



انصاف به مثابه حمایت از سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه

مهدی آذرنژاد^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۱۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۶/۲۸

چکیده

انصاف یکی از مهمترین اهداف بازارهای تحت نظارت است. به طوری که در قوانین ناظر بر بازارهای مالی بسیاری از کشورها نیز به آن اشاره شده است. به منظور دست یابی به این هدف رویه عمومی قانونگذاران در کشورهای مختلف اتخاذ یکی یا ترکیبی از رویکردهای رویه ای، محتوایی یا ترکیبی از این دو رویکرد می باشد. به نظر برخی از مولفان انصاف در رویه انصاف ناتمامی است و می تواند منجر به نتیجه غیر منصفانه گردد. بدین لحاظ اکثر کشورها رویکرد مختلط را در پیش گرفته اند اما در عمل تفاوت های مختصری مشاهده می شود. برای درک بهتر مفهوم انصاف در بازارهای مالی، ابتدا مراد خود از انصاف را بیان نموده و انواع آن را بر شمرده و سپس محمل حقوقی دستیابی به انصاف را در مقررات معمول در بازارهای مالی برخی از کشورها از جمله ایران، ایالات متحده، اتحادیه اروپایی، آلمان و نهاد بین المللی یوسکو می پردازیم و در نهایت نمودار اجرایی آن در بازارهای مالی را تشریح می شود. عباراتی نظیر انصاف، بازار منصفانه در اسناد یوسکو (IOSCO) به عنوان نهاد بین المللی در تنظیم و ارائه معیارهای حاکم بر اوراق بهادار، به کار گرفته شده است. قانونگذار ایرانی نیز در ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار ایران از عبارتی مشابه عبارت مورد نظر یوسکو استفاده کرده است. در واقع در این مقاله به بررسی برخی از مقررات بازارهای مالی مهم در پرتو انصاف و یکپارچگی بازارهای مالی می پردازیم.

کلیدواژه ها: انصاف، یکپارچگی، بازارهای مالی، سوء استفاده از بازار، بازار منصفانه

^۱مدرس دانشگاه آزاد اسلامی تهران جنوب، دانشگاه پردیس فارابی دانشگاه تهران. (نویسنده مسئول) mahdi.azarnzhad@yahoo.com

مقدمه

چیزی به دست انسان و بدون حکم حاکم می دانند مانند تقسیم اموال بالسویه بین افراد (فیومی ۱۳۴۷ ج ۲: ۳۱۵). انصاف از منظر راولز روشی عقلایی برای رسیدن به عدالت در جامعه است (راولز ۱۳۸۳: ۳۲۲).

به طور کلی می توان انصاف را یک رشته مبنایی و پایه ای از اخلاقی برای سنجش امور دانست که به زعم برخی آن را تقریباً معادل با مفهوم عدالت می دانند. (بواترایت، ۲۰۱۴) اما باید توجه داشت به دلیل تشابه عبارات انصاف و عدالت، بازیابی این دو مفهوم از یکدیگر به سادگی امکانپذیر نیست. عدالت در لغت به معنای حکم به حق (فراهید ۱۴۰۹: ۵۲۱) اعتدال در کارها (فیومی ۱۳۴۷: ۳۹۶) و مساوات (راغب اصفهانی ۱۴۱۲: ۳۳۶) آمده است. و از نظر برخی از علمای اسلام پیروی کردن از قانون است (جعفری ۱۳۷۶ ج ۳: ۲۵۴). همچنین از نظر علامه طباطبایی «دادن حق کسی که حق با اوست و قراردادن شیء در محلی که سزاوار آن است» (طباطبایی ۱۴۱۷ ج ۱: ۳۷۱). از مهم ترین متفکران معاصر در حوزه عدالت و انصاف می توان به جان راولز اشاره داشت. در تبیین و تمایز عدالت از انصاف وی معتقد است که عدالت جامع و گسترده تر از انصاف است (راولز ۱۳۸۳: ۱۱-۲۳) از منظر علمای اسلام نیز عدالت در دسته های مختلفی از مفاهیم اخلاقی وجود دارد که بر اعمال افراد یا نهادهای جامعه حاکم است، و دایره آن گسترده است. گرچه انصاف نقش بسیار مهمی از منظر اخلاقی دارد اما همه اخلاق نیست. انصاف می تواند در کنار مفاهیمی هم چون رفاه^۲، حقوق، برابری^۳ و تساوی، آزادی^۴ و کرامت^۵ برقرار باشد. اما محتمل است که رابطه مزبور در اوضاع و احوال خاصی نیز دچار دگرگونی شده و در تعارض با هر یک از مفاهیم فوق الذکر، که همگی نیز اخلاقی هستند، قرار بگیرد.

در حقوق مفهومی به اندازه انصاف غیر دقیق وجود ندارد که در عین حال وجودش برای هر نظام حقوقی ضروری باشد. در خصوص مفهوم انصاف به عنوان امری اخلاقی دو ایده کلی حاکم است؛

انصاف به مثابه حمایت از سرمایه گذاران در بازارهای مالی در دهه های اخیر به معنای یکپارچگی قیمت های بازار از یکسو و جلوگیری از نابرابری اطلاعاتی با استفاده از سازکار افشاء اطلاعات از سوی دیگر در قوانین بکار گرفته شده است. (شوارتز، ۲۰۱۰) لذا زمانی سرمایه گذار اقدام به خرید اوراق بهادار می نماید که تمامی اطلاعات مربوطه در دسترس همه سرمایه گذاران در آن حوزه قرار داده شده باشد تا در چنین شرایطی قائل به این باشیم که قیمت اوراق بهادار عرضه شده یا معامله شده در بازار نشانگر قیمت دقیق آن در بازار است. لذا از این منظر می توانیم قائل به انصاف از منظر راولز باشیم که آن را به معنای توزیع منابع و امکانات به روشی که ما را به جامعه عادلانه رهنمون سازد. از نظر حقوق اسلامی نیز منع غرری بودن و شفافیت در عوضین و قیمت معامله از اسول ناظر بر معاملات می باشد. (شهید اول، قواعد، ۱۳۸۸، ج ۲ ص ۱۳۷)

در این مقاله به این مهم می پردازیم که با توجه به اینکه کارکرد بازارهای مالی توزیع منابع مالی می باشد، و از آنجایی که نوسان قیمت در بازار جزء جدایی ناپذیر از فعالیت بازار است، لذا همسو با راولز مداخله دولتی در این گونه موارد را به طور بالقوه سودمند می باشد (مندل، ۲۰۰۹) و چنین مداخله ای برای داشتن بازاری منصفانه و عادلانه ضروری است. برای این منظور در این مقاله پس از نگاهی مختصر به انصاف، و بررسی کارکرد آن در بخش مالی، نگاهی به انصاف در قوانین و مقررات برخی از کشورها به عنوان هدف بازار، و در نهایت فرمول بندی رسیدن به بازار منصفانه از طریق وضع قواعد و قوانین خواهیم داشت.

۱. انصاف چیست؟

انصاف در لغت فارسی در معانی مختلفی از جمله حق دادن، راستی کردن، عدل کردن به کار رفته است (معین، ۱۳۸۱، ج ۱ ص ۲۱۱). برخی نیز انصاف را نصف کردن

⁴ liberty

⁵ dignity

² welfare

³ equality

ب. رویکرد ماهوی منصفانه: دومین رویکرد در خصوص مفهوم انصاف صرفاً ناظر بر نتیجه نمی باشد بلکه این سوال را مطرح می شود که آیا نتایج به دست آمده نیز از محتوای منصفانه قواعد حاصل شده و در نتیجه موجه هستند؟ (منبع پیشین) به عبارت بهتر انصاف به این معنی مطابقت محض با قواعد نیست بلکه همانطور که در بالا اشاره شد، آیا قواعد نیز قواعد درستی هستند؟ برگردیم به مثال امتحان دانشجویان. درست است که بایستی از قواعد و معیارهای مشخصی که از قبل به دانشجویان اعلام شده پیروی نمود تا احراز نماییم نمرات منصفانه به دست آمده است؟، اما سوال اینجاست که آیا قواعد اعلامی نیز قواعد مناسبی برای رسیدن به هدف انصاف در نظام آموزشی می باشند؟ در نظر بگیرید معیار تصحیح اوراق طوری باشد که تفاوت جزئی در پاسخ ها به نمرات بسیار متفاوتی منجر شود. لذا در صورتی که قواعد و معیارهای اعلامی متناسب با جامعه مورد نظر یعنی دانشجویان و اهداف نظام آموزشی نباشند در اینصورت نتیجه ممکن است غیر منصفانه گردد. در واقع همین سوال نیز در خصوص بازارهای مالی و بطور کلی اقتصاد مطرح می شود.

