

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

گزارش اول بهسازی مقررات ایمنی و شفافیت بازار سرمایه ایران: دادوستد
دارندگان اطلاعات نهانی

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بهبودی مقررات ایمنی و شفافیت بازار سرمایه ایران: دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی

اشاره

منع قانونی دادوستد متکی به اطلاعات نهانی - حتی با مجاز دانستن دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی - و فراهم آوردن ضمانت‌های اجرایی لازم برای اطمینان از عدم نقض احتمالی آن از جمله مهمترین ابزارهای تنظیم‌گر فعالیت بورس اوراق بهادار و تضمین‌کننده ایمنی و شفافیت آن به شمار می‌آید.

از این دیدگاه، یکی از کاستی‌های مهم تنظیمی و نظارتی فعالیت بورس اوراق بهادار تهران، نبود چارچوب قانونی و مقرراتی مناسبی برای شناسایی، پیگیری، و برخورد با موارد احتمالی سوءاستفاده دارندگان مستقیم و نامستقیم یا دادوستدهای متکی به اطلاعات نهانی است که حتی گونه‌ای آسان‌گیری و مماشات ناخواسته با گروه‌های مزبور را در پی داشته است. تنها آیین‌نامه موجود نیز در این باره، غیراجرایی، نامؤثر، و نابرخوردار از توان لازم برای بازدارندگی از دادوستدهای متکی به اطلاعات نهانی است.

بورس اوراق بهادار تهران بر این باور است که شکل‌گیری اتفاقی یک بازار سرمایه کارآمد و پویا در اقتصاد ایران و بدون برنامه‌ریزی حرکت سنجیده، آگاهانه، و عالمانه در این راستا، ناممکن است. چارچوب پیشنهاد شده در این گزارش، در کنار حلقه‌های تکمیلی آن به منظور تدوین سیاست‌ها و تعیین الزام‌های قانونی افشای اطلاعات و نیز مقررات بازدارنده دستکاری بازار، گامی مهم در راستای استانداردسازی مقررات و شکل‌گیری یک بازار قاعده‌مند و برخوردار از ایمنی و شفافیت لازم برای دادوستد فراگیر اوراق بهادار در اقتصاد ملی به شمار می‌آید و از همین رو، در خور تأمل و توجهی جدی است.

گزارش یکم

بهبودی مقررات ایمنی و شفافیت بازار سرمایه ایران:

دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی

فهرست مطالب

۱ برابری واژگان و اصطلاحات کلیدی

۲ مقدمه

بخش یکم: بازشناسی مفاهیم

۷ اطلاعات نهانی

۱۳ دارندگان مستقیم و نامستقیم

۲۰ دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی

بخش دوم: الگوهای متعارف تنظیمی و نظارتی

۲۴ رویکرد تحلیلی

۳۰ چند بررسی موردی

۳۰ ۱-۶ آلمان

۳۸ ۲-۶ استرالیا

۴۰ ۳-۶ ایالات متحد آمریکا

۴۳ ۴-۶ زلاندنو

۴۷ ۵-۶ ژاپن

۵۲ ۶-۶ فنلاند

۵۳ ۷-۶ کانادا

۵۵ ۸-۶ هندوستان

۶۰ ۷ هم‌سنجی مقررات

بخش سوم: بازنگری مقررات در بازار سرمایه ایران

۸	الزامها و نیازها.....	۷۲
۹	طرح کلی مقررات پیشنهادی.....	۷۴
۱۰	لایحه پیشنهادی منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی.....	۷۸
۱۱	آیین نامه اجرایی قانون منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی.....	۸۲
۱۲	فهرست منابع.....	۸۶

برابری واژگان و اصطلاحات کلیدی*

Insider دارنده مستقیم

Inside Information اطلاعات نهانی

Insider Trading دادوستد دارنده مستقیم (اطلاعات نهانی)

Material Information اطلاعات کلیدی

Non - public Information اطلاعات منتشر نشده

Outsider دارنده نامستقیم

Permanent Insider دارنده مستقیم دائمی

Primary Insider دارنده مستقیم رده اول

Secondary Insider دارنده مستقیم رده دوم

Temporary Insider دارنده مستقیم موقتی

Tipping بده‌بستان اطلاعات نهانی

* برای ملاحظه تعریف و مفهوم هر یک از واژگان مورد نظر به بخش یکم گزارش رجوع شود.



مقدمه

هرگاه قیمت‌های تعیین شده در یک بازار اوراق بهادار بازتاب دهنده تمامی اطلاعات مربوط و در دسترس باشد، قیمت‌های مزبور را می‌توان معیاری مناسب برای تخصیص بهینه سرمایه‌های کمیاب و پیش نیاز برقراری **کارایی تخصیصی**^(۱) آن بازار به شمار آورد. چون در یک بازار سرمایه کارآمد، قیمت‌های سهام بر پایه تمامی اطلاعات در دسترس به دست می‌آیند؛ ناکافی بودن اطلاعات نیز به خودی خود در شکل‌گیری قیمت‌ها نمود می‌یابد و در این حالت، به گونه‌ای قیمت‌گذاری اریب یا غیرواقعی در بازار می‌انجامد.

کارایی بازار سرمایه به سه سطح ضعیف، نیمه قوی، و قوی تفکیک‌پذیر است. در حالت برقراری **کارایی ضعیف**^(۲)، قیمت‌های جاری یک ابزار مالی بازتاب دهنده روند گذشته آن نیست؛ و در نتیجه با تحلیل حرکتهای گذشته قیمت‌ها نمی‌توان به پیش‌بینی بهتری از روند آتی دست یافت. بدین معنا، نمی‌توان الگوی رفتاری گذشته را به زمان حال یا آینده تعمیم داد. پیداست، در این حالت قیمت اوراق بهادار دارای حافظه تاریخی نیست و کاربرد **تحلیل‌های فنی**^(۳) نیز کم و بیش بی‌فایده می‌نماید.

در حالت برقراری **یک کارایی نیمه قوی**^(۴) در بازار، قیمت‌های جاری بازتاب دهنده کاملی از اطلاعات منتشر شده و هر یک از اوراق بهادار است و هیچ کوششی برای دستیابی و تحلیل اطلاعات مزبور نمی‌تواند به ایجاد مزیت نسبی سرمایه‌گذاری در حوزه مربوط بینجامد. در این حالت، کاربرد **تحلیل‌های اساسی**^(۵) نیز نمی‌تواند بازدهی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. برای مثال، با واکنش به گزارش‌های حسابرسی، صورتهای مالی، بررسیهای بخشی و کلان اقتصادی، مشاوره سرمایه‌گذاری، اعلام تغییرات درآمد هر سهم و مانند اینها نمی‌توان به نرخهای بالاتر بازدهی سرمایه‌گذاری دست یافت.

1- Allocational Efficiency

2- Weak Form Efficiency

3- Technical Analysis

4- Semi - Strong Form Efficiency

5- Fundamental Analysis

حالت کارایی قوی^(۱) هنگامی رخ می‌دهد که هرگونه اطلاعات منتشر شده یا نشده در قیمت‌های بازار بازتاب یافته باشد. در چنین حالتی که بازار بر حسب کیفیت اطلاعات نیز کارایی دارد، حتی به کارگیری اطلاعات نهانی^(۲) نمی‌تواند به نرخ بازدهی بالاتری بینجامد.

به طور معمول، کارایی اطلاعاتی^(۳) بازار با پنج عامل زیر سروکار می‌یابد:

- ۱ - موجود و در دسترس بودن یک مجموعه اطلاعات با کمترین هزینه ممکن؛
 - ۲ - امکان بیشینه‌سازی سود سرمایه‌گذاری با به کارگیری اطلاعات مجموعه مفروض؛
 - ۳ - مجموعه مفروض بازتاب دهنده درستی از تقاضای کل (قیمت تعادل) یک ابزار مالی باشد؛
 - ۴ - مجموعه مفروض بازتاب دهنده درستی از قیمت تطبیق دهنده سفارشهای خرید و فروش (قیمت تسویه) یک ابزار مالی باشد؛ و
 - ۵ - وجود کارایی در
- الف - زمان مورد نیاز برای رسیدن به وضعیتی که در آن اطلاعات مجموعه مفروض به طور کامل در قیمت‌ها بازتاب یافته باشد، و

ب - توزیع و انتشار اطلاعات در بین عوامل بازار.

در دنیای واقعی، حتی با فرض در دسترس بودن مجموعه اطلاعات مورد نظر، همواره امکان یا احتمال بروز گونه‌ای عدم تقارن یا ناهمزمانی در دستیابی به اطلاعات بین افراد وجود دارد که بر اثر آن، برخی عوامل یا فعالان بازار نسبت به دیگران از موقعیت برتری برخوردار می‌شوند. این ناهمزمانی یا عدم تقارن ممکن است از علت‌های زیر ناشی شده باشد:

۱ - برخی فعالان ممکن است در دسترسی یا استفاده برابر از یک مجموعه مفروض اطلاعات به قدر کافی کارایی نداشته باشند.

۲ - برخی فعالان ممکن است به دلیل قرار داشتن در موقعیتهایی ویژه، در دسترسی به اطلاعات از مزیت بیشتری نسبت به دیگران برخوردار باشند.

۳ - برخی فعالان ممکن است از فناوری پیشرفته‌تر یا توانایی بیشتری در استفاده از یک فناوری برخوردار باشند.

در هر حال، دلیل این ناهمزمانی یا عدم تقارن هر چه باشد، در دنیای واقعی همواره این احتمال وجود دارد که برخی فعالان با برخورداری از یک فرصت یا مزیت در دسترسی یا دستیابی به اطلاعات، به خرج دیگران و

1- Strong Form Efficiency

2- Inside Information

3- Information Efficiency

بدون هیچگونه توجیه اقتصادی، به سودی بیشتر دست یابند. اما بروز این حالت، خواه ناخواه اعتماد دیگران را از بازار سلب؛ و انگیزه آنها را برای مشارکت در بازار خدشه‌دار می‌کند؛ ضمن آنکه با از دست رفتن فرصت دسترسی برابر فعالان به اطلاعات، بازار را با خطر ناکارایی اطلاعاتی روبرو می‌سازد. از همین رو، کم و بیش در تمامی بازارهای اوراق بهادار در دنیا، مقام ناظر بر بازار مجموعه مقرراتی را به ویژه در حوزه‌های اساسی زیر تدوین می‌کند و درباره اجرای مفاد آن سخت‌گیری بسیار روا می‌دارد:

۱ - مقررات مربوط به فعالیت دادوستد توسط کسانی که به طور بالقوه از امکان دسترسی - زود هنگام - به اطلاعات مؤثر بر رفتار قیمت‌های بازار برخوردارند.

۲ - مقررات مربوط به فرآیند توزیع و انتشار اطلاعات بازار.

۳ - مقررات مربوط به سیاست و الزام‌های افشای اطلاعات به بازار.

۴ - استانداردهای عرضه و به کارگیری اطلاعات

هر چند ناموجود یا ناکافی بودن مقررات در هر یک از موارد برشمرده بالا به از دست رفتن شفافیت، روایی، و ایمنی فعالیت در بازار می‌انجامد؛ دادوستد متکی به اطلاعات نهانی توسط کسانی که به دلیل برخورداری از موقعیتهای ویژه، بیش و پیش از دیگران به اطلاعات کلیدی تاثیرگذار بر قیمت‌های اوراق بهادار دسترسی دارند، از جمله مهمترین و جدی‌ترین تهدیدهای ایمنی و شفافیت بازار به شمار می‌آید. از این رو، کم و بیش در تمامی بازارهای اوراق بهادار جهان مقرراتی جدی و سخت‌گیرانه برای پیش‌گیری از کاربرد اطلاعات نهانی در دادوستد اوراق بهادار در نظر گرفته شده است. با وجود این، باید توجه داشت که دادوستد دارندگان مستقیم - در صورتی که متکی به اطلاعات نهانی نباشد - با اطلاع و نظارت مقامات بازار یا بورسهای اوراق بهادار ممنوع نیست؛ تا به آنجا که در مقالات و متون تخصصی مربوط، مواردی یافت می‌شود که دادوستد دارندگان مستقیم را موجب افزایش نقدشوندگی، کاهش نوسان‌پذیری قیمت‌ها، و توزیع بهتر ریسک در بین سهامداران دانسته‌اند.^(۱)

۱- برای ملاحظه یکی از نمونه‌های جالب توجه در این باره رجوع شود به

Javier Estrada, **Insider Trading: Regulation, Deregulation, and Taxation**, Swiss Review of Business Law, 5(1994), PP.209-218

بر پایه این مقاله، مقررات منع دادوستد دارندگان مستقیم در بازارهای اوراق بهادار با افزایش دامنه نوسان قیمت‌ها، افزایش ریسک بازار، نابینگی تخصیص منابع، و کاهش رفاه اجتماعی مربوط دانسته شده است.

همچنین بر پایه آزمون تجربی انجام شده در مقاله

Bradford Cornell, and Eric Sirri, **The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading**, Journal of Finance, 47 (1992), 1031.

دادوستد دارندگان مستقیم به افزایش قدرت نقدشوندگی ابزارهای مالی در بازارهای اوراق بهادار می‌انجامد. به همین ترتیب،

ممنوعیت قانونی دادوستد متکی به اطلاعات نهانی - حتی در صورت مجاز بودن دادوستد دارندگان مستقیم - و فراهم آوردن ضمانت‌های اجرایی لازم برای اطمینان از عدم نقض احتمالی آن در کنار تدوین سیاست‌ها و تعیین الزام‌های قانونی افشای اطلاعات در بازارهای اوراق بهادار از جمله مهمترین مقررات تنظیم کننده بازار و تضمین کننده ایمنی و شفافیت آن به شمار می‌آید.

در گزارش پیش رو، بر پایه یافته‌های حاصل از بررسی مقایسه‌ای معیارها و مقررات مربوط به پیش‌گیری از دادوستد متکی به اطلاعات نهانی در چارچوب الگوهای متعارف تنظیمی و نظارتی بازارهای اوراق بهادار در سایر کشورها، کوشش گردیده است تا به منظور زدودن کاستیهای موجود، چارچوبی مناسب و برخوردار از ضمانت اجرایی لازم در این باره فراهم آورده شود.

یافته‌های مقاله

Lisa Meulbroek, **An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading**, Journal of Finance, 47(1992), 1661.

وجود رابطه مستقیم بین دادوستد دارندگان مستقیم با ارتقای کارایی اطلاعاتی بازار را تایید می‌کند. با وجود آنچه در بالا مورد اشاره واقع شد، باید توجه داشت که یافته‌های پژوهشی بسیاری نیز از آنسو و در تایید ممانعت از دادوستد دارندگان مستقیم وجود دارد. برای نمونه به مقاله

Michael Fishman, and Kathleen Hagerty, **Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices**, Rand Journal of Economics, 23 (1992), 106.

رجوع شود که دادوستد دارندگان مستقیم را با تنزل سطح کارایی اطلاعاتی بازار مربوط دانسته است.

بازشناسی مفاهیم

۱	اطلاعات نهانی
۲	دارندگان مستقیم و نامستقیم
۳	دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی

اطلاعات نهانی

۲

اطلاعات در برگیرنده دانسته یا دسته‌ای از دانسته‌هاست که در مواقع لزوم، شخص را وادار به تغییر موضع، عقیده و تصمیم یا تجدیدنظر در تصمیم‌گیری می‌کند. بی‌تردید، افراد در زمینه کسب آگاهی از اطلاعات موقعیت یکسانی ندارند. به طور خاص در بازار سهام افرادی قبل از دیگران اطلاعات باارزشی به دست می‌آورند که در شکل دادن به تصمیماتشان مؤثر است. به این دلیل شاید بتوان گفت که اطلاعات یکی از باارزش‌ترین داراییها در بازار سهام به‌شمار می‌آید. در این بازار، اطلاعات پایه اولیه معاملات اوراق بهادار است. اگر اطلاعات درباره یک سهم را به عنوان داده در نظر بگیریم، قیمت آن سهم ستانده به حساب می‌آید. به بیان دیگر، قیمت اوراق بهادار به اطلاعات سرمایه‌گذاران در مورد آن اوراق بستگی دارد؛ به طوری که اطلاعات می‌تواند قیمت یک ورقه بهادار را توجیه نماید. بنابراین سرمایه‌گذاران راهبردهای معاملاتی‌شان را براساس اطلاعات جدید در بازار تعیین می‌کنند. در این حالت، چنانچه بین فرآیند کسب اطلاعات و تأثیر آن بر قیمت اوراق بهادار فاصله زمانی قابل ملاحظه‌ای وجود داشته باشد، دارندگان این اطلاعات به این دلیل که قادر به پیش‌بینی قیمت‌ها با توجه به اطلاعات جدید هستند در موقعیت ویژه‌ای قرار می‌گیرند و می‌توانند از این موقعیت برای کسب سود به نفع خود بهره ببرند.

در یک تقسیم‌بندی کلی، اطلاعات در بازار سهام را می‌توان به دو گروه عمده تقسیم‌بندی کرد. گروه اول شامل اطلاعاتی است که در ارزیابی سهام شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرند. اطلاعات مربوط به عرضه و تقاضا، مسایل و تحولات اقتصادی، بخشهای مختلف اقتصاد و نیز اطلاعات مربوط به شرکتها مانند ساختار مالی، سوددهی، شرایط رقابت، مدیریت، حجم فروش و... در این گروه جای می‌گیرند. به همین ترتیب، اطلاعات مربوط به شاخصهای بازار سهام را می‌توان به عنوان گروه دوم اطلاعات در نظر گرفت. حجم معاملات، قیمت‌های اولیه و نهایی سهام در معاملات و فروشهای عمده نمونه‌هایی از این نوع اطلاعات به شمار می‌آیند.

در ارایه تعریفی مناسب از مفهوم "اطلاعات" شناخت مفاهیم اطلاعات نهانی، اطلاعات کلیدی و اطلاعات منتشر نشده در بازار سهام نیز ضروری به نظر می‌رسد.

اطلاعات نهانی، به آن دسته از اطلاعات کلیدی و منتشر نشده گفته می‌شود که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار یا ناشران آنها مربوط شود. این اطلاعات در صورت انتشار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و نیز قیمت اوراق بهادار تأثیر دارد و می‌تواند به شرکتها یا شاخصهای کلان اقتصادی نظیر رشد، نرخ بهره، صادرات و ... مربوط باشد. بنابراین اطلاعات نهانی، اطلاعاتی خاص و مربوط به یک یا چند ناشر اوراق بهادار یا یک یا بیش از یک ورقه بهادار و در اختیار دارندگان مستقیم، دارنده مستقیم موقت یا واسطه‌هایی است که اطلاعات مزبور را به افراد فاقد آن می‌رسانند. این اطلاعات در صورت انتشار تأثیر اساسی بر الگوهای قیمتی اوراق بهادار دارد. بنابر آنچه ملاحظه شد، در تعریف اطلاعات نهانی توجه به نکات زیر ضروری است:

- ۱ - اطلاعات نهانی باید برای عموم ناشناخته باشد. به بیان دیگر، اطلاعات مزبور هنوز منتشر نشده باشد.
- ۲ - اطلاعات نهانی باید ماهیت خاصی داشته باشد. بر این اساس، یک شایعه ساده را نمی‌توان به عنوان اطلاعات نهانی تلقی کرد.
- ۳ - اطلاعات نهانی می‌تواند به بیش از یک ناشر اوراق بهادار یا بیش از یک برگه بهادار نیز مربوط شود. بنابراین بر این اساس اطلاعات نهانی علاوه بر آنکه می‌تواند اطلاعات مربوط به شرایط داخلی یک شرکت مانند افزایش در سود شرکت یا مربوط به شرایط خارجی شرکت، مانند ادغام با شرکتی دیگر یا خرید بیش از ۱۰٪ سهام شرکت توسط شرکتی دیگر در نظر گرفته شود؛ اطلاعاتی نظیر تصمیم بانک مرکزی برای تغییر در نرخ تنزیل نیز که بر شرایط کلی بازار تأثیر می‌گذارد، اطلاعات نهانی تلقی می‌شود.
- ۴ - اطلاعات نهانی باید تأثیر معنی‌داری بر قیمت اوراق بهادار داشته باشند. بنابراین هر اطلاعاتی که عموم از آن بی‌خبرند به لزوم اطلاعات نهانی به حساب نمی‌آید. اگر همه اطلاعات افشانشده نهانی تلقی شود، هیچگاه مدیران، مدیران عامل، سهامداران یا حتی بیشتر کارمندان شرکت به دلیل در دست داشتن اطلاعاتی که عموم از آن بی‌خبرند و تنها سطوح مدیریتی شرکت به آنها دسترسی دارند؛ قادر به دادوستد اوراق بهادار شرکت نخواهند بود.

در برخی از تعاریف ارائه شده از اطلاعات نهانی به مفاهیم اطلاعات کلیدی و اطلاعات منتشر نشده اشاره شده است. در قانون اوراق بهادار ایالات متحد آمریکا، اطلاعاتی کلیدی تلقی می‌شود که از نظر سرمایه‌گذار منطقی، در تصمیم‌گیری برای خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار نقش اساسی داشته باشد. مثالهایی از این گونه اطلاعات به قرار زیر است:

اطلاعاتی در زمینه محصولات جدید، قراردادهای دستاوردهای جدید شرکت، سود و زیان یک عرضه کننده یا مشتری عمده شرکت، اخبار مربوط به برنامه‌های سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی کارمندان عالیرتبه در مورد سود و زیان آتی شرکت، اخبار مربوط به فعالیتهای مشترک شرکت یا سایر پیشرفتهای تجاری عمده، انعقاد قراردادهای

جدید و مهم، امکان افزایش سرمایه شرکت، عرضه عمومی، انتشار سهام جدید یا بازخرید سهام، تغییر در سیاستهای تقسیم سود یا اعلام تجزیه سهام، اطلاعاتی در مورد فروش، خرید یا اجاره داراییها یا مالکیت‌های عمده، تغییر در مدیران ارشد شرکت یا امکان خرید سهام شرکت‌های دیگر با قصد کنترل آن شرکتها. اطلاعات، قبل از اینکه به بازار منتقل شود و در دسترس عموم قرار گیرد - به گونه‌ای که افراد زمان کافی برای ارزیابی آن اطلاعات در اختیار داشته باشند- اطلاعات منتشر نشده تلقی می‌شود. لازم به ذکر است که تعریف اطلاعات نهانی اغلب در چارچوب منابع قانونی کشورهای مختلف جای می‌گیرد. در جدول ۱-۲ تعاریف ارائه شده در قوانین برخی از کشورها در این باره به طور خلاصه ارائه شده است.

جدول ۲-۱ همسنجی تعریف اطلاعات نهانی در برخی کشورها و نهادهای بین‌المللی

آلمان قانون معاملات اوراق بهادار سال ۱۹۹۴ که از ترکیب راهنمای جامعه اروپایی دادوستد دارنده مستقیم سال ۱۹۸۹ و راهنمای شفافیت اطلاعات مربوط به سال ۱۹۸۸ قانون آلمان شکل گرفته است، مسایل مربوط به دادوستد دارنده مستقیم و شرایط انتشار اطلاعات و سایر موضوعات مربوط را پوشش می‌دهد. براساس این قانون اطلاعات نهانی بر اطلاعاتی که عموم از آن بی‌خبر هستند دلالت می‌کند. این اطلاعات مربوط به ناشر یا ناشران اوراق بهادار است و چنانچه به اطلاع عموم برسد تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر قیمت این اوراق دارد. نکته قابل توجه این است که در تعریف اطلاعات نهانی، محرمانه بودن اطلاعات چندان مهم نیست، بلکه عامل تعیین کننده دستیابی عموم به اطلاعات در زمان انجام معامله است.	
اتحادیه اروپا اطلاعات و اخبار منتشر نشده در مورد سهام قابل انتقال و ناشران آنها که در صورت انتشار تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر قیمت این سهام داشته باشد، اطلاعات نهانی محسوب می‌شود. براین اساس، "شایعه" رانمی‌توان اطلاعات نهانی در نظر گرفت.	
اتحادیه بورسهای آسیایی - اروپایی کمیته قانون و مقررات فدراسیون بورسهای آسیایی - اروپایی در فوریه سال ۱۹۹۷ با هدف تدوین قوانین و مقرراتی درباره دادوستد دارنده مستقیم برای اعضا، اقدام به تهیه پرسشنامه‌ای نمود. با توجه به پاسخهای ارائه شده توسط نه تن از اعضا، ارائه تعریفی مشترک که اطلاعات نهانی مورد قبول همه اعضا باشد ضروری به نظر رسید. براین اساس این کمیته با توجه به تعریف ارائه شده توسط کشورهای پاسخ دهنده به پرسشنامه، اطلاعات نهانی را اطلاعات منتشر نشده‌ای در نظر گرفته است که عموم از آن بی‌خبرند. این اطلاعات مربوط به سهام یک یا چند شرکت و ناشران آنهاست. انتشار این اطلاعات بر قیمت سهام، موقعیت بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثر است.	
استرالیا در اظهار نظر ارائه شده توسط انجمن تحقیق و مدیریت سرمایه‌گذاری^(۱) و "جامعه تحلیلگران مالی سیدنی"^(۲) درباره مقوله افشای اطلاعات و دادوستد دارنده مستقیم، استفاده از اطلاعات خاص و منتشر نشده در معاملات سهام ممنوع شده است. براساس این اظهار نظر، اطلاعاتی خاص تلقی می‌شود که افشای آن بر قیمت اوراق بهادار مؤثر یا یک سرمایه‌گذار منطقی قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی درباره سرمایه‌گذاری مایل به دانستن آنها باشد. به علاوه اگر اطلاعات به گونه‌ای باشد که ترکیب کلی اطلاعات موجود در مورد یک سهم خاص را تغییر دهد، آن اطلاعات خاص تلقی می‌شود. اطلاعات تا زمانی که در بازار عرضه نشده و عموم سرمایه‌گذاران فرصتی برای نشان دادن واکنش به آن نداشته باشند؛ منتشر نشده به حساب می‌آید.	
ایالات متحد آمریکا هرگونه اطلاعات افشا نشده، اطلاعات نهانی تلقی می‌شود.	
بریتانیا اطلاعات منتشر نشده و مؤثر بر ارزش سهام و اخبار مربوط به شرکت را که معامله‌گران از آن بی‌اطلاع باشند، می‌توان اطلاعات نهانی دانست. این اطلاعات باید خاص و طبقه‌بندی شده باشند. قانون بریتانیا بین اطلاعات مربوط به شرکتها و اطلاعات مربوط به سهام تفاوت قایل است.	

