

Jurisprudential Analysis of Insider Trading in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran

Author: Seyed Mohammad Ali Torabi | Mohammad Tohidi | Golam Reza Mesbahi Moghadam

Stable URL: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247439.1934>

تحلیل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بازار سرمایه ایران
نویسندگان: سیدمحمدعلی ترابی | محمد توحیدی | غلامرضا مصباحی مقدم
پیوند دائمی: <https://doi.org/10.30497/ifr.2025.247439.1934>



Copyright 2025 The Author(s).

Published by *Imam Sadiq University*, Tehran, Iran.

This work is fully Open Access under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) license, allowing non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited and not modified. *Islamic Finance Researches* strictly follows the ethical guidelines of the Committee on Publication Ethics (COPE), which all readers, authors, reviewers, and editors are expected to observe and uphold.



Jurisprudential Analysis of Insider Trading in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran

Seyed Mohammad Ali Torabi: PhD Student, Financial Management, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

ma.torabi@isu.ac.ir | 0009-0006-8227-5121

Mohammad Tohidi: Faculty Member, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

tohidi@isu.ac.ir | 0000-0002-1289-1256

Golam Reza Mesbahi Moghadam: Faculty Member, Faculty of Theology, Islamic Studies and Guidance, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

gh.mesbahi@isu.ac.ir | 0000-0003-2646-9010

Abstract

1. Introduction and Objective

Inside information is important and confidential information that, if publicly disclosed, would affect the price of securities or investors' decisions to trade securities. Individuals who use this information can buy securities at lower prices or sell them at higher prices before this information affects the price and, after the information is publicly disclosed, make a profit or prevent their loss. Inside information is defined in the capital market regulations of each country based on the conditions and requirements, and these definitions are very similar to a large extent. Inside information, according to Article 1, Clause 32 of the Securities Market Law of the Islamic Republic of Iran, is defined as "any information not disclosed to the public that directly or indirectly relates to securities, transactions or their issuer and, if published, would affect the price or decision of investors to trade securities." Most countries have not specified examples of inside information in their laws and regulations and have assessed the application of examples to the concept within the competence of the capital market supervisory body and the courts. However, for example, events leading to fundamental changes in the company's profits, the process of merger, acquisition or liquidation, major legal claims, major changes in shareholder ownership, major and influential events, etc., are among

the examples of this information mentioned in the regulations of some countries. Given that inside trading have so far been less studied from a jurisprudential perspective, and its various dimensions from a jurisprudential perspective and the policies of the supervisory body in dealing with these transactions have not been fully explained, this study aims to respond to this issue and determine the relevant validity and mandatory rulings, and has conducted a jurisprudential analysis of these transactions from the perspective of individual jurisprudence and governmental jurisprudence.

2. Method and Materials

In this research, the multi-level ijtehad method has been used to analyze the insider trading. based on the method, first a thematic analysis conducted, and then the jurisprudence dimensions of the subject were identified and insider trading was analyzed from the perspective of individual and governmental jurisprudence. In the jurisprudence analysis, using a descriptive-analytical method, these transactions were examined and compared with various and related jurisprudence principals including the rule of falsehood and incorrect possession of property, no loss principle, misrepresentation, fraud, incorrect possession of deposits, betrayal of trust, preservation of system, justice and expediency. In the next stage, challenging cases were consulted with jurists, and finally, the jurisprudential analysis was conducted along with the responses to the consultations in a focus group of economic jurisprudents. A focus group is a type of in-depth interview in a group, the most important feature of which is the possibility of interaction between members within the group. Group members influence each other with their answers to questions and their contributions during the discussion. The group moderator guides the discussion with his/her comments or points, and the basic data produced by this method is obtained from the implementation of group discussions and the group moderator's summaries.

3. Research Findings

Based on the results of the study, at the individual jurisprudence level, the execution of these transactions by both groups of insider information holders is an example of the rule of prohibition of falsely acquiring wealth. In addition, the execution of these transactions by

the holders of primary insider information causes losses for all shareholders of the company and will be invalid and forbidden according to the rule of no loss. Other jurisprudential rules examined at the level of individual jurisprudence do not result in a ruling that these transactions are invalid, but given the existence of fraud, unauthorized possession of the deposit, and betrayal of trust in some circumstances, the person with confidential information has committed a forbidden act, and the person without information will have the option of termination. In the jurisprudential analysis at the governmental level, according to the results of the research, the prevalence of these transactions will weaken the economic system of the Islamic society and cause harm to the entire capital market and abuse of public rights; therefore, the transactions are invalid and forbidden due to the failure to observe the rule of maintaining order and harm at the governmental level. Other jurisprudential rules examined at the level of governmental jurisprudence do not result in a ruling that these transactions are invalid, but the failure to observe the rules of justice and expediency due to the prevalence of these transactions can lead to the issuance of a mandatory prohibition order.

4. Discussion and Conclusion

Based on research the misrepresentation proves the option of cancellation, and fraud causes loss compensation. Comparing these transactions with incorrect possession of deposits and betrayal of trust provides the possibility of dismissing the managers who conduct inside trading. Failure to observe justice and expediency with the prevalence of these transactions does not have an effect on the Transaction authenticity and leads to obligatory prohibition. Based on the summary, insider trading is void and tabu at the level of individual jurisprudence based on the rules of incorrect possession of property and no loss principle and at the level of governmental jurisprudence based on the rules of preservation of system and no loss principle.

5. Acknowledgments

Finally, I would like to express my deepest gratitude and appreciation to the esteemed Chairman of the Fiqh Committee of the Islamic Republic of Iran Securities and Exchange Organization, Ayatollah Dr. Mesbahi Moghadam, and the esteemed members of the affiliated Fiqh

Subcommittee, Ayatollah Abolghasem Alidoost, Hojjatoleslam Dr. Majid Rezaei, Dr. Mahmoud Hekmatnia, Hojjatoleslam Jafar Najafi Bostan, Hojjatoleslam Dr. Gholamali Masouminia, Hojjatoleslam Seyyed Mohammad Taqi Alavi Faridani, Hojjatoleslam Dr. Seyyed Abdul Muttalib Ahmadzadeh Bazaz, and Hojjatoleslam Dr. Seyyed Hadi Arabi, who accepted the effort as members of the focus group of this research.

6. Keywords

Insider Trading; Individual Jurisprudence; Governmental Jurisprudence; Capital Market.

7. JEL Classification: G14, G18, G28.

تحلیل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بازار سرمایه ایران

سیدمحمدعلی ترابی: دانشجوی دکتری، مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران (نویسنده مسئول). ma.torabi@isu.ac.ir

محمد توحیدی: عضو هیأت علمی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران. tohidi@isu.ac.ir

غلامرضا مصباحی مقدم: عضو هیأت علمی، دانشکده الهیات، معارف اسلامی و ارشاد، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران gh.mesbahi@isu.ac.ir

چکیده

مقدمه و هدف: اطلاعات نهانی، اطلاعات بااهمیت و محرمانه‌ای است که در صورت انتشار عمومی، بر قیمت اوراق بهادار و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. اشخاصی که از این اطلاعات استفاده نمایند می‌توانند قبل از تأثیرگذاری اطلاعات بر قیمت، اوراق بهادار را در قیمت‌های پایین‌تر خریداری نموده یا در قیمت‌های بالاتر بفروشند و پس از انتشار عمومی اطلاعات، کسب سود نموده یا از زیان خود جلوگیری کنند.

مواد و روش‌ها: در این پژوهش جهت تحلیل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از روش اجتهاد چندسطحی استفاده شده است. بر این اساس ابتدا موضوع‌شناسی این معاملات انجام شده و پس از آن ابعاد فقهی موضوع، شناسایی شده و این معاملات با روش توصیفی تحلیلی از جنبه فقه فردی و فقه حکومتی تحلیل گردیده است. در تحلیل فقهی به بررسی و تطبیق معاملات یادشده با قواعد و عقود فقهی مرتبط پرداخته شده است. در مرحله بعد موارد مبهم و چالش‌برانگیز از مراجع تقلید و فقها استفتاء شده و درنهایت تحلیل فقهی به همراه پاسخ استفتائات در گروه کانونی صاحب‌نظران فقه اقتصادی بررسی گردیده است.

یافته‌های تحقیق: براساس نتایج پژوهش وجود تدلیس در این معاملات موجب ثبوت خیار تدلیس و وجود غرور موجب ضمان می‌گردد. تطبیق این معاملات با تصرف غیرمجاز در ودیعه و خیانت‌درامانت امکان عزل مدیران مرتکب این معاملات توسط سهامداران را فراهم می‌نماید. عدم رعایت عدالت و مصلحت با رواج این معاملات در حکم وضعی تأثیری نداشته و موجب حرمت تکلیفی می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری: براساس جمع‌بندی انجام‌شده حکم وضعی و تکلیفی معاملات یادشده در سطح فقه فردی به استناد قواعد اکل مال به باطل و لاضرر و در سطح فقه حکومتی به استناد قواعد حفظ نظام و لاضرر باطل و حرام است.

واژگان کلیدی: معاملات متکی بر اطلاعات نهانی؛ فقه حکومتی؛ فقه فردی؛ بازار سرمایه.

مقدمه

انجام معاملات متکی بر اطلاعات نهانی ازجمله مسائل مهم و چالش برانگیز در بازار سرمایه کشور ایران به شمار می‌رود که تاکنون کمتر از منظر فقهی مورد بررسی قرار گرفته است و ابعاد مختلف آن از جنبه فقهی و سیاست‌های نهاد ناظر در مواجهه با این معاملات به طور کامل تبیین نشده است. به طور کلی قوانین موجود در کشور ایران، به ممنوعیت معاملات متکی بر اطلاعات نهانی پرداخته است، اما احکام وضعی و تکلیفی فقهی در این زمینه به روشنی مشخص نشده و سیاست مناسب در صورت کشف این معاملات از نظر صحت یا بطلان، خيار فسخ و مسئولیت جبران خسارت یا زیان احتمالی نیز نامشخص است. همچنین توجه به ابعاد فقه حکومتی مانند حفظ نظام، عدالت، مصلحت و... نیز در تعیین سیاست‌های پیشنهادی نهاد ناظر بازار سرمایه تأثیرگذار است که تاکنون به بررسی آثار آن در مباحث مالی و سرمایه‌گذاری توجه شایانی نشده است؛ بنابراین در این پژوهش برای پاسخ‌گویی به مسأله مطرح شده و تعیین حکم وضعی و تکلیفی به تحلیل فقهی این معاملات از جنبه فقه فردی و فقه حکومتی پرداخته شده است. ساختار کلی این پژوهش از دو بخش اصلی «موضوع‌شناسی» و «تحلیل فقهی با استفاده از روش پژوهش اجتهاد چند سطحی»، تشکیل شده است.

۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۱. تعریف اطلاعات نهانی

اطلاعات نهانی در مقررات بازار سرمایه هر کشور براساس شرایط و اقتضائات تعریف شده‌اند که این تعاریف تا حد بسیار زیادی مشابه هستند. در اینجا تعریف اطلاعات نهانی در قوانین کشور ایران و اتحادیه اروپا بیان شده است. اطلاعات نهانی، طبق تعریف قانون‌گذار در بند (۳۲) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار، به‌عنوان «هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار، بر قیمت یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله

اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد» معرفی شده است. اطلاعات نهانی براساس تعریف اتحادیه اروپا در ماده (۷) قانون سوءاستفاده از بازار اوراق بهادار^۱، شامل موارد ذیل می‌شود:

الف) اطلاعات با ماهیت دقیق که به ناشر اوراق بهادار، ابزار مالی یا مشتقات کالایی مربوط شده و به صورت عمومی منتشر نشده است و در صورت انتشار عمومی، تأثیر قابل توجهی بر قیمت ابزارهای مالی خواهد داشت؛

ب) در رابطه با مشتقات کالایی، اطلاعات با ماهیت دقیق که به صورت عمومی منتشر نشده است و به ابزار مشتقه یا قرارداد نقدی کالا مربوط می‌شود و در صورت انتشار عمومی تأثیر قابل توجهی بر قیمت‌های مشتقات یا قراردادهای نقدی کالاهای مربوطه دارد؛

ج) در رابطه با افرادی که مسئولیت اجرای سفارش‌های مربوط به ابزارهای مالی را بر عهده دارند، اطلاعات مربوط به سفارش‌های در حال اجرای مشتریان در ابزارهای مالی که ماهیت دقیقی دارد و به ناشر یا ابزار مالی مربوط می‌شود و به صورت عمومی منتشر نشده و در صورت انتشار عمومی، تأثیر قابل توجهی بر قیمت آن ابزارهای مالی، خواهد داشت.

با توجه به تعاریف بیان شده در خصوص اطلاعات نهانی، اکثر کشورها مصادیق اطلاعات نهانی را در قوانین و مقررات خود مشخص نموده‌اند و تطبیق مصادیق بر مفهوم را در صلاحیت نهاد ناظر بازار سرمایه و دادگاه‌ها ارزیابی نموده‌اند. باین حال به عنوان نمونه وقایع منجر به تغییرات اساسی در سود شرکت، فرآیند ادغام، تملک یا انحلال، دعاوی حقوقی مهم، تغییرات مهم سهامداری، حوادث مهم و اثرگذار و... ازجمله مصادیق این اطلاعات در مقررات برخی کشورها ذکر شده است (OICU-IOSCO, 2003, p. 35).

