



بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران

جعفر جمالی*

سمیه سادات آقا میری**

فرهاد عابدینی سعدآباد***

الهام سلیمان دهکردی****

چکیده

اطلاعات نهانی به هرگونه اطلاعات افشا نشده‌ای برای عموم اطلاق می‌شود که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد. از این‌رو شرکت‌ها به موجب دستورالعمل سازمان بورس موظفند اطلاعات مالی را از طریق سیستم کدال افشا نمایند. این اطلاعات از ارزشمندترین دارایی‌های بازار سرمایه محسوب می‌شوند؛ به نحوی که هر قدر سرمایه‌گذاران از اطلاعات مؤثر بر رقابت بیشتر آگاه باشند، در سرمایه‌گذاری موفق‌تر خواهند بود. با وجود این تعریف هنوز قلمروی این اطلاعات و تفاوت آن با اطلاعات مهم، اطلاعات درونی، شایعات و احتمالات مشخص نیست. وجه افتراق اطلاعات نهانی با مهم در افشا نشدن اطلاعات نهانی است و در خصوص تمایز با اطلاعات درونی می‌توان به دامنه‌ی اطلاعاتی اشاره نمود که اخبار مؤثر بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران دربر می‌گیرد. از آن جایی که اثر شایعات بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران امری محتمل و منشأ اطلاعات نهانی علم است، این اطلاعات نهانی با شایعات و احتمالات نیز دو مقوله‌ی جدا محسوب می‌شوند.

کلید واژه‌ها

اثر سری اطلاعات نهانی، دامنه‌ی اطلاعات نهانی، اطلاعات درونی، اطلاعات مالی و غیرمالی، اطلاعات مهم، شایعه، احتمالات.

*. عضو هیئت علمی گروه دکتری حقوق خصوصی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد الکترونیک.

Jafar.jamali@gmail.com

** . دانشجوی کارشناسی ارشد حقوق کیفری و جرم‌شناسی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران، ایران.

Aghamiris@yahoo.com

*** . کارشناسی ارشد حقوق بین‌الملل دانشگاه علامه طباطبایی.

f.abedini.ts@gmail.com

**** . دانشجوی دکتری حقوق کیفری و جرم‌شناسی دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران. (نویسنده مسؤول)

Soleiman.elham@gmail.com

مقدمه

اطلاعات نهانی از حساس‌ترین، و بلکه مهم‌ترین موضوعات بازار سرمایه است؛ چرا که اطلاعات مذکور به شدت بر تصمیم‌گیری‌ها در بازار سرمایه مؤثر هستند و به عنوان مبنای اصلی تصمیم‌گیری اشخاص دارای اطلاعات نهانی و کنترل ریسک در این بازار قرار می‌گیرند. به لحاظ همین اهمیت است که قواعد و مقررات بورسی کشورهای مختلف، شرکت‌هایی را که سهام خود را در بورس خرید و فروش می‌کنند و تحت نظر سازمان بورس هستند، مکلف نموده تا اینگونه اطلاعات را که بر قیمت‌ها یا تصمیم سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارند، در اختیار عموم قرار دهند. به این ترتیب بازار سرمایه تنها در صورتی منصفانه و شفاف خواهد بود که عموم سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان بازار در شرایط یکسان بتوانند به اتکای اطلاعات مذکور در مورد معامله‌ی سهام خود یا حفظ دارایی‌های خویش تصمیم‌گیری کنند و از پذیرا شدن ریسک عمده و قابل توجه در معاملات خود اجتناب ورزند. به دلیل چنین ضرورتی، قانون‌گذار بازار سرمایه‌ی ایران نیز در سال ۱۳۸۴ در بند ۳۲ ماده ۱ در تعریف این اطلاعات مقرر نمود که: «اطلاعات نهانی هرگونه اطلاعات افشا نشده‌ای برای عموم است که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود که در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله‌ی اوراق بهادار اثر می‌گذارد»؛ با نگاه فنی به این تعریف، به نظر می‌رسد هرچند گام‌های قانون‌گذار و مقام ناظر بازار سرمایه‌ی ایران در تعریف این اطلاعات مورد استقبال است و در بندهای ۱ و ۲ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار به حمایت از این اطلاعات پرداخته است اما هنوز ماهیت این اطلاعات کماکان مبهم است و مرز بین آن‌ها با اطلاعاتی همانند اطلاعات مهم و اطلاعات درونی، شایعات و احتمالات مشخص نیست.

بخش اول - تبیین اطلاعات نهانی

تبیین اطلاعات نهانی در گام نخست نیازمند دقت نظر در معنای لغوی و کاربردی این واژه در فرهنگ‌های معتبر و عرف رایج است. در گام‌های بعدی اصول علمی حاکم بر بازارهای مالی، سپس قوانین، مقررات و قواعد حاکم بر آن می‌یابد. در تدقیق و تبیین موضوع مورد استفاده قرار گیرد.

الف: مفهوم اطلاعات نهانی

واژه‌ی اطلاعات بعد از اختراع چاپ در قرن پانزدهم متداول شده‌است. این واژه معانی بسیاری دارد؛ از جمله آن چیزی که به‌طور رسمی یا غیررسمی قابل تبادل بوده و شک و تردید را کاهش می‌دهد و در گستره‌ی میان داده خام و دانش قرار دارد. اصل این کلمه از ریشه formation یا forma به معنی شکل دادن چیزی یا ساختن الگویی گرفته شده‌است. اطلاعات یا همان information در لغت به معنای «آگاهی و دانسته‌ها، خبر، علم، اتهام، معرفی و خبرچینی، معلومات، اخبار، واقف گردیدن، دیده‌ور شدن،

آگاه شدن و خبر یافتن» آمده است. از لحاظ اصطلاحی به منزله‌ی همان داده‌های پردازش شده‌است (سلیمان دهکردی، ۱۳۹۱، ص ۱۵). اطلاعات از منظر اصطلاحی به‌نوعی از آگاهی‌هایی که از عناصر و رویدادهای جهان هستی به‌دست می‌آیند، اطلاق می‌شود. در فرهنگ مشهور انگلیش مورخ ۱۷۵۵، سه معنا برای واژه اطلاعات ذکر شده‌است: «بینش و آگاهی که به کسی داده می‌شود؛ عهده‌دار شدن مسؤولیت یا تفهیم اتهام؛ مطلع کردن» که معنی سوم از قدیم‌الایام تاکنون ثابت بوده‌است. در پاره‌ای از واژه‌نامه‌ها نیز تأکید شده است که: «مراد از اطلاعات همه‌ی اندیشه‌ها، داده‌های واقعی و آثار تخیلی است که به‌طور رسمی یا غیررسمی یا به هر شکل، ثبت و ضبط، منتشر یا پخش می‌شوند. اطلاعات را گاه چیزی دارای موجودیت، چه در قالب کتاب و رسانه یا هر فرایندی که هر فرد به طریقی بتواند خود را آگاه سازد دانسته‌اند» (واژه‌نامه‌ی کتابداری و اطلاع‌رسانی انجمن کتابداری آمریکا). با وجود آن که به‌طور معمول دو واژه‌ی داده و اطلاعات به جای یکدیگر به کار می‌روند. همه‌ی مفروضات، معلومات، داشته‌ها، دانسته‌ها، سوابق و اطلاعات داده‌نامیده شده‌اند و مقصود از داده در واقع به اعداد، حروف و علائم است که برای درک و فهم مشترک از انسان یا رایانه سرچشمه می‌گیرد. اصطلاح داده یک واژه‌ی نسبی است؛ جایی که موجب درک و فهم لازم و کامل در این مرحله شده است، از آن به‌عنوان آگاهی یا اطلاعات نام می‌برند و چنانچه موجب درک و فهم کامل نگردد، داده به‌شمار می‌آیند. اطلاعات درواقع ترکیبی از داده‌ها است که فرمت قابل فهم تبدیل شده‌اند. اطلاعات یک محصول است که باید پردازش شود تا سودمند شده و اجازه‌ی انتقال و تبادل پیدا کند تا هدف نهایی از آن (آگاهی) حاصل گردد. پس می‌توان گفت که واژه‌ی اطلاعات دلالت بر محتوا دارد، یعنی به نوعی نشانگر آگاهی است و به شیوه‌های گوناگون (مانند دیدن، شنیدن، بویدن، لمس کردن و حتی فکر کردن) به‌دست می‌آید. در برخی منابع اطلاعات را به دو دسته تقسیم کرده‌اند: «اطلاعات خام و اطلاعات پردازش‌یافته». باید توجه داشت که داده‌های پردازش‌شده هنگامی ارزشمند هستند که با پیش‌زمینه‌ی ذهنی به‌کار بسته شوند، یعنی چیدمان و سازماندهی منطقی داده‌هاست که اطلاعات را به‌وجود می‌آورد (بشیری و پورحجیم، ۱۳۹۰، ص ۲۱). فرایند این سازماندهی شامل تنظیم، دسته‌بندی یا فهرست‌گذاری و ایجاد ارتباط بین داده (جهت جایگزینی آن در قالب مناسب) به‌منظور جست‌وجو و آنالیز بعدی است. امروزه در همه‌ی فعالیت‌های بشری اطلاعات به‌مثابه‌ی کالا یا پدیده اهمیت زیادی دارد. توسعه‌ی همه‌ی فناوری‌ها حول مرکز اطلاعات (مثل نوشتن، چاپ و ...) است. اطلاعات خلق می‌شوند و در میان جوامع انسانی شروع به نشر می‌کنند، همان‌گونه که انرژی می‌تواند به‌صورت گوناگون ظهور و بروز یابد، اطلاعات نیز می‌تواند به شیوه‌های گوناگون ظهور یابد. آنچه که برای مخاطب مهم تلقی می‌شود، اطلاعات است زیرا دریافت‌کننده می‌تواند از آن نتایج بیشتری به‌دست آورد. امروزه تردیدی وجود ندارد که اطلاع‌رسانی از ضرورت‌های اساسی ملت‌ها است و آنان از طریق ابزارهایی چون اینترنت، تلویزیون و لوح‌های فشرده به کاربران اطلاع‌رسانی می‌کنند.