1- Association for investment Management & Research

2- Sydney Society of Financial Analysts

بنگلادش اطلاعات نهانی، اطلاعاتی است که منتشر نشده باشد. این اطلاعات تنها برای اهداف شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرند و شرکتها از انتشار آنها خودداری می‌نمایند.	
ژاپن در ماده ۱۶۶ قانون بازار اوراق بهادار ژاپن، اطلاعات نهانی در موارد زیر خلاصه شده است: - تصمیم اشخاص واجد صلاحیت در شرکت در موارد انتشار سهام و اوراق قرضه قابل تبدیل و گواهی حق خرید، کاهش سرمایه شرکت، بازخرید سهام شرکت، تجزیه سهام، تغییر در سیاست تقسیم سود نقدی سهام، ادغام با شرکت دیگر، نقل و انتقال شغلی، انحلال شرکت، تولید محصول جدید یا به‌کارگیری فناوری جدید و سایر موضوعات اشاره شده از سوی هیأت دولت، - وقوع مواردی مانند وارد آمدن خسارت به شرکت به دلیل شکست در فعالیت شغلی، تغییر در ترکیب سهامداران عمده، مواجه شدن با حوادثی که باعث حذف شرکت از فهرست شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شود و سایر موضوعات اشاره شده از سوی هیأت دولت، - اطلاعاتی در مورد میزان فروش شرکت، سود قبل از مالیات یا سود خالص، ایجاد تغییر عمده در آخرین پیش‌بینی اعلام شده، پیش‌بینی‌های جدید، تاریخ بستن حسابها و ...، - هر عاملی که بر قضاوت سرمایه‌گذاران در بازار مؤثر باشد.	
فرانسه اطلاعات ممتاز و نیز اطلاعاتی که دارای ماهیت ویژه‌ای باشند، اطلاعات نهانی به شمار می‌آیند. نیازی نیست این اطلاعات تنها مربوط به فعالیت بخشهای فنی، بازرگانی و اقتصادی باشد. اما به عنوان یک شرط اساسی برای در نظر گرفتن اطلاعات تحت عنوان اطلاعات نهانی مؤثر بودن آنها بر قیمت سهام را باید در نظر گرفت.	
کانادا اخیراً در این کشور، قوانین مربوط به دادوستد دارنده مستقیم مورد بازبینی و تجدید نظر قرار گرفته است. این امر به منظور هماهنگ کردن این قوانین با قانون اوراق بهادار ایالتی و نیز اصلاحات پیشنهادی در قانون شرکتهای تولیدی (مؤسسات اقتصادی) کانادا صورت گرفته است. براساس قوانین قبلی، اطلاعات نهانی، اطلاعات محرمانه خاصی است که در صورت انتشار عمومی آن، انتظار می‌رود تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر ارزش اوراق بهادار داشته باشد. واژه "خاص" روشن و تعریف شده نیست و تفسیر روشنی از آن استنباط نمی‌شود به این دلیل در تعریف پیشنهادی واژه "خاص" حذف شده است و اطلاعات نهانی، اطلاعات محرمانه‌ای تلقی می‌شود که در صورت انتشار عمومی انتظار می‌رود تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر قیمت انواع مختلف اوراق بهادار شرکت داشته باشد.	
فنلاند در بورس هلسینکی، اتاق بازرگانی و فدراسیون صنعت و کارفرمایان فنلاندی اقدام به تهیه دستورالعملی برای دادوستد دارنده مستقیم نموده‌اند. این دستورالعمل برای شرکتهای پذیرفته شده در بورس هلسینکی و با هدف تبیین شیوه عملکرد در بازارهای اوراق بهادار تهیه شده است. براساس این دستورالعمل اطلاعات تا قبل از انتشار و دسترسی سایر افراد در بازار به آنها محرمانه تلقی می‌شوند. این اطلاعات نمی‌توانند در معاملات اوراق بهادار و به منظور کسب سود اقتصادی برای خود شخص یا سایر افراد استفاده شوند.	

ادامه جدول ۱-۲

براساس تعریف ارائه شده در فصل اول قوانین هیأت بورس و اوراق بهادار هندوستان - سال ۱۹۹۲ - در مورد دادوستد دارنده مستقیم، اطلاعات منتشر نشده مؤثر بر قیمت، اطلاعاتی هستند که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به شرکت مربوط می‌شوند و به طور کلی منتشر نشده و ناشناخته‌اند، اما چنانچه منتشر شوند تأثیر عمده‌ای بر قیمت اوراق بهادار آن شرکت در بازار خواهند داشت. گزارشهای مالی (شش ماهه و سالانه) شرکت، اعلامیه‌های تقسیم سود (مقدماتی و نهایی)، اطلاعاتی در مورد عرضه اوراق بهادار به صورت حق تقدم و سهام جایزه، طرحهای گسترش و اجرای پروژه‌های جدید توسط شرکت، ادغام شرکت، اطلاعات مؤثر بر درآمد شرکت و هر نوع تغییر در سیاست، برنامه یا عملکرد شرکت را می‌توان اطلاعات نهانی تلقی کرد.	هندوستان
--	----------

دارندگان مستقیم و نامستقیم

در بازارهای اوراق بهاداری که قانون یا مقرراتی برای دادوستد دارنده مستقیم در نظر گرفته نشده است، به ویژه بازارهایی که در آنها مؤسسات مالی به صورت تخصصی فعالیت نمی‌کنند، ریسک قابل ملاحظه‌ای وجود دارد. در این بازارها برخی افراد این امکان را دارند تا از طریق دارندگان مستقیم رده اول اطلاعاتی به دست آورند و بتوانند منافعی را برای خود یا دیگران در بازار کسب کنند. بنابراین، اگر لازم باشد بازارهای اوراق بهادار به گونه‌ای عمل کنند که به افزایش سطح اطمینان عمومی بینجامد، باید حتی کسانی را که به اطلاعات نهانی دسترسی ندارند و اطلاعات ممتاز را از **دارندگان مستقیم** دریافت می‌کنند و از آنها برای کسب منافعشان استفاده می‌کنند، مورد توجه قرار دهند.

در یک تقسیم‌بندی کلی، دارندگان مستقیم را می‌توان به دو گروه **دارندگان مستقیم رده اول و رده دوم** طبقه‌بندی کرد. دارندگان مستقیم رده اول، که به دلیل موقعیت شغلی یا مسئولیتی که در یک شرکت دارند، به اطلاعات خاصی در مورد شرکت دسترسی دارند، رابطه وکالتی (به عنوان وکیل) با شرکت دارند و به عبارتی از اسرار و اطلاعات محرمانه شرکت آگاهند. به عبارت دیگر، دارندگان مستقیم رده اول اشخاصی هستند که به علت موقعیت شغلی یا وظیفه کاری به اطلاعات دست اول دسترسی دارند. این افراد ممکن است از چنین اطلاعاتی به طور مستقیم و از طریق خرید و فروش اوراق بهادار به منظور کسب سود به نفع خویش یا دیگری استفاده نمایند. کارکنان عالی رتبه شرکتها، مدیران اداری^(۱)، مدیران کل^(۲)، اعضای هیأت مدیره، و نمایندگان دایم اشخاص حقوقی در این گروه جای می‌گیرند. در قوانین بسیاری از کشورها اعضای خانواده مدیران و کارکنان رده بالا نیز مشمول مقررات مربوط به این گروه هستند.

افرادی که براساس شغل خود اطلاعات محرمانه مربوط به شرکتها را به طور غیرمستقیم دریافت می‌کنند دارندگان مستقیم رده دوم نامیده می‌شوند. مدیران داخلی رده دوم و آن دسته از مدیران و کارکنانی که به

1- Administrators

2- General directors

اطلاعات محرمانه‌ای در مورد شرکت مانند تغییرا در درآمدها، نرخ سود مورد انتظار شرکت، پیشنهاد خرید سهام شرکت‌های دیگر به منظور کنترل آن و اطلاعات مربوط به ادغام شرکت دسترسی دارند، در این گروه جای می‌گیرند.

به طور کلی عامل اصلی در تعریف دارندگان مستقیم، درجه نزدیکی شخص به منبع اطلاعات نهانی است. **دارندگان نامستقیم** افرادی هستند که به اطلاعات مربوط به شرکت‌ها یا سهام آنها دسترسی ندارند، اما عملکرد شرکت را از طریق روابط خود با افرادی که به اطلاعات افشانشده دسترسی دارند، تعقیب می‌کنند. دوستان و بستگان درجه یک دارندگان مستقیم، مدیران برکنار شده شرکت، کارکنان بورس اوراق بهادار و کارمندانی که به دلیل نوع خاص مسئولیتشان به اطلاعات شرکت دسترسی دارند در این گروه جای می‌گیرند.

در واقع، رایج اطلاعات توسط دارندگان مستقیم به افرادی که به این اطلاعات دسترسی ندارند نیز سرپیچی غیرمستقیم از قانون به حساب می‌آید. قوانین بازارهای اوراق بهادار در کشورهای مختلف اغلب به گونه‌ای تدوین شده است که حتی اگر یک دارنده مستقیم با افشای اطلاعات به فردی که به آن اطلاعات دسترسی ندارد، از وظیفه‌اش در قبال شرکت سرپیچی نماید، فرد دریافت‌کننده اطلاعات نیز مجاز به دادوستد براساس اطلاعات مزبور نیست. در این باره، توجه به این نکته ضروری است به فرد واسطه اطلاعات را به لزوم به طور مستقیم در اختیار معامله‌گری که به آن اطلاعات دسترسی ندارد، قرار نمی‌دهد. برای مثال می‌توان حالتی را در نظر گرفت که همسر رئیس یک شرکت اطلاعاتی را در مورد سرمایه‌گذاری در شرکت همسرش در اختیار داشته است. وی بر اساس این اطلاعات محرمانه معامله‌ای انجام نداده، اما آن را در زمان مناسب برای خرید سهام شرکت در اختیار برادرش قرار داده است و یکی از دوستان وی براساس این اطلاعات برگ اختیار خریدی با نام خود خریداری کرده است. در این حالت، کمیسیون بورس و اوراق بهادار^(۱) این اشخاص را به پس دادن سودهای ناشی از معاملات براساس این اطلاعات محرمانه و پرداخت جریمه‌های سنگین محکوم می‌کند. همسر رئیس شرکت مزبور نیز به رغم اینکه از این معاملات سودی کسب نکرده است، ناچار به پرداخت جریمه‌های سنگین خواهد بود.

بورسهای مختلف در مورد معاملات دارنده مستقیم و دریافت‌کننده غیرمجاز اطلاعات مقررات مختلفی را در نظر گرفته‌اند که در بخش بعدی این گزارش، به تفصیل مورد اشاره قرار گرفته است. در جدول ۳-۱، تعاریف ارائه شده در بورسهای مختلف درباره مفهوم دارنده مستقیم آورده شده است.

1- Securities Exchange Commission (SEC)

جدول ۳-۱ تعریف دارنده مستقیم در برخی کشورها و نهادهای بین‌المللی مورد بررسی

آلمان	قانون بین دارندگان مستقیم رده اول و دارندگان مستقیم رده دوم تمایز قایل شده است. دارندگان مستقیم رده اول به طور خاص، اعضای بدنه اداری شرکت، سهامداران شرکت یا شرکتهای مرتبط با آن و اشخاصی هستند که به دلیل موقعیت شغلی و وظایفشان در شرکت مانند وکلای شرکت، حسابداران رسمی و مشاوران مالیاتی - به اطلاعات نهانی دسترسی دارند. دارندگان مستقیم رده دوم افرادی هستند که از طریق دارندگان مستقیم رده اول یا روشهای دیگر به اطلاعات نهانی دست می‌یابند. افرادی که مالک بیش از ۲۵ درصد سهام شرکت هستند نیز دارنده مستقیم محسوب می‌شوند. نکته مهمی که در این باره باید در نظر گرفته شود آن است که آگاهی از اطلاعات نهانی به لزوم مانع از خرید و فروش اوراق بهادار توسط دارندگان مستقیم نمی‌شود، بلکه تنها از انجام معاملاتی جلوگیری خواهد شد که براساس سوءاستفاده از اطلاعات نهانی صورت گیرند.
اتحادیه اروپا	به طور خلاصه مجموعه افرادی که به هر نحو به اطلاعات نهانی دسترسی دارند دارنده مستقیم تلقی می‌شوند. اتحادیه اروپا در نظر دارد راهکارها و مقررات یکنواختی در مورد این افراد، معاملاتی که توسط این افراد صورت می‌گیرد و نیز کلاهبرداریها در بازار سهام تنظیم کند. تعاریف موارد فوق در اتحادیه اروپا همانند آمریکاست.
استرالیا	بر پایه تعاریف ارائه شده توسط "انجمن تحقیق و مدیریت سرمایه‌گذاری" و "جامعه تحلیلگران مالی سیدنی" اشخاصی که به اطلاعات خاص و مرتبط با قیمت یک ورقه بهادار دسترسی دارند، دارنده مستقیم تلقی می‌شوند. این افراد نباید براساس چنین اطلاعاتی به خرید و فروش اوراق بهادار بپردازند یا باعث خرید و فروش این اوراق بهادار توسط افراد دیگر شوند.
ایالات متحده آمریکا	تعریف دارنده مستقیم بر حسب مورد و اتهامات متفاوت است. به طور کلی شاید بتوان دارندگان مستقیم را در افراد زیر خلاصه نمود: - کسانی که به دلیل وظایفشان به اطلاعات خاص طبقه‌بندی شده دسترسی دارند. - هر دارنده نامستقیم که با ناشران سهام روابط خاصی دارد. حسابداران، وکلای شرکتها و سهامدارانی که بر سود سهام کنترل دارند مثالهایی از این افراد هستند. - اشخاصی که اطلاعات دست اول را به نزدیکان و دوستان خود منتقل می‌کنند - کارگزارانی که مشتریان خود را براساس اطلاعات دست اول راهنمایی می‌کنند - دارندگان مستقیم موقتی
بریتانیا	براساس قوانین مربوط به دادوستد دارنده مستقیم در بریتانیا اشخاصی که با شرکتها ارتباط خاص دارند، افرادی که طی شش ماه گذشته روابط نزدیکی با ناشران سهام داشته‌اند، مشاورانی که بر مبنای اخبار منتشر نشده عمل می‌کنند، اشخاصی که اطلاعات دست اول شرکت را بدون مجوز منتقل می‌نمایند و کسانی که به طور موقت به اطلاعات نهانی دسترسی می‌یابند، دارنده مستقیم محسوب می‌شوند. با توجه به تعاریف فوق ملاحظه می‌شود فقط افراد هستند که به عنوان دارنده مستقیم معرفی می‌شوند و شرکتها از این نظر کمتر مورد اتهام قرار می‌گیرند.

بنگلادش	در چارچوب سیاستهای افشای اطلاعات بورس اوراق بهادار داکا همه اشخاصی که به اطلاعات نهانی کلیدی قبل از انتشار دسترسی دارند، دارنده مستقیم تلقی می‌شوند. این افراد شامل سهامداران کنترل کننده شرکت، مدیران، کارمندان عالی رتبه و سایر کارمندان شرکت هستند. در بیشتر موارد، موسسات تامین سرمایه، مشاوران روابط عمومی، موسسات تبلیغاتی، مشاوران و سایر پیمانکاران مستقل نیز در این گروه جای می‌گیرند. همسر و بستگان نزدیک دارندگان مستقیم نیز ممکن است به عنوان یک دارنده مستقیم در نظر گرفته شوند. و بالاخره در راستای سیاستهای افشای اطلاعات بورس اوراق بهادار داکا افرادی نیز که به طور موقتی به اطلاعات نهانی کلیدی دسترسی دارند، دارنده مستقیم محسوب می‌شوند.
زلاندنو	براساس متمم قانون اوراق بهادار سال ۱۹۸۸ زلاندنو، دارندگان مستقیم افرادی هستند که به "اطلاعات نهانی" در مورد ناشر عمومی اوراق بهادار یا ناشران عمومی اوراق بهادار دسترسی دارند و براساس این اطلاعات به خرید و فروش این اوراق بهادار پرداخته یا دیگران را تشویق به خرید و فروش چنین اوراق بهاداری می‌نمایند. قانون شرکتهای سال ۱۹۹۳ زلاندنو معاملات سهام شرکت توسط مدیران آن شرکت را دادوستد دارنده مستقیم در نظر می‌گیرد و در واقع گروه محدودتری را نسبت به متمم قانون اوراق بهادار، دارندگان مستقیم تلقی می‌کند. به عبارتی قانون شرکتهای در زلاندنو مدیران شرکت را که به دلیل سمت خود به عنوان یک مدیر یا کارمند یک شرکت دارای اطلاعات خاص، افشانشده و با ارزشی در مورد سهام یا سایر اوراق بهادار منتشر شده توسط شرکت هستند دارنده مستقیم تلقی می‌کند. این افراد تنها زمانی می‌توانند به معامله این اوراق بهادار بپردازند که سایر افراد در صورت انجام چنین معاملاتی، قیمتی کمتر از آنچه آنان دریافت می‌کنند به دست نیاورند. در زلاندنو، کمیته اوراق بهادار به تازگی قوانین مربوط به دادوستد دارنده مستقیم را در این کشور بازبینی و براین اساس مقالاتی را در آگوست ۱۹۹۴ و سپتامبر ۱۹۹۵ منتشر کرده است. در این مقالات، تعریف دارنده مستقیم به ناشر اوراق بهادار، کارمندان عالی رتبه، سهامداران عمده شرکت و کسانی که اطلاعات را از افراد مزبور دریافت می‌کنند، برمی‌گردد.
ژاپن	براساس پاراگراف اول اصل ۱۶۶ قانون بورس اوراق بهادار ژاپن، اگر هر یک از اشخاص زیر به دلایل ذکر شده در هر قسمت به اطلاعات نهانی دسترسی یا از آن آگاهی داشته باشند، قبل از انتشار این اطلاعات نمی‌توانند به خرید و فروش اوراق بهادار شرکت بپردازند: ۱- کارمندان، نمایندگان، خدمتگزاران و کارکنان شرکت که بر حسب وظایفشان به اطلاعات نهانی دسترسی دارند - شرکت مادر و شرکتهای وابسته به شرکت نیز در این گروه جای می‌گیرند. ۲- سهامداران شرکت که می‌توانند حسابهای شرکت را بازرسی نمایند. این افراد به دلیل برخورداری از این حق از اطلاعات نهانی مطلع هستند. ۳- اشخاص ذی نفوذ در شرکت که قوانین و مقررات، اختیاراتی به این اشخاص تفویض نموده است. داشتن اختیارات خاص، منشأ دسترسی این افراد به اطلاعات نهانی است. ۴- اشخاصی که بین آنها و شرکت قراردادی منعقد شود و نتایج قرارداد یا اجرای آن منجر به دسترسی این افراد به اطلاعات نهانی می‌شود. این مقررات اشاره به اشخاصی نیز دارد که در طی یک سال قبل دارنده مستقیم محسوب شده‌اند. به علاوه، طبق پاراگراف سوم اصل ۱۶۶ قانون بورس اوراق بهادار ژاپن مقررات حاضر تنها مربوط به اشخاصی است که به طور مستقیم از طریق دارنده مستقیم به اطلاعات نهانی دسترسی دارند. بنابراین افرادی که به طور غیرمستقیم به اطلاعات دست می‌یابند، در محدوده این مقررات نمی‌گنجند.

دارندگان مستقیم عبارتند از: - مدیران کل و نمایندگان دایمی شرکت که به دلیل موقعیت شغلی خود در سطوح مختلف ساختار شرکت به اطلاعات نهانی دسترسی دارند. این افراد دارندگان مستقیم رده اول هستند. - دارندگان مستقیم رده دوم که ضمن انجام وظایف خود در شرکت به اطلاعات نهانی دسترسی می‌یابند. - کارکنان بانکها که به نحوی به اسرار شرکت دسترسی دارند. - کارگزاران	فرانسه
براساس قوانین مربوط به دادوستد دارنده مستقیم و قبل از بازبینی اخیر آن، دارندگان مستقیم عبارتند از: - مدیران یا کارمندان عالی رتبه شرکت مادر. - افرادی که بیش از ۱۰٪ حق رای لازم به منظور انتخاب مدیر شرکت مادر را در اختیار دارند. - افرادی که مالک بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت هستند یا بیش از ۱۰٪ حق رای وابسته به سهام را در اختیار دارند. سهام در دست مؤسسات تضمین کننده فروش اوراق بهادار حتی اگر در جریان توزیع به عموم باشند از این مقوله مستثنا هستند. - شرکت مادر که سهامی را خریداری می‌کند به شرط آنکه خرید سهام با هدف بازپرداخت آن نباشد. - شرکت مادر که سهام منتشر شده توسط شرکتهای وابسته خود را خریداری می‌کند یا به فروش می‌رساند. در ماده ۱۷۳ این قانون، موارد زیر زیر دارنده مستقیم در نظر گرفته شده است: - شرکت - شرکتهای وابسته به آن - مدیر یا کارمند عالی رتبه شرکت - شخصی که بیش از ۱۰ درصد حق رای لازم به منظور انتصاب مدیر شرکت را در اختیار دارد. - شخصی که مالک بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت است یا بیش از ۱۰ درصد حق رای وابسته به سهام را در اختیار دارد. - شخصی که به استخدام شرکت درآمد دارد. - افرادی که اطلاعات محرمانه خاصی را از اشخاص برشمرده بالا کسب نمایند. به همین ترتیب، با تجدید نظر در قانون بالا افراد زیر به عنوان دارنده مستقیم معرفی شده‌اند: - مدیر یا کارمند عالی رتبه شرکت مادر. - مدیر یا کارمند عالی رتبه شرکت تابع شرکت مادر. - مدیر یا کارمند عالی رتبه موسسه‌ای که با شرکت مادر همکاری تجاری دارد. - شخصی که به استخدام شرکت درآمد دارد. ماده ۱۷۳ قانون مربوط به دادوستد دارنده مستقیم در کشور کانادا نیز به صورت زیر اصلاح شده است. دارنده مستقیم عبارت است از: - شرکت - شرکتهای وابسته به آن	کانادا

- مدیر یا کارمند عالی رتبه شرکت و اشخاصی که در بندهای ۲، ۵، ۷ و ۸ به آنها اشاره شده است. - شخصی که بیش از ۱۰ درصد حق رای لازم به منظور انتصاب مدیر شرکت را در اختیار دارد. - شخصی که به طور مستقیم یا غیرمستقیم مالک بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت است یا بیش از ۱۰ درصد حق رای وابسته به سهام را در اختیار دارد. سهام در دست موسسات تضمین کننده فروش اوراق بهادار حتی اگر در جریان توزیع به عموم باشند از این مقوله مستثنا است. - هر شخصی، بجز اشخاص بیان شده در بند ۷، که به استخدام شرکت یا اشخاص ذکر شده در بند ۷ و ۸ درآیند. - افرادی که به منظور انجام هر نوع فعالیت تخصصی در شرکت یا از طرف شرکت به همراه اشخاص بیان شده در بند ۸ مشغول به کارند یا به آنها پیشنهاد کار شده است. - اشخاص یا شرکتهای وابسته به آنها که قصد دارند - مطابق با آنچه در قانون تعیین شده - بیش از ۵۰٪ سهام شرکت را خریداری نمایند یا به همکاری تجاری با شرکت بپردازند. - اشخاصی که به اطلاعات محرمانه خاص در مورد شرکت دسترسی دارند. شرکت یا افرادی که قصد دارند به همکاری تجاری با شرکت بپردازند یا با خرید بیش از ۵۰٪ سهام شرکت با آن ادغام شوند، نیز در این بند جای می گیرند. - شخصی که براساس تعریف مشخصی دارنده مستقیم در نظر گرفته شود.	کانادا
براساس دستور عمل ارائه شده توسط بورس هلسینکی، اتاق بازرگانی و فدراسیون صنعت و کارفرمایان فنلاندی، دارندگان مستقیم به سه گروه تقسیم می شوند: - اعضای هیات مدیره یا جانشین آنها، هیات نظارت بر شرکت، مدیر و جانشین وی، حسابرس و جانشین وی و نیز کارمندان یک سازمان حسابرسی که مسؤولیت مهمی در زمینه حسابرسی شرکت برعهده دارند، دارنده مستقیم تلقی می شوند. - هر شخصی که شرکت به طور دائمی وی را به عنوان یک دارنده مستقیم تعریف نماید. براین اساس شرکت می تواند هر شخصی را که به واسطه فعالیت در حوزه وظایف اطلاعاتی از شرکت - که تاثیر عمده ای بر ارزش اوراق بهادار آن دارد - به دست آورد به عنوان دارنده مستقیم در نظر گیرد. تعریف این شخص به عنوان دارنده مستقیم مستلزم رسیدن به توافق جمعی از مفهوم "شخص" است. در این راستا، ممکن است اعضای گروههای اجرایی داخلی شرکت، اشخاصی که در مهمترین حوزه های شرکت فعالیت می کنند و نیز اشخاصی که مسؤولیتهایی در حوزه های اقتصادی، مالی، حقوقی، تحقیق و توسعه و نیز ارتباطات شرکت دارند، به عنوان دارنده مستقیم تعریف شوند. چنانچه شرکت داراییهای به شکل اوراق بهادار را به گونه ای دیگر نگهداری نکند، منشی مدیران رده بالای شرکت نیز دارنده مستقیم محسوب می شوند. این گروه از دارندگان مستقیم نباید براساس تعریف بیش از حد گسترده در نظر گرفته شود. - هر شخصی که شرکت به طور موقتی او را به عنوان یک دارنده مستقیم تعریف کند - که از آن به عنوان دارنده مستقیم در پروژه ای خاص نیز نام برده می شود. پروژه به قرارداد یا توافقی با ماهیت محرمانه گفته می شود که در صورت اجرا تاثیر قابل ملاحظه ای بر ارزش اوراق بهادار منتشر شده توسط شرکت دارد و مبتنی بر اطلاعات نهانی است. به بیان دیگر، پروژه، موضوع یا قراردادی در ارتباط با شرکت است که به دلیل ماهیتش از عملکرد معمول شرکت متفاوت شمرده می شود.	فنلاند

ادامه جدول ۱-۳

هر شخصی که در حال حاضر با شرکت در ارتباط است یا پیش از این با شرکت در ارتباط بوده است یا به نظر می‌رسد با شرکت ارتباط دارد و به طور منطقی انتظار می‌رود به دلیل این ارتباط به اطلاعات منتشر نشده مؤثر بر قیمت اوراق بهادار شرکت دسترسی داشته باشد، براساس تعریف، دارنده مستقیم محسوب می‌شود. اشخاصی که اطلاعات منتشر نشده و مؤثر بر قیمت را دریافت کرده یا به آن دسترسی دارند، نیز در این تعریف جای می‌گیرند.	هندوستان
--	----------



دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی

در قوانین بیشتر کشورها، تعریف روشن و دقیقی از دادوستد دارنده مستقیم ارائه نشده است. با این حال شاید بتوان دادوستد دارنده مستقیم را یک عمل حرفه‌ای از جانب هر شخصی دانست که ممکن است به اطلاعات خاص در مورد اوراق بهادار یک شرکت دسترسی داشته یا چنین اطلاعاتی را به طور غیرمجاز به افراد دیگری داده باشد. معامله‌گران و واسطه‌ها - که اطلاعات را به دیگران می‌دهند - با ارتکاب این عمل از رابطه‌ای که براساس اعتماد بین آنها و شرکت شکل گرفته است، سوءاستفاده می‌کنند. به بیان دیگر، هر معامله‌ای که با استفاده از اطلاعات محرمانه و منتشر نشده با هدف کسب سود و جلوگیری از زیان، به نفع فرد دارنده اطلاعات یا سایر افراد صورت می‌گیرد، **دادوستد دارنده مستقیم** تلقی می‌شود.

