



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

معاملات با اطلاعات نهانی
از منظر شریعت

دکتر محمد توحیدی

دی ۱۳۹۸



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه بازارها و ابزارهای مالی

عنوان: معامله با اطلاعات نهانی از منظر شریعت

نویسنده: دکتر محمد توحیدی

کد گزارش: ۲۰۱۹-۰۹-۹۸

تاریخ گزارش: دی ۱۳۹۸

این اثر برگرفته از مقاله علمی پژوهشی با عنوان «بررسی و تحلیل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی براساس موازین فقه امامیه» است که در دوفصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، دوره ۸، شماره ۲ (۱۶) به چاپ رسیده است. مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط نویسندگان و پژوهشگران این مرکز بوده و نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

معاملات با اطلاعات نهانی از منظر شریعت

دکتر محمد توحیدی^۱

چکیده

در معامله با اطلاعات نهانی، دسترسی به اطلاعاتی درباره بازار وجود دارد که عموم معامله‌گران از آن آگاه نیستند و تلاش می‌شود قبل از این که بازار از اطلاعات مطلع شده و در قیمت منعکس گردد، معامله‌گر با اطلاعات نهانی خود سود کسب نماید. معاملات متکی بر اطلاعات نهانی همواره یکی از مباحث مهم در بورس‌های اوراق بهادار می‌باشد. مباحث نظری متعددی در سه دهه اخیر در خصوص شیوه‌های ردیابی، کشف و منع این پدیده انجام شده است که در استانداردهای افشای اطلاعات و قوانین تنظیمی بورس‌ها تبلور یافته است.

در این گزارش ضمن تعریف اطلاعات نهانی، انواع معاملات با اطلاعات نهانی و رویکردها و نظریه‌ها نسبت به معاملات نهانی، به مبحث ضرر و زیان ناشی از معاملات با اطلاعات نهانی پرداخته شده و در بخش بعد به تجزیه و تحلیل و تطبیق این نوع معاملات با اصول و موازین فقه امامیه از جمله ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت غبن، تدلیس، غصب اموال، ممنوعیت تلقی رکنان پرداخته می‌شود. ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت تدلیس، تصرف غیرقانونی در اموال و خیانت در امانت از جمله مواردی است که برای ممنوعیت فقهی معاملات با اطلاعات نهانی می‌توان بدان‌ها اشاره نمود.

واژگان کلیدی: بورس‌بازی، اطلاعات نهانی، کارایی بازار، فقه امامیه.

^۱ عضو هیئت علمی دانشکده مدیریت دانشگاه امام صادق (علیه السلام)

مقدمه

اثرات معامله گروه خاصی از سهامداران بر اساس اطلاعات منتشر نشده و کسب بازدهی بیشتر از سایر سرمایه‌گذاران مقوله مهمی برای فعالان عادی بازارهای اوراق بهادار می‌باشد. مسأله کسب بازدهی بیشتر توسط دارندگان اطلاعات نهانی خصوصاً مدیران شرکت‌ها، زمانی اهمیت پیدا می‌کند که به عنوان هدف مدیریت شرکت‌ها قرار گیرد و آنها در اطلاع رسانی صحیح و بموقع به سرمایه‌گذاران، بازدهی بیشتر خود نسبت به سایر فعالان بازار را لحاظ کنند. به همین دلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی، فاکتورهای مهم نظریه کارایی بازار و نظریه نمایندگی را به چالش می‌کشد.

در معامله با اطلاعات نهانی، دسترسی به اطلاعاتی درباره بازار وجود دارد که عموم معامله‌گران از آن آگاه نیستند. از این رو قیمت بازار اوراق بهادار اشتباه بوده و قبل از اینکه بازار از اطلاعات مطلع شده و در قیمت منعکس گردد، معامله‌گر با اطلاعات نهانی خود سود کسب می‌نماید. یک دسته از معامله‌گران بازار که ممکن است در معامله با اطلاعات نهانی مشارکت کنند همان خودی‌های شرکت هستند. این‌ها شامل مدیران ارشد یا دیگر افرادی هستند که چشم‌انداز خوبی از اقدامات یک شرکت پذیرفته شده خاص در بورس دارند. معامله با اطلاعات نهانی در این مورد زمانی اتفاق می‌افتد که معامله‌گر با اطلاعات نهانی، سهام شرکت را پیش از افشای اطلاعات مربوط به شرکت، خرید و فروش می‌کند. با این حال افراد داخلی شرکت تنها افرادی نیستند که به اطلاعات نهانی دسترسی دارند. کارگزاران نیز به دلیل موقعیت خاصشان برای جهت دهی و سیگنال دادن به مشتریان، خودشان را در مقام دارنده اطلاعات نهانی می‌بینند. این مورد شبیه تکنیک‌های دستکاری قیمتی مخصوص کارگزار است که پیش‌تر تبیین شد.

تعریف اطلاعات نهانی

کشورهای مختلف هر یک با در نظر گرفتن شرایط بومی خود، تعاریف مختلفی از اطلاعات نهانی، خودی‌ها و محرمین اطلاعات و معاملات متکی بر اطلاعات نهانی ارائه نموده اند؛ این تعاریف نقش کلیدی در تعریف جرایم و چگونگی برخورد با آنها دارد.

ماده (۷) مقررات سوء استفاده بازار اتحادیه اروپا ویژگی‌های «اطلاعات نهانی» را به صورت ذیل تعریف می‌کند:

– اطلاعات دارای ماهیت دقیقی باشد.

- به صورت عمومی منتشر نشده باشد.
 - به طور مستقیم یا غیرمستقیم به یک یا چند ناشر اوراق یا به یک یا چند ابزار مالی مرتبط باشد.
 - اگر به صورت عمومی منتشر شود، احتمالاً اثر قابل ملاحظه‌ای بر روی قیمت آن ابزارهای مالی یا بر روی قیمت ابزارهای مشتقه مربوطه داشته باشد.
- معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی زمانی واقع می‌شود که فرد یا سازمانی عالماً با در اختیار داشتن اطلاعات محرمانه‌ای که در دسترس عموم قرار ندارد و چنانچه در اختیار عموم قرار گیرد به صورت قابل ملاحظه‌ای قیمت اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار می‌کند (Morse, 1996, p. 425).
- در ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار ایران اطلاعات نهانی عبارتند از «هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوط تأثیر می‌گذارد.
- براساس تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای اطلاعات نهانی شرکت شناخته می‌شوند:
- مدیران شرکت شامل اعضای هیأت مدیره، هیأت عامل، مدیر عامل و معاونان آنان.
 - بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت.
 - سهامدارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت تکفل خود، بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند یا نمایندگان آنان.
 - مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذی ربط یا نمایندگان شرکت‌های مادر (هلدینگ) که مالک حداقل ۱۰ درصد سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند.
 - سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و یا موقعیت خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند.

انواع معامله گران با اطلاعات نهانی

در تعریف معامله گران با اطلاعات نهانی، باید بین دو گروه عمده از معامله گران با اطلاعات نهانی تمایز قائل شد: معامله گران دست اول (اولیه) و دست دوم (ثانویه). تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار ایران در تعیین اشخاص دارای اطلاعات نهانی، تنها معامله گران با اطلاعات نهانی دست اول را شامل شده و قطعاً مقررات گذاری معامله گران با اطلاعات نهانی دست دوم، کار مشکل تر و پیچیده تری خواهد بود که در قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران دیده نشده است، هرچند که در برخی نظام های حقوقی برای کنترل معامله گران با اطلاعات نهانی دست دوم نیز مقررات گذاری نموده اند (OICU-IOSCO, 2003, pp 9-10). البته بند «ه» تبصره (۱) ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار ایران اگر به صورت موسع تفسیر شود، می تواند اشخاص بسیاری را که اصولاً در زمره دارندگان اولیه اطلاعات نهانی نیستند نیز شامل شود.

الف. معامله گران با اطلاعات نهانی دست اول

عموماً شامل مدیریت شرکت و اعضای هیأت مدیره می شود. گاهی کارکنان شرکت و افرادی که خدماتی برای ناشر فراهم می کنند شامل وکلا، حسابداران، حسابرسان و مشاوران مالی نیز جزء همین دسته محسوب می شوند. با این حال تعریف ذی نفعان اصلی شرکت، از یک نظام حقوقی به یک نظام حقوقی دیگر متفاوت است. به عنوان نمونه از سهامداران دارنده حداقل ۵ درصد سهام یک شرکت در چین تا سهامداران دارنده حداقل ۲۵ درصد در مجارستان جزء ذی نفعان اصلی شرکت محسوب می شوند. ذی نفعان اصلی داخل در تعریف معامله گران با اطلاعات نهانی دسته اول می شوند، زیرا آنها دسترسی (رسمی یا غیر رسمی) به اطلاعات بیشتری نسبت به سرمایه گذاران خرد دارند و در اغلب کشورها مجازات های شدیدتر به این دسته از معامله گران تحمیل می شود، زیرا فرض بر اینست این افراد دارای اطلاعات نهانی ناشر هستند.

یک دسته خاص از خودی های دسته اول شرکت، خودی های موقتی^۲ هستند. آنها، اشخاص حرفه ای مانند وکلا، حسابداران و حسابرسان، مشاوران مالی، شرکت های تأمین سرمایه و... هستند که رابطه استخدامی با شرکت ناشر نداشته ولی با توجه به خدماتی که برای ناشر فراهم می کنند، تصمیمات شرکت را تحت تأثیر قرارداده و امکان دسترسی به

^۲. Temporary Insider

اطلاعات مهم شرکت را دارند. این خودی‌های بیرونی دارای انگیزه جدی برای معامله براساس اطلاعات نهانی خود هستند.