واژه‌ی اطلاعات نهانی معادل Inside Information در زبان انگلیسی قرار داده شده است. در فرهنگ انگلیش و آکسفورد واژه‌ی inside درونی معنی شده و واژه‌ی information اطلاعات، تعبیر شده است و اصطلاحی به نام inside information وجود ندارد. در فرهنگ حقوقی بهمن و Black، information به معنای خبر، اطلاع و اطلاعات آمده و inside به معنی درونی ذکر شده است؛ اما برای بیان اطلاعات نهانی اصطلاح insider information ذکر شده است. در حالی که insider در دو فرهنگ مذکور به معنی عامل یا فرد داخلی یا دارنده معنی شده و تعبیر نهانی کردن از این واژه، دور از ذهن است. معنی Insider information این طور ذکر شده: «اطلاعاتی که اساساً مالی هستند.» این معنا با لفظ به کار برده شده همسازی و تطابق ندارد زیرا برای بیان اطلاعات اساساً مالی از اصطلاح Financial information استفاده می‌شود. در آکسفورد مالی و بانکی، insider information به «یک سری اطلاعات حساس و با ارزشی اطلاق شده که به وسیله‌ی کارمندان شرکت یا مشاوران یک شرکت نگه داشته می‌شوند.» در فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه‌گذاری عبارت insider information به اطلاعات نهانی تعبیر شده است. در آکسفورد بورس بین اطلاعات درونی و اطلاعات نهانی تفاوت وجود دارد و برای هر یک تعریف مجزا ذکر شده است. از لحاظ اصطلاحی واژه‌ی اطلاع به معنی واقف شدن و نهان به معنی پنهان شدن، غیر آشکار بودن، مستور به کار می‌رود که ترکیب این دو واژه اصطلاح اطلاعات نهانی را پدید می‌آورد که به معنی اطلاعات افشاء نشده یا آشکار نشده یا مستور است.

ب: ماهیت و قلمروی اطلاعات محرمانه

اطلاعات به لحاظ سنجهی محرمانگی به دو دسته‌ی «اطلاعات نهانی و اطلاعات سری» تقسیم می‌شوند. آنچه در ادامه خواهد آمد تحلیلی بر ماهیت این دو قسم و شمول اطلاعات نهانی در گسترهی اطلاعات سری است.

(۱) اطلاعات نهانی

همان گونه که پیشتر اشاره کردیم اطلاعات نهانی ظرفیت تأثیرگذاری بسزایی بر تصمیمات و وضعیت بازار دارد. بر همین اساس، مبنای تحلیل و تقسیم‌بندی نظریه‌پردازان قرار گرفته است. برای درک اطلاعات نهانی و قلمروی آن نخست باید بر جنبه‌ها و مدل‌های تئوریک و سپس رویکرد قانون‌گذار ایران اشاره کنیم.

۱-۱- اطلاعات نهانی در مدل‌های نظری

مدل‌های تئوریک در حوزه‌ی زیر ساخت بازار به دو بخش طبقه‌بندی می‌شوند: «مدل‌های مبتنی بر موجودی و مدل‌های مبتنی بر اطلاعات» (عیوض‌لو و راعی و محمدی، ۱۳۹۱، ص ۶ و ۷). مدل‌های موجودی به فرایند معامله به مثابه‌ی مسأله‌ی تطبیق می‌نگرند که بایستی بازارساز از قیمت‌ها برای ایجاد تعادل بین عرضه و تقاضا استفاده کند. عامل اصلی در این رویکرد، وضعیت موجودی بازارساز است. مدل‌های مبتنی بر اطلاعات، به فرایند معامله، به مثابه‌ی یک بازی با معامله‌گرانی با اطلاعات نامتقارن می‌نگرند. مدل‌های مبتنی بر اطلاعات، بر پایه‌ی دیدگاه‌های باقیهوت^۱ بنا شده است. او نظریه‌ای را مطرح کرد که بر پایه‌ی آن نظریه، قیمت‌ها بدون اتکا به هزینه‌ی معاملات و با در نظر گرفتن نقش اطلاعات تشریح می‌شوند. به اعتقاد وی، معامله‌هزینه‌ای را دربردارد که ناشی از این موضوع است که برخی از سرمایه‌گذاران اطلاعات بهتری نسبت به سایر سرمایه‌گذاران در اختیار دارند. بازارسازان می‌دانند برخی از معامله‌گران اطلاعات بهتری نسبت به آن‌ها دارند. این معامله‌گران زمانی که مطلع می‌شوند قیمت‌ها پایین است، اقدام به خرید می‌کنند و زمانی که اعتقاد به بالا بودن قیمت دارند، می‌فروشند. معامله‌گران مطلع از این حق برخوردارند که معامله نکنند؛ در مقابل بازار سازها بایستی تحت هر شرایطی معامله کنند؛ نتیجه این که بازارسازان در معامله با معامله‌گران مطلع زیان خواهند کرد. برای جلوگیری از ورشکستگی، بازارسازان بایستی زیان یاد شده را از طریق سود حاصله از معامله با معامله‌گران نامطلع، جبران کنند. این سود از طریق شکاف بین مظنه‌ی خرید و فروش حاصل می‌شود. کوپلند^۲ نشان داد بازارسازی که قادر به تمایز بین سرمایه‌گذاران مطلع و نامطلع است، همواره دامنه‌ی مظنه‌ی مثبتی را به منظور جبران زیان مورد انتظار معامله با سرمایه‌گذاران مطلع در نظر می‌گیرد (کریمی، ۱۳۹۱، ص ۲۵). او معتقد است اطلاعات مهم‌ترین دارایی در بازار سرمایه است چرا که مبنای اصلی تصمیم‌گیری در بورس و کنترل ریسک در این بازار است. اکثر قواعد و مقررات بورسی در کشورهای مختلف به تاسی از این دیدگاه، شرکت‌هایی که سهام‌شان را در بورس خرید و فروش می‌کنند، مکلف کرده‌اند تا اطلاعات مالی و عملکرد خود را به صورت مستمر و یکسان در اختیار همه‌ی سرمایه‌گذاران قرار دهند تا سرمایه‌گذاران بر اساس این اطلاعات بتوانند در مورد معامله‌ی سهام خود و یا حفظ سهام خود تصمیم‌گیری کنند و از پذیرا شدن ریسک عمده و قابل توجه در معاملات خود اجتناب کنند.

۱-۲- اطلاعات نهانی در بازار سرمایه‌ی ایران

با لحاظ دیدگاه‌های اقتصادی که پیشتر اشاره شد، به نظر می‌رسد ایران نیز در تبعیت از این دیدگاه‌ها در حوزه‌ی بازار، از مدل تئوریک مبتنی بر اطلاعات پیروی کرد. اگر بخواهیم سیر تاریخی این تبعیت را

نشان دهیم باید بگوییم که برای نخستین بار آیین نامه‌ی اجرایی و انتشار اخبار معاملات براساس اطلاعات نهانی در سال ۱۳۷۳، معامله‌ی اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات محرمانه‌ی شرکت را مورد توجه و شناسایی قرار داد (نوبخت، ۱۳۸۵، ص ۱۸). در آیین‌نامه‌ی مذکور بدون این که از اطلاعات محرمانه تعریفی ارائه شود، اطلاعات مزبور صرفاً با قید «اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام» معرفی شده بود و به لحاظ اطلاق این عبارت، هر گونه تأثیر ولو اندک مشمول این مقرره بود. پس از آن در بخشنامه‌ی افشای فوری اطلاعات مصوب ۱۳۸۰، سازمان بورس اوراق بهادار از «اطلاعات مهم» تعریفی ارائه گردید که تا حد زیادی به مفهوم «اطلاعات محرمانه» نزدیک بود. مطابق بند ۱ بخشنامه‌ی مربوط، «اطلاعات مهم به هر گونه اطلاعات مرتبط با فعالیت شرکت (تولیدی، تجاری و خدماتی و ...) که منجر و یا به صورت قابل توجهی انتظار می‌رود که باعث تغییر قابل ملاحظه در قیمت سهام یا ارزش هر یک از اوراق بهادار صادره توسط شرکت پذیرفته شده در بورس شود اطلاق می‌گردد». در این تعریف نیز بر اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام تکیه شده است؛ النهایه بر خلاف آیین نامه‌ی اجرایی انتشار اخبار معاملات براساس اطلاعات درونی مصوب ۱۳۷۳ در این ماده «هر گونه اطلاعات مؤثر بر قیمت» مورد توجه قرار نگرفته بود بلکه «اطلاعاتی که تأثیر قابل ملاحظه در قیمت اوراق بهادار داشت» مورد توجه قرار گرفته بود. نهایت با تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در سال ۱۳۸۴ برای نخستین بار تعریفی از اطلاعات نهانی در قالب یک ماده‌ی قانونی ارائه شد. مطابق این تعریف که در بند ۳۲ ماده ۱ این قانون آمده: «اطلاعات نهانی هر گونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به‌طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله‌ی اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد». با دقت نظر در این سیر مشاهده می‌شود که قانون‌گذار بر اطلاعات نهانی تأکید ویژه‌ای دارد.