طی سه دهه گذشته دو نظریه در زمینه تعهدات دارندگان مستقیم و دادوستد دارندگان مستقیم شکل گرفته است. در **نظریه سنتی**، معاملات دارندگان مستقیم رده اول - مانند مدیران و کارمندان عالی رتبه یا دارندگان مستقیم موقتی مانند موسسات تأمین سرمایه یا وکلای شرکت که اوراق بهادار شرکت را معامله می‌کنند و معامله‌گرانی که اطلاعات را از واسطه‌ها می‌گیرند - پوشش داده شده است. این نظریه بر پایه وجود رابطه وکالتی در معاملات دارندگان مستقیم شکل گرفته است. بدین معنا، دارندگان مستقیم، رابطه وکالتی با سهامداران شرکت دارند. تمامی فعالیتهای شرکت بر همین اساس توسط مدیران و کارمندان شرکت - که می‌توانند به عنوان دارندگان مستقیم محسوب شوند - تحقق می‌یابد. برپایه نظریه سنتی، دارندگان مستقیم شرکت به همین دلیل متعهدند که از انجام معاملات بر روی اوراق بهادار شرکت با استفاده از اطلاعات خاص و به منظور کسب سود شخصی بپرهیزند. به عبارتی اگر یک مدیر کل، مدیر یا کارمند عالی رتبه شرکت اطلاعات خاصی در مورد شرکت در اختیار داشته باشد - در حالی که عموم مردم از آن بی‌خبرند - این اطلاعات باید به طور رسمی و متناسب با سیاستهای عمومی شرکت مبنی بر دسترسی یکسان عموم به آن منتشر شود. در غیر این صورت افراد مزبور از انجام معاملات بر روی اوراق بهادار این شرکت در بورس و حتی در بازارهای خارج از بورس منع می‌شوند. در بسیاری از موارد، دادگاههای ایالت متحد آمریکا براساس این نظریه موضوعات مربوط به دادوستد دارنده

مستقیم را تحلیل می‌کنند. با این حال در بسیاری از موارد نمی‌توان تنها به نظریه سنتی استناد یا اکتفا کرد. برای مثال، در مراحل تدوین قوانین مربوط به دادوستد دارنده مستقیم استناد به این نظریه، معاملات افرادی را که به خرید و فروش سهام یک شرکت براساس اطلاعات خاص می‌پردازند - در حالی که ارتباط ویژه‌ای با شرکت ندارند - پوشش نمی‌دهد. در عوض، برای رفع این اشکال، **نظریه سوءاستفاده**^(۱) ارائه شده است. این نظریه درباره معاملات دارندگان نامستقیم است که با سوء استفاده از اطلاعات مؤثر بر بازار در معاملات منتفع می‌شوند. این اطلاعات، به دلیل سوءاستفاده از رابطه مبتنی بر اعتماد بین دارنده نامستقیم و اشخاصی که هیچ‌گونه تعهدی نسبت به سهامداران شرکت ندارند، کسب شده است. می‌توان گفت نظریه سوءاستفاده، معاملات هر شخصی را براساس اطلاعات محرمانه در مورد یک شرکت پوشش می‌دهد. در بخش دوم گزارش قوانین و مقررات وضع شده توسط کشورهای مختلف در مورد دادوستد دارنده مستقیم و مبتنی بر نظریه‌های مورد اشاره بالا به تفصیل بررسی خواهد شد. اما به منظور شناخت مفهوم دادوستد دارنده مستقیم در کشورهای مختلف، تعاریف بیان شده در این باره در جدول ۴-۱ خلاصه شده است.

جدول ۴-۱ تعریف دادوستد دارنده مستقیم در برخی کشورها یا نهادهای بین‌المللی

آلمان	انجام معاملات غیرمجاز، استفاده از اطلاعات در معاملات سهام به نفع خود یا دیگری، ایجاد ارتباط غیرمجاز یا تلاش برای دسترسی غیرمجاز به اطلاعات، توصیه به دیگران برای کسب اخبار مربوط به سهام و بالاخره افشای اطلاعات نهانی. براساس قانون معاملات اوراق بهادار سال ۱۹۹۴ درباره دادوستد دارنده مستقیم، معاملات اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آلمان یا بازارهای خارج از بورس را نیز شامل می‌شود. به علاوه اوراق بهادار پذیرفته شده در بازارهای سازمان یافته اتحادیه اروپایی ^(۱) و ناحیه اقتصادی اروپایی ^(۲) نیز مشمول این قانون است.
اتحادیه بورسهای آسیایی-اروپایی	با توجه به وجود تعاریف مختلف از دادوستد دارنده مستقیم کمیته قانون و مقررات اتحادیه بورسهای آسیایی-اروپایی تعریف زیر را در این رابطه پیشنهاد می‌کند: خرید و فروش اوراق بهادار یا تأثیر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با هدف کسب سود یا جلوگیری از زیان به نفع خود یا سایرین با استفاده از اطلاعات منتشر نشده.
ایالات متحد آمریکا	استفاده غیرمجاز از اطلاعات منتشر نشده و نقض قوانین در انجام معاملات.
بریتانیا	انتقال غیرمجاز اطلاعات به هر نحو و به هر کس به منظور انجام دادوستد نهانی و نیز خرید و فروش غیرمجاز سهام براساس اطلاعات نهانی.
بنگلادش	براساس تعریف در این کشور دادوستد دارنده مستقیم نه تنها خرید و فروش اوراق بهادار شرکت بلکه خرید و فروش اختیار معامله مربوط به این اوراق بهادار را نیز شامل می‌شود. به نظر می‌رسد این معاملات زمانی صورت می‌گیرد که یک دارنده مستقیم به طور مستقیم یا غیرمستقیم از معامله بر روی چنین اوراق بهادار یا قرارداد اختیار معامله‌ای منتفع شود. از موارد در نظر گرفته شده به عنوان دادوستد دارنده مستقیم می‌توان به tipping یا افشای اطلاعات نهانی به افراد دارنده نامستقیم اشاره کرد، به گونه‌ای که این افراد بتوانند با استفاده از چنین اطلاعات افشانشده‌ای به معامله بر روی اوراق بهادار شرکت مقروض بپردازند.
زلاندنو	کمیته اوراق بهادار زلاندنو در توضیح مفهوم دادوستد دارنده مستقیم، تعریف زیر را پیشنهاد می‌کند: خرید و فروش اوراق بهادار توسط دارنده مستقیم به نام خود، همسر یا فرزندش.
ژاپن	سوء استفاده از یک موقعیت خاص در انجام معاملات، دادوستد دارنده مستقیم تعریف می‌شود.
فرانسه	براساس تعریف، افشای اطلاعات مهم و محرمانه، دادوستد دارنده مستقیم تلقی می‌شود.
کانادا	براساس قوانین مربوط به دادوستد دارنده مستقیم در کانادا معاملات افرادی که به دلیل موقعیت شغلی خود اطلاعاتی در مورد شرکت در اختیار دارند و قبل از افشای این اطلاعات به معامله اوراق بهادار شرکت می‌پردازند یا دیگران را در انجام معاملات اوراق بهادار شرکت با استفاده از اطلاعات افشانشده راهنمایی می‌کنند، دادوستد دارنده مستقیم تلقی می‌شود.

الگوهای متعارف تنظیمی و نظارتی

رویکرد تحلیلی	۵
چند بررسی موردی	۶
هم‌سنجی مقررات	۷



رویکرد تحلیلی

تدوین قوانین و مقررات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم یکی از بحث برانگیزترین جنبه‌های تنظیمی و نظارتی بازارهای اوراق بهادار به شمار می‌آید. گروهی متشکل از اقتصاددانان و حقوقدانان به آزادسازی و حذف نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم باور دارند. نظرات این گروه عمدتاً بر این فرض استوار است که دادوستد دارندگان مستقیم کارایی بازار را افزایش می‌دهد یا با واگذاری حق مالکیت اطلاعات نهانی به مدیران شرکت گونه‌ای پاداش کارایی به آنها داده می‌شود. به نظر کسانی که به حذف نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم باور دارند، "کارایی" تنها مبنای تحلیل در یک نظام قانونی است و منع دادوستد دارندگان مستقیم از منطق اقتصادی برخوردار نیست. **تحلیل انتخاب عمومی**^(۱) نیز از موارد مهم دیگر در ادبیات حذف نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم به شمار می‌آید. بر پایه این نظریه، جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم بیش از آنکه به نفع سرمایه‌گذاران باشد، مدیران و متخصصان بازار را منتفع می‌سازد. گروه دیگری که به تدوین قوانین و مقررات در زمینه دادوستد دارنده مستقیم باور دارند، نظرات خود را اغلب بر پایه **اصل انصاف**^(۲) پایه‌گذاری نموده‌اند. توجه به این اصل در بین اقتصاددانان و حقوقدانان از کشش ناچیزی برخوردار بوده است و به جای آن، نظرات اقتصادی که به جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم گرایش دارند و بر پایه حقوق مالکیت اطلاعات بنا شده‌اند بیشتر مورد توجه بوده است.

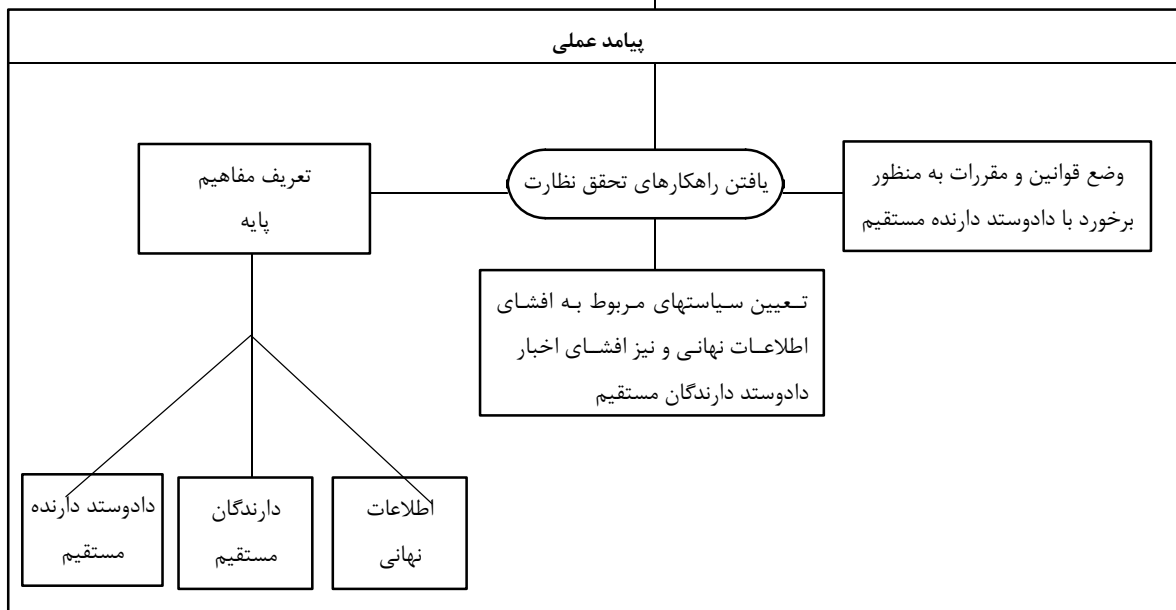
هواداران وضع قانون و مقررات بر دادوستد دارندگان مستقیم گاه با رد این ادعا که "کارایی تنها معیار کنترل است" نسبت به گروه مقابل واکنش نشان داده و تلاش کرده‌اند که نشان دهند جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم بر پایه اصل کارایی قابل توجیه است.

بررسی متون موجود در حمایت از وضع محدودیت بر دادوستد دارنده مستقیم نشان می‌دهد در حال حاضر اعتقاد به تدوین قوانین در این زمینه بیشتر مورد توجه است؛ به گونه‌ای که در طی سه دهه اخیر قوانینی مبنی

بر جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم در ایالت متحد آمریکا در بسیاری از دیگر کشورها وضع شده است. البته از نظر سطوح اجرایی این قوانین در بین کشورهای مختلف متفاوت است. برخی کشورها قوانین ویژه‌ای در این باره تدوین کرده‌اند؛ حال آنکه بسیاری از کشورهای در حال توسعه قوانین مخصوصی در این مورد ندارند. بنیادهای تحلیلی مخالفان و موافقان محدودسازی دادوستد دارندگان مستقیم در نمودار ۵-۱ ارائه شده است.

در این بخش از گزارش مقررات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم در برخی کشورهای مورد بررسی با هدف شناسایی منابع قانونی ناظر بر این نوع معاملات و نیز نحوه برخورد با دارندگان مستقیم در کشورهای مزبور بررسی و هم‌سنجی شده است. همچنین، خلاصه‌ای از این مجموعه مقررات در فصل هفتم این بخش ارائه شده است.

نمودار ۵-۱ بنیانهای تملیلی هواداران نظارت و عدم نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم



جدول ۵-۱ مبانی نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم

مبنای تحلیل	زیانهای عدم نظارت بر دادوستد دارنده مستقیم
قدرت نقدشوندگی بازار به تغییر در قیمت اوراق بهادار به دنبال ورود سفارش جدید به بازار، برمی گردد. تغییر بیشتر در قیمت اوراق بهادار به معنای پایین بودن قدرت نقدشوندگی بازار است. عدم نظارت بر دادوستد دارنده مستقیم باعث کاهش قدرت نقدشوندگی بازار می شود. این مسأله با توجه به نقش بازارسازان توجیه پذیر است. به طوریکه: - بازارسازان به دلیل عدم اطلاع از اطلاعات نهانی، در معاملات با دارندگان مستقیم متحمل زیان می شوند. - بازارسازان به منظور جلوگیری از این زیان احتمالی با افزایش در تغییر قیمت، نسبت به سفارشهای جدید بازار واکنش نشان می دهند. - با افزایش دارندگان مستقیم در بازار، تغییر در قیمتها نیز افزایش می یابد و این به معنای کاهش قدرت نقدشوندگی بازار است.	کاهش قدرت نقدشوندگی بازار
با وجود دادوستد دارندگان مستقیم قیمت موجود در بازار، قیمتی واقعی نیست و با گمراه کردن سهامداران، آنها را وادار می کند که تصمیمات نادرستی اتخاذ کنند و معاملات نامناسبی انجام دهند. از آنجا که دارندگان مستقیم اطلاعات منتشر نشده را در اختیار دارند، به یقین سرمایه گذارانی که با آنها دادوستد می کنند، زیان خواهند دید.	متضرر شدن سرمایه گذاران
با توجه به اینکه وجود دادوستد دارندگان مستقیم مانع از تعیین قیمتهای واقعی است و سرمایه گذاران را در تصمیم گیری گمراه می کند و آنها را به انجام معاملات نامناسب وامی دارد، باعث کاهش اعتماد آنها به بازار می شود. سرمایه گذاران بر این عقیده اند که با وجود دادوستد دارندگان مستقیم و در نظر نگرفتن مجازات برای افرادی که به چنین فعالیتی مبادرت می کنند، اوراق بهادار در تملک کسانی است که به اطلاعات ویژه دسترسی دارند و دیگران به ناچار به اندازه سود آنها، متضرر می شوند.	کاهش اعتماد سرمایه گذاران به بازار
دادوستد دارندگان مستقیم باعث می شود که مدیران، با انگیزه دادوستد و کسب سود، در انتقال اطلاعات به افراد مافوق با تأخیر عمل کنند. به عبارت دیگر، ممکن است مدیری در انتقال اطلاعات به دست آمده به مدیران دیگر به منظور به دست آوردن زمان کافی برای انجام دادوستد - قبل از هرگونه برنامه ریزی و عمل شرکت براساس آن اطلاعات - خودداری کند. از آنجا که تصمیم گیری در شرکت نیازمند اطلاعات دقیق و بهنگام است، این تأخیر به زیان شرکت تمام می شود. در شرکتها و سازمانهایی که به صورت سلسله مراتبی اداره می شوند، اطلاعات باید قبل از رسیدن به مدیران ارشد از سطوح مختلفی عبور کنند. بیشتر بودن این سطوح، احتمال دستکاری و تأخیر در انتقال اطلاعات را افزایش دهد.	تأخیر در انتقال اطلاعات

مبنای تحلیل	زیانهای نظارت بر دادوستد دارنده مستقیم
در صورتی که مدیران در مرحله برنامه‌ریزی برای خرید سهام یک شرکت به منظور کنترل آن، به دادوستد سهام اقدام کنند، قیمت سهام افزایش می‌یابد. تغییرات قیمت و حجم مبادله ناشی از دادوستد سهام، ممکن است به مخفی کردن و دستکاری برنامه‌های شرکت منجر شود. بنابراین دادوستد در مرحله برنامه‌ریزی برای خرید سهام به منظور کنترل شرکت، چگونگی تأثیرگذاری دادوستد دارندگان مستقیم بر برنامه‌های شرکت را نشان می‌دهد.	تعارض با برنامه‌های شرکت
از آنجا که دستکاری قیمت سهام صحت قیمت تعیین شده توسط بازار را مورد تردید قرار می‌دهد به زیان سرمایه‌گذاران است؛ اگر مدیران شرکت مجاز به دادوستد با استفاده از اطلاعات نهانی باشند، هنگام انجام دادوستد، به نفع آنهاست که قیمت‌ها ثابت باشد یا در جهت مورد نظر آنها تغییر کند. این مسأله انگیزه دستکاری در قیمت سهام را برای آنها ایجاد می‌کند.	دستکاری قیمت سهام
انجام دادوستد دارندگان مستقیم توسط مدیران شرکت نام شرکت را خدشه‌دار می‌کند، به روابط بین سهامداران و شرکت صدمه می‌زند و توجه عموم به اوراق بهادار شرکت را کاهش می‌دهد. در صورتی که سرمایه‌گذاران هنگام خرید سهام از شرکتی که مدیران آن دادوستد انجام می‌دهند - از طریق پرداخت کمتر - تقاضای صرف سهام کنند، با افزایش هزینه سرمایه شرکت، زیان اعتباری شرکت به زیان مالی مستقیم تبدیل می‌شود.	صدمه به اعتبار شرکت
حقوق مالکیت در مورد داراییهای نامشهود مانند اطلاعات، در گذشته نیز معمول بوده است. مالکیت در زمینه علایم تجاری، حق چاپ و نشر و حق اختراع مثالهای روشن و شناخته شده‌ای در این زمینه هستند. منطق جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم مانند جلوگیری از تخلف در زمینه حق اختراع یا سرقت اسرار معاملات، یا حفظ انگیزه برای ایجاد اطلاعات با ارزش است. در صورت قابلیت تصرف سریع اطلاعات و نبود حق مالکیت آن، شرکتی که دارای ایده‌های جدید است در جبران هزینه گسترش آن با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین جامعه با استفاده از سیستم حق ثبت اختراع و واگذاری حق مالکیت ایده‌های نو به مخترعان، و حق مالکیت اطلاعات، انگیزه‌ای برای انجام اینگونه فعالیتها ایجاد می‌کند. حق ثبت اختراع با جلوگیری از تصرف ایده‌های نو توسط رقیبان به مخترعان اجازه می‌دهد با تعیین انحصاری قیمت هزینه‌های تولید خود را پوشش دهند. علایم تجاری، حق مالکیت اطلاعات و قانون حفظ اسرار معامله بر همین اساس توجیه می‌شوند. بنابراین وجود دادوستد دارندگان مستقیم به معنای واگذاری حق مالکیت اطلاعات مربوط به شرکت به دارندگان مستقیم - به جای شرکت - است.	نقض حق مالکیت شرکت بر اطلاعات

جدول ۵-۲ مبانی عدم نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم

مبانی تحلیل	زیانهای نظارت بر دادوستد دارنده مستقیم
کنترل دادوستد دارنده مستقیم سه تاثیر عمده بر سطح رفاه اجتماعی دارد: - نوسان قیمت و در نتیجه ریسک را در بازار افزایش می دهد. - منجر به کاهش سهم ریسک بین سرمایه گذاران می شود. - منابع محدود جامعه را از سمت فعالیتی که ایجاد مطلوبیت می کند (تولید کالاها و خدمات) به سوی فعالیتی که از مطلوبیت می کاهد (اعمال و اجرای قوانین) منتقل می کند. در نتیجه کنترل دادوستد دارنده مستقیم منجر به کاهش رفاه اجتماعی می شود.	کاهش رفاه اجتماعی
نظارت بر دادوستد دارنده مستقیم با کاهش انعکاس اطلاعات نهانی بر قیمت اوراق بهادار، اطلاعات منعکس شده از طریق این قیمتها را کاهش می دهد. این مسأله می تواند کارایی اطلاعاتی بازار و در نتیجه کارایی تخصیص منابع را در اقتصاد محدود کند.	کاهش کارایی اطلاعاتی
کاهش انعکاس جریان اطلاعات نهانی بر قیمت اوراق بهادار که به دلیل نظارت و کنترل دادوستد دارندگان مستقیم روی می دهد، واکنش قیمتها را به هنگام افشای این اطلاعات افزایش خواهد داد. این مسأله نوسان قیمت اوراق بهادار و در نتیجه ریسک بازار را افزایش می دهد.	افزایش نوسانهای قیمت اوراق بهادار
برخی معتقدند وجود دادوستد دارندگان مستقیم به عنوان پاداش خدمت برای دارندگان مستقیم، ضروری است. به عبارت دیگر جامعه ممکن است به منظور ایجاد انگیزه برای توسعه اطلاعات جدید به دارندگان مستقیم اجازه دهد به انجام معامله براساس اطلاعات نهانی بپردازند. نظارت بر اینگونه معاملات با واگذاری حق مالکیت اطلاعات به شرکت، دارندگان مستقیم را از مزایای چنین طرحی محروم می کند.	محرومیت دارنده مستقیم از مزایای طرح پاداش خدمت
نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم می تواند براساس "تحلیل گزینش عمومی" توجیه شود. براساس این تحلیل، از یک سو وضع قوانین دادوستد دارنده مستقیم دلیل موجهی برای افزایش بودجه مؤسسات قانونگذار است. افزایش بودجه به نوبه خود افزایش حقوق، مزایا و اعتبار مدیران این مؤسسات را به دنبال دارد. از سوی دیگر، متخصصان و تحلیلگران بازار و معامله گران حرفه ای اوراق بهادار، که گیرنده و تحلیلگر اطلاعات هستند، هر یک به نوعی از مقررات ممنوعیت دارندگان مستقیم از انجام معامله با استفاده از اطلاعات منتشر نشده منتفع می شوند. در این میان بیش از همه منافع سرمایه گذاران نادیده گرفته می شود. به بیان دیگر براساس این نظریه جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم بیش از آنکه به نفع سرمایه گذاران باشد، مدیران و متخصصان، تحلیلگران و معامله گران بازار را منتفع می سازد.	عدم توجه به منافع سرمایه گذاران



چند بررسی موردی

۶-۱ آلمان

در آلمان، قوانین منع دادوستد دارندگان مستقیم در قسمتی از قانون تجارت این کشور که به معاملات بورس اوراق بهادار مربوط می‌شود، گنجانده شده است. این مجموعه از قوانین که توسط کمیته‌ای متشکل از کارشناسان بورس اوراق بهادار در سال ۱۹۷۰ تدوین گردیده بود جنبه اجباری نداشت. در سال ۱۹۷۶ وزارت دارایی کشور آلمان برخی پیشنهادهای اصلاحی در مورد قوانین مزبور ارائه نمود که به انتشار **دستور عمل دادوستد دارندگان مستقیم** در آن سال انجامید. اجرای این مجموعه قانونی نیز که دیگر بار در سال ۱۹۸۸ مورد بازبینی قرار گرفت جنبه اجباری ندارد و تنها شرکتها و بانکهایی که به طور قراردادی خود را به اجرای این دستور عمل ملزم نمایند از انجام معاملات براساس اطلاعات نهانی منع می‌شوند. در این قانون نیز مانند قوانین سایر کشورها مفاهیم اطلاعات نهانی و دارندگان مستقیم تعریف شده است.

“قانون بازارهای مالی دست دوم” که در ۲۶ جولای ۱۹۹۴ تصویب شد یکی دیگر از قوانین این کشور است که به کنترل دادوستد دارندگان مستقیم می‌پردازد. به طور خاص بخش اول این قانون تحت عنوان **قانون معاملات اوراق بهادار** که از ترکیب دستور عمل جامعه اروپایی در مورد دادوستد دارندگان مستقیم مصوب ۱۹۸۹ و دستور عمل مربوط به شفافیت اطلاعات مصوب ۱۹۸۸ قانون آلمان شکل گرفته است، دادوستد دارندگان مستقیم و شرایط انتشار اطلاعات و سایر موضوعات مربوط به آنها را پوشش می‌دهد.

براساس این قانون، نظارت بر معاملات دارندگان مستقیم یکی از مهمترین وظایف اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار^(۱) است. دارندگان مستقیم در بازار سرمایه آلمان مجاز به استفاده از اطلاعات نهانی به منظور کسب سود به نفع خود یا شخص ثالث نیستند. ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم به خرید یا تملک اوراق بهادار مانند انواع سهام یا گواهیهای مربوط به سهام، اوراق قرضه، برگه‌های مشارکت سود، گواهی حق خرید و سایر

1- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)

اوراق قابل تبدیل به سهام و اوراق قرضه اشاره می‌کند. طبق این قانون، در صورت اثبات جرم یعنی انجام معاملات غیرمجاز با استفاده از اطلاعات نهانی شخص خاصی حداکثر به ۵ سال زندان محکوم می‌شود. این مسأله اعتماد سرمایه‌گذاران را در مورد درستی انجام معاملات در بازار اوراق بهادار جلب می‌کند.

جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم می‌تواند از طریق رسیدگی به موارد احتمالی دادوستد دارندگان مستقیم و جمع‌آوری و ارزیابی گزارشهای مربوط به معاملات انواع اوراق بهادار و ابزارهای مشتق؛ و همچنین نظارت بر رعایت اصول ارائه گزارش توسط شرکتها - که در بخش ۹ قانون معاملات اوراق بهادار آلمان به آن اشاره شده است - صورت گیرد.

علاوه بر این، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌توانند با ایجاد ساختارهای سازمانی درون شرکتی از انجام دادوستد دارندگان مستقیم جلوگیری کنند. چنین تشکیلاتی تضمین می‌کند که تنها کارمندان و مشاوران خارجی شرکت که برای انجام وظایف خود به آگاهی از اطلاعات مؤثر نیاز دارند، گیرنده این اطلاعات باشند. شرکت‌های خدمات سرمایه‌گذاری نیز موظف به ایجاد چنین ساختار تشکیلاتی مطابق با قوانین تصریح شده در قانون معاملات اوراق بهادار هستند.

در مواردی که احتمال انجام دادوستد دارندگان مستقیم وجود دارد، اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار ممکن است شرکت‌های خدمات سرمایه‌گذاری - شامل بانکها و کارگزاران - و نیز شرکت‌های داخلی پذیرفته شده در بورس را به ارائه اطلاعات و فراهم نمودن مدارکی مانند مدارک مربوط شناسایی مشتریان ملزم نماید. به منظور اطمینان از این مسأله که شرکت‌های ملزم به ارائه اطلاعات قادر به انجام چنین کاری باشند، این شرکتها موظف به ثبت مشخصات معاملات عمده اوراق بهادار و ابزار مشتق و نگهداری آن در یک دوره حداقل شش ماهه هستند. اگر انجام دادوستد دارندگان مستقیم در بازار تأیید شود، اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار می‌تواند اطلاعات مربوط به همه معاملات اوراق بهادار در شش ماه قبل از موارد مشکوک به دادوستد دارندگان مستقیم، و نیز موجودی اولیه و نهایی آنها را از شرکت درخواست کند.

ناشر اوراق بهادار مورد دادوستد دارندگان مستقیم - که معاملات آنها در بورس اوراق بهادار یا در بازارهای آزاد صورت می‌گیرد، یا اوراق بهاداری که در یک بازار متشکل در منطقه بورسهای آسیایی و اروپایی قابل دادوستد هستند - باید، در صورت درخواست، همه جزئیات مربوط به پیامدهای دسترسی به اطلاعات نهانی را به اطلاع اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار برساند. همچنین شرکت باید اسامی افراد مطلع از اطلاعات نهانی را به اداره مزبور اعلام کند. اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار حق بازرسی از ناشران اوراق بهادار مورد دادوستد دارندگان مستقیم و افراد آگاه از این اطلاعات را در زمینه ارائه بهنگام اطلاعات و مدارک داراست. اگر این اداره در مورد جرم یک دارنده مستقیم مشکوک باشد، مورد مزبور را به دفتر دادیار عمومی ارجاع می‌دهد. تحقیقات

بیشتر در این زمینه و پیگرد کیفری آن به عهده دادیار عمومی است.

از آنجا که انتشار اطلاعات مؤثر بر قیمت و مبارزه با دادوستد دارندگان مستقیم ارتباط نزدیکی با یکدیگر دارند، در بخش دیگری از قانون معاملات اوراق بهادار آلمان شروط افشای قانونی اطلاعات شرکتها مورد توجه قرار گرفته است.