ب. معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم

این معامله‌گران افرادی هستند که اطلاعات نهانی را از شخصی دیگر (نه ضرورتاً یک خودی و محرم شرکت) به دست می‌آورند. آنها می‌توانند اطلاعات نهانی را به واسطه ارتباط خاص با شخصی که از اطلاعات نهانی آگاهی دارد (انتقال دهنده^۳) و یا به‌خاطر قرار گرفتن در شرایط خاصی (خودی‌های تصادفی و اتفاقی^۴) به دست آورند.

انتقال دهنده

انتقال اطلاعات غیرعمومی و محرمانه توسط یک خودی و محرم شرکت به یک فرد دیگر با هدف معامله آن فرد مبتنی بر آن اطلاعات را تپینگ^۵ گویند. افرادی که اطلاعات را از یک خودی دسته اول دریافت می‌کنند تپپی^۶ نامیده می‌شوند. قوانین و مقررات کشورهای خاصی این دسته از معامله‌گران را نیز به‌طور مشابه مدنظر قرار داده و اجازه معامله براساس آن اطلاعات را به آنان نمی‌دهد. تفاوت‌ها به نوع برخورد و مواجهه با انتقال‌دهنده‌های دسته دوم برمی‌گردد؛ یعنی افرادی که اطلاعات نهانی را از منابعی غیر از خودی‌های دسته اول دریافت می‌کنند. استفاده از اطلاعات نهانی توسط انتقال‌دهنده‌های دسته دوم همیشه و در همه کشورها غیرقانونی در نظر گرفته نمی‌شود. به‌عنوان نمونه در سنگاپور این دسته معامله‌گران ممنوع نشده است. به‌نظر بهترین سناریو اینست که تمامی افراد دارنده اطلاعات نهانی چه دست اول و چه دست دوم، باید در معرض تحریم‌ها و مجازات‌ها باشند، اما نکته‌ای که وجود دارد اینست که شناسایی انتقال‌دهنده‌های دست دوم کار بسیار مشکلی برای نهاد ناظر بازار اوراق بهادار خواهد بود.

^۳. A Tippee

^۴. Accidental Insiders

^۵ Tipping

^۶ Tippee

خودی‌های تصادفی

این دسته افرادی هستند که نه دسترسی به اطلاعات نهانی دارند و نه اطلاعات از طریق شخصی که دسترسی داشته، بدان‌ها منتقل شده است، بلکه آنها اطلاعات نهانی را به دلیل قرار گرفتن در شرایط و موقعیت خاصی به دست آورده‌اند. نمونه‌هایی از چنین شرایطی شامل استراق سمع یک گفتگو در آسانسور یا از طریق موبایل، یافتن مستندات محرمانه در سطل زباله، دریافت یک فکس که اشتباه ارسال شده است و... که در قوانین و مقررات کشورهای مختلف، این دسته معامله‌گران از سایر معامله‌گران با اطلاعات نهانی دسته دوم تفکیک نشده‌اند. این دسته معامله‌گران عموماً تحت عنوان خودی‌های دست دوم محسوب شده و همان قوانین و مقررات معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم (در صورت وجود) شامل خودی‌های تصادفی هم می‌شود.

رویکردها و نظریه‌ها نسبت به معاملات با اطلاعات نهانی

مهم‌ترین موضوع مورد مناقشه محققین، نظارت و منع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی یا عدم نظارت بر این دسته از معاملات می‌باشد. در واقع دو دیدگاه متفاوت که هر یک استدلال‌هایی را مطرح می‌سازند منجر به بروز این اختلاف گردیده است؛ گروه اول معتقدند معاملات متکی بر اطلاعات نهانی منجر به افزایش کارایی بازار می‌شود و گروه دوم معتقدند به کاهش کارایی و یکپارچگی بازار منتهی می‌شود. به هر حال محققین تا کنون به یک چهارچوب نظری یکسان توافق ننموده‌اند و این مسأله منجر به ارائه تحقیقات تجربی بسیار متنوع و مدل‌های علمی گردیده است.^۷ از جمله صاحب‌نظرانی که موافق نقش معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر کارایی بازار هستند می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

هنری^۸ (۱۹۸۵) در مقاله‌ای با عنوان "معامله با اطلاعات نهانی و حقوق مالکیت در عصر جدید اطلاعات" بیان می‌دارد معامله با اطلاعات نهانی همیشه قیمت‌های سهام را در جهتی سوق خواهد داد که به درستی منعکس کننده تمام حقایق واقعی درباره شرکت باشد. ترینور^۹ (۲۰۰۴) در مقاله‌ای با عنوان "معامله با اطلاعات نهانی: دو دیدگاه" معتقد است اگر

^۷ اغلب بورس‌ها گزینه دوم را برگزیده و قوانین منع‌کننده معاملات متکی بر اطلاعات نهانی وضع نموده‌اند.

^۸ Henry

^۹ Treynor

یکی از وظایف اولیه بازارها کشف قیمت دقیق باشد، استشنا کردن معاملات با اطلاعات نهانی معنی ندارد. با حذف معامله‌گران با اطلاعات نهانی، آگاهی بازارها کمتر شده و قیمت‌های بازار انعکاس‌دهنده دانش تجمعی همه فعالان بازار نمی‌باشد. همچنین انگلن^{۱۰} (۲۰۰۷) در مقاله‌ای با عنوان "اخلاق معاملات با اطلاعات نهانی" بیان می‌دارد با وارد شدن اطلاعات نهانی در قیمت، قیمت‌های اوراق بهادار بهتر و سریع‌تر انعکاس‌دهنده ارزش بنیادی واقعی شرکت خواهند بود و به معامله‌گران با اطلاعات نهانی این اجازه را خواهد داد که کارایی تخصیصی بازار اوراق بهادار را افزایش دهند. از جمله صاحب‌نظرانی که مخالف نقش معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر کارایی بازار هستند می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

گراندفست و همکاران^{۱۱} (۱۹۸۶) در مقاله‌ای با عنوان "گرفتن دزد: تحولات اخیر در قانون معاملات متکی بر اطلاعات نهانی و اجرای آن" باور دارند اطلاعات یک نوع دارایی است. کسب دارایی بدون رضایت و موافقت، دزدی محسوب می‌شود و دزدی هم غیراخلاقی و هم خلاف کارایی است. عدم کارایی چنین معاملاتی بدین خاطر است که انگیزه سرمایه‌گذاری دیگر معامله‌گران را از بین برده و سازوکارهای سیگنال‌دهی قیمتی، سیستم بازار آزاد را مخدوش می‌کند. سروویسکی^{۱۲} (۲۰۰۵) در مقاله‌ای با عنوان "عایدی سرمایه" باور دارد معامله با اطلاعات نهانی یک روش ناکارای دستیابی به کارایی بازار است، زیرا تمام سود معامله‌گر نهانی ناشی از وقفه میان زمانی است که وی شروع به فروش می‌کند و زمانی که بازار متوجه آنچه اتفاق افتاده می‌شود. آن چه به نفع بازار سرمایه است، شفافیت است، در حالی که معامله‌گران نهانی از عدم شفافیت و ابهام منتفع خواهند شد.

براساس دیدگاه‌های متفاوت صاحب‌نظران، تئوری‌های رایج در خصوص معاملات متکی بر اطلاعات نهانی به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند:

^{۱۰} Engelen

^{۱۱} Grundfest et al

^{۱۲} Surowiecki

الف. نظریه‌های مخالف اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

نظریه جرم بدون قربانی^{۱۳}

این نظریه در سال ۱۹۸۷ توسط هرزل^{۱۴} و کاتز^{۱۵} مطرح گردید. این تئوری، ادعا می‌کند که معاملات متکی بر اطلاعات نهانی قربانی ندارد. زیرا معاملاتی که با هدایت محرمین اطلاعات انجام شود، قیمت سهام را به سمت اعمال اثر اطلاعات محرمانه سوق می‌دهد و در نتیجه قیمت اوراق بهادار مفروض واقعی خواهد شد و از واقعی شدن قیمت سهام کلیه سهامداران نفع خواهند برد.

نظریه پاداش مدیریت^{۱۶}

این تئوری براساس این مفهوم بنا نهاده شده است که تنها راه کنترل یا به عبارتی جبران خدمات مدیریت، اعطای مجوز استفاده از اطلاعات محرمانه به نفع خود است. این مسأله بر این واقعیت بنا شده است که پاداش پرداختی به مدیریت و اعطای اختیار خرید سهم نمی‌تواند کافی باشد و همچنین نمی‌تواند انگیزه‌ای برای مدیر برای ارتقای ثروت در شرکت باشد (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 10).

نظریه کارآمدی بازار^{۱۷}

سومین تئوری مخالف اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی بر مبنای مفهوم کارایی بازار در سطح قوی بنا نهاده شده است. قیمت سهام نمایی از کلیه اطلاعات موجود شامل اطلاعات خصوصی و محرمانه می‌باشد. بنابراین بر

^{۱۳}. Victimless Crime

^{۱۴}. Herzel

^{۱۵}. Katz

^{۱۶}. Managers Compensation

^{۱۷}. Market Efficiency

طبق دیدگاه لیلند^{۱۸} (۱۹۹۲)، دولی^{۱۹} (۱۹۸۰) و مان^{۲۰} (۱۹۹۶)، محرمین اطلاعات قیمت سهام را با سرعتی بیشتر به سمت ارزش‌های واقعی شرکت سوق داده و انعکاس بهتری از اطلاعات ممکن شامل عمومی و خصوصی را برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل فراهم می‌آورد.

