



تقدیم به همهی کسانی که در زندگییم موثر بوده‌اند...

تحليل جزايي جرائم بورسي در نظام كيفري ايران

تاليف

ميثم ويسی

(وکیل پایه یک دادگستری)

انتشارات قانون یار

۱۳۹۵

سرشناسه	: ویسی، میثم، ۱۳۶۴ -
عنوان و نام پدیدآور	: تحلیل جزایی جرائم بورسی در نظام کیفری ایران / تألیف میثم ویسی.
مشخصات نشر	: تهران: انتشارات قانون یار، ۵۹۳۱.
مشخصات ظاهری	: ۱۵۲ص.
شابک	: ۹۷۸-۶۰۰-۸۰۷۷-۴۶-۶
وضعیت فهرست نویسی	: فیبا
یادداشت	: کتابنامه: ص. ۱۴۹.
موضوع	: اوراق بهادار -- ایران
موضوع	: Securities -- Iran
موضوع	: بورس -- قوانین و مقررات -- ایران
موضوع	: Stock exchanges -- Law and legislation -- Iran
رده بندی کنگره	: HG ۲/۵۷۲ ۱۳۹۵ ۱۳۰۹ /
رده بندی دیویی	: ۶۴۲۵۵/۳۳۲
شماره کتابشناسی ملی	: ۴۵۴۶۵۷۷

انتشارات قانون یار

تحلیل جزایی جرائم بورسی در نظام کیفری ایران

تألیف: میثم ویسی

ناشر: قانون یار

نوبت چاپ: اول - ۱۳۹۵

شمارگان: ۱۱۰۰ جلد

قیمت نسخه الکترونیکی: ۸۰۰۰ تومان

قیمت نسخه چاپی: ۱۷۰۰۰ تومان

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۸۰۷۷-۴۶-۶

مرکز پخش: تهران، میدان انقلاب، خ منیری جاوید، پلاک ۹۲

تلفن: ۶۶۹۷۳۹۶۰ کتابفروشی رسولی (چراغ دانش سابق)

فهرست مطالب

۷	مقدمه
۹	فصل اول
۹	جرائم علیه فرآیند صحیح انجام معاملات اوراق بهادار
۴۹	فصل دوم
۴۹	جرائم علیه مبادله صحیح اطلاعات در بازار اوراق بهادار
۱۱۷	نتیجه گیری
۱۲۷	متن قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران
۱۴۹	منابع و مآخذ

مقدمه

همانگونه که می دانیم یکی از این ارزش ها که در چند سال اخیر از حساسیت زیادی برخوردار شده است ارزش های اقتصادی می باشد. در حوزه علم اقتصاد اصول و قواعدی حاکم می باشد که بایستی از آن صیانت نمود. صادرات و واردات، مقررات پولی و بانکی، نظام مالیاتی و غیره از جمله مواردی است که در نظم اقتصادی مورد توجه قرار می گیرند. سیاست های کلان اقتصادی در هر نظام حقوقی پس از بیان در قانون اساسی هر کشور به منظور حمایت و صیانت کاربردی و عملی در قالب قوانین موضوعه ارائه و معلوم می گردد، لذا عناوین مجرمانه به طور خاص در قوانین کیفری پیش بینی می شود تا ضمن بیان ارزشها و توصیف آنان و حمایت از کسانی که بزه دیده بالقوه این اعمال قرار می گیرند در صورت ارتکاب نسبت به مرتکبین یا مرتکبان آن مجازات و تدابیر سرکوبگرانه نیز اتخاذ شود. بدین ترتیب فساد اقتصادی از قبیل رانت خواری، ارتشاءباندی، پولشویی، قاچاق عمده کالا و ارز، اختلال در امر توزیع کالاها و مایحتاج عمومی، اختلال در روند انجام صحیح فعالیت های بورس اوراق بهادار و... موجب می شود که یک جامعه دچار پدیده ای به نام بیماری و آلودگی نظام اقتصادی شود. بنابراین به منظور جلوگیری و پیشگیری از وقوع بیماری در عرصه اقتصادی و حمایت از اشخاص در معرض خطر و مجازات مرتکبین جرائم اقتصادی «حقوق جزای اقتصادی» به عنوان شاخه نوینی از حقوق جزا تشکیل شده است.^۱ برای آنکه به طور مشخص تری وارد موضوع تحقیق شویم لازم است این مطلب مورد اشاره قرار گیرد که امروزه نظام نوین اقتصاد کشورها شاهد شکل گیری نهادهای کاملاً جدید و نو در زمینه دادوستد و انجام معاملات است. خرید و فروش، مدت ها است که از حالت سنتی خود خارج و در فضاهای کاملاً متفاوتی انجام می شود. یکی از این ساختارها که نقش بسیار مهمی در عرصه اقتصادی کشورها به خصوص کشورهایی که در حال گذر از مرحله اقتصاد دولتی به سوی اقتصاد بخش خصوصی