اطلاعیه نهم جولای ۱۹۹۶ اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار در زمینه ارتباط بین شروط افشای اطلاعات موردی و منظم به وضوح نشان می‌دهد که انتشار منظم گزارشهای سالانه و میان دوره‌ای به تنهایی نمی‌تواند جایگزین الزام در انتشار سریع هر نوع اطلاعات مرتبط با قیمت ناشی از عملکرد اقتصادی جدید - متفاوت از سال قبل - شود. براساس این قانون، گزارشهای موردی، ابتدا برای بورس اوراق بهادار و اداره مرکزی نظارت بر اوراق بهادار ارسال و سپس از طریق سیستم اطلاع‌رسانی الکترونیک یا روزنامه رسمی و فرامنطقه‌ای بورس اوراق بهادار منتشر می‌شود. اگر انتشار این اطلاعات با منافع قانونی ناشر آن در تضاد باشد، اداره مزبور ممکن است وی را از شرط افشای اطلاعات موردی برای دوره کوتاهی که به طور معمول ۲ یا ۳ روز است، معاف کند. کنترل دادوستد اوراق بهادار با هدف جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم و اجرای شروط مربوط به افشای موردی اطلاعات مستلزم جمع‌آوری اطلاعات از منابع مختلف اطلاعاتی مانند سیستمهای الکترونیک، روزنامه‌های مالی و پردازش و تحلیل آنها توسط شرکتهاست. مشاهده تخلف از اجرای این شروط زمینه‌ساز تحقیقات بیشتری خواهد شد و اثبات آن می‌تواند باعث محکومیت فرد خاطی و پرداخت حداکثر ۳ میلیون مارک آلمان جریمه نقدی شود.

اوراق بهادار مورد دادوستد دارنده مستقیم

اوراق بهادار مورد دادوستد دارنده مستقیم اوراق بهاداری هستند که:

- ۱ - به منظور دادوستد رسمی در یک بورس آلمانی یا در بازار آزاد پذیرفته می‌شوند.
- ۲ - به منظور دادوستد در یک بازار سازمان یافته در یکی از کشورهای عضو اتحادیه اروپایی یا در کشورهای عضو موافقتنامه منطقه اقتصادی اروپا پذیرفته می‌شوند.

دارنده مستقیم

الف - دارنده مستقیم فردی است که به دلایل زیر اطلاعاتی - نهانی - در اختیار دارد که عموم به آن دسترسی ندارند و در صورت انتشار، تأثیر قابل توجهی بر قیمت اوراق بهادار دارد:

- ۱ - عضویت در هیأت مدیره یا هیأت نظارت شرکت ناشر اوراق بهادار یا به عنوان شریک مورد اعتماد آن،
- ۲ - مشارکت در سرمایه شرکت ناشر، و

۳ - حرفه، کار یا وظیفه محوله براساس مقررات

ب - تحلیل براساس اطلاعاتی که به طور کامل در دسترس عموم قرار دارد، حتی اگر تأثیر قابل توجهی بر قیمت سهام داشته باشد، مصداق اطلاعات نهانی نیست.

ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم

الف - دارندگان مستقیم باید از انجام امور زیر منع شوند:

۱ - بهره‌برداری از اطلاعات نهانی به منظور به دست آوردن یا نگهداری اوراق بهادار برای خود یا به نفع فرد دیگری.

۲ - افشای اطلاعات نهانی یا فراهم کردن امکان دسترسی افراد دیگر به آن.

۳ - توصیه خرید یا نگهداری اوراق بهادار براساس اطلاعات نهانی به افراد دیگر، بدون داشتن اجازه چنین کاری.

ب - شخص ثالثی که اطلاعات نهانی را در اختیار دارد باید از بهره‌برداری از آن به منظور خرید یا نگهداری اوراق برای خود یا به نفع دیگری منع شود.

انتشار و افشای اطلاعات تأثیرگذار بر قیمت

الف - ناشر اوراق بهاداری که در بورس آلمان پذیرفته می‌شود، باید به محض پذیرش، همه اطلاعاتی را که به قلمرو فعالیتش مربوط می‌شود و در اختیار عموم نیست و به دلیل تأثیر قابل توجه آنها بر قیمت اوراق بهادار مورد توجه هستند، منتشر کند. اداره مرکزی نظارت، ممکن است به درخواست ناشر، او را از انتشار اطلاعاتی که انتشار آنها به منافع قانونیش لطمه می‌زند، معاف کند.

ب - ناشر باید قبل از انتشار اطلاعات مطرح شده در بند (الف) اطلاعات مزبور را در اختیار نهادهای زیر قرار دهد:

۱ - مدیریت بورسهایی که اوراق بهادار وی در آن پذیرفته شده است.

۲ - مدیریت بورسهایی که در آن تنها ابزار مشتق دادوستد می‌شوند.

۳ - اداره مرکزی نظارت

مدیریت سازمان بورس ممکن است از اطلاعات مزبور - که قبل از انتشار دریافت می‌کند - تنها به منظور تصمیم‌گیری در مورد به تعویق انداختن یا لغو تعیین قیمت‌های بورس استفاده کند. اداره مرکزی نظارت ممکن است به شرکت مقیم خارج اجازه دهد که اطلاعات مزبور را همراه با انتشار - اوراق بهادار - ارائه کند، به شرط

اینکه این امر تصمیم مدیریت بورس را درباره تعویق یا ابطال تعیین قیمت‌های بورس، در جهت عکس، تحت تأثیر قرار ندهد.

پ - انتشار اطلاعات مطرح شده در بند (الف) باید به زبان آلمانی و با رعایت شرایط صورت زیر انجام شود:

۱ - در حداقل یک روزنامه رسمی و فرامنطقه‌ای بورس منتشر شود.

۲ - از طریق سیستم الکترونیک، منتشر شود و به طور وسیع در دسترس مؤسسات اعتباری، شرکت‌های

مطرح شده در ماده ۱ فصل ۵۳ قانون بانکداری آلمان و دیگر شرکت‌های مقیم آلمان - پذیرفته شده در

یکی از بورس‌های آلمان - قرار داده شود.

۳ - اداره مرکزی نظارت ممکن است به شرکت‌های مقیم خارج اجازه دهد که اطلاعات مزبور را به زبان

دیگر منتشر کنند، به شرط اینکه به سلامت و کفایت اطلاعات عمومی لطمه نزند و اطلاعات به میزان

کافی در اختیار عموم قرار گیرد.

۴ - در صورت زیاد بودن اطلاعات، اداره مرکزی نظارت ممکن است اجازه انتشار خلاصه‌ای از آن را که با

بخش اول این بند سازگار باشد، به ناشر بدهد، به شرطی که اطلاعات به طور کامل و بدون هزینه قابل

دسترس باشد و در اطلاعیه ارائه شود.

ت - ناشر باید بی‌درنگ اطلاعات منتشره - براساس بند (پ) را برای مدیریت بورس و نیز برای اداره مرکزی

نظارت ارسال کند.

ث - اداره مرکزی نظارت ممکن است از ناشر بخواهد که اطلاعات و مدارک مورد نیاز برای نظارت را با رعایت

موارد مطرح شده در بندهای (الف) تا (ت) ارائه کند. در طول ساعات کار اداری باید به کارکنان اداره مرکزی

نظارت و افرادی که اداره مزبور معرفی می‌کند، اجازه داده شود که به املاک و ساختمان‌های ناشر وارد شوند و تا

جایی که برای انجام وظایف اداره مرکزی نظارت لازم است، تحقیق کنند.

ج - اگر ناشر اوراق بهادار موارد مطرح شده در بندهای (الف)، (ب) و (پ) را نقض کند، در قبال خساراتی که

به شخص ثالثی به علت این نقض مقررات وارد می‌شود، مسئولیتی ندارد. در این موارد - با وجود مبانی قانونی

دیگر - به ادعای خسارت ترتیب اثر داده نمی‌شود.

نظارت منظم

الف - اداره مرکزی نظارت باید بر دادوستد اوراق بهادار در بورسها به منظور جلوگیری از نقض محدودیتهای

ارائه شده در قسمت مربوط به مفهوم دادوستد دارندگان مستقیم، نظارت کند.

ب - اگر اداره مرکزی نظارت شواهدی به دست آورد که نشانگر نقض محدودیتهای تعیین شده درباره

دارندگان مستقیم باشد، شرکتهای خدمات سرمایه‌گذاری و شرکتهای مقیم آلمان را که در یکی از بورسهای آلمان پذیرفته شده‌اند، ملزم می‌کند که اطلاعات مربوط به معاملات اوراق بهاداری را که به حساب خود یا دیگران خرید و فروش می‌کنند افشا نمایند. این موضوع باید در مورد شرکتهای مقیم خارج که اوراق بهادار آنها در یکی از بورسهای آلمان پذیرفته شده است، یا در بازار آزاد دادوستد می‌شود، کاربرد داشته باشد. اگر اداره مرکزی چنین درخواستی ارائه کند، شرکتهایی که متعهد به ارائه اطلاعات هستند باید اصل سرمایه و اسامی افرادی را که از دادوستد اوراق بهادار سود برده‌اند یا زیان دیده‌اند مشخص کند و تغییرات موجودی اوراق بهادار را گزارش کند. اگر شواهد بیشتری دال بر نقض مقررات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم وجود داشته باشد، اداره مرکزی نظارت می‌تواند شرکتهای را به ارائه اطلاعات درباره تغییرات موجودی اوراق بهادار طی یک دوره شش ماهه پیش از انجام معامله - که مدارکی درباره نقض محدودیتهای وضع شده درباره آن وجود دارد - ملزم نماید. شرکتهای باید قبل از اجرای سفارش اوراق بهادار دارندگان مستقیم در مورد اشخاص حقیقی، نام و تاریخ تولد و آدرس آنها و در مورد اشخاص حقوقی، نام بنگاه و آدرس مسؤولان و افراد یا اشخاص حقوقی منتفع یا متضرر از معاملات را ثبت کنند.

پ - به عنوان بخشی از الزامهای ارائه اطلاعات مطابق بند (ب)، اداره مرکزی نظارت می‌تواند اشخاصی را که متعهد به ارائه اطلاعات هستند، به ارائه اسناد و مدارک مورد نیاز ملزم کند. در طول ساعات کار اداری باید به کارکنان اداره مرکزی نظارت و افرادی که اداره مزبور معرفی می‌کند اجازه داده شود که به املاک و ساختمانهای شرکتهایی که در بند (ب) مطرح شده‌اند، وارد شوند و به وظایف خود عمل کنند. خارج از ساعات اداری یا در صورتی که شرکتهای در محل مسکونی ساکن باشند، به منظور جلوگیری از برهم زدن نظم و آرامش عمومی نباید بدون اجازه وارد شرکتهای شوند.

ت - اگر اداره مرکزی نظارت مدارکی به دست آورد که نشانگر نقض محدودیتهای ارائه شده باشد، می‌تواند شرکتهای ناشر اوراق بهادار مورد دادوستد دارندگان مستقیم و شرکای حقوقی آنها را که ساکن آلمان هستند یا اوراق بهادار آنها در یکی از بورسهای آلمان پذیرفته شده است و نیز افرادی را که اطلاعات نهانی در اختیار دارند به ارائه اطلاعات نهانی و معرفی افراد دیگری که چنین اطلاعاتی را در اختیار دارند، ملزم کند.

ث - اداره مرکزی نظارت ممکن است از افرادی که هویت آنها در جمله سوم بند (ب) اعلام شده، بخواهد که اطلاعات مربوط به چنین معاملاتی را افشا کنند.

ج - افرادی که متعهد به ارائه اطلاعات هستند، در صورتی که این امر، خود یا بستگان آنها را در معرض خطر قرار دهد، می‌توانند از ارائه اطلاعات امتناع کنند. این افراد باید از حق خود در مورد امتناع از ارائه اطلاعات آگاهی داشته باشند.

چ - مخالفت یا اقدام قانونی برای لغو موازینی مطابق با بندهای (ب) تا (ث) نباید اثر تأخیری داشته باشد.

ح - شرکتهای مورد اشاره در بند (ب) ممکن است مسؤولان یا اشخاص حقیقی و حقوقی ذینفع در شرکت را از درخواست اطلاعات از طرف اداره مرکزی نظارت - که براساس جمله اول بند (ب) است - یا از اقدامات تحقیقی متعاقب آن، هشیار نکنند.

خ - سوابق و مدارک مطرح شده در جمله چهارم بند (ب) باید به مدت حداقل شش ماه نگهداری شود.

نظارت بر معاملات افراد شاغل در اداره مرکزی نظارت

(الف) اداره مرکزی نظارت باید روشهای کنترلی مناسبی برای برخورد با افراد شاغل در این اداره که مقررات مطرح شده در قسمت پ را نقض می‌کنند، داشته باشد.

(ب) مقام عالی‌رتبه یا فردی که او معرفی می‌کند می‌تواند از افراد شاغل در اداره مرکزی نظارت بخواهند که اطلاعات و مدارک مربوط به معاملات اوراق بهاداری را که برای خود یا افراد دیگر انجام داده‌اند، ارائه کنند. موارد بند(ج) قسمت مربوط به نظارت منظم باید در نظر گرفته شود.

کارمندانی که ممکن است در انجام وظایف خود به اطلاعات نهانی دسترسی پیدا کنند، باید براساس مقررات متعهد شوند که ثبت معاملات اوراق بهادار مورد دادوستد دارندگان مستقیم را - چه برای خود چه برای شخص دیگری - بی‌درنگ به مافوق خود یا فردی که او معرفی کرده است، اطلاع دهند. مقام مافوق یا نماینده او باید کارمندان مزبور را نامگذاری کند.

پردازش و استفاده از اطلاعات شخصی

۱- اداره مرکزی نظارت تنها به منظور آگاهی از اینکه آیا ممنوعیت مربوط به دارندگان مستقیم شده باشد و همچنین به منظور همکاری بین‌المللی اطلاعات به دست آمده را ذخیره، دستکاری و استفاده می‌کند.

۲- اطلاعات شخصی در صورتی که برای بررسی و تحقیق یا به منظور ترتیب اثر دادن به درخواست اطلاعات از طرف یک مقام مسؤول در کشور دیگر براساس بند (۱) مورد استفاده قرار گیرد، باید بی‌درنگ از بین برده شود.

اقدامات جزایی در مورد تخلفات دارنده مستقیم

اداره مرکزی نظارت باید جرایم را به صورت مستدل به اداره رسیدگی کننده دولتی گزارش دهد. این اداره ممکن است اطلاعات شخصی افراد متهم را به اداره رسیدگی کننده دولتی بدهد یا افرادی را به عنوان شاهد معرفی کند.

همکاری بین‌المللی

(الف) اداره مرکزی نظارت باید هر گونه اطلاعات مورد نیاز برای نظارت بر محدودیتهای وضع شده در زمینه فعالیت دارندگان مستقیم را در اختیار دیگر کشورهای عضو اتحادیه اروپایی یا دیگر کشورهای عضو توافقنامه منطقه اقتصادی اروپا قرار دهد. اداره مزبور باید از نیروهای مشخص شده در بندهای (ب) تا (ث) مربوط به نظارت منظم تا جایی که برای برآوردن درخواست اطلاعات از طرف مقامهای مسؤول کشورهای مزبور مورد نیاز باشد، استفاده کند.

(ب) هنگام ارائه اطلاعات باید به مقامهای مسؤول در کشورهای دیگر - بدون صدمه زدن به تعهدات آنها در زمینه اقدامات قضایی مربوط به نقض مقررات وضع شده برای دادوستد دارندگان مستقیم - گوشزد شود که می‌توانند از اطلاعات دریافت شده تنها به منظور نظارت بر مقررات و محدودیتهای وضع شده برای دادوستد دارندگان مستقیم یا در زمینه اقدامات اجرایی یا قضایی مربوط به آن، استفاده کنند. استفاده از چنین اطلاعاتی با اهداف نظارتی یا به منظور پیگیری موارد جزایی مربوط یا ارائه آن به مقامهای مسؤول در کشورهای دیگر باید با هماهنگی اداره مرکزی نظارت باشد.

(پ) اداره مرکزی نظارت در موارد زیر می‌تواند از ارائه اطلاعات مزبور خودداری کند:

- ۱- در صورتی که ارائه اطلاعات به استقلال، امنیت یا سیاست عمومی جمهوری فدرال آلمان صدمه بزند.
- ۲- در صورتی که اقدامات قضایی بر علیه اشخاص متقاضی اطلاعات در جریان باشد، یا حکم نهایی بر علیه آنها صادر شده باشد.

(ت) اداره مرکزی نظارت - بدون صدمه زدن به تعهداتش در زمینه اقدامات قضایی مربوط به نقض مقررات وضع شده بر دادوستد دارندگان مستقیم - باید از اطلاعات دریافتی از مقامهای مسؤول فقط برای نظارت بر مقررات و محدودیتهای وضع شده بر رفتار دارندگان مستقیم یا در زمینه اقدامات اجرایی یا قضایی مربوط به آن استفاده کند. استفاده از چنین اطلاعاتی با اهداف نظارتی دیگر بر یا به منظور پیگیری موارد جزایی مربوط یا ارائه آن به مقامهای مسؤول در کشورهای دیگر، باید با هماهنگی مقامهای انتقال دهنده اطلاعات باشد.

(ث) اداره مرکزی نظارت می‌تواند با مقامهای مسؤول کشورهای غیر از موارد مطرح شده در بالا به منظور نظارت بر مقررات و محدودیتهای وضع شده بر رفتار دارندگان مستقیم و محدودیتهای خاص کشورهای دیگر همکاری کند و اطلاعات را به مقامهای مسؤول ارائه دهند.

۶- ۲ استرالیا

بر پایه دیدگاه رسمی ارائه شده توسط انجمن تحقیق و مدیریت سرمایه‌گذاری^(۱) و جامعه تحلیلگران مالی سیدنی^(۲) درباره دادوستد دارندگان مستقیم، استفاده از اطلاعات خاص و منتشر نشده در معاملات سهام ممنوع گردیده است. براین اساس، دارندگان مستقیم یعنی افرادی که به اطلاعات خاص و مرتبط با ارزش یک ورقه بهادار دسترسی دارند، نباید بر پایه این نوع اطلاعات به خرید و فروش اوراق بهادار بپردازند یا به خرید و فروش این اوراق بهادار توسط افراد دیگر کمک کنند.

در استرالیا، سیاست افشای اطلاعات به عنوان یکی از مهمترین راهکارهای منع دادوستد دارندگان مستقیم مورد توجه است. براساس قانون شرکتها در استرالیا، شرکتهای پذیرفته شده در بورس یا هر شخص دیگر از نقض قوانین پذیرش منع شده‌اند و هرگونه مورد خلاف این موضوع جرم محسوب می‌شود؛ خواه از روی غفلت یا مسامحه باشد، خواه به صورت بی‌توجهی به تبادل اطلاعاتی که در دسترس عموم نیست و اطلاعاتی که یک شخص به صورت منطقی تصور می‌کند تأثیر به سزایی بر قیمت سهام یا دیگر انواع اوراق بهادار داشته باشد. قوانین پذیرش بورس اوراق بهادار از شرکتهای پذیرفته شده و دیگر اشخاص می‌خواهد که به محض آگاهی از هرگونه اطلاعاتی که به طور منطقی تصور می‌شود بر روند قیمت سهام تأثیر داشته باشد، به بورس اطلاع دهند. البته چنانچه افشای اطلاعات خلاف قانون باشد، یا اطلاعات مربوط به یک پیشنهاد یا مذاکره نیمه تمام، یا بر پایه حدس و گمان باشد و از قاطعیت لازم برای افشا برخوردار نباشد، یا از نوع اسرار تجاری باشد، این قانون قابل اجرا نخواهد بود.

قانون شرکتها در مورد شرکتها و دیگر اشخاصی که در بورس اوراق بهادار پذیرفته نشده‌اند، اما اوراقی را به همین شکل منتشر کرده‌اند، نیز صادق است.

در بورس اوراق بهادار استرالیا شیوه‌های زیر برای تنبیه کسانی که نظام افشای مداوم اطلاعات را - که در قانون شرکتها بدان اشاره شده است - نقض کنند در نظر گرفته شده است:

۱- کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا^(۳) می‌تواند دادوستد اوراق بهادار را ممنوع اعلام کند؛
 ۲- بورس اوراق بهادار استرالیا یا هر شخص دیگری می‌تواند حکمی را از دادگاه دریافت کند و براساس آن ناشر اوراق را وادار به افشای اطلاعات نماید؛

۳- کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا یا هر شخص دیگری که به سبب نقض قانون متحمل ضرر و زیان شده باشد، می‌تواند ادعای خسارت کند. اقدام برای جبران خسارت شاکی باید به اندازه‌ای باشد که او را

1- Association for investment management & research

2- Sydney Society of Financial Analysts

3-Australian Securities and Investment Commission

در همان وضعیتی قرار دهد که اگر خلافی اتفاق نمی‌افتاد برای وی متصور بود؛

۴- دادگاه می‌تواند طی حکمی کلیه دادوستدهایی را که در زمان آشفتگی قیمت اوراق بهادار بر اثر عدم افشای اطلاعات انجام شده باشد، ملغی اعلام کند؛

۵- مجازات ناشری که از روی قصد یا از روی بی‌احتیاطی اطلاعات مهم و اساسی را افشا ننماید، جریمه یا - در موارد شخصی - زندان خواهد بود.

همچنین در قانون شرکتهای استرالیا آمده است که مدیران یک شرکت پذیرفته شده در بورس باید موضوع مالکیت و منافع مدیر از سهام یا اوراق بهادار شرکت یا تشکیلات وابسته به آن را به اطلاع بورس اوراق بهادار برسانند، بدین صورت که مدیر شرکت باید هرگونه تغییر در نوع و میزان مالکیت خود را ظرف مدت چهارده روز به بورس اطلاع دهد.

در استرالیا به منظور شناسایی معاملات دارندگان مستقیم، براساس قانون شرکتهای بورس اوراق بهادار استرالیا وظایف قانونی خاصی را با هدف کمک به کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا و ارجاع موارد نقض مفاد قانون شرکتهای به این کمیسیون بر عهده دارد. بورس اوراق بهادار استرالیا همچنین در مقابل درخواست اطلاعات از سوی کمیسیون پاسخگوست.

کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا و بورس اوراق بهادار تفاهم نامه‌هایی را درباره موضوعاتی همچون وضعیت بازارها، امور شرکت و مسایل مربوط به اعضا با یکدیگر به امضا رسانده‌اند. در تفاهم نامه مربوط به وضعیت بازارها موضوع دادوستد دارندگان مستقیم نیز قید شده است.

قانون شرکتهای استرالیا هر نوع دستکاری بازار و دادوستد دارندگان مستقیم را ممنوع اعلام کرده است. همچنین مراحل نظارت و ارجاع گزارش در هر یک از این گونه فعالیتها نیز اعمال می‌شود. بدین صورت که بورس اوراق بهادار با استفاده از سیستم نظارت الکترونیک خود می‌تواند بسیاری از رویدادهای بازار را کشف و شناسایی کند. این سیستم از شاخصهای قابل برنامه‌ریزی برای جابه‌جایی قیمتها و میزان دادوستد اوراق قیمت‌گذاری شده در بورس اوراق بهادار برخوردار است و می‌تواند جابه‌جاییهای غیرعادی قیمتها را که توسط افراد یا کارگزاران انجام می‌شود، شناسایی کند. در این روش، سیستم نظارت الکترونیک قادر است نشانه‌های دستکاری احتمالی بازار یا دادوستد دارندگان مستقیم را در سطح بازار ردیابی کند. هرگاه سیستم در مورد یکی از دادوستدها هشدار دهد، موضوع بی‌درنگ توسط یکی از تحلیلگران بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار می‌گیرد. تحلیلگر بورس می‌تواند سابقه‌ای از این مورد دادوستد را درخواست کند و موارد موضوع هشدار را شناسایی نماید. تحلیلگران همچنین می‌توانند مراحل پیشنهاد قیمت و دادوستد اوراق را تکرار کنند.

در جایی که نتایج بررسی بورس انجام تحقیقات بیشتر را موجه یا ضروری تشخیص دهد، بورس می‌تواند از

کارگزاران بخواهد جزئیات بیشتری از دادوستدهای خود - شامل نام و مشخصات فردی خریداران - را اعلام کنند. بورس اوراق بهادار استرالیا با تکیه بر وظایف تنظیمی و نظارتی خود قدرت انجام این کار را دارد. این قوانین به صورت قرارداد میان بورس و کارگزاران به امضا رسیده و اجرای آن الزامی است. هنگامی که بورس به این نتیجه برسد که مسأله‌ای جدی در بازار پیش آمده است؛ موضوع را به صورت رسمی به کمیسیون سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار استرالیا ارجاع می‌کند. بورس و کمیسیون هر دو در مورد مصداقهای عبارت "مسأله جدی در بازار"، هم در مورد دادوستد دارندگان مستقیم و هم در مورد دستکاری بازار، اتفاق نظر دارند.

در استرالیا دارندگان مستقیم پس از اثبات جرم هم مشمول جریمه‌های کیفری و هم جریمه‌های مدنی خواهند بود.

۶-۳ ایالات متحد آمریکا

ایالات متحد آمریکا دارای یکی از جامع‌ترین و پیشرفته‌ترین سازوکارهای تدوین قوانین و مقررات در بازارهای اوراق بهادار است. بین سالهای ۱۹۱۱ تا ۱۹۳۳ قوانین خاصی با عنوان **قوانین آسمان آبی**^(۱) برای نظارت بر معاملات اوراق بهادار در آمریکا وضع شد. از سال ۱۹۳۳ به اینسو کمیسیون بورس و اوراق بهادار^(۲) بازارهای سرمایه را در آمریکا کنترل کرده است. از آنجا که در قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ صلاحیت قضایی کمیسیون اوراق بهادار محفوظ در نظر گرفته شده، نقش قوانین آسمان آبی در قانون اخیر همچنان چشمگیر بوده است. بیش از یک دهه است که کمیسیون بورس اوراق بهادار بر قوانین مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم متمرکز بوده است. این کمیسیون معتقد است دادوستد دارندگان مستقیم منجر به کاهش اطمینان سرمایه‌گذاران به بازارهای اوراق بهادار می‌شود. اولین منبع در زمینه قانونگذاری دادوستد دارندگان مستقیم در ایالات متحد قوانین فدرال است. قوانین ایالتی نیز در تدوین مقررات ناظر بر معاملات اوراق بهادار مؤثر بوده‌اند. در حال حاضر قانون بورس اوراق بهادار^(۳) مصوب ۱۹۳۴ مهمترین منبع قوانین اوراق بهادار به ویژه در زمینه نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم به شمار می‌آید. در چارچوب این قانون، اصل 10b-5 شرایط کلی جلوگیری از تقلب در معاملات اوراق بهادار را پوشش می‌دهد. اصل 14e-3 و بخش 16b قانون مصوب ۱۹۳۴ نیز بر قوانین مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم دلالت دارد. به طور خاص بخش 10b قانون ۱۹۳۴ و اصل 10b-5 این قانون مقرراتی به منظور جلوگیری از هرگونه دخالت در بازار و ترفندهای گمراه کننده در معاملات اوراق بهادار ارائه می‌دهد. این بخش از قانون تعریف صریح و روشنی از دادوستد دارندگان مستقیم ارائه نمی‌دهد. با این حال

1- Blue Sky Laws

2- Securities and Exchange Commission(SEC)

3- Securities Exchange Act of 1934 (SEA)

بسیاری از دادگاههای ایالات متحد این قانون را به گونه‌ای تفسیر می‌کنند که براساس آن از انجام معاملات با استفاده از اطلاعات خاص جلوگیری به عمل می‌آید. براساس تفسیر این اصل از قانون بورس اوراق بهادار دارندگان مستقیم شرکت یعنی سهامداران عمده شرکت، مدیران و کارکنان عالی رتبه، اشخاصی که به عنوان دارندگان مستقیم شرکت اطلاعاتی را به دوستان و نزدیکان خود در خارج از شرکت منتقل می‌کنند، اشخاصی که اطلاعات منتشر نشده را از دارندگان مستقیم دریافت می‌کنند، کارگزارانی که از اطلاعات دست اول برای کمک به مشتریان خود استفاده می‌کنند و کارمندان شرکت باید از خرید و فروش اوراق بهادار آن شرکت اجتناب ورزند یا اطلاعات خود را به بازار منتقل سازند. در بعضی موارد دارندگان مستقیم موقتی نظیر تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار، وکلای شرکت و حسابداران نیز از انجام معامله بر روی اوراق بهادار شرکت منع می‌شوند.