در خصوص موضوع بحث مقاله حاضر، سوال اینجاست که آیا خود قواعد مشخص شده در بازار قواعد منصفانه ای هستند، و صرف پیروی از آن قوانین منجر به بازار منصفانه مورد نظر قانونگذاران می شود؟ برای رسیدن به اهداف بازار نیز قواعد درستی هستند. به نظر می رسد با ترکیب دو رویکرد فوق الذکر رسیدن به انصاف محتمل تر باشد. بر همین اساس نیز در ادامه ابتدا نگاهی به قوانین و مقررات برخی از کشورها خواهیم داشت و سپس سطوح مختلف انصاف در بازارهای مالی را در پرتو قوانین مطبوع بررسی می کنیم.

۲. اهمیت انصاف در قواعد و مقررات

اهمیت بازار منصفانه به حدی است که برای نمونه تنها در قانون حمایت از مصرف کننده و اصلاح وال استریت موسوم به قانون داد- فرانک در ایالات متحده، ۱۳۰ مرتبه کلماتی

الف. رویکرد رویه ای در برخورد منصفانه: در این رویکرد، انصاف به معنای رفتار برابر با همه به کار گرفته می شود. بدین معنی که برای احراز رفتار منصفانه، با یک معیار از پیش اعلان شده با همه رفتار می شود. در یک چنین رویکردی به انصاف دو نکته نهفته است؛

اول؛ معیار برابر در برخورد با افراد است. یعنی همه افراد بر اساس معیار(هایی) اعلامی رفتار قضاوت خواهند شد و به عبارت بهتر با همه افراد برابر برخورد می شود.

دومین نکته؛ در رویکرد مزبور، معیار برخورد برابر با همه بایستی از پیش به آحاد جامعه مورد نظر اعلام شده باشد تا افراد با در نظر گرفتن معیار مزبور خود را برای پیروی از آن معیار آماده نمایند. در غیر اینصورت مطالبه امری اعلام نشده به بی انصافی منتهی می شود. اما سوالاتی که پیش می آید اینکه

اول چه شخصی یا نهادی صلاحیت تدوین و اعلان چنین معیاری را دارد؟

و سوال دوم اینکه آیا در تدوین و اعلام خود معیار مزبور نیز انصاف در نظر گرفته شده است؟

لذا سازکار و محتوی معیار نیز خود در سنجش قرار می گیرد یعنی خود نیز می تواند موضوع سنجش از منظر انصاف یا بی انصافی باشد که سنجشی متفاوت از برابری در تدوین معیار می باشد. برای روشن شدن موضوع می توان به اعمال انصاف در اخذ امتحان از دانشجویان یک کلاس اشاره داشت. برای اینکه نمره دانشجویان منصفانه باشد باید فرصت برابر، آموزش و منابع مشابه در اختیار همه دانشجویان کلاس قرار بگیرد. به عبارت بهتر با همه با یک معیار برابر برخورد شود. اما پس از امتحان و تصحیح اوراق امتحانی، نمره های متفاوتی حاصل می شود و نمره های متفاوت به معنای بی انصافی نیست. در واقع بی انصافی در دادن نمره های یکسان صرفنظر از محتوی پاسخ ها یا همان تلاش دانشجویان می باشد. در بازار های مالی نیز این امر در مورد دسترسی به اطلاعات در انجام معاملات مصداق دارد. که بدین موضوع خواهیم پرداخت.

اساس قوانین فوق الذکر دارای اختیارات لازم می باشد و در اروپا مرجع نظارتی بازارها و اوراق بهادار^۹ عهده دار این امر است. لذا مفهوم انصاف و کارایی بازار دوشادوش یکدیگر حرکت می کنند.

۴. کارایی بازار در پرتو انصاف: مفاهیم فوق الذکر یعنی انصاف و یکپارچگی بازار مفاهیمی نیستند که قانونگذاران آنها را خلاء استفاده کرده باشند، بلکه از چنین مفاهیمی به عنوان ابزاری برای رسیدن به بازار کارآمد بهره گرفته شده اند. یعنی مسیر دوجانبه ای بین انصاف و یکپارچگی از یکسو و کارایی بازار از سوی دیگر برقرار می باشد و لطمه پذیری هر کدام لاجرم بر دیگری نیز موثر است و وظیفه قانونگذاران فراهم آوردن بستری مناسب برای بازدارندگی از چنین امری می باشد. برای این امر نیز چارچوب مقرراتی لازم در قوانین پیش بینی می شود. برای نمونه ماده (۲) قانون بازار اوراق بهادار در ایران یا قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ و قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ در ایالات متحده یا قانون ۲۰۰۶ بریتانیا و اکثر کشورهایی که به بازارهای مالی را بعنوان ابزاری برای بازتوزیع کارای منابع مالی در اقتصاد کشور در نظر دارند، به این مهم پرداخته اند.

کارایی، مفهومی اقتصادی است و از این منظر قابل اندازه گیری و مقایسه است و حتی عبارت بازار تحت نظارت^{۱۰} ناشی از نظم^{۱۱} در بازار می باشد، نیز در معنای عام خود به معنای ثبات، قابل پیش بینی بودن، و عملکرد روان و مناسب بازار درک می شود. اما در میان مفاهیم مندرج در اکثر قوانین: مفهوم انصاف در چارچوب بازارهای مالی تا حدی مبهم، تفسیر پذیر و غیرقابل اندازه گیری در مفهوم مالی می باشد. با این حال در بیشتر قوانین هدف از قانون را کارایی و انصاف در بازار یا مفاهیمی چون بازارهای کارا و یکپارچه می دانند مانند دستورالعمل سال ۲۰۰۳ اتحادیه اروپایی، ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار ایران مصوب ۱۳۸۵، و یا در قانون بورس و اوراق بهادار آمریکا که کارایی و انصاف را هدف قانون

مانند منصفانه^۶ غیر منصفانه^۷ یا انصاف^۸ ذکر شده است. (انجل و داگلاس، ۲۰۱۳) در بازارهای مالی قواعد متفاوتی برای اعمال انصاف در بازار یا رسیدن به هدف بازار منصفانه در پیش گرفته شده است. اما پیش از آن باید به این سوال پاسخ بدهیم چرا بازار منصفانه تا این اندازه مهم است. دلیل اصلی مهم بودن انصاف در بازار که بازتاب آن در قیمت ها می باشد در واقع جلب اعتماد سرمایه گذاران و خانوارها برای سرمایه گذاری است. لذا در صورتی که قیمت ها نمایانگر قیمت های غیررقابتی، تبعیض بین سرمایه گذاران و واسطه های مالی باشد در واقع اعتمادی حاصل نمی شود و نهایتاً کارایی بازار نیز تحت شعاع قرار می گیرد.

۳. هدف از انصاف در قوانین و مقررات حاکم بر بازارهای مالی

بسیاری از قوانین حاکم بر بازارهای سرمایه توسعه یافته یکپارچگی و انصاف در بازارها را بنیان ضروری و اساسی بازار سرمایه کارا می دانند. (آستین، ۲۰۱۷) هدف اصلی از تمامی مقررات در خصوص شفاف سازی، افشاء اطلاعات لازم، جرم انگاری سوء استفاده در بازار و غیره، فراهم آوردن زمینه معاملات منصفانه و در نتیجه جلب اعتماد سرمایه گذاران می باشد. به این دلیل مهم که در صورت آسیب دیدن اعتماد سرمایه گذاران زمینه برای اعمال مقررات تنبیهی نه تنها برای حفاظت از منافع سرمایه گذاران بلکه مهمتر یکپارچگی بازار فراهم گردد. به دلیل اهمیت بازارهای مالی برای اقتصاد هر کشوری، وظیفه نظارتی و دخالت در بازار دو سر دارد یک سوی آن منافع سرمایه گذاران می باشد و سر دیگر آن منافع عمومی می باشد.