۲-۱. انواع دارندگان اطلاعات نهانی

دارندگان اطلاعات نهانی به طور کلی به دو گروه تقسیم می‌شوند:

الف) دارندگان اطلاعات نهانی اولیه: این گروه شامل اعضای هیأت‌مدیره، بازرسان و بخش اجرایی ناشران اوراق بهادار است که به‌طور مستقیم و عمدتاً براساس وظایف خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند.

ب) دارندگان اطلاعات نهانی ثانویه: این افراد کسانی هستند که اطلاعات نهانی را از دیگران و نه لزوماً از یک دارنده اطلاعات نهانی اولیه، دریافت می‌کنند. آن‌ها ممکن است این اطلاعات را به دلیل ارتباط خاص با شخصی که دارای اطلاعات نهانی است یا در شرایط استثنایی از دیگر دارندگان اطلاعات نهانی به‌طور تصادفی دریافت کنند (توحیدی، ۱۳۹۸، صص. ۶-۷).

۳-۱. موافقان و مخالفان معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

متعاقب بحران مالی سال ۱۹۲۹ میلادی و سقوط شدید بازار سهام، آمریکا به‌عنوان اولین کشور انجام معاملات متکی بر اطلاعات نهانی را ممنوع اعلام نمود^۲ و پس‌از آن به‌تدریج اکثریت کشورها، ممنوع بودن این معاملات را به قوانین خود اضافه نمودند^۳. معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از زمان وضع اولین محدودیت‌ها در سال ۱۹۳۳ همواره مورد بحث و اختلاف نظر میان دانشمندان علوم مالی بوده است. اکثر محققانی که به بررسی این معاملات پرداخته‌اند، به دو مکتب فکری اصلی، یعنی موافقان و مخالفان تنظیم‌گری این‌گونه معاملات، تقسیم می‌شوند. در این میان، محققان در خصوص اولویت مزایا یا معایب این معاملات و لزوم یا عدم لزوم تنظیم‌گری آن مباحث زیادی را مطرح کرده‌اند. همچنین، در مورد منافع و ضررهای این‌گونه معاملات برای سهامداران شرکت‌ها نیز بحث‌های فراوانی در محافل علمی مالی صورت گرفته و تاکنون جمع‌بندی مشخصی در این خصوص ارائه نشده است.

موافقان این معاملات، استدلال‌های مختلفی در این رابطه ارائه نموده‌اند که عبارتند از:

2. <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>

۳. بتاچاریا و داوک (۲۰۰۲م) با مطالعه بر روی ۱۰۳ کشور دارای بازار سهام نشان می‌دهند که قوانین معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در ۸۷ کشور وجود دارد، اما اجرای آن براساس آمار پیگرد قانونی، فقط در ۳۸ کشور اجرا شده است.

- مان^۴ (۱۹۶۶م) این معاملات را موجب کارایی اطلاعاتی بازار، واقعی شدن قیمت اوراق بهادار، جبران خدمات مدیران شرکت، همسویی منافع مدیران و سهامداران و ثبات بازار سهام ذکر نموده و معتقد است این معاملات ضرری به سرمایه‌گذاران بلندمدت وارد نمی‌کند.
- کارلتون و فیشل^۵ (۱۹۸۳م) این معاملات را به‌عنوان ابزار انتقال برخی اطلاعات از طریق مدیران شرکت به سهامداران و موجب واقعی شدن قیمت سهام شرکت ذکر نموده‌اند.
- هرزل و کاتز^۶ (۱۹۸۷م) معتقدند واقعی شدن قیمت اوراق بهادار در اثر اعمال اثر اطلاعات محرمانه به نفع کل سهامداران بوده و استفاده از این اطلاعات ضرری را به دیگران وارد نخواهد کرد، بلکه برای ایشان مفید خواهد بود.
- هادوک و میسی^۷ (۱۹۸۷م) معتقدند هیچ‌گونه زیانی به اشخاص فاقد اطلاعات نهانی وارد نمی‌شود چون آن‌ها به‌هرحال قصد خرید یا فروش سهام خود را دارند و فرقی نمی‌کند که شخص مقابل آن‌ها دارای اطلاعات نهانی باشد یا خیر. همچنین در این شرایط به دلیل ورود عرضه یا تقاضای مازاد دارندگان اطلاعات نهانی، اشخاص فاقد اطلاعات نهانی باقیمت بهتری نسبت به حالت عادی سهام می‌خرند یا می‌فروشند.
- میسی^۸ (۱۹۹۱م) و برگمانز^۹ (۱۹۹۱م) استدلال می‌کنند که اطلاعات نهانی دارایی است که متعلق به شرکت بوده و می‌توان از آن برای جبران خدمات مدیران، افزایش انگیزه‌ها، نوآوری‌های مدیریتی و افزایش تمایل ریسک‌پذیری ایشان (که منجر به خلق ارزش افزوده اقتصادی می‌شود) استفاده کرد.
- لئلند^{۱۰} (۱۹۹۲م) این معاملات را دارای برخی مزایا (مانند بهبود کارایی اطلاعاتی قیمت‌ها) و برخی معایب (مانند کاهش نقدینگی و ضررهای رفاهی اشخاص فاقد

4. Manne

5. Carlton & Fischel

6. Herzel, Leo & Katz

7. Haddock & macey

8. Macey

9. Bergmans

10. Leland

اطلاعات نهانی) عنوان می‌کند. اگر سرمایه‌گذاری حساسیت بالایی (کم) به قیمت سهام داشته باشد رفاه کل افزایش می‌یابد (کاهش می‌یابد) زیرا سود حاصل از کارایی سرمایه‌گذاری خسارات رفاهی افراد فاقد اطلاعات نهانی را جبران می‌کند.

○ فیشر^{۱۱} (۱۹۹۲م) با پذیرش استدلال‌هایمان (۱۹۶۶م)، این معاملات را به‌عنوان سازوکار جبران خدمات در یک چارچوب قراردادی بهینه بین مدیران و سهامداران مدل‌سازی نموده است.

○ بتاچاریا و نیکودانو^{۱۲} (۲۰۰۱م) نشان می‌دهند، قیمت‌های سهام در اثر این معاملات، اطلاعات بهتر و دقیق‌تری را منعکس می‌کنند و در مدل‌های کلی‌تر با اشتراک‌گذاری ریسک در مدل، انجام معاملات متکی بر اطلاعات نهانی موجب افزایش رفاه دارندگان اطلاعات نهانی خواهد شد.

در مقابل **مخالفان این معاملات** نیز استدلال‌های خود را ارائه نموده‌اند:

- اسکاتلند^{۱۳} (۱۹۶۷م) آزاد بودن این معاملات را موجب افزایش انگیزه تأخیر در افشای اطلاعات، ایجاد مخاطرات اخلاقی ناشی از کسب سود مدیران با استفاده از اطلاعات نهانی نامطلوب و افزایش احتمال انتشار اخبار نادرست توسط مدیران ذکر نموده است.
- ایروین^{۱۴} (۱۹۸۷م) با اعلام اطلاعات نهانی به‌عنوان دارایی‌های نامشهود شرکت، هرگونه سوءاستفاده دیگران از اطلاعات نهانی را به‌منزله سرقت اموال شرکت معرفی می‌نماید.
- کینگ، رول، کی و وایپلوز^{۱۵} (۱۹۸۸م) این معاملات را موجب زیان سرمایه‌گذاران فاقد اطلاعات نهانی، خروج عموم سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه و افزایش شکاف بین پیشنهادهای خرید و فروش بازاری‌سازان به‌منظور تحمل ریسک ناشی از زیان‌های احتمالی معامله با دارندگان اطلاعات نهانی (که دارای مزیت اطلاعاتی هستند) دانسته -

11. Fischer

12. Bhattacharya & Nicodano

13. Schotland

14. Irvine

15. King, Roell, Kay & Wyplosz

اند. همچنین ایشان معتقدند دارندگان اطلاعات نهانی از سودهای غیرعادی مداومی بهره می‌برند که به قیمت ضرر اشخاص فاقد اطلاعات نهانی تمام می‌شود و این معاملات یک بازی با مجموع صفر است که در آن سود کسب‌شده توسط دارندگان اطلاعات نهانی منجر به زیان سایر سرمایه‌گذاران یا به‌طورکلی خروج ایشان از بازار سرمایه خواهد شد.

- مانوو^{۱۶} (۱۹۸۹م) معتقد است، سهامداران فعلی از کاهش ارزش سهام خود متضرر می‌شوند زیرا سهامداران آینده با علم به وجود این معاملات، مایل به خرید سهام آتی صرفاً در صورت ارائه تخفیف خواهند بود؛ بنابراین افزایش رفا دارند اطلاعات نهانی در اثر معاملات متکی بر اطلاعات نهانی با کاهش قیمت سهام در آینده جبران خواهد شد. همچنین سود دارندگان اطلاعات نهانی در این معاملات ناشی از تحمیل زیان به سرمایه‌گذاران نهادی است که در مقابل آن‌ها به معامله می‌پردازند. لذا این معاملات موجب دلسردی این سرمایه‌گذاران و کاهش کارایی عملکرد ایشان خواهد شد.
- آسوبل^{۱۷} (۱۹۹۰م) ممنوع شدن این معاملات را موجب افزایش اعتماد عمومی، انصاف و مشارکت در بازارها و امکان افزایش تأمین مالی از بازار سرمایه دانسته است.
- ماسون و مدهاوان^{۱۸} (۱۹۹۱م) نشان می‌دهند که این معاملات هزینه حقوق صاحبان سهام را افزایش و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.
- کلاک^{۱۹} (۱۹۹۳م) رواج این معاملات را موجب کاهش رقابت^{۲۰}، افزایش هزینه‌های معاملاتی و کاهش نقدشوندگی در بازار سرمایه عنوان نموده است.

16. Manove

17. Ausubel

18. Masson & Madhavan

19. Klock

۲۰. کاهش رقابت توسط فیشمن و هگرتی (۱۹۹۲م) نیز مطرح گردیده است. بر این اساس معاملات متکی بر اطلاعات نهانی موجب می‌شود، معامله‌گران حرفه‌ای یا تحلیلگران بازار از تولید اطلاعات تحلیلی صرف‌نظر نموده و به دنبال معامله متکی بر اطلاعات نهانی باشند، که این امر منجر به رقابت کمتر و به‌طورکلی بازارهای کمتر آگاهانه خواهد شد.

- لاپورتا و ديگران^{۲۱} (۱۹۹۸م) مجاز بودن اين معاملات را موجب افزايش مزايای خصوصی مديران و ضرر سهامداران خرد دانسته‌اند که اين امر حاکميت شرکتي را تضعيف نموده و متعاقب آن ارزش شرکت کاهش می‌يابد.
- ماوگ^{۲۲} (۲۰۰۲م) مجاز بودن اين معاملات را موجب کاهش نظارت سهامداران عمده بر مديران شرکت از جهت امکان انتقال اطلاعات نهانی از مديران به سهامداران عمده ذکر نموده است.
- ايزلي و اوهارا^{۲۳} (۲۰۰۴م) نشان می‌دهند که اين معاملات هزينه سرمايه را افزايش می‌دهد.
- انگلن و ليدکرک^{۲۴} (۲۰۰۶م) معتقدند کليه مشارکت‌کنندگان در بازار سرمايه بايد از اطلاعات مساوی و یکسان در تصميم‌گيري معاملات خود برخوردار باشند لذا ممنوعيت اين معاملات موجب افزايش مشارکت و افزايش اعتماد در بازار سرمايه خواهد شد.

۴-۱. پيشينه پژوهش

در خصوص تحليل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی تاکنون مطالعات اندکی انجام گردیده و عمدتاً بررسی معاملات مذکور از جنبه حقوقی و کيفری انجام شده است. سوابق مطالعات داخلی مرتبط با مقاله حاضر به شرح ذيل ارائه شده است:

نصیری، عيشائی تفرشی و قربانی (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به تطبيق مقررات قانون بازار اوراق بهادار با حقوق آمریکا در رابطه با اين معاملات پرداخته‌اند و نشان می‌دهند که قانون بازار در اين زمينه دارای نقص‌هایی است که بايد اصلاح شود.

جنیدی و نوروزی (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای بيان داشتند نخستين گام در جلوگیری از سوءاستفاده دارندگان اطلاعات نهانی از اين اطلاعات شناخت آن‌هاست و در مطالعه خود به دنبال شناخت و بررسی تفصيلی دارندگان اين اطلاعات بوده‌اند.

21. Laporta et al

22. Maug

23. Easley & O'Hara

24. Engelen & Liedekerke

میرزایی منفرد (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای دلیل جرم‌انگاری این معاملات و تعیین مجازات کیفری برای مرتکب آن را خیانت‌درامانت نسبت به اطلاعات در اختیار و اضرار به سایر فعالان بازار به دلیل عدم آگاهی ایشان از اطلاعات منجر به خرید سهام در قیمت بالا و یا فروش در قیمت پایین عنوان نموده است.

شریفی و بهشتی (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای به بررسی سابقه تاریخی ممنوعیت این معاملات و اشاره به ممنوعیت‌های قابل‌اعمال بر دارندگان اطلاعات در مقررات اتحادیه اروپا و نظام‌های حقوقی کشورهای انگلیس، فرانسه و ایران پرداخته‌اند.