اصل 14e-3 این قانون محدودیتهای گسترده‌ای در زمینه دادوستد دارندگان مستقیم و دخالت در بازار و فعالیتهای فریبکارانه و تقلبی در موارد پیشنهاد خرید در نظر می‌گیرد. براساس این قانون هر شخصی که دارای اطلاعات خاص در مورد اوراق بهادار یک شرکت باشد از انجام معامله بر روی اوراق بهادار آن شرکت منع شده است.

بخش ۱۶ قانون ۱۹۳۴ به منظور حداقل کردن استفاده نابجا از اطلاعات نهانی تدوین شده است. این بخش از قانون دارندگان مستقیم نظیر مدیران، کارمندان عالی‌رتبه یا سهامداران عمده شرکت را ملزم می‌کند که هرگونه سودی را که از خرید و فروش اوراق بهادار طی شش ماه اخیر به دست آورده‌اند به شرکت گزارش دهند. به عبارت دیگر براساس این بخش از قانون، دارندگان مستقیم موظف به افشای اطلاعات خاص در مورد شرکت هستند. اطلاعاتی که به دلیل موقعیت شغلی خود به آنها دسترسی دارند و افشای آنها قضاوت سرمایه‌گذاران را در امر سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قرار می‌دهد.

قانون مجازاتهای مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم مصوب ۱۹۸۴^(۱) به منظور افزایش قدرت اجرایی کمیسیون بورس، اوراق بهادار در برابر دادوستد دارندگان مستقیم مطرح شد. براساس این قانون اشخاص مشمول دادوستد غیرقانونی دارندگان مستقیم، به پرداخت مبلغی معادل سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده -زیانی که در صورت عدم دسترسی به اطلاعات متحمل می‌شد- ناشی از این گونه معاملات محکوم می‌شوند. کمیسیون بورس و اوراق بهادار این مبلغ را به حساب خزانه دولت واریز می‌کند.

در ۱۹ نوامبر ۱۹۸۸ قانون مقابله با تقلب از طریق دادوستد دارندگان مستقیم^(۲) با هدف جلوگیری از انجام دادوستد دارندگان مستقیم در بازار سرمایه تصویب شد. براساس این قانون کارگزاران و شرکتهای مشاوره

1- Insider Trading Sanctions Act of 1984 (ITSA)

2- Insider Trading Securities Fraud and Enforcement Act of 1988(ITSFEA)

سرمایه‌گذاری باید با در نظر گرفتن تعهدات و محدودیتهایی برای افراد کلیدی شرکت از انجام دادوستد دارندگان مستقیم جلوگیری به عمل آورند.

این قانون جریمه‌های در نظر گرفته شده در قانون اوراق بهادار را افزایش داده است؛ به طوری که حداکثر مجازات زندان از ۵ سال به ۱۰ سال و حداکثر جریمه نقدی از یکصد هزار دلار به یک میلیون دلار افزایش یافته است. این مبلغ برای افراد حقوقی از پانصد هزار دلار به ۲/۵ میلیون دلار رسیده است.

جریمه نقدی پیش‌بینی شده در این قانون برای افراد کلیدی حداکثر یک میلیون دلار یا سه برابر ارزش سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده در نتیجه انجام دادوستد دارندگان مستقیم است. چنانچه یک فرد کلیدی شرکت به دلیل انتقال اطلاعات به اشخاص دیگر مجرم شناخته شود، ممکن است جریمه پرداختی توسط وی تنها براساس سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده توسط اشخاص گیرنده اطلاعات تعیین شود.

در این قانون افراد کلیدی تنها به کارفرمایان شرکت اطلاق نمی‌شود. همه افرادی که در جهت‌گیری سیاستهای مدیریتی شرکت یا فعالیت سایر افراد مؤثرند، از جمله افراد کلیدی شرکت به شمار می‌آیند. قانون مزبور کارگزاران، دلالان و شرکتهای مشاوره سرمایه‌گذاری را به تدوین و اتخاذ سیاستهایی به منظور جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم و نیز نظارت بر اجرای سیاستهای مزبور ملزم می‌کند. این سیاستها می‌تواند با توجه به نوع فعالیت، اندازه و ساختار اداری شرکتهای کارگزاری و مشاوره سرمایه‌گذاری متفاوت باشد.

قانون حمایت از اوراق بهادار و سهام ضعیف^(۱) به عنوان یکی دیگر از قوانین ایالات متحد در زمینه دادوستد دارندگان مستقیم در جهت اصلاح قانون ۱۹۳۴ و قانون ۱۹۴۰ (قانون شرکتهای و مشاوران سرمایه‌گذاری) در سال ۱۹۹۰ معرفی شد. این قانون با در نظر گرفتن جریمه‌های مدنی، جریمه‌های پولی و تعلیق موقت و دائم اختیارات بیشتری به کمیسیون بورس و اوراق بهادار به منظور جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم تفویض نموده است. یکی از آخرین اصلاحات مربوط به قوانین دادوستد دارندگان مستقیم در ایالات متحد تصویب مقرراتی مبنی بر افشای مناسب و عادلانه اطلاعات است. این قانون که در ۱۰ اگست ۲۰۰۰ توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار تصویب گردید به بحث در موارد زیر می‌پردازد:

۱- افشای اطلاعات گزینشی

۲- تعهدات دارندگان مستقیم به دلیل "استفاده" یا "داشتن" اطلاعات خاص در مورد یک شرکت به هنگام انجام معاملات بر روی اوراق بهادار آن شرکت - اصل 10b5-1.

۳- تعهدات دارندگان مستقیم به دلیل نقض رابطه مبتنی بر اعتماد در روابط خانوادگی و غیرکاری

اصل 2-10b5.

قوانین مربوط به افشای مناسب اطلاعات با هدف حمایت از سرمایه‌گذاران، از افشای اطلاعات به صورت گزینشی جلوگیری به عمل می‌آورد. براساس این قانون، افشای گزینشی اطلاعات زمانی صورت می‌گیرد که شرکتی اطلاعات مهم مربوط به اوراق بهادار خود را قبل از اطلاع عموم در اختیار افرادی خاص مانند تحلیلگران اوراق بهادار یا مؤسسات سرمایه‌گذاری قرار دهد. این قانون موارد زیر را از شمار افراد خاص مستثنا می‌کند:

- ۱ - اشخاص معتمد شرکت مانند وکلا، حسابداران یا مؤسسات تأمین سرمایه.
 - ۲ - اشخاصی که می‌پذیرند اطلاعات شرکت را به صورت محرمانه نزد خود حفظ نمایند.
 - ۳ - مؤسساتی که کار اصلی آنها تعیین مرتبه اعتباری شرکتهاست (مؤسسات رتبه‌بند). دادن اطلاعات در مورد شرکت به این مؤسسات با هدف تعیین جایگاه واقعی شرکت صورت می‌گیرد.
 - ۴ - به هنگام عرضه اوراق بهادار پذیرفته شده در قانون اوراق بهادار.
- قوانین افشای مناسب اطلاعات تعریف جدیدی از مفهوم "اطلاعات مهم" ارائه نمی‌دهد و تعریف بیان شده در قوانین اوراق بهادار فدرال را می‌پذیرد. طبق این قانون افشای اطلاعات خاص به صورت گزینشی چنانچه به طور سهوی نیز صورت پذیرد، می‌تواند تعهداتی را ایجاد نماید. البته این قانون به جرائم متخلفان به طور صریح اشاره‌ای نکرده است، اما کمیسیون بورس و اوراق بهادار این اختیار را دارد که مجازات‌هایی را برای شرکت‌های متخلف به صورت زندان یا جریمه‌های نقدی در نظر گیرد. همچنین می‌تواند افراد متخلف را در شرکت‌های مربوط را مورد بازخواست قرار دهد.

۴-۶ زلاندنو

در زلاندنو دولت افزایش اطمینان در بازار سهام را به عنوان یکی از اهداف کلیدی خود معرفی کرده است. عوامل متعددی می‌تواند بر سطح اطمینان سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی بازار سهام مؤثر باشد. تدوین قوانین مستحکم درباره دادوستد دارندگان مستقیم، یکی از عوامل مهم در این باره محسوب می‌شود. دادوستد دارندگان مستقیم می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را به بازار کاهش دهد. اجرای صحیح قوانین مربوط به این نوع معاملات عامل مهمی در جذب سرمایه‌گذاران کوچک و نیز سرمایه‌گذاران خارجی به بازار سهام است. اگر سرمایه‌گذاران باور داشته باشند که دادوستد دارندگان مستقیم در بازار روی می‌دهد و افراد خاطی شناسایی و مجازات نمی‌شوند، ممکن است گمان کنند اوراق بهادار در تصاحب کسانی است که به اطلاعات ویژه دسترسی دارند و دیگران به اندازه سود آنها متضرر می‌شوند.

از منابع قانونی ناظر بر معاملات دارندگان مستقیم در زلاندنو می‌توان به بخش‌هایی از "قانون معاملات

منصفانه" اشاره کرد. در بخش ۹ این قانون، افراد از اقدامات فریبکارانه و گمراه کننده در معاملات منع شده‌اند. بخش عمده‌ای از قوانین دادوستد دارندگان مستقیم زلاندنو، در بخش اول متمم قانون اوراق بهادار^(۱) مصوب ۱۹۸۸ آمده است. این قانون که براساس گزارش کمیته اوراق بهادار به وزیر دادگستری در دسامبر ۱۹۸۷ تدوین و تصویب شده، تعهداتی را برای دارندگان مستقیم دارای اطلاعات نهانی هستند و براساس آن به خرید و فروش اوراق بهادار می‌پردازند یا دیگران را به خرید و فروش این اوراق تشویق می‌کنند، در نظر گرفته است. به رغم اجرای این قانون، بیش از ۱۰ سال است که هیچ فردی در این کشور و براساس این قانون متهم نشده است. این مسأله به دلیل مشکلات موجود در تفسیر و به کارگیری متمم قانون اوراق بهادار بوده که مانع کارایی این قانون در مبارزه با دادوستد دارندگان مستقیم شده است. برخی از این مشکلات را می‌توان به شفاف نبودن تعریف دارندگان مستقیم در قانون مزبور، شرایطی که یک دارنده مستقیم به معامله می‌پردازد، محدودیتهای قانون در مورد ناشران عمومی و کاربرد آن درباره فعالیت‌هایی که خارج از زلاندنو رخ می‌دهد، مربوط دانست. شکاف بین شناسایی و دادوستد دارندگان مستقیم، اجرای قوانین مربوط به آنها یکی دیگر از مشکلات قوانین دادوستد دارندگان مستقیم بوده است. همچنین در حوزه اجرا نارسایی‌هایی مشاهده می‌شود. در کشور زلاندنو یک مرجع رسمی برای پیگیری شکایتهای واصله از دارندگان مستقیم وجود ندارد و تنها راه چاره برای افراد پیگیریهای شخصی است. هزینه بالای پیگیری شخصی، مشکلات موجود برای افراد در شناسایی معاملات، صرف زمان قابل توجه در انجام این کار و موانع موجود برای کسب اطلاع در مورد دارندگان مستقیم را می‌توان از مشکلات افراد در پیگیری مسایل مربوط به دادوستد دارنده مستقیم دانست.

دولت زلاندنو معتقد است، در مراحل اولیه تدوین مقررات دادوستد دارندگان مستقیم اتخاذ یک رژیم قانونی کارآمد با تأکید بر جلوگیری از انجام معاملات توسط دارندگان مستقیم از طریق افشای اطلاعات، شناسایی دادوستد دارندگان مستقیم، اجرای قوانین موجود و امکان در نظر گرفتن جریمه‌های کیفری برای افراد خاطی می‌تواند مؤثر باشد. بدون تردید، دقت در تدوین مقررات منع دادوستد دارندگان مستقیم، شناسایی آن و فراهم نمودن شرایط اجرای قوانین وضع شده، این مقررات را از تفسیر مجدد بی‌نیاز می‌کند.

گزینه‌های پیشنهادی برای ارتقای کارایی نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم چنین است:

۱ - جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم از طریق افشای هر چه بیشتر اطلاعات

دادوستد دارندگان مستقیم به معنای معاملات اوراق بهادار با استفاده از اطلاعاتی است که در اختیار عموم

قرار ندارد. یکی از راههای کاهش احتمال این گونه معاملات، افزایش تعهدات ناشران اوراق بهادار در انتشار اطلاعات مؤثر بر قیمت است. براین اساس، افشای اطلاعات مهم و اساسی، مبنای بسیاری از قوانین اوراق بهادار زلاندنو به شمار می آید.

گزینه‌های زیر می‌توانند با هدف ارتقاء سطح افشای اطلاعات مؤثر بر قیمت‌ها توسط ناشرین اوراق بهادار و مدیران شرکتها مطرح شوند:

۲ - شناسایی دادوستد دارندگان مستقیم

بورس اوراق بهادار زلاندنو فعالیت بازار سهام را زیر نظر دارد و در صورت بروز هر یک از موارد دادوستد دارندگان مستقیم موضوع را به کمیسیون گزارش می‌کند. کمیسیون موارد مربوط به نقض قانون دادوستد دارندگان مستقیم را که از سوی بورس اوراق بهادار زلاندنو، براساس شکایت افراد عادی به وی ارجاع می‌شود، پیگیری می‌کند. فرآیند کشف و پیگیری این گونه موارد به شرح زیر است:

الف - کارکنان واحد نظارت بر بازار در بورس اوراق بهادار زلاندنو بر همه موارد جابه جایی قیمت‌ها و میزان دادوستدها نظارت دارند و در صورت شناسایی مواردی از جابه جایی غیرعادی قیمت‌ها یا تغییر غیرطبیعی میزان دادوستد اوراق، نظر هیأتی از کارگزاران تعیین شده را جویا می‌شوند.

ب - کارکنان واحد نظارت بر بازار پس از دریافت نظر هیأت کارگزاران، موضوع را به دبیر هیأت نظارت بر بازار ارجاع می‌کنند و او هم می‌تواند قیمت را از ناشر اوراق استعلام کند.

پ - چنانچه پیش از اعلام ناشر دادوستد عمده‌ای صورت گرفته باشد، معمولاً هیأت کارگزاران موضوع را به کمیسیون ارجاع می‌کند. بورس اوراق بهادار زلاندنو معمولاً در پیگیری موضوع نقشی بیش از این ایفا نمی‌کند.

ت - در گزارش ارجاعی از هیأت کارگزاران به کمیسیون، تمامی دادوستدها و جابه جاییهای غیرعادی قیمت‌ها و دیگر موارد مربوط شرح داده، و نسخه‌ای هم از دادوستدهای انجام شده در بورس اوراق بهادار زلاندنو به همراه گزارش ارسال می‌شود.

ث - کارکنان کمیسیون به محض دریافت گزارش هیأت، همه دادوستدها را بررسی می‌کنند، و در صورت لزوم جزئیات مربوط را مورد بازنگری قرار می‌دهند.

ج - پس از بررسی پاسخهای کارگزاران، کمیسیون جزئیات دقیقتری را درباره برخی مشتریان یا برخی دادوستدها از کارگزاران جویا می‌شود. کمیسیون همچنین می‌تواند سوابق دادوستد کارگزاران، و از جمله نوار صوتی گفتگوهای تلفنی را از آنها درخواست کند.

چ - کمیسیون از برخی افراد شاخص می‌خواهد که راجع به دادوستد خود توضیح دهند. در این مرحله،

کمیسیون به طور رسمی تحقیقات خود را انجام می‌دهد و اسناد و مدارکی را از افراد دست‌اندرکار در دادوستد اوراق بهادار گردآوری می‌کند.

به منظور توسعه عملیات کشف و شناسایی دادوستد دارندگان مستقیم در زلاندنو استفاده از روشهای زیر نیز در برنامه آتی بورس قرار دارد:

۱ - استفاده از سیستم شناسایی پیشرفته الکترونیک

۲ - ایجاد ارتباط رسمی تر بین کمیسیون و بورس اوراق بهادار زلاندنو

در مورد نظارت بر دادوستدهای انجام شده در بورس اوراق بهادار زلاندنو با استفاده از سیستم شناسایی پیشرفته الکترونیک دو روش زیر قابل بررسی است:

- استفاده بورس اوراق بهادار زلاندنو و کمیسیون از این سیستم با همکاری این دو با یکدیگر؛

- توافق بورس یا کمیسیون یا هر دو آنها با طرف سوم به منظور انجام عملیات نظارت با استفاده از این سیستم. در هر مورد بررسی امکانات و هزینه‌های انجام آنها و نیز تعیین منبعی که این هزینه‌ها را پرداخت نماید، ضروری است.

۳ - اجرای قوانین موجود

در حال حاضر، تنها راه چاره برای جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم در زلاندنو، اقدام قانونی براساس حقوق فردی است. اگر چه برخی از مفاد متمم قانون اوراق بهادار موارد خاصی را برای سهامداران فعلی و پیشین به منظور انجام اقدام قانونی از طرف ناشر عمومی در نظر گرفته است، انجام چنین کاری همیشه برای سهامداران عملی نیست.

بهبود رژیم حقوقی فردی که در متمم قانون اوراق بهادار مطرح شده است و اعطای قدرت به کمیسیون به منظور انجام اقدامات اجرایی در مقابل دارندگان مستقیم، می‌تواند به عنوان گزینه‌های بالقوه‌ای برای کمک به اجرای مؤثر قانون دادوستد دارندگان مستقیم زلاندنو در نظر گرفته شود.

۴ - در نظر گرفتن جریمه‌های کیفری برای افراد خاطی

قانون دادوستد دارندگان مستقیم زلاندنو از طریق دعاوی مدنی از جانب ناشران عمومی یا سهامداران فعلی و قبلی که از انجام این گونه معاملات زیان دیده‌اند، اجرا می‌شود. جریمه در نظر گرفته شده برای یک دارنده مستقیم ممکن است تعهد به پرداخت مبلغی معادل سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده باشد که میزان آن را دادگاه تعیین می‌کند. علاوه بر راه حل‌های مدنی مزبور، کمیسیون بورس و اوراق بهادار زلاندنو حق بررسی و

اظهارنظر در این زمینه را دارد. کمیسیون در بسیاری از موارد دیدگاههای خود را در مورد رفتار غیرقابل قبول بازار از جمله اتهامات دارندگان مستقیم به طور ادواری منتشر می‌کند و نتیجه تحقیقات خود را در اختیار طیف وسیعی از جامعه قرار می‌دهد. براساس این اطلاعات، سهامداران می‌توانند در مورد خسارتهای ناشی از انجام معاملات دارندگان مستقیم شکایت کنند. اختیارات این کمیسیون تا اندازه‌ای است که به آن اجازه می‌دهد در مورد اعمال بازار از جمله موضوعات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم اظهارنظر کند بدون اینکه ملزم باشد درباره غیرقانونی بودن آنها تصمیم‌گیری کند. آسیبی که اظهارنظر کمیسیون می‌تواند به حیثیت افراد وارد سازد، انگیزه محکمی برای عملکرد خوب بازار خواهد بود.

پیشنهاد شده است که در قانون دادوستد دارندگان مستقیم زلاندنو، جریمه‌های کیفری برای افراد خاطی در نظر گرفته شود. در راستای این پیشنهاد بررسی مواردی چون لزوم وضع این نوع جریمه‌ها، جایگزین کردن یا افزایش جریمه‌های کیفری به راه حلهای مدنی، اهمیت نقش اطلاعات دارندگان مستقیم در بررسی جرم، تعیین چگونگی اجرای احکام مبنی بر تعقیب کیفری و نوع جریمه‌های کیفری می‌تواند از اهمیت خاصی برخوردار باشد.

۵-۶ ژاپن

قانون بورس اوراق بهادار^(۱) ژاپن که در سال ۱۹۹۸ بازنگری شده است، مهمترین منبع قانونی درباره دادوستد دارندگان مستقیم به شمار می‌آید و مواد ۱۶۶ و ۱۶۷ این قانون به طور مشخص به بحث در این باره می‌پردازد.

تدوین مجموعه مقررات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم مستلزم شناخت برخی مفاهیم اساسی مانند دارندگان مستقیم و اطلاعات نهانی و انتشار عمومی است. براین اساس، در پاراگراف اول ماده ۱۶۶ قانون بورس اوراق بهادار ژاپن دارندگان مستقیم و دلایل دسترسی آنها به اطلاعات نهانی مشخص شده است. طبق این ماده، اگر هر یک از دارندگان مستقیم به دلایل ذکر شده، به اطلاعات نهانی دسترسی داشته باشند، قبل از انتشار این اطلاعات نمی‌توانند به خرید و فروش اوراق بهادار شرکت اقدام کنند.

پاراگراف دوم ماده ۱۶۶ قانون مزبور به معرفی اطلاعاتی می‌پردازد که نهانی تلقی می‌شوند. براساس پاراگراف چهارم ماده ۱۶۶، دارندگان مستقیم ممکن است پس از انتشار اطلاعات نهانی به خرید و فروش اوراق بهادار شرکت بپردازند. این اصل در موارد زیر اطلاعات را منتشر شده تلقی می‌کند:

الف - ۱۲ ساعت پس از اعلام اطلاعات نهانی توسط شرکت از طریق بیش از دو رسانه خبری

ب - ثبت مدارکی مانند گزارش سالانه مربوط به اوراق بهادار و در اختیار قرار دادن این مدارک برای بازرسی عمومی توسط کمیسیون بازسازی مالی

در بخش دیگری از این ماده به دارندگان مستقیم اجازه داده شده است در مواردی خاص، قبل از انتشار اطلاعات نهانی به خرید و فروش اوراق بهادار شرکت بپردازند. این موارد عبارتند از:

- ۱- تبدیل گواهی حق خرید یا اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام
- ۲- خرید یا فروش اوراق بهادار بر حسب وظیفه که در قانون و مقررات به آن اشاره شده است.
- ۳- خرید اوراق بهادار در واکنش به پیشنهاد خرید آن
- ۴- خرید سهام شرکت پس از اعلام نیت و قصد خرید
- ۵- خرید یا فروش سهام در صورتی که منع قانونی برای آن وجود نداشته باشد.
- ۶- خرید یا فروش اوراق قرضه معمولی مگر در مواردی که در دستور وزارتی به آنها اشاره می‌شود.
- ۷- دادوستد بین دارندگان مستقیم در خارج از بورس اوراق بهادار
- ۸- خرید یا فروش اوراق بهادار در صورتی که تصمیم به این امر پیش از دستیابی به اطلاعات نهانی اتخاذ شود.

مقررات مربوط به سود کوتاه مدتی که دارندگان مستقیم از انجام معاملات براساس اطلاعات نهانی به دست می‌آورد در مواد ۱۶۳ و ۱۶۴ قانون بورس اوراق بهادار ژاپن آمده است. اگر کارمندان و سهامداران عمده یک شرکت از طریق خرید و فروش اوراق بهادار شرکت در کمتر از ۶ ماه سودی به دست آورند، شرکت ممکن است از آنها بخواهد این سود را به شرکت برگردانند.

برای اجرای عملی این مقررات، گزارش خرید و فروش اوراق بهادار شرکت باید به وزیر دارایی تسلیم شود.

سایر مقررات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم در این قانون را می‌توان در موارد زیر خلاصه کرد:

۱- دارندگان مستقیم در مواجهه با یک پیشنهاد خرید، قبل از اطلاع عموم از آن نباید اوراق بهادار شرکت مورد نظر را خریداری کنند.

۲- شرکتهای ناشر اوراق بهادار نباید سفارشهای مغایر با مواد ۱۶۶ و ۱۶۷ قانون بورس اوراق بهادار ژاپن را بپذیرند.

۳- شرکتهای ناشر اوراق بهادار نباید با در اختیار قرار دادن اطلاعات شرکت به مشتریان به دریافت سفارش برای خود اقدام نمایند. دامنه اطلاعات مربوط به شرکت از اطلاعات نهانی گسترده‌تر است.

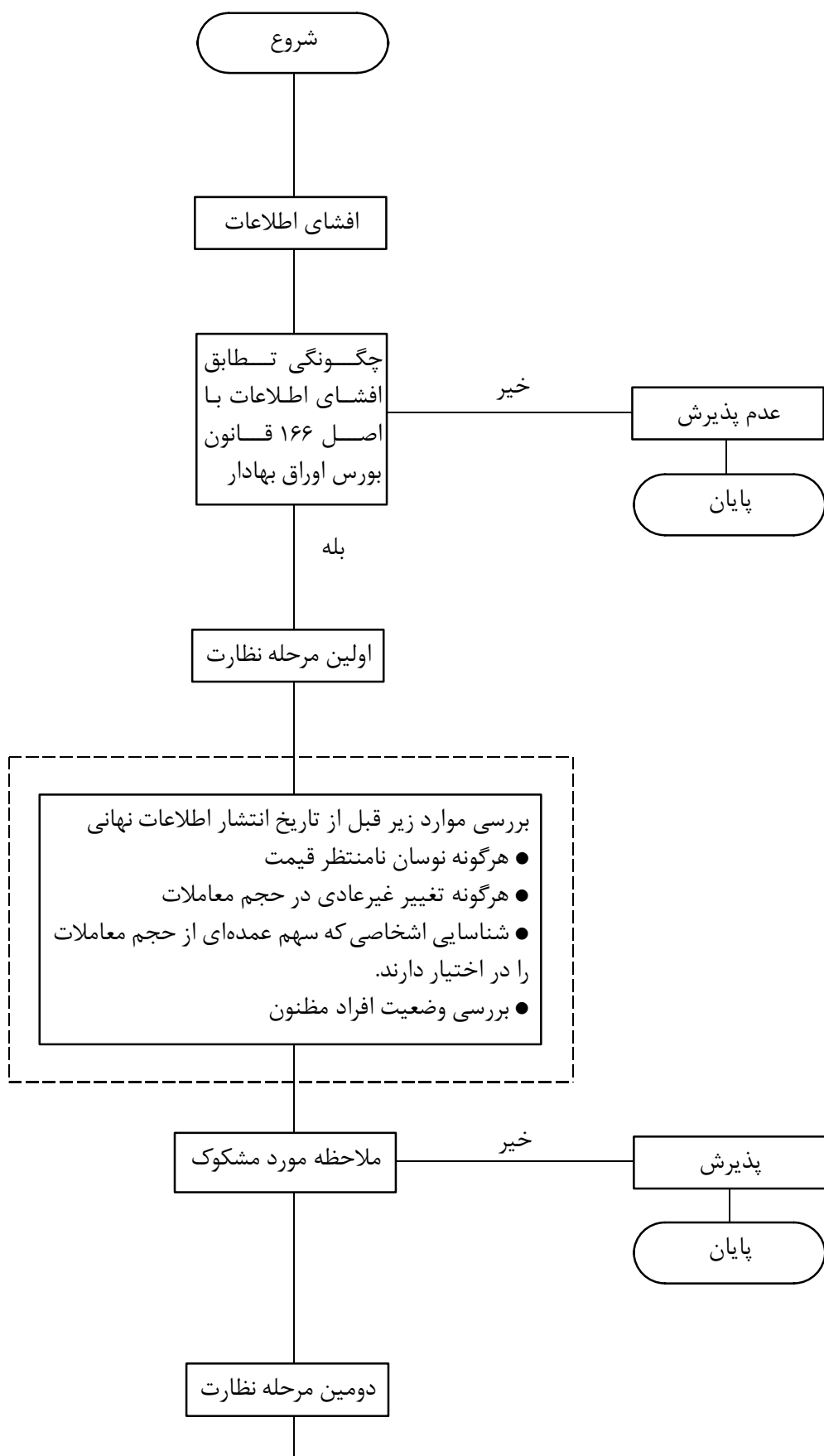
۴- شرکتهای ناشر اوراق بهادار نباید به خرید یا فروش این اوراق، با استفاده از مزایای دسترسی به اطلاعات مربوط به شرکت، اقدام نمایند.