از بین اهداف اصلی تدوین مقررات ناظر بر بازارهای مالی در بیشتر کشورها دو هدف عمده یعنی انصاف و کارایی مورد توجه بوده است و برای این امر نیز معمولاً نهادی را تعیین می کنند. برای مثال در آمریکا کمیسیون بورس و اوراق بهادار بر

⁹The European Securities and Markets Authority (ESMA)

¹⁰Regulated Market

¹¹ Orderliness

⁶ Fair

⁷ Unfair

⁸ Fairness

اما از منظر حقوقی مفاهیم یاد شده زمانی که در قالب متن قانونی قرار می‌گیرند باید قابل تفسیر، پیش بینی و اندازه گیری باشند به طوری که از خود آثار حقوقی صادر نماید. به عبارت بهتر باید به نحوی باشند که در معرض اندازه گیری و سنجش قرار گیرند. (فرینو، ویتو و رابرت، ۲۰۱۴) برای نمونه تفاوت قیمت بین اوراق بهاداری که برای فروش عرضه می‌شود و قیمتی که برای اوراق بهادار مشابه پرداخت می‌شود از این دست می‌باشند. (منبع پیشین) همین امر نیز در ماده ۲ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ به شرح ذیل برجسته شده است: «در راستای حمایت از حقوق سرمایه گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه 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.» مقرر قانونی مشابهی نیز در خصوص وظیفه کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا نیز پیش بینی شده است که «حمایت از سرمایه گذاران، حفظ بازار کارا، منظم و منصفانه و تسهیل تشکیل سرمایه «عنوان شده است. (آستین ۲۰۱۶) به همین نحو، در قانون اوراق بهادار انتراریو کانادا، بیان می‌دارد که «تقویت بازارهای سرمایه کارا و منصفانه و مورد اعتماد به بازارهای سرمایه «را مأموریت قانون می‌داند.^{۱۵} رویه مزبور در کشورهای اروپایی و بطور مشابهی در کشورهای دیگری نیز عمل می‌شود. برای نمونه مرجع نظارتی مالی فدرال آلمان^{۱۶} (با فین)^{۱۷} اطمینان از شفافیت و یکپارچگی بازار مالی و حمایت از سرمایه گذار را از

عنوان نموده است و به نوعی انصاف به مفهوم کارایی پیوند خورده است. نتیجه این پیوند منجر به جلب اعتماد مردم به کارکرد مناسب بازارهای مالی می‌شود. از این منظر رفتار یکسان و منصفانه را از جمله حقوق خود می‌دانند به طوری که در فقدان چنین رفتار برابر و منصفانه ای تمایلی به فعالیت در بازار نداشته چرا که آن را تبعیض آمیز می‌دانند. لذا انصاف در بازار منتهی به کارایی بازار می‌شود. در ثانی کارایی بازار بدین معنی است که با کمترین داده بیشترین نتیجه بدست آید که منظور همان معاملات کالا و خدمات با قیمت منصفانه است و به عبارتی کمترین هزینه نیز فی نفسه دارای ارزش اخلاقی بوده و همتای انصاف می‌باشد. (بواترایت، ۲۰۱۴) اما این دو همواره نیز شانه به شانه یکدیگر حرکت نکرده بلکه برخی مواقع در تضاد با یکدیگر نیز قرار می‌گیرند. مثلا در موقعیت انتخاب بین رفاه اجتماعی و رفاه اقتصادی در سیاستگذاری های مربوط به بازار، شفافیت و انصاف ابزاری برای افزایش کارایی بازارهای مالی و جلب اعتماد سرمایه گذاران می‌باشد. با این حال باید توجه داشت که اگرچه اهداف بازار یعنی کارایی مورد قبول بسیاری از نویسندگان می‌باشد اما به دلیل مبهم بودن مفهوم انصاف و کاربرد آن در قوانین برای رسیدن به کارایی در بازار مورد انتقاد برخی از نویسندگان نیز قرار گرفته است. (آستین، ۲۰۱۶)

با این حال خواهیم دید مفهوم یاد شده در بسیاری از مقررات مورد توجه مراجع ذی صلاح کشورها نهادهای تنظیم کننده استاندارد^{۱۲} مانند سازمان بین المللی کمیسیون های اوراق بهادار^{۱۳} و گروه بیست کشور صنعتی قرار گرفته است و همچنین به نوعی مورد توجه سیاستگذاران در تدوین استانداردهای نظام مالی بین المللی نیز قرار داشته است.^{۱۴}

¹⁵ <https://www.ontario.ca/laws/statute/90s05> > accessed 22 July 2021.

¹⁶ Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht,
https://www.bafin.de/EN/Homepage/homepage_node.html.

BaFin ¹⁷

¹² Standard Setting Bodies

¹³ International Organization for securities
Commissions (IOSCO)

¹⁴ “G20 Seoul Summit Leaders’ Declaration”,
11 Nov.)–12, 2010), available at:
https://www.fsb.org/wp-content/uploads/g20_leaders_declaration_seoul_summit_2010.pdf > accessed 22 July 2021.

های بالقوه، ناهماهنگی ها، نقاط ضعف، و حوزه هایی می باشد که به اختیارات یا نظارت های بیشتری دارد، و به عنوان مبنایی برای شکل دهی به اولویت ها به منظور تقویت و اصلاح قوانین، مقررات و رویه های جاری، می داند. (منبع پیشین)

همانند بسیاری از استانداردهای بین المللی مالی و بانکی، کشورها روش های متنوعی برای عمل به توصیه ها و استانداردهای بین المللی را بکار می گیرند. در این خصوص تاکید بر سه دسته از مفاهیم قابل توجه است به طوری که برخی از کشور ها از جمله ایران، ایالات متحده از مفهوم منصفانه بودن بازار همچون یوسکو استفاده کرده اند، برخی دیگر از مفهوم یکپارچگی و در نهایت دسته ای دیگر بر مفهوم اعتماد تاکید شده است.

۵. نگاهی به کاربرد مفاهیم منصفانه، یکپارچگی و اعتماد در قوانین

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا همانگونه که در بالا اشاره شد، بر حمایت از سرمایه گذار، بازار کارا، و منصفانه تاکید نموده است. در استرالیا، قانون کمیسیون سرمایه گذاری

وظایف خود می داند.^{۱۸} یوسکو در بیانیه اصلی سیاست ها^{۱۹} اهداف و اصول مقررات (نظارت) اوراق بهادار، اهداف زیر را بعنوان مقررات اوراق بهادار بیان می دارد،

۱. حمایت از سرمایه گذاران

۲. حصول اطمینان از اینکه بازار منصفانه، کارا و شفاف می باشد

۳. کاهش ریسک سیستمی.^{۲۰} با توجه به اینکه ماموریت اصلی یوسکو بعنوان نهاد بین المللی برای تنظیم استانداردهای بین المللی در اوراق بهادار از یکسو و اعضای این نهاد که بیشترین معاملات اوراق بهادار در آن کشورهای انجام می شود، لذا استراتژی یوسکو برای رسیدن به استانداردهای منسجم بر اساس تدوین و تنظیم استانداردهایی است که با اجرای آن دولت ها به اهداف مورد نظر دست پیدا کنند و دست یابی به این اهداف قابل ارزیابی باشد.^{۲۱}

در ابتدا یوسکو برای بررسی دستیابی دولت ها به اهداف یاد شده، از روش خود ارزیابی^{۲۲} بهره برد سپس سیاست خود را تغییر داده و از سال ۲۰۱۱ کمیته ارزیابی برای تسریع در اجرای آن در نظر گرفت.^{۲۳} در نظر یوسکو، فرایند ارزیابی به مثابه عنصر اصلی در اعمال استانداردهای یکسان به منظور ایجاد هماهنگی جهانی می باشد و هدفش را، شناخت خلاء

²¹ "Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation IOSCO", (May 2017), available at: <https://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD562.pdf> accessed 21 July 2021.

²² Self- assessment

²³ "Annual Report 2011", IOSCO, 44 (2011), available at: https://www.iosco.org/annual_reports/2011/financialStatements1.html accessed 22 July 2021.

¹⁸ Securities Supervision, BAFIN (Oct. 17, 2003), available at : https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html > accessed 21 July 2021.

¹⁹ "IOSCO"s main policy statement", available at: <https://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD561.pdf> accessed 21 July 2021.

²⁰ "Objectives and Principles of Securities Regulation", International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 3 (June 2010), <https://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD323.pdf> accessed 21 July 2021.

این قوانین و اختیارات داده شده زدودن فعالیت هایی است که موجب خدشه به اعتماد سرمایه گذاران به بازار های مالی شده و از سوی دیگر حفظ کارآمدی بازار مالی از طریق تقویت قیمت های منصفانه جهت کسب اعتماد سرمایه گذاران است.