^۱. جعفر کوشا، « رویکرد افتراقی ناظر به جرائم اقتصادی در تقابل با جرائم مالی»، مجموعه سخن رانی های اولین اجلاس دادستانهای پایتخت کشورهای اسلامی، (۱۳۸۶)، ص ۱۸۰ و ۱۸۱

هستند، ایفاء می کند بازار اوراق بهادار یا همان بورس است.^۲ در ایران نقش بورس و رونق فعالیت های آن با تحولات اقتصادی اخیر پیوندی تنگاتنگ دارد. پس از پیروزی انقلاب اسلامی و در پی آن تصویب قانون اساسی به عنوان مبنای قانونگذاری، فصل چهارم این قانون به بحث اقتصاد و امور مالی اختصاص داده شد. به موجب اصل چهل و چهارم، مالکیت در جمهوری اسلامی به سه بخش دولتی، تعاونی و خصوصی تقسیم می شود و فعالیت آنها تحت شرایطی که در ذیل اصل مذکور شمرده شده مجاز و قانونی است. با پیروزی انقلاب اسلامی، اقتصاد ایران به سمت اقتصاد دولتی گرایش پیدا کرد و دولت در جهت کسب قدرت بیشتر، سعی در تملک بنگاه های عظیم اقتصادی برای خود داشت. با گذشت سه دهه از دولتی بودن اقتصاد ایران صاحب نظران اقتصادی و مشوولان نظام به این نتیجه رسیدند که بدنه اقتصادی دولت حجیم و عظیم شده است و دولت برای اداره این بنگاه ها هزینه های مالی و مدیریتی فراوانی صرف کرده و به طور مستقیم و غیرمستقیم به تصدی گری روی آورده است در پی این نتیجه گیری بود که بحث تنظیم سیاست های کلی اصول چهل و چهارم قانون اساسی در مجمع تشخیص مطرح و در نهایت توسط مقام معظم رهبری ابلاغ شد.^۳

^۲. مرتضی قره باغیان، اقتصاد رشد و توسعه، (تهران، نشرنی، ۱۳۷۱)، ج دوم، ص ۵۱۹.

^۳. حامد سلطانی نژاد و غلامعلی میرزائی، «خصوصی سازی در راستای سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی»، مجله

فصل اول

جرائم علیه فرآیند صحیح انجام معاملات اوراق بهادار

اعمال مجازات به عنوان آخرین راه حل دولت ها برای پرهیز از ناهنجاری ها و حرکت جامعه در مسیر صحیح قانونی از دیرباز مورد توجه بوده است . فعالیت های اقتصادی نیز ویژگی هایی نظیر دیگر ابعاد زندگی اجتماعی افراد را داراست و قواعدی که برای تنظیم فعالیت های اقتصادی وضع می شوند باید به صورت فراگیر و توسط همه فعالان اقتصادی رعایت شوند تا عدالت در عرصه چنین فعالیتی اجرا شود. توسعه بازار اوراق بهادار در سال های اخیر، شکل گیری نهادهای مالی نوین ، گسترش دامنه فعالیت و تنوع فعالیت شرکت های کارگزاری ، ورود ابزارهای جدید مالی به معاملات بورس ، افزایش حجم بازار و توسعه عملیات و معاملات اوراق بهادار این ضرورت را مطرح ساخت که فعالیت هایی با این تنوع ، پیچیدگی و گستردگی همواره ناهنجاری ها و جرائم خاص خود را دارا می باشد که باید تحت عناوین مجرمانه مورد حکم قانونگذار قرار گیرند و مجازات هایی درقانون برای آن ها در نظر گرفته شود ، لذا در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴ فصل مستقلی تحت عنوان « **جرائم و مجازات ها** » تدوین و به صورت مشخص رفتاری اعم از فعل ها و ترک فعل هایی مورد جرم انگاری قرار گرفته است.

