنی بر اطلاعات نهانی انجام داده است، یا حداقل شروع به انجام معامله نموده باشد. در غیراین صورت صرف در اختیار داشتن اطلاعات، حتی اگر برای انجام معامله در آینده نزدیک باشد، نمی‌تواند مبنای قابل توجیهی برای تحت تعقیب قرار دادن دارنده باشد.^{۵۶} علاوه اینکه معاملات اوراق بهادار باید بر اساس اطلاعاتی باشد که وصف نهانی^{۵۷} را به هنگام انجام معامله با خود همراه داشته باشد. لذا اگر این اطلاعات از ابتدا جزء اطلاعات محرمانه نبوده‌اند، یا اینکه در زمان انجام معامله، این وصف را از دست داده‌اند نمی‌تواند مبنایی برای تحقق ممنوعیت قرار گیرند. به همین خاطر تعیین زمان انجام معامله برای احراز این نکته بسیار با اهمیت است. به عنوان مثال اگر مدیر عامل شرکت با اطلاعات محرمانه‌ای که در اختیار دارد مبادرت به انجام معامله نماید؛ اما زمان دادرسی محرز شود که چند روز قبل از انجام معامله، اطلاعات مزبور در اختیار عموم قرار گرفته و منتشر شده است، نمی‌توان این شخص را مشمول ممنوعیت معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه قرار داد. البته بدیهی است قرار دادن تمامی معاملات در شمول ممنوعیت مزبور، از توجیه منطقی برخوردار نخواهد بود. به همین دلیل دستورالعمل مصوب ۲۰۰۳ مقرر می‌دارد که این ممنوعیت در خصوص معاملاتی که، در راستای ایفای تعهدات ناشی از انتقال یا تحصیل اوراق بهادار که پیش از دسترسی به اطلاعات محرمانه صورت پذیرفته‌اند؛ اعمال نمی‌شود.^{۵۸} در نظام حقوقی انگلیس ماده ۵۵ قانون عدالت کیفری مصوب ۱۹۹۳ در صورتی شخص اقدام به معامله اوراق بهادار نموده است که:

اجراهای کیفری تا سالها به عنوان تنها ابزار مؤثر در برخورد با چنین معاملاتی بود. لیکن در سالهای اخیر انواع ضمانت اجراهای اداری نیز هم‌راستا با ضمانت اجراهای کیفری مورد توجه قانون‌گذاران قرار گرفت. از دلایل این امر سرعت اعمال و اجرای مجازاتهای اداری در مقایسه با مجازاتهای کیفری است. علاوه اینکه اثبات قصد مجرمانه برای اعمال چنین ضمانت‌اجراهایی مانند مجازات کیفری ضروری نیست. نهایتاً اینکه مطابق با ماده ۱۴ دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳، مجازات اداری باید مؤثر، متناسب و بازدارنده باشند. برای اطلاعات بیشتر در خصوص ضمانت اجراهای مقرر برای تخلفات بازار سرمایه نک: شقایق بهشتی، پیشین، صص ۹۸-۱۰۳.

54. Guido A Ferrarini, "The European Market Abuse Directive", *op. cit.*, p. 718.

55. attempt to deal

56. *Ibid.*, p. 720.

^{۵۷} مطابق با ماده ۱ دستورالعمل اتحادیه اروپا اطلاعات محرمانه اطلاعاتی است که اولاً: دقیق باشد، ثانیاً: مربوط به یک یا چند صادرکننده اوراق بهادار یا یک یا چند اوراق بهادار خاص باشد، ثالثاً: عمومی و منتشر نشده باشد، و رابعاً: احتمالاً در صورت عمومی شدن تأثیر مهمی بر قیمت اوراق بهادار مورد نظر داشته باشد.

58. Article 2(3), Market Abuse Directive, 2003/6/EC

- ۱- اوراق بهادار را تحصیل کرده یا انتقال داده باشد؛ (خواه به عنوان اصیل، خواه به عنوان نماینده)
- ۲- به طور مستقیم یا غیرمستقیم، مقدمات تحصیل یا واگذاری اوراق بهادار به وسیله شخص دیگری را تدارک ببیند البته برای تحقق ممنوعیت مذکور، صرف وقوع معامله در قالب یکی از اشکال ماده فوق کفایت نمی‌کند بلکه معامله ممنوع، باید در اوضاع و احوال معاملی^{۵۹} خاصی که در ماده ۵۲ قانون مقرر شده صورت پذیرد. این اوضاع و احوال عبارتند از:
- ۱- تحصیل یا واگذاری اوراق بهادار مورد نظر در یکی از «بازارهای دارای مقررات ویژه»^{۶۰} صورت گرفته باشد.
- ۲- شخص دارنده اطلاعات محرمانه از طریق واسطه‌ها و کارگزاران حرفه‌ای^{۶۱} عمل نموده باشد.
- ۳- در صورتی که دارنده اطلاعات محرمانه شخصاً اقدام به معامله نموده باشد، لازم است به عنوان واسطه حرفه‌ای عمل نموده باشد.^{۶۲}
- بنابراین برای اینکه شخصی به عنوان دارنده اطلاعات محرمانه شناخته شده و تحت تعقیب قرار گیرد، لازم است که معامله در یکی از اوضاع و احوال مندرج در ماده ۵۲ واقع شده باشد؛ دارنده اطلاعات محرمانه با توجه به آن اطلاعات اقدام به معامله نموده باشد و اطلاعات مزبور در صورت علنی شدن تأثیر تعیین‌کننده‌ای بر قیمت اوراق بهادار مورد معامله داشته باشد.^{۶۳}
- در حال حاضر مقررات FSMA معاملاتی را که در خصوص سرمایه‌گذاری‌های واجد شرایط مرتبط است، یا شروع به چنین معاملاتی را بر اساس اطلاعات محرمانه‌ای که در رابطه با آن سرمایه‌گذاری‌هاست، ممنوع نموده است. در تطابق با دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳ که بیان می‌دارد دارندگان اطلاعات باید در زمان انجام معامله اطلاعات محرمانه را مورد استفاده قرار دهند. مقررات FSMA در انگلستان مقرر می‌دارد که معاملات دارندگان باید «بر اساس اطلاعات محرمانه»^{۶۴} صورت پذیرد، تا ممنوعیت فوق محقق گردد،^{۶۵} به عبارت دیگر دارنده اطلاعات، هوشیارانه از آن مزیتی گرفته باشد. شاخصهایی که مطابق آن، رفتار یک شخص «بر اساس اطلاعات محرمانه» نیست عبارتند از:
- ۱- تصمیم به معامله یا تلاش برای معامله، پیش از آنکه شخص دارای اطلاعات محرمانه مربوط شود، گرفته شده باشد.