باید توجه داشت که تعریف یکپارچگی بازار^{۲۸} برخی از نویسندگان نظیر کامرتن، و همکاران (۲۰۰۶) آن را «توانایی سرمایه گذار برای معامله نمودن در یک بازار منصفانه و آگاهانه (در بازاری) که قیمت ها بازتابی از اطلاعات باشد» می دانند. (کامرتن، کارول و ریچ، ۲۰۰۶) یا برخی دیگر، تنظیم قیمت ها در بازاری عاری از اطلاعات غلط را یکپارچگی بازار فرض می نمایند. (مارگوتا، ۲۰۱۱) با توجه به مباحث فوق الذکر، در واقع آنچه که از تعاریف مضیق فوق الذکر از یکپارچگی بازار بر می آید نشان از آن دارد که بازار در صورتی کارا است که قیمت ها بازتابی از ارزش پایه ای و اساسی دارایی ها باشد. به عبارت بهتر به دلیل در دسترس بودن اطلاعات صحیح و یکسان برای همه مشارکت کنندگان در بازار، ارزش دارایی های عرضه شده در بازار بر اساس رابطه عرضه و تقاضا ناشی از تصمیم درست و غیر هیجانی سرمایه گذاران تعیین می شود لذا قیمت دارایی رابطه مستقیمی با یکپارچگی بازار دارد. در چنین بازاری است که سرمایه گذار برای اوراق بهادار قیمت واقعی آن را می پردازد و نه تحت تاثیر اطلاعات غلط. برخی دیگر یکپارچگی بازار را عدم مشارکت فعالان بازار در رفتارهای تجاری غیر قانونی می دانند (دب و همکاران، ۲۰۱۱) و برخی بر دسترسی برابر به

و اوراق بهادار،^{۲۴} مقرر می دارد که مقررات گذار^{۲۵} یعنی کمیسیون، اختیارات خویش را بابت؛

الف. حفظ، تسهیل و بهبود عملکرد نظام مالی و نهادهایی که در آن نظام فعالیت می کنند و در جهت منافع تحقق بازرگانی، کاهش هزینه های تجاری، و کارایی و توسعه اقتصاد،

ب. تقویت مشارکت آگاهانه و مطمئن سرمایه گذاران و مصرف کنندگان در نظام مالی اعمال نماید. (همان جا)

در انگلستان نیز حفظ بازار مطمئن، ثبات مالی، و حمایت از مصرف کنندگان و کاهش جریان مالی را مطمح نظر قرار داده است^{۲۶} و همچنین مقرر می دارد که بازاری بایست بازاری منصفانه و کارا باشد به نحوی که مصرف کننده بتواند معامله منصفانه ای انجام دهد به صورتی که هدف اصلی قانون را،

۱. حمایت از مصرف کننده

۲. حمایت از بازارهای مالی

۳. تقویت رقابت می داند. (همان منبع)

در قانون آلمان، از عبارت یکپارچگی استفاده شده است. بدین صورت که هدف از اعمال مقررات را اطمینان از شفافیت و یکپارچگی بازار مالی و حمایت از سرمایه گذار می داند.^{۲۷} در همین راستا به نهاد «بافین» اختیارات لازم را برای صدور سیاست های ضروری و در صورت نیاز حذف یا منع روش ها یا فعالیت هایی که برای ثبات بازار مضر تشخیص می دهد و یا موجب کاهش اعتماد به بازار می شود را داده است. (همان جا) علی رغم استفاده از عبارت های متفاوت اما هدف تمامی

²⁷Securities Supervision, BAFIN FEDERAL FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY (Oct. 10, 2013), available at: https://www.bafin.de/EN/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht_node_en.html accessed 21 July 2021.

²⁸Market Integrity

²⁴“Australian Securities and Investment Commission Act (ASIC Act)”, available at: <https://www.legislation.gov.au/Details/C2018C00438> accessed 21 July 2021.

²⁵Securities Regulator

²⁶Financial Services and Markets Act, 2000, c. 8, §§ 3-6 (Eng.) available at: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> accessed 21 July 2021.

رویکرد رویه ای در پرتو رویکرد دوم به انصاف یعنی ناظر بر محتوی، تعاریف موسع تری از انصاف در بازار ارایه پیدا نمود. برای نمونه (شفرین و استتمن، ۱۹۹۳) برای انصاف چارچوب وسیع تری در نظر گرفته شده و در این چارچوب هفت دسته از انصاف را در بازار شناسایی نمودند.

چنین تغییر رویکردی را می توان در تغییر مقررات در سطح اتحادیه اروپایی نیز مشاهده کرد. به طوری که در دستورالعمل مقابله با سوء استفاده در بازار که تا پیش از این به بیان کلیات اکتفا نموده بود،^{۳۰} دستورالعمل سوء استفاده در بازار^{۳۱}، بعداً در ماده ۱۸ مقررات سوء استفاده در بازار (سال ۲۰۱۴) فهرستی از معامله کنندگان داخلی (نهانی) را پیش بینی نموده است.^{۳۲} بر اساس مقرر^{۳۳} MAR مقررات مالی اتحادیه اروپایی را هم در محتوی و هم در یکپارچگی توسعه داده است. در مقررات^{۳۴} MAR برای حفاظت و حمایت از یکپارچگی بازارهای مالی تحقیق و بازرسی در خصوص سوء استفاده احتمالی در بازار ا پیش بینی نموده است و برخلاف مقررات^{۳۵} MAD که به بیان کلی اکتفا نموده بود در ماده ۱۸ فهرستی از معامله کنندگان داخلی (نهانی) را تهیه نموده است. انصاف در بخش مالی رکن بسیار مهمی می باشد با این حال این تصور نباید این تصور ایجاد شود که انصاف در بخش مالی منجر به قواعد منصفانه حاکم بر بازار می شود. به عبارت بهتر صرف داشتن رویکرد رویه ای به بازار منصفانه منتهی نمی شود. در واقع رویکرد دوم نیز می بایست مطمح نظر قرار

اطلاعات مرتبط با ارزش دارایی تاکید نموده اند. (هارش و استاتمن ۱۹۹۳)

۶. نمودار انصاف در بخش مالی

همانگونه که تا اینجا بحث شد، انصاف را به طور کلی می توان دسترسی برابر همه معامله گران به اطلاعات مربوط به ارزش گذاری دارایی در نظر گرفت. (شفرین و استتمن، ص ۲۱، ۱۹۹۳) اما در خصوص تبیین انصاف در بازارهای مالی و ارائه معیار در این خصوص، ابتدا باروش^{۲۹} بود که در خصوص اخلاق و انصاف در بازارهای مالی پرداخته و آن را تساوی در برخورداری از فرصت ها تعریف نمود. از این منظر، بازار منصفانه بازاری است که همه فعالان بازار در سطحی برابر به اطلاعات مرتبط دسترسی داشته باشند تا بتوانند در یک شرایط برابر تصمیم به سرمایه گذاری بگیرند. (باروش، ۱۹۸۸) تعریف مذکور بیشتر متأثر از رویکرد اول از انصاف می باشد که ناظر بر انصاف در رویه ها یا معیارهای اعلانی می باشد. لذا بر این اساس، با در نظر گرفتن اینکه سرمایه گذاران بر اساس دو عامل اصلی اطلاعات دریافتی و تحلیل های شخصی (اعم از فردی یا موسسات مالی) اقدام به سرمایه گذاری می نمایند در نتیجه چنانچه اطلاعات یکسانی در دسترس همه قرار بگیرد، نتایج متفاوت در سرمایه گذاری منصفانه می باشد. اما با توجه به تحولات بازارهای مالی دنیا،

April 2014 (the 'New Market Abuse Directive' or the 'New MA Directive' MAD II, available at : [-lex.europa.eu/legal-https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:005L32014content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:from=EN&7](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:005L32014content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:from=EN&7) accessed 22 July 2021.

³³ Market Abuse Regulation (MAR)

[-lex.europa.eu/legal-https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:0596R32014A3%content/EN/TXT/?uri=celex](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:0596R32014A3%content/EN/TXT/?uri=celex)

³⁵ Market Abuse Directive (MAD), available at: [-lex.europa.eu/legal-https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:1924R32006content/en/TXT/?uri=CELEX:](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:1924R32006content/en/TXT/?uri=CELEX:)

²⁹ Baruch Lev

³⁰ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), available at: [-https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:000L32003content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:from=EN&6](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:000L32003content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:from=EN&6) accessed 22 July 2021.