ب. نظریه‌های موافق اعمال محدودیت بر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

نظریه تصرف غیرقانونی^{۲۱}

این نظریه بر مبنای این ایده شکل گرفته است که اطلاعات خصوصی و حرفه‌ای در زمره دارایی‌های نامشهود یک شرکت قرار داشته و دارای ارزش است. ایروین^{۲۲} (۱۹۸۷) هرگونه سوءاستفاده از اطلاعات نهانی شرکت با انگیزه کسب منفعت شخصی توسط دارندگان این اطلاعات، را می‌توان با سرقت و دزدی از شرکت مساوی دانست. در واقع اطلاعات مهم و خصوصی شرکت‌ها را می‌توان در طبقه دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها قرار داد و از آنها محافظت به عمل آورد، بنابراین یکی از وظایف مدیریت حفظ و حراست از این اطلاعات می‌باشد. طبق این نظریه استفاده از اطلاعات محرمانه منجر به افشای زود هنگام اطلاعات محرمانه شرکت خواهد شد، زیرا خرید و فروش مدیران شرکت منجر به تغییر غیرمعمول حجم و قیمت سهام شرکت می‌شود (Kitch, 1980, pp 683-723; Easterbrook, 1981, pp 309-335; Bainbridge, 2000, pp 22-24).

نظریه مساوات در بازار^{۲۳}

این تئوری بر این موضوع بنا نهاده شده است که کلیه فعالان بازار می‌بایست تصمیماتشان را بر مبنای مجموعه‌ای از اطلاعات یکسان اتخاذ نمایند. برابری اطلاعاتی و ایجاد فرصت مساوی برای تصمیم‌گیری در خصوص سبدسهم، منجر

^{۱۸} Leland

^{۱۹} Dooley

^{۲۰} Manne

^{۲۱}. Misappropriation Theory

^{۲۲}. Irvine

^{۲۳}. Market Egalitarianism

به افزایش اعتماد و مشارکت سرمایه‌گذاران خواهد شد. مهم‌ترین استدلال مطرح شده در این تئوری، اصل حسابداری «افشای کامل اطلاعات» می‌باشد. شرکت‌ها طبق این اصل موظفند شرایط معامله یکسان، از نظر اطلاعاتی را برای کلیه مشارکت‌کنندگان در بازار فراهم آورند (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 10).

زیان و ضرر ناشی از معاملات با اطلاعات نهانی

زیان و ضرر ناشی از معامله با اطلاعات نهانی در سه سطح قابل بررسی است:

ا- زیان و ضرر به شرکتی که اطلاعات نهانی مربوط به آن شرکت است؛

ب- زیان و ضرر به طرف معامله که از این اطلاعات بی‌خبر است؛

ج- زیان و ضرر به یکپارچگی و کارایی کل بازار اوراق بهادار.

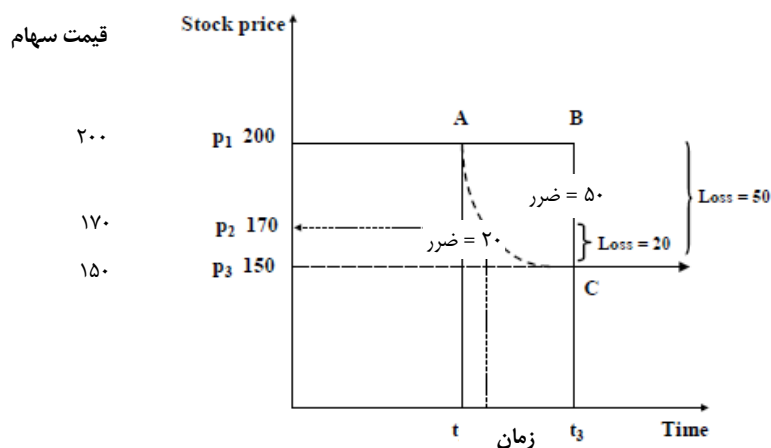
ا- زیان و ضرر به ناشر

اطلاعات شرکت دارای ارزش بوده و به‌عنوان یک حق مالکیت نامشهود و ارزشمند محسوب می‌شود. وجود حقوق مالکیت در دارایی‌های نامشهود دیگر نظیر حق اختراعات، حق کپی‌رایت، علائم تجاری، اسرار و اطلاعات معامله، پذیرفته شده است (Engelen & Liedekerke, 2006, pp14-15; Bainbridge, 2000, p75). بنابراین اطلاعات نهانی و منتشر نشده یک شرکت جزء اموال و دارایی‌های نامشهود شرکت محسوب شده و معامله با این اطلاعات نقض آشکار حقوق مالکیت محسوب شده و به نوعی سرقت اموال شرکت محسوب می‌شود.

ب- زیان و ضرر به طرف مقابل معامله (معامله‌گر غیر مطلع)

در نگاه اول شاید قربانی و متضرر بالقوه معامله با اطلاعات نهانی، فروشنده بالقوه‌ای است که سهامش را به یک بورس‌باز دارای اطلاعات نهانی می‌فروشد و یا بالعکس از او می‌خرد. نکته مهم اینست که آن فروشنده به هر حال قصد فروش سهم خود را دارد و اینکه یک معامله‌گر با اطلاعات نهانی خریدار است و یا کسی دیگر، عواید حاصل از فروش وی را تحت‌تأثیر قرار نمی‌دهد. در واقع تحقیقات آکادمیک نشان‌دهنده اینست که معامله با اطلاعات نهانی منجر به هیچ زیانی به

گروه معین و مشخصی نمی‌شود و حتی چه بسا به جای زیان، به نوعی فروشنده با دریافت قیمت بهتر، کمکی هم دریافت کرده باشد (Haddock and Macey, 1986, pp1452-1453). فرض کنید اتفاقی افتاده که اثر منفی بر ارزش شرکت دارد. در چنین موقعیتی بورس بازان با اطلاعات نهانی با داشتن این اخبار بد، با فروش اوراق خود قبل از انتشار این اخبار، سود کسب می‌کنند. همان‌طور که در نمودار (۱) نمایان است، فرض کنید قیمت اولیه سهم در لحظه t_1 ، ۲۰۰ تومان است. به خاطر فروش سهام توسط دارندگان اطلاعات نهانی، قیمت سهم در نتیجه عرضه مازاد کاهش می‌یابد. فرض کنید دارندگان اطلاعات نهانی اوراقش را در زمان t_2 به یک معامله‌گر غیرمطلع به ۱۷۰ تومان می‌فروشد. پس از این، قیمت در زمان t_3 با انتشار عمومی اخبار، به ۱۵۰ تومان کاهش می‌یابد. معامله‌گر غیرمطلع در این معامله ۲۰ تومان ضرر می‌کند، اما در صورت نبود معامله‌گر با اطلاعات نهانی در بازار، معامله‌گر غیرمطلع سهم را ۲۰۰ تومان خریده و با کاهش قیمت سهم (پس از انتشار اخبار بد) به ۱۵۰ تومان، وی ۵۰ تومان ضرر خواهد کرد. با عرضه اضافی معامله‌گران با اطلاعات نهانی، خریداران (معامله‌گران غیرمطلع) در موقعیت بهتری قرار دارند نسبت به هنگامی که آنها بدون معامله با دارندگان اطلاعات نهانی، همچنان خرید می‌کنند. این مثال را می‌توان برای زمانی که یک اتفاق خوب می‌افتد نیز تکرار نمود. در این حالت معامله‌گر با اطلاعات نهانی مثبت قصد خرید سهم خواهد داشت. فرض کنید به خاطر تقاضای دارندگان اطلاعات نهانی، قیمت سهم در زمان t_2 به ۲۲۰ تومان افزایش یافته و پس از این با انتشار عمومی اخبار، قیمت سهم به ۲۵۰ تومان افزایش یابد. در این وضعیت اگر معامله‌گر با اطلاعات نهانی وجود نداشت. معامله‌گر غیرمطلع در زمان t_1 سهم را به قیمت ۲۰۰ فروخته و در زمان t_3 قیمت سهم به ۲۵۰ می‌رسید که هیچ نفعی از افزایش قیمت نمی‌برد، اما با وجود معامله‌گر با اطلاعات نهانی، وی سهم را در زمان t_2 به ۲۲۰ فروخته که به نوعی از بخشی از افزایش قیمت سهم منتفع می‌شد.



نمودار (۱): میزان زیان طرف مقابل معامله در مورد اخبار منفی راجع به قیمت سهام
منبع: (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 10)

ج- زیان و ضرر به کل بازار اوراق بهادار

یکپارچگی بازار اوراق بهادار و تضمین کارکرد صحیح بازارهای مالی مبنایی برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی است و به‌طور قطع معاملات براساس اطلاعات نهانی به‌دلیل عدم رعایت مساوات و عدالت در دسترسی به اطلاعات فعالان بازار، ناعادلانه محسوب شده و به یکپارچگی بازارهای مالی لطمه وارد کرده و اعتماد عمومی در بازار را تضعیف خواهد کرد. معامله‌گران با اطلاعات نهانی این توانایی را دارند که از زیان خودداری کرده، زیرا ریسک عدم اطمینان در سرمایه‌گذاری آنها به حداقل رسیده و می‌توانند به راحتی با داشتن اطلاعات نهانی و استفاده زودهنگام از اطلاعات منتشر نشده، همیشه سود کسب کنند. در واقع دارندگان اطلاعات نهانی (عمدتاً معامله‌گران و سرمایه‌گذاران نهادی)، همیشه برنده بازار بوده و این معامله‌گران غیرمطلع (عمدتاً معامله‌گران و سرمایه‌گذاران خرد) در بازار هستند که در مجموع بازنده محسوب می‌شوند، اما همان‌طور که در بخش قبل ذکر گردید نمی‌توان شخص خاصی را به‌عنوان متضرر تعیین نمود، اما می‌توان ادعا نمود کل بازار اوراق بهادار به‌خاطر وجود معامله‌گران با اطلاعات نهانی متضرر خواهد شد (Engelen & Liedekerke, 2006, p. 7).