59. the dealing circumstance

60. regulated market

61. professional intermediary

62. Simon Goulding, *Principle of Company Law*, London, Gavcndish, 1996, p. 202.

62. Richard Burger and Reeve and George Davies, "A New Weapon", *International Financial Law Review*, p. 4.

63. *Ibid.*

64. on the basis of inside information

65. Jane Welch, Mattias Pannier and others, "Comparative Implementation of EU Directive Insider Dealing and Market Abuse", *op. cit.*, p. 24.

۲- شخص موردنظر برای برآوردن یک تعهد قانونی، معامله کند و این تعهد پیش از آنکه او دارای اطلاعات محرمانه مربوط شود، به وجود آمده باشد.^{۶۶}

در نظام حقوقی فرانسه مقررات سال ۱۹۷۰ که با تکیه بر عناصر شخصی از جمله لزوم آگاهی و عمد در استفاده از اطلاعات، عمل انتقال یا تحصیل اوراق بهادار را ممنوع اعلام نموده بود. اما مناسب نبودن ضابطه شخصی^{۶۷} در مقابله با معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، سبب گردید که به تدریج با اقدامات قضایی و قانون‌گذاری این ضابطه کنار گذاشته شود و از یک ضابطه نوعی در این خصوص پیروی گردد. در واقع در نظام حقوقی فرانسه، همانگونه که در مقررات ۰۸-۹۰ منعکس می‌باشد در بیان شرایط تحقق جرم معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه از محدودیت و سخت‌گیری‌های اثباتی و شکلی آیین دادرسی جدا گردیده است و سعی شده که موضوع از زاویه ضابطه نوعی تبیین و بررسی شود.^{۶۸}

طبق مقررات ۰۸-۹۰ مصوب COB اثبات آگاهی و عمد در استفاده از اطلاعات محرمانه ضروری نبود. بنابراین در سال ۱۹۹۴ در پرونده COB.Yvws San Laurent معامله مدیر شرکت را به دلیل دارا بودن اطلاعات محرمانه مشمول معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه دانست و وی را محکوم کرد. این تصمیم، یک سال بعد توسط دادگاه تجدیدنظر پاریس، در پرونده Lyonnaise des Eaux Dumez تأیید شد. بر این مبنا که وظیفه خودداری از معامله در زمان داشتن اطلاعات محرمانه «ماهیتی مطلق»^{۶۹} دارد.^{۷۰} همچنین COB در یکی از گزارشهای سالانه خود در خصوص موضوع چنین آورده است که اثبات عمد یا آگاهی ضرورت ندارد؛ زیرا استفاده از اطلاعات محرمانه در معاملات، فقط به صورت ارادی قابل تصور است.^{۷۱}

در حال حاضر مطابق با قانون عمومی مصوب AMF استفاده از اطلاعات محرمانه در زمان تحصیل یا واگذاری اوراق بهادار ممنوع است.^{۷۲} البته هنوز شروع به چنین معاملاتی در قانون فرانسه ممنوع نشده است؛ به رغم اینکه پیش‌بینی چنین امری از ضروریات اولیه قانون می‌باشد.^{۷۳}

در نظام حقوقی ایران، قانون‌گذار با همان بیان کلی و اجمالی که بر مواد قانون «بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» مصوب ۱۳۸۴ حاکم است؛ به پیش‌بینی ممنوعیتهای مرتبط با معاملات اوراق بهادار، پرداخته است. در این قانون ممنوعیت تحصیل یا انتقال اوراق بهادار تحت عنوان «استفاده از اطلاعات محرمانه در معاملات اوراق بهادار» مورد شناسایی قرار گرفته است و قابل اعمال بر دو گروه از اشخاص است:

66. Robert Falkner and Jon Gerty, "Regulation of Market Misconduct in the United Kingdom", *The Journal of Investment Compliance*, London, 2005, vol. 6, Issue 4, p. 43.

67. subjective test

68. سیدالهام‌الدین شریفی، پیشین، ص ۱۹۵.