۳-۱- ماهیت اطلاعات نهانی

با توجه به اوصاف مذکور در بحث اطلاعات نهانی به نظر می‌رسد دلیل کاربست اصطلاح مذکور در معنی اطلاعات نهانی را بتوان بر مبنای یکی از دو تفسیر ذیل توجیه نمود:

تفسیر نخست این است که چون مرز بین اطلاعات نهانی با اطلاعات درونی و اطلاعات مهم مبرهن نیست و مصادیق آن احصا نشده، قانون‌گذار خواسته با کاربست اصطلاح اطلاعات نهانی در بند ۳۲ ماده‌ی ۱ قانون بازار این نکته را یادآور شود که اطلاعات افشاء نشده از سوی دارنده، اطلاعات نهانی است و واژه‌ی افشاء نشده به دارنده باز می‌گردد و نه اطلاعات. در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشاء اطلاعات مهم تعریف شده است و مصادیق در ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل مذکور آمده است. اما در اطلاعات نهانی قانون‌گذار به ذکر تعریف بسنده کرده و مصادیق آن و دامنه‌ی شمول آن را بیان نکرده است. لذا با مربوط ساختن قید «افشاء نشده» در صدر بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار «هرگونه اطلاعات افشاء نشده»

به مکلفین به افشاء می‌توانیم مرز این اطلاعات با اطلاعات مهم را مشخص کنیم. اطلاعاتی که دارنده‌ی آن موظف به افشاء کردن آن به سازمان و سازمان موظف به افشای آن به عموم است، نهانی تلقی می‌شود. در بند ۳۲ ماده ۱ قانون فوق آمده «اطلاعات نهانی هر گونه 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 سرمایه‌گذاران برای معامله‌ی اوراق بهادار مربوط اثر می‌گذارد». در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشاء مقرر شده: «اطلاعات مهم اطلاعاتی درباره‌ی رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد». وجه ممیزه‌ی اصلی در این دو تعریف افشاء نشدن اطلاعات نهانی است. در بند ۴ ماده ۴۵ قانون نیز به وضوح آشکار است که قانون‌گذار، ناشر را موظف به افشاء اطلاعاتی که «اثر با اهمیت بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران دارد، می‌کند». عبارت «اثر با اهمیت بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران» عیناً در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشاء تکرار شده و ترجمان اطلاعات مهم است. بنابراین آن دسته از اطلاعات مهم که افشاء نشده باشد و مربوط به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن باشد و بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران مؤثر باشد، نهانی محسوب می‌شود. این تفسیر با تئوری کارگزاری به افشاء نیز همسو و سازگار است. مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان شرکت (سهامداران) به اطلاعاتی دسترسی دارند که صاحبان اصلی اطلاعات نسبت به آن بی‌اطلاع و از آن محروم هستند. معاملات مدیران و سایر دارندگان اطلاعات با استفاده از اطلاعات منتشر نشده به زیان صاحبان سهم خواهد بود زیرا این اطلاعات در زمره‌ی دارایی‌های تمامی سهامداران فعلی و آتی است؛ در حالی که استفاده کنندگان این اطلاعات این افراد نیستند و نگه دارندگان که به نوعی امانت‌دار این اطلاعات هستند به سود خود به‌طور انحصاری از این اطلاعات استفاده می‌کنند. اطلاعات مالی صادر شده توسط شرکت‌ها مهم‌ترین ملاک برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید یا نگهداری سهام است. این چالش از آن جا آغاز می‌شود که مدیران خود در بازار اوراق بهادار دوشادوش سایر سهام‌داران حاضر شده و قصد افزایش ثروت خود را دارند.

تفسیر دوم این است که اصطلاح *insider information* یک اصطلاح ساختگی است که در بسیاری از فرهنگ لغت‌های اقتصادی و حسابداری نیز چنین تعبیری به چشم نمی‌خورد و به نوعی مسامحه‌ی در تعبیر است. دلیل این مسامحه این است که چون در اکثر قوانین بین اطلاعات درونی شرکت و اطلاعات نهانی شرکت تمیزی قائل نشده‌اند و حتی اطلاعات درونی شرکت را تعریف نکرده‌اند، مسامحتاً اطلاعات درونی را همان اطلاعات نهانی در نظر گرفته‌اند و این واژه را به کار برده‌اند (احمد پور، ۱۳۸۵، ص ۳۰). به نظر می‌رسد این تفسیر چندان به واقع نزدیک نیست زیرا اگر واژه‌ی *insider information* برای تعریف اطلاعات نهانی استفاده می‌شد، این تفسیر تاحدودی به واقع نزدیک بود ولی *insider* به معنی نگاه‌دارنده یا دارنده است و تاب تفسیر به اطلاعات درونی را ندارد.

۲) اطلاعات سری

نقش اطلاعات در دگرگونی زندگی انسان همواره اهمیت ویژه‌ای داشته^۱ اما در جامعه‌ی کنونی این جایگاه شگرف است. هر چه دسترسی افراد به اطلاعات وسیع‌تر باشد، سطح آگاهی به مراتب افزایش و جامعه پویایی افزون‌تری خواهد یافت. در قانون آزادی اطلاعات دستیابی به هر نوع اطلاعات به‌عنوان یک اصل به رسمیت شناخته شده که ثمره‌ی این اصل محقق شدن شفافیت در فعالیت‌های سیاسی، اجتماعی و اقتصادی است. با وجود این اصل نباید پنداشت که دسترسی و افشاء اطلاعات بدون چارچوب و بی‌حد و مرز است. گاه مصالحی اقتضاء می‌کند تا موضوعاتی محرمانه نگاه داشته شوند که از آن‌ها به اسرار تعبیر می‌شود و در حقیقت باید آن‌ها را از زمره استثنائات وارد بر اصل آزادی اطلاعات انگاشت. مفهوم «سر» در لغت عبارت است از «پنهان، سر، رمز، آنچه در دل نهفته باشد، چیزی که باید پنهان باشد یا به اشخاص مخصوص گفت». دکتر جعفر لنگرودی سر را چنین تعریف می‌کنند: «سر عبارت است از امری که نوعاً صاحب سر، میل به اخفای آن داشته باشد». اما در تعریف جامع‌تری می‌توان گفت سر عبارت است از «هر چیز پنهانی که مخفی بودن آن برای دارنده یا دارندگان امتیاز محسوب می‌شود و آگاهی یافتن دیگران نسبت به آن سبب تضرر مادی یا معنوی می‌شود» (رهبری، ۱۳۸۸، ص ۱۰). اسرار به لحاظ ماهیتی و اوصاف به چند دسته تقسیم می‌شوند که عبارتند از: «اسرار عمومی یا دولتی، شخصی یا خصوصی، حرفه‌ای و تجاری». گروهی قسم آخر را جز اسرار حرفه‌ای می‌دانند که این نظر با واقع سازگار است. اسرار حرفه‌ای و تجاری به لحاظ اقتصادی دارای اهمیت ویژه‌ای برای دارندگان هستند. مراد از اسرار حرفه‌ای، امری است که انسان از رهگذر شغل و حرفه‌ی خود و براساس موقعیتی که دارد به آن‌ها پی می‌برد یا محرم اسرار مردم به سبب حرفه‌اش واقع می‌شود. در ماده‌ی ۱ قانون مجازات انتشار و افشای اسناد محرمانه و سری دولتی این‌طور آمده: «اسناد محرمانه، اسنادی است که افشای آن‌ها مغایر با مصالح خاص اداری است». با تدقیق در این تعریف به نظر می‌رسد محرمانگی وصف اصلی اطلاعات سری است که در مقرره‌های ۲ و ۳ قانون مجازات انتشار و افشای اسناد محرمانه و سری دولتی نیز بر آن تأکید شده و برای آن ضمانت اجرای کیفری مقرر گردیده است. در مواردی که مصلحت اقوی وجود دارد مثل حفظ سلامت نظام اداری، ایجاد ثبات و توازن اقتصادی، تأمین سلامت عمومی و ...، قانون‌گذار فرد صاحب اسرار یا دارندگان اطلاعات محرمانه را مکلف به افشاء و انتشار اطلاعات نموده است به عنوان نمونه مقرره‌های ۱۳، ۱۴، ۱۹، قانون جلوگیری از بیماری‌های آمیزشی که استثنائی وارد بر مقرره‌ی ۶۴۸ قانون مجازات اسلامی است یا مقرره‌ی ۲۶ قانون ثبت احوال درباره‌ی الزام به اعلام فوت اشخاص توسط مأموران انتظامی یا مقرره‌ی ۱۹ همین قانون درباره تکلیف به اعلام ولادت توسط ماماها به ثبت احوال، ماده ۲۳۲ قانون مالیات‌های مستقیم، ماده ۷۱۱ قانون مجازات اسلامی و ... که دارندگان

۱. نظریات پیشرفته‌ی کنونی، تأکید دارند که آگاهی توانایی می‌آورد و شاعر متفکر ایرانی قرن‌ها پیش همین نظر را با عنوان "توانا بود هر که دانا بود" بیان کرده است.