سهایی (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای قائل به بطلان این معاملات به علت فقدان اهلیت دارنده اطلاعات نهانی و همچنین غری بودن معامله به دلیل جهل طرف معامله به مورد معامله و مسئولیت مدنی سوءاستفاده کننده از اطلاعات نهانی به علت انتساب بطلان معامله به وی و مسئولیت کیفری او به دلیل وجود تمام عناصر متشکله جرم در عمل ارتكابی هست.

شبان (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای قائل به صحت این معاملات بوده و معتقد است در صورت وقوع چنین جرمی، جبران خسارت توسط عامل زیان ضروری است.

جمالی، آقامیری، عابدینی سعدآباد و سلیمان دهکردی (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای دلیل جرم‌انگاری این معاملات را انتشار اطلاعات در خارج از مواعد مقرر و برای اشخاص فاقد صلاحیت ذکر نموده‌اند که موجب رانت‌خواری، بی‌اعتمادی و یاس در فعالان بازار سرمایه می‌شود.

حقوقی اصفهانی (۱۳۹۷) قائل به صحت این معاملات و قابلیت فسخ معاملات باتوجه به اختیارات مطرح‌شده و مسئولیت مدنی دارنده اطلاعات و لزوم جبران ضرر شخص زیان‌دیده است.

توحیدی (۱۳۹۸) در مطالعه‌ای ممنوعیت ضرر و ضرار، ممنوعیت تدلیس، تصرف غیرقانونی در اموال و خیانت‌درامانت را ازجمله دلایل برای ممنوعیت فقهی این معاملات ذکر نموده است.

مهری (۱۳۹۹) در مطالعه‌ای در رابطه با مسئولیت مدنی دارنده اطلاعات نهانی به نظریه تقصیر، نقض رابطه امانی و استفاده ناروا استناد نموده و در نهایت استفاده ناروا را مبنای مسئولیت ناشی از افشای اطلاعات معرفی نموده است.

زاهدمنش، رجب‌زاده اصطهبانی و صادقی (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای قواعدی همچون اکل مال به باطل در فقه و منع دارا شدن بلاجهت در حقوق موضوعه را بررسی نموده‌اند و معتقدند سببی که در نتیجه آن بر دارایی و اموال دارنده اطلاعات نهانی افزوده می‌شود سبب مشروع و قانونی نبوده و معامله باطل است.

همان‌گونه که مشاهده می‌شود؛ برخی از مطالعه‌های انجام‌شده در این حوزه، معاملات متکی بر اطلاعات نهانی را صرفاً از حیث حقوقی و کیفری مورد بررسی قرار داده‌اند و در برخی پژوهش‌ها نیز بررسی فقهی این معاملات صرفاً از جنبه فقه فردی مورد تحلیل قرار گرفته است. در مورد پژوهش‌های با رویکرد فقهی با توجه به عدم استفاده از روش پژوهش مناسب و عدم توجه به مبحث فقه حکومتی در تحلیل فقهی، نتایج مربوطه قابل نقد و خدشه است. با توجه به ماهیت میان‌رشته‌ای مسائل مالی اسلامی، از یک‌سو پژوهشگران مالی و اقتصاد اسلامی ممکن است تسلط کافی بر ظرافت‌های فقهی نداشته باشند و از سوی دیگر به علت گسترش و پیچیدگی علوم، موضوع‌شناسی دقیق و عمیق برای مراجع و فقها نیز دشوار باشد؛ در نتیجه در مطالعات فقهی مالی نمی‌توان به پاسخ استفتائی ساده که بسیاری از جزئیات اقتصادی در آن باز نشده است، اعتماد کرد. از این رو مناسب است با جمع‌نمودن گروهی از خبرگان فقه اقتصادی با روش دقیق‌تری به بررسی موضوعات پرداخته شود.

رویه فعلی در بازار سرمایه کشور ایران در مواجهه با این معاملات براساس ماده (۴۶) قانون بازار اوراق بهادار انجام می‌شود که بر این اساس در صورت اثبات وقوع این معاملات در مرجع قضایی، اشخاص مرتکب به مجازات مندرج در صدر ماده محکوم خواهند شد و با توجه به اینکه قانون یادشده در مورد صحت یا بطلان این معاملات اظهارنظری نداشته است، مراجع قضایی اصالت را بر صحت معامله قرار می‌دهند. همچنین در فرآیندهای نظارتی روزانه، در صورتی که تا پایان ساعت کاری هرروز، ظن قوی وقوع این معاملات توسط نهادهای نظارتی وجود داشته باشد، این نهادها می‌توانند

به موجب اختیارات مندرج در دستورالعمل نحوه انجام معاملات در بورس تهران/ فرابورس ایران، این معاملات را تأیید نمایند.

۲. روش پژوهش

این پژوهش در دو بخش «موضوع‌شناسی» و «تحلیل فقهی از بعد فقه فردی و فقه حکومتی» انجام شده است. محققین ابتدا از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و مراجعه به کتاب‌ها، پایان‌نامه‌ها و مقاله‌های فارسی و لاتین به گردآوری اطلاعات مرتبط با معاملات متکی بر اطلاعات نهانی پرداخته و به روش توصیفی تحلیلی به دسته‌بندی، تحلیل و جمع‌بندی مطالب گردآوری‌شده و ارائه موضوع‌شناسی دقیقی از این معاملات پرداخته است. همچنین محققین موازین فقهی مرتبط با ابعاد مختلف این معاملات را از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و با مراجعه به کتاب‌های معتبر فقهی استخراج و در مرحله بعد به روش توصیفی تحلیلی به تحلیل فقهی و تطبیق ابعاد مختلف این معاملات با موازین فقهی استخراج‌شده پرداخته است. در مرحله بعد برای افزایش روایی پژوهش مطابق روش اجتهاد چند سطحی، به استفتاء از مراجع تقلید و سایر فقها و پرسش از خبرگان فقه مالی به روش کانونی پرداخته خواهد شد. روش اجتهاد چند سطحی^{۲۵} مطابق روش پژوهش توحیدی (۱۳۹۶) متشکل از ۳ مرحله تحلیل فقهی توسط پژوهشگر، استفتاء از مراجع تقلید و فقها و استفاده از گروه کانونی^{۲۶} صاحب‌نظران فقه اقتصادی است. گروه کانونی نوعی مصاحبه عمیق در یک گروه بوده که مهم‌ترین ویژگی آن امکان تعامل اعضا درون گروه است. اعضای گروه با پاسخ‌های خود به سؤال‌ها و مشارکت‌هایشان در طول بحث، بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند. ناظر گروه، بحث را با نظرات یا نکات خود هدایت نموده و داده‌های اساسی تولیدشده توسط این روش، از پیاده‌سازی بحث‌های گروهی و جمع‌بندی ناظر گروه به دست می‌آید (Freitas, Oliveira, Jenkins & Popjoy, 1998).

۲۵. ساختار شماتیک روش پژوهش اجتهاد چند سطحی در (پیوست ۱) قابل مشاهده است.

جامعه آماری در بخش استفتاء تمامی مراجع تقلید و سایر فقها دارای امکان ارسال استفتاء هستند که تقریباً تمام جامعه آماری (۲۰ تن از فقها و مراجع تقلید) مورد استفتاء قرار گرفت و درنهایت ۹ پاسخ دریافت شد. صاحب‌نظران فقه اقتصادی حاضر در جلسات گروه کانونی^{۲۷} از یک طرف آشنا به مباحث روز مالی و اقتصادی و از سوی دیگر مسلط به مباحث فقه مالی و اقتصادی هستند. جلسات گروه کانونی به صورت حضوری و در ۴ جلسه (مجموعاً ۸ ساعت) برگزار شد و محقق با توجه به نظرات مطرح شده در جلسات درنهایت به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری پیرامون این معاملات پرداخته است. با عنایت به اینکه در این پژوهش از ۲ گروه خبره استفاده شده مشخصات جمعیت‌شناختی این گروه‌ها به شرح جدول (۱) ارائه گردیده است.

جدول (۱): مشخصات جمعیت‌شناختی خبرگان مورد استفاده در پژوهش

ردیف	نوع خبره	سوابق	تحصیلات
۱	مراجع تقلید/ فقها (۹ نفر)	○ مراجع تقلید مورد تأیید جامعه مدرسین حوزه علمیه قم. ○ فقهای دارای دفتر استفتائات در ایران یا عراق.	○ خارج فقه و اصول.
۲	صاحب‌نظران فقه مالی (۸ نفر)	○ اساتید سطح عالی حوزه علمیه قم یا اعضای هیأت علمی دانشگاه. ○ همگی عضو کارگروه فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. ○ همگی مسلط به مباحث فقه مالی و اقتصادی.	○ همگی خارج فقه و اصول. ○ همگی مدرک کارشناسی ارشد یا دکتری.

۲۷. اعضای گروه کانونی این پژوهش آقایان آیت‌الله ابوالقاسم علیدوست، حجت‌الاسلام دکتر مجید رضایی، دکتر محمود حکمت‌نیا، حجت‌الاسلام جعفر نجفی‌بستان، حجت‌الاسلام دکتر غلامعلی معصومی‌نیا، حجت‌الاسلام سیدمحمدتقی علوی فریدنی، حجت‌الاسلام دکتر سید عبدالمطلب احمدزاده بزاز و حجت‌الاسلام دکتر سیدهادی عربی بوده‌اند.

۳. تحلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه فقه فردی

۳-۱. تحلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه ممنوعیت اکل مال به باطل

باطل منحصر به موارد خاص نیست، بلکه مفهوم وسیع و عامی دارد و هرگونه تجاوز به حقوق و تصرف در اموال دیگران، اموال عمومی و انفال و حتی تصرفات ناروا و غیرمشروع در اموال خویش و نیز کارهایی از قبیل ربا، رشوه، قمار، ظلم و ستم، غصب و... را در برمی گیرد زیرا باطل، در مقابل حق قرار دارد و هر چه غیر حق باشد، باطل به حساب می آید؛ بنابراین قاعده فقهی، معاملاتی که از دیدگاه عرف و عقلا یا از دیدگاه شرع اکل مال به باطل به حساب آیند باطل بوده و حرام شرعی است. با توجه به مجموع آیات و روایات مربوط به این قاعده و تنقیح مناط می توان گفت، هر نوع تصرف و تملک اموال دیگران که از دید عرف اکل مال به باطل باشد، از نظر شرع حرام خواهد بود؛ چه این بطلان به شکل معامله مستند باشد، چه به خصوصیتی در عوضین یا متعاملین مستند باشد چه به سببی غیرمعاملی مستند باشد (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۱۰۰-۱۱۹).

با توجه به استفاده از مفاهیم شرط، قید و تعلیق در تطبیق این معاملات با قاعده اکل مال به باطل در ادامه اشاره مختصری به این مفاهیم شده است. در تفکیک میان شرط، قید و تعلیق می توان گفت شرط ضمنی آن است که سبب تعدد مطلوب در عقد می شود و عدم التزام به آن در حکم عدم التزام به عقد نیست. ولیکن تقيید، سبب وحدت مطلوب شده و عدم التزام به جزئی از آن در حکم عدم التزام به کل آن است. تعلیق نیز به مفهوم معلق نمودن عقد به شیء خارج از عقد است. تشخیص اینکه عدم استفاده از اطلاعات نهانی، شرط است یا تعلیق، موجب تفاوت در حکم می شود؛ زیرا فقها شرط در عقد را صحیح دانسته و تخلف از شرط را بنابر قول مشهور صرفاً موجب خیار می دانند؛ اما تعلیق را موجب بطلان عقد می دانند (خوئی و توحیدی، ۱۴۱۷ق، ج ۳، ص. ۶۵). در مورد معاملات مورد بحث فرض بر آن است که ممنوعیت استفاده از اطلاعات نهانی آن قدر برای همه (عموم معامله کنندگان) روشن و واضح و مورد قبول است که این ممنوعیت را به صورت ارتکازی (شرط، قید یا تعلیق) درآمده است.

در بررسی لغوی اکل مال به باطل در صورتی که باء به معنی سببیت در نظر گرفته شود، مفهوم قاعده اکل مال به باطل آن است که در اموال یکدیگر به سبب یا روشی که از نظر

عرف يا شرع يا عقل باطل است تصرف نکنيد. جهت تطبيق معاملات متکی بر اطلاعات نهانی با اين قاعده، معاملات را به دو شکل می توان تصور کرد که یک شکل آن به دليل استفاده دارنده اطلاعات نهانی از اطلاعات نهانی (سبب باطل) مصداق قاعده بوده و شکل ديگر آن مصداق قاعده نیست.

۱) در حالت اول معاملات در بازار سهام به اين شکل تصور می شود که طرفین معامله عدم استفاده از اطلاعات نهانی را در قالب تعلیق در نظر داشته باشند به اين مفهوم که معامله معلق به عدم استفاده از اطلاعات نهانی منعقد شود. در اين حالت معامله متکی بر اطلاعات نهانی، معامله ای با سبب باطل (از جهت عمل برخلاف قيد) بوده و مصداق اکل مال به باطل خواهد بود.