گفتنی است بخش مهم و قابل توجه این مجازات ها به دو جریان اساسی در بازار اوراق بهادار مربوط می شود ؛ نخست « **فرآیند صحیح معاملات اوراق بهادار** » و دوم « **مبادله صحیح اطلاعات** » قانونگذار برای تضمین انجام صحیح معاملات و جلوگیری از هرگونه اخلال و دست کاری در بازار و همچنین برای تضمین مبادله صحیح و مطمئن اطلاعات ، مجازات هایی را وضع کرده است تا به هدف نهائی خود که همانا حمایت از حقوق سرمایه گذاران ، ساماندهی و حفظ و توسعه بازار شفاف ، منصفانه و کارایی اوراق بهادار است دست یابد .

به همین خاطر قصد داریم که در این بخش طی دو فصل جداگانه به بررسی ابعاد مختلف این دو جریان بپردازیم . به عبارت دیگر فصل اول به « **جرائم علیه فرآیند صحیح انجام معاملات اوراق بهادار** » می پردازد که خود شامل اقداماتی می شود که خارج از روند عادی و صحیح معاملات اوراق بهادار بوده و غالباً معاملات توأم با سوء نیت و با توسل به شیوه های

غیرقانونی و به منظور قیمت سازی و اختلال و اختلال در بازار را دربرمی گیرد و فصل دوم تحت عنوان « جرائم علیه مبادله صحیح اطلاعات در بازار اوراق بهادار » نامگذاری شده است که به افشاء و عدم افشاء اطلاعات نهانی و تأثیرگذار در غیرموارد مصرح قانونی اختصاص دارد.

منظور از اطلاعات نهانی چیست؟ چرا معاملات متکی بر اطلاعات نهانی جرم است؟ چه کسانی دارندگان اطلاعات نهانی محسوب می شوند؟ هدف از دستکاری در بازار تأمین کدام اهداف است و این کارچه پیامدهای مخربی را به دنبال دارد؟ پاسخ دادن به این سئوالات و سئوالات دیگری که در این رابطه مطرح می شود، چارچوب کلی فصل اول را تشکیل می دهد. به همین خاطر مبحث اول به جرم « معاملات متکی بر اطلاعات نهانی » و بررسی ابعاد آن از جهات گوناگون و مبحث دوم به جرم « دستکاری در بازار اوراق بهادار » اختصاص داده شده است.

مبحث اول - معاملات متکی بر اطلاعات نهانی^۴

معاملات متکی بر اطلاعات نهانی همواره یکی از مباحث مهم در بورس اوراق بهادار می باشد. مباحث تئوریکی متعددی در سه دهه اخیر در خصوص شیوه های ردیابی، کشف و منع این پدیده انجام شده است که در استانداردهای افشای اطلاعات و قوانین تنظیمی بورس تبلور یافته است. تحقیقات آکادمیک محققان در خصوص زوایای مختلف معاملات متکی بر اطلاعات نهانی نقش مهمی در شکل گیری قوانین داشته است. به هر حال اثرات معامله گروهی خاص از سهامداران بر اساس اطلاعات منتشر نشده و کسب بازدهی بیشتر از سایرین مقوله مهمی برای فعالان عادی بازار اوراق بهادار می باشد.

مسئله کسب بازدهی بیشتر توسط دارندگان اطلاعات نهانی خصوصاً مدیران شرکت ها هنگامی اهمیت پیدا می کند که به عنوان **هدف** مدیریت شرکت ها قرار گیرد و آنها در امر اطلاع رسانی صحیح و به موقع به سرمایه گذاران، بازدهی بیشتر خود نسبت به سایر فعالان بازار

⁴.insider trading

را لحاظ کنند. به همین دلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی فاکتورهای مهم نظریه «
کارایی بازار» را به چالش می کشد.