اسرار در این موارد به خاطر مصالح مذکور مکلف به افشاء این اسرار گردیده‌اند. اسرار تجاری یک شق از اسرار محرمانه‌اند که چارچوب تجاری دارند. منظور از تجاری، هر فعالیتی است که به لحاظ اقتصادی سودمند و از نظر قانون مشروع باشد. این مفهوم مطابق با ماده ۲ قانون تجارت است. در حقوق ایران مفهوم اسرار تجاری کم‌تر شناخته شده است. با این حال رگه‌هایی از این اسرار در لابه‌لای قوانین دیده می‌شود. از جمله این قوانین می‌توان به اساسنامه‌ی شرکت ملی نفت ایران مصوب ۱۳۳۱/۹/۵، ماده‌ی ۱۵ موافقت‌نامه‌ی کمک و همکاری دو جانبه در مسائل گمرکی میان دولت ایران و اتریش مصوب ۱۳۸۳/۹/۲۲، بند (ت) ماده‌ی ۱ موافقت‌نامه‌ی تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاران میان ایران و آلمان، بند ۲ ماده‌ی ۶ موافقت‌نامه‌ی همکاری در زمینه‌ی استفاده‌ی صلح جویانه از انرژی هسته‌ای بین دولت ایران و روسیه، ماده‌ی ۱۵ قانون اصلاح قوانین و مقررات مؤسسه‌ی استاندارد و تحقیقات صنعتی ایران مصوب ۱۳۷۲/۷/۱۴ و بند ۳۲ ماده‌ی ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱/۹/۱۳۸۴ می‌توان اشاره کرد. در بند ۳۲ ماده‌ی ۱ این قانون به مفهوم اطلاعات نهانی که مفهومی نزدیک به اسرار تجاری دارد، پرداخته شده است. در این بند در تعریف اطلاعات نهانی آمده: «هر گونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله‌ی اوراق بهادار مزبور اثر می‌گذارد». علی‌رغم وجود قوانین مذکور و تعریف ضمنی در مقرره‌ی فوق تنها ماده‌ی ۶۵ قانون تجارت الکترونیک مصوب ۱۳۸۲ تعریف صریحی از اسرار تجاری ارائه داده است: «اسرار تجاری الکترونیکی داده پیامی است که شامل اطلاعات، الگوها، برنامه‌ها، ابزار و تکنیک‌ها و فرایندها، تألیفات منتشر شده، روش‌های انجام تجارت، داد و ستد، فنون، نقشه‌ها، فراگردها و اطلاعات مالی، فهرست مشتریان، طرح‌های تجاری و امثال این‌ها است که به‌طور مستقل دارای ارزش اقتصادی بوده و در دسترس عموم قرار ندارد و تلاش‌های معقولانه برای حفظ و حراست از آن‌ها انجام شده است». با توجه به تعریف ذکر شده از اطلاعات نهانی در قانون بورس و اسرار تجاری در قانون تجارت الکترونیک به‌نظر می‌رسد این دو تعریف دارای اشتراکاتی هستند. از جمله‌ی این اشتراکات می‌توان به اطلاعات بودن و ارزشمند بودن و از وجوه افتراق نیز می‌توان به قابل دسترس نبودن و حفظ محرمانگی اشاره کرد. اطلاعات نهانی و اسرار تجاری هر دو کالای سرمایه‌ای ارزشمندی هستند که نقش مهمی در سود دهی شرکت‌ها ایفا یا سبب کاهش هزینه‌های تولید می‌شوند که این امر نشان دهنده‌ی ارزش اقتصادی این اطلاعات است. لازم نیست ارزشی که این اطلاعات ایجاد می‌کنند، عمده باشد ولی نباید این ارزش جزئی باشد. این اطلاعات به‌طور معمول برای دارنده مزایای رقابتی فراهم می‌کنند که دیگران به‌دلیل عدم وقوف به این اطلاعات از این مزایا بی‌نصیب‌اند و این امر خود به عنوان عامل بازدارنده برای اشخاصی است که قصد دارند در عرصه‌ی تجارت و بازار سرمایه فعالیت کنند. این اطلاعات ورود سایر اشخاص به بازار را در تقابل با افرادی که دارای این اسرار هستند، با تردیدهای جدی مواجه می‌سازد.

ارزشی که این اطلاعات دارا هستند ممکن است بالفعل یا بالقوه باشد. وجه ممیزه‌ی اسرار تجاری از اطلاعات نهانی در محرمانگی است. ارزش اسرار تجاری به محرمانه بودن آن بستگی دارد به نحوی که اگر فاش شود و در دسترس عموم قرار گیرد ارزش خود را از دست می‌دهد. راز تجاری ممکن است امروز باشد و فردا نباشد در حالی که در اطلاعات نهانی هر چند اطلاعات برای تولید کنندگان، مالکان و اصحاب شرکت یعنی دارندگان به معنی اعم راز تجاری هستند اما قانون‌گذار بازار در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه‌ی بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار دارندگان را موظف به افشاء اطلاعات نموده است؛ زیرا به محض علنی شدن اطلاعات، توازن اطلاعاتی ایجاد می‌شود و موضع رقابتی دارند در مقابل سایرین از بین می‌رود. صرف افشای اطلاعات باعث نمی‌شود که راز تجاری خصیصه‌ی خود را از دست بدهد بلکه باید اطلاعات به نحوی منتشر شده که علنی شده و به سادگی قابل دستیابی باشد. اگر افشای اسرار تجاری در گستره‌ی محدودی صورت گیرد اطلاعات ماهیت راز گونه‌ی خود را از دست نخواهند داد. اطلاعات نهانی خود دسته‌ای از اسرار تجاری‌اند که بر روی قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران اثر ویژه‌ای دارند که اگر تنها عده‌ی معدودی به طور انحصاری به آن‌ها دسترسی داشته باشند، حق سایر سرمایه‌گذاران تضییع می‌شود؛ لذا باید با آگاهی عمومی، از این پایمال شدن جلوگیری نمود. اسرار تجاری شامل هفت دسته اطلاعات علمی و فنی، کسب و کار، مالی، سازمانی، فراگردها، ایده‌ها و اطلاعات هستند که بخش عمده‌ای از اطلاعات نهانی در بخش اطلاعات مالی اسرار تجاری قرار می‌گیرند و بر افشاء آن‌ها جهت تحقق غرض ماده‌ی ۲ قانون بازار اوراق بهادار تأکید می‌گردد.

بخش دوم - بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن از سایر اطلاعات

۱) بازشناسی اطلاعات نهانی

تاکنون به تعریف اطلاعات نهانی و ماهیت و قلمروی آن پرداخته شد. اما هنوز تمایز این نوع از اطلاعات با سایر اطلاعات (اطلاعات درونی، اطلاعات مهم، شایعه و احتمالات) مشخص نشده است. در ادامه به تبیین و بازشناسی این تفاوت‌ها اشاره می‌گردد.

الف- اطلاعات درونی و مهم

در فرهنگ انگلیش برای واژه‌ی اطلاعات نهانی از insider information استفاده شده است و کلید واژه‌ی خاصی برای اطلاعات درونی وجود ندارد. inside معنی درونی را می‌دهد و ترکیب این واژه با information اصطلاح insider information در معنی اطلاعات درونی را پدید می‌آورد که یک اصطلاح جعلی و ساختگی است. هر چند این مسامحه در تعبیر وجود دارد با این حال در مورد اطلاعات درونی شرکت، دو دسته برداشت وجود دارد.