۲) در حالت دوم معاملات در بازار سهام به اين شکل تصور می شود که طرفین معامله هرچند شرط عدم استفاده از اطلاعات نهانی را در معاملات خود مدنظر دارند ولی اين شرط به صورت تعدد مطلوب مطرح شود. با احراز برداشت عرفی منجر به شرطیت ضمنی عدم استفاده از اطلاعات نهانی، معامله برخلاف شرط براساس نظر اکثریت فقها صحيح بوده و تخلف از شرط موجب ثبوت خيار فسخ می شود. در اين حالت معامله مصداق اکل مال به باطل محسوب نمی شود.

۲-۳. تحليل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه ممنوعیت ضرر و ضرار

یکی از ضوابط عمومی اکثر ابواب فقه به ویژه باب معاملات قاعده نفی ضرر است. به اين معنا که اين قاعده بر معاملات و مبادلات عقلایی حاکم است و شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می کند که اصل معامله، اطلاق معامله يا شرایط معامله باعث ضرر و ضرار نشود. در غير اين صورت به وسيله ضابطه نفی ضرر يا به بطلان معامله حکم می کند يا با آوردن قيودی معامله را به رعایت شرایطی مقید می کند و درجایی که ضرر از وجود شرایط ناشی شده باشد آن شرایط را الغا می کند (موسویان، ۱۳۹۱، صص. ۱۲۰-۱۳۹). اين قاعده در خصوص معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در دو سطح قابل بررسی است که سطح (الف) در اینجا و سطح (ب) در مبحث فقه حکومتی تحليل شده است.

الف) بررسی ضرر و زیان برای شخص مقابل دارنده اطلاعات نهانی؛
ب) بررسی ضرر و زیان این معاملات برای نظام مالی و حکومت اسلامی.

با عنایت به بررسی ادبیات موضوع پژوهش در خصوص وقوع ضرر در معامله متکی بر اطلاعات نهانی دو نوع نظر وجود دارد. گروهی معتقدند دارنده اطلاعات نهانی با استفاده از اطلاعات خود در این معاملات موجب وارد آوردن ضرر به شخص مقابل خواهد شد در مقابل نیز گروهی معتقدند این معاملات عامل ضرر رساندن به شخص فاقد اطلاعات نهانی نیست. براساس بررسی نظرات گروه موافق و مخالف این معاملات، جمع‌بندی به شرح ذیل انجام شده و مشخص گردید که در سطح فقه فردی، به جز بخشی از مورد پنجم سایر موارد مصداق قاعده لاضرر نخواهد بود.

۱) وقوع این معاملات تأثیری در وضعیت سود یا زیان سهامداران بلندمدت ایجاد نمی‌کند.

۲) عامل وقوع ضرر برای اشخاص فاقد اطلاعات نهانی، نرسیدن زمان قانونی انتشار رسمی اطلاعات نهانی توسط شرکت یا تخلف شرکت (ناشر) در عدم انتشار به موقع اطلاعات است؛ بنابراین حتی در صورت عدم وقوع این معاملات، اطلاعات نهانی پس از انتشار رسمی تأثیر خود را در قیمت سهام می‌گذارد و زیان احتمالی سهامداران ناگزیر است؛ بنابراین ایجاد ضرر برای سهامداران ارتباطی با وقوع یا عدم وقوع این معاملات ندارد.

۳) این معاملات با لحاظ افزایش کارایی اطلاعاتی بازار و تأثیرگذاری اطلاعات محرمانه در قیمت سهام، امکان وقوع زیان ناشی از عدم کارایی بازار را کاهش می‌دهد.

۴) معامله‌گران فاقد اطلاعات نهانی در اثر ورود عرضه و تقاضای دارندگان اطلاعات نهانی امکان خرید یا فروش باقیمت بهتر را خواهند داشت و زیان احتمالی ایشان کاهش می‌یابد.

۵) در مواردی که این معاملات توسط مدیران در خلاف جهت منافع سهامداران باشد (مانند اقدام به فروش سهام توسط مدیران در زمان شکست خوردن شرکت در دعوای حقوقی) این معاملات با لحاظ تضعیف حاکمیت شرکتی و به تبع آن کاهش

ارزش شرکت (مطابق برخی تئوری‌ها)، منجر به ضرر سهامداران خواهد شد؛ بنابراین در این شرایط انجام معاملات توسط مدیران شرکت یا اشخاص دارای ارتباط با ایشان، مصداق اضرار به کلیه سهامداران شرکت و موجب ضمان خواهد بود. لذا براساس قاعده لاضرر، باید ضرر واردشده به سهامداران توسط دارندگان اطلاعات نهانی جبران شود. همچنین این معامله به استناد قاعده لاضرر و شمول این قاعده بر حکم تکلیفی و وضعی، باطل و حرام خواهد بود. در صورتی که این معاملات توسط دارندگان اطلاعات نهانی ثانویه انجام شود، اثرات فوق را نداشته و مصداق قاعده لاضرر نخواهد بود.

۳-۳. ممنوعیت تدلیس و غرور

تدلیس آن است که یکی از دو طرف عقد کارهای فریبنده و نیرنگ‌آمیز انجام دهد، یا این کارها با آگاهی او صورت گیرد و به سبب آن کارها، کالای مورد معامله یا شخص طرف عقد، فاقد عیب یا نقص موجود یا واجد کمال غیرموجود نمایانده شود و با اغوای طرف دیگر عقد، وی به انعقاد آن برانگیخته شود (شهید ثانی، ۱۴۰۳ق، ج ۳، ص. ۵۰۰؛ نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۱۰، ص. ۸۴۵؛ مامقانی، بی تا، ج ۱، ص. ۳۷۰؛ ابن قدامه مقدسی، ۱۴۰۳ق، ج ۴، ص. ۸۰؛ زحیلی، ۱۴۰۹ق، ج ۴، ص. ۲۱۸). در مورد سکوت از نقص مورد معامله، میان فقها اختلاف نظر است. برخی فقها نظیر امام خمینی^(ره) سکوت از عیب را تدلیس ندانسته و موجب خیار فسخ نمی‌دانند (موسوی خمینی، ۱۳۹۲، ص. ۲۹۶). برخی فقها نیز قائل به این هستند که سکوت از بیان نقص نیز مصداق تدلیس محسوب می‌شود. صرف سکوت از نقص مورد معامله، اخفا محسوب نمی‌شود، بلکه باید اخفاکننده باوجود علم به نقص مورد عقد، نسبت به آن سکوت کند تا تدلیس صورت گیرد (نجفی، ۱۴۱۲ق، ج ۱۰، ص. ۸۴۵؛ مکارم شیرازی، ۱۴۱۱ق، ج ۵، ص. ۱۰۳).

قاعده غرور تشابه زیادی با تدلیس دارد و از ادله آن برمی آید که این قاعده در مواردی وارد شده است که کسی با قول یا فعل از ناحیه دیگری مورد فریب قرار گرفته، دچار خسارت شده و به او ضرر رسیده است. در این هنگام به کسی که او را فریب داده مراجعه کرده و خسارت خود را از او می‌ستاند (مکارم شیرازی، ۱۴۱۱ق، ج ۲، ص. ۲۹۰).

برخی از فقها معتقدند غرور در صورت جهل به واقع و فقدان قصد فریب از طرف غار نیز تحقق یافته است (حسینی مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص. ۴۴۲؛ مکارم شیرازی، ۱۴۱۱ق، ج ۲، ص. ۲۹۱).

در این معاملات، دارنده اطلاعات نهانی از طریق سامانه معاملاتی بورس اقدام به معامله می نماید، لذا امکان فریب کاری مشابه معاملات حضوری و پوشاندن عیب و نقص وجود ندارد. باین حال شخص دارنده اطلاعات نهانی از باطن و ارزش واقعی اوراق بهادار مطلع است و شخص مقابل وی صرفاً از ظاهر (اطلاعات عمومی) اوراق بهادار اطلاع دارد. لذا در دو حالت ذیل این معاملات مصداق تدلیس و غرور است:

۱) دارنده اطلاعات نهانی پیش از انجام معامله یا در زمان انجام معامله با استفاده از ابزارهای مختلف از جمله فضای مجازی، اقدام به انتشار اطلاعات خلاف واقع، فریب کاری و پوشاندن عیوب اوراق بهادار موردنظر خود نماید که در این شرایط در صورتی که شخص مقابل معامله، تحت تأثیر این اطلاعات متقلبانه قرار گیرد، معامله مصداق تدلیس و غرور است.

۲) در صورت سکوت دارنده اطلاعات نهانی نسبت به عیوب اوراق بهادار (که غالباً در بازار سرمایه به همین صورت است)، مطابق نظر برخی از فقها این اقدام مصداق تدلیس و غرور در معامله محسوب می شود.

در دو مورد فوق در صورت فریب خوردن شخص مقابل دارنده اطلاعات نهانی و اثبات قصد دارنده اطلاعات نهانی برای فریب دادن شخص مقابل خود، معامله باطل نمی شود و صرفاً شخص فریب خورده دارای خیار تدلیس خواهد بود و می تواند معامله را فسخ نماید. همچنین براساس قاعده غرور شخص ضرر دیده می تواند به غار مراجعه کرده و خسارت خود را از او دریافت نماید.

۴-۳. ممنوعیت تصرف در ودیعه و خیانت در امانت

برای ودیعه تعاریف متعددی ارائه شده است. ودیعه عقدی است که فایده آن قرار دادن دیگری بر جای خویش در نگهداری مال است. ودیعه به معنی جایگزین نمودن شخص دیگر به جای خود در حفظ اموال است. ودیعه این است که شخص چیزی را به امانت

نزد غیر گذارد و از وی بخواهد که آن را حفظ نماید (موسوی خمینی، ۱۴۳۴ق، ج ۱، ص. ۶۳۴). قانون‌گذار کیفری تعریفی از جرم خیانت‌درامانت ارائه نداده، ولیکن حقوق‌دانان با توجه به مصادیق مذکور در ماده (۶۷۳) و (۶۷۴) قانون مجازات اسلامی خیانت‌درامانت را به عمل عمدی و برخلاف امانت امین به ضرر صاحب‌مال تعریف کرده‌اند (شامبیاتی، ۱۳۸۴، ج ۲، ص. ۱۲۴).

براساس تعاریف ودیعه که در همه آن‌ها ودیعه یا امانت را به معنای سپردن اموال به دیگری به‌منظور نگهداری و حفاظت از آن ذکر نموده‌اند، می‌توان ارتباط بین مدیران یک شرکت و سهامداران آن را نیز نوعی ودیعه در نظر گرفت. به این صورت که سهامداران شرکت در مجمع شرکت، افرادی را انتخاب می‌نمایند و اموال و دارایی‌های شرکت را نزد ایشان به امانت می‌گذارند و این مدیران به نمایندگی از کلیه سهامداران مسئول نگهداری اموال شرکت هستند. هرچند در مجامع شرکت‌ها به شکل لفظی ایجاب و قبول عقد ودیعه ذکر نمی‌شود ولیکن همه سهامداران در ذهن خود این مفهوم را دارند که مدیران وظیفه‌دارند اموال شرکت را به احسن وجه نگهداری نموده و از تلف یا سوءاستفاده از آن جلوگیری نمایند که به مفهوم انعقاد عقد ودیعه به‌صورت معاطاتی بین مدیران و سهامداران شرکت است. همچنین از سوی دیگر مدیران شرکت وکیل سهامداران در اداره امور شرکت هستند و وکیل باید امانت‌دار بوده و برخلاف امانت اقدامی انجام ندهد.

اطلاعات نهانی مطابق برخی تئوری‌ها به‌عنوان دارایی نامشهود شرکت شناخته می‌شود (Irvine, 1987, p. 4)؛ بنابراین مدیران باید در حفظ و نگهداری این دارایی نیز مانند سایر دارایی‌ها اقدام نمایند. استفاده از این دارایی در جهت منافع شخصی براساس نظر عرف سهامداران با وظیفه حفاظت از این دارایی سازگار نبوده و برخلاف امانت و نوعی سوءاستفاده از موقعیت محسوب می‌شود که مصداق خیانت‌درامانت و تصرف غیرمجاز در ودیعه است. بنابر تحلیل انجام‌شده، انجام این نوع معاملات توسط مدیران عمل برخلاف مقتضای عقد وکالت و ودیعه بوده و با توجه به جایز بودن این عقود، سهامداران می‌توانند در صورت انجام این نوع معاملات، عقود را فسخ کرده و مدیران را عزل نمایند.

۳-۵. جمع بندی تحلیل فقهی در سطح فقه فردی

براساس تحلیل های ارائه شده، جمع بندی حکم فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جهت تطبیق با ضوابط مختلف فقه فردی و حکم وضعی و تکلیفی به شرح جدول (۲) ارائه گردیده است.

جدول (۲): جمع بندی تحلیل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در سطح فقه فردی

ردیف	عنوان فقهی	انجام معامله توسط دارنده اطلاعات نهانی اولیه	انجام معامله توسط دارنده اطلاعات نهانی ثانویه
۱	اکل مال به باطل	وجود شرط ضمنی به صورت وحدت مطلوب یا تعلیق عقد به عدم استفاده از اطلاعات نهانی، مصداق قاعده بوده و معامله باطل و حرام است.	
۲	ضرر و ضرار	انجام معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در خلاف جهت منافع سهامداران مصداق قاعده بوده و معامله حرام و باطل و موجب ضمان است.	مصداق قاعده نیست.
۳	تدلیس و غرور	وجود اقدام فریبکارانه در جهت پوشاندن عیوب مورد معامله مصداق تدلیس و غرور است. طبق نظر برخی فقها سکوت در مورد عیوب مورد معامله مصداق تدلیس بوده و غرور نیز در صورت جهل به واقع و فقدان قصد فریب نیز تحقق می یابد. در این شرایط معامله باطل نبوده ولیکن موجب ثبوت خیار فسخ و لزوم جبران ضرر می شود.	
۴	تصرف در ودیعه و خیانت در امانت	مصداق انجام معامله با تصرف غیرمجاز در ودیعه و خیانت در امانت بوده و معامله حرام و موجب ثبوت خیار فسخ است.	مصداق تصرف در ودیعه و خیانت در امانت نیست.