براساس قانون بورس اوراق بهادار ژاپن هر شخصی که از مواد ۱۶۶ و ۱۶۷ این قانون سرپیچی نماید، به پرداخت حداکثر ۳ میلیون ین جریمه نقدی و (یا) حداکثر ۳ سال زندان محکوم می‌شود. همچنین متخلفان از ماده ۱۶۳ قانون مزبور به پرداخت جریمه نقدی به میزان حداکثر ۰/۳ میلیون ین محکوم می‌شوند.

یکی از مباحث مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم، بحث نظارت بر اینگونه معاملات است که پیش زمینه تدوین مقرراتی به منظور کنترل و نحوه برخورد با متخلفان محسوب شده است. به بیان دیگر، نتیجه حاصل از اجرای یک سیستم نظارتی، تدوین قوانین بوده است.

مراحل نظارت بر دادوستد دارنده مستقیم در بورس اوراق بهادار ژاپن در نمودار ۶-۱ خلاصه شده است.

نمودار ۴ - ۱ مراحل نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم در ژاپن



- شرکتهای پذیرفته شده ملزم هستند گزارشهای تفصیلی در مورد ایجاد اطلاعات نهانی تهیه کنند. براساس این گزارشها موارد زیر مورد بازبینی قرار می گیرد. در صورت لزوم ممکن است با نماینده شرکت گفتگویی انجام شود.

- زمان ایجاد اطلاعات نهانی
- شناسایی دارنده (دارندگان) مستقیم
- بررسی وجود آیین نامه های یکسان به منظور کنترل دادوستد سهام کارمندان و کارکنان شرکت
- استخراج فهرست "الف" در مدت زمان معین شامل اطلاعاتی در مورد نام مشتریان و آدرس آنها، تاریخ انجام معامله، تعداد سهام معامله شده، نوع معامله (نقدی یا اعتباری) و...
- استخراج فهرست "ب" شامل اطلاعاتی نظیر؛ اسامی کارمندان شرکت، سهامداران عمده و کارمندان آنها، شرکتهای وابسته و کارمندان آنها، بانکها و کارمندان آنها، مشتریان شرکت و کارمندان آنها، قضات و...
- مقایسه فهرستهای "الف" و "ب" و تطابق اسامی و آدرسها یا فقط آدرسها و تحقیق در مورد انگیزه انجام معامله و تاریخ بازکردن حساب مشتریان منتخب
- شناسایی افراد بالقوه ای که با دریافت اطلاعات منتشر نشده از دارنده مستقیم دادوستد می کنند و در فهرست "ب" وارد نشده اند و همچنین بررسی مواردی مانند انگیزه معامله، تاریخ بازکردن حساب و ارتباط با

اعلام نظر و گزارش آن

- بررسی این مسأله که آیا معامله ای برخلاف قانون و مقررات صورت گرفته است یا احتمال می رود متناقض با قوانین باشد.
- بررسی این مسأله که آیا عمل ناپسندی از سوی اعضای شرکتهای پذیرش سفارش صورت گرفته است.
- برخوردهای انضباطی، اخطار و... به اعضا
- گزارش به کمیسیون اوراق بهادار

پایان

۶-۶ فنلاند

در فنلاند، بخشهایی از قانون بازارهای اوراق بهادار (۲۶ می ۴۹۵/۱۹۸۹)، قانون کیفری (۴۷۵/۱۹۹۹) و قانون معامله قراردادهای آتی و اختیار معامله (۲۶ آگوست ۷۷۲/۱۹۸۸) به مسأله دادوستد دارندگان مستقیم اختصاص یافته است.

براساس این قانون، هیأت مدیره بورس می‌تواند مقرراتی درباره اداره و کنترل دادوستد دارندگان مستقیم و نیز وظیفه افشای اطلاعات و نحوه معاملات این افراد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس، وضع کند. فصلهای ۴ و ۵ و ۶ بخش ۹ قانون بازارهای اوراق بهادار نیز به مسایل دادوستد دارندگان مستقیم مربوط می‌شود. در فصل ۴ قانون مزبور تصریح می‌شود که اعضای هیأت مدیره بورس اوراق بهادار هلسینکی، حسابرس یا نماینده وی، کارمندان یا وکلای شرکت که به دلیل موقعیت کاری خود به اطلاعات منتشر نشده‌ای در مورد شرکت دسترسی دارند مجاز به اظهار، افشا یا استفاده از این اطلاعات نیستند. تنها در مواردی که ضرورت افشای اطلاعات در قانون قید شده باشد افراد فوق مجاز به افشای اطلاعات هستند. فصل ۵ قانون با عنوان "اظهار داراییهای دارنده مستقیم و آیین‌نامه معاملات این افراد"، اعضای هیأت مدیره شرکت، مدیران، حسابرسان و نمایندگان آنها و نیز کارمندان بورس اوراق بهادار هلسینکی را به ارائه اطلاعات نهانی به سازمان بورس ملزم می‌کند. شیوه و زمان ارائه این گزارشها توسط مقام ناظر تعیین می‌شود. براساس این بخش، هیأت مدیره بورس اوراق بهادار هلسینکی باید دستورعملی در مورد نحوه معامله اوراق بهادار و ابزارهای مشتق توسط دارندگان مستقیم تدوین نماید.

در فصل ۶ قانون، بورس اوراق بهادار هلسینکی ملزم به نگهداری دفاتر ثبت اظهاریه داراییهای دارندگان مستقیم می‌شود. در این بخش تاکید می‌شود که همه افراد در ازای پرداخت هزینه باید امکان دسترسی و برداشت رونوشت از این دفاتر را داشته باشند.

شرکتها باید فردی را به عنوان مسؤول مسائل مربوط به دارنده مستقیم منصوب نمایند. انتصاب یک دفتردار به منظور ثبت موارد مربوط به دارندگان مستقیم نیز ضروری است. به طور کلی، درباره مسایل مربوط به دارندگان مستقیم، وظایف زیر برای شرکت در نظر گرفته شده است:

۱- اطلاع‌رسانی موضوعات مربوط به دارندگان مستقیم در شرکت

۲- آموزش موضوعات مربوط به دارندگان مستقیم در شرکت

۳- دریافت، بازبینی و پیش‌بینی اظهار نامه‌های دارندگان مستقیم دایمی شرکت

۴- تنظیم و نگهداری دستورعملهای مربوط به دارندگان مستقیم

۵- نظارت بر موضوعات مربوط به دارندگان مستقیم

به علاوه شرکت موظف به تنظیم آیین‌نامه‌ای است که براساس آن انطباق شرایط شرکت با قوانین و مقررات

مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم و نیز دستورعمل معاملات اوراق بهادار توسط دارندگان مستقیم ارزیابی می‌شود.

در دستورعمل تدوین شده برای دارندگان مستقیم در فنلاند، نظارت بر دادوستد دارندگان مستقیم نیز در نظر گرفته شده است؛ به طوری که شرکتها موظف به نظارت داریم بر معاملات و انجام وظیفه اطلاع‌رسانی درباره دارندگان مستقیم دایمی خود هستند. بر این اساس برای مثال شرکتها باید اطلاعات افشا شده توسط دارندگان مستقیم را سالانه مورد بازبینی قرار دهند، یا حداقل یکبار در سال معاملات این افراد را براساس اطلاعات ثبت شده در سپرده‌گذاری مرکزی فنلاند بررسی نمایند.

۶-۷ کانادا

اخیراً در این کشور موارد قانونی مربوط به تعهدات مدنی دارندگان مستقیم در قانون شرکتهای تجاری کانادا^(۱) به منظور هماهنگی با سایر مقررات اوراق بهادار بازنگری شده است. در بازبینی اخیر این قانون، تعریف دارندگان مستقیم اوراق بهادار به منظور جلوگیری از دادوستد آنها بسط یافته و برخی واکنشهای مدنی در برابر دادوستد دارندگان مستقیم براساس تعریف جدید در نظر گرفته شده است. همچنین، در مواد قانونی جدید تعهدات مدنی برای اشخاصی که به اطلاعات محرمانه و منتشر نشده دسترسی دارند - بدون توجه به اینکه معامله‌ای براساس این اطلاعات صورت گیرد - تعریف شده است. در این باره می‌توان به بند ۳ ماده ۱۷۳ قانون شرکتهای تجاری کانادا اشاره نمود. که بر پایه آن یک دارنده مستقیم که در انجام معاملات اوراق بهادار شرکت یا شرکتهای وابسته به آن از هرگونه اطلاعات محرمانه خاص - که در صورت انتشار تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر ارزش اوراق بهادار داشته باشد - استفاده نماید:

۱ - نسبت به جبران خسارت وارد شده به هر فرد در نتیجه انجام معاملاتش متعهد است.

۲ - در ازای هرگونه سود و مزایایی که به طور مستقیم از انجام این گونه معاملات به دست می‌آورد یا قابل حصول است در برابر شرکت پاسخگوست.

در بند ۴ ماده ۱۷۳ پیشنهادی تصریح می‌شود یک دارنده مستقیم که به اتکای اطلاعات محرمانه - که در صورت انتشار تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر ارزش هر نوع اوراق بهادار شرکت دارد - به انجام معامله بر روی آن اوراق بهادار می‌پردازد، متعهد است که هرگونه خسارت ناشی از انجام معامله را جبران نماید؛ مگر آنکه

۱ - دارنده مستقیم اطمینان داشته باشد که اطلاعات افشا شده است

۲ - عموم افراد از اطلاعات آگاهی داشته باشند.

براساس بند ۵ ماده ۱۷۳ نیز دارندگان مستقیم متعهد به جبران خسارت در ازای هرگونه سود یا مزایای به دست آمده یا قابل حصول ناشی از خرید و فروش هر نوع اوراق بهادار شرکت هستند؛ مگر آنکه اطمینان حاصل نمایند که اطلاعات مورد استفاده در انجام معاملات از پیش افشا شده است.

در مواد قانونی فوق به مسأله تعهد جبران خسارت ناشی از انجام معامله دارندگان مستقیم اشاره شده است. به دلیل مشکل بودن ارزیابی خسارتهای ناشی از انجام معاملات غیرشخصی اوراق بهادار شرکت مادر برخی از قوانین اوراق بهادار ایالتی موادی را به منظور راهنمایی دادگاهها در ارزیابی خسارت ارائه می‌کنند. این مواد قانونی به دادگاهها آزادی عمل می‌دهد که با توجه به شرایط مختلف مقیاسهای متفاوتی را در ارزیابی خسارت ملاک عمل قرار دهند.

به منظور اصلاح قانون شرکتهای کانادا پیشنهاد شده است که مطابق با قانون اوراق بهادار ایالتی از "متوسط قیمت بازاری" اوراق بهادار شرکت مادر به عنوان معیار ارزیابی خسارت استفاده شود. در مورد اوراق بهادار شرکتهایی که معمولاً بازاری برای آنها موجود نیست، دادگاهها می‌توانند بر حسب شرایط از هرگونه مقیاس مناسبی برای ارزیابی خسارت استفاده نمایند.

در ارائه تغییرات پیشنهادی قانون شرکتهای تجاری کانادا تأکید شده است که مواد قانونی مربوط به تعیین معیارهای خسارت تنها در مورد بند ۴ ماده ۱۷۳ مصداق دارد و بند ۵ ماده ۱۷۳ را شامل نمی‌شود؛ به این دلیل که شرکت نباید به دارنده مستقیم خسارت وارد کند بلکه می‌تواند منافعی را که او به دست آورده است یا برایش قابل دسترسی است پس گیرد.

بالاخره در بند ۸ ماده ۱۷۳ به صورت پیشنهاد عنوان می‌شود که دادگاه می‌تواند خسارتهای ناشی از انجام معاملات دارندگان مستقیم را با توجه به شرایط و با استفاده از هر نوع معیار مناسب ارزیابی نماید. دادگاه موظف است در ارزیابی خسارت ناشی از انجام معامله بر اوراق بهادار شرکتهای توزیع موارد زیر را در نظر گیرد:

الف) چنانچه شاکی یک خریدار باشد، قیمت پرداخت شده توسط وی کمتر از متوسط قیمت بازاری اوراق بهادار در ۲۰ روز پس از افشای اطلاعات در نظر گرفته شود؛ و

ب) اگر شاکی یک فروشنده باشد، متوسط قیمت بازاری اوراق بهادار در ۲۰ روز پس از افشای اطلاعات کمتر از قیمتی در نظر گرفته شود که وی در ازای فروش اوراق بهادار دریافت نموده است.

براساس بند ۹ همین ماده چنانچه بیش از یک دارنده مستقیم به دلیل انجام یک یا مجموعه‌ای از معاملات متعهد پرداخت جبران خسارت باشند، این تعهد بین آنها مشترک است.

۶-۸ هندوستان

مقررات هیأت مدیره بورس اوراق بهادار هندوستان (۱۹۹۲) در سه فصل زیر عناوین مقدمات؛ ممانعت از معامله، انتقال اطلاعات یا مشاوره دارندگان مستقیم و رسیدگی و تحقیق در مورد این اشخاص، به مسائل مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم پرداخته است. مفاد در نظر گرفته شده در این فصلها به قرار زیر است:

ماده ۱- مقدمات

الف - مقررات هیأت مدیره بورس اوراق بهادار هندوستان در مورد دادوستد دارندگان مستقیم (۱۹۹۲) است.
ب - مقررات یاد شده از تاریخ انتشار در روزنامه رسمی لازم الاجراست.

ماده ۲- تعاریف

در این مجموعه مقررات، مفاهیم زیر تعریف می شود:

الف - قانون به معنای قانون هیأت بورس اوراق بهادار هندوستان (۱۹۹۲) است.
ب - منظور از بدنه اصلی شرکت تعریف ارائه شده در بخش (۲) قانون شرکتهای (۱۹۵۶) است.
پ - فرد مرتبط با شرکت به معنای هر شخصی است که:

(۱) براساس ماده ۱۳ بخش ۲ قانون شرکتهای (۱۹۵۶) مدیر یک شرکت است یا براساس ماده ۱۰ بخش ۳۰۷ همان قانون به نظر می رسد مدیر شرکت باشد.

(۲) کارکنان یا کارمندان عالی رتبه شرکت، افرادی که بین آنها و شرکت یک رابطه تخصصی-تجاری وجود دارد و افرادی که انتظار می رود به اطلاعات منتشر نشده - در مورد شرکت که می تواند بر قیمت سهام مؤثر باشد - دسترسی داشته باشند نیز به عنوان فرد مرتبط با شرکت تلقی می شوند.
ت - معاملات اوراق بهادار به معنای عمل خرید، فروش یا توافق به خرید، فروش یا معامله هر نوع اوراق بهادار توسط خود شخص یا نماینده وی است.

ث - دارنده مستقیم یعنی هر شخصی که در حال حاضر با شرکت در ارتباط است، یا از پیش با شرکت در ارتباط بوده است، یا به نظر می رسد با شرکت ارتباط دارد و به طور منطقی انتظار می رود به دلیل این ارتباط به اطلاعات منتشر نشده مؤثر بر قیمت اوراق بهادار شرکت دسترسی داشته باشد، یا شخصی که چنین اطلاعات منتشر نشده و مؤثر بر قیمت را دریافت کرده یا به آن دسترسی داشته است.

ج - بازرس یعنی کارمند هیأت مدیره یا هر شخص دیگری - و نه شرکت یا مجموعه ای از افراد - که در باره مسایل مربوط به بازار اوراق بهادار تجربه دارد. هیأت براساس فصل سوم مجموعه قوانین حاضر،

اختیاراتی به این افراد تفویض نموده است.

چ - **کارمند شرکت** منظور هر شخصی است که در ماده ۳۰ بخش ۲ قانون شرکتها (۱۹۵۶) تعریف شده است و می تواند حسابرس شرکت را هم دربرگیرد.

ح - **افرادی که به نظر می رسد با شرکت در ارتباط باشند عبارتند از:**

- هر شرکتی تحت همان مدیریت یا گروه یا شرکتهای تابع براساس تعریف ارائه شده در بخش ۳۷۰ یا زیربخش ۱۱ بخش ۳۷۲ قانون شرکتها (۱۹۵۶) یا بخش ۲ قانون حقوق انحصاری و محدودیت انجام معاملات (۱۹۶۹).

- مقام یا عضو بورس اوراق بهادار یا اتاق تسویه بورس اوراق بهادار یا معامله گر اوراق بهادار براساس تعریف ماده ۲، و ماده ۱۷ قانون قراردادهای اوراق بهادار (۱۹۵۶) یا کارمندان نهادهای فوق یا معامله گران بورس اوراق بهادار.

- مسؤول بانک سرمایه گذاری، مؤسسه انتقال سهم، مؤسسه ثبت اوراق بهادار، مؤسسه معتمد اوراق قرضه بدون تضمین، دلالان، مدیران سبد سهام، مشاوران سرمایه گذاری، کارگزاران، شرکتهای سرمایه گذاری یا کارمندان آنها یا اعضای هیأت معتمد صندوق مشترک یا عضو هیأت مدیره شرکت مدیریت دارایی یک صندوق مشترک یا کارمندی که با شرکت رابطه ای مبتنی بر اعتماد دارد.

- عضو هیأت مدیره یا کارمند یک مؤسسه مالی عمومی براساس تعریف قانون شرکتها (۱۹۵۶).

- مقامات یا کارمندان یک سازمان خودگردان که از طریق هیأت ناظر اداره می شود.

- هر شخص مرتبط با افراد یاد شده

- مسؤول عملیات بانکی شرکت

خ - **خویشاوند** منظور شخصی است که در قانون شرکتها (۱۹۵۶) تعریف شده است.

د - **بورس اوراق بهادار** یعنی بورس اوراق بهاداری که دولت مرکزی براساس بخش ۴۰ قانون قراردادهای اوراق بهادار (۱۹۵۶) آن را به رسمیت بشناسد.

ذ - **اطلاعات منتشر نشده مؤثر بر قیمت اطلاعاتی** است که مربوط به موضوعات زیر است یا به طور مستقیم یا غیرمستقیم به شرکت مربوط می شود و عموماً منتشر نشده و ناشناخته هستند؛ اما چنانچه منتشر شوند تأثیر اساسی بر قیمت اوراق بهادار آن شرکت در بازار خواهند داشت:

- گزارشهای مالی (شش ماهه و سالانه) شرکت

- اعلامیه های تقسیم سود (مقدماتی و نهایی)

- عرضه اوراق بهادار به روش حق تقدم، سهام جایزه و ...
- هر نوع طرح گسترش یا اجرای پروژه‌های جدید شرکت
- ادغام شرکت
- دسترسی به همه یا بخش عمده‌ای از اطلاعات مربوط به شرکت
- هر نوع اطلاعات مؤثر بر درآمد شرکت
- هر نوع تغییر در سیاست، برنامه یا عملکرد شرکت

ماده ۳- ممانعت از معامله، انتقال یا مشاوره

هیچیک از دارندگان مستقیم نمی‌توانند:

- با استفاده از اطلاعات منتشر نشده مؤثر بر قیمت، به دادوستد اوراق بهادار شرکت پذیرفته شده در هر بورس - به حساب خود یا هر شخص دیگر - بپردازند.
- اطلاعات منتشر شده مؤثر بر قیمت را به هر شخص - بنا به درخواست یا بدون درخواست وی - انتقال دهد، مگر اینکه از اطلاعات مزبور در یک فعالیت عادی استفاده شود یا درخواست براساس قانون باشد.
- با استفاده از اطلاعات منتشر نشده مؤثر بر قیمت شخصی را در زمینه خرید و فروش اوراق بهادار راهنمایی نماید.

ماده ۴- نقض شروط مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم

هر دارنده مستقیم که براساس اطلاعات منتشر نشده به دادوستد اوراق بهادار بپردازد یا هر نوع اطلاعاتی را منتقل نماید یا هر شخصی را در زمینه دادوستد اوراق بهادار راهنمایی کند در معرض اتهام انجام دادوستد دارندگان مستقیم قرار خواهد داشت.

ماده ۵- حقوق هیأت در زمینه بازرسی

(۱) اگر هیأت، براساس اطلاعاتی که در اختیار دارد، رسیدگی به حسابها، مدارک و گزارشهای یک دارنده مستقیم را در راستای هر نوع هدف مشخص شده در زیر ضروری تشخیص دهد، ممکن است مأموری را برای این منظور منصوب نماید.

الف - تحقیق به منظور رسیدگی به شکایتهای وارده از سوی سرمایه‌گذاران، واسطه‌ها یا هر شخص دیگر در زمینه موضوعاتی که ادعا می‌شود مشمول دادوستد دارندگان مستقیم باشد.

ب - تحقیق براساس دانسته‌ها یا اطلاعات در اختیار هیأت به منظور حمایت از منافع سرمایه‌گذاران در برابر نقض قوانین مربوط.

ماده ۶- فرآیند بازرسی

- (۱) قبل از انجام هر نوع بازرسی - براساس ماده ۵ - هیأت موظف است برای دارنده مستقیم، خطاری مبنی بر انجام تحقیق بفرستد.
- (۲) چنانچه هیأت تشخیص دهد که براساس منافع سرمایه‌گذاران یا منافع عموم ارسال چنین خطاری لازم نیست، تحقیق می‌تواند براساس دستور مستقیم و بدون ارسال اخطار برای دارنده مستقیم انجام شود.
- (۳) بازرس براساس اختیاری که توسط هیأت به وی تفویض شده است موظف است به گزارشها، و حسابهای دارنده مستقیم رسیدگی کند و دارنده مستقیم نیز در مقابل باید وظایف خود را - که در ماده ۷ به تفصیل بیان شده است - انجام دهد.

ماده ۷- وظایف دارنده مستقیم در جریان بازرسی توسط هیأت

- (۱) دارنده مستقیم موظف است به هنگام بازرسی، حسابها و سایر مدارک خود را به همراه صورتهای مالی و اطلاعات مربوط به دادوستد اوراق بهادار که مورد درخواست بازرسان است در اختیار آنها قرار دهد.
- (۲) دارنده مستقیم باید امکان دسترسی به محل کار، گزارشها، مدارک و داده‌های کامپیوتری در اختیار کارگزاران بورس یا هر شخص دیگر را برای بازرسان فراهم آورد و رونوشتی از مدارک و اطلاعات مورد نظر آنها را نیز تهیه کند.
- (۳) بازرس، ضمن رسیدگی و تحقیق، مجاز است گزارش صورتهای مالی هر عضو، مدیر، شرکای مالک و کارمندی را که به اطلاعات نهانی دسترسی دارند، بررسی کند.
- (۴) هر مدیر، مالک، شریک و کارمند دارای اطلاعات نهانی ضمن بازرسی موظف است با بازرس همکاری کند.

ماده ۸- ارائه گزارش به هیأت

بازرس باید ظرف یک ماه نتیجه بررسی خود را به صورت یک گزارش تحقیق به هیأت ارائه دهد.

ماده ۹- اعلام نتایج بازرسی

- (۱) هیأت باید پس از ملاحظه گزارش تحقیق، یافته‌های آن را به دارنده مستقیم اعلام کند و قبل از هر نوع

واکنشی با توجه به نتایج تحقیق، فرصت کافی در اختیار وی قرار دهد.

(۲) با توجه به توضیحات دارنده مستقیم، هیأت ممکن است از وی درخواست کند، معیارهایی را - که به نظر این هیأت مناسب با حمایت از منافع سرمایه‌گذاران و مصلحت بازار اوراق بهادار و منطبق با مفاد قانون است - رعایت نماید.

ماده ۱۰- انتصاب حسابرس

بر پایه مفاد ماده ۵، هیأت ممکن است حسابرس واجد شرایطی را برای بررسی حسابهای مربوط به دارنده مستقیم منصوب کند، به شرط اینکه حسابرس منصوب شده، اختیارات بازرس را که در ماده مزبور به آن اشاره شده است دارا باشد. دارنده مستقیم نیز براساس آنچه در ماده ۷ آمده، ملزم به رعایت وظایفی نسبت به حسابرس انتصابی است.

ماده ۱۱- آیین‌نامه اجرایی

هیأت ممکن است بدون تضعیف حقوق خود مبنی بر پیگرد کیفری دارنده مستقیم برخی آیین‌نامه‌های اجرایی لازم برای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران و منافع بازار اوراق بهادار و منطبق با مفاد قانون تهیه و ارائه نماید. آیین‌نامه‌های مزبور ممکن است برای دستیابی همه یا هر یک از اهداف زیر مناسب باشد:

- (۱) جلوگیری از دادوستد اوراق بهادار به هر روش خاص توسط دارندگان مستقیم.
- (۲) منع دارندگان مستقیم از در اختیار گرفتن هر نوع اوراق بهاداری که به نقض این قوانین می‌انجامد.
- (۳) کنترل و منع دارندگان مستقیم از انتقال اطلاعات یا راهنمایی افراد برای دادوستد اوراق بهادار.

۷ هم‌سنجی مقررات

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
۱	آفریقای جنوبی	- قانون شرکتها (۱۹۷۳)	ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم	- پرداخت حداکثر ۵۰۰,۰۰۰ راند جریمه نقدی یا ۱۰ سال زندان یا هر دو
		- قانون دادوستد دارندگان مستقیم (۱۹۹۸)	- ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم - در نظر گرفتن جریمه‌هایی برای دارندگان مستقیم براساس حقوق مدنی و کیفری - پیگیری موضوعات مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم توسط هیأت خدمات مالی - در نظر گرفتن مدیریتی با عنوان کمیته هیأت خدمات مالی به منظور تقویت قدرت این هیأت	- پرداخت حداکثر ۲ میلیون راند جریمه نقدی
۲	آلمان	- بخشی از قانون تجارت مربوط به معاملات بورس اوراق بهادار (۱۹۷۰)	ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم برای شرکتهایی که به طور قراردادی خود را ملزم به اجرای آن نمایند.	
		- دستور عمل دادوستد دارندگان مستقیم با توجه به پیشنهادات اصلاحی وزارت دارایی آلمان بر قانون فوق (۱۹۷۶)		
		- بازنگری دستور عمل دادوستد دارندگان مستقیم (۱۹۸۸)	- ممنوعیت انجام معاملات براساس اطلاعات نهانی برای شرکتها و بانکهایی که به طور قراردادی ملزم به اجرای این دستور عمل هستند. - تعریف اطلاعات نهانی و دارندگان مستقیم	

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
		- بخش اول قانون بازارهای دست دوم با عنوان "قانون معاملات اوراق بهادار" (۱۹۹۴)	- تعریف دادوستد دارندگان مستقیم - تعریف دارندگان مستقیم - ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم - انتشار و افشای اطلاعات - نظارت منظم بر معاملات دارندگان مستقیم - نظارت بر معاملات افراد شاغل در اداره مرکزی نظارت - پردازش و استفاده از اطلاعات شخصی - اقدامات جزایی در مورد تخلفات دارندگان مستقیم - همکاری بین المللی	- حداکثر ۵ سال زندان برای انجام معاملات غیرمجاز با استفاده از اطلاعات نهانی - پرداخت جریمه‌ای معادل حداکثر ۳ میلیون مارک آلمان به دلیل تخلف در چگونگی انتشار اطلاعات جدید مؤثر بر قیمت اوراق بهادار - پرداخت جریمه‌ای معادل ۱۰۰۰۰۰ - ۵۰۰۰۰۰ مارک آلمان به دلیل تخلف در نحوه گزارش دهی و ثبت - پرداخت جریمه‌ای معادل ۱۰۰۰۰۰ مارک آلمان به دلیل تخلف در نحوه ثبت گزارشهای موسسات عرضه کننده خدمات اوراق بهادار
۳	اتحادیه اروپا	راهنمای جامعه اروپا	- تعریف اطلاعات نهانی - تعریف دارندگان مستقیم - منع افراد از خرید و فروش اوراق بهادار شرکت به حساب خود یا دیگران با استفاده از اطلاعات نهانی - منع دارندگان مستقیم از افشای اطلاعات به شخص ثالث مگر در موارد خاص - افزایش اختیارات مقامات قانونگذاری کشورهای عضو مبنی بر نظارت و رسیدگی بر بازار به منظور اطمینان از اجرای قوانین	این قانون تصریح می‌کند جریمه‌هایی که برای افراد خاطی و در رابطه با نقض مقررات در نظر گرفته می‌شود باید کافی باشد.