69. absolute nature

70. Jane Welch, Matthias Pannier and others, *op. cit.*, p. 45.

71. Carol Umhoefer and Alain Pietrancosta, "Insider Trading in France", *op. cit.*, p. 124.

72. Article 622-1

73. Jane Welch, Matthias Pannier and others, *op. cit.*, p. 52.

اول: اشخاصی که حسب وظیفه‌شان اطلاعات محرمانه مربوط به اوراق بهادار، در اختیارشان قرار گرفته است.^{۷۴}

دوم: سایر اشخاص، یعنی هر شخصی که به نوعی به اطلاعات محرمانه - نه به لحاظ وظیفه - دسترسی دارد و آن را در معاملات اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌دهد.^{۷۵}

قانون‌گذار مصادیق استفاده از اطلاعات را بیان نموده است و تنها تحقق ممنوعیت فوق را منوط به ورود ضرر به دیگران یا انتفاع به نفع خود یا اشخاص ثالث نموده است. به نظر می‌رسد پیش‌بینی شرط مزبور در عمل فایده‌چندانی ندارد زیرا انجام معاملات سهام به طور غیرقانونی و با استفاده از اطلاعات محرمانه به طور معمول حاوی نفع برای استفاده‌کنندگان آن و حصول ضرر هر چند به طور بالقوه برای سایر فعالان بازار است. لذا آنچه که در قانون به عنوان شرایط تحقق ممنوعیت پیش‌بینی شده در واقع ماهیت ممنوعیت و در زمره ویژگی‌های آن است. قانون‌گذار ایران، صریحاً به دارندگان ثانوی اطلاعات محرمانه اشاره‌ای نکرده است. اگر چه به نظر می‌رسد با قید عبارت «هر شخصی» در ابتدای ماده، درصدد شناسایی دارندگان ثانوی اطلاعات محرمانه و اعمال ممنوعیت بر این گروه از دارندگان می‌باشد. با فرض صحت این امر، این سؤال به ذهن می‌رسد که آیا درباره این گروه از اشخاص نیز مانند گروه اول اثبات علم و آگاهی در رابطه با محرمانه بودن اطلاعات به دست آمده و اقدام به معامله بر اساس همین اطلاعات ضرورتی ندارد؟ این در حالی است که در دستورالعمل اتحادیه اروپا شرط تحقق مسئولیت دارندگان ثانوی، منوط به آگاهی این گروه، به محرمانه بودن اطلاعاتی است که آن را به دست آورده و مورد استفاده قرار می‌دهند.

۲-۳- افشاء اطلاعات محرمانه

قواعد مرتبط با افشاء اطلاعات محرمانه ماهیتی دوگانه دارد. به این ترتیب که در مواردی صادرکنندگان اوراق بهادار را مکلف به افشاء اطلاعات می‌نماید، و در جای دیگر افشای اطلاعات محرمانه را در شمار مواد ممنوعیت در ارتباط با اوراق بهادار مورد شناسایی قرار می‌دهد.

ماده ۶ دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳ مقرر می‌دارد که: صادرکنندگان اسناد مالی باید به محض امکان اطلاعات محرمانه‌ای را که ضروری است، برای عموم افشاء نمایند.

الزام به فوریت افشاء اطلاعات برای عموم به منظور کاهش امکان سوءاستفاده احتمالی دارندگان اطلاعات محرمانه و وقوع معاملات مبتنی بر اطلاعات محرمانه است. لیکن مسأله مورد بحث زمان افشای چنین اطلاعاتی است. ماده ۶ دستورالعمل بیان می‌دارد که افشاء اطلاعات باید به محض امکان^{۷۶} صورت پذیرد. مطابق با نظر کمیته قوانین اوراق بهادار اروپا (CESR)^{۷۷} افشاء

^{۷۴} بند ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ۱۳۸۴

^{۷۵} بند ۲ ماده ۴۶

^{۷۶} as soon as possible

^{۷۷} Committee of European Securities Regulation

اطلاعات باید به محض وقوع یک رویداد انجام شود؛ صرفنظر از اینکه مسأله زیربط رسمی شده باشد یا خیر. برای مثال در خصوص معامله‌ای که بین توافق و نهایی شدن آن یک فاصله زمانی وجود دارد، اطلاعات مربوط به این معامله باید بعد از واقعه اول (توافق) فوراً برای عموم منتشر شود. اما در مواردی تصمیم‌گیری در این خصوص که اطلاعات مربوط به یک واقعه در چه زمانی برای انتشار و عمومی شدن مستعد است، امری مشکل می‌باشد و حتی در مورد قرارداد، ارجاع به تاریخ توافق همیشه کافی نیست.^{۷۸}

بدین لحاظ برای صادرکنندگان این امکان فراهم شده است که در مواردی افشای عمومی اطلاعات محرمانه را به تأخیر اندازند. البته منوط به اینکه:

اولاً - چنین تأخیری موجب گمراهی عموم نگردد.

ثانیاً - صادرکننده قادر باشد، که محرمانه بودن اطلاعات را تا قبل از افشاء برای عموم حفظ نماید.^{۷۹}

کمیته قوانین اوراق بهادار اروپا (CESR) مواردی را بیان می‌کند که در آن تأخیر افشای اطلاعات مجاز است. برای مثال در خصوص مذاکرات پیشین یک قرارداد هنگامی که افشاء اطلاعات بر نتیجه قرارداد، یا روند عادی مذاکرات تأثیر می‌گذارد؛ یا به طور جدی منافع سهام‌داران را به مخاطره می‌اندازد؛ یا بر نتایج خاصی که برای تضمین بهبود مالی صادرکننده طراحی شده‌اند مؤثر واقع می‌شود؛ تأخیر در افشای اطلاعات برای عموم امری جایز است.^{۸۰}

به هر حال در هر مورد صادرکننده باید قادر به تضمین محرمانه ماندن اطلاعات باشد و در این خصوص ترتیبات مؤثری را اتخاذ نماید، که از یک سو محرمانه بودن اطلاعات را حفظ کند؛ و از سوی دیگر، این اطمینان حاصل شود که همه کسانی که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند، وظیفه امانی خود را در قبال شرکت نسبت به حفظ این اطلاعات پذیرفته‌اند. به هر حال در هر زمانی که صادرکننده متوجه شود که خطر استفاده از اطلاعات محرمانه توسط دارندگان، پیش از افشای عمومی وجود دارد؛ دیگر تأخیر جایز نیست.^{۸۱} درست در همین جاست که برای تضمین محرمانه ماندن اطلاعات تا قبل از انتشار آن برای عموم، ممنوعیت لازم در رابطه با افشاء اطلاعات مورد تصریح دستورالعمل اتحادیه اروپا و به تبع آن کشورهای عضو قرار گرفته است.