منبع: (یافته های تحقیق)

۴. تحلیل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه فقه حکومتی

فقه حکومتی دانش استنباط احکام شرعی فرعی از روی ادله تفصیلی در چارچوب یک سازمان متشکل مبتنی بر قدرت حاکم در یک کشور است (صرامی، ۱۳۹۰، ص. ۳). این جنبه علم فقه، تاکنون مغفول مانده است. به عبارت دیگر، حرکت از نظام اقتصادی فعلی

که ناظر بر وضع موجود است، به سمت مکتب اقتصادی، با کمک فقه نظام‌ساز امکان‌پذیر است و تنها چاره، این است که کلیه گزاره‌های خرد در هریک از این نظامات (مثلاً نظام اقتصادی)، علاوه بر تطبیق با اهداف مکتب اقتصادی، با اهداف مکاتب سیاسی و اجتماعی اسلامی تطبیق گردد تا غایت نهایی که دستیابی به یک الگوی اسلامی در مدیریت جامعه است، حاصل گردد (عیوضلو، موسویان، رضائی صدرآبادی و نوری، ۱۳۹۸)؛ بنابراین در ادامه با استفاده از این راهکار به تطبیق این معاملات با مبانی فقه حکومتی که همان اهداف مکاتب اشاره شده، پرداخته شده است.

مسائلی که در فقه حکومتی به بررسی آن پرداخته می‌شود (مانند لزوم حفظ نظام، رعایت مصلحت، رعایت عدالت و...) در زمره احکام ثانویه است که این احکام همواره بر احکام اولیه مقدم هستند. مناط مقدم بودن احکام ثانویه بر احکام اولیه، همیشه رعایت قانون عقلی تقدم اهم بر مهم است. از همین رو، احکام ثانویه با احکام اولیه تناقض ندارد، بلکه تقدم احکام ثانویه بر احکام اولیه در موارد عروض عناوین ثانویه دقیقاً حکمی عقلایی و نمایانگر پویایی اسلام است (معصومی‌نیا، ۱۳۸۹، ص. ۵۸).

۴-۱. تحلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه لزوم حفظ نظام اسلامی

مراد از حفظ نظام، حفظ و نگهداری حکومت اسلامی و جلوگیری از خدشه‌دار شدن آن به وسیله دشمنان داخلی و خارجی اسلام است. گاهی هم مقصود از حفظ نظام، حفظ نظم در درون جامعه اسلامی در مقابل اختلال و هرج و مرج است (موسوی خمینی، ۱۳۸۹، ج ۷، ص. ۲۴۳). اصل وجوب حفظ نظام از احکام اولیه اسلام است، ولیکن گاهی حفظ نظام متوقف است بر اینکه حکم اولی صادره برای برخی از امور تغییر نماید.

بازار سرمایه به عنوان بخش مهمی از نظام اقتصادی جامعه اسلامی مطرح بوده که در این بازار امکان تأمین مالی در قالب عقود مختلف اسلامی و در مقیاس‌های مختلف و بدون محدودیت جذب منابع فراهم است. رشد و تعالی جامعه اسلامی در همه ابعاد اعم از اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و... مورد نظر شارع مقدس اسلام است و به منظور نیل به این هدف، تقویت بازار سرمایه، حفظ نظم و جلوگیری از اختلال در آن باید با جدیت دنبال شود. هر عاملی که موجب ایجاد بی‌نظمی و اختلال در این بازار شود می‌تواند نظام

اقتصادی جامعه را مختل نموده و در صورت افزایش دایره تأثیرگذاری آن، نظام اسلامی را که متشکل از خرده نظام‌های مختلف هماهنگ باهم است، با چالش مواجه نماید. حال سؤال اصلی این است که آیا این نوع معاملات موجب ایجاد اختلال و از بین رفتن نظم بازار سرمایه خواهد شد یا خیر؟

بررسی نظرات مخالفان معاملات متکی بر اطلاعات نهانی نشان می‌دهد در صورت مجاز بودن این معاملات و رواج بی‌حد و حصر آن در بازار سرمایه، عمده مشارکت‌کنندگان در بازار به دنبال کسب اطلاعات نهانی و انجام معامله براساس این اطلاعات بروند و پس از مدتی صرفاً اشخاصی که به این اطلاعات دسترسی دارند در بازار باقی‌مانده و سایر افراد فاقد اطلاعات نهانی از بازار خارج شوند بدین ترتیب میزان مشارکت در بازار کاهش یابد. در این شرایط سرمایه‌گذاران صرفاً به سرمایه‌گذاری در گزینه‌های دارای اطلاعات نهانی پرداخته و تمایلی به سرمایه‌گذاری در طرح‌های تولیدی ندارند و بدین ترتیب کارکرد اصلی بازار سرمایه در خصوص تأمین مالی تولید و حفظ نقد شوندگی ابزارهای مالی با اختلال مواجه خواهد شد. همچنین مجاز بودن این معاملات موجب ایجاد فرصت سوءاستفاده برخی از دارندگان اطلاعات نهانی می‌شود به این صورت که ایشان اطلاعات نادرستی را به صورت اخبار غیررسمی منتشر نموده و خلاف جهت آن معامله نمایند که این اقدامات به تدریج به کاهش اعتماد و مشارکت سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد. از سوی دیگر موافقان این معاملات نیز وقوع معاملات یادشده را موجب تأثیرگذاری اطلاعات محرمانه بر قیمت اوراق بهادار و افزایش کارایی و ثبات بازار سرمایه عنوان می‌نمایند.

با در نظر گرفتن نظرات و استدلال‌های موافقان و مخالفان این معاملات به نظر می‌رسد؛ هرچند معاملات متکی بر اطلاعات نهانی کارایی و ثبات بازار را افزایش می‌دهد ولیکن هم‌زمان با افزایش کارایی و ثبات مفاسدی به شرح آنچه گفته شد نیز رخ خواهد داد که امکان کنترل آن وجود ندارد و این معایب و مفاسد موجب ایجاد اختلال و از بین رفتن نظم بازار خواهد شد؛ بنابراین معاملات متکی بر اطلاعات نهانی حتی در صورت مباح بودن از منظر فقه فردی، به دلیل مشکلاتی که در نظام بازار سرمایه و نظام اقتصادی ایجاد می‌نماید به دلیل عروض عنوان ثانوی لزوم حفظ نظام اسلامی، مورد تأیید شرع

نخواهد بود. در خصوص بطلان یا نافذ بودن معامله‌ای که با استفاده از این اطلاعات انجام شده است، با توجه به اینکه در اثر رواج این معاملات نظام اقتصادی جامعه اسلامی تضعیف خواهد شد و تضعیف نظام اسلامی از نظر شرع و عرف باطل است، حکم وضعی این معاملات به موجب قاعده اکل مال به باطل، بطلان است.

۲-۴. تحلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه قاعده نفی ضرر در سطح فقه حکومتی

مهم‌ترین قاعده قابل بررسی در فقه حکومتی، پیرامون این معاملات قاعده نفی ضرر است. این قاعده بر معاملات و مبادلات عقلایی حاکم است و بر این اساس شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می‌کند که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط معامله، باعث ضرر و ضرار برای حکومت اسلامی یا عموم مسلمین نگردد (موسویان، ۱۳۹۱، ص. ۱۲۰). امام خمینی^(ره) قاعده لاضرر را از باب حکم حکومتی می‌داند. به اعتقاد ایشان پیامبر(ص) علاوه بر شان نبوت و تبلیغ احکام الهی، شان ریاست و قضاوت دارند و تعالیمی که از ایشان به دست ما رسیده برخی در مقام تبیین احکام شرعی و برخی در مقام ریاست و قضاوت است. قاعده لاضرر از جمله احکام حکومتی و اجرایی رسول اکرم(ص) است؛ یعنی حضرت در مقام حکمرانی با بیان لاضرر و لاضرار به عنوان یک ضابطه حکومتی مردم تحت امر خود را از وارد کردن ضرر و خسارت به یکدیگر منع فرموده است و اطاعت این فرمان برای همه مسلمانان واجب است (موسوی خمینی، ۱۳۸۵ق، ج ۱، ص. ۵۱).

تفاوت بررسی قاعده لاضرر در سطح فقه فردی و فقه حکومتی آن است که در سطح فقه حکومتی، هیچ رویداد یا شرایطی نباید موجب ایجاد ضرر برای حکومت اسلامی و نظامات اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، فرهنگی و... آن گردد. با عنایت به اینکه معاملات متکی بر اطلاعات نهانی ممکن است مضراتی برای بازار سرمایه و به تبع آن نظام اقتصادی جامعه اسلامی داشته باشد، بررسی ابعاد این موضوع از جمله مباحثی است که در فقه حکومتی قابل طرح است.

مطابق آنچه در ادبیات پژوهش ذکر شد، مخالفان این معاملات معتقدند معاملات یادشده برای کلیت بازار سرمایه و نظام اقتصادی مضر بوده و برخی از کارکردهای اصلی

این بازار از جمله نقدشوندگی، تأمین مالی، اعتماد عمومی، مشارکت عمومی، نظام حاکمیت شرکتی، انصاف در بازار، صحت و دست‌اول بودن اطلاعات منتشره توسط شرکت‌ها را با اختلال مواجه می‌کند. مختل شدن ویژگی‌ها و کارکردهای یادشده در اثر رواج این معاملات سبب تضعیف و ایجاد ضرر در این بازار به‌عنوان بخش مهمی از نظام اقتصادی حکومت اسلامی شده و مصداق قاعده لاضرر در سطح حکومتی است. همچنین این معاملات موجب تضییع حقوق عموم فعالان و سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌شود که ایجاد ضرر برای جامعه سرمایه‌گذاران و سهامداران در ادامه مورد بررسی قرار گرفته است.

۴-۲-۱. بررسی ایجاد ضرر برای حقوق اشخاص

برای بررسی تطابق یا عدم تطابق این معاملات با مواردی که معامله موجب تضییع حقوق دیگران یا اضرار به حقوق ایشان می‌شود، ابتدا باید مشخص شود که حقوق متعاملین و عموم سرمایه‌گذاران به چه صورتی در قوانین و مقررات و عرف تعیین شده است و سپس در خصوص تضییع حقوق افراد در صورت وقوع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی اظهار نظر نمود. بخشی از حقوق سهامداران، حقوقی است که در قوانین و مقررات به آن اشاره شده و در اثر انجام معامله در بازار سرمایه ساختاریافته و نظام‌مند برای افراد به وجود می‌آید. در این راستا برخی وظایفی که برای ناشران اوراق بهادار تحت نظارت سازمان بورس در مقررات مربوطه تعیین گردیده است می‌تواند به‌عنوان حقوق سرمایه‌گذاران مطرح شود. برخی از حقوق سرمایه‌گذاران نیز به‌صورت مستقیم در قوانین مشخص نشده ولیکن می‌توان از مفاد برخی قوانین برداشت نمود. در این زمینه مطابق ماده (۲) قانون بازار اوراق بهادار، سازمان بورس باید حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران را به‌عنوان مهم‌ترین وظیفه خود دنبال نماید و بخش مهمی از وظایف این سازمان در راستای حمایت و جلوگیری از تضییع حقوق سرمایه‌گذاران تعریف شده است.

مطابق ادبیات موضوع مطرح شده، مخالفان این معاملات معتقدند عدم ممنوعیت معاملات یادشده سبب تضییع حقوق اشخاص فاقد اطلاعات نهانی می‌شود که در ادامه به تطبیق نظرات این گروه با برخی از قوانین و مقررات بازار سرمایه پرداخته شده که

نشان‌دهنده تضییع حقوق جامعه سهامداری و مخالفت با قاعده لاضرر در سطح فقه حکومتی است:

الف) تضییع حق سهامداران مبنی بر منصفانه بودن بازار سرمایه (عدم رعایت ماده ۲ قانون بازار^{۲۸}): در این زمینه برودنی^{۲۹} (۱۹۷۹م)، آسویل (۱۹۹۰م) و اسپچل^{۳۰} (۱۹۹۳م) معتقدند این معاملات با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی فاحش بین خریدار و فروشنده منصفانه نیست.

ب) تضییع حق سهامداران مبنی بر افشای فوری اطلاعات بااهمیت توسط ناشران (عدم رعایت مواد (۴) و (۱۳) دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات^{۳۱}): در این زمینه اسکاتلند (۱۹۶۷م)، پوسنر^{۳۲} (۱۹۷۷م)، هافت^{۳۳} (۱۹۸۲م) معتقدند در صورت مجاز بودن این معاملات، دارندگان اطلاعات نهانی به‌منظور کسب سود یا جلوگیری از زیان خود، اطلاعات را با فوریت افشا نمی‌کنند.

