

مفهوم و ویژگی های اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار ایران و اتحادیه اروپا

کیمیا کاکوئی نژاد^۱

کارشناسی ارشد حقوق تجارت بین الملل دانشگاه شهید بهشتی

چکیده

اطلاعات در بازار سرمایه، اساس و بنیان بازار شناخته می شود، به گونه ای که تصمیم گیری در بازار سرمایه، بر اساس اطلاعاتی است که در دسترس سرمایه گذاران قرار می گیرد. در این پژوهش، مفهوم اطلاعات نهانی، مصادیق سوءاستفاده از آن و نقش نهاد ناظر در این زمینه را از منظر قوانین بازار اوراق بهادار ایران و اتحادیه اروپا به صورت تطبیقی مورد بررسی قرار می دهیم تا از این رهگذر، خلاءهای موجود در نظام حقوقی ایران شناسایی و برای حل مشکلات موجود در این زمینه، چاره اندیشی گردد.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه، اطلاعات نهانی، دارندگان اطلاعات نهانی، نهاد ناظر، شفافیت اطلاعات

^۱ نویسنده مسئول: kimiakakuei@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۲/۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۳/۲

مقدمه

بازار سرمایه در کنار بازارهای پولی و بیمه، بخش عمده ای از اقتصاد هر کشوری را تشکیل می دهد و به عنوان یک بازار مالی بلند مدت، وظیفه جمع آوری و تهیه منابع مالی موجود و هدایت آن به سمت سرمایه گذاری را دارد. در این بازار به ویژه بازار اوراق بهادار، اطلاعات ارزشمندترین دارایی هاست؛ به نحوی که عموم سرمایه گذاران، بر مبنای اطلاعات تصمیم گیری می کنند. در یک بازار کارآمد و شفاف بورسی، اطلاعات با سرعت و دقت زیادی منتشر شده و در اختیار عموم سرمایه گذاران قرار می گیرد؛ از این رو مقامات ناظر بازار، باید فرصت برابر دسترسی به اطلاعات و در نتیجه تصمیم گیری عادلانه را برای عموم سرمایه گذاران فراهم نمایند. اطلاعاتی در بازار بورس دارای اهمیت است که در تصمیم سرمایه گذاران و تعیین قیمت سهام تاثیرگذار باشد. بخشی از این اطلاعات مربوط به اطلاعات مهم شرکت هایی است که سهامشان در بازار در معرض خرید و فروش قرار دارد. اصطلاحاً به این اطلاعات مهم، «اطلاعات نهانی» گفته می شود؛ به عبارت دیگر، «اطلاعات نهانی هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم است که به طور مستقیم یا غیر مستقیم، به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوطه تاثیر می گذارد»^۲ به نظر می رسد نویسندگان این قانون، چنین تعریفی را از بند ۱ ماده ۷ دستورالعمل سوء استفاده از بازار اتحادیه اروپا در مورد معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی اقتباس کرده باشند؛ چرا که در تعریف این ماده از اطلاعات نهانی نیز، عناصر مشابهی برای شناسایی اطلاعات نهانی بر شمرده شده است. این اطلاعات درون شرکت ها وجود دارد و نخستین اشخاصی که بنا به موقعیت شغلی و حرفه ای خود از آن ها مطلع می شوند، مدیران و مقامات همان شرکت ها هستند.

در قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴، تبصره ۱ ماده ۶، اشخاصی را به عنوان دارندگان اطلاعات نهانی معرفی می کند که از جمله آن ها می توان به اشخاصی مانند مدیران شرکت، بازرسان، حسابداران، مشاوران، سهامداران و .. اشاره کرد

با توجه به نقش اساسی بازار سرمایه در نظام اقتصادی کشورها و اهمیت انتشار صحیح و به موقع اطلاعاتی که می تواند بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه گذاران برای ورود به بازار تاثیر بگذارد، بررسی ماهیت و ویژگی های این گونه اطلاعات و شناسایی آن از مفاهیم مشابه ضروری به نظر می رسد،

پیشینه پژوهش

- کتاب ارزشمند «حقوق بازار سرمایه»^۳ به قلم دکتر محمد سلطانی که در بخش هایی از کتاب، «نظارت بر بازار سرمایه ایران و ارکان نظارتی آن»، «ماهیت و ویژگی های اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار» و «جرائم مرتبط با اطلاعات نهانی» را از منظر حقوقی مورد بررسی قرار می دهد .