ماده ۳ دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳ دارندگان اطلاعات محرمانه را از افشای اطلاعات مزبور نزد اشخاص ثالث منع می‌نماید. مگر اینکه اعلام و افشاء مذکور در یک روند معمولی انجام وظیفه صورت گرفته باشد. ممنوعیت فوق‌الذکر عیناً در دستورالعمل مصوب ۱۹۸۹

78. Gvido A. Ferrarini, "The European Market Abuse Directive", *op. cit.*, p. 718.

79. Article 6(2) Market Abuse Directive, 2003/6/EC

80. Panagiotis Staikouras, "The New Market Abuse Regime in Greece, A Step Towards Increased Market Transparency or New Source of Confusion?", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, London, 2004, vol 12, issue 4, p. 317.

81. Tom Mackey, "London Stock Exchange Alternative Investment Market (AIM) and Regulation of The Main Market", in Michael Blair QC and walker, *Financial Market and Exchanges Law*, Oxford University Press, London, 2007, p. 232.

نیز وجود داشت. این ممنوعیت به مسأله امانت و رازداری^{۸۲} مرتبط می‌باشد. بر همین اساس دارندگان اطلاعات محرمانه به واسطه روابط امانی‌شان با شرکت موظف به حفظ این اطلاعات در جهت افزایش منافع شرکت، اعضای آن و سایر سهام‌داران هستند.^{۸۳} البته تعیین اینکه آیا رابطه امانی وجود دارد یا خیر؟ و اصولاً چه نوع رابطه‌ای امانی در نظر گرفته می‌شود امر پیچیده‌ای است.^{۸۴} در تعیین اینکه آیا افشاء کردن توسط شخصی با عملکرد درست استخدام حرفه یا وظایفش انجام می‌شود یا نه، عوامل خاصی را باید در نظر گرفت و شاخصهایی را مبنای بررسی قرار داد. مثل این که آیا افشاء کردن مطابق با قواعد بازار یا مجموعه قوانین مجاز است؟ یا اینکه آیا افشاء کردن با تحمیل مقتضیات محرمانه بودن بر شخصی که افشاء برای او انجام می‌شود همراه می‌باشد؟ و آیا یک شخص را قادر می‌سازد تا عملکردهای درست استخدام حرفه یا وظایفش را انجام دهد؟^{۸۵}

از سوی دیگر حتی اگر صادرکننده یا شخصی که برای او^{۸۶} یا به حساب او کار می‌کند هر گونه اطلاعات محرمانه را در شخص ثالث در راستای اجرای وظایف معمولش افشاء نماید؛ باید این اطلاعات را چنانچه این افشاء عامدانه باشد به طور همزمان و چنانچه غیرعامدانه و از روی غفلت و بی‌مبالاتی باشد، فوراً برای عموم افشاء نماید.^{۸۷} البته این موارد در صورتی که افشاء اطلاعات برای اشخاصی باشد که در قبال صادرکننده دارای وظایف امانی هستند، اجرا نمی‌شود، و در این خصوص تفاوتی نمی‌کند که چنین وظیفه‌ای بر اساس قانون باشد یا ناشی از قرارداد؛ مانند وکلا و حسابداران شرکت.^{۸۸}

در نظام حقوقی انگلیس این شکل از ممنوعیت صرفاً توسط اشخاص حقیقی قابل ارتکاب است و انجام آن به اشخاص حقوقی تسری نمی‌یابد. این امر با توجه به مقررات دستورالعمل اتحادیه اروپا توجیه‌پذیر است. دستورالعمل اگر چه اشخاص حقوقی را هم در شمول دارندگان

82. confidentiality

^{۸۳} وظیفه امانی، عبارت است از اینکه کسانی که به واسطه موقعیت و وظایفشان در شرکت به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند در قبال شرکت مسئول حفظ این اطلاعات هستند. این وظیفه مبین رابطه امانی است که بین فرد دارنده اطلاعات و شرکت برقرار است مقتضای رعایت این وظیفه نه تنها فرد را ملزم به حفظ و حراست از اطلاعات شرکت می‌نماید، بلکه بر طبق این رابطه فرد متعهد می‌گردد که منافع شرکت را نیز افزایش دهد. نظریه وظیفه امانی یکی از مبانی توجیه ممنوعیت معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه است. برای اطلاعات بیشتر در این خصوص، نک:

Kwasi Opoku, *What is Really Wrong With Insider Trading?*, University of Coptown of Advanced Legal Student, 2006, p. 36.

84. Rupert and Lillian Radford, "Insider Trading - A Comparative perspective", *The Securities Regulation Law Journal*, 2002, p. 21.

85. Robert Falkner and Don Gerty, "Regulation of Market Misconduct in the United Kingdom", *op. cit.*, p. 45.

86. on his behalf or for his account

87. Article 6(3)-2, Market Abuse Directive 2003/ 6/ EC

88. Laura Nyantung Beny, "Insider Trading Laws and Stock Markets Around The world: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate", *Journal of Corporation Law*, Iowa City, Winter 2007, Vol. 32, Issue 2, p. 251.