در حال حاضر - همانطور که بیشتر نیز خواهد آمد - معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از حوزه های مالی و اقتصادی فراتر رفته و وارد حوزه حقوق کیفری گردیده است. این مسئله بیانگر علاقه مشترک عموم سرمایه گذاران و دولت برای جلوگیری از سوء استفاده از اطلاعات محرمانه شرکت ها و کسب بازدهی بیشتر توسط دارندگان اطلاعات نهانی می باشد.^۵

با توجه به اهمیت مباحثی که پیرامون معاملات متکی بر اطلاعات نهانی وجود دارد لازم است قبل از آنکه این مقوله در قالب یک جرم مورد مطالعه قرار گیرد با نظریه های مرتبط و تئوریهایی که در این زمینه وجود دارد آشنائی مختصری پیدا کنیم، زیرا همانگونه که خواهد آمد این طور نیست که تمام نظریه پردازان علم اقتصاد با انجام اینگونه معاملات مخالفت داشته و آن را مضر بدانند.

۱- نظریه های مرتبط با معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

کشورهای مختلف هریک با در نظر گرفتن شرایط بومی خود برداشت های مختلفی از اطلاعات محرمانه، محرمان اطلاعات و معاملات متکی بر اطلاعات نهانی ارائه نموده اند. این نظریه ها و تئوریهها نقش کلیدی در تعریف جرائم و چگونگی برخورد با آن ها ایفاء می کند. از این رو به معرفی دو نمونه از این نظریه ها خواهیم پرداخت.

۱-۱ نظریه بازار کارا^۶

این تئوری معتقد است پارامترهای مختلفی برای تعیین درجه کارایی بازار وجود دارد، اما مسئله دسترسی یکسان کلیه فعالان بازار به اطلاعات از جایگاه ویژه ای برخوردار بوده و نقش مهمی در تشخیص میزان کارایی بازار دارد. دریک بازار کارا قیمت سهام هنگامی نوسان مهم می یابد که اطلاعات جدید در دسترس همگان قرار گیرد. زیرا قیمت دریک بازار کارا

^۵ مهدی علم الهدی، « نقش اطلاعات نهانی در تصحیح حقوق سهامداران و راهکارهای مقابله با آن »، www.rdis.ir

منعکس کننده کلیه اطلاعات موجود می باشد و هرگونه نوسان قیمت به دلیل انتشار اطلاعات پیش بینی نشده می باشد. تا هنگامیکه اطلاعات آتی ناشناخته باشد. پیش بینی جهت قیمت سهم در آینده غیرممکن است، بنابراین کلیه سهام شانس یکسانی برای بالا رفتن یا پائین آمدن ارزششان دارند. این پدیده **حرکت اتفاقی**^۷ نامیده می شود.

تا زمانیکه نوسان قیمت سهام تابع حرکت تصادفی است، برای اشخاص غیرممکن خواهد بود که به صورت سیستماتیک بازار را دور بزنند. به هر حال یک استثناء برای ادعای غیرممکن بودن کسب بازدهی بیشتر و دور زدن بازار به صورت سیستماتیک وجود دارد و آن هم از جانب معاملات متکی بر اطلاعات نهانی متوجه بازار خواهد شد. در بازار اوراق بهادار اغلب فعالان غیر حرفه ای بوده و تحلیل های اساسی سهم کمتری در قیمت سازی دارند. به همین دلیل یکی از پارامترهای مهم در تصمیم گیری سرمایه گذاران شایعات شرکت ها می باشد. این شایعات در اغلب موارد برخواسته از واقعیت ها و اخبار منتشر نشده شرکت ها می باشد که مدیران آن ها پس از آنکه خودشان از این اطلاعات محرمانه استفاده نموده اند آن را به صورت غیررسمی به بازار منتقل نموده و بدین ترتیب اثر قیمتی اطلاعات را به صورت غیر رسمی متوجه معاملات سهام شرکت خود می نمایند. این پدیده را می توان « **نشت اطلاعات** » در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار نامید.

۲-۱ تئوری کارگذاری^۸

معاملات اوراق بهادار براساس اطلاعات نهانی نظریه نمایندگی (کارگزاری) را نیز به چالش کشیده و از جمله نقاط ضعف این تئوری می باشد. مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان شرکت ها (سهامداران) به اطلاعاتی دسترسی دارند که صاحبان اصلی اطلاعات نسبت به آن بی اطلاع و محروم هستند. از این دیدگاه معاملات سهام مدیران با استفاده از اطلاعات منتشر نشده به زیان صاحبان سهام خواهد بود زیرا با توجه به اهمیت و ارزش اطلاعات مهم شرکت این اطلاعات در زمره دارایی های سهامداران قطعی و حتی سهامداران آتی خواهد بود. گاه

^۷ . Random movement

^۸ .agency theory

مدیران با استفاده از اطلاعات حساس شرکت هزینه های سنگینی را به صورت غیرمستقیم متوجه صاحبان سهام می کنند .