ج) تضییع حق سهامداران مبنی بر ارائه اطلاعات صحیح توسط ناشران (عدم رعایت ماده (۲) مکرر دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات^{۳۴}): در این زمینه اسکاتلند (۱۹۶۷م)،

۲۸. ماده (۲) قانون بازار اوراق بهادار: در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و باهدف ساماندهی، حفظ و توسعه بازار شفاف، منصفانه و کارای اوراق بهادار و به‌منظور نظارت بر حسن اجرای این قانون، شورا و سازمان با ترکیب، وظایف و اختیارات مندرج در این قانون تشکیل می‌شود.

29. Brudney

30. Scheppele

۳۱. ماده (۴) دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان: تعیین و تشخیص سایر اطلاعاتی که مهم است و باید افشای فوری شود، برعهده ناشر است. ماده (۱۳) دستورالعمل یادشده: ناشر موظف به افشای فوری اطلاعات بااهمیت است.

32. Posner

33. Haft

۳۴. ماده (۲) مکرر دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات: اطلاعات افشاء شده نباید نادرست، خلاف واقع، گمراه‌کننده، بی‌اساس، اغراق‌آمیز و ناقص بوده و در خصوص وضعیت موجود ناشر، تصویر اشتباهی در ذهن سرمایه‌گذاران ایجاد نماید.

لومور^{۳۵} (۱۹۸۸م)، آبودی و کازنیک^{۳۶} (۲۰۰۰م)، چنگ و لو^{۳۷} (۲۰۰۶م) و بروکمن، ترسل و اونلو^{۳۸} (۲۰۱۴م) معتقدند در صورت مجاز بودن این معاملات، دارندگان اطلاعات نهانی به منظور کسب سود یا جلوگیری از زیان خود اقدام به انتشار اطلاعات مثبت یا منفی خلاف واقع و گمراه کننده می نمایند.

د) تضييع حق سهامداران مبنی بر رعایت همه جانبه صرفه و صلاح ایشان توسط ناشران (عدم رعایت بند (۲۳) هنجارها و اصول رفتاری مدیران ناشران^{۳۹}): در این زمینه لومور (۱۹۸۲م)، مندلسون^{۴۰} (۱۹۶۹م)، پوسنر (۱۹۷۷م)، ایستبروک^{۴۱} (۱۹۸۱م)، ببچاک و فرشتمن^{۴۲} (۱۹۹۴م) معتقدند، انجام این معاملات موجب ایجاد مخاطرات اخلاقی و انتخاب طرح های پرریسک توسط شرکت خواهد شد. به این دلیل که دارندگان اطلاعات نهانی می توانند هم از اخبار بد و هم از اخبار خوب با استفاده از خرید سهام شرکت یا فروش استقراضی آن سود ببرند؛ بنابراین نسبت به تلاش برای رونق بخشیدن به عملکرد شرکت یا تلاش برای جلوگیری از ورشکستگی آن بی تفاوت هستند. همچنین کیچ^{۴۳} (۱۹۸۰م)، ایستبروک (۱۹۸۱م)، ایروین (۱۹۸۷م)، بین بریج^{۴۴} (۲۰۰۰) در پژوهش های خود معتقدند اطلاعات نهانی به عنوان دارایی های نامشهود شرکت بوده و کسب منفعت از طریق آن به واسطه معاملات متکی بر اطلاعات نهانی به منزله سرقت و دزدی محسوب می شود و شرکت ها موظف اند از این گونه اطلاعات مانند سایر دارایی های شرکت حفاظت نمایند.

35. Levmore

36. Aboody & Kasznik

37. Cheng & Lo

38. Brockman, Tresl & Unlu

۳۹. بند (۲۳) هنجارها و اصول رفتاری مدیران ناشران غیر نهاد مالی ثبت شده نزد سازمان: کلیه اعضای هیأت مدیره

اعم از موظف و غیرموظف مسئول نظارت بر حسن اجرای قوانین و مقررات و صرفه و صلاح سهامداران هستند.

40. Mendelson

41. Easterbrook

42. Bebchuk & Fershtman

43. Kitch

44. Bainbridge

ه) تضييع حق سهامداران مبنی بر حفظ نقد شوندگی اوراق بهادار توسط بازارگردان - ها (عدم رعايت بند (۱۵) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار^{۴۵}): در اين زمينه کينگ، رول، کی و وایلو^{۴۶} (۱۹۸۸م)، کایل^{۴۷} (۱۹۸۵م)، لاند^{۴۸} (۱۹۹۲م)، کلاک (۱۹۹۳م)، چنگ و لو (۲۰۰۶م)، بتاچاریا و داوک (۲۰۰۹م)، ال و پانایدز^{۴۹} (۲۰۱۳م) معتقدند، اين معاملات موجب افزايش اسپرد بين پيشنهادهای خريدوفروش بازارگردان به منظور تحمل ريسک ناشی از زيانهای احتمالی معامله با دارندگان اطلاعات نهانی (که دارای مزيت اطلاعاتی هستند) خواهد شد. بر اين اساس انجام اين معاملات موجب افزايش نوسانات قیمتی و کاهش نقدشوندگی شده و تضييع حق سهامداران مبنی بر تحديد دامنه نوسان و افزايش نقدشوندگی را به دنبال خواهد داشت.

و) تضييع حق سهامداران مبنی بر حداکترسازی ارزش شرکت توسط ناشران: در اين زمينه ماسون و مدهاوان (۱۹۹۱م)، لاپورتا و ديگران (۱۹۹۸م)، ماوگ (۲۰۰۲م)، مک کانل، سروس و لینز^{۴۹} (۲۰۰۸م)، بنی^{۵۰} (۲۰۰۸م) معتقدند انجام اين معاملات موجب افزايش هزينه حقوق صاحبان سهام يا تضعيف حاکميت شرکتی شده و به تبع آن ارزش شرکت کاهش می يابد.

۳-۴. تحليل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه رعايت مصلحت

برخی امور به گونه ای هستند که اگر رعايت نشوند، نظام جامعه مختل نمی شود، اما منفعت و مصلحتی بزرگ از دست می رود يا ضرری متوجه جامعه اسلامی می شود. روشن است که حکم اولی بسیاری از اين گونه امور اباحه است، اما حاکم اسلامی برای رعايت مصلحت جامعه می تواند احکام الزامی وضع نماید (معصومی نیا، ۱۳۸۹، ص. ۶۰).

۴۵. بند (۱۵) ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار: بازارگردان، کارگزار / معامله گری است که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزايش نقدشوندگی و تنظيم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معين و تحديد دامنه نوسان قیمت آن، به دادوستد آن اوراق می پردازد.

46. Kyle

47. Leland

48. Ellul & Panayides

49. McConnell, Servaes & Lins

50. Beny

در تحلیل فقهی حفظ نظام، مشخص شد که انجام این معاملات موجب ایجاد اختلال و از بین رفتن نظام بازار سرمایه و تضعیف کارکردهای اصلی آن از جمله تأمین مالی خواهد شد. حال اگر فرض شود که اختلال در بازار سرمایه الزاماً منجر به ایجاد اختلال و تضعیف نظام اقتصادی جامعه اسلامی نمی‌شود، این موضوع می‌تواند جایگاه لزوم رعایت مصلحت را نمایان سازد. در صورت پذیرش فرض اشاره‌شده، کاملاً واضح است که تضعیف بازار سرمایه و از بین رفتن کارکردها و مزایای آن موجب از دست رفتن منافع مهمی از جمله تأمین مالی در مقیاس بزرگ، مدیریت ریسک و مدیریت نقدینگی جامعه خواهد شد؛ بنابراین اقتضای رعایت مصلحت، آن است که این معاملات به دلیل تضعیف بازار سرمایه و از دست رفتن منافع این بازار برای جامعه و نظام اقتصادی مورد تأیید شرع قرار نگیرد.

از جنبه نهاد ناظر بازار سرمایه، مصلحت می‌تواند در برخی از اقدامات ایشان در مواجهه با این معاملات مؤثر باشد. با توجه به اینکه مطابق این پژوهش حکم وضعی این معاملات بطلان است؛ در شرایطی که معاملات متوالی متعدد پس از معامله متکی بر اطلاعات نهانی انجام شده باشد و ابطال این معامله و تعیین تکلیف معاملات بعدی نظم بازار سرمایه را با چالش جدی مواجه نماید، به استناد رعایت مصلحت، می‌توان حکم بطلان را اجرا نمود.

۴-۴. تحلیل معاملات متکی بر اطلاعات نهانی از جنبه رعایت عدالت

در لسان قرآن کریم، اصول دین و آرمان‌های فردی و اجتماعی بر محور عدل استوار شده و این عدل همدوش توحید، رکن معاد، فلسفه تشریع و امامت و معیار کمال و سلامت جامعه تلقی گشته است (مطهری، ۱۴۰۲، ص. ۳۷). به بیان شهید مطهری تعریف عدالت در سطح حکومتی عبارت است از: ایجاد شرایط برای همه به‌طور یکسان و رفع موانع برای همه به‌طور یکسان (مطهری، ۱۳۸۱، ج ۶، ص. ۱۶۷). اگر معنای اصطلاحی عدل را «هر چیزی را به‌جای خود نهادن و دادن حق هر ذی حقی به او» بدانیم، مفهوم وسیعی را برای «عدل» در نظر گرفته‌ایم که مصادیق زیادی را شامل می‌شود؛ مانند موزون بودن، نفی هرگونه تبعیض، رعایت حقوق دیگران و رعایت استحقاق‌ها و لیاقت‌ها

(مکارم شیرازی، ۱۳۸۶، صص. ۸۳-۸۲). در ادامه به بررسی و تطبیق تعاریف مختلف عدالت با این نوع معاملات پرداخته شده است:

۱) عدالت عبارت است از: «ایجاد شرایط برای همه به طور یکسان و رفع موانع برای همه به طور یکسان».

مرور نظرات موافقان و مخالفان این معاملات نشان می‌دهد که هیچ یک از این دو گروه مدعی وجود شرایط یکسان دارندگان اطلاعات نهانی و اشخاص فاقد اطلاعات نهانی در معاملات نیستند. مفهوم معامله متکی بر اطلاعات نهانی نشان‌دهنده برتری اطلاعاتی دارنده اطلاعات نهانی نسبت به شخص مقابل خود است؛ بنابراین کاملاً روشن است که در این معاملات، شرایط یکسانی برای طرفین معامله وجود ندارد و یکی از طرفین معامله برای دسترسی به اطلاعات نهانی با مانع مواجه است درحالی که طرف مقابل به این اطلاعات دسترسی داشته است.

۲) عدالت عبارت است از: «دادن حق هر ذی‌حقی به او»

براساس این تعریف هرگونه تبعیض و عدم رعایت حقوق دیگران منجر به عدم رعایت عدالت می‌شود. در تحلیل فقهی قاعده لاضرر در سطح فقه حکومتی حقوق سرمایه‌گذاران در بازار سهام احصا و نشان داده شد که بخشی از حقوق ایشان در صورت رواج این نوع معاملات تضییع خواهد شد. لذا این معاملات مانعی در برابر دستیابی سرمایه‌گذاران به حقوق خود و برخلاف عدالت است.

۴-۵. جمع‌بندی تحلیل فقهی در سطح فقه حکومتی

براساس تحلیل‌های ارائه‌شده، جمع‌بندی حکم فقهی این معاملات از جهت تطبیق با ضوابط مختلف فقه حکومتی و حکم وضعی و تکلیفی به شرح جدول (۳) است.

جدول (۳): جمع‌بندی تحلیل فقهی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در سطح فقه حکومتی

ردیف	عنوان فقهی	بررسی رعایت قاعده در صورت رواج معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در سطح جامعه و حکم وضعی و تکلیفی
۱	حفظ نظام اسلامی	مصادق عدم رعایت قاعده حفظ نظام بوده و معامله حرام و باطل است.
۲	ضرر و ضرار در سطح فقه حکومتی	مصادق عدم رعایت قاعده ضرر و ضرار در سطح فقه حکومتی بوده و معامله باطل و حرام است.
۳	عدالت	مصادق عدم رعایت قاعده عدالت بوده و معامله حرام است.
۴	مصلحت	مصادق عدم رعایت قاعده مصلحت بوده و معامله حرام است.

منبع: (یافته‌های تحقیق)

۵. سؤال‌های مطرح‌شده از مراجع تقلید و سایر فقها و پاسخ‌های دریافتی

مطابق روش پژوهش اجتهاد چندسطحی، پس از انجام تحلیل فقهی، استفتائات (به شرح پیوست ۲) به دفاتر ۲۰ نفر از مراجع تقلید و فقهای دارای وبگاه ارسال گردید^{۵۱} و ۹ پاسخ دریافت شد. براساس پاسخ‌های دریافتی، برخی از مراجع و فقها به تفکیک دو گروه دارنده اطلاعات نهانی به سؤال‌ها پاسخ داده‌اند ولیکن اکثریت ایشان به تفاوت حکم این دو گروه دارنده اطلاعات نهانی اشاره‌ای نداشته‌اند. عمده ایشان معتقدند انجام این معاملات حرمت تکلیفی دارد و در مورد حرمت وضعی، نیمی از ایشان معتقدند این‌گونه معاملات باطل و فاقد اثر است و نیمی دیگر این معاملات را نافذ و صحیح می‌دانند که در صورت به وجود آمدن غبن، تدلیس و امثال آن خیار فسخ معامله ثابت خواهد شد. جمع‌بندی پاسخ استفتائات به شرح جدول (۴) است.