- مقاله دکتر لعیا جنیدی و محمد نوروزی با عنوان «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»^۴ و «شناخت دارندگان اطلاعات نهانی در شرکت های سهامی عام»^۵

- مقاله دکتر عباس قاسمی حامد و محمد نوروزی با عنوان «استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار»^۶ و مقاله معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی (مطالعه تطبیقی حقوق ایران و آمریکا)^۷

^۲ بند (۳۲) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴

روش تحقیق

روش تحقیق توصیفی - تحلیلی بوده و برای جمع آوری اطلاعات و منابع از روش کتابخانه ای و مراجعه به کتب، مقالات، پایان نامه های مرتبط، قوانین و دستورالعمل های داخلی و خارجی، سایت های اینترنتی داخلی و خارجی استفاده شده است.

مفهوم اطلاعات نهانی

در بازار اوراق بهادار مفهوم اطلاعات مفهومی خاص و متفاوت دارد. اطلاعات در بازار اوراق بهادار به مثابه یکی از ارزشمندترین و حساس ترین دارایی ها و به تعبیری "چراغ راهنمای بازار سرمایه" است.^۱ در بازار سرمایه اطلاعات مبنای اساسی تصمیم گیری سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری و فعالیت است. به ویژه در بازار اوراق بهادار که محلی برای معاملات اوراق بهادار است، همانند هر بازار دیگر عموم مردم و سرمایه گذاران به شرط رسیدن به این باور که قیمت های موجود در آن، بیانگر ارزش واقعی اوراق بهادار است فعالیت خواهند نمود. سرمایه گذاران با پذیرش ریسک و به خطر انداختن سرمایه های خود، به اطلاعاتی که از طرف شرکت ها منتشر می شود تکیه می کنند. اطلاعاتی که باید به موقع و صحیح و به گونه ای قابل فهم که تجزیه و تحلیل اطلاعات را برای آنان ممکن سازد؛ منتشر شود تا سرمایه گذاران بتوانند با اعتماد به اطلاعات منتشر شده از سوی ناشران بازار، سرمایه گذاری و فعالیت کنند.

ویژگی های "اطلاعات نهانی" در بازار سرمایه ایران و اتحادیه اروپا

نخستین تعریف از اطلاعات نهانی در نظام حقوقی ایران توسط قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ به عمل آمد. قانون اخیر الذکر در بند ۳۲ ماده ۱ اطلاعات نهانی را این گونه تعریف می کند: «هر گونه اطلاعات افشا نشده برای عموم که به طور مستقیم و یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می شود و در صورت انتشار، بر قیمت و یا تصمیم سرمایه گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تاثیر می گذارد».

به نظر می رسد این تعریف از اطلاعات نهانی تا حد زیادی متأثر از تعریف دستورالعمل اتحادیه اروپا در رابطه با منع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی و سوء استفاده از بازار باشد. جدیدترین دستورالعمل اتحادیه اروپا در رابطه با منع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی و سوء استفاده از بازار، در ماده ۷ اطلاعات نهانی و ویژگی های آن را بررسی می کند.