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
۴	استرالیا	- قانون شرکتها	- ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم - تاکید بر سیاست افشای اطلاعات به عنوان مهمترین راهکار جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم - افشای اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام به بورس اوراق بهادار و ممنوعیت عدم تبادل این نوع اطلاعات - به عمد یا از روی مسامحه - در راستای سیاست افشای اطلاعات - گزارش هر نوع تغییر در نوع و میزان مالکیت مدیران شرکت یا تشکیلات وابسته به آن به بورس اوراق بهادار حداکثر ظرف مدت ۱۴ روز - اعطای اختیارات لازم به ASIC و ASX به منظور شناسایی موارد دادوستد دارندگان مستقیم	دارندگان مستقیم پس از اثبات جرم، هم مشمول جریمه‌های کیفری و هم جریمه‌های مدنی می‌شوند.
۵	ایالات متحد آمریکا	قوانین فدرال		
		قوانین ایالتی		
		- قانون بورس اوراق بهادار (۱۹۳۴)	- مقرراتی به منظور جلوگیری از دخالت و ترفندهای همراه کننده در معاملات اوراق بهادار (بخش ۱۰(b) و اصل ۱۰b-۵) - در نظر گرفتن محدودیتهای گسترده در زمینه دادوستد دارندگان مستقیم، دخالت در بازار و فعالیتهای فریبنده در موارد پیشنهاد خرید و منع اشخاص دارای اطلاعات خاص در مورد خریدار اوراق بهادار از انجام معامله (اصل (e۳) - ۱۴) - مقرراتی به منظور حداقل کردن استفاده نابجا از اطلاعات نهانی و ملزم نمودن دارندگان مستقیم به افشای اطلاعات در مورد شرکت	- حداکثر ۵ سال زندان یا پرداخت حداکثر ۱۰۰,۰۰۰ دلار جریمه نقدی برای اشخاص حقیقی و ۵۰۰,۰۰۰ دلار برای اشخاص حقوقی

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
		- قانون مجازاتهای دادوستد دارندگان مستقیم (۱۹۸۴)	افزایش قدرت اجرایی کمیسیون اوراق بهادار در برابر دادوستد دارندگان مستقیم	افرادی که به انجام معاملات دادوستد دارندگان مستقیم غیرقانونی مبادرت ورزند به پرداخت مبلغی معادل سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده ناشی از این گونه معاملات محکوم می‌شوند. این مبلغ به حساب خزانه دولت واریز می‌شود.
		قانون مقابله با اختلاس از طریق دادوستد دارندگان مستقیم (۱۹۸۸)	- ملزم نمودن کارگزاران، دلالت و شرکتهای مشاوره سرمایه‌گذاری به تدوین و اتخاذ سیاستهایی به منظور جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم و نظارت بر اجرای سیاستهای مذکور - در نظر گرفتن تعهداتی برای افراد کلیدی شرکت	- حداکثر ۱۰ سال زندان یا پرداخت حداکثر یک میلیون دلار جریمه نقدی برای اشخاص حقیقی و دو و نیم میلیون دلار برای اشخاص حقوقی - جریمه نقدی پیش‌بینی شده برای افراد کلیدی حداکثر یک میلیون دلار یا سه برابر مقدار سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده از انجام دادوستد دارندگان مستقیم است. چنانچه این افراد به دلیل انتقال اطلاعات مجرم شناخته شوند جریمه نقدی براساس سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده تعیین می‌شود.
		قانون حمایت از اوراق بهادار و سهام ضعیف (۱۹۹۰)	افزایش قدرت اجرایی کمیسیون اوراق بهادار در برابر دادوستد دارندگان مستقیم	در نظر گرفتن جریمه‌های مدنی، پولی و تعلیق موقت و دایم برای متخلفین
		- قانون افشای عادلانه اطلاعات (۲۰۰۰)	- منع افشای اطلاعات گزینشی - تعهدات دادوستد دارندگان مستقیم به دلیل استفاده یا داشتن اطلاعات خاص در مورد یک شرکت به هنگام انجام معاملات بر روی اوراق بهادار آن شرکت (اصل ۱ - ۱۰b۵) - تعهدات دادوستد دارندگان مستقیم به دلیل نقض رابطه مبتنی بر اعتماد در روابط خانوادگی و غیرکاری (اصل ۲ - ۱۰b۵)	این قانون به جرایم متخلفان به طور صریح اشاره‌ای نکرده است. اما به کمیسیون اوراق بهادار این اختیار را واگذار کرده است که تحریمهایی را برای شرکتهای متخلف به صورت زندان یا جریمه‌های نقدی در نظر گیرد.

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
۶	بریتانیا	- قانون شرکتها (۱۹۸۰)	این قانون برای اولین بار ممنوعیتهایی را در زمینه دادوستد دارندگان مستقیم مطرح نمود.	
		- تصویب مجدد قانون فوق با عنوان جدید قانون خدمات شرکت (۱۹۸۵)		
		- قانون اوراق بهادار شرکت (۱۹۸۵)		
		- قانون خدمات مالی (۱۹۸۶)	در نظر گرفتن تعهدات مدنی برای سرمایه‌گذاران	
		- مقرراتی تحت عنوان کلی قانون	- ارائه تعریف واژه‌گان کلیدی مانند اطلاعات نهانی و دارندگان مستقیم - در نظر گرفتن ممنوعیتهایی برای دارندگان مستقیم در زمینه‌های معاملات، ارائه اطلاعات منتشر نشده به دیگران، توصیه و پیشنهاد خرید	براساس این قانون اتهام دارندگان مستقیم که از اطلاعات منتشر نشده و مؤثر بر قیمت‌ها برای انجام معامله استفاده می‌کنند از نوع "جزایی" است.
۷	بلغارستان	دستور عمل جامعه اروپایی در مورد دادوستد دارندگان مستقیم	- ملزم نمودن شرکتها به افشای اطلاعات مهم - الزام مدیران شرکتها به ادامه گزارش مربوط به ساختار مالکیت شرکت به شکل اوراق بهادار و تغییرات آن	
۸	بنگلادش	قانون بورس اوراق بهادار داکا	- در حال حاضر در چارچوب سیاستهای دادوستد دارندگان مستقیم در بورس اوراق بهادار داکا، دارندگان مستقیم تنها پس از انتشار اطلاعات مهم مجاز به انجام معامله بر روی اوراق بهادار شرکت هستند. به عنوان یک سیاست کلی، حداقل تا ۲۴ ساعت پس از انتشار اطلاعات از انجام معامله توسط دارندگان مستقیم جلوگیری به عمل می‌آید.	

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
۹	روسیه	- قانون اوراق بهادار روسیه	- ممنوعیت دادوستد دارندگان مستقیم شروط در نظر گرفته شده در این قانون ضمانت اجرایی ندارد. مشکلات پیگیری و اثبات این معاملات و ضعف مجازاتهای مدنی و کیفری دلیل این مسأله است.	
		- قانون شرکتها	اصول مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم در این قانون مبهم و برخورد های قضایی تنها شرکتها را در برمی گیرد.	
		- قانون کار	براساس اصول مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم در این قانون ممکن است مدیران شرکت از بیشتر تعهدات ناشی از انجام چنین معاملاتی تبرئه شوند.	
۱۰	زلاندنو	- قانون شیوه معاملات (۱۹۷۴)		
		- قانون معاملات منصفانه (۱۹۸۶)	- ممنوعیت اقدامات فریبکارانه و همراه کننده دارندگان مستقیم در انجام معاملات	
		- متمم قانون اوراق بهادار (۱۹۸۸)	- در نظر گرفتن تعهداتی برای دارندگان مستقیم ناشران اوراق بهاداری که دارای اطلاعات نهانی هستند و به خرید و فروش اوراق بهادار براساس این اطلاعات می پردازند یا دیگران را به این امر تشویق می کنند - اعلام مالکیت اشخاص دارای ۵ درصد یا بیشتر از اوراق دارای حق رأی و تغییرات ۱ درصد و بیشتر در مالکیت افراد مزبور به بورس و ثبت آن در گزارشهای سالانه در راستای سیاست افشای اطلاعات - در نظر گرفتن امکان پیگیری قانونی موارد دادوستد دارندگان مستقیم از سوی عرضه کننده عمومی	طرح دعاوی مدنی از سوی عرضه کنندگان عمومی یا سهامداران فعلی یا قبلی که از انجام معاملات دارندگان مستقیم زیان دیده اند. جریمه در نظر گرفته شده می تواند تعهد به پرداخت مبلغی معادل سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده به دلیل انجام دادوستد دارندگان مستقیم یا تعیین جریمه نقدی است که میزان آن را دادگاه تعیین می کند.

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
		- قانون پذیرش بورس اوراق بهادار زلاندنو	- افشای اطلاعات مؤثر بر قیمت سهام به بورس - ثبت وضعیت مالکیت مدیران و وابستگان آنها در گزارش سالانه شرکت	
		- قانون شرکتها (۱۹۹۳)	- الزام در تهیه و ارسال گزارشهای سالانه شرکت حاوی اطلاعات مندرج در قانون مزبور - در نظر گرفتن محدودیتهایی برای معاملات سهام شرکت توسط مدیران - ملزم نمودن مدیران شرکت به ارایه گزارش جزییات معاملاتشان، ثبت این گزارشها و ارائه آنها به همراه گزارشهای سالانه	جریمه ۵۰۰۰، ۱۰۰۰۰، ۵۰۰۰۰ دلار یا دو سال حبس و جریمه ۲۰۰۰۰۰ دلار یا پنج سال حبس برای مجازات افشا نکردن اطلاعات مربوط به دادوستد انجام شده میان مدیران و شرکت ۱۰۰۰۰ دلار جریمه در نظر گرفته شده است.
		- بازنگری قوانین مربوط به دادوستد دارندگان مستقیم توسط کمیته اوراق بهادار زلاندنو	در نظر گرفتن تعهدات مدنی برای دارندگان مستقیم به منظور اطمینان از صحت معاملات در بورس اوراق بهادار	
۱۱	ژاپن	- قانون بورس اوراق بهادار ژاپن (۱۹۹۸)	- معرفی دارندگان مستقیم (اصل ۱۶۶) - تعریف اطلاعات نهانی (اصل ۱۶۶) - ممنوعیت خرید و فروش اوراق بهادار شرکت توسط دارندگان مستقیم قبل از انتشار اطلاعات (اصل ۱۶۶) - تعریف "انتشار اطلاعات" (اصل ۱۶۶)	- پرداخت حداکثر ۳ میلیون ین جریمه نقدی و (یا) حداکثر ۳ سال زندان برای متخلفان از اصول ۱۶۶ و ۱۶۷ قانون - پرداخت حداکثر ۳/۰ میلیون ین جریمه نقدی برای متخلفان از اصل ۱۶۳ قانون

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
			- امکان خرید و فروش اوراق بهادار شرکت توسط دارندگان مستقیم پس از انتشار اطلاعات (اصل ۱۶۶) - در نظر گرفتن مورد استثنا مبنی بر دادوستد اوراق بهادار توسط دارندگان مستقیم قبل از انتشار اطلاعات (اصل ۱۶۶) - مقررات مربوط به بازگشت سود کوتاه مدت دارندگان مستقیم به دلیل انجام معاملات (اصل ۱۶۳ و ۱۶۴) - منع دارندگان مستقیم از خرید اوراق بهادار شرکت در مواجهه با پیشنهاد خرید آن پیش از اطلاع عموم (اصل ۱۶۷) - ممنوعیت پذیرش سفارشهای مغایر با اصول ۱۶۶ و ۱۶۷ از طرف شرکتهای اوراق بهادار	
		- کمیته نظارت بر بازار		
		دولت ژاپن	- ممنوعیت گرفتن سفارش خرید و فروش توسط شرکتهای اوراق بهادار با در اختیار قراردادن اطلاعات شرکت به مشتریان -براساس دستور وزارتی، اطلاعات شرکت نسبت به اطلاعات نهانی مفهوم گسترده تری دارد. - ممنوعیت دادوستد اوراق بهادار توسط شرکتهای ناشر اوراق بهادار با استفاده از مزایای دسترسی به اطلاعات شرکت	

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
۱۲	فرانسه	- قانون شرکتها (۱۹۶۷)	الزام افشای اطلاعات به عموم و جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم در بازار سرمایه.	در نظر گرفتن جریمه‌های جزایی و مدنی برای دارندگان مستقیم توسط قانون فرانسه شامل:
		- قانون شماره ۸۱-۱ (۱۹۸۳)		- ۲ ماه تا ۲ سال زندان
		- قانون شماره ۸۵-۱۳۲ (۱۹۸۵)	مجازاتهای جزایی افرادی که اطلاعات منتشر نشده را به دیگران می‌دهند و موارد سوءاستفاده از اطلاعات نهانی	- پرداخت ۶۰۰ هزار تا ۵ میلیون فرانک فرانسه یا ۴ برابر سود ناشی از انجام معاملات - هر کدام که بیشتر باشد.
		- کمیسیون بورس اوراق بهادار	این مقام ناظر در کشور فرانسه تنها مقام کنترل کننده دادوستد دارندگان مستقیم در بورس اوراق بهادار است و وظیفه نظارت بر افشای اطلاعات شرکتها به عموم را در این بازار بر عهده دارد.	
۱۳	فنلاند	- قانون معامله قراردادهای آتی و اختیار معامله (۱۹۸۸)		
		- قانون کیفری		
		- قانون بازارهای اوراق بهادار (۱۹۸۹)	- ممنوعیت اظهار، افشا یا استفاده از اطلاعات منتشر نشده شرکت توسط اعضای هیأت مدیره بورس، حسابرس یا نماینده وی و کارمندان و هیأت مدیره شرکت مگر در موارد خاص (بخش ۴) - اظهار داراییهای دارندگان مستقیم و آیین نامه معاملات این افراد (بخش ۵) - نگهداری دفاتر ثبت اظهاریه دارایی دارندگان مستقیم توسط بورس (بخش ۶) در فصل ششم این قانون به هیأت مدیره بورس اجازه داده شده در درباره اداره و کنترل دادوستد دارندگان مستقیم و نیز وظیفه افشای اطلاعات و نحوه معاملات این افراد مقدماتی وضع کند.	

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
		- دستور عملی برای دارندگان مستقیم - منتشر شده توسط بورس هلسینکی، ۱۹۹۹.	- کنترل دادوستد دارندگان مستقیم - تعیین وظایف دارندگان مستقیم - محدودیت انجام معاملات این افراد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس - مدیریت مسایل مربوط به دارندگان مستقیم	
۱۴	کانادا	- قانون شرکتهای تجاری کانادا	- تعهد دارندگان مستقیم به جبران خسارت وارد شده در نتیجه انجام معاملات و سود و مزایای به دست آمده از آن - ماده (۳) ۱۷۳. - تعهد جبران خسارت ناشی از انجام معامله‌ای که با آگاهی از اطلاعات محرمانه مؤثر بر ارزش اوراق بهادار صورت گرفته مگر آنکه دارندگان مستقیم اطمینان داشته باشد که اطلاعات افشا شده و عموم از آن آگاهند - ماده (۴) ۱۷۳.	
		- قوانین اوراق بهادار ایالتی	- قوانین مربوط به ملزم نمودن دارندگان مستقیم به ارائه گزارشهای معاملات - قوانین مربوط به جلوگیری از انجام معاملات توسط افرادی که ارتباط ویژه‌ای با شرکت دارند.	- جریمه نقدی یا زندان یا هر دو، - پرداخت جریمه‌ای حداقل برابر با سود به دست آمده از انجام معامله براساس اطلاعات افشا نشده یا سه برابر سود به دست آمده یا تعهد جبران خسارت ناشی از انجام اینگونه معاملات

ردیف	کشور / بورس	منبع قانونی (مقرراتی) ناظر بر دادوستد دارندگان مستقیم	محتوای قانون (مقررات) مربوط به دارندگان مستقیم	نحوه برخورد با دارندگان مستقیم
۱۵	هندوستان	- قوانین هیأت بورس و اوراق بهادار هندوستان (۱۹۹۲)	- تعریف واژگانی مانند قانون، بدنه اصلی شرکت، فرد مرتبط با شرکت، معاملات اوراق بهادار، دارندگان مستقیم، بازرس، کارمند عالی‌رتبه شرکت، افرادی که به نظر می‌رسد با شرکت در ارتباط باشند، خویشاوند و اطلاعات منتشر نشده و مؤثر بر قیمت - ممانعت از معامله اوراق بهادار شرکت براساس اطلاعات منتشر نشده، انتقال اطلاعات و راهنمایی افراد در زمینه خرید اوراق بهادار براساس اطلاعات نهانی - رسیدگی و تحقیق در مورد دارندگان مستقیم با توجه به شکایتهای سرمایه‌گذاران و واسطه‌ها و به منظور حمایت از منافع سرمایه‌گذاران و بازار اوراق بهادار در برابر نقض این قوانین	
۱۶	یونان	آیین‌نامه معاملات بورس اوراق بهادار آتن	- جلوگیری از دادوستد دارندگان مستقیم - برخی از سازمانهای دولتی یا نهادهای مشابه با هدف اعمال سیاستهای پولی و ارزی و مدیریت بدهیها مجاز به انجام اینگونه معاملات هستند.	

بازنگری مقررات دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی در بازار سرمایه ایران

۸	الزامها و نیازها
۹	طرح کلی مقررات پیشنهادی
۱۰	لایحه پیشنهادی منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی
۱۱	آیین نامه اجرایی قانون منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی



الزامها و نیازها

نظارت بر دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی به دلیل نقش مهمی که در حمایت از سهامداران، افزایش درجه ایمنی و اعتماد به بازار، جلوگیری از تاخیر در انتقال اطلاعات و افزایش درجه شفافیت بازار، و در نهایت تضمین دسترسی برابر مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات مؤثر بر قیمت‌ها ایفا می‌کند، از جمله ضروری‌ترین کارکردهای یک بورس اوراق بهادار به شمار می‌آید. چنانکه از بررسی مقایسه‌ای این موضوع در کشورهای مختلف نیز پیداست، کم و بیش در تمامی موارد مورد اشاره، منابع قانونی و مقرراتی جامع، روشن، صریح، و سخت‌گیرانه‌ای در این باره وضع و به اجرا گذاشته شده است.

بی‌تردید، یکی از کاستیهای مهم قانونی و مقرراتی بورس اوراق بهادار تهران، نبود یک پایه مستحکم قانونی و مقرراتی برای برخورد با موارد احتمالی سوءاستفاده دارندگان مستقیم و نامستقیم یا دادوستدهای متکی به اطلاعات نهانی است که حتی گونه‌ای آسان‌گیری و مماسات ناخواسته با گروههای مزبور را نیز در پی داشته است. آیین‌نامه اجرایی انتشار اخبار معاملات براساس اطلاعات درونی به عنوان تنها ابزار تنظیمی و نظارتی مربوط، مشتمل بر ۴ ماده و ۲ تبصره در مهر ۱۳۷۸ و بر اثر پافشاری دبیر کل بورس اوراق بهادار تهران به تصویب شورای بورس رسید و تا پیش از آن هیچ اثری از نظارت بر چنین موضوع مهمی در مجموعه قانونی و مقرراتی بورس اوراق بهادار تهران به چشم نمی‌خورد.

تصویب آیین‌نامه مزبور، بی‌تردید سریع‌ترین و جدی‌ترین اقدامی بود که در آن زمان و در چارچوب اختیارات قانونی شورای بورس امکان‌پذیر می‌نمود. برپایه این آیین‌نامه، شرکتهای پذیرفته شده در بورس موظف گردیده‌اند که اسامی دارندگان اطلاعات نهانی را به طور کتبی به اطلاع دبیرکل بورس اوراق بهادار تهران برسانند. به همین ترتیب، به دبیر کل بورس اختیار داده شده است تا پس از احراز وقوع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی توسط هر یک از اشخاص مزبور، در صورت لزوم و پس از کسب موافقت شورای بورس، موضوع دادوستد مزبور را از طریق رسانه‌های همگانی به اطلاع عموم برساند و مراتب را دیگر بار به شورای مزبور اطلاع دهد.

از یک دیدگاه حرفه‌ای، آیین‌نامه مورد اشاره تا حدود زیادی غیراجرایی، ناموثر، و نابرخوردار از سازوکار لازم

برای بازدارندگی از دادوستدهای متکی به اطلاعات نهانی است. جالب توجه آنکه در طی دو سال و اندی که از تصویب این آیین‌نامه می‌گذرد، هیچ موردی در این باره گزارش نشده است. در هر حال، بازنگری و تکمیل آیین‌نامه مزبور به منظور گنجاندن مواردی مانند

- تعریف مفاهیم پایه،

- تعیین سیاستهای مربوط به افشای اطلاعات نهانی در کنار نظارت و افشای دادوستد مجاز دارندگان این نوع اطلاعات،

- تعیین موارد و ممنوع ساختن دادوستد غیرمجاز دارندگان اطلاعات نهانی، و

- اتخاذ تمهیدات قانونی برای برخورد و مجازات متخلفان

از جمله مهمترین موارد لازم برای اصلاح و روزآمدسازی چارچوب تنظیمی و نظارتی مربوط به شمار می‌آید. چارچوب پیشنهاد شده در این گزارش، حاصل بررسی تفصیلی هم‌سنجی مقررات موجود در سایر کشورهاست که در نهایت به استاندارد کردن و روزآمدسازی مقررات مربوط به دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار تهران می‌انجامد. هدف اصلی نهفته در پس این بررسی تفصیلی، بهسازی مقررات متضمن ایمنی و شفافیت بازار سرمایه در ایران است که فراهم آوردن چارچوبی برای سیاست و الزامهای افشای اطلاعات و نیز تدوین مقررات بازدارنده دستکاری بازار سایر حلقه‌های تکمیلی آن را تشکیل می‌دهند.

طرح کلی مقررات پیشنهادی

بر پایه چارچوب کلی پیشنهاد شده برای رسیدگی به جرایم و تخلفات مربوط به دادوستدهای متکی به اطلاعات نهانی، با هدف رفع کاستیهای قانونی و مقرراتی مشهود کنونی، لایحه منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی مشتمل بر ۱۲ ماده و ۶ تبصره، به گونه‌ای تنظیم یافته است که بتواند نیازهای موجود را به نحو مطلوبی پوشش دهد. چنانکه از نمودار ۹-۱ پیداست، طرح کلی مجموعه قانونی و مقرراتی پیشنهادی، به منظور پوشش شرکتهای پذیرفته شده در بورس و نیز شرکتهای خارج از بورس، از یک لایحه پیشنهادی قابل ارایه برای بررسی و تصویب مجلس شورای اسلامی، سه آیین‌نامه اجرایی مرتبط، و دو دستورعمل ترکیب یافته است.

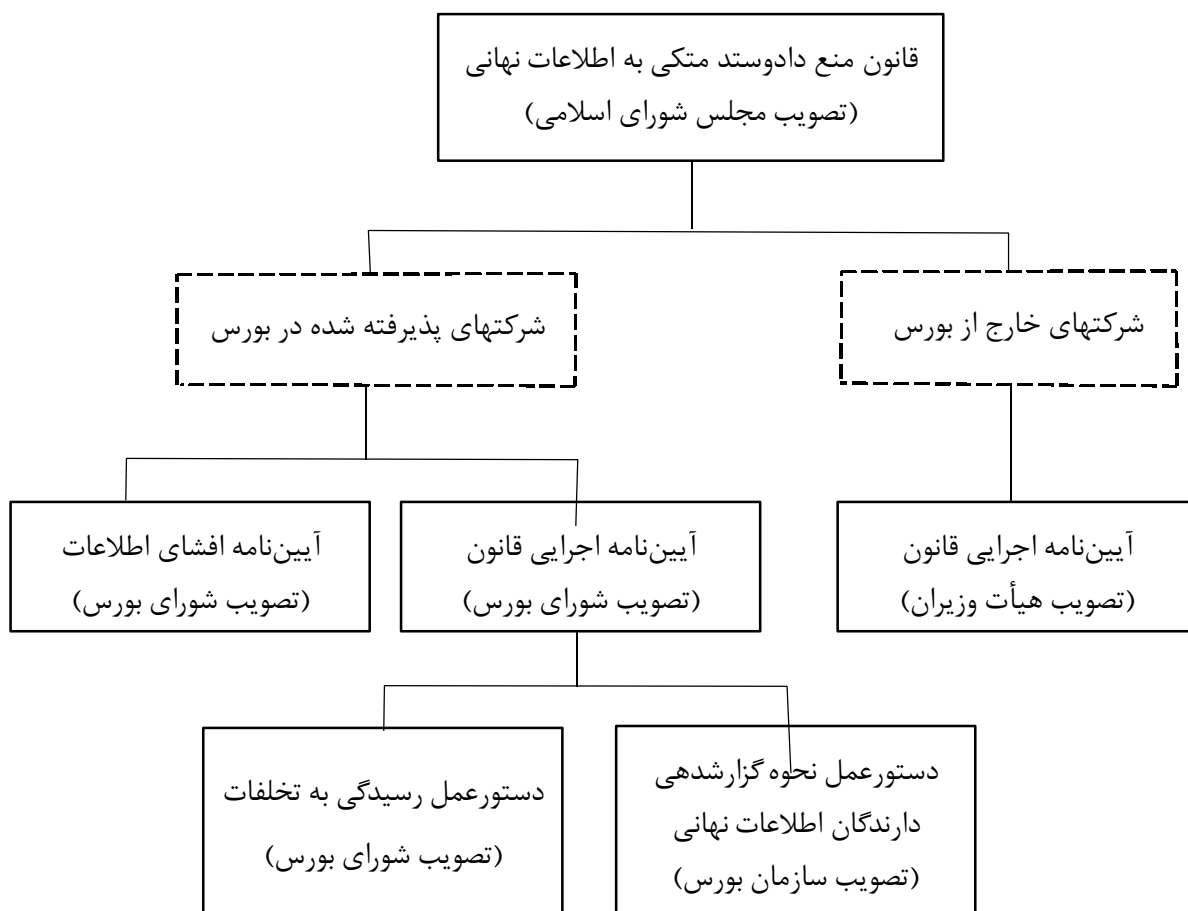
در واقع، لایحه پیشنهادی ضمن تأکید بر رفع کاستیهای تنظیمی و نظارتی کنونی بورس اوراق بهادار تهران، کوشیده است تا زمینه مناسبی برای پیگیری موارد مشابه در خارج از بورس و تسهیل امر مبارزه با عارضه فساد مالی در محدوده کلی اقتصاد ملی فراهم آورد. از این دیدگاه، آیین‌نامه قابل تصویب توسط هیأت وزیران این امکان را مهیا می‌سازد. از سوی دیگر و در حوزه فعالیت شرکتهای پذیرفته شده در بورس، با توجه به ملاحظات و حساسیتهای حفظ آرامش و پایداری بازار اوراق بهادار، و نیز منافع عموم سرمایه‌گذاران فعال در آن، این امکان در نظر گرفته شده است که ارکان قانونی بورس اعم از سازمان و هیأت دאوری بورس بتوانند با پیگیری، رسیدگی، و حل و فصل بخشی از موارد، تا حد امکان از رجوع به محاکم قضایی خودداری ورزند؛ یا آن که مرجع قضایی بدون درخواست سازمان بورس نسبت به تعقیب کیفری اشخاص - که ممکن است به برهم خوردن پایداری بازار بینجامد - مبادرت نرزد. بدین منظور، دو آیین‌نامه شامل

الف - آیین‌نامه اجرایی قانون منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی، و

ب - آیین‌نامه ضوابط افشای اطلاعات در بورس

نمودار ۹-۱ مجموعه قانونی و مقرراتی پیشنهادی ناظر به دادوستد دارندگان

اطلاعات نهانی در موزه پوشش تعریف شده



نیز در مجموعه قانونی و مقرراتی مورد نظر پیش‌بینی شده است. طرح پیشنهادی آیین‌نامه نخست - به دلیل برخورداری از اهمیت - پیشاپیش تهیه و در فصل یازدهم این گزارش آورده شده است. آیین‌نامه دیگر، موضوع گزارش دوم مجموعه پیش‌روست که در چارچوب بررسی و تدوین سیاست و الزامهای افشای اطلاعات از پی می‌آید. علاوه بر این، در آیین‌نامه اجرایی نیز تهیه دو دستور عمل شامل

الف - دستورعمل رسیدگی به تخلفات، و

ب - دستورعمل نحوه گزارش‌دهی دارندگان اطلاعات نهانی

پیش‌بینی شده است که بسته به نیاز در آینده و توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای تصویب شورای بورس قابل تهیه و ارایه خواهد بود.