بررسی فقهی بورس‌بازی مبتنی بر اطلاعات نهانی

معاملات با اطلاعات نهانی با چند اصل اساسی در شریعت اسلام منافات دارد که عبارتند از:

أ- مصداق تصرف غیرقانونی اموال شرکت

سرقت عبارت است از دزدیدن مال دیگری به‌صورت پنهان (حلی، ۱۴۲۸ق، ج ۳، ص. ۴۸۳)، که چنان‌چه گرفتن به ناحق مال به زور و با غلبه باشد، غصب نامیده می‌شود (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۱۳، ص. ۳۱۰). سرقت از باب حکم تکلیفی دارای حرمت و از باب حکم وضعی موجب ضمان است و با وجود عین مال ربوده شده، سارق باید آن را به صاحبش بازگرداند و در صورت تلف، باید مثل آن و با دسترسی نداشتن به مثل و یا قیمی بودن مال،

قیمت آن را بپردازد (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۴۱، صص. ۵۴۳-۵۴۴) و اگر عین مال در دستش نقصان یافته، باید ارزش آن را نیز بپردازد. سرقت مال دیگری، علاوه بر ضمان، موجب ثبوت حد با شرایط ذکر شده در کتب فقهی می‌شود (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۴۱، ص. ۴۷۵).

همان‌طور که پیش‌تر در نظریه تصرف غیرقانونی ذکر شد، اطلاعات خصوصی و حرفه‌ای شرکت در زمره دارایی‌های نامشهود یک شرکت قرار داشته و مالکیت آن مربوط به شرکت است. از نظر فقهی، حقوق مالکیت فکری یا معنوی مورد تردید و چالش جدی فقها قرار دارد. برخی فقیهان معاصر چون حضرت آیت‌الله امام خمینی (ره) و آیت‌الله صافی حقوق مالکیت فکری را اساساً غیرشرعی می‌دانند (موسوی خمینی، ۱۴۰۸ق، ج ۲، صص. ۶۲۵-۶۲۶؛ صافی، ۱۳۷۱، صص. ۲۰۷-۲۰۹). از جمله دلایل مخالفین حقوق مالکیت معنوی، ناسازگاری با قاعده تسلیط، عدم اعتبار مالکیت معنوی و... می‌باشد. برخی دیگر از فقهای معاصر مانند آیت‌الله فاضل‌لنکرانی و مکارم‌شیرازی قائل به جواز حقوق مالکیت فکری هستند (مکارم‌شیرازی، ۱۳۷۱، ص. ۲۱۱؛ فاضل‌لنکرانی، ۱۳۷۱، ص. ۲۱۰). از جمله دلایل قائلین به حقوق مالکیت فکری و معنوی، تمسک به قاعده «لاضرر»، «سیره عقلا» و نظریه منطقه الفراغ است.

در ایران پس از تصویب قانون ثبت علائم و اختراعات سال ۱۳۱۰ اولین قانون به منظور حمایت از مالکیت فکری در سال ۱۳۴۸ تحت عنوان قانون حمایت از حقوق مؤلفان، مصنفان و هنرمندان به تصویب رسید. در پی آن قانون دیگری به نام قانون ترجمه و تکثیر کتب و نشریات و آثار صوتی در سال ۱۳۵۲ و سپس قانون حمایت از حقوق پدیدآوردندگان نرم افزاری رایانه‌ای در سال ۱۳۷۹ به تصویب رسید.

با فرض اینکه اطلاعات نهانی شرکت مصداق دارایی‌های نامشهود بوده و حقوق مالکیت فکری را در مورد آن بپذیریم، از نظر فقهی اگر دارنده اطلاعات نهانی که دارای رابطه حقوقی و امانی با شرکت است (مانند مدیر عامل، کارکنان و...)، اطلاعات محرمانه شرکت را به دیگران انتقال داده و به نوعی منفعت و درآمدی از این طریق به طور مستقیم یا غیرمستقیم کسب کند، می‌تواند مصداق تصرف غیرقانونی در دارایی‌های نامشهود شرکت محسوب شود. اما اگر خود فرد با داشتن اطلاعات محرمانه شرکت، اقدام به خرید و فروش سهام شرکت به قیمت موردنظر کند و از این راه سود ببرد، هرچند عنوان سوء استفاده از اطلاعات در مورد وی صدق می‌کند، اما اطلاق عنوان سرقت مشکل می‌باشد. همچنین در استفتائاتی که محقق از فقها و مراجع عظام تقلید نموده است، حتی فقهایی مانند آیت‌الله صافی گلپایگانی که حقوق مالکیت فکری را نپذیرفته و معاملات با اطلاعات نهانی را جایز می‌دانند، بیان می‌دارند اگر ضمن عقد لازمی بر مدیران و کارکنان شرط

شود که نمی‌توانند با اطلاعات نهانی معامله شخصی کنند، در این صورت عمل به چنین شرطی تکلیفی لازم خواهد بود. همچنین برخی فقها مانند آیت الله گرامی معتقدند اگر اطلاعات محرمانه شرکت از اسناد طبقه‌بندی شده باشد که انتشار آن ممنوع است، جائز نیست آن را در مسیر معاملات خود قرارداد از آن استفاده کند و فروش آن هم ممنوع خواهد بود.^{۲۴}

ب- مصداق خیانت در امانت.

«ودیعہ» یا «امانت» آن است که انسان مال خود را به دیگری به منظور حفظ و نگهداری بسپارد. اسلام خیانت در امانت را بسیار نکوهش کرده و آن را علامت نفاق می‌داند (کلینی، ج ۲، ص. ۲۹۱ و ۲۳۲).

اسلام تأکید بسیار فراوانی به موضوع امانت داشته است و در آیات و روایت مکرر به رعایت امانت توصیه شده است.

- «إِن أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فَلْيُؤَدِّ الَّذِي أُؤْتِمِنَ أَمَانَتَهُ وَ لِيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ...»^{۲۵} (بقره: ۲۸۳).
- «وَالَّذِينَ هُمْ لِأَمَانَاتِهِمْ وَعَهْدِهِمْ رَاعُونَ * أُولَئِكَ فِي جَنَّاتٍ مُّكْرَمُونَ»^{۲۶} (معارج: ۳۲-۳۵)
- «إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا»^{۲۷} (نساء: ۵۸).
- «... وَالَّذِينَ هُمْ لِأَمَانَاتِهِمْ وَعَهْدِهِمْ رَاعُونَ»^{۲۸} (مؤمنون: ۸).
- «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَخُونُوا اللَّهَ وَالرَّسُولَ وَتَخُونُوا أَمْنَتَكُمْ»^{۲۹} (انفال: ۲۷).

همچنین در روایات بسیاری از ائمه معصومین علیهم السلام به اهمیت امانت‌داری و نهی از خیانت در امانت اشاره شده است:

- امام صادق(ع) می‌فرماید: «از خدا بترسید و هرکس که شما را امین دانسته و امانتی به شما سپرده، امانتش را بازگردانید» (صدوق، ۱۳۷۶، ص. ۲۴۵).

^{۲۴}. متن استفتائات در پیوست مقاله موجود است.

^{۲۵}. اگر کسی از شما دیگری را امین دانست، آن کس که امین دانسته شده امانت را باز دهد و باید از خدا بترسد.

^{۲۶}. آنان که رعایت‌کننده امانت‌ها و قراردادهای خویشند و... اینان در بهشت‌ها گرامی داشته می‌شوند.

^{۲۷}. همانا خداوند به شما فرمان می‌دهد که امانت‌ها را به اهل آن بدهید.

^{۲۸}. مؤمنان کسانی‌اند که امانت‌ها و عهد خود را رعایت می‌کنند.

^{۲۹}. ای کسانی که ایمان آورده‌اید در امانت‌های خدا و رسول و نیز امانت‌های خودتان خیانت نورزید.

- امام باقر(ع) می‌فرمایند: «سه چیز است که خداوند اجازه ترک آنها را به هیچ کسی نداده است: ادای امانت به نیکوکار و بدکار، وفای به عهد برای نیکوکار و بدکار، نیکی به پدر و مادر چه نیکوکار و چه بدکار» (کلینی، ۱۳۶۳،

ج ۲،

ص. ۱۶۲).

برطبق نظر فقها خیانت در امانت حرام و از گناهان کبیره است. اگر کسی امانتی را بپذیرد، باید در نگهداری آن کوتاهی نکند، خواه صاحب امانت مسلمان باشد یا غیرمسلمان (مکارم شیرازی، توضیح المسائل، ص. ۳۸۵). بر این اساس در ماده ۶۷۴ قانون مجازات اسلامی، ضمن اعلام جرم بودن خیانت در امانت، مجازات حبس از شش ماه تا سه سال برای مجرم در نظر گرفته شده است.