جدول (۴): جمع‌بندی پاسخ دریافتی استفتاء از مراجع تقلید و سایر فقها

ردیف	نام مرجع / فقیه	حکم تکلیفی	حکم وضعی
۱	آیت‌الله خامنه‌ای	حرام	عدم اظهارنظر

۵۱. آقایان خامنه‌ای، مکارم شیرازی، سیستانی، جوادی آملی، وحید خراسانی، نوری همدانی، مظاهری، فیاض، شبیری زنجان، گرامی، کریمی جهرمی، حیدری، حسینی زنجان، صافی گلپایگانی، روحانی، علوی گرگانی، دوزدوزانی تبریزی، بیات زنجان، هادوی تهرانی و علوی بروجردی.

ردیف	نام مرجع / فقيه	حکم تکلیفی	حکم وضعی
۲	آیت الله سیستانی	مباح در صورت عدم وجود تدلیس، غبن یا مانند آن	صحیح
۳	آیت الله مکارم شیرازی	مباح در صورت عدم وجود خدعه و کلاه برداری و غبن	صحیح
۴	آیت الله کریمی جهرمی	حرام	صحیح
۵	آیت الله هادوی تهرانی	حرام	صحیح
۶	آیت الله علوی بروجردی	حرام	باطل
۷	آیت الله فیاض	حرام	باطل
۸	آیت الله دوزدزانی تبریزی	حرام	باطل
۹	آیت الله بیات زنجانی	حرام	باطل

منبع: (یافته‌های تحقیق)

۶. نتایج برگزاری گروه کانونی صاحب نظران فقه اقتصادی

همان‌طور که در روش پژوهش بیان شد، در این مقاله پژوهشگران به‌جای مصاحبه مستقیم یا پرسشنامه، از روش گروه کانونی جهت اخذ نظر صاحب نظران فقهی استفاده نموده است و در نهایت با توجه به نظرات مطرح شده در این جلسات به جمع‌بندی و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پرداخته است. در این جلسات پژوهشگر موضوع‌شناسی این معاملات، قوانین و مقررات مرتبط با آن و مزایا و معایب و نظرات مخالفان و موافقان این معاملات را به‌صورت مبسوط توضیح داده و ضمن طرح استفتاء و پاسخ‌های دریافتی از مراجع تقلید، سؤال‌هایی در خصوص حکم وضعی و تکلیفی این معاملات و انطباق آن با تحلیل فقهی انجام شده مطرح نمود. خلاصه نظرات گروه کانونی به شرح ذیل است:

معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی در دو فرض قابل بررسی است:

(۱) شرط قراردادی: مطابق توافق قراردادی یا به صورت شرط ضمنی، شخص دارنده اطلاعات از معامله متکی بر آن اطلاعات، منع شده است. در این حالت، در صورتی که شرط صریح قراردادی وجود نداشته باشد این بحث قابل طرح است که آیا ممنوعیت استفاده از اطلاعات نهانی آنقدر برای همه (عموم معامله کنندگان) روشن و واضح و مورد قبول است که این ممنوعیت را به شکل شرط ضمنی درمی آورد یا خیر. در صورت احراز چنین برداشت عرفی که منجر به شرطیت ضمنی می شود، حکم معامله برخلاف شرط، مورد گفتگوی فقها قرار گرفته که غالباً این گونه معامله را صحیح می دانند اما تخلف از شرط را موجب خیار دانسته اند.

(۲) تعلیق قرارداد: در محل بحث تشخیص اینکه عدم استفاده از اطلاعات نهانی، شرط است یا تعلیق، موجب تفاوت در حکم می شود؛ زیرا فقها تعلیق را موجب بطلان عقد می دانند. بنابر آنچه گفته شد، به نظر می رسد عدم اطلاع طرفین یا یکی از طرفین، نسبت به استفاده از اطلاعات نهانی از مصادیق تعلیق خواهد بود.

مطابق نظرات مطرح شده در گروه کانونی حرمت تکلیفی این معاملات مورد موافقت اکثریت اعضا قرار گرفت و در مورد حرمت وضعی نیز قضاوت در مورد حکم معاملات در شرایط مختلف و براساس قضاوت عرف و عموم سرمایه گذاران قابل تغییر بوده و در شرایطی موجب بطلان معامله و در شرایط دیگر اثبات خیار فسخ خواهد شد. براساس آنچه در تحلیل فقهی بیان شد و در گروه کانونی نیز تأیید گردید، این معاملات در شرایطی که عرف سرمایه گذاران عدم استفاده از اطلاعات نهانی در معاملات را به عنوان وحدت مطلوب قید نمایند و عقد را به این موضوع تعلیق نمایند، انجام این معاملات مصادق اکل مال به باطل خواهد شد. همچنین این معاملات با توجه به ضررهای متعدد برای نظام اقتصادی و حقوق جامعه سرمایه گذاران به موجب قواعد لزوم حفظ نظام و لاضرر در سطح فقه حکومتی، حرام و باطل است.

۷. جمع بندی نهایی پژوهشگر براساس تحلیل فقهی، پاسخ استفتاء و برگزاری گروه کانونی
در این قسمت از جنبه فقه فردی و فقه حکومتی، حکم وضعی و تکلیفی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی برای هریک از گروه های دارنده اطلاعات نهانی با استفاده از تحلیل های قبلی در قالب جدول (۵) جمع بندی شده است.

جدول (۵): جمع بندی نهایی حکم وضعی و تکلیفی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی

جمع بندی	فقه حکومتی		فقه فردی		نوع دارنده اطلاعات نهانی
	حکم تکلیفی	حکم وضعی	حکم تکلیفی	حکم وضعی	
باطل و حرام	حرام	باطل	حرام	باطل	دارندگان اطلاعات نهانی اولیه
باطل و حرام	حرام	باطل	حرام	باطل	دارندگان اطلاعات نهانی ثانویه

منبع: (یافته‌های تحقیق)

جمع بندی و نتیجه گیری

در این پژوهش معاملات متکی بر اطلاعات نهانی با روش پژوهش اجتهاد چند سطحی مشتمل بر تحلیل فقهی توسط پژوهشگر، استفتاء از مراجع تقلید و سایر فقها و در نهایت برگزاری گروه کانونی صاحب نظران فقه اقتصادی مورد بررسی قرار گرفت. بررسی فقهی در دو سطح فقه فردی و فقه حکومتی انجام شد که نتایج حاصله مؤید و تقویت کننده یکدیگر بودند. در تحلیل انجام شده به دو گروه دارنده اطلاعات نهانی توجه شد و حکم تکلیفی و وضعی این معاملات تبیین گردید. براساس نتایج پژوهش، در سطح فقه فردی انجام این معاملات توسط هر دو گروه دارنده اطلاعات نهانی مصداق قاعده ممنوعیت اکل مال به باطل است. علاوه بر آن انجام این معاملات توسط دارندگان اطلاعات نهانی اولیه، موجب ایجاد ضرر برای کلیه سهامداران شرکت شده و به موجب قاعده لاضرر، باطل و حرام خواهد بود. سایر قواعد فقهی بررسی شده در سطح فقه فردی موجب حکم به بطلان این معاملات نمی شود ولیکن با توجه به وجود تدلیس، تصرف غیرمجاز در ودیعه و خیانت در امانت در برخی شرایط، شخص دارنده اطلاعات نهانی مرتکب فعل حرام شده و شخص فاقد اطلاعات خیار فسخ خواهد داشت. در تحلیل فقهی سطح حکومتی، با توجه به نتایج پژوهش رواج این معاملات موجب تضعیف نظام اقتصادی جامعه اسلامی و ایجاد ضرر برای کلیت بازار سرمایه و تضییع حقوق عمومی خواهد شد؛ بنابراین معاملات به دلیل عدم رعایت قاعده حفظ نظام و ضرر و ضرار در سطح حکومتی باطل و حرام است. سایر قواعد فقهی بررسی شده در سطح فقه حکومتی موجب

حکم به بطلان این معاملات نمی شود ولیکن عدم رعایت قواعد عدالت و مصلحت در اثر رواج این معاملات می تواند منجر به صدور حکم حرمت تکلیفی گردد.

این پژوهش در مقایسه با پژوهش های قبلی انجام شده در این موضوع، ادبیات موضوع معاملات متکی بر اطلاعات نهانی را به صورت جامع ارائه نموده و این معاملات را از جنبه فقه حکومتی نیز مورد بررسی قرار داده و در خصوص احکام وضعی و تکلیفی این معاملات برای هریک از گروه های دارنده اطلاعات نهانی اظهار نظر نموده است. همچنین در این پژوهش از روش پژوهش اجتهاد چند سطحی و دو گروه از خبرگان فقهی (الف: مراجع تقلید؛ ب) صاحب نظران فقه اقتصادی) استفاده شده است. در حالی که پژوهش های سابق فاقد جامعیت (عدم تحلیل از جنبه فقه حکومتی و عدم بیان احکام وضعی و تکلیفی) و استفاده از روش پژوهش مناسب بوده اند؛ بنابراین نتایج حاصل از این پژوهش در مقایسه با پژوهش های قبلی دارای اعتبار و جامعیت بیشتر بوده و علاوه بر تحلیل فقهی به بیان احکام وضعی و تکلیفی نیز پرداخته است.

با عنایت به نتایج پژوهش مبنی بر بطلان معاملات متکی بر اطلاعات نهانی، پیشنهاد می شود نهاد ناظر بازار سرمایه، پیشنهاد باطل شناخته شدن این معاملات را جهت افزودن به قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران به مجلس شورای اسلامی ارائه نموده و پس از تکمیل قوانین و مقررات مورد نیاز، ساختارهای لازم برای شناسایی و ابطال این معاملات را فراهم نماید. همچنین پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی با استفاده از نتایج تحلیل فقهی انجام شده در خصوص قواعد فقهی مختلف، پیشنهادهای سیاستی و تنظیم گری در مواجهه با این معاملات جهت استفاده در نهاد ناظر بازار سرمایه ارائه شود.

ملاحظات حقوقی

- پیروی از اصول حقوقی

تمامی اصول اخلاق در پژوهش در این مقاله رعایت شده است.

- تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله تعارض منافع ندارد.

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از پایان نامه، رساله و طرح پژوهشی نیست.

بنابر اظهار نویسندگان، این مقاله مستخرج از رساله دکتری با عنوان «تحلیل فقهی و مالی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران» آقای سید محمدعلی ترابی که به راهنمایی آقای دکتر محمد توحیدی در دانشگاه امام صادق علیه السلام در مرحله صدور مجوز دفاع است.

کتابنامه

- ۱) توحیدی، محمد (۱۳۹۶). *الگوی ارزیابی و تحلیل معاملات بورس بازان در بازار اوراق بهادار ایران براساس موازین فقه امامیه* (رساله دکتری). دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران.
- ۲) توحیدی، محمد (۱۳۹۸). *بررسی و تحلیل معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی براساس موازین فقه امامیه. تحقیقات مالی اسلامی*. ۸(۲). ۲۲۳-۲۵۴. Doi: [10.30497/ifr.2019.2267](https://doi.org/10.30497/ifr.2019.2267)
- ۳) جمالی، جعفر؛ آقامیری، سمیه سادات؛ عابدینی سعدآباد، فرهاد؛ و سلیمان دهکردی، الهام (۱۳۹۴). *بازشناسی اطلاعات نهانی و قلمروی آن در نظام حقوقی ایران. تحقیقات حقوق خصوصی و کیفری (دانشنامه حقوق و سیاست)*. ۱۱(۲۵). ۱۱-۳۱.
- ۴) جنیدی، لعلیا؛ و نوروزی، محمد (۱۳۸۹). *شناخت دارندگان اطلاعات نهانی شرکت های سهامی عام. مطالعات حقوق خصوصی*. ۴۰(۱۰۱). ۵۱-۶۹.
- ۵) حسینی مراغی، میرعبدالفتاح (۱۴۱۷ق). *عناوین الفقهیه*. ایران، قم: مؤسسه النشر الإسلامی التابعة لجماعة المدرسين.
- ۶) حقوقی اصفهانی، عماد (۱۳۹۷). *بررسی حقوقی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بورس* (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران.
- ۷) خوئی، ابوالقاسم؛ و توحیدی، محمدعلی (۱۴۱۷ق) *مصباح الفقاهة*. ایران، قم: انصاریان.
- ۸) زاهدمنش، شروین؛ رجبزاده اصطهبانی، علیرضا؛ و صادقی، محمد (۱۴۰۰). *مسئولیت مدنی استفاده کنندگان از اطلاعات نهانی در معاملات بورسی*. *جامعه شناسی سیاسی ایران*. ۴(۳)، ۲۵۳-۲۳۷.
- ۹) زحیلی، وهبه مصطفی (۱۴۰۹ق). *الفقه الاسلامی و ادلته*. سوریه، دمشق: دارالفکر.
- ۱۰) شهید ثانی، زین الدین بن علی (۱۴۱۰ق). *الروضه البهیه فی شرح اللمعه الدمشقیه (المحشی کلانتر)* (چاپ اول). ایران، قم: کتابفروشی داوری.
- ۱۱) سهای، روح الله (۱۳۹۵). *تأثیر سوء استفاده از اطلاعات نهانی در معاملات بورسی* (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری، تهران، ایران.
- ۱۲) شامبیاتی، هوشنگ (۱۳۸۴). *حقوق کیفری اختصاصی*. ایران، تهران: مجد.