گروه اول معتقدند که در بازار اوراق بهادار، حکایت اطلاعات حکایتی دیگر است. در این بازار که محلی برای معاملات اوراق بهادار است همانند هر بازار دیگر مردم هنگامی فعالیت خواهند کرد که به این باور رسیده باشند که قیمت‌های موجود بیانگر ارزش واقعی اوراق بهادار است (جنیدی و نوروزی، ۱۳۸۸، ص ۱۲۸ و ۱۲۹). این گروه معتقدند مهم‌ترین عنصر در تعیین قیمت در این بازار، اطلاعات است. اصولاً اطلاعاتی که برای ارزیابی قیمت به کار می‌روند، دو دسته‌اند: ۱) اخبار مربوط به اوضاع کلی اقتصاد اعم از داخلی و یا بین‌المللی، یعنی بخشی از اطلاعات بازار که شرکت نیز در آن حوزه فعالیت می‌کند؛ ۲) اخبار داخلی شرکت و نحوه‌ی گذراندن امور تجاری. در اطلاعات گروه اول، اطلاعات از رسانه‌های عمومی، نشریه‌های مالی و ... منتشر می‌شوند و فرض بر این است که همه از آن‌ها مطلع هستند. اما دسته‌ی دوم از اطلاعات با این سرعت و قدرت منتشر نشده و قبل از آگاهی عمومی فقط و فقط در اختیار اشخاص نزدیک مثل کارکنان شرکت، طرف‌های معامله و ... است. این گروه تنها این دسته از اطلاعات را به اطلاعات درونی تعبیر کرده‌اند. استدلال این گروه بر این مبنا است که قانون‌گذار نیز در آیین‌نامه‌ی اجرایی افشاء و انتشار اخبار معاملات مصوب ۱۳۷۳ از واژه‌ی اطلاعات درونی استفاده نموده است. در این آیین‌نامه اطلاعات درونی تنها به این دسته از اطلاعات اطلاق شده و سایر اطلاعات از زمره‌ی اطلاعات درونی خارج گشته‌اند. استدلال **گروه دوم** این است که یک سری از اطلاعات و اخبار همواره در شرکت وجود دارد. این اطلاعات می‌تواند مهم یا غیر مهم، افشاء شده یا افشاء نشده، صحیح یا غلط، شفاهی یا کتبی باشند؛ ولی با این حال این اطلاعات همواره در شرکت وجود دارد سواً این که بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد یا شرکت را. این گروه تمامی این اطلاعات را به اطلاعات درونی تعبیر می‌کنند و معتقدند ما نمی‌توانیم قائل به نفی این اطلاعات باشیم (جلسه‌ی علمی سازمان بورس شماره ۳). این گروه معتقدند که بررسی تحولات بازار بورس اوراق بهادار به ویژه در دهه‌های گذشته حاکی از آن است که قیمت برخی از برگه‌های سهام در دوره‌های مختلف به لحاظ تحلیل‌های مالی از تمامی این اطلاعات از ضوابط ارزش‌گذاری سهام تبعیت کرده و به علت انتظارات به وجود آمده در بازار، خارج از نسبت (P/E) قیمت به درآمد هر سهم) افزایش یا کاهش یافته است. این اطلاعات از شرکت‌ها به بورس و از بورس به خارج از مدار رسمی درج می‌کند و به‌طور انحصاری در اختیار افراد خاص قرار می‌گیرد. درز اطلاعات محرمانه‌ی مذکور ابتدا از خود شرکت و سپس از مجموعه‌ی بورس ناشی می‌شود. در فرایند درز اطلاعات از درون شرکت به بیرون در ابتدا افراد درونی شرکت که در چرخه‌ی تهیه و ارسال اطلاعات شرکت دارند که به نوعی دارندگان اطلاعات داخلی محسوب می‌شوند؛ مانند مدیران شرکت، بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و سهام‌داران عمده‌ی شرکت در مظان اتهام قرار می‌گیرند. افرادی که به هر نحو سریع‌تر از دیگران به اطلاعات یک شرکت از جمله ترازنامه و حساب سود و زیان دست یافته‌اند. این افراد در ابتدا با اشاعه‌ی اطلاعات نادرست و نامطلوب نشان دادن وضعیت مالی شرکت به گمراه کردن سرمایه‌گذاران پراخته و موجب تنزل قیمت سهام شرکت می‌شوند و پس از

خرید سهام ارزان، با مداخله در بازار و تبلیغ در مورد وضعیت خوب شرکت، باعث افزایش قیمت سهام می‌گردند، سپس سهام خریداری شده را به قیمت زیادی می‌فروشند و سودهای هنگفتی را به دست می‌آورند. با توجه به تفاسیر مذکور به نظر می‌رسد تفسیر دوم با واقع و منطق حقوقی سازگارتر است. علت این پذیرش این است که در آکسفورد بورس بین اطلاعات درونی، میان دوره‌ای و اطلاعات نهانی شرکت تفاوت وجود دارد. در این فرهنگ اطلاعات نهانی شرکت به اطلاعات افشاء نشده‌ی مؤثر بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران اطلاق شده در حالی که در تعریف اطلاعات درونی شرکت هیچ یک از قیود مذکور در تعریف فوق لحاظ نشده و اطلاعات درونی به کلیه‌ی اخبار و اطلاعات موجود در شرکت تفسیر و توجیه شده که تنها اگر قیود اطلاعات نهانی را دارا باشد، نهانی محسوب می‌شود و در غیر این صورت این اطلاعات، صرف درونی محسوب می‌شوند. دسته‌ی دیگری اطلاعات که در این جا به آن می‌پردازیم، اطلاعات مهم است. بر اساس تعریفی که در بند ۶ ماده ۱ دستورالعمل افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان از این اطلاعات ارائه شده، اطلاعات مهم: «اطلاعاتی است درباره‌ی رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت دارد». از این تعریف چند نکته استنباط می‌شود؛ نخست: اطلاعات مربوط به رویدادها و تصمیمات ناشر است. منظور از ناشر، شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند، بنابراین رویدادها و تصمیماتی که مربوط به ناشر نیست و مثلاً مربوط به یک شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی است، از این شمول خارج می‌گردد. شاهد این مدعا مواد ۲ و ۴ و ۱۳ دستورالعمل افشاء و مواد ۴۰ و ۴۱ و ۴۲ قانون بازار است. در این مواد تنها ناشر موظف به افشای اطلاعات مهم شده است. مصادیق اطلاعات مهم نیز به صورت تمثیلی در ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل ذکر شده‌اند و تعیین سایر مصادیق این اطلاعات براساس «بند د» همین ماده و ماده‌ی ۴ این دستورالعمل و بند ۴ ماده‌ی ۴۵ قانون بازار به ناشر واگذار شده است. دوم: رویدادها و تصمیماتی که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد. در ماده ۵ دستورالعمل افشاء آمده: «اطلاعات افشاء شده از سوی ناشر باید قابل اتکاء، به موقع و دور از جانب داری باشد. اطلاعات دارای تأثیر منفی، باید به همان سرعت و دقتی که اطلاعات دارای تأثیر مثبت منتشر می‌شود، افشاء شود. اطلاعات مهم باید صریح، دقیق و تا حد امکان به صورت کمی ارائه شود». از جمع این ماده و تعریف اطلاعات مهم این گونه استنباط می‌شود: نخست اطلاعات مجعول و شایعه از شمول اطلاعات مهم خارج اند چرا که قابل اتکا نیستند (غفوری، ص ۴). مؤید این ادعا تعریف شایعه در دستورالعمل افشاء است. در آن جا آمده: «شایعه اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهم است که به‌طور غیررسمی منتشر شده و توسط ناشر تأثیر یا تکذیب نشده است و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر با اهمیت داشته باشد». با توجه به این تعریف در شایعه اطلاعات از سوی ناشر تایید یا تکذیب نشده است در حالی که در اطلاعات مهم منشأ تعیین مصادیق و ارائه‌ی اطلاعات خود ناشر است. در شایعه تأثیر بر قیمت احتمالی است، بنابراین آن دسته از تصمیمات و رویدادها که به ناشر مربوط است

و تأثیر آن بر قیمت، احتمالی است، از مصادیق اطلاعات مهم خارج است اما در اطلاعات مهم، اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران توأمان تأثیر با اهمیت می‌گذارد، از این رو در تعریف قانونی این اطلاعات عبارت است از: «بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد» به کار برده شده است. هر خبری درباره‌ی ادغام، تغییر مدیریت، تولید محصول جدید، قراردادهای، طرح توسعه، امکان افزایش سرمایه، تغییر در سیاست تقسیم سود، انتشار سهام جدید، اطلاعاتی در مورد خرید یا فروش دارایی‌ها، خرید شرکت‌های دیگر و ... در زمره‌ی اطلاعات مهم طبقه بندی می‌شود. این اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیت دارد. افزودن قید «تأثیر با اهمیت» در تعریف اطلاعات مهم تحت تأثیر این تفکر است که در عالم حقوق استفاده‌های جزئی از اطلاعات توسط افراد قابل پیگرد نیست با این حال این خدشه به استفاده از واژه‌ی «مهم» توسط قانون‌گذار وارد است که معیار تأثیر مهم چیست و دامنه‌ی اهمیت اطلاعات بر روی قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران با چه معیاری قابل تعیین است؟ قیمت سهم و تصمیم سرمایه‌گذاران همواره متأثر از عوامل گوناگون است. چگونه می‌توان تأثیر ناشی از اطلاعات مهم را به طور مجزا سنجش و ارزیابی نمود؟ برای ارزیابی و احراز این تأثیر باید در هر مورد با توجه به اوضاع و احوال خاص هر پرونده این ویژگی را مورد بررسی قرار داد به خصوص که این مفهوم با توجه به نوع سهام یا هر ورقه‌ی بهادار دیگری متغیر است و تنها با بررسی پرونده به پرونده و گذر زمان می‌توان به این تأثیر پی برد. با اثبات این تأثیر، کارایی بازار اوراق بهادار دو چندان می‌شود. در این بازار قیمت منعکس‌کننده‌ی کلیه‌ی اطلاعات موجود در بازار است و قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن بسیار نزدیک است.

بازار کارا نسبت به اطلاعات جدید حساس است و واکنش نشان می‌دهد (میرزائی منفرد، ۱۳۹۲، ص ۲۱۲). اگر اطلاعات مهم و مؤثری به اطلاع عموم برسد متناسب با این اطلاعات، قیمت ورقه‌ی سهم تغییر خواهد کرد. اقتصاد دانان استدلال کرده‌اند بازارهای کارا نیاز به مطلع بودن کلیه فعالان بازار ندارند و اهمیتی ندارد که همه‌ی فعالان بازار توانایی تحلیل اطلاعات را داشته باشند، صرف این امر که تعدادی از مشارکت‌کنندگان اطلاعات را در اختیار داشته باشند، قیمت سهم حرکت می‌کند و به میزان اهمیت اطلاعات منتشر شده، قیمت نوسان خواهد کرد (پرستش، ۱۳۸۷، ص ۱۶). در این بازار قیمت منعکس‌کننده‌ی کلیه‌ی اطلاعات موجود است و هر گونه نوسان قیمت، به دلیل انتشار اطلاعات پیش‌بینی نشده محسوب می‌شود. تا هنگامی که اطلاعات آتی ناشناخته باشد، پیش‌بینی جهت قیمت سهم در آینده غیرممکن است، بنابراین کلیه‌ی اوراق سهام شانس یکسانی برای افزایش یا کاهش ارزش دارند.