رابطه بین مدیران شرکت و سهامداران رابطه اصیل و وکیل بوده و خودی‌های شرکت که به اطلاعات ممتازی دسترسی دارند، به‌عنوان امین شرکت و وکیل سهامداران (مالکان اصلی شرکت) در نظر گرفته می‌شوند تا زمانی که چنین اطلاعاتی در دسترس عموم بازار قرار گیرد. تا آن زمان، چنین فردی از معامله اوراق بهادار شرکت با استفاده از چنان اطلاعات ممتازی به‌نفع خود، منع خواهد بود. کسی که از این اصل سوء استفاده کند، در واقع متهم به خیانت در امانت است. براساس آیات و روایت، در فرهنگ اسلام امانت به دو چیز اطلاق می‌شود: تکالیف بندگی و مال سپرده شده. اگر اطلاعات نهانی شرکت را به‌عنوان یک دارایی نامشهود شرکت که دارای ارزش است بپذیریم آنگاه این نوع امانت از جنس اموال خواهد بود و افشای این اطلاعات، معامله و کسب سود براساس این اطلاعات و یا هر نوع سوء استفاده دیگری که به ضرر سهامداران و دیگر ذی‌نفعان شرکت و بدون اجازه آنان باشد، ممنوع بوده و مصداق خیانت در امانت خواهد بود. بنابراین اگر مدیر براساس قوانین و مقررات از استفاده از اطلاعات نهانی برای نفع شخصی منع شده باشد، معامله براساس این اطلاعات و انتقال اطلاعات به‌نفع شخص ثالث خلاف وظیفه امانت‌داری مدیر خواهد بود. البته اگر مدیران شرکت (کسانی که مال امانی را قبول کرده‌اند)، در نگهداری آن افراط یا تفریط نکرده باشند و علی‌رغم تلاش آنان در نگهداری اسرار و اطلاعات شرکت، این اطلاعات به بیرون سرایت کرده و مورد سوءاستفاده قرار گیرد، در این صورت مدیران شرکت ضامن نیستند (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۲۷، ص. ۲۸).

ج- مصداق تدلیس در معامله

در اصطلاح فقهی تدلیس آن است که یکی از دو طرف عقد کارهای فریبنده و نیرنگ آمیز انجام دهد، یا این کارها با آگاهی او صورت گیرد و به سبب آن کارها، کالای مورد معامله یا شخص طرف عقد، فاقد عیب یا نقص موجود یا واجد کمال غیرموجود نمایانده شود و با اغوای طرف دیگر عقد، وی به انعقاد آن برانگیخته شود (شهید ثانی، ۱۴۰۳ ق، ج ۳، ص. ۵۰۰؛ نجفی، ۱۴۱۲ ق، ج ۱۰، ص. ۸۴۵؛ زحیلی، ۱۴۰۹ ق، ج ۴، ص. ۲۱۸). بر این اساس، تدلیس علاوه بر پوشاندن عیب، اظهار کمال غیرموجود را نیز در بر می گیرد (حرعاملی، بی تا، ج ۱۰، ص. ۱۱۰۷؛ شهید ثانی، ۱۴۰۳ ق، ج ۳، ص. ۵۰۰).

در مورد سکوت از نقص مورد معامله، میان فقها اختلاف نظر است. برخی فقها نظیر امام خمینی (ره) سکوت از عیب را تدلیس ندانسته و موجب خیار فسخ نمی دانند (خمینی، بی تا، ص. ۲۹۶).^{۳۰} برخی فقها نیز قائل به این هستند که سکوت از بیان نقص نیز مصداق تدلیس محسوب می شود. صرف سکوت از نقص مورد معامله، اخفا محسوب نمی شود، بلکه باید اخفاکننده با وجود علم به نقص مورد عقد، نسبت به آن سکوت کند تا تدلیس صورت گیرد (نجفی، ۱۳۶۶، ج ۳۰، ص. ۳۶۳؛ مکارم شیرازی، بی تا، ج ۵، ص. ۱۰۳).

براساس ماده ۴۳۸ قانون مدنی «تدلیس عبارتند از عملیاتی که موجب فریب طرف معامله شود». بنابراین براساس نظر فقها و حقوق دانان، اولاً باید عملیاتی انجام شود، ثانیاً این اقدام باید موجب فریب طرف معامله شود. بر اساس نظر حضرت امام خمینی (ره) و قانون مدنی، دارنده اطلاعات نهانی را نمی توان مرتکب تدلیس دانست، چه او فعل مثبتی برای اغوای طرف قرارداد انجام نمی دهد، بلکه از افشاء اطلاعاتی امتناع می ورزد که طرف مقابل از آن ناآگاه است و از این اطلاعات به نفع خود بهره می برد، با وجود اینکه ظاهر این ماده حاکی از لزوم انجام فعل مثبت گمراه کننده برای تحقق تدلیس است.

اما برخی حقوق دانان در این زمینه تفسیرهای خاصی ارائه داده اند، برخی معتقدند برای ارائه پاسخ به سؤال فوق باید بین دو فرض تفکیک قائل شد، در جایی که با توجه به اوضاع و احوال و عرف دادوستد، سکوت طرف قرارداد فریب کاری و به منزله دروغگویی است، در اینجا تدلیس مصداق داشته، باید جهت حمایت از طرف مقابل برای او حق فسخ قائل شد،

^{۳۰} در تحریر الوسیله این گونه آمده است: «لیس من التدلیس الموجب الخیار سکوت الزوجه او ولیها من النقص مع وجوده و اعتقاد الزوج عدمه فی غیر العیوب الموجهه الخیار و اول بذلک سکوتها عن فقد صفه الکمال مع اعتقاد الزوج وجودها».

ولی در مواردی که سکوت مربوط به واقعیاتی است که طرف مقابل با وجود سکوت طرف دیگر عقد با تلاشی متعارف می‌توانست از آنها آگاه شود، حفظ اعتبار پیمان‌ها و جلوگیری از سستی روابط قراردادی مقتضی است که عقد را لازم دانسته و از فسخ آن بر مبنای خیار تدلیس جلوگیری شود (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص. ۳۳۱).

بر این اساس در معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی در صورتی که دارنده اطلاعات نهانی آگاهانه و عامدانه با هدف فریب و گمراهی سایر معامله‌گران از این اطلاعات استفاده کرده و وارد چنین معاملاتی شود، مصداق تدلیس در معامله بوده و نیز باید حق فسخ معامله را برای طرف ناآگاه از اطلاعات نهانی براساس خیار تدلیس به رسمیت شناخت، زیرا آنچه دارنده اطلاعات نهانی از افشاء آن خودداری می‌کند، واقعیاتی است که طرف مقابل، امکان دسترسی و اطلاع یافتن از آنها را ندارد و عرف نیز بی‌تردید دارنده اطلاعات نهانی را که عمداً از افشاء آن برای سرمایه گذار امتناع کرده، به‌طور قطع فریبکار و مرتکب کاری ناشایست قلمداد می‌کند.

د- مصداق غبن در معامله

غبن در لغت به معنی خدعه، گول زدن و اطلاعات خلاف واقع دادن است. در مجمع‌البحرین واژه غبن به معنای خدعه، نیرنگ، نقض عهد و... به کار می‌رود (طریحی، ۱۴۱۶ق، ج ۶، ص. ۲۸۸). همچنین در قاموس قرآن غبن به معنی گول زدن در معامله است (قرشی، ۱۴۱۲ق، ج ۵، ص. ۸۸).

در اصطلاح فقهی به مالکیت در آوردن مال است به قیمتی که از قیمت اصلی زیاد باشد و همراه جهل طرف دیگر معامله باشد (انصاری، ۱۴۱۵ق، ج ۲، ص. ۲۶۱). همچنین امام خمینی (ره) می‌فرماید «غبن عبارت است از فروختن مال خود به کمتر از قیمت واقعی آن و یا خریدن کالایی بیشتر از بهای واقعی‌اش با جهل مغبون (فروشنده یا خریدار) به واقع» (خمینی، بی‌تا، ج ۱، ص. ۵۲۲).

در اصطلاح حقوقی غبن در قراردادها به مفهوم عدم تعادل میان مورد معامله و ارزش مقرر آن است مانند عدم تعادل میان ثمن و مبیع. غبن در قراردادها عبارت است از زیانی که هنگام معامله در اثر نابرابری فاحش بین ارزش آنچه باید پرداخته یا انجام شود و ارزشی که در برابر آن دریافت می‌شود، به طرف ناآگاه می‌رسد (کاتوزیان، ۱۳۷۶، ص. ۲۰۸). براساس ملاکی که در قانون مدنی ماده ۴۱۷ ذکر شده است، «غبن در صورتی فاحش است که عرفاً قابل مسامحه نباشد». اگر از نظر عرف تفاوت قیمت با قیمت بازار قابل مسامحه باشد، اصولاً غبن صدق نمی‌کند، زمانی غبن ثابت

می‌شود که عرف آن تفاوت قیمت را اغماض نکند و غبن فاحش آنجایی صادق است که در عرف قبول تفاوت قیمت به صورت جدی نفی شود. البته برای تشخیص اینکه چه مقداری در عرف قابل مسامحه است همیشه ممکن است اختلاف پیش بیاید. ملاک ایجاد خیار فسخ وجود غبن فاحش است و معیار اساسی در فاحش بودن غبن همانطور که در ماده ۴۱۷ اصلاحی قانون مدنی ذکر شده است عدم تعادل ارزش تاحدی که از نظر عرف قابل مسامحه و چشم پوشی نباشد.

معروف میان فقها- بلکه بر آن ادعای اجماع شده- ثبوت خیار برای فروشنده یا خریدار به سبب غبن در معامله، در صورت جهل مغبون به واقع است (شهید ثانی، بی تا، ج ۳، ص. ۲۰۳)، لیکن منقول از برخی قدما عدم ثبوت چنین خیاری است (شهید اول، بی تا، ج ۳، ص. ۲۷۵).