معاملات اوراق بهادار توسط محرمین اطلاعات شرکت ها و براساس اطلاعات خصوصی چالشی میان دو گروه مهم از استفاده کنندگان از اطلاعات مالی محسوب می شوند : مدیران و سهامداران . اطلاعات مالی صادرشده توسط شرکت ها مهمترین ملاک برای تصمیم گیری سرمایه گذاران برای خرید یا نگهداری سهام می باشد . این چالش از آنجا آغاز می شود که مدیران خود در بازار اوراق بهادار دوشادوش سایر سهامداران حاضر شده و قصد افزایش ثروت خود را دارند . با توجه به ساختار مالکیت در بورس اوراق بهادار ایران این وضعیت اهمیت بیشتری پیدا می کند . در بورس ایران ، اغلب شرکت ها ساختاری دولتی یا شبه دولتی دارند به گونه ای که مدیرشرکت نماینده سهامدارانی است که خود سرمایه گذار شرکت نیستند . این مسئله دربستر شرایطی چون ضعف نظارت دولتی ، نظام حسابرسی مالی و عملکرد و ... ابعاد اثرات معاملات متکی براطلاعات نهانی را برمسئله نمایندگی متفاوت می سازد^۹ .

۲- تئوریهای معاملات متکی براطلاعات نهانی

همانگونه که پیشتر نیز مورد اشاره قرارگرفت درسال های اخیر موضوع معاملات متکی براطلاعات نهانی یکی از مباحث جنجالی در علوم مدیریت مالی ، اقتصاد و حقوق بوده است بطوریکه تحقیقات متعددی دراین خصوص انجام شده است . مهمترین موضوع مورد مناقشه محققین نظارت و منع معاملات متکی براطلاعات نهانی یا عدم نظارت براین دسته از معاملات بوده است . در واقع دو دیدگاه متفاوت که هر یک استدلال هایی را مطرح می سازد منجر به بروز این اختلافات گردیده است . گروه اول معتقدند معاملات متکی براطلاعات نهانی منجر به افزایش کارایی بازار و گروه دوم معتقد به کاهش کارایی بازار درهنگام وجود معاملات متکی براطلاعات نهانی می باشند . براین اساس تحقیقات وسیعی درمجامع آکادمیک انجام شده و نظریات و مدل های ریاضی و تجربی بسیاری مطرح شده است .

^۹ . مهدی علم الهدی ، پیشین ، ص ۲

به هر حال محققین تاکنون به یک چارچوب نظری توافق ننموده اند و این مسئله منجر به ارائه تحقیقات تجربی بسیار متنوعی گردیده است. ضمن آنکه بنا به دلایلی که شرح داده خواهد شد، اغلب بورس ها گزینه دوم را برگزیده و قوانین منع کننده معاملات متکی بر اطلاعات نهانی وضع نموده اند بر همین اساس تئوریهای رایج در خصوص معاملات متکی بر اطلاعات نهانی به دو گروه کلی تقسیم می شوند: تئوری های بازار^{۱۰} و تئوریهای نمایندگی^{۱۱}.

۱-۲ تئوریهای مخالف اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی (تئوریهای بازار)

۱-۱-۲ نظریه جرم بدون قربانی^{۱۲}

این نظریه در سال ۱۹۸۷ توسط هزل^{۱۳} و کتز^{۱۴} مطرح گردید. این تئوری ادعا می کند که معاملات متکی بر اطلاعات نهانی قربانی (مجنی علیه) ندارد. زیرا معاملات متکی بر هدایت محرمین اطلاعات انجام می شود قیمت سهام را به سمت اعمال اثر اطلاعات محرمانه سوق می دهد و در نتیجه قیمت اوراق بهادار مفروض، واقعی خواهد شد و از واقعی شدن قیمت سهام کلیه سهامداران نفع خواهند بود.