اطلاعات محرمانه قرار می‌دهد؛ لیکن صریحاً مقرر می‌دارد در صورتی که ممنوعیت مقرر توسط اشخاص حقوقی صورت پذیرد، مسئولیت بر شخص یا اشخاص حقیقی که در انجام معامله به حساب شخص حقوقی مزبور اخذ تصمیم نموده‌اند، تحمیل می‌شود. لذا اگر چه امکان استثناء نمودن اشخاص حقوقی از شمول دارندگان اطلاعات محرمانه میسر نیست، لیکن باید آنها را از مسئولیت جرمی که امکان اجرای آن را ندارند استثناء نمود.^{۸۹}

برای تحقق این شکل از ممنوعیت صرف افشاء اطلاعات محرمانه توسط دارنده کفایت می‌کند، خواه دریافت‌کننده اطلاعات از آن در جهت معامله اوراق بهادار مورد نظر بهره‌برداری کرده و خواه بهره‌برداری نکرده باشد. البته در صورت استفاده از اطلاعات محرمانه به عنوان دارنده ثانوی تلقی خواهد شد.^{۹۰}

مع‌هذا اگر افشاءکننده اطلاعات بتواند ثابت نماید که در زمان مزبور (زمان افشای اطلاعات) عامداً یا از روی بی‌مبالاتی عمل ننموده و در آن زمان به طور متعارف انتظار نمی‌رفت که هیچ شخصی با توجه به آن اطلاعات اقدام به معامله اوراق بهادار (به شکل ممنوع) نماید؛ مسئولیت به عنوان افشاءکننده اطلاعات نخواهد داشت. زمان بررسی برای ارزیابی اینکه، انتظار انجام معامله بر اساس اطلاعات اظهار شده وجود داشته است یا خیر زمان اظهار اطلاعات می‌باشد.^{۹۱}

در حال حاضر مطابق با مقررات FSMA افشای نادرست اطلاعات محرمانه در شمار سوءاستفاده^{۹۲} از بازار طبقه‌بندی می‌شود. این ممنوعیت زمانی واقع می‌شود که دارنده اطلاعات، اطلاعات محرمانه را برای فرد دیگری به طریقی غیر از عملکرد استخدام، حرفه یا وظایفش افشاء کند.^{۹۳}

در نظام حقوقی فرانسه افشاء اطلاعات محرمانه^{۹۴} بازگشت به آیین‌نامه ۱۹۶۷ دارد. آیین‌نامه مقرر می‌داشت که دارندگان اطلاعات محرمانه باید از افشای اطلاعات به اشخاص ثالث، با علم به اینکه آنها را قادر خواهد ساخت تا بر اساس اطلاعات نهانی مزبور معامله نمایند اجتناب کند، مگر اینکه این افشای اطلاعات در یک روند معمولی و عادی انجام وظایف شخصی و حرفه‌ای باشد.^{۹۵} این ممنوعیت در مقررات ۰۸-۹۰ مصوب COB با همان عبارات مشابه منعکس شد.^{۹۶} در حال حاضر نیز قانون عمومی مصوب AMF در تطابق با دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳، ممنوعیت مذکور را عیناً و با عباراتی مشابه مورد شناسایی قرار داده است.^{۹۷}

89. Janet Dine, *Company Law*, New York, Palgrave, 4th edition, 2001, p. 254.

90. Simon Goulding, *Principles of Company Law*, p. 205.

91. Lynne Counsell, "Defences To Insider Dealing", in Barry Rider and Michael Ashe (Eds), *op. cit.*, p. 72.

92. misuse

93. Section 118(3) FSMA

94. communiqer l'information privilegee

95. Jane Welch, Matthias Pannier and others, "Comparative Implementation of EU Directives Insider Dealing and Market Abuse", *op. cit.*, p. 44.

96. Article 2 COB- REG No 90-08

97. Article 622-1

صادرکنندگان باید به محض امکان همه اطلاعات و وقایع مهمی که در صورت عمومی شدن تأثیر مهمی بر قیمت اوراق بهادار، موقعیت و حقوق سهام‌داران یا قیمت اسناد مالی مرتبط می‌گذارد؛ به اطلاع عموم برسانند. COB مقرر می‌دارد که انتشار اطلاعات باید مؤثر و واقعی باشد. در مقررات افشاء در خصوص اسرار تجاری صادرکننده استثنایی پیش‌بینی شده است. به این ترتیب که اگر لازم باشد صادرکننده منافع تجاری قانونی‌اش را حفظ نماید می‌تواند از انتشار اطلاعات برای عموم اجتناب نماید. البته منوط به اینکه صادرکننده بتواند محرمانه بودن اطلاعات را تضمین نماید.^{۹۸} در خصوص اطلاعات خارجی (خارج از شرکت) مقررات ۰۷-۹۸ مصوب COB اولین مقرراتی بود که ضرورت افشای اطلاعات در زمینه دریافت پیشنهادها مزایده معاملات مالی را بیان می‌داشت. این مقررات وظیفه افشاء مداوم اطلاعات مهم را بر صادرکنندگان تحمیل می‌نمود.^{۹۹}

در نظام حقوقی ایران هر شخصی که اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار را حسب وظیفه در اختیار دارد از فراهم آوردن موجبات افشاء و انتشار آن در غیر موارد مقرر منع شده است.^{۱۰۰} به نظر می‌رسد ممنوعیت مقرر در نظام حقوقی ایران کلی است و دارندگان اطلاعات محرمانه، حتی در راستای انجام وظایف شخصی و حرفه‌ای خود از افشاء و انتشار اطلاعات منع شده‌اند، زیرا استثنایی که در دستورالعمل اتحادیه اروپا و قوانین سایر کشورها، بعد از بیان ممنوعیت افشاء اطلاعات توسط دارندگان پیش‌بینی شده در این قانون مورد تصریح قرار نگرفته است. البته این ممنوعیت علاوه بر کسانی که حسب وظیفه‌شان اطلاعات محرمانه را در اختیار دارند، شامل اعضای شورا، سازمان، مدیران و شرکای مؤسسه حسابرسی سازمان نیز می‌گردد و این افراد مکلفند از افشای مستقیم یا غیرمستقیم اطلاعات محرمانه‌ای که در اجرای وظایف خود از آنها مطلع می‌شوند، حتی پس از خاتمه دوران تصدی خودداری نمایند.^{۱۰۱}