بنا به قول برخی مولفان، مصوبه اتحادیه اروپا معتبرترین تعریف را از اطلاعات نهانی ارائه داده و برای تمام کشورهای عضو اتحادیه اروپا نیز الزام آور است؛ برخلاف حقوق ایالات متحده آمریکا که علی رغم توجه زیاد به مباحث مالی و پیشرو بودن ایالات متحده در تدوین قوانین مرتبط با بازار اوراق بهادار، هیچ قانونی برای اطلاعات نهانی ندارد و تفسیر در این باره را به کمیسیون اوراق بهادار واگذارده است.^۲

محرمانه بودن اطلاعات یا عدم دسترسی برای عموم

در مقررات بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، هم در خود قانون و هم در آیین نامه ها و دستورالعمل های مرتبط با آن موارد زیادی از الزامات ناشران بر افشای صحیح، دقیق و به موقع اطلاعات را می بینیم. از جمله ماده ۲ قانون بازار که مقرر می دارد:

«در راستای حمایت از حقوق سرمایه گذاران و با هدف ساماندهی بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون "شورا" و "سازمان" با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل می‌شود» و بر اساس ماده ۷ همان قانون (بند ۸ و ۱۸)، اتخاذ تدابیر لازم جهت پیشگیری از وقوع تخلفات در بازار اوراق بهادار و نیز نظارت بر افشای اطلاعات بااهمیت توسط شرکت های ثبت شده نزد سازمان بر عهده هیات مدیره این سازمان می باشد. علاوه بر این سازمان بورس اوراق بهادار، در دستور العملی با عنوان « دستور العمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت های ثبت شده نزد سازمان بورس » در ماده ۲ « ناشر را موظف به ارسال اطلاعات موضوع این دستور العمل در مهلت مقرر، مطابق فرم های مورد نظر سازمان و به صورت الکترونیکی یا کاغذی در سربرگ رسمی، به سازمان و هم زمان به طریقی که سازمان تعیین می کند، انتشار جهت اطلاع عموم می نماید».

دقیق بودن اطلاعات

در دستورالعمل اتحادیه اروپا، این ویژگی به عنوان نخستین ویژگی اطلاعات نهانی بیان گردیده است. مطابق با این دستورالعمل، اطلاعاتی دقیق محسوب می شوند که اولاً؛ همانگونه که در قسمت قبل توضیح داده شد، ویژه و متمایز از سایر اخبار و اطلاعات شرکت باشند و ثانیاً؛ واضح و روشن بوده و شامل جزئیات مربوط به اطلاعات هم باشند. به عبارت دیگر دقیق بودن اطلاعات را می توان درجه بالاتر و سخت گیرانه تر مفهوم ویژه بودن اطلاعات دانست. در دستورالعمل اتحادیه اروپا، در تعریف اطلاعات نهانی، تنها ویژگی "دقیق بودن" مورد توجه قرار گرفته و اشاره ای به ویژه بودن اطلاعات نشده اما به نظر می رسد با توجه به بقیه عناصری که در تعریف اطلاعات نهانی آمده، قانون گذار دو ویژگی دقیق و ویژه بودن را با هم در نظر داشته است. در قانون بازار و خدمات مالی انگلستان نیز ماده ۱۱۸ در تعریف اطلاعات دقیق بیان می دارد: " آن قدر ویژه باشد که بتوان اثر آن را بر قیمت اوراق بهادار تخمین زد ".

توانایی تاثیر در قیمت اوراق بهادار

با توجه به این که در حقوق اتحادیه اروپا معمولاً در تمامی مواردی که اطلاعات باعث ایجاد رغبت به معامله می گردد، در قیمت اوراق بهادار نیز موثر است، قانون گذار این دو ویژگی را با هم جمع نموده و به ذکر ویژگی «مهم بودن» برای اطلاعات بسنده کرده است. در این دستورالعمل، معیار تاثیر بر قیمت به این صورت بیان شده: «اگر اطلاعات به گونه ای باشد که یک سرمایه گذار معقول آن را به عنوان بخشی از تصمیمات سرمایه گذاری اش مورد استفاده قرار دهد، آن اطلاعات تاثیر به سزا بر قیمت خواهند داشت»^۹.