۲-۱-۲ نظریه پاداش مدیریت^{۱۵}

این تئوری بر اساس این مفهوم بنا نهاده شده است که تنها راه کنترل یا به عبارتی جبران خدمات مدیریت، اعطای مجوز استفاده از اطلاعات محرمانه به نفع خود است. این مسئله بر این واقعیت بنا شده است که پاداش پرداختی به مدیریت و اعطای اختیار خرید سهم نمی تواند کافی باشد و همچنین نمی تواند انگیزه ای برای مدیر، جهت ارتقای ثروت در شرکت باشد

۲-۱-۳ نظریه کارآمدی بازار^{۱۶}

^{۱۰} market theories

^{۱۱} .agency theories

^{۱۲} .Victimless Crime

^{۱۳} .Hezel

^{۱۴} .Katz

^{۱۵} .Managers Compensation

^{۱۶} .Market Efficiency

سومین تئوری مخالف اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر مبنای مفهوم کارایی بازار در سطح قوی بنا نهاده شده است. قیمت سهام نمایی از کلیه اطلاعات موجود شامل اطلاعات خصوصی و محرمانه می باشد. بنابراین از این دیدگاه محرمین اطلاعات قیمت سهام را با سرعتی بیشتر به سمت ارزش های واقعی شرکت سوق داده و انعکاس بهتری از اطلاعات ممکن را بر اساس سرمایه گذاری بالقوه و بالفعل فراهم می آورد.

۲-۲ تئوریهای موافق اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی (تئوریهای نمایندگی)

۱-۲-۲ نظریه تصرف غیرقانونی^{۱۷}

این نظریه بر مبنای این ایده شکل گرفته است که اطلاعات خصوصی و حرفه ای در زمره دارایی های یک شرکت قرار دارد، بنابراین هرگونه سوءاستفاده از اطلاعات نهانی شرکت با انگیزه کسب منفعت شخصی توسط دارندگان این اطلاعات را می توان با سرقت و دزدی از شرکت مساوی دانست. در واقع اطلاعات مهم و خصوصی شرکت ها را می توان در طبقه دارایی های نامشهود شرکت ها قرار داد و از آنها محافظت به عمل آورد. بنابراین یکی از وظایف مدیریت حفظ و حراست از این اطلاعات می باشد. طبق این نظریه استفاده از اطلاعات محرمانه منجر به افشای زود هنگام اطلاعات محرمانه شرکت خواهد شد زیرا خرید و فروش مدیران شرکت منجر به تغییر غیرمعمول حجم و قیمت سهم شرکت می باشد.

۲-۲-۲ نظریه مساوات در بازار^{۱۸}

این تئوری بر این موضوع بنا نهاده شده است که کلیه فعالان بازار می بایست تصمیماتشان را بر مبنای مجموعه ای از اطلاعات یکسان اتخاذ نمایند. برابری اطلاعاتی و ایجاد فرصت های مساوی برای تصمیم گیری در خصوص سبد^{۱۹} سهام منجر به افزایش مشارکت سرمایه گذاران خواهد شد. مهمترین استدلال مطرح شده در این تئوری اصل حسابداری افشای کامل اطلاعات می باشد. شرکت ها طبق این اصل موظفند شرایط معامله یکسان از

^{۱۷}. Misappropriation theory

^{۱۸}. Market Egalitarianism

^{۱۹}. سبد مجموعه ای از دارایی های مالی است که از محل وجوه سرمایه گذاران خریداری می شود.

نظر اطلاعاتی را برای کلیه مشارکت کنندگان در بازار فراهم آورند. با جمع بندی این نظریه ها اکثر کشورهای جهان به این نتیجه رسیده اند که معاملات متکی بر اطلاعات نهانی پدیده ای مخرب بوده و موجب کاهش کارایی بازار سرمایه می باشد.