به نظر می‌رسد تصریح جداگانه قانون‌گذار به افراد نامبرده صرفاً برای تأکید بر اهمیت موضوع باشد؛ وگرنه این اشخاص طبق تبصره ۱ ماده ۴۶ در شمار دارندگان اطلاعات محرمانه محسوب شده و کلیت عبارت «هر شخصی»، در ابتدای ماده شامل این افراد نیز می‌گردد.

در خصوص نحوه افشای اطلاعات شرکتهای ثبت شده نزد سازمان و شرایط آن هیأت مدیره سازمان دستورالعملی تحت همین عنوان در سال ۱۳۸۶ تصویب نمود. در این دستورالعمل مقرر شده است در صورتی که بنا به دلایلی^{۱۰۲} ناشر اوراق بهادار، از افشای اطلاعات به صورت فوری

⁹⁸ Shrutu Rajan and Rishab shroff, "What France Must Learn from US Disclosure?", *International Financial Law Review*, London, May 2003, p. 2.

⁹⁹ *Ibid*, p. 4.

^{۱۰۰} بند ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران ۱۳۸۴

^{۱۰۱} ماده ۱۸ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی مصوب ۱۳۸۴

^{۱۰۲} ماده ۱۵ دستورالعمل «افشای اطلاعات شرکت ثبت شده نزد سازمان» مقرر می‌دارد: ناشر می‌تواند در موارد ذیل اطلاعات مهم را با الزام به عدم افشاء، با تأخیر (پس از رفع محدودیت‌های ذیل) افشاء نماید:

معذور باشد، باید به منظور جلوگیری از انتشار اطلاعات یا داد و ستد مبنی بر اطلاعات محرمانه، دسترسی به اطلاعات مزبور را محدود به مدیران و کارکنان ذیصلاح خود نماید، و این اطلاعات را صرفاً در رابطه با وظایف و مسؤلیت اشخاص در اختیار آنها قرار دهد. همچنین اگر لازم باشد که اطلاعات در اختیار کارکنان، وکلا، حسابداران، حسابرسان و مشاوران مالی قرار گیرد؛ باید نهانی بودن اطلاعات و ممنوعیت استفاده شخصی از آن، در داد و ستد به آنها تأکید شود.

۳-۳- توصیه و ترغیب دیگران به معامله

این نحو استفاده غیرمستقیم از اطلاعات محرمانه، یعنی توصیه و ترغیب دیگران برای انجام معامله نسبت به اوراق بهادار خاصی، با توجه به اطلاعاتی که ترغیب‌کننده ارائه می‌دهد به عنوان سومین نوع ممنوعیتهای برای دارندگان اطلاعات محرمانه در دستورالعمل اتحادیه اروپا پیش‌بینی شده است.^{۱۰۳}

برای تحقق این شکل از ممنوعیت لازم است که دارنده اطلاعات محرمانه، خواه دارنده اصلی و خواه دارنده ثانوی، بدون اینکه خود به صورت مستقیم اطلاعات محرمانه را مورد بهره‌برداری قرار دهد و بر اساس آن نسبت به معامله اوراق بهادار خاصی اقدام نماید؛ شخص دیگری را ترغیب کند، که بر اساس اطلاعات او عمل نماید.^{۱۰۴}

در نتیجه ممنوع و جرم تلقی شدن این شکل از استفاده از اطلاعات محرمانه، استفاده غیرمستقیم از اطلاعات نیز ممنوع گردیده است، و صرف تشویق و ترغیب دیگران برای انجام معامله با استفاده از اطلاعات محرمانه، ممنوع می‌باشد. در صورت عدم ممنوعیت ممکن بود اطلاعات محرمانه به صورت غیرمستقیم مورد استفاده قرار گرفته و عملاً توازن معاملاتی سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه را از بین ببرد.^{۱۰۵}

به طور کلی تمام آثاری که بر استفاده مستقیم از اطلاعات محرمانه، مترتب است بر استفاده غیرمستقیم از اطلاعات مزبور نیز اجرا می‌شود. در نظام حقوقی انگلیس در تطابق با دستورالعمل ۱۹۸۹، قانون عدالت کیفری ۱۹۹۳ ممنوعیت مذکور را مورد شناسایی قرار داد. لیکن در حالی که دستورالعمل ممنوعیت مذکور را به صورت توصیه و ترغیب دیگری به معامله پیش‌بینی نموده بود، در قانون عدالت کیفری انگلیس به صرف تشویق شخص ثالثی به خریدن مثلاً سهم (X) ممنوعیت مذکور محقق می‌گردید. اگر چه شخص ثالث از محرمانه بودن و مؤثر بودن اطلاعاتی

الف) افشای فوری موجب زیان یا عدم‌المنفع با اهمیت برای ناشر آن باشد.

ب) ناشر در حال انجام مذاکره بوده و هنوز بر سر اصول آن توافق حاصل نشده باشد.

ج) افشای فوری، مزایای قابل توجهی برای شرکتهای رقیب فراهم نماید.

د) موضوع مورد افشاء پیوسته در حال تغییر باشد.