ب- اطلاعات مالی و غیرمالی

ابهام دیگری که در واژه‌ی insider information به معنی اطلاعات نهانی وجود دارد این است که در تعریف این اصطلاح در فرهنگ بهمن و Black از آن یک استنباط مالی شده آیا این برداشت صحیح است و اطلاعات نهانی به اطلاعات مالی منحصر می‌شوند؟

اطلاعات مالی به اطلاعاتی گفته می‌شود که دارای ارزش مالی باشد. (حسینی، ۱۳۸۸، ص ۲ و ۳) این اطلاعات جز اموال آلی محسوب می‌شوند و شمول گسترده‌ای از اطلاعات را دربر می‌گیرد. بخشی از این اطلاعات بر اساس مقرره‌ی ۶۵ قانون تجارت الکترونیک یکی از مصادیق اسرار تجاری به شمار می‌آید. از جمله این اطلاعات می‌توان به اطلاعاتی همانند «شماره کارت اعتباری، اعتبار مانده حساب، ترازنامه‌ی مالی و دیگر حقایق مالی در مورد یک شخص و یا یک سازمان که در اقتصاد، حسابداری، مدیریت، ارزیابی اعتباری، معاملات وام و دیگر فعالیت‌های مالی استفاده می‌کند» اشاره نمود. اطلاعات مالی اشخاص برای رقبای، شرکای تجاری و اشخاصی که به‌نحوی با آن‌ها تعامل اقتصادی دارند، اهمیت وافری دارد. این اشخاص براساس این اطلاعات می‌توانند فعالیت تجاری خود را مدیریت کنند. به‌عنوان نمونه شرکتی که می‌داند رقیب وی از لحاظ مالی توانایی شرکت در مناقصه را ندارد، مبلغ کم‌تری پیشنهاد می‌دهد یا اگر شرکای تجاری از وضعیت نامطلوب مالی شخصی مطلع باشند تعاملات تجاری خود را با او محدود خواهند کرد. اشخاص حقیقی و حقوقی در حفظ اطلاعات محرمانه‌ی مالی خود مصمم هستند، با وجود این گاه اطلاعات به خارج درز پیدا می‌کند. گزارش‌های مربوط به درآمدهای شرکت که از طرق مختلف تحصیل شده، سود ناخالص و سود خالص، اطلاعات راجع به تخمین فروش محصولی که در اختیار سرمایه‌گذاران احتمالی آن گذاشته شده، اطلاعات مربوط به قیمت تمام شده، اطلاعات مربوط به دارایی‌های شرکت، میزان سود و زیان تخمینی شرکت، ترازنامه‌ی شرکت، بیلان شرکت، بودجه‌ی شرکت که صرف سرمایه‌گذاری شرکت یا جبران خسارت آتی یا گذشته خواهد شد، همه جز اطلاعات مالی‌اند. اطلاعات مالی جزء در مواردی که قانون انتشار آن‌ها را الزامی می‌داند جزء اسرار تجاری به حساب می‌آیند. شرکت‌ها معمولاً می‌کوشند ضعف‌های داخلی خود مانند ضرر و زیان‌هایی را که در طول زمان متحمل شده‌اند، مخفی کنند تا از این راه بتوانند از کاهش ارزش سهام خود به‌طور مجدد جلوگیری کنند (رضایی، ۱۳۸۸، ص ۲۱). ترازنامه‌ی مالی، صورت حساب‌های مالی، میزان دیون، مشخصات طلب‌کاران، سهم سرمایه‌گذاران و سهام‌داران و اطلاعات مالی مشابه نیز در حیطه‌ی اسرار تجاری هستند که در هر زمان که برطبق قانون دارندگان مکلف به افشاء این موارد شوند و آن‌ها را افشاء کنند از شمول سرخارج می‌شوند. هر چند اکثر مصادیق اطلاعاتی که در ماده‌ی ۱۳ دستورالعمل افشاء ذکر شده، از زمره‌ی اطلاعات مالی است ولی در بند (د) این مقرر قانون‌گذار از عبارت «سایر اطلاعاتی که مؤثر بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران است»، استفاده نموده است. اطلاق این بند می‌تواند شامل اطلاعات مالی و غیرمالی شود، مضاف بر این در بند «الف» همین ماده نیز از «تغییر یا ترکیب اعضای هیأت مدیره»

سخن به میان آمده که مصداق یک اطلاع غیر مالی است. در بند (د) ماده‌ی ۴۵ قانون بازار آمده: «اطلاعاتی که اثر با اهمیتی بر قیمت اوراق بهادار و تصمیم سرمایه‌گذاران خواهد گذاشت»، اطلاق این بند می‌تواند ناظر به هر دو قسم اطلاعات اعم از مالی یا غیر مالی باشد. در صدر بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار در تعریف اطلاعات نهانی نیز آمده: «هر گونه اطلاعات افشاء نشده». واژه‌ی «هر» از ادوات عموم است و نشان از این امر دارد که هر گونه اطلاعات اعم از مالی و غیر مالی تحت این عموم قرار می‌گیرد. بنابراین تغییر در اعضای هیأت مدیره‌ی یک شرکت یا عزل یک مدیر عامل و ... نیز با این که اطلاع مالی نیست در صورت دارا بودن سایر ویژگی‌ها جز اطلاعات نهانی محسوب می‌شود. با این حال عده‌ای از اقتصاد دانان معتقدند که ماهیت اطلاعات نهانی صرفاً مالی است چرا که در مواد ۴۰ و ۴۱ و ۴۲ که سازمان، شرکت‌ها و نهادهای مالی خود را موظف به ارائه‌ی اطلاعات نموده، از ارائه‌ی این اطلاعات براساس استانداردهای حسابداری و گزارش‌دهی مالی، آئین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی که توسط سازمان ابلاغ می‌شود، سخن به میان آورده است و تهیه‌ی اطلاعات براساس این شیوه‌تتها در مورد اطلاعات مالی صدق می‌کند. به نظر می‌رسد این استدلال هر چند دور از واقع نیست اما بیان‌کننده‌ی قصد اصلی مقنن نیست. قانون‌گذار در این مواد صرفاً قصدش بیان نحوه‌ی ارائه‌ی اطلاعات بوده و نه بیان انواع اطلاعات مضاف بر این در کنار این مواد، باید به ماده‌ی ۵ دستورالعمل افشاء نیز توجه نمود و کل قوانین را به‌طور جامع و توأمان تفسیر کرد.

۲) دامنه‌ی اطلاعات نهانی

همان‌طور که پیشتر اشاره شد، اطلاعات نهانی بخشی از اسرار تجاری هستند که به دلیل تأثیرگذاری بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران لزوماً باید افشا شوند اما در برخی موارد شایعات و احتمالاتی در بازار سرمایه وجود دارد که بازار را از حالت سکون خارج می‌کند و سرمایه‌گذاران را به سمت و سوی سرمایه‌گذاری می‌کشاند، حال این شبهه در میان است که آیا این موارد نیز اطلاعات نهانی محسوب می‌شوند؟ در ادامه به این مهم اشاره می‌گردد.

الف - شایعه

شایعه در لغت به معنی خبری است که شیوع پیدا کرده است (اعتمادی و مومنی و فرج زاده، ۱۳۹۱، ص ۸). این واژه زمانی کاربرد پیدا می‌کند که قصد و نیت کاربران آن نشر یک خبر و پراکندن آن به جامعه باشد. شایعه معمولاً از هیچ شروع نمی‌شود بلکه از یک زمینه و بنیان واقعی یا نزدیک به واقع نشأت می‌گیرد تا بتواند کارکرد خود را ایفا کند (قاسمی حامد و نوروزی، ۱۳۹۰، ص ۲۲). شایعه باید کاملاً به کسی یا جمعیتی که آن را می‌شنود، ارتباط مستقیم و تام داشته باشد. وقایع و حوادث مبهمی که اخبار و اطلاعات موثق، دقیق و درستی در مورد آن‌ها وجود ندارد یا اطلاعات ناقص و بعضاً متناقض از آن‌ها در