نکته مهمی که در این مورد باید به آن توجه شود این است که تاثیر در قیمت اوراق بهادار تنها زمانی می تواند بااهمیت تلقی شود و بر تصمیمات سرمایه گذاران تاثیر گذار باشد که تاثیر قابل توجه و به اندازه کافی مهم باشد وگرنه تاثیرات جزئی که منجر به تغییرات اندک و جزئی قیمت یا تغییرات کم اهمیت و بدون تاثیر گردد نمی تواند موجب "نهانی" شدن اطلاعات و بار کردن تکلیف افشاء بر ناشران و اعمال ضمانت اجراهای آن گردد؛ امری که در دستورالعمل اتحادیه اروپا نیز مورد توجه قرار گرفته و قید «تاثیر بااهمیت» برای اطلاعات نهانی بیانگر چنین تفکری است.

نحوه شناسایی دارندگان اطلاعات نهانی

به منظور تسهیل شناسایی دارندگان اطلاعات نهانی و تعیین تکالیف و مسئولیت های آنان در برابر مقام ناظر و ارتقای سطح شفافیت و اعتماد عمومی در بازار لازم است نحوه شناسایی دارندگان اطلاعات نهانی مشخص گردد تا امکان نظارت بر رفتار و معاملات آن ها توسط مقامات ناظر و نهادهای بازرسی فراهم آید. در این راستا در قوانین بورس کشورهای مختلف از جمله اتحادیه اروپا، مقررات و دستورالعمل های خاصی در خصوص اعلام و افشای اسامی دارندگان اطلاعات نهانی پیش بینی شده است. دستورالعمل اتحادیه اروپا مصوب ۲۰۱۴ نیز در راستای ایجاد ابزار مفیدی برای مقررات گذاران و تنظیم کنندگان بازار به منظور شناسایی دقیق تر سو استفاده های احتمالی بازار و کنترل جریان اطلاعات نهانی، در ماده ۱۸، برای دولت های عضو این تکلیف را مقرر می کند که ناشران اوراق بهادار یا اشخاصی که از طرف یا به حساب آن ها کار می کنند، باید لیستی از اشخاصی که طبق یک قرارداد استخدام، برای آن ها کار می کنند و به اطلاعات نهانی دسترسی دارند مانند مشاوران و حسابداران تهیه نمایند؛ لیست مزبور باید مرتباً به روز شده و هر زمان که مقامات صالح آن را مطالبه کنند، فوراً در اختیار آنان قرار بگیرد.

در نظام حقوقی ایران، مانند اتحادیه اروپا چنین نظام جامعی برای نظارت بر کار دارندگان اطلاعات محرمانه و شناسایی و مقابله با سوءاستفاده از اطلاعات نهانی یا معاملات متکی بر آن توسط آنان وجود ندارد. با این وجود، به منظور ارتقای سطح شفافیت بازار و تسهیل جریان اطلاعات و کنترل امکان بهره برداری یا سوءاستفاده از اطلاعات نهانی ناعادلانه به ضرر سایر فعالان بازار، هیئت مدیره سازمان بورس اوراق بهادار دستورالعملی اجرایی با عنوان «نحوه گزارشدهی دارندگان اطلاعات نهانی» در تاریخ ۱۳۸۶/۱۰/۱۱ به تصویب رسانید.

تمایز اطلاعات نهانی از مفاهیم مشابه

اطلاعات نهانی، همانگونه که مشاهده کردیم؛ از حساس ترین و مهم ترین موضوعات در بازار سرمایه کشورها به شمار می روند چرا که قیمت اوراق بهادار و تصمیم گیری اشخاص دارای اطلاعات نهانی و سرمایه گذاران به شدت به این اطلاعات وابسته است. هم چنین به منظور دسترسی برابر و منصفانه سرمایه گذاران و ذی نفعان بازار به اطلاعات برای ورود به معاملات سهام، اجتناب از ریسک های عمده و قابل توجه در معاملات، تقارن اطلاعاتی و کارایی بیشتر بازار، اطلاعات نهانی باید دقیقاً تعریف و ماهیت آن روشن شود و مرز آن با مفاهیم مشابهی مانند اطلاعات مهم، درونی، شایعات و احتمالات مشخص گردد. قانون گذار ایران، با توجه به ابهامات موجود در این زمینه و ضرورت تعریف دقیق اطلاعات نهانی در قانون جدید، در بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار مصوب ۱۳۸۴، اطلاعات نهانی را این گونه تعریف نموده است: «اطلاعات نهانی هرگونه اطلاعات افشا نشده ای برای عموم است که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه گذاران برای معامله اوراق بهادار اثر می گذارد».