¹⁰³ Article 3(B), Directive 2003/ 6/ EC

¹⁰⁴ Paul L. Davies, *Gowers Principle of Modern Company Law*, p. 469.

¹⁰⁵ سیدالهام‌الدین شریفی، پیشین، ص ۱۹۶.

که بر اساس آن معامله می‌کند آگاه نبوده باشد.^{۱۰۶}

در حال حاضر قانون FSMA مصوب ۲۰۰۰ ممنوعیت فوق‌الذکر را به نحو متفاوتی مورد تصریح قرار داده است.^{۱۰۷} این قانون وضعیتی را مورد شناسایی قرار می‌دهد که دارنده اطلاعات محرمانه با اقدام یا اجتناب از انجام امری، شخص ثالث را تشویق به معامله می‌نماید. به نظر می‌رسد که توصیه مثبت^{۱۰۸} به انجام معامله، برای اینکه عمل فرد مشمول قانون قرار گیرد، ضروری نیست. بنابراین، این وضع می‌تواند شامل عدم اخطار نسبت به معامله پیشنهاد شده وقتی که تقاضای مشاوره می‌شود نیز باشد. همچنین ضرورتی ندارد که به شخص ثالث به غیر از تشویق او به خرید یا فروش مثلاً سهم (X) اطلاعات محرمانه ارائه شود. لذا توصیه و ترغیبی که مستلزم افشاء اطلاعات محرمانه نیست نیز مشمول قانون می‌باشد.^{۱۰۹}

در نظام حقوقی فرانسه مقررات ۰۸-۹۰ مصوب COB صریحاً این نوع ممنوعیت را مورد شناسایی قرار نداده بود،^{۱۱۰} لیکن قانون عمومی مصوب AMF این ممنوعیت را در تطابق با مقررات دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۰۳ مقرر داشت و دارندگان اطلاعات محرمانه را ملزم نمود که از توصیه به سایر اشخاص نسبت به خرید یا فروش اوراق بهادار بر اساس اطلاعات محرمانه مربوط به آنها خودداری نمایند.^{۱۱۱}

در نظام حقوقی ایران، این ممنوعیت مورد شناسایی قرار نگرفته است و قانون‌گذار در این مورد حتی همان قواعد اجمالی سایر ممنوعیتها را نیز به کار نبرده است. لذا با این خلأ قانونی همچنان امکان استفاده غیرمستقیم از مزایای اطلاعات محرمانه توسط دارندگان آن با ترغیب دیگران به انجام معامله بر اساس اطلاعات محرمانه که در اختیارشان قرار می‌دهند فراهم است.

نتیجه

اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه، به وجود شرایط مساوی برای کلیه معامله‌کنندگان در بازار سرمایه و شفافیت عملکرد صادرکنندگان اوراق بهادار در خصوص افشای به موقع اطلاعات مؤثر بر قیمت اوراق بهادار و عدم بهره‌برداری برخی از اطلاعات محرمانه در معاملات اوراق بهادار دارد. قطعاً چنین اطمینانی حاصل نخواهد شد، مگر اینکه قوانین ناظر بر اوراق بهادار به صورت صریح و کامل سوءاستفاده‌های اشخاص داخلی شرکت یا اشخاص مرتبط با آنها را شناسایی و ممنوع نماید. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ با شناسایی موارد سوءاستفاده از بازار ذیل فصل جرایم و مجازاتها، گامی مثبت در نظام‌مندکردن

^{106.} Robert Falkner and Jon Gerty, "Regulation of Market Misconduct in The United Kingdom", *op. cit.*, p. 42.

^{107.} Section 123(1) FSMA

^{108.} positive recommendation

^{109.} Jane Welch, Matthias Pannier and others, "Comparative Implementation of EU Directive Insider Dealing and Market Abuse", *op. cit.*, p. 12.

^{110.} *Ibid*, p. 44.

^{111.} Article 622-1

بازار اوراق بهادار برداشته است. لیکن آنچه از عبارات مجمل و بعضاً مبهم به کار رفته در خصوص ممنوعیتهای استفاده از اطلاعات محرمانه و فراهم نمودن موجبات افشاء و انتشار اطلاعات به ذهن متبادر می‌شود؛ این است که قانون‌گذار با اقتباسی ناقص از قوانین سایر کشورها، تنها با شتابزدگی در صدد جبران سالها خلأ موجود در این زمینه بوده است. علاوه اینکه عدم شناسایی ممنوعیت توصیه و ترغیب سایرین به انجام معامله با استفاده از اطلاعات محرمانه که در اختیارشان قرار داده می‌شود، همچنان امکان سوءاستفاده غیرمستقیم را از مزیت اطلاعات محرمانه برای دارندگان آن فراهم می‌آورد. این در حالی است که دستورالعمل اتحادیه اروپا و نظام حقوقی کشورهای انگلیس و فرانسه که به عنوان نمونه‌های موفق قانون‌گذاری در مانحن‌فیه عمل نموده‌اند با تصریح دقیق به جزئیات ممنوعیتهای سه‌گانه تا حد امکان کلیه مصادیق سوءاستفاده‌های مستقیم و غیرمستقیم را با تمام ابعاد آن پوشش داده‌اند. با عنایت به اینکه مسائل مربوط به معاملات اوراق بهادار ریشه فقهی ندارد لذا قانون‌گذار می‌تواند از تجارب سایر کشورها و به خصوص مقررات مترقی دستورالعمل اتحادیه اروپا در اصلاح قانون فعلی استفاده نماید. قطعاً در این خصوص نمی‌توان به ترجمه صرف اکتفا نمود، زیرا دستورالعمل فقط معیارهای حداقلی را بیان نموده است. بنابراین شایسته است، مقنن با توجه به اصول و قواعد لازم‌الاجرای حقوقی در نظام داخلی و ضرورتها و اوضاع و احوال اجتماعی، قانون جامع‌تر و کاراتری را وضع نماید.