این معاملات به دلیل ایجاد ناعدالتی اطلاعاتی و امکان کسب بازدهی بیشتر برای برخی افراد موجب کاهش مشارکت سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار شده و از این طریق به اقتصاد ملی ضربه وارد می آورند. دارندگان اطلاعات نهانی با بهره گیری از اطلاعات دقیق شرکت به موقع مبادرت به خرید یا فروش سهام آن نموده و بازدهی بالاتری از سایر فعالان بازار کسب می نمایند. بازدهی بیشتر محرمین اطلاعات با هزینه سایر سرمایه گذاران بی اطلاع یا کم اطلاع انجام می شود و موجب نارضایتی و کاهش مشارکت سرمایه گذاران عادی خواهد شد. علاوه بر آن این پدیده منجر می شود تحلیل های بازار گردانان و تحلیل گران بازار با مشکل مواجه شده و روش های تحلیلی فاندامنتال و تکنیکال ارزیابی و پیش بینی صحیحی از وضعیت فعلی و آتی شرکت ارائه ندهند به همین خاطر علی رغم وجود تئوریهای مبنی بر مفید بودن یا حداقل مضر نبودن معاملات متکی بر اطلاعات نهانی تقریباً در کلیه بورس های فعال دنیا انجام معاملات بر اساس اطلاعات منتشر نشده ممنوع اعلام شده است.^{۲۰} در همین راستا گفتارهای بعدی را به شناخت ماهیت اطلاعات نهانی و بررسی مؤلفه های آن و سپس تحلیل عناصر تشکیل دهنده جرم « معاملات متکی بر اطلاعات نهانی » بر مبنای قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴ اختصاص داده ایم.

گفتار اول: ماهیت و تعریف اطلاعات نهانی

اطلاعات مایه حیات بازارهای سرمایه است. سرمایه گذاران مخاطره آوردن سرمایه های به زحمت به دست آورده خود را به این بازارها پذیرفته و به اطلاعاتی که از طرف شرکت ها منتشر می شود تکیه می کنند. آن ها به اطلاعات معتبر و به موقع و قابل فهم در قالب هایی که به راحتی قابل تجزیه و تحلیل باشد نیاز دارند. به منظور بقای بازارهای سرمایه لازم

^{۲۰} مهدی علم الهدی، پیشین، ص ۲ الی ۴

است سرمایه گذاران، اطلاعات شرکت‌ها را به طور صحیح، کامل، قابل فهم و به موقع بدانند.^{۲۱} اظهار، افشاء و اعلام تمام واقعیات و اطلاعات مربوط به شرکت برای حمایت از سرمایه گذاران از آن جهت لازم و حیاتی است که در غیراین صورت برخی اشخاص داخلی یا مرتبط با شرکت (چه به عنوان خریدار و چه به عنوان فروشنده) پیشاپیش از اطلاعاتی برخوردار می‌شوند که بر قیمت سهام شرکت مؤثر است و نتیجه طبیعی این حالت استفاده این اشخاص از اطلاعات محرمانه و منتشر نشده و تحصیل سود و منافع بیشتر یا وضع ضرر احتمالی به زیان سایر سرمایه گذاران خواهد بود.

با دقت در این مطالب می‌توان به این نکته پی برد که هرگونه اطلاعاتی که پیرامون فعالیت شرکت‌ها وجود دارد اطلاعات نهانی نیستند، به عبارت بهتر اطلاعات نهانی باید دارای چنان ویژگی‌ها و شاخص‌هایی باشند که در صورت انتشار تغییر قابل توجهی در قیمت یا ارزش اوراق بهادار شرکت به همراه داشته باشد والا در صورتی که هرگونه شایعه یا اطلاعات کم‌اهمیتی را اطلاعات نهانی بدانیم عملاً قدرت ما نوردهی را از مسئولان شرکت سلب کرده ایم و این به معنی رکود فعالیت‌های شرکت و در نتیجه کساد بازار سرمایه خواهد بود. با توجه به همین نکته دقیق، مقنن در بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب آذرماه ۱۳۸۴ در تعریف اطلاعات نهانی می‌گوید:

« هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد ».

بدین ترتیب - با توجه به تعریف فوق - اطلاعاتی از لحاظ ماهیت، نهانی محسوب می‌شوند که در صورت انتشار بر دو چیز اثر مستقیم داشته باشد، اول؛ قیمت سهام و دوم؛ تصمیم سرمایه گذاران برای معامله آن سهام. ناگفته پیداست که اطلاعات برای آنکه « نهانی » فرض شوند علاوه بر این ویژگی باید مؤلفه‌های دیگری نیز داشته باشند که در گفتار بعد به بررسی این

^{۲۱} اسماعیل فدایی نژاد و زهرا نوبخت، « مفهوم شفافیت در شرکت »، مجله بورس، شماره ۴۹، (بهمن ۱۳۸۴)، ص ۴۷