ماده ۴۶ قانون بازار نیز که به بیان جرایم و ضمانت اجراهای مقرر برای جرایمی از جمله معاملات متکی بر اطلاعات نهانی می پردازد به نوعی نشان از حمایت قانون گذار از این اطلاعات و افزایش بعد نظارتی و تقنینی در قانون جدید دارد.

نتیجه گیری

با توجه به ماهیت خاص معاملات اوراق بهادار در بازار سرمایه و آسیب پذیری بیشتر بازارهای بورس در مقابل اطلاعات نادرست و گمراه کننده نسبت به سایر بازارها، اطلاعات در این بازارها نقشی بسیار مهم تر دارد. شفافیت اطلاعات در این بازارها اصلی ترین عامل اعتماد سرمایه گذاران به بازار و در نتیجه ارزش اوراق بهادار مورد معامله است. لذا ایجاد ساختار نظارتی جامعی جهت وضع قوانین و مقررات کارآمد به منظور تضمین حمایت از سرمایه گذاران و در نظر گرفتن الزامات

بیشتر و اعمال ضمانت اجراهای سنگین تری برای نقض تکالیف مرتبط با افشای اجباری اطلاعات توسط ناشران اوراق بهادار نسبت به موارد ذکر شده در قانون فعلی بازار اوراق بهادار ایران ضروری به نظر می رسد. علاوه بر این، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر بازار می تواند استانداردهای قانونی مشخصی را در زمینه افشای صحیح و کامل اطلاعات و حذف رویه های متضمن سوءاستفاده از اطلاعات نهانی و معاملات متکی بر آن وضع و اعمال نماید.

تعریف قانون گذار از اطلاعات نهانی در بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، در مقایسه با تعریف دستورالعمل سوءاستفاده از بازار اتحادیه اروپا مبهم و مجمل به نظر می رسد و بهتر است به این شکل اصلاح گردد: « اطلاعات نهانی، اطلاعاتی با ماهیت دقیق است که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می شود و در صورت انتشار، تاثیر مهمی بر قیمت اوراق بهادار مربوطه می گذارد».

منابع

- آیین نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴.
- سلطانی، محمد، حقوق بازار سرمایه، تهران، انتشارات سمت، چاپ سوم، تابستان ۱۳۹۶
- جنیدی لعیا، نوروزی محمد، شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار، مجله مطالعات حقوق خصوصی، سال سی و نهم، شماره ۲، تابستان ۱۳۸۸
- جنیدی لعیا، نوروزی محمد، شناخت دارندگان اطلاعات نهانی شرکت های سهامی عام، مجله مطالعات حقوق خصوصی، شماره ۱۰۱، دوره ۴۰، بهار ۱۳۸۹
- حسینی، سیدعلی، اطلاعات چراغ راهنمای بازار سرمایه، مجله بورس، شهریور ۱۳۸۸، شماره ۸۵، ص ۱۸-۲۱
- قاسمی حامد، عباس، نوروزی، محمد، استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار، مجله تحقیقات حقوقی، شماره ۵۳، ۱۳۹۰،
- نصیری، مرتضی، عیسایی تفرشی محمد، قربانی لاجوانی مجید، معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، دو فصلنامه حقوق و سیاست، شماره ۲۴، دوره ۱۰، بهار و تابستان ۱۳۸۷