جامعه جریان دارد، زمینه‌ی شکل‌گیری یک جریان خبری تخریب‌کننده، نادرست و غیرواقعی به نام شایعه را فراهم می‌کند. کسانی که ابتدا به ساکن شایعه را به جریان می‌اندازند معمولاً افرادی هستند که از وجهه‌ی اجتماعی و شخصیتی برخوردارند. این افراد با استفاده از اعتبار خود فضای ذهنی مردم را ملتهب و مضطرب می‌سازند و معمولاً دو هدف عمده را دنبال می‌کنند: نخست از پراکنش شایعه سود و منفعتی را عاید خود می‌کنند. دوم: می‌خواهند ذهن مردم را مشوش ساخته و محیطی امن برای تشویش اذهان عمومی به وجود آورند. شایعه می‌تواند گذشته نگر یا آینده‌نگر باشد. شایعه‌ی گذشته نگر از گذشته خبر می‌دهد در حالی که شایعه آینده‌نگر یا پیشگو از آینده خبر می‌دهد. علت اصلی بروز شایعه ابهام در مورد موضوع و اهمیت موضوع است. اگر مسأله‌ای مهم در جامعه باشد و یا بروز کند اما نسبت به آن مسأله ابهام وجود داشته باشد و اطلاعاتی در مورد آن به درستی و صادقانه مطرح نشود اهمیت موضوع، افکار عمومی را وادار می‌کند که جوینده‌ی حقیقت و اطلاعات درست باشد، در این میان عناد ورزان نیز از ابهام مسأله و اهمیت آن برای افکار عمومی سوء استفاده کرده و اطلاعاتی که منشأ آن‌ها تأیید یا تکذیب نشده در جامعه منتشر می‌کنند به طوری که این اخبار در سطح گسترده شایع می‌شود و باور عمومی را به سمت خویش جذب می‌کند. انتشار شایعه تابع قانونی است. بر طبق این قانون (اهمیت موضوع + ابهام موضوع ← بروز شایعه ← باور افکار عمومی ← تداوم شایعه). هر قدر اهمیت موضوع برای خواننده یا شنونده بیش‌تر باشد و ابهامات بیش‌تری در مورد موضوع وجود داشته باشد، شانس حیات و بقا شایعه بیشتر خواهد بود. مرگ طبیعی شایعه هنگامی رخ خواهد داد که یکی از دو عنصر ابهام یا اهمیت که در قانون فوق بدان اشاره گردید، از بین رود. در بند ۷ ماده ۱ دستورالعمل افشا در تعریف شایعه این‌طور آمده: «اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهمی است که به طور غیر رسمی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده و احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر داشته باشد».

همان‌طور که در بالا اشاره گردید و در این تعریف نیز ملاحظه می‌شود شایعه، اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهم است بنابراین شایعه از یک زمینه و بیان واقعی یا نزدیک به واقع سرچشمه می‌گیرد منتهای مراتب از کانال غیررسمی انتشار می‌یابد، بنابراین اطلاعاتی که کذب محض هستند، موضوعاً از شمول این تعریف خارج اند در ادامه‌ی تعریف آمده «توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده است» این عبارت بیانگر این نکته است که منشأ این خبر (شایعه) مشخص نیست زیرا در صورت مشخص بودن، ناشر اقدام به تکذیب و یا تأیید آن می‌کرد و این بلا تکلیفی از سوی ناشر و شیوع خبر حاکی از آن است که صحت منبع اطلاعات از سوی ناشر مورد تأیید نیست و در پایان آمده "احتمال می‌رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر با اهمیت داشته باشد. عبارت "احتمال می‌رود" یادآور قانون شایعه است، اخباری حاکی از اطلاعات مهم وجود دارد (اهمیت) اما آنها توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده‌اند در نتیجه شایعه به وجود آمده و خواه ناخواه تا زمانی که این دو عنصر یا لا اقل یکی از این دو وجود دارد، تداوم خواهد داشت.

در بند ۳۲ ماده ۱ قانون بازار این طور آمده: «اطلاعات نهانی، هر گونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشران مربوط می شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه گذاران برای معامله ی اوراق بهادار مربوط تأثیر می گذارد». در بند ۶ دستورالعمل افشاء نیز آمده: «اطلاعات مهم، اطلاعاتی درباره ی رویدادها و تصمیمات مربوط به ناشر است که بر قیمت اوراق بهادار ناشر و تصمیم سرمایه گذاران تأثیر با اهمیت داشته باشد». ابهامی که در این جا قابل بحث است این که آیا شایعه نیز از مصادیق اطلاعات نهانی است؟ در این مورد دو دسته نظر مطرح شده است. عده ای معتقدند که در هیچ مقرره ی قانونی نهانی بودن اطلاعات مشروط به صحت و حقیقت آن نشده است آنچه اهمیت دارد این است که فردی متعارف صحت و واقعیت این اخبار را باور کند. این باور عمومی است که باعث می شود انتشار اطلاعات بر ارزش اوراق بهادار تأثیر گذارد (انصاری و صفدری، ۱۳۹۰، ص ۲۰۲). گروه دوم معتقدند که شایعه از زمره مصادیق اطلاعات نهانی محسوب نمی شود و به چند دلیل برای اثبات مدعای خود تمسک می جویند: دلیل نخست این که در تعریف اطلاعات نهانی آمده «اطلاعاتی که مربوط به معاملات، اوراق بهادار یا ناشر آن». از این عبارت این گونه برداشت می شود که منشأ اطلاعات نهانی به ناشر باز می گردد و از طریق رجوع به این منبع اساساً این گونه اطلاعات باز شناخته می شود. این اطلاعات اساساً استناد پذیری خود را از ناشر یا شخصی که با وی در ارتباط است، تحصیل می کنند و ناشر صحت و سقم آن ها را تأیید می کند. در ماده ۴ دستورالعمل افشاء، «تعیین مصادیق اطلاعات مهم» بر عهده ی ناشر گذارده شده و در ماده ۵ همین دستورالعمل نیز ناشر «موظف به ارائه ی اطلاعات قابل اتکا» گردیده است. منظور از اطلاعات قابل اتکا همان طور که در قسمت های قبل اشاره کردیم، «اطلاعاتی است که مستندات آن مشخص و مبرهن» باشد لذا شایعات که تنها محتوای صحبت های کلی درباره ی وقایع موجود در بازارند و ناشر صحت آن ها را تأیید یا تکذیب نکرده، مشمول این تعریف قرار نخواهند گرفت؛ دلیل دوم «عبارت هر گونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم در تعریف اطلاعات نهانی است» در حالی که در تعریف شایعه این طور آمده «به طور غیررسمی منتشر شده». در اطلاعات نهانی بر اطلاعات افشاء نشده، تأکید می شود در حالی که در تعریف شایعه، بر اطلاعات منتشر شده از کانال های غیر رسمی تأکید می شود و این دو شرط در مقابل یکدیگرند؛ دلیل سوم عبارت «در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه گذاران مؤثر است» در تعریف اطلاعات نهانی است در حالی که در تعریف شایعه آمده: «احتمال می رود بر قیمت اوراق بهادار ناشر تأثیر با اهمیت داشته باشد». بنابراین در اطلاعات نهانی صحبت از تأثیرگذاری قطعی اطلاعات بر قیمت یا تصمیم سرمایه گذاران است در حالی که در تعریف شایعه تنها صحبت از یک تأثیرگذاری احتمالی است. با توجه به دو استدلال مذکور به نظر می رسد، استدلال گروه دوم با نصوص قانونی و منطق حقوقی سازگارتر است.

ب- احتمالات

احتمال علمی است که با تحلیل وقایع تصادفی سر و کار دارد. هسته‌ی این علم را متغیرهای تصادفی، فرایندهای تصادفی، پیشامدها و اتفاقات تشکیل می‌دهند. این علم علاوه بر توضیح و توصیف پدیده‌های تصادفی به بررسی پدیده‌هایی می‌پردازد که لزوماً تصادفی نیستند ولی به خاطر تکرار بیش از حد از الگویی مشخص پیروی می‌کنند. مفهوم احتمال در ارتباط با پیوند دو متغیر به کار می‌رود، به این معنی که ارتباط یا پیوند یکی وابسته به دیگری است. بین احتمال و امکان تفاوت وجود دارد. در احتمال رویدادی که حتماً رخ می‌دهد، احتمالش یک است و رویدادی که امکان دارد رخ دهد یا اساساً رخ ندهد احتمالش صفر است. احتمال دارای تأثیرات زیادی است اما یک تأثیر مهم آن در ارزیابی و ریسک‌پذیری و سرمایه‌گذاری در بازار سهام است به عنوان نمونه مجادلات خاورمیانه بر روی صنعت نفت اثر مهمی بر قیمت سهام سایر صنایعی که با نفت و فرآورده‌های نفتی سر و کار دارند، خواهد گذارد (مدیریت پژوهش و توسعه، گزارش بهسازی اول و دوم، ص ۷ و ۱۲).

فرایندهایی که موسوم به فرایند احتمالی هستند، به سه دسته‌ی عمده تقسیم می‌شوند:

۱) فرایندهایی که از حیث پیچیدگی مقرون به صرفه‌اند که به آنها با دید تصادفی نگاه شود.
۲) فرایندهایی که تصادفی بودن آنها صرفاً به علت عدم علم و عدم توانایی دسترسی به علت آن پدیده است.