³¹ Market Abuse

³² Market Abuse Regulation' or the 'MA Regulation. ("Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16

و واسطه های مالی نیز به اعمال هر چه بیشتر انصاف در بازار کمک می نماید؟

در قوانین و مقررات بیشتر کشورها برای رسیدن به بازار منصفانه ای که اعتماد سرمایه گذاران را جلب نماید. قانونگذاران سه گروه را مورد خطاب قرار می دهند که عبارتند از:

۱. اشخاص
۲. شرکت ها و موسسات مالی
۳. سیاستگذاران بازارهای مالی

۱.۷ انصاف ناظر بر اشخاص، انصاف در این حوزه بیشتر ناظر بر حذف عواملی است که قابلیت اثر گذاری بر قیمت و تصمیم گیری پس انداز کنندگان/ سرمایه گذاران را دارند. به عبارت بهتر، در بازار های مالی اشخاص یا همان سرمایه گذاران بایستی به طور برابر به اطلاعات دسترسی داشته باشند در غیر اینصورت شخصی که (اعم از فرد یا شرکت) با استفاده از اطلاعات نهانی^{۳۷}، در اینصورت شخصی که با در اختیار داشتن چنین اطلاعاتی معامله نموده است در واقع بر خلاف اصل انصاف به سودی غیر منصفانه در بازاری غیر منصفانه دست یافته است یا اینکه از زبانی پیش رو بطور غیرمنصفانه ای طفره رفته است در حالی که دیگر سرمایه گذاران از چنین فرصتی محروم شدند. به هر صورت نتیجه برای همه سرمایه گذاران به دلیل عدم رعایت برابری در دسترسی به اطلاعات غیر منصفانه است. به همین دلیل نیز تحلیل گران در این حوزه بیشترین تاکید را بر افزایش دقت در قیمت گذاری اوراق بهادار گذاشته اند و هر آنچه که از دید سرمایه گذار قیمتی غیر منصفانه است را مورد بررسی قرار می دهند و تا در خصوص منصفانه بودن قیمت قضاوت نمایند (کانمن، نتش و تالر، ۲۰۱۶) و برخی دیگر از تحلیلگران بر انصاف در شرایط نوسان قیمت تاکید نموده اند. (شنگ و پن، ۲۰۰۷)

بگیرد. عبارت بهتر انصاف را بایستی نه تنها بر افراد، بلکه بر نهاد ها و موسسات مالی اعم از بانک ها و موسسات سرمایه گذاری و واسطه های مالی و نظام مالی بطور خاص بازارهای مالی اعم از بازارهای اولیه و ثانویه نیز در نظر گرفت.

۷. سطوح مختلف اعمال انصاف در بازارهای مالی

فعالیت مناسب و بدون مشکل بازارهای مالی می تواند به توزیع کارای منابع مالی بر اساس اصل شفافیت سرمایه گذاری کمک نموده و منجر به تولید و توزیع ثروت گردد و در نهایت هدف اصلی بازار یعنی رشد اقتصادی محقق گردد. در بازار های مالی یکپارچه و کارا، انصاف و یکپارچگی امری ضروری هستند. (هینتن و جیوا کارابلا، ۲۰۲۰) انصاف و یکپارچگی در بازار از آن جهت اهمیت فوق العاده ای دارد که در صورت فقدان آنها، سرمایه گذاران در چنین بازاری که به عنوان بازار بی طرف و نابرابر اطمینان و اعتماد سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری را جلب نمی نماید یا از دست می دهد و فقدان اعتماد به معنی عدم کارایی بازارها بطور عام و بازارهای مالی بطور خاص است. به عبارت بهتر سرمایه گذاران در زمان سرمایه گذاری، یکپارچگی و انصاف در بازار را پیش فرض می دانند. (منبع پیشین) بدین معنی که در زمان سرمایه گذاری در بازارهای مالی این اطمینان به بازارهای تحت نظارت^{۳۶} در این معنا وجود دارد که قوانین و مقررات از آنها بعنوان سرمایه گذار حمایت های کافی می نماید. سوالی که مطرح می شود این است که آیا تصویب قوانینی همانند شفافیت در بازار، جرم انگاری سوءاستفاده از بازارهای مالی در عناوین مجرمانه ای نظیر دستکاری در بازار با استفاده از اطلاعات مجرمانه، جرم انگاری معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی، و غیره بستر مناسبی برای چنین اعتمادی را ایجاد می نماید یا نیاز به قوانین تکمیلی در جهت شفافیت بازار و فعالیت واسطه های مالی و مشارکت کنندگان در بازار می باشد؟ یعنی شفافیت در عملکرد شرکت های فعال در بازار اعم از مصرف کنندگان

گیری سرمایه گذاران موثر است، و سوم در صورت انتشار چنین اطلاعاتی بر قیمت ها اثر گذار خواهد بود

³⁶Regulated Markets

³⁷ منظور از اطلاعات نهانی آن دسته از اطلاعاتی می باشد که اول برای عموم منتشر نشده اند و دوم در اختیار داشتن آن اطلاعات بر تصمیم

۲,۷ انصاف در فعالیت شرکت ها یا همان پیروی از قوانین، مقررات و استانداردهای حاکم بر بانک ها و موسسات مالی

در حدود دو قرن پیش، آدام اسمیت در کتاب «ثروت ملل» در بخش سوم خط مشی اقتصاد، بیان می دارد که منافع نماینده هرگز به طور کامل همراستا با منافع اصیل نمی باشد و به همانگونه کرومن^{۳۸} نیز بر شرایطی تاکید دارد که نماینده تصمیمات خود را به هزینه اصیل اتخاذ می نماید که آثار آن بر عهده اصیل قرار می گیرد. در این خصوص با توجه به فرض قانونی برای تشکیل و وجود شخصیت حقوقی به عنوان نماینده منافع افراد و اشخاص، چنین فرض حقوقی نیز از آنجایی که نماینده بوده و مطابق قوانین متعدد دارای حقوق و وظایفی است، به همین دلیل نیز مشمول سنجش منصفانه نیز قرار می گیرد. بر این اساس جهت نیل به اهدافی که در اساسنامه شرکت ها و موسسات مالی قید شده، بایستی از فرصتی برابر برخوردار گردد تا در پرتو رعایت قواعد و مقررات مربوطه به صورت منصفانه به اهدافش دست یابد. در این رابطه دو جنبه اخلاقی بر شرکت ها و موسسات مالی واسطه حاکم است؛

اول مسیر رسیدن به اهداف با رعایت اخلاق و حصول نتیجه منصفانه

و دوم مراقبت از افراد برای رعایت اصول اخلاقی در بازار.

برای مثال در خصوص سوء استفاده از اطلاعات نهانی، علاوه بر افراد یا همان اشخاص حقیقی، چنین معاملاتی به اشخاص حقوقی نیز قابل انتساب می باشد. یعنی نه تنها مراقبت کنند که اطلاعات در اختیار افراد واجد صلاحیت قرار بگیرد بلکه خود شرکت نیز از چنین معاملاتی سود نبرده یا از زیان خود جلوگیری نکرده باشد. در این دسته تاکید بر فعالیت های بانک ها و موسسات مالی و افرادی در خدمتشان می باشند. (کلگیت، ۲۰۰۱) در واقع در این روش، به جای تاکید بر قیمت منصفانه برای مشتری، به رابطه موسسات مالی و مشتریان یا سرمایه گذاران و اثر آن بر قیمت گذاری تاکید می شود. برای

حصول به هدف فوق الذکر و در نتیجه حل مشکل قیمت منصفانه، قوانین کشورهای مختلف تاکید را بر دو گونه تکلیف نهاده اند.