بر پایه نمودار ۹-۲، لایحه پیشنهادی منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی با در نظر گرفتن مهمترین موارد قابل پیش‌بینی، به گونه‌ای شکل یافته است که بتواند نیازهای موجود را به حد کفایت پوشش دهد. از این دیدگاه، لایحه مزبور موارد زیر را به نحو مطلوبی مورد توجه قرار داده است:

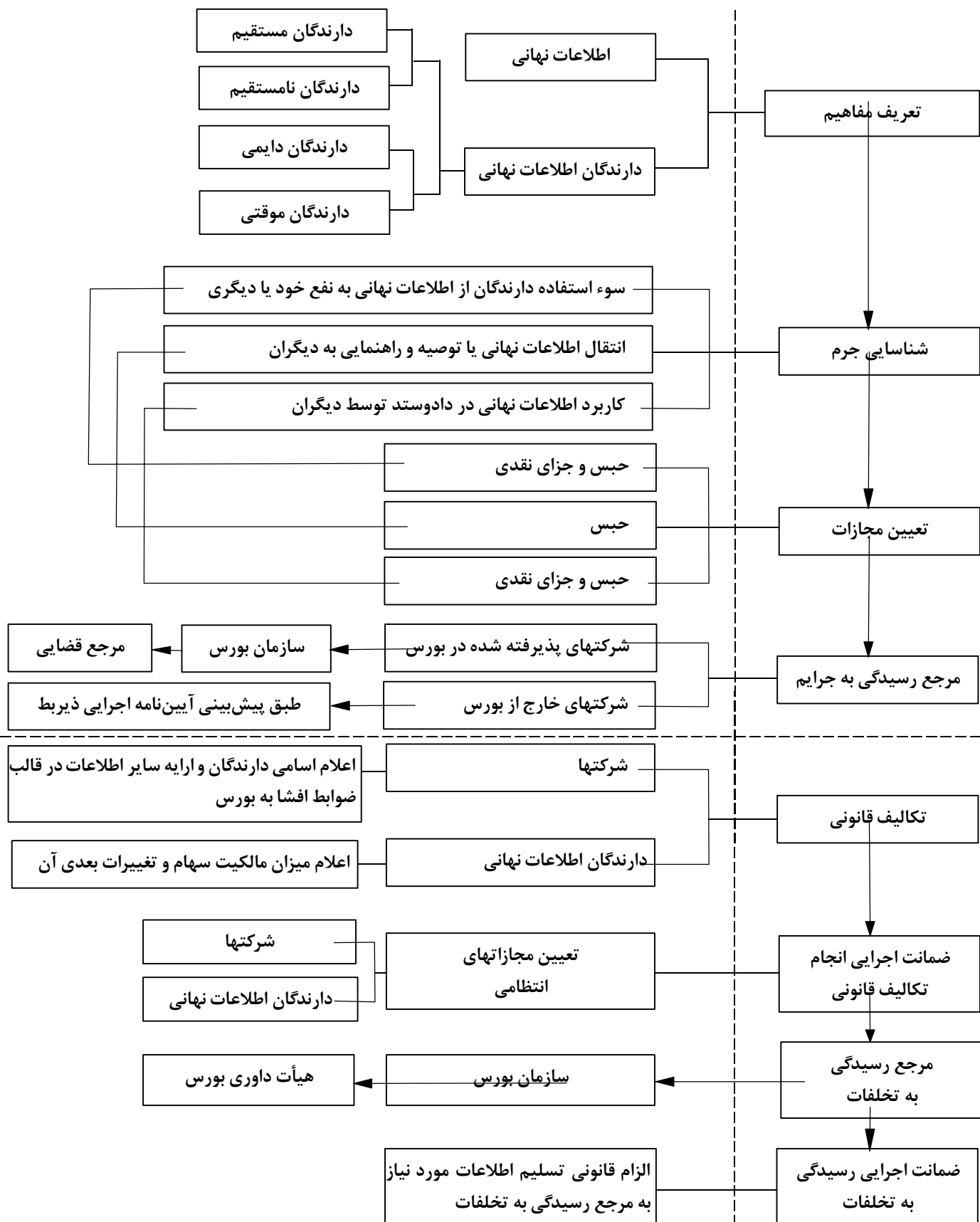
- ۱ - تعریف مفاهیم اساسی مانند اطلاعات نهانی، و دارندگان اطلاعات نهانی.
- ۲ - شناسایی مصادیق جرایم مربوط به دادوستدهای متکی به اطلاعات نهانی اعم از
 - الف - سوءاستفاده دارندگان اطلاعات نهانی در دادوستد به نفع خود یا دیگری،
 - ب - توصیه و راهنمایی دارندگان اطلاعات نهانی به دیگران، و
 - پ - به‌کارگیری اطلاعات نهانی توسط دیگران در جریان دادوستد اوراق بهادار.
- ۳ - تعیین مجازاتهای متناسب با جرایم پیش‌بینی شده شامل حبس و جزای نقدی یا هر دو به شرح جدول ۹-۱.

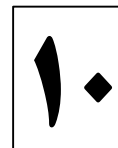
جدول ۹-۱ جرایم و مجازاتهای در نظر گرفته شده در لایحه پیشنهادی

نوع جرم	جزای نقدی	حبس
۱ سوءاستفاده دارندگان اطلاعات نهانی در دادوستد به نام خود یا به نمایندگی از طرف دیگران	یک تا سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده	شش ماه تا سه سال
۲ انتقال اطلاعات نهانی یا توصیه و راهنمایی به دیگران توسط دارندگان	—	چهار ماه تا دو سال
۳ به‌کارگیری اطلاعات نهانی در دادوستد توسط دیگران	یک تا سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده	یک ماه تا یک سال

- ۴ - تعیین مرجع رسیدگی کننده به جرایم مورد اشاره؛
- ۵ - تعیین وظایف و تکالیف قانونی مرتبط برای شرکتها و نیز دارندگان اطلاعات نهانی.
- ۶ - پیش‌بینی مواردی برای تضمین اجرای تکالیف قانونی مورد اشاره و تعیین مجازاتهای انتظامی برای متخلفان اعم از شرکتها و دارندگان اطلاعات نهانی.
- ۷ - تعیین مرجع رسیدگی کننده به تخلفات.
- ۸ - پیش‌بینی ضمانت اجرایی لازم برای پیشبرد جریان رسیدگی به تخلفات.

نمودار ۹-۲ ساختار شکل‌گیری لایحه پیشنهادی منع دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی





لایحه پیشنهادی منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی

ماده ۱ مرتکبین جرایم مذکور در بندهای ۱ تا ۳ به لحاظ سوءاستفاده از اطلاعات نهانی به شرح زیر مجازات خواهند شد:

۱ - هر یک از دارندگان اطلاعات نهانی که به واسطه رابطه استخدامی، انجام وظایف محوله یا داشتن هرگونه موقعیتی در شرکت محل فعالیت یا شرکتهای وابسته به شرکت مذکور به اطلاعات نهانی مؤثر بر قیمت اوراق بهادار از قبیل سهام، حق تقدم و نظایر آن، موضوع ماده ۴ این قانون دسترسی داشته و با هدف کسب سود یا احتراز از زیان، قبل از انتشار اطلاعات بر طبق ضوابط مقرر، به دادوستد اوراق بهادار به نام خود یا به نمایندگی از طرف شخص دیگر اقدام نمایند، به یک تا سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده به عنوان جزای نقدی یا شش ماه تا سه سال حبس یا هر دو (حبس و جزای نقدی) محکوم خواهند شد.

۲ - هر یک از دارندگان اطلاعات نهانی از قبیل مدیران، متصدیان، و سهامداران عمده به نحوی از انحاء اطلاعات نهانی موضوع ماده ۴ این قانون را در اختیار داشته و آن را قبل از انتشار به موجب ضوابط مقرر، با درخواست یا بدون درخواست در اختیار اشخاص ثالث قرار دهند، به چهار ماه تا دو سال حبس محکوم خواهند شد.

۳ - هر کس با توصیه و راهنمایی دارندگان اطلاعات نهانی و با علم و آگاهی به اینکه اطلاعات مورد استفاده نهانی است، به خرید یا فروش اوراق بهادار اقدام نماید، به یک ماه تا یکسال حبس و جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو محکوم می‌شود.

تبصره ۱ - تعقیب کیفری دارندگان اطلاعات نهانی شرکتهای پذیرفته شده در بورس منوط به شکایت سازمان بورس است.

تبصره ۲ - مرجع رسیدگی به جرایم فوق سازمان بورس است و نحوه رسیدگی در آیین‌نامه اجرایی این قانون مشخص و معین می‌گردد.

ماده ۲ چنانچه انتقال اطلاعات نهانی توسط اشخاص موضوع بند ۲ ماده ۱ این قانون در ارتباط با وظایف شغلی یا به حکم قانون انجام شده باشد، مشمول مجازات نخواهد بود.

ماده ۳ در صورت ارتکاب تخلفات مندرج در ماده ۱ این قانون توسط اشخاص حقوقی، مجازاتهای مندرج در ماده مذکور بر حسب مورد درباره آن دسته از اشخاص حقیقی اعمال می‌شود که از طرف اشخاص حقوقی مزبور مسؤولیت تصمیم‌گیری در خصوص معاملات متکی به اطلاعات نهانی را بر عهده داشته‌اند.

ماده ۴ اطلاعات نهانی، اطلاعات منتشر نشده‌ای از قبیل انتشار سهام جدید، ادغام، ورشکستگی و ... است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش یا نگهداری اوراق بهادار اثر می‌گذارد.

ماده ۵ هر شخص حقوقی یا حقیقی از قبیل مدیران، متصدیان، و خویشاوندان آنها که به مناسبت ارتباط کاری و حرفه‌ای یا خویشاوندی به اطلاعات نهانی دست یابند از نظر این قانون دارنده اطلاعات نهانی محسوب می‌گردند.

تبصره - ضوابط مربوط به افشای اطلاعات توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس و ضمانت اجرای آن به موجب آیین‌نامه‌ای خواهد بود که به پیشنهاد سازمان بورس به تصویب شورای بورس خواهد رسید.

ماده ۶ هر یک از شرکتهای پذیرفته شده در بورس مکلفند که فهرست اسامی دارندگان اطلاعات نهانی خود و سایر اطلاعات معین شده در چارچوب ضوابط افشای اطلاعات موضوع آیین‌نامه تبصره ماده ۵ این قانون را به سازمان بورس گزارش نمایند.

ماده ۷ دارندگان اطلاعات نهانی هر یک از شرکتهای پذیرفته شده در بورس مکلفند میزان مالکیت خود در سهام و هرگونه تغییرات بعدی آن را به سازمان بورس گزارش نمایند.

تبصره - سازمان بورس می‌تواند به تشخیص خود برخی از دارندگان اطلاعات نهانی را براساس میزان اهمیت و دسترسی آنها به اطلاعات مزبور از ارایه گزارش معاف نماید.

ماده ۸ تخلف از این قانون و آیین‌نامه‌های آن از جمله آیین‌نامه اجرایی این قانون و ضوابط افشای اطلاعات موجب مجازات‌های انتظامی زیر خواهد بود:

- ۱ - منع دادوستد دارندگان اطلاعات نهانی به طور موقت یا دائم.
 - ۲ - منع دارندگان اطلاعات نهانی از تحصیل و تملک اوراقی که به واسطه نقض این قانون و آیین‌نامه‌های اجرایی آن به دست آمده باشد.
 - ۳ - تذکر کتبی به مدیران یا متصدیان متخلف.
 - ۴ - تکلیف به رعایت معیارها و ضوابطی در جهت اصلاح ساختار سازمانی و مدیریتی، اطلاع‌رسانی و
 - ۵ - توصیه به عزل مدیران یا متصدیان متخلف.
 - ۶ - تعیین حسابرس به منظور رسیدگی به حسابهای دارندگان اطلاعات نهانی.
 - ۷ - تعلیق فعالیت یا حذف شرکت متخلف از بورس در صورت ادامه نقض مقررات.
- مرجع رسیدگی به تخلفات موضوع این ماده و صدور حکم به مجازات‌های انتظامی فوق، هیأت داورى بورس خواهد بود. احکام هیأت داورى ظرف ده روز از تاریخ ابلاغ قابل تجدید نظر در شورای بورس خواهد بود. رأی شورا قطعی است.
- تبصره ۱-** ترتیب رسیدگی و تشخیص تخلفات و تعیین هر یک از مجازات‌های انتظامی بندهای فوق برای تخلفات و ترتیب درخواست تجدیدنظر و طرز رسیدگی مجدد و اجرای تصمیمات هیأت داورى و شورای بورس مطابق دستورعملی خواهد بود که به تصویب شورای بورس خواهد رسید.
- تبصره ۲-** پیش‌بینی سایر مجازات‌های تأدیبی و انتظامی در صورت لزوم، به پیشنهاد سازمان بورس و تصویب شورای بورس خواهد بود.

ماده ۹ سازمان بورس می‌تواند به منظور حسن اجرای این قانون و آیین‌نامه‌های آن کلیه اطلاعات مورد نیاز خود را از منابع ذیربط دریافت نماید.

ماده ۱۰ ممنوعیت دادوستد متکی به اطلاعات نهانی موضوع این قانون به شرکتهای خارج از بورس نیز قابل تسری است.

تبصره - مرجع و نحوه رسیدگی و آیین دادرسی درباره شرکتهای خارج از بورس به موجب آیین‌نامه‌ای خواهد بود که به تصویب هیأت وزیران می‌رسد.

ماده ۱۱ چنانچه در نتیجه تخلف یا جرم هر یک از دارندگان اطلاعات نهانی ضرری متوجه اشخاص شود، دارندگان اطلاعات نهانی علاوه بر مجازاتهای مقرر مسؤولیت جبران خسارت وارده را نیز به موجب قوانین و مقررات عمومی خواهند داشت.

ماده ۱۲ آیین نامه اجرایی این قانون برای شرکتهای پذیرفته شده در بورس توسط سازمان بورس تهیه و به تصویب شورای بورس خواهد رسید.



آیین‌نامه اجرایی قانون منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی

(طرح پیشنهادی)

ماده ۱ اصطلاحات به کار رفته در این آیین‌نامه به شرح زیر است:

- ۱ - **اطلاعات نهانی:** اطلاعات منتشر نشده‌ای از قبیل موارد زیر که به طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و تصمیم سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش یا نگهداری اوراق بهادار اثر می‌گذارد:
 - الف) تصمیم اشخاص واجد صلاحیت درباره انتشار سهام جدید، تجزیه سهام، تغییر در سیاست تقسیم سود نقدی، ادغام با شرکت دیگر، انحلال اختیاری، تولید محصول جدید، به کارگیری فناوری جدید، هر نوع طرح گسترش یا اجرای پروژه‌های جدید و تغییر در سیاست، برنامه یا عملکرد شرکت.
 - ب) وقوع حوادثی مانند ورود خسارت به شرکت به دلیل شکست در فعالیت، تغییر در ترکیب سهامداران عمده، کاهش اجباری سرمایه یا مواجه شدن با حوادثی که باعث حذف شرکت از فهرست شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌شود.
 - پ) اطلاعاتی در مورد میزان فروش، سود قبل از مالیات، تاریخ بستن حسابها، و سود یا زیان عرضه‌کنندگان یا مشتریان عمده شرکت.
 - ت) مواردی از قبیل ورشکستگی، انحلال، کناره‌گیری یا استعفای هیأت مدیره، تحصیل داراییهای جدید یا از رده خارج کردن داراییهای قدیمی به دلیل اسقاط یا آتش‌سوزی و غیره، بستن قراردادهای مهم، تغییر در کنترل و مدیریت شرکت و هر تصمیم یا رویدادی - بجز عوامل فوق - که بر تصمیم سرمایه‌گذاران در بازار مؤثر باشد.

۲ - **اوراق بهادار:** به سهام شرکتهای سهامی، اوراق مشارکت، حق تقدم سهام و سایر اوراق بهادار قابل

معامله در بورس اطلاق می‌گردد.

۳ - انتشار اطلاعات: به منزله صدور اطلاعیه یا انتشار اطلاعات توسط شرکت و قرار گرفتن آن در دسترس عموم است.

۴ - دارندگان اطلاعات نهانی: دارندگان اطلاعات نهانی شرکت عبارتند از:

الف) اعضای هیأت مدیره، مدیر عامل، اعضای هیأت عامل، قایم مقام مدیرعامل، مدیران، مشاوران، حسابرس و بازرس قانونی.

ب) سهامدارانی که مجموع سهام خود، همسر، فرزندان صغیر و افراد تحت تکفل آنها حداقل معادل ۱۰ درصد سهام شرکت باشد.

پ) اشخاصی که به منظور انجام هر نوع فعالیت تخصصی در شرکت یا از طرف شرکت به طور موقت مشغول به کار شده‌اند.

ت) اشخاصی که به دلیل شغل مورد تصدی به صورت غیرمستقیم به اطلاعات نهانی شرکت ذیربط دسترسی دارند؛ از قبیل مسؤولان حسابداری و وکلای حقوقی شرکت، کارمندان شرکتهای کارگزاری، و مسؤولان اعتباری بانکهای اعتباردهنده به شرکت.

ث) مدیر و کارمندان عالی‌رتبه شرکتی که با شرکت همکاری تجاری دارند.

ج) مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذیربط یا نمایندگان شرکتهای سرمایه‌گذار در شرکت که مالک حداقل ۱۰ درصد سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت باشند.

چ) شرکتهایی که یکی از مقامات آنها به اطلاعات نهانی شرکت دسترسی دارند.

ح) اعضای شورای بورس، دبیرخانه شورای بورس، هیأت پذیرش اوراق بهادار، هیأت داور، هیأت مدیره سازمان بورس، مدیران و کارکنان سازمان بورس و شرکت خدمات بورس، کارگزاران بورس و نمایندگان و اعضای هیأت مدیره آنها.

خ) افرادی که طی شش ماه قبل از هر معامله مشمول یکی از بندهای فوق بوده‌اند.

د) همسر، فرزندان صغیر و افراد تحت تکفل اشخاص حقیقی مذکور در بندهای فوق.

۵ - بازرس یا هیأت بازرسی: اشخاصی که توسط سازمان بورس برای رسیدگی به مدارک و دفاتر دارندگان اطلاعات نهانی انتخاب می‌شوند.

ماده ۲ دارندگان اطلاعات نهانی نمی‌توانند با استفاده از آن به نام خود یا به نمایندگی اشخاص دیگر به دادوستد اوراق بهادار بپردازند، یا آن را به شخص دیگری با درخواست یا بدون درخواست وی انتقال دهند یا با

استفاده از اطلاعات منتشر نشده، شخص دیگری را در زمینه خرید و فروش اوراق بهادار به طور مستقیم یا غیرمستقیم راهنمایی نمایند.

ماده ۳ شرکتهای پذیرفته شده در بورس مکلفند فهرست افراد موضوع بند ۴ ماده ۱ - بجز موارد "ح" و "خ" بند مزبور - را به طور کتبی به اطلاع سازمان بورس برسانند. هرگونه تغییری در فهرست مزبور باید ظرف یک هفته اطلاع داده شود.

ماده ۴ اشخاص حقیقی زیر به لحاظ موقعیت خود، مکلفند میزان مالکیت سهام خود در شرکت و هرگونه تغییرات بعدی آن را به سازمان بورس اطلاع دهند:

- ۱ - اعضای اصلی و علی البدل هیأت مدیره شرکتهای پذیرفته شده در بورس.
 - ۲ - مدیر عامل، اعضای هیأت عامل و قایم مقام مدیرعامل
 - ۳ - بازرسان و حسابرسیان
 - ۴ - سهامدارانی که مجموع سهام خود، همسر، فرزندان صغیر و افراد تحت تکفل آنها بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت باشد.
 - ۵ - اعضای شورای بورس، دبیرخانه شورای بورس، هیأت پذیرش اوراق بهادار، هیأت داوری، هیأت مدیره سازمان بورس، مدیران و کارکنان سازمان بورس و شرکت خدمات بورس.
 - ۶ - همسر، فرزندان صغیر و افراد تحت تکفل بندهای ۱ تا ۵ نیز در حکم دارندگان اطلاعات نهانی محسوب و میزان مالکیت آنها نیز باید گزارش شود.
- تبصره -** شکل و نحوه گزارش دهی اشخاص مذکور به موجب دستورعملی خواهد بود که به تصویب بورس می رسد.

ماده ۵ سازمان بورس مرجع رسیدگی به تخلفات دارندگان اطلاعات نهانی و در صورت لزوم ارجاع پرونده متخلفان به مرجع قضایی است.

ماده ۶ سازمان بورس مکلف است در صورت احراز دلایل و قرائن کافی بر وقوع تخلفات و جرایم مذکور در این قانون به شرح زیر اقدام نماید:

الف - رسیدگی بر مبنای وصول شکایت از ناحیه سرمایه گذاران، واسطه های مالی و هر شخصی که به

نحوی از انحاء اطلاعاتی درباره تخلفات و جرایم مربوط به دادوستد متکی به اطلاعات نهانی دارد.

ب - انجام بازرسی براساس دانسته‌ها یا اطلاعات در اختیار سازمان بورس.

ماده ۷ هرگونه بازرسی براساس ماده ۵ این آیین‌نامه، مستلزم ارسال اخطاریه از ناحیه سازمان بورس برای دارندگان اطلاعات نهانی است، مگر در مواردی که به تشخیص بورس این امر موجب تضییع حقوق سرمایه‌گذاران گردد.

ماده ۸ بازرسی یا هیأت بازرسی براساس اختیارات تفویض شده از ناحیه سازمان بورس مکلف است به حسابها و دفاتر دارندگان اطلاعات نهانی رسیدگی نماید. اشخاص مذکور در مقابل، موظف به رعایت مفاد ماده ۷ این آیین‌نامه می‌باشند.

ماده ۹ دارندگان اطلاعات نهانی به هنگام رسیدگی بازرسی یا هیأت بازرسی تعیین شده توسط سازمان بورس مکلف به رعایت نکات زیر می‌باشند:

۱ - تمامی دفاتر، حسابها و سایر مدارکی که نزد آنهاست حتی مدارک امانتی نزد خود را به همراه صورتهای مالی و اطلاعات مربوط به دادوستد اوراق بهادار مورد درخواست مسؤول بازرسی در اختیار وی قرار دهند.

۲ - امکان دسترسی متعارف به محل کار، گزارشها، مدارک و داده‌های کامپیوتری خود یا دیگری را برای مسؤول بازرسی فراهم، و رونوشتی از مدارک و اطلاعات درخواست شده را تهیه کنند.

۳ - هر یک از اعضای هیأت مدیره، مدیران، سهامداران عمده و کارکنان مرتبط با شرکت که به نحوی از انحاء به اطلاعات نهانی دسترسی دارند موظف به ارایه اسناد و مدارک مورد تقاضای بازرسی می‌باشند.

ماده ۱۰ بازرسی یا هیأت بازرسی مکلف است ظرف یک ماه گزارش بازرسی خود را به سازمان بورس ارایه نماید.

ماده ۱۱ سازمان بورس می‌تواند در صورت احراز تخلف از قانون منع دادوستد متکی به اطلاعات نهانی و آیین‌نامه‌های آن، موضوع تخلف را با توجه به نوع و اهمیت آن و حفظ منافع سرمایه‌گذاران و ثبات بازار اوراق بهادار، به هیأت داورى یا مرجع قضایی ارجاع نماید.

فهرست منابع



- 1- _____, **"A Concept Paper on Securities Regulation for Bulgaria"**, Bulgaria Stock Exchange, <http://www.abanet.org>, 1999.
- 2- Bainbridge, stephen. M, **"Insider Trading"**, <http://allserv.rug.ac.be>, 1998.
- 3- _____, **"Combating and Preventing Insider Dealing"**, <http://172.20.0.1/bawe-sites/english/insider.htm>, 2000.
- 4- Cornell, Bradford, and Eric Sirri, **"The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading"**, Journal of Finance, 47, 1992, PP. 1019-1058.
- 5- Estrada, Javier, **"Insider Trading: Regulation, Deregulation, and Taxation"**, Swiss review of Business law, 5(1994), P209-218.
- 6- _____, **"Fair-play in Business Transactions: The New Insider Trading Act"**, www.iss.co.za/, 1999.
- 7- Fishman, Michael, and Kathleen Hagerty, **"Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices"**, Rand Journal of Economics, 22, 1992, PP. 88-132.
- 8- _____, **"GERMANY - The Legal Framework Concerning Bank Secrecy, Money Laundering and Insider Trading"**, www.hg.org, 1997.
- 9- _____, **"Guidelines for Insiders"**, Helsinki Securities and Derivatives Exchange, 1999.
- 10- _____, **"Insider Trading"**, FEAS - working committee meetings, The Zagreb Stock Exchange, 1998.
- 11- _____, **"Insider Trading"**, New Zealand Stock Exchange, <file:///D:/insider/insider trading-04.html>, 2000.
- 12- _____, **"Insider Trading Rules"**, Toronto Stock Exchange, <http://tse.com/news/monthly.html>, 2000.
- 13- _____, **"King's Big-stick Proposals Set to Inhibit Insider Trading"**, Johannesburg Stock Exchange, www.btimes.co.za, 2000.
- 14- Meulbroeck, Lisa, **"An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading"**, Journal of Finance, 47, 1992, PP. 1059-1087.
- 15- _____, **"Monitoring Ad hoc Disclosure of Listed Companies"**,

<http://172.20.0.1/bawe-sites/english/adhoc-e.htm>, 2000.

16- Nestor, Stilpon, and Fianna Jesover, **"OECD Principles of Corporate Governance on Shareholder Rights and Equitable Treatment: Their Relevance to the Russian Federation"**, 2000.

17- _____, **"Other Obligations of a Listed Company"**, Helsinki Stock Exchange, www.hex.fi/regulation/englanti/, 2000.

18- _____, **"SEC Adopts New Fair Disclosure and Insider Trading Rules"**, www.bspmlaw.com, 2000.

19- _____, **"Securities Amendment Act 1988 - The Regulators' Perspective"**, New Zealand Securities Commission, www.sec-com.govt.nz, 1996.

20- _____, **"Securities and Exchange Board of India - Acts, Rules & Regulations"**, www.sebi.com, 2000.

21- _____, **"Securities and Exchange Law"**, Capital Market Research Institute, Japan, 1998.

22- _____, **"Securities Trading Act"**, Germany, 1998.

23- _____, **"Summary - part 10 (Insider Trading)"**, Toronto Stock Exchange, <http://strategis.ic.gc.ca>, 2000.

24- _____, **"Summary - part 11 (Insider Trading)"**, Toronto Stock Exchange, <http://strategis.ic.gc.ca>, 2000.

25- _____, **"The Listing Regulations"**, Dhaka Stock Exchange, www.dsebd.org, 2000.

26- _____, **"The Trading Procedures in the Athens Stock Exchange (ASE)"**, www.ase.gr, 2000.

27- Varis Tezcanli, Meral, **"Insider Trading and Market Manipulation"**, Istanbul, 1996.