فهرست منابع و مآخذ

- بهشتی، شقایق، «معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه، با مطالعه تطبیقی در حقوق اتحادیه اروپا، انگلیس، فرانسه و ایران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، سال ۱۳۸۷.
- شریفی، سیدالهام‌الدین، «بررسی تطبیقی جنبه‌های حقوقی معاملات در بازار بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی»، مجله پژوهشهای حقوقی، شماره ۶، ۱۳۸۳.
- علم‌الهدی، سید مهدی، «نقش اطلاعات نهانی در تزییع حقوق سهام‌داران و راه‌کارهای مقابله با آن»، قابل دسترس در: www.iranbourse.com
- «گزارش بهسازی مقررات ایمنی و شفافیت بازار (شناسایی و منع دستکاری بازار)»، قابل دسترس در: www.Iranbourse.com
- Alexander, Kern, "Insider Dealing and Market Abuse, The Financial Services and Market Act 2000", ESRC Center for Business Research, *University of Cambridge Working paper*, N222, 2001.
- Benny-Laura Nyantung, "Insider Trading Laws And Stock Markets Around The World, An Empirical Contribution To The Theoretical Law And Economics Debate", *Journal Of Corporation Law Iowa City*, Vol. 32, Iss. 2007.
- Besorai, Ahal, *The Insider and Tentative Information, In Barry Rider and Michael Ashe, The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Dublin, Brehon Sweet & Maxwell, 1995.
- Brudney, Victor, A. Marvin Chirelestein, *Cases And Materials On Corporate Finance*, Second Edition, U.S.A The Foundation Press, 1979.
- Burger, Richard and Reeve and Davies, George A. "New Weapon", *International Financial Law Review*, London, 2007.
- Counsell, Lynne, "Defences To Insider Dealing", In Barry Rider and Michael Ashe, *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Dublin, Brehon Sweet & Maxwell, 1995.
- Davies-Paul L., *Gower's Principles Of Modern Company Law*, London, Sweet & Maxwell, 6th Edition, 1997.
- Dine-Janet, *Company Law*, New York, Palgrave, 4th Edition, 2001.
- "European Foundation", In Barry Rider and Michael Ashe, *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Dublin, Brehon Sweet & Maxwell, 1995.

- Falkner-Robert and Jon Gerty, "Regulation of Market Misconduct in the United Kingdom", *The Journal of Investment Compliance*, London, 2005, Vol. 6, ISS4.
- Guido A. Ferrarini, "The European Market Abuse Directive", *Common Market Law Review*, New York, 2004, Vol 41, ISS 3.
- Fried, Frank, Harris, Shriver and Jacobson LLP, *Memorandum to our Friends and Clients, France Completes Implementation of EU Market Abuse Directive January 2006*.
- Goulding-Simon, *Principles of Company Law*, London, Cavendish, 1996.
- Gros-Dansel and Lanno-Karel, *Euro Capital Market*, John Wiley & Sons Pub, New York, 2000.
- Mackey – Tom, "London Stock Exchange Alternative Investment Market (AIM) and Regulation of the Main Market", In Michael Blair Qc and Walker, *Financial Markets and Exchanges Law*, Oxford University Press, London, 2007.
- Opoku – Kwasi, *What Is Really Wrong With Insider Trading?*, University of Cap town School of Advanced Legal Student, 2006.
- Peter, Engelen-Jon, "Criminal Behavior, A Real Option Approach With An Application To restricting Illegal Insider Trading", *European Journal Of Law And Economic*, 2004.
- Radford-Rupert and Lillian, "Insider Trading A Comparative Perspective", *The Securities Regulation Law Journal*, 2002.
- Rajan – Shruti, Shroff –Rishabh, "What France Must Learn From US Disclosure?", *International Financial Law Review*, London, 2003.
- Randzio – Plath – Christa, *European Prepares for a Single Financial Market Inter Economic*, Hamburg, Vol 30, ISS3, 2004.
- Rider – Barry and Ashe – Michael, "The Insider Dealing Directive", In Barry Rider and Michael Ashe, *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Dublin, Brehon Sweet & Maxwell, 1995.
- Rutledge - G. "Philip, Insider Conflicts in US and Japan, An American Perspective", In Barry Rider and Michael Ashe, *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Dublin, Brehon Sweet & Maxwell, 1995.
- Staikouras – Panagiotis, "The New Market Abuse Regime in Greece, A Step towards Increased Market Transparency or a New Source of Confusion?", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, London, Vol 12, Iss4, 2004.
- Umhoefer – Carol and Pietrancosta – Alain, "Insider Trading Law in France", *Columbia Journal of Transnational Law*, volume 30, 1992.
- Welch – Jane, Pannier - Matthias and others, *Comparative Implementation of EU Directives Insider Dealing and Market Abuse*, The British Institute of International And Comparative Law, City research Series, London, No 8, 2005.

قوانین و آیین‌نامه‌ها

دستورالعمل «افشای اطلاعات شرکت ثبت شده نزد سازمان» مصوب ۱۳۸۶ هیأت مدیره بورس.
قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴.

Directive on Insider Trading 89/592/EEC

Directive 2003/6/EC of The European Parliament and of The Council of January 2003 on Insider Dealing And Market Manipulation (Market Abuse).

Criminal Justice Act 1993.

Financial Services and Market Act 2000 (FSMA).

COB Regulation No 90-08.

Reglemen General de l'Autorie de Market Financiers. (RGAMF) 2004.

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