اول ممانعت از معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی، در این دسته از قوانین به منظور جلوگیری از سوء استفاده اشخاص می باشد که می تواند بیشتر بصورت موردی به وقوع بپیوندد. لذا اگر شخصی اطلاعاتی داشته باشد که عمومی نشده اند و با آن اطلاعات معاملات خردی انجام دهد این دسته از معاملات به عنوان معامله با سوء استفاده از اطلاعات نهانی شناسایی و جرم انگاری شده است. این روش قانونگذاری در واقع اولین نسل از قوانین می باشد که هدف از آن جلوگیری از کسب سود نامشروع و اثرگذار بر قیمت ها بوده است به طوری که منجر به تعیین قیمت های غیر منصفانه می شوند. با این حال با گذشت زمان و از نظر اقتصادی مبنای جرم بودن این نوع از معاملات مورد چالش قرار گرفته است، بدلیل اینکه معاملات خرد، در این سطح به اندازه ای نیست که بر قیمت های بازار به طور کلی اثر گذار باشد لذا جرم مزبور در سطحی نیست که کارایی و در واقع انصاف بازار را تحت تاثیر قرار دهد. از منظر قانونی نیز اگر هدف از جرم انگاری چنین معاملاتی رسیدن به قیمت منصفانه باشد نتیجه آن ممکن است در عین حال که از نظر اقتصادی بر کارایی بازار اثر گذار باشد با این حال از سوی دیگر با هدف قانون که انصاف در بازار است نیز معارض می باشد. برای مثال بحث داغی بین موافقان و مخالفان ممنوعیت چنین معاملاتی در قانون وجود داشته است به طوری که از یک سو برخی امعتقدند که؛

اول؛ سهم موسسان (کارآفرینان) در شرکت شامل تولید اطلاعات جدید ارزشمندی است، لذا برای تولید چنین ایده هایی، زحمات این افراد می بایست به نحوی جبران شود و پاداش یا جبران زحمات این افراد از بابت تشویق و یا انگیزه ای برای تولید ارزش افزوده بیشتر برای شرکت می باشد و از آنجایی که ارزیابی ارزش تولید چنین اطلاعاتی از پیش و بر اساس نرخ ثابتی مانند حقوق یا پاداش از پیش تعیین شده متناسب با نوع و ارزش اطلاعات تولید شده نمی باشد لذا

Krugman³⁸

مهمترین دلیل مخالفان به اثر گذاری این معاملات بر کارکرد بازار اوراق بهادار وارد آمده که عملاً به کارکرد آن و نهایتاً کارایی آن آسیب می زند. (همان منبع) برای جلوگیری از این امر، در بسیاری از کشورها از جمله در ایالات متحده، معاملات شرکت توسط مدیران شرکت، کارمندان کلیدی، اعضای هیات مدیره، و سهامداران مهم (کسی که صاحب بیش از ۱۰ درصد یا بیشتر از سهام شرکت) تحت نظارت قرار گرفته است به طوری که افراد فوق الذکر که قصد انجام چنین معاملاتی را دارند بایستی چند روز پیش از انجام هرگونه معامله ای، مشخصات معامله یاد شده را به ناظر بازار گزارش داده و یا قصد خود را از انجام چنین معاملاتی را به طور عمومی منتشر نمایند. (کافی، ۲۰۰۷؛ کریستینسن و همکاران، ۲۰۱۶)

در ایالات متحده بر اساس قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۹۳۴ و قانون اصلاحیه ویلیامز ۱۹۶۸ بر معاملات با استفاده از اطلاعات عمومی نشده حاکم است. بر اساس مقرر ۵-۱۰ b و بخش اجرایی ۱۰ b قانون ۱۹۳۴، در صورتی معامله ای مشمول مقرر فوق الذکر قرار بگیرد کارمندان داخلی بایستی اطلاعات مهم داخلی را افشاء نمایند در غیر اینصورت بایستی از معامله خودداری نمایند. در این مقرر همچنین افراد مورد نظر محدود به کارمندان داخلی شرکت نشده بلکه به هر فردی که به اطلاعات مهم مزبور به هر نحوی دست یافته تسری دارد. از نظر قانون دسترسی به اطلاعات موضوعیت دارد و روش رسیدن در درجه دوم اهمیت قرار دارد به طوری که مقرر می نماید اطلاعات یاد شده نه تنها از طریق کارمندان داخلی شرکت بلکه از سوی ناشر یا هر شخص دیگری که اطلاعات مزبور از او سرقت شده باشد.^{۳۹}

معاملاتی مشمول قانون یاد شده قرار می گیرند که حاوی اطلاعات مهمی باشد^{۴۰} که برای عموم نیز منتشر نشده اند. منظور از اساسی و مهم بودن اطلاعات نیز آن دسته از اطلاعاتی است که بر انگیزه و تصمیم سرمایه گذاران موثر باشد به طوری که سرمایه گذاری بر اساس اطلاعات یاد شده

غیرقانونی تلقی نمودن معاملات از طریق اطلاعات تولید شده توسط این افراد باعث کاهش انگیزه های آنها و در نتیجه ناکارایی شرکت می گردد. بر این اساس معتقدند معاملات ناشی از اطلاعاتی که توسط این افراد تولید شده اما هنوز عمومی نشده اند راه مناسبی برای جبران زحمات آنان می باشد. معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی بر ای شرکت، منجر به افزایش دقت قیمت ها در بازار بورس می گردد. (ونگ و استینرگ، ۲۰۱۰)

از سوی دیگر اما موافقان غیر قانونی بودن معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی، با اعطای چنین امتیازی به کارآفرینان موافق هستند اما ایراداتی به درستی مطرح می نمایند که با واقعیت های بازار نیز همراهی دارد از جمله؛ در پاسخ به مزیت اول، معتقدند که استفاده از اطلاعات عمومی نشده و کسب سود از آن، در عمل محدود به کارآفرینان یا موسسان شرکت نمی شود. (پرینتیس و دونلسن، ۲۰۱۰) بلکه امروزه کارمندان شرکت ها نیز از چنین امتیازی برای کسب سود بهره می گیرند. (اندرسن، ۲۰۱۴) بر این مینا و برای جلوگیری از سوء استفاده احتمالی و همچنین فراهم آوردن زمینه های قانونی برای افزایش انگیزه لازم برای موسسان و کارآفرینان شرکت ها، پیشنهاد می دهند که در شرکت های بورسی یا سهامی عام بایستی افراد مجاز به چنین امتیازی مشخص شده و محدود گردند که البته کار ساده ای نیست. دلیل آن نیز روشن است به دلیل اینکه عملاً نیازمند نظارت های مداوم از سوی نهادهای نظارتی برای اطمینان از دسترسی همان افراد و در ثانی عدم دسترسی دیگر افراد است. (پرینتیس و دونلسن، ۲۰۱۰) در پاسخ به مزیت احتمالی دوم نیز، مخالفان معتقدند که حتی اگر معاملات کارآفرینان با استفاده از اطلاعات عمومی نشده باعث دقت بیشتر در قیمت ها شود در این حال نیز سود زیادی بدست نمی آورند و بازار بدون چنین معاملاتی نیز کارا است. (دنت، ۲۰۱۳) همچنین معتقدند که هرگونه سود ناشی از دقت بیشتر در قیمت هایی که از معاملات فوق الذکر ناشی شود بسیار ناچیز می باشد، اما

⁴⁰ Material information

³⁹ -2011-<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-b10-240sec-3vol-17title-2011-pdf/CFR/3vol-17title.pdf>.5

نکته اصلی در این مقرره این است که هدف از ممنوعیت معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی جلوگیری از اثر گذاری بر قیمت ها می باشد به نحوی که قیمت ها از نظر مشتری منصفانه باشد اما در قانون افرادی که مبادرت به انجام معامله با استفاده از اطلاعات نهانی نموده اند را ملزم می کند که پانزده روز پس از انجام معامله گزارش خود مبنی بر در اختیار داشتن چنین اطلاعاتی را ارائه دهند. در حالی که این امر بر خلاف منطق قیمت های منصفانه در بازار می باشد برای نمونه، برای جلوگیری از این امر، در بسیاری از کشور ها از جمله در ایالات متحده، معاملات شرکت توسط مدیران شرکت، کارمندان کلیدی، اعضای هیات مدیره، و سهامداران مهم (صاحبان یا دارندگان بیش از ۱۰ درصد یا بیشتر از سهام شرکت) بایستی چند روز پیش از انجام معامله به ناظر بازار گزارش شود یا قصد انجام چنین معاملاتی توسط افراد فوق الذکر بطور عمومی منتشر شود. (کریستینسن، لوزی و لئوز، ۲۰۱۶)

از باب جرم انگاری نیز در ایران بر اساس ماده ۴۶ قانون اوراق بهادار « اشخاص زیر به حبس تعزیری از سه ماه تا یکسال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد:

۱. هر شخصی که اطلاعات نهانی مربوط به اوراق بهادار موضوع این قانون را که حسب وظیفه در اختیار وی قرار گرفته به نحوی از انحاء به ضرر دیگران یا به نفع خود یا به نفع اشخاصی که از طرف آنها به هر عنوان نمایندگی داشته باشند، قبل از انتشار عمومی، مورد استفاده قرار دهد و یا موجبات افشاء و انتشار آنها را در غیر موارد مقرر فراهم نماید.

۲. هر شخصی که با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید.»