۳) فرایندهایی که تصادفی بودن آن‌ها به علت وجود اراده‌ی یک موجود مختار است. در صورتی که در هر سه حالت مذکور شرط آگاهی حاصل شود، پسوند تصادفی حذف می‌گردد زیرا احتمال مبتنی بر باور افراد نسبت به رخداد یک پدیده است و وقتی علم حاصل شود، احتمال به باور حقیقی تبدیل می‌شود. در بازار سهام نیز این گونه احتمالات به وفور وجود دارد به عنوان نمونه فرد الف به علت سابقه‌ای که در بازار دارد اقدام به سرمایه‌گذاری در یک شرکت بورسی می‌کند، در این جا تاثیر احتمال به وضوح آشکار می‌شود و آن این است که ممکن است بالتبع سرمایه‌گذاری این فرد صف خرید یا فروش سیر صعودی طی کند و افراد یکی پس از دیگری اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، در اینجا چون سابقه فرد الف همواره در بازار مثبت بوده و این فرد هر زمان اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نموده است، تعداد خریداران یا فروشندگان افزایش پیدا می‌کرده اقدام مجدد این فرد برای سرمایه‌گذاری نیز به طور مجدد افکار عمومی را به سمت صف خرید یا فروش جهت می‌دهد و احتمال سرمایه‌گذاری برابر ۱ می‌گردد با این حال تلقی احتمالات به عنوان اطلاعات نهانی صحیح نیست، زیرا مبنای اطلاعات نهانی براساس علم است در حالی که مبنای احتمالات بر اساس متغیرهای تصادفی، رویدادها و پیشامدهای احتمالی است. در اطلاعات نهانی آگاهی عمومی نسبت به اطلاعات، نتیجه‌ی قطعی خود را بر روی قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران بلاشک می‌گذارد در حالی که در احتمالات نتیجه براساس امکان است، یعنی فرض امکان و عدم امکان هر دو متصور است در نتیجه باید گفت احتمالات و اطلاعات نهانی دو حوزه‌ی جداگانه‌اند از سوی دیگر تلقی

کردن احتمالات به عنوان اطلاعات نهانی این تالی فاسد را نیز به وجود می‌آورد که سرمایه‌گذاران ملزم باشند هر رویداد اتفاقی یا هر پیشامدی را به اطلاع عموم برسانند در این هنگام از یک طرف بازار را به نتایج احتمالی خوش بین یا بدبین می‌سازند و از طرفی خود نیز از هر گونه اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار دریغ می‌کنند چرا که هدف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری در بازار، سرمایه‌گذاری توأم با ریسک به قصد بردن سود بر مبنای تحلیل‌های خود از وضعیت موجود است در حالی که افشا شدن تمامی اطلاعات، ریسک‌پذیری فعالان بازار را خنثی می‌کند و بازار را صرفاً به محلی برای فروش کالا و ... مبدل می‌کند.

نتیجه‌گیری

با توجه به مطالب گفته شده به نظر می‌رسد اطلاعات نهانی با سایر اطلاعات تفاوت دارد. نخست آن که این اطلاعات متمایز از اطلاعات مهم‌اند. معیار اصلی تمییز این دو دسته از اطلاعات در افشا شدن اطلاعات نهانی نهفته است چرا که اطلاعات مهم بنابر آنچه در بند ۴ ماده‌ی ۴۵ قانون بازار اوراق بهادار و بند ۶ ماده‌ی ۱ دستورالعمل افشا آمده است، اطلاعات مهم باید افشا شوند، در حالی که در اطلاعات نهانی، اصل بر عدم افشا است و تنها در موارد مقرر و به طریقی که اطلاعات باید افشا شوند. این اطلاعات (اطلاعات نهانی) با اطلاعات درونی سازمان هم متفاوتند. زیرا اطلاعات درونی به تمامی اخبار موجود در شرکت اعم از خوب، بد، افشا شده یا افشا نشده اطلاق می‌شود، ولی اطلاعات نهانی، اطلاعاتی است که بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذار تأثیر داشته باشد. تفاوت اطلاعات نهانی از شایعات و احتمالات نیز آشکار است. بنا بر آنچه در بند ۷ ماده‌ی ۱ دستورالعمل افشای اطلاعات سازمان بورس آمده است: «شایعه اخباری حاکی از وجود اطلاعات مهمی است که به‌طور غیررسمی منتشر شده و توسط ناشر تأیید یا تکذیب نشده و احتمال می‌رود بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران اثر با اهمیت داشته باشد». در حالی که اطلاعات نهانی باید اثر با اهمیت بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشند. احتمالات نیز به تحلیل تصادفی وقایع و اتفاقات گفته می‌شود. وجه ممیزه‌ی این اطلاعات با اطلاعات نهانی در این است که مبنای اطلاعات نهانی براساس علم است؛ در حالی که مبنای احتمالات براساس متغیرهای تصادفی، رویدادها و پیشامدهای احتمالی است و تحقق نتیجه متأثر از امکان است. در مقام جمع‌بندی باید گفت که هر چند اطلاعات نهانی با سایر اطلاعات و مفاهیم مشابه (مانند اطلاعات درونی، اطلاعات مهم، شایعه و احتمالات) اطلاعات متمایز است چون تحلیل‌های حرفه‌ای فاندمنتال در بازار سرمایه‌ی ایران فراگیر نبوده و به شدت محدود است، گزافه نیست که ادعا شود احتمال آن که اطلاعات نهانی نیز در مواردی بازار را با نوسان مواجه می‌کند و صف‌های خرید و فروش را دوچندان سازند، منتفی نیست.

فهرست منابع

- ۱) احمدپور، احمد و امیر رساییان (۱۳۸۵)، «رابطه‌ی اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام»، نامه‌ی مفید، شماره‌ی ۵۷، (دی)، صص ۴۸ - ۳۹.
- ۲) اعتمادی، حسین؛ منصور مؤمنی و حسن فرج‌زاده دهکردی (۱۳۹۱)، «مدیریت سود، چگونه کیفیت سود شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد»، مجله‌ی پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره‌ی چهارم، شماره‌ی ۲، شماره‌ی پیاپی ۱۲، (تابستان)، صص ۱۲۲ - ۱۰۲.
- ۳) انصاری، علی و مرضیه صفدری (۱۳۹۰)، «ضمانت اجرای حقوقی معاملات در بازار سرمایه معامله‌ی تطبیقی در حقوق کشورهای مالزی و آمریکا»، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، دوره‌ی چهارم، شماره‌ی ۱۶، (زمستان)، صص ۲۲۷ - ۱۹۹.
- ۴) بشیری، عباس و مریم پور رحیم (۱۳۹۰)، «اسرار تجاری الکترونیکی کاربردی در قانون تجارت الکترونیک ایران»، انتشارات جنگل، تهران، چاپ اول.
- ۵) پرستش، نسرين (۱۳۸۷)، «ارزیابی اهمیت نسبی و سهولت دسترسی به انواع اطلاعات در بازار بورس تهران»، فصلنامه‌ی پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، دوره‌ی شانزدهم، شماره‌ی ۴۸، (زمستان)، صص ۲۰ - ۵.
- ۶) جنیدی، لیا و محمد نوروزی (۱۳۸۸)، «شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار»، فصلنامه‌ی حقوق، مجله‌ی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران، دوره‌ی ۳۹، شماره‌ی ۲، (تابستان)، صص ۱۴۸ - ۱۲۹.
- ۷) رهبری، ابراهیم (۱۳۸۸)، «حقوق اسرار تجاری»، انتشارات سمت، تهران، چاپ اول.
- ۸) سلیمان دهکردی، الهام (۱۳۹۱)، «حمایت کیفری از حق دسترسی آزاد به اطلاعات در حقوق ایران و ایرلند»، پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد حقوق کیفری و جرم‌شناسی، دانشگاه قم، (تابستان).
- ۹) سهرابی پور، لیلیا (۱۳۸۸)، «اطلاعات چراغ راهنمای بازار سرمایه»، مصاحبه با دکتر سید علی حسینی، مجله‌ی بورس، شماره‌ی ۸۵، (شهریور)، صص ۲۱ - ۱۸.
- ۱۰) عیوض‌لو، رضا، رضا راعی و شاپور محمدی (۱۳۹۱)، «اثرات تقویمی در احتمالات معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی»، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره‌ی ۱۸، (تابستان)، صص ۱۷ - ۵.
- ۱۱) غفوری، علی، شایعه چیست، چرا، چگونه، کجا، کی، چه کسی؟ گزارش رئیس اداره‌ی جمع‌آوری و بررسی اخبار، سازمان بورس و اوراق بهادار.
- ۱۲) قاسمی حامد، عباس و محمد نوروزی (۱۳۹۰)، «استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار»، مجله تحقیقات حقوقی، شماره‌ی ۵۳، (بهار)، صص ۳۸ - ۹.
- ۱۳) کریمی، مسعود (۱۳۸۸)، «احتمالات»، فصلنامه‌ی رمزنگاری، شماره ۱۲.

- ۱۴) مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، بهسازی مقررات و ایمنی و شفافیت بازار سرمایه‌ی ایران، داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی، گزارش اول و دوم.
- ۱۵) میرزایی منفرد، غلامعلی (۱۳۹۲)، «تحلیل جرم سوء استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار»، آموزه‌های حقوق کیفری، دانشگاه علوم اسلامی رضوی، شماره ۵، (بهار و تابستان)، صص ۲۴۰ - ۲۱۱.
- ۱۶) نادران، الیاس و محمدجواد رضایی (۱۳۹۰)، «اقتصاد اسلامی و دلالت نظریه‌ی انتخاب عمومی»، فصلنامه‌ی اقتصاد اسلامی، شماره ۴۲، (تابستان)، صص ۸۶ - ۵۹.
- ۱۷) نوبخت، زهرا (۱۳۸۵)، «ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله‌ی بورس، شماره ۵۴ و ۵۵، (شهریور و مهر)، صص ۲۳ - ۱۸.