براساس نظر فقها، ثبوت خیار غبن منوط به تحقق دو شرط است: یکی، جهل مغبون به قیمت واقعی در زمان عقد و دیگری، کاهش یا افزایش قیمت فراتر از مقدار مسامحه عرفی در مثل آن. بنابر این، با علم مغبون و یا تفاوت ناچیز در قیمت از نظر عرف، خیار غبن ثابت نمی‌شود (نجفی، ۱۳۶۶، ج ۲۳، ص. ۴۳).

در مورد فوری یا با تراخی بودن خیار غبن، اختلاف نظر است. نظر مشهور فوری بودن خیار غبن است. مغبون پس از آگاهی از غبن باید فوری معامله را فسخ کند و در صورت تأخیر، خیار او ساقط می‌گردد؛ لیکن برخی فقها خیار غبن با تراخی را نیز جایز دانسته‌اند و اعتقاد دارند با تأخیر زمانی، خیار ساقط نمی‌شود. البته نباید تأخیر به اندازه‌ای باشد که به طرف دیگر معامله زیان برسد (نجفی، ۱۳۶۶، ج ۲۳، ص. ۴۳؛ انصاری، ۱۴۱۵، ج ۵، ص. ۲۰۶).

در زمان انعقاد معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، ارزش بازاری عوضین متعادل است. فروشنده، سهم را به قیمت رایج در بازار می‌فروشد و خریدار نیز آن را به قیمت متعارف خریداری می‌کند و از جهت نهانی بودن اطلاعات راجع به اوراق بهادار خللی به تعادل عوضین معامله وارد نمی‌شود. افشاء اطلاعات نهانی و عمومی شدن آن پس از انعقاد قرارداد، تعادل عوضین را از بین می‌برد و موجب زیان دیدن طرف ناآگاه می‌شود. از سوی دیگر، فقها و حقوق دانان وجود عدم تعادل بین ارزش عوضین در زمان انعقاد قرارداد را از ارکان تحقق غبن می‌دانند. بنابراین سؤال اینست که آیا طرف زیان دیده از معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی، می‌تواند پس از افشای اطلاعات و عمومی شدن آن، قرارداد را به استناد خیار غبن فسخ نماید، در حالی که در زمان عقد، مال را به قیمت متعارف خریده یا فروخته است. دو پاسخ قابل تصور است:

❖ نظر به اینکه در زمان انعقاد معامله بین عوضین تعادل وجود داشته و افشاء اطلاعات نهانی پس از قرارداد موجب از بین رفتن تعادل بین عوضین شده است، شرایط تحقق خیار غبن وجود ندارد و طرف زیان‌دیده نمی‌تواند قرارداد را فسخ کند؛

❖ در بازار اوراق بهادار بسته به سطح کارایی آن قیمت اوراق نشان‌دهنده انعکاس تمام اطلاعات (تاریخی، در دسترس یا حتی نهانی) در قیمت است. در صورت عدم افشای برخی اطلاعات در قیمت، بین ارزش بازاری و ارزش واقعی اوراق بهادار تفاوت بوجود خواهد آمد. ممکن است در زمان انعقاد قرارداد و پیش از افشا و عمومی شدن اطلاعات نهانی، بین ارزش بازاری عوضین تعادل وجود داشته باشد و عدم افشاء اطلاعات موجب شده است که اثر آن‌ها بر قیمت بازاری منعکس نشود. اگر ملاک ارزش واقعی عوضین باشد، آن‌گاه تعادل در قیمت واقعی عوضین به دلیل عدم افشای اطلاعات تأثیرگذار وجود نداشته و خیار غبن محقق خواهد شد.

در مقایسه دو استدلال ذکر شده و براساس توضیحاتی که در زمینه تحقق غبن در معاملات ذکر گردید، پاسخ اول با نظر فقها و حقوق‌دانان سازگارتر بوده، بدین معنا که در زمان انعقاد معامله بین عوضین تعادل وجود داشته و افشاء اطلاعات نهانی پس از قرارداد (و نه زمان انعقاد) موجب از بین رفتن تعادل بین عوضین شده است. هرچند پاسخ دوم نیز دور از ذهن نبوده و قابل بررسی و تأمل بیشتر است.

۵- مصداق «ضرر و ضرار» در بازار

قاعده ممنوعیت ضرر و ضرار از حدیث معروف «لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ فِي الْإِسْلَامِ»، اخذ شده است و به قاعده لا ضرر معروف است (حرعاملی، ۱۴۱۴ق، ج ۲۶، ص. ۱۴). این قاعده بر معاملات و مبادلات عقلایی حاکم است و شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می‌کند که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط معامله، باعث ضرر و ضرار نشود. در غیر این صورت به وسیله ضابطه نفی ضرر، یا به بطلان معامله حکم می‌کند یا با آوردن قیودی، معامله را به رعایت شرایطی مقید می‌کند و در جایی که ضرر از وجود شرایط ناشی شده باشد، آن شرایط را الغا می‌کند.

فقها در معنا و مفاد این قاعده نظریه‌های مختلفی مطرح کرده‌اند که در این تحقیق به نظر امام خمینی (ره) با توجه رویکرد حکومتی وی در فقه بسنده می‌گردد.

امام خمینی (ره) قاعده لاضرر را از باب حکم حکومتی می‌داند. براساس دیدگاه ایشان نفی به معنای نهی است؛ اما نه نهی الهی، بلکه نهی سلطانی و حکومتی است. این نهی از پیامبر (ص) به سبب آن که رهبر و حاکم بوده است صادر شده است.

به نظر امام خمینی (ره) از حدیث «لاضرر و لاضرار» دو قاعده استفاده می‌شود؛ یکی ممنوعیت وارد کردن خسارت‌های مالی و جانی به دیگران و دوم ممنوعیت ایجاد فشارهای روحی و به وجود آوردن تنگنا و حرج و سختی برای دیگران. قاعده اول مستفاد از «لاضرر» و قاعده دوم مستفاد از «لاضرار» است (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۵، ص. ۵۲۰)، زیرا ضرر معمولاً درباره آسیب‌های مالی و جانی استعمال می‌شود، برخلاف ضرر که اغلب در دشواری و ایجاد حرج و سختی به کار برده می‌شود و پیامبر (ص) با این جمله از ایجاد هرگونه خسارت مالی، جانی و روحی نهی کرده است. ضرری که ممکن است از معاملات با اطلاعات نهانی حاصل شود پیش‌تر در سه سطح، ضرر به طرف مقابل معامله، ضرر به شرکت ناشر که اطلاعات متعلق به اوست و ضرر به کل بازار تقسیم‌بندی شد.

- اگر بپذیریم که اطلاعات نهانی و منتشر نشده یک شرکت جزء اموال و دارایی‌های نامشهود شرکت است و انتقال این اطلاعات مجرمانه به افراد خارج از شرکت (به صورت بلاعوض و یا با عوض معلوم) نقض آشکار حقوق مالکیت محسوب شده و به نوعی سوء استفاده از اموال شرکت و تصرف غیرقانونی اموال شرکت خواهد بود، در این صورت انتقال اطلاعات مجرمانه شرکت ممکن است سبب ایجاد خسارت به مالکان شرکت شود که در این صورت براساس قاعده لاضرر ممنوع است. همچنین اگر دارندگان اطلاعات مجرمانه شرکت (مدیران، کارکنان و...) که با شرکت رابطه امانی و وکالتی دارند و براساس قوانین و مقررات شرکت از معامله با اطلاعات نهانی و انتقال آن منع شده باشند، اگر بدون اجازه مالکان شرکت (سهامداران) اقدام به معامله براساس این اطلاعات نموده و یا آن را به خارج از شرکت منتقل کرده و از این طریق خسارت و زیانی متوجه مالکان اصلی شرکت (سهامداران) شود، بر اساس قاعده لاضرر چنین اقدامی ممنوع بوده و در صورت بروز زیان و خسارت، ضرر زننده مسئول جبران زیان و ضرر خواهد بود.

- معامله گر با اطلاعات نهانی نه تنها سبب ایجاد خسارت و ضرر به طرف مقابل معامله نمی‌شود، بلکه تحقیقات آکادمیک نشان‌دهنده اینست که حتی چه بسا به جای زیان، به نوعی فروشنده با دریافت قیمت بهتر، کمکی هم دریافت کرده باشد که پیش‌تر بدان اشاره نمودیم.

- اصل ایجاد خسارت در معاملات با اطلاعات نهانی در سطح کل بازار است. به‌طور قطع، معاملات بر اساس اطلاعات نهانی به دلیل عدم رعایت مساوات و عدالت در دسترسی به اطلاعات فعالان بازار، ناعادلانه محسوب شده و به یکپارچگی بازارهای مالی لطمه وارد کرده و اعتماد عمومی در بازار را تضعیف خواهد کرد که همه این‌ها خسارات و ضررهای جبران ناپذیری محسوب می‌شود که قانون‌گذاران در کشورهای مختلف با تمسک بدین خسارت‌ها و ضررها، سعی در پیشگیری یا جبران این خسارت‌ها هستند. در واقع دارندگان اطلاعات نهانی (عمدتاً معامله‌گران و سرمایه‌گذاران نهادی)، همیشه برنده بازار بوده و این معامله‌گران غیرمطلع (عمدتاً معامله‌گران و سرمایه‌گذاران خرد) در بازار هستند که در مجموع بازنده محسوب می‌شوند، اما همان‌طور که در بخش قبل ذکر گردید نمی‌توان شخص خاصی را به عنوان متضرر تعیین نمود، اما می‌توان ادعا نمود کل بازار اوراق بهادار به‌خاطر وجود معامله‌گران با اطلاعات نهانی متضرر خواهد شد.