ر مقرره فوق الذکر نیز رابطه مبتنی بر اعتماد و اطمینان مشهود است. از سوی دیگر در قانون یاد شده عبارت «نفع خود» استفاده و تاکید شده است که مشخص نیست بر جنبه مثبت نفع یعنی تحصیل سود ناظر است یا شامل استفاده از

تصمیم به سرمایه گذاری بگیرد (دوفوا، ۲۰۰۳) و صرف داشتن اطلاعات مزبور باعث نمی شود که شخص ملزم به افشاء آن اطلاعات گردد و یا اینکه از معامله خودداری نماید، بلکه تحصیل آن اطلاعات می بایست مبتنی بر اصل اعتماد باشد. به عبارت دیگر، رابطه ای مبتنی بر امانت یا رابطه ای مشابه که بر اساس اعتماد، اطمینان و امانت داری بین طرفین معامله برقرار شده باشد. (منبع پیشین)^{۴۱} در همین خصوص نیز در تبصره (۱) ماده ۴۶ قانون اوراق بهادار ایران با پیروی از رویکرد فوق الذکر معاملات افراد زیر را مشمول معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی می داند.

« تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون اوراق بهادار ایران - اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای اطلاعات نهانی شرکت شناخته میشوند:
الف - مدیران شرکت شامل اعضای هیأت مدیره، هیأت عامل، مدیر عامل و معاونان آنان.

ب - بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت.

ج - سهامدارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت تکفل خود، بیش از ده درصد (۱۰٪) سهام شرکت را در اختیار دارند یا نمایندگان آنان.

د - مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذی ربط یا نمایندگان شرکتهای مادر

(هلدینگ) که مالک حد اقل ده درصد (۱۰٪) سهام یا دارای حد اقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت سرمایه پذیر باشند.

ه - سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و یا موقعیت خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند.

تبصره ۲. اشخاص موضوع تبصره (۱) این ماده موظفند آن بخش از معاملات اوراق بهادار خود را که مبتنی بر اطلاعات نهانی نباشد، ظرف پانزده روز پس از انجام معامله، بهسازمان و بورس مربوط گزارش کنند.»

⁴¹ Ibid.

شود. در صورتی که اطلاعات غیر عمومی به صورت عمومی منتشر شوند و چنین اطلاعاتی بتواند نقطه تعادلی بازار را تغییر دهد. مدل دیگری نیز هست که در آن یک کارگزار می تواند اطلاعات عمومی را با اطلاعات یا بهتر بگوییم شایعات غلط یا گمراه کننده جایگزین نموده و همین عمل باعث تغییر در شتاب بازار شود، چنین عملی به عنوان دستکاری در بازار^{۴۲} شناسایی شده و در بسیاری از قوانین جرم تلقی می گردد.

همانطور که اشاره شد قانونگذار ایرانی، در خصوص رویکرد ماهوی، از معامله با اطلاعات نهانی گذشته و این چنین رویکردی را محدود به نشر اطلاعات گمراه کننده نموده است. به همین منظور نیز در قانون اوراق بهادار ایران در بند سوم ماده ۴۶ مقرر می دارد که «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمتهای کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود.» باز هم می بینیم که مقرر قانونی ناظر بر اثر گذاری بر قیمت می باشد. اما از نظر نتیجه منصفانه با توجه به نوع مجازات یکسان مقرر شده محتمل است که نهایتاً منجر به نتیجه غیر منصفانه شود. به دلیل اینکه در معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی عمل یاد شده منجر به سود شخصی می گردد. اما در معاملات ساختاری نوع دوم، منجر به فریب مشتریان یا سرمایه گذاران شده و در نتیجه اثر آن بر بازار و در مجموع اقتصاد بسیار وسیع تر از معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی است.

نهایتاً، کارگزار معاملات ساختاری در سطح گسترده ای انجام می دهد و چنین معاملاتی قدرت تاثیر گذاری بر قیمت ها را دارد به طوری که قیمت ها را نسبت به هرگونه اطلاعات جدید عمومی بیش از حد حساس می کند. در صورتی که اطلاعات غیر عمومی به صورت عمومی منتشر شده و چنین اطلاعاتی بتواند نقطه تعادلی بازار را تغییر دهد نهایتاً منجر به قیمت های غیر منصفانه می شود.

۷.۳ سیاستگذاران بازارهای مالی

معاملات نهانی برای جلوگیری از «زیان» نیز مطمح نظر قانونگذار بوده است. کما اینکه در باب نفع آمده است که «همه را داد آلتی در خور از پی جر نفع و دفع ضرر.» (سنائی)

تاثیر این تفسیر منجر به این می شود که ممکن است شخصی با استفاده از اطلاعات نهانی معاملاتی نماید که مانع از کاهش مجموع دارایی هایش یا زیان های شخص شود اما نفع مستقیمی نیز حاصل نکند. مگر اینکه قائل به این نظر باشیم که منظور از نفع را من حیث المجموع هر معامله در نظر بگیریم.

دومین نکته در خصوص ماده قانونی فوق الذکر این است که نوع اطلاعات آنچنان اهمیتی ندارد که در اختیار داشتن آن اطلاعات اهمیت دارد. یعنی قانونگذار ایرانی انصاف در معاملات به معنی فرصت برابر برای اتخاذ تصمیم سرمایه گذاران در نظر داشته تا رویکردی که ناظر بر انصاف به صورت ماهوی به طوری که بر انصاف در قیمت گذاری اوراق بهادار به طوری که دقت در قیمت گذاری به شفاف ترین حالت محقق گردد. به عبارت بهتر قانونگذار ایرانی به انصاف به معنای رویکرد شکلی یا رویه ای نظر دارد یعنی هیچ کسی از قبل داشتن یا دسترسی به اطلاعات بتواند معامله بهتری داشته باشد یا سود نماید. در حالی که برای نمونه در رویکرد آمریکایی، انصاف در در رویکرد ماهوی آن نیز مهم است برای همین نیز نه تنها در اختیار داشتن اطلاعات بلکه اطلاعات اساسی که بر قیمت های بازار اثر گذار باشد مورد توجه قرار داشته است.

نوع دیگری از اقداماتی که باعث می شود انصاف در بازار رعایت نشود، زمانی است که شخص یا اشخاصی بتوانند با ارائه اطلاعاتی بر قیمت ها اثر گذار باشند که نهایتاً منجر به قیمت های غیر منصفانه گردد. در این نوع از روابط که منجر به معاملاتی غیر قانونی می شود، معاملات ساختاری در سطح گسترده ای انجام شده و چنین معاملاتی قدرت تاثیر گذاری بر قیمت ها را دارد به طوری که قیمت ها نسبت به هرگونه اطلاعات جدید و عمومی منتشره بیش از حد حساس می

⁴² Market Manipulation

برای حصول به این امر اشاره شد که دو رویکرد به انصاف در بازارها قابل اعمال است رویکرد شکلی یا رویه ای که ناظر اجرای قوانین در معاملات می باشد و رویکرد رویه ای که ناظر بر فرایند داخل موسسات مالی و واسطه های مالی می باشد که در نهایت می تواند منجر به برقرار انصاف در بازار و در بین سرمایه گذاران گردد.

منابع :

فرهنگ معین، ۱۳۸۷، جلد اول، انتشارات زرین.
شهید اول، ترجمه القواعد و الفوائد (جلد اول) انتشارات دانشگاه فردوسی مشهد.
الفیومی، احمد بن محمد بن علی المقری، المصباح المنیر، ناشر محمد علی صبیح و اولاده، مصر، ۱۳۴۷.
راغب اصفهانی، المفردات القرآن، ناشر دارالمعرفه بیروت، ۱۴۱۹.

Boatright John R. "Ethics", in *Finance-Chichester*, Chichester, West Sussex; Malden, MA: Wiley Blackwell, (3ed.). 2014

Haentjens Matthias & Pierre De Gioia-Carabellese, "European banking and financial law", Routledge. 2020,

Mandle Jon, "Rawls's 'A Theory of Justice', " *Cambridge Introductions to Key Philosophical Texts, An Introduction*. Cambridge University Press, 2009.

Overland Juliette, "Corporate Liability for Insider Trading", 2019, Routledge

WANG WILLIAM K. S. & MARC I. STEINBERG, "INSIDER TRADING", Oxford University Press (3d ed) 2010

Anderson P. John " (2014), Greed, Envy, and the Criminalization of Insider Trading, " *Utah Law review* 54-1 : 2014(1 Vol) .