بنابراین براساس رویکرد حضرت امام خمینی (ره)، پس از اثبات ضرری بودن معاملات با اطلاعات نهانی، حاکم اسلامی می‌تواند معامله‌گران بازار را از وارد ساختن خسارت به یکدیگر منع فرموده و در صورت بروز آن، جبران خسارت لازم آید.

و- ممنوعیت براساس نظریه منطقه‌الفراغ

اگر ممنوعیت معاملات با اطلاعات نهانی را براساس هیچ‌یک از موارد پیش گفته نپذیریم، آن‌گاه می‌توان براساس نظریه منطقه‌الفراغ شهید صدر قائل به این شد که حاکم اسلامی می‌تواند برای حفظ انسجام و یکپارچگی بازارهای مالی، جلب اعتماد فعالان بازار و ایجاد نظم اقتصادی در بازارها، در حوزه‌ای از نظام شریعت که دستوری الزامی از ناحیه شرع، وجود ندارد و فعالان بازار در انتخاب راه آزادی عمل دارند، برخی دستورات الزامی را وضع نماید و جعل این قوانین باید به‌گونه‌ای باشد که با قانون شرع و قانون اساسی کشور منافات نداشته باشد (صدر، ۱۴۰۳ق، ص. ۱۱ و ۷۲۶). در واقع اداره اقتصادی جامعه در گرو هماهنگی و عملی شدن عناصر ثابت شریعت و متغیر آن است و وضع حوزه ترخیص در شریعت ناشی از اهمال قانون‌گذار نبوده، بلکه برای پوشش دادن مقتضیات زمان و مکان می‌باشد و این امر نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری احکام شریعت در شرایط مختلف اقتصادی است (صدر، ۱۴۰۲ق، صص. ۷۲۵-۷۲۶).

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این تحقیق سعی گردید مبنای فقهی ممنوعیت معاملات با اطلاعات نهانی مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. جمع‌بندی فقهی این بحث در سه سطح قابل بررسی است:

الف. از منظر شرکت: به نظر می‌رسد در سطح شرکت، معامله خودی‌های شرکت (معامله‌گران دست اول) که دارای رابطه امانی و وکالتی با شرکت هستند از نظر فقهی مصداق سوء استفاده از اموال شرکت بوده و اگر ضمن قرارداد لازمی از این کار منع شده باشند، عمل به‌چنین شرطی تکلیفاً لازم خواهد بود و در صورت عمل نکردن، مصداق تصرف غیرقانونی اموال شرکت خواهد بود. همچنین انتقال اطلاعات محرمانه شرکت به بیرون (به‌صورت بلاعوض یا با عوض)، می‌تواند مصداق سرقت و تصرف غیرقانونی اموال شرکت و همچنین خیانت در امانت بوده و نامشروع است که اگر سبب ایجاد خسارت به مالکان شرکت نیز شود، می‌توان به قاعده ممنوعیت ضرر و ضرار استناد نمود.

ب. از منظر طرف مقابل معامله: معاملات در بازار براساس باورهای ناهمگن صورت می‌پذیرد. طرفین معامله فکر می‌کنند که تصمیم آنها به فروش یا خرید براساس اطلاعات دقیق است. در بازار اوراق بهاداری که معاملات به‌صورت آنلاین و الکترونیکی صورت می‌پذیرد، طرفین معامله همدیگر را نشناخته و هیچ‌کس نمی‌داند که طرف مقابل وی دارای اطلاعات نهانی است یا خیر.

با فرض اینکه بر خلاف نظر امام خمینی (ره) و ماده ۴۳۸ قانون مدنی بپذیریم امتناع از افشای اطلاعات (در جایی که با توجه به اوضاع و احوال و عرف دادوستد، سکوت طرف قرارداد فریبکاری و به‌منزله دروغ‌گویی است)، مصداق تدلیس در معامله است و باید حق فسخ معامله را برای طرف ناآگاه از اطلاعات نهانی براساس خیار تدلیس به‌رسمیت بشناسیم، زیرا آنچه دارنده اطلاعات نهانی از افشاء آن خودداری می‌کند، واقعیاتی است که طرف مقابل، امکان دسترسی و اطلاع یافتن از آنها را ندارد و عرف نیز بی‌تردید دارنده اطلاعات نهانی را که عمداً از افشاء آن برای سرمایه‌گذار امتناع کرده، به‌طور قطع فریبکار و مرتکب کاری ناشایست قلمداد می‌کند. بنابراین اگر طرف غیرمطلع معامله یا نهاد ناظر متوجه شود که فرد براساس اطلاعات نهانی خرید و فروش می‌کند، آن‌گاه فسخ قرارداد بر اساس خیار تدلیس قابل بررسی است و اگر خسارتی نیز وارد شده باشد براساس قاعده غرور قابل جبران خواهد بود. اما نکته‌ای که واضح است اینکه معامله‌گر غیرمطلع در معامله با فردی دارای اطلاعات نهانی (با فرض اطلاعات نهانی منفی) کمتر متضرر شده و حتی

در شرایطی (با فرض اطلاعات مثبت) ممکن است سود بیشتری نسبت به شرایط عادی (زمانی که معامله براساس اطلاعات نهانی صورت نپذیرد) کسب کند. بنابراین در این خصوص، تمسک به قاعده غرور^{۳۱} و لاضرر برای اثبات ضرری بودن و جبران ضرر و خسارت مشکل است.

ج. از منظر کل بازار: یکپارچگی بازار اوراق بهادار و تضمین کارکرد صحیح بازارهای مالی مبنایی برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی است. معامله با استفاده از اطلاعات نهانی پدیده زیان‌باری است که به دلیل عدم رعایت مساوات و عدالت در دسترسی به اطلاعات فعالان بازار، به یکپارچگی بازارهای مالی لطمه وارد کرده و اعتماد عمومی در بازار را تضعیف خواهد کرد. بنابراین از منظر کل بازار معاملات با اطلاعات نهانی به دلیل عدم رعایت عدالت در دسترسی به اطلاعات، ضرری بوده و براساس قاعده لاضرر چنین معاملاتی ممنوع خواهد بود. همچنین با فرض نپذیرفتن سایر مبنایی فقهی برای منع شرعی چنین معاملاتی، براساس نظریه منطقه الفراغ شهید صدر، حاکم اسلامی و به تبع نهاد ناظر می‌تواند برای جلب اعتماد فعالان بازار و ایجاد نظم اقتصادی در بازارها، در این زمینه که دستوری الزامی برای منع از ناحیه شرع، وجود ندارد، برخی دستورات الزامی را وضع نماید. همان‌طور که قانون‌گذاران بازارهای مالی سایر کشورها بر تبعات زیان‌آور چنین معاملاتی واقف بوده و سعی می‌کنند با مقررات‌گذاری دقیق و نظارت مستمر، چنین معاملاتی را کنترل و به حداقل برسانند.

^{۳۱}. اعمال قاعده غرور مستلزم وجود ضرر است، در حالی که در تدلیس ممکن است ضرری وجود نداشته باشد. یکی از تفاوت‌های غرور و تدلیس این است که در تدلیس ضرورتی ندارد که ورود ضرر مادی به فریب‌خورده ثابت شود.

منابع و مأخذ

- ابن بابویه (صدوق)، محمد بن علی (۱۳۷۶). *امالی شیخ صدوق*. تهران: کتابچی.
- انصاری، مرتضی بن محمدامین (۱۴۱۵ق). *المکاسب*. قم: المؤتمر العالمی بمناسبه الذکری المئویة الثانية لمیلاد الشیخ الأعظم الأنصاری، الأمانة العامة.
- جنیدی، لعیا، و نوروزی، محمد (۱۳۸۷). *شناخت ماهیت اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار. فصلنامه مطالعات حقوق خصوصی (فصلنامه حقوق سابق)*، ۳۹ (۱۵۴)، ۱۴۷-۱۲۹.
- حرعاملی (۱۴۱۴ق). *وسائل الشیعة*. قم: مؤسسه آل البیت علیهم السلام.
- روحانی، محمدصادق (۱۴۲۸ق). *منهاج الفقاهه*. قم: انوار المهدی.
- زحیلی، وهبه مصطفی (۱۴۰۹ق). *الفقه الاسلامی و ادلته*. دمشق: دارالفکر
- شهیداول، محمد بن مکی (۱۴۱۷ق). *الدروس الشرعیة فی الفقه الامامیه (چاپ دوم)*. قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه.
- صافی، لطف الله (۱۳۷۱). *استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی*. فصلنامه رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، شماره ۲ و ۳.
- صدر، محمدباقر (۱۴۰۲ق). *اقتصادنا (چاپ ۱۶)*. بیروت: دار التعارف للمطبوعات.
- صدر، محمدباقر (۱۴۰۳ق). *صوره عن اقتصاد المجتمع الاسلامی، الاسلام یقود الحیات*. تهران: وزارت ارشاد اسلامی.
- طریحی، فخرالدین بن محمد (۱۳۷۵). *مجمع البحرین*. تهران: مرتضوی.
- عاملی شهیدثانی، زین الدین بن علی (۱۴۱۰ق). *الروضه البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة (المحشی کلانتر)* چاپ اول. قم: کتابفروشی دآوری.
- علامه حلی، حسن بن یوسف (۱۴۱۸ق). *کتاب قواعد الاحکام*. قم: مؤسسه نشر اسلامی.
- فاضل لنکرانی، محمد (۱۳۷۱). *استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی*. فصلنامه رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، شماره ۲ و ۳.
- قاسمی، عباس و نوروزی، محمد (۱۳۹۰). *استفاده از اطلاعات نهانی در بازار اوراق بهادار. فصلنامه تحقیقات حقوقی*، ۵۳، ۳۸-۹.
- قانون بازار اوراق بهادار (۱۳۸۴). مصوب مجلس شورای اسلامی ایران.
- قانون مجازات اسلامی (تعزیرات) (۱۳۹۲). مصوب مجلس شورای اسلامی ایران.

کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۷). *قواعد عمومی قراردادها* (جلد ۵، چاپ ۵). تهران: شرکت سهامی انتشار.

کلینی، محمد بن یعقوب (۱۳۶۳). *اصول کافی*. تهران: کتابفروشی علمیه اسلامی.

مکارم شیرازی، ناصر (۱۴۱۱ق). *قواعد فقهیه* (جلد ۲، چاپ ۳). قم: مدرسه امیر المومنین(ع).

مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۱). *استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی، فصلنامه رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، شماره ۲ و ۳*.

موسوی خمینی، روح الله (۱۴۰۸ق). *تحریر الوسیله*. قم: دارالمکتبه العلمیه.

نجفی، محمدباقر (۱۴۱۲ق). *جواهر الکلام فی شرح شرائع الاسلام*. بیروت: دار احیاء التراث العربی.

نصیری، مرتضی؛ عیشائی تفرشی، محمد؛ و قربانی، مجید (۱۳۸۷). *معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی؛ مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و ایران، دوفصلنامه حقوق و سیاست، ۱۰(۲۴)، ۹۹-۱۴۸*.

هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۸۶). *دستورالعمل اجرایی نحوه گزارش دهی دارندگان اطلاعات نهانی*.

1. Bainbridge, S. (2000). Insider trading, in B.Bouckaert en G.De Geest (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, Volume III, The Regulation of Contracts, Edward Elgar, 772-812.
2. Bainbridge, S., (2004). Regulate Insider Trading, *Capitalism Magazine Article*.
3. Beny, L. N. (2006). Insider Trading Laws and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate. *J. Corp. L.*, 32, 237.
4. Beny, L. N. (2004). *A Comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading*, University of Michigan.
5. Dooley, M.P. (1980), "Enforcement of Insider Trading Restrictions", *Virginia Law Review*, vol.66, 1-89.
6. Easterbrook, F. H. (1981). Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information. *The Supreme Court Review*, 1981, 309-365.
7. Engelen, P. J., & Liedekerke, L. (2006). An Ethical Analysis of Regulating Insider Trading. *Discussion Paper Series/Tjalling C. Koopmans Research Institute*, 6(05).
8. Grundfest, J. A. (1986). To Catch a Thief: Recent Developments in Insider Trading Law and Enforcement. *SEC Speech*.
9. Henry, G. M., (1985). Insider Trading and Property Rights in New Information, George Mason University, *Cato Journal Article*.
10. Herzel, Leo and Katz, Leo (1987), Boesky Case Hangs by a Thread, the *Financial Times*, London, p. 6.
11. Irvine (1987), Irvine, W.B. (1987), "Insider trading: an ethical appraisal", *Business & Professional Ethics Journal*, vol.6, nr.4, 3-33.
12. Kitch, E. W. (1980). The Law and Economics of Rights in Valuable Information. *The Journal of Legal Studies*, 9(4), 683-723.
13. Lastra, R. M. (2003). The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe. *Colum. J. Eur. L.*, 10, 49.

14. Leland, H. (1992), "Insider Trading: Should It be Prohibited?", *Journal of Political Economy*, 859-887.
15. Manove, M. (1989). The Harm from Insider Trading and Informed Speculation. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 823-845.
16. Manne, H.G. (1966), *Insider Trading and the Stock Market*, New York, Free Press, p 189
17. McGee, R. W. (2008). Applying Ethics to Insider Trading. *Journal of Business Ethics*, 77(2), 205-217.
18. McGee, R. W. (2004). Proceedings of the Global Conference on Business Economics, Association for Business and Economics Research
19. Morse, G, Charless, w, & Morse, M., (1996). *Company Law*, Fifteenth Edition, Sweet and Maxwell.
20. Obaidullah, M. (2001). Ethics and Efficiency in Islamic Stock Markets. *International Journal of Islamic Financial Services*, 3(2), 1-10.
21. OICU-IOSCO (2003). Insider Trading; How Jurisdictions Regulate It?,
22. Surowiecki, J., (2005), Capital Gains, *The New Yorker*
23. Treynor, J. L., & LeBaron, D. (2004). Insider trading: Two Comments. *Financial Analysts Journal*, 60(3), 10.
24. Yadav, Y. (2016). Insider Trading and Market Atructure. *UCLA L. Rev.*, 63, 968.

پیوست (استفتاء از فقها و مراجع عظام تقلید)

گاهی برخی معامله‌گران در بازار سهام ممکن است دارای اطلاعات ممتاز و نهانی درباره سهمی خاص باشند که بصورت عمومی در بازار منتشر نشده است و عموم معامله‌گران از آن آگاه نیستند. بنابراین معامله‌گران قبل از این که بازار از اطلاعات مطلع شده و در قیمت منعکس گردد، با اطلاعات نهانی خود سود کسب می‌نمایند. ضرر معاملات با اطلاعات نهانی اینست که سبب از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار شده و یکپارچگی و انسجام بازارهای مالی را از بین می‌برد. دارندگان اطلاعات نهانی همیشه برنده معامله بوده و معامله‌گران عادی عادی همیشه بازنده اند. دارندگان اطلاعات نهانی خود دو دسته‌اند: ۱- دارندگان اطلاعات نهانی درجه اول که رابطه امانی و حقوقی با شرکت منتشر کننده سهم دارند مانند مدیر عامل، هیئت مدیره و ... و بخاطر این رابطه در معرض اطلاعات شرکت هستند. در واقع رابطه مدیران شرکت با مالکین (سهام‌داران) رابطه وکالتی است و مدیران شرکت وکلای سهام‌داران (مالکین) شرکت هستند. ۲- دارندگان اطلاعات نهانی درجه دو که رابطه حقوقی با شرکت منتشر کننده سهم نداشته و افرادی هستند که اطلاعات نهانی را از شخصی دیگر (نه ضرورتاً از دارنده اطلاعات نهانی درجه اول) به دست می‌آورند. آن‌ها می‌توانند اطلاعات نهانی را بواسطه ارتباط خاص با شخصی که از اطلاعات نهانی آگاهی دارد و یا بخاطر قرار گرفتن در شرایط خاصی بصورت تصادفی و اتفاقی بدست آورند. نظر حضرتعالی نسبت به مبنا و معیار شرعی برای ممنوعیت معاملات بر اساس اطلاعات نهانی به تفکیک دو دسته فوق چیست؟ آیا می‌توان مبنا برای معامله دسته اول را سرقت و دزدی اموال (اطلاعات) شرکت و خیانت در امانت و مبنای فقهی برای ممنوعیت کلی چنین معاملاتی را دسترسی ناعادلانه به اطلاعات، غبن، تدلیس و مخصوصاً قاعده لاضرر بیان نمود؟	
آیت الله صافی گلبایگانی	در هر دو فرض سؤال، معامله با اطلاعات نهانی مفروض سؤال فی نفسه مانعی ندارد، مگر آنکه تفاوت قیمت به نحوی باشد که فروشنده مغبون شود و یا ضمن عقد لازمی بر مدیران شرط شود که نمی‌توانند با اطلاع نهانی معامله شخصی کنند هر چند فروشنده مغبون نشود در آن صورت عمل به چنین شرطی تکلیفاً لازم است و الله العالم.
آیت الله مظاهری	به طور کلی آنچه نوشته‌اید جایز نیست.
آیت الله شبیری زنجانی	در هر حال معاملاتی که بر اساس اینگونه اطلاعات - هر چند از طرق حرامی مثل سرقت یا خیانت حاصل شده باشد - صورت می‌گیرد فی نفسه صحیح است.

آیت الله گرامی	اگر اطلاعات مزبور از اسناد طبقه‌بندی شده باشد که انتشار آن ممنوع است، جازز نبوده آن را در مسیر معاملات خود قرارداد از آن استفاده کند و فروش آن هم ممنوع است
آیت الله مکارم شیرازی	نوسان‌گیری حرام نیست، ولی کار مثبت اقتصادی نیز محسوب نمی‌شود و لازم است از آنچه که موجب اخلال در نظام اقتصادی مالی کشور می‌گردد یا موجب تضییع حقوق دیگران می‌باشد اجتناب شود.
آیت الله بیات زنجانی	با سلام و تحیت؛ فرض سؤال در صورتی که مطابق مقررات قانونی و دستورالعمل‌های اجرائی و سیاست‌گذاری کلان نظام ممنوع اعلام نشده باشد، به عنوان اولی دلیل موجه برای ممنوعیت ندارد مگر اینکه قانون افرادی را از ورود به این نوع معاملات منع کرده باشد که در این صورت علاوه بر حکم تکلیفی که وارد شونده‌گان گناه هم مرتکب شده‌اند، از نظر وضعی معامله آنها نیز باطل است بالخصوص این احتمال درباره کسانی که از گروه دسته اول باشند، قوت بیشتری دارد.