Angel James J. & Douglas McCabe, "Fairness in Financial Markets: The Case of High Frequency Trading," *Journal of Business Ethics Vol 112: 585-10551s/10.1007https://doi.org/ .(2013) 595-0-1559-012*

هدف اصلی از طراحی نظام و بازارهای مالی بطور اخص، جلب اعتماد مردم برای در اختیار نهادن پس اندازها و سرمایه خودشان برای کمک به رشد اقتصادی کشور یعنی کل نظام سیاسی اقتصادی، اجتماعی می باشد. در یک چنین نظامی می بایست قواعد و مقررات بر اساس ترکیب رویکرد های اول و دوم یعنی رویه ای و ماهوی حاکم باشد تا نه تنها معیارهای یکسانی در برخورد با شرکت ها و موسسات مالی اتخاذ نماید بلکه قواعدی ناظر بر نحوه فعالیت های فعالان بازار اعم از حسابرسی، مدیریت شرکت، بکارگیری افراد ذی صلاح نه تنها در بازار بعنوان ناظر یا مجری، بلکه مراقبت از فعالیت های افراد واحد شرایط در شرکت ها و موسسات مالی واسطه در بازارهای مالی می باشد. و یا مهمتر بر نحوه تصاحب و تملک شرکت های دیگر، ممانعت از بکارگیری روش های غیر رقابتی در بازار. برای نمونه در ماده دوم قانون اوراق بهادار هدف از قانون را «راستای حمایت از حقوق سرمایه گذاران و با هدف ساماندهی، حفظ و توسعه 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.» در واقع این ماده به نوعی برداشت از مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده و برخی دیگر از کشورها می باشد با این تفاوت که بر برخی از کشورها عبارت «انصاف و یکپارچگی بازار «بجای «انصاف و کارایی بازار « بکار گرفته شده است .

۸. نتیجه گیری:

در جمع بندی این مطلب باید گفت که اگرچه مفاهیمی هم چون بازار منصفانه و یکپارچه در قوانین کشورهای بسیاری که برخی از آنها نام برده شد مورد استفاده قرار گرفته است، اما تحلیل این مفاهیم نشان می دهد که تعریف مورد اجماعی وجود ندارد و تاکید بر حق سرمایه گذار برای تصمیم گیری آگاهانه و معامله منصفانه ای است که بر اساس ارزش واقعی دارایی پایه و به تبع آن قراردادهای مشتقه می باشد و این مهم بدست نمی آید مگر با چرخش آزاد اطلاعات صحیح و جلوگیری از نشر اطلاعات غلط و مهمتر از همه هر روش یا ابزاری که بتواند بر قیمت ها اثر گذاشته یا بر تصمیم گیری سرمایه گذار موثر باشد.

- THE JOURNAL OF TRADING*, Vol -69 :(3)6 .2011.6.3.069jot./10.3905https://doi.org/.89
- Frino & Alex Vito Mollica & Robert I. Webb, "The Impact of Co-Location of Securities Exchanges' and Traders' Computer Servers on Market Liquidity", *The Journal of Futures Market*, Vol 34 .33-20 :(1) .21631fut./10.1002https://doi.org/
 - Hans B. Christensen, Luzi Hail, Christian Leuz " ,(2016) ,Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement , "The Review of Financial Studies, Volume 29-2885: (11) .055rfs/hhw/10.1093https://doi.org/ ,2924
 - Kahneman, Daniel, Jack L. Knetsch, and Richard Thaler (1986), *Fairness and the Assumptions of Economics*, *Journal of Business*, 59 (4), 285.300 –
 - Lev Baruch (1988), "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy " *The Accounting Review*, Vol.63(1):1- 22.
 - Schwartz, Jeff, "Fairness, Utility, and Market Risk , " *Oregon Law Review*, (2010) Available at SSRN:1565834https://ssrn.com/abstract=
 - Shefrin H. & Statman, M. "(1993 Summer,) , Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Products , " *Financial Management*, Vol. 22 .134-123:(2)
 - Shefrin, H. & Statman, M. "(1993), Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets." *Financial Analysts Journal* Vol , .29-21:(6)49 .6.21n.49faj.v/10.2469https://doi.org/
 - Sheng, S., Bao, Y., & Pan Y. (2007). " , Partitioning or bundling? Perceived fairness of the surcharge makes a difference , " *Psychology and Marketing*, Vo 124, Issue12 .1041-1025 :
 - Prentice Robert A. & Dain C. Donelson,(2010) " , Insider Trading as a Signaling Device", *American Business law Journal*, Vol 47(1): 1_73.
- Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider
- Austin Janet, " (2017) What Exactly is Market Integrity? An Analysis of One of the Core Objectives of Securities Regulation , " *William & Mary Business Law Review*, Vol 8(2): 215-240. Available at: https://scholarship.law.wm.edu/cgi/view-content.cgi?article=1126&context=wmbblr
 - Coffee Jr John C. (2007), "Law and Market, Impact of Enforcement", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol 154(2): 229-311.
 - Colquitt, Jason A. (2001), "On the dimensionality of organisational justice: A construct validation of a measure," *Journal of Applied Psychology*.400-386 ,2001 ,(3)86 IVo ,
 - Comerton - Forde, Carole and Rydge, James, (2006), "Market Integrity and Surveillance Effort , " *Journal of Financial Services Research*, Vol. 29:149-172, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=927132
 - ComertonForde , Carole & James Rydge,(2006) " , The current state of Asia Pacific s.32-1 :(1)14 Vol
 - stock exchanges: A critical review of market design", *Pacific-Basin Finance Journal*
 - Dent, George W. Jr., (2013), "Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster". *Faculty Publications* ,273-247 27 Vol . https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty_publications/27.> Accessed 21 July 2021.
 - " ,(2003) Ako, Doffou Insider Trading: A Review of Theory and Empirical Work , " *Journal of Accounting and Finance Research* , .17-1 (1)11 Vol.
 - Margotta , Donald " ,(2011) , Market Integrity, Market Efficiency, Market Accuracy, " *The Business Review*, Cambridge, Vol. 17, No. 2, pp. 14-20. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1892251 .
 - R. Alfred Aitken, J. Michael Harris, DeB. H. Kumar & Overdahl James Berkeley, " ,(2011) Venkataraman, Evidence-Based Regulatory Policy Making for Financial Markets", A Panel Discussion of a Proposed Framework for Assessing Market Quality,

- https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html
- <https://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD561.pdf>
- <https://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD323.pdf>
- <https://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD562.pdf>
- https://www.iosco.org/annual_reports/2011/financialStatements1.html
- <https://www.legislation.gov.au/Details/C2018C00438>
- <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>
- https://www.bafin.de/EN/DieBaFin/AufgabenGeschichte/Wertpapieraufsicht/wertpapieraufsicht_node_en.html
- *dealing and market manipulation (market abuse), available at: -lex.europa.eu/legal-ttps://eurh000L32003content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:from=EN&6> accessed 22 July 2021.*
- *Market Abuse Regulation 'or the 'MA Regulation. (" Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 (the 'New Market Abuse Directive ' or the 'New MA Directive 'MAD II, available at : -lex.europa.eu/legal-https://eur0L32014content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:from=EN&057> accessed 22 July 2021.*
- <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-3vol-17title-2011-pdf/CFR/3vol-17title-2011pdf.5-b10-240sec>
- *"G20 Seoul Summit Leaders Declaration", ' -11 Nov.)12,2010), available at : https://www.fsb.org/wp-content/uploads/g20_leaders_declaration_seoul_summit_2010.pdf*
- <https://www.ontario.ca/laws/statute/90s05>
- https://www.bafin.de/EN/Homepage/homepage_node.html.

Fairness Tantamount To Protection of Investors in Financial Markets

*Azarnejad Mehdi¹ **

Abstract

One of the primary objectives of regulated markets is fairness in Financial Markets. In order to achieve this goal, legislatures have taken two approach regarding fair financial markets. Fairness in procedure and fairness in substantive. In view of some authors, fairness in the procedure is incomplete and may lead to unfair results indeed. And we need to exercise substantive fairness. Most countries take a mixed approach but a reflection of the mixed approach, in practice, is slightly different. To do this, first of all, we define fairness and explain types of fairness as a general concept, then we examine fairness in financial markets regulation including in Iran, US, EU, and Germany regulation and international standard-setting body known as IOSCO. As we see fairness in financial markets is employed in three concepts meaning fair market, integrity, and trust IOSCO (International Organization of Securities Commissions) as an international standard-setting body uses fairness in financial markets and many jurisdictions such as the Iranian legislature in article 2, securities markets Act, 1384 uses the fair market as it is used by IOSCO. In this article, we review some important financial market regulations in light of the Fairness and integrity of financial markets.

Keywords: *Fairness, Integrity, Market abuse, Fair Market, Financial Markets.*

¹