- ۱۳) شبانی، محمدصادق (۱۳۹۵). بررسی وضعیت حقوقی معاملات متکی بر اطلاعات نهانی در بورس اوراق بهادار. بورس اوراق بهادار، ۹(۳۳)، ۱۱۵-۱۳۱.
- ۱۴) شریفی، سیدالهام‌الدین؛ و بهشتی، شقایق (۱۳۸۹). مطالعه تطبیقی ممنوعیت‌های دارندگان اطلاعات نهانی در رابطه با معاملات اوراق بهادار در حقوق اتحادیه اروپا، انگلیس، فرانسه و ایران. پژوهش‌های حقوقی، ۹(۱۷)، ۲۱۳-۲۳۲.
- ۱۵) صرامی، سیف‌اله (۱۳۹۰). درآمدی بر فقه حکومتی (تعریف و مبانی). فقه، ۱۸(۷۰)، ۴۴-۳.
- ۱۶) عیوضلو، حسین؛ موسویان، سیدعباس؛ رضائی صدرآبادی، محسن؛ و نوری، جواد (۱۳۹۸). تحلیل فقهی اقتصادی استخراج ارزهای مجازی در نظام اقتصادی اسلام؛ (مطالعه موردی بیت‌کوین). معرفت/اقتصاد/اسلامی، ۱۱(۲۱)، ۵۷-۷۲.
- ۱۷) مجلس شورای اسلامی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۴). قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران. تهران: مجلس شورای اسلامی.
- ۱۸) مامقانی، عبدالله (۱۴۰۴ق) مناهج المتقین فی فقه أئمة الحق و الیقین صلوات الله علیهم /جمعین. ایران، قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام.
- ۱۹) مطهری، مرتضی (۱۳۸۱). یادداشت‌ها. ایران، تهران: صدرا.
- ۲۰) مطهری، مرتضی (۱۴۰۲). عدل الهی. ایران، تهران: صدرا.
- ۲۱) معصومی‌نیا، غلامعلی (۱۳۸۹). ابزارهای مشتقه (بررسی فقهی و اقتصادی). ایران، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- ۲۲) مقدسی، ابن قدامه (۱۴۰۳ق). الشرح الکبیر. لبنان، بیروت: دارالکتاب العربی.
- ۲۳) مکارم‌شیرازی، ناصر (۱۳۷۱). استفتائات و نظرات پیرامون مسائل فقهی و حقوقی. رهنمون، مدرسه عالی شهید مطهری، ۲ و ۳.
- ۲۴) مکارم‌شیرازی، ناصر (۱۴۱۱ق). قواعد فقهیه (جلد ۲، چاپ ۳). ایران، قم: مدرسه امیرالمومنین(ع).
- ۲۵) مکارم‌شیرازی، ناصر (۱۳۸۶). پنجاه درس اصول عقاید برای جوانان. ایران، قم: نسل جوان.
- ۲۶) مهری، محمد (۱۳۹۹). مسئولیت مدنی ناشی از افشای اطلاعات محرمانه سازمان بورس و اوراق بهادار (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه آزاد اسلامی واحد ایلام، ایلام، ایران.

- (۲۷) موسويان، سيدعباس (۱۳۹۱). *بازار سرمايه اسلامي*. ايران، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و انديشه اسلامي.
- (۲۸) موسوي خميني، سيد روح الله (۱۳۸۹). *صحيفه امام*. ايران، تهران: مؤسسه تنظيم و نشر آثار الإمام الخميني.
- (۲۹) موسوي خميني، سيد روح الله (۱۳۹۲). *مناهج الوصول إلى علم الأصول*. ايران، تهران: مؤسسه تنظيم و نشر آثار الإمام الخميني.
- (۳۰) موسوي خميني، سيد روح الله (۱۴۱۰ق). *الرسائل*. ايران، قم: اسماعيليان.
- (۳۱) موسوي خميني، سيد روح الله (۱۴۱۵ق). *المكاسب المحرمه*. ايران، قم: اسماعيليان.
- (۳۲) موسوي خميني، سيد روح الله (۱۴۳۴ق). *تحرير الوسيله*. ايران، تهران: مؤسسه تنظيم و نشر آثار الإمام الخميني.
- (۳۳) موسوي خميني، سيد روح الله (۱۴۳۴ق). *البيع*. ايران، تهران: مؤسسه تنظيم و نشر آثار الإمام الخميني.
- (۳۴) ميرزاى منفرد، غلامعلى (۱۳۸۹). تحليل جرم معامله متكى بر اطلاعات نهاني. *پژوهش های حقوقی*، ۹(۱۷)، ۲۳۳-۲۵۶.
- (۳۵) نجفی، محمدباقر (۱۴۱۲ق). *جواهرالكلام فى شرح شرائع الاسلام*. لبنان، بيروت: داراحياء التراث العربی.
- (۳۶) نصیری، مرتضی؛ عیشائی تفرشی، محمد؛ و قربانی، مجید (۱۳۸۷). معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی؛ مطالعه تطبیقی در حقوق آمریکا و ایران. *حقوق و سياست*، ۱۰(۲۴)، ۹۹-۱۴۸.

- 37) Aboody, D., & Lev, B. (2000). Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains. *Finance*, 55(6), 2747-2766.
- 38) Ausubel, L. M. (1990). Insider Trading in a Rational Expectations Economy. *American Economic Review*, 1022-1041.
- 39) Bainbridge, S. (2000). Insider Trading, in B.Bouckaert en G.De Geest (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, Volume III, The Regulation of Contracts, Edward Elgar, 772-812.
- 40) Bebchuk, L. A., & Fershtman, C. (1994). Insider Trading and the Managerial Choice Among Risky Projects. *Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 1-14.

- 41) Beny, L. N. (2007). Do Investors in Controlled firms Value Insider Trading Laws-international Evidence. *JL Econ. & Pol'y*, 4, 267.
- 42) Bergmans, B. (1991). Inside Information and Securities Trading: a Legal and Economic Analysis of the Foundations of Liability in the USA and the European Community. (No Title).
- 43) Bhattacharya, S., & Nicodano, G. (2001). Insider Trading, Investment, and Liquidity: A Welfare Analysis. *Finance*, 56(3), 1141-1156.
- 44) Bhattacharya, U., & Daouk, H. (2002). The World Price of Insider Trading. *Finance*, 57(1), 75-108.
- 45) Brockman, P., Tressl, J., & Unlu, E. (2014). The Impact of Insider Trading Laws on Dividend Payout Policy. *Corporate Finance*, 29, 263-287.
- 46) Brudney, V. (1979). Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws. *Harvard Law Review*, 322-376.
- 47) Carlton, D. W., & Fischel, D. R. (1982). The Regulation of Insider Trading. *Stan. L. Rev.*, 35, 857.
- 48) Cheng, Q., & Lo, K. (2006). Insider Trading and Voluntary Disclosures. *Accounting Research*, 44(5), 815-848.
- 49) Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *Finance*, 59(4), 1553-1583.
- 50) Easterbrook, F. H. (1981). Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information. *Supreme Court Review*, 309-365.
- 51) Ellul, A., & Panayides, M. (2018). Do Financial Analysts Restrain Insiders' Informational Advantage?. *Financial and Quantitative Analysis*, 53(1), 203-241.
- 52) Engelen, P. J., & Liedekerke, L. (2006). *An Ethical Analysis of Regulating Insider Trading* (No. 06-05).
- 53) Eyvazlou, H, Mousavian, S. A, Rezaei Sadrabadi, M, & Nouri, J. (2019). Economical and Jurisprudential Analysis of Virtual Currency Mining in the Islamic Economic System; (Bitcoin case study). *Knowledge of Islamic Economics*, 11(21), 57-72. (In Persian)
- 54) Freitas, H., Oliveira, M., Jenkins, M., & Popjoy, O. (1998). The Focus Group, a Qualitative Research Method. *Education*, 1(1), 1-22.
- 55) Fischer, P. E. (1992). Optimal Contracting and Insider Trading Restrictions. *Finance*, 47(2), 673-694.

- 56) Haddock, D. D., & Macey, J. R. (1987). Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation. *Law and Economics*, 30(2), 311-352.
- 57) Haft, R. J. (1982). The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation. *Michigan Law Review*, 80(5), 1051-1071.
- 58) Herzel, L., & Katz, L. (1987). Boesky Case Hangs by a Thread. *The Financial Times*, London, 6.
- 59) Irvine, W. B. (1987). Insider Trading: An Ethical Appraisal. *Business & Professional Ethics*, 3-33.
- 60) Junaidi, L & Norouzi, M., (2010). Identifying the Insiders in Public Joint-Stock Companies. *Private Law Studies*, 40(101). 69-51. (In Persian)
- 61) King, M., & Roell, A. (1988). Insider Trading. *Economic Policy*, 3(6), 163-193.
- 62) Kitch, E. W. (1980). The Law and Economics of Rights in Valuable Information. *Legal Studies*, 9(4), 683-723.
- 63) Klock, M. (1993). Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Inside Trading. *Ga. St. UL Rev.*, 10, 297.
- 64) Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica: Econometric Society*, 1315-1335.
- 65) Laporta, R, Lopez-De-Silanes, F, Shleifer, A, Vishny, R. (1998). Law and Finance. *J. Polit. Econ.* 106: 1113-1155
- 66) Leland, H. E. (1992). Insider Trading: Should it be Prohibited?. *Political Economy*, 100(4), 859-887.
- 67) Levmore, S. (1988). In Defense of the Regulation of Insider Trading. *Harv. JL & Pub. Pol'y*, 11, 101.
- 68) Macey, J. R. (1991). *Insider Trading: Economics, Politics, and Policy* (No. 3). American Enterprise Institute.
- 69) Manne, H. G. (1966). Insider Trading and the Stock Market. (No Title).
- 70) Manove, M. (1989). The Harm from Insider Trading and Informed Speculation. *Economics*, 104(4), 823-845.
- 71) Masson, R. T., & Madhavan, A. (1991). Insider Trading and the Value of the Firm. *Industrial Economics*, 333-353.
- 72) Maug, E. (2002). Insider Trading Legislation and Corporate Governance. *European Economic Review*, 46(9), 1569-1597.
- 73) Mamqani, A., (1984) *The Methods of the Pious in the Jurisprudence of Imams al-Haq and al-Iqin*. Iran, Qom: Al-Al-Bayt. (In Arabic)

- 74) McConnell, J. J., Servaes, H., & Lins, K. V. (2008). Changes in Insider Ownership and Changes in the Market Value of the firm. *Corporate Finance*, 14(2), 92-106.
- 75) Mendelson, M. (1968). The Economics of Insider Trading Reconsidered.
- 76) Motahari, M (2002). *Notes*. Iran, Tehran: Sadra. (In Persian)
- 77) Motahari, M (2023). *Divine Justice*. Iran, Tehran: Sadra. (In Persian)
- 78) Nasiri, M; Eishae Tafarshi, M; & Ghorbani, M., (2008). Securities Trading Using Inside Information; A Comparative Study in American and Iranian Law. *Law and Politics*, 10(24), 99-148.
- 79) OICU-IOSCO (2003). Insider Trading; How Jurisdictions Regulate It?,
- 80) Posner, Richard A., (1977) The Right of Privacy, 12 Georgia Law Review 393.
- 81) Scheppele, K. L. (1993). It's Just Not Right: The Ethics of Insider Trading. *Law and Contemporary Problems*, 56(3), 123-173.
- 82) Schotland, R. A. (1967). Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market. *Va. L. Rev.*, 53, 1425.
- 83) Levmore, S. (1982) "Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts," 68 Virginia Law Review 117.
- 84) Shambiati, H (2005). *Specialized Criminal Law*, Iran, Tehran: Majd. (In Persian)
- 85) Shabani, M. S., (2016). Investigating the Legal Status of Insider Trading in the Stock Exchange. *Stock Exchange*, 9(33). 115-131. (In Persian)
- 86) Zahedmanesh, Sh, Rajabzadeh Estahbani, A, & Sadeghi, M. (2021). Civil Liability of Users of Inside Information in Stock Market Transactions. *Iranian Political Sociology*, 4(3), 237-253. (In Persian)
- 87) Zuhaili, W. M., (1989). *Islamic Jurisprudence and Its Evidence*. Syria, Damascus: Dar al-Fikr.(In Arabic)
- 88) Hoghooghi Esfahani, E. (1397 SH/2018). Legal Study of Insider Trading in the Stock Market. Master's thesis. Private law. Faculty of Law and Theology (M.A Document). Shahid Ashrafi Esfahani University [in Persian].
- 89) Hosseini Maraghi, M. A. (1375 SH/1996). *Jurisprudence Titles*. Iran, Qom: Islamic Publishing Foundation of the Society of Teachers [in Arabic].
- 90) Islamic Consultative Assembly of the Islamic Republic of Iran (1384 SH/2005). *Securities Market Law of the Islamic Republic of Iran*. Iran, Tehran: Islamic Consultative Assembly [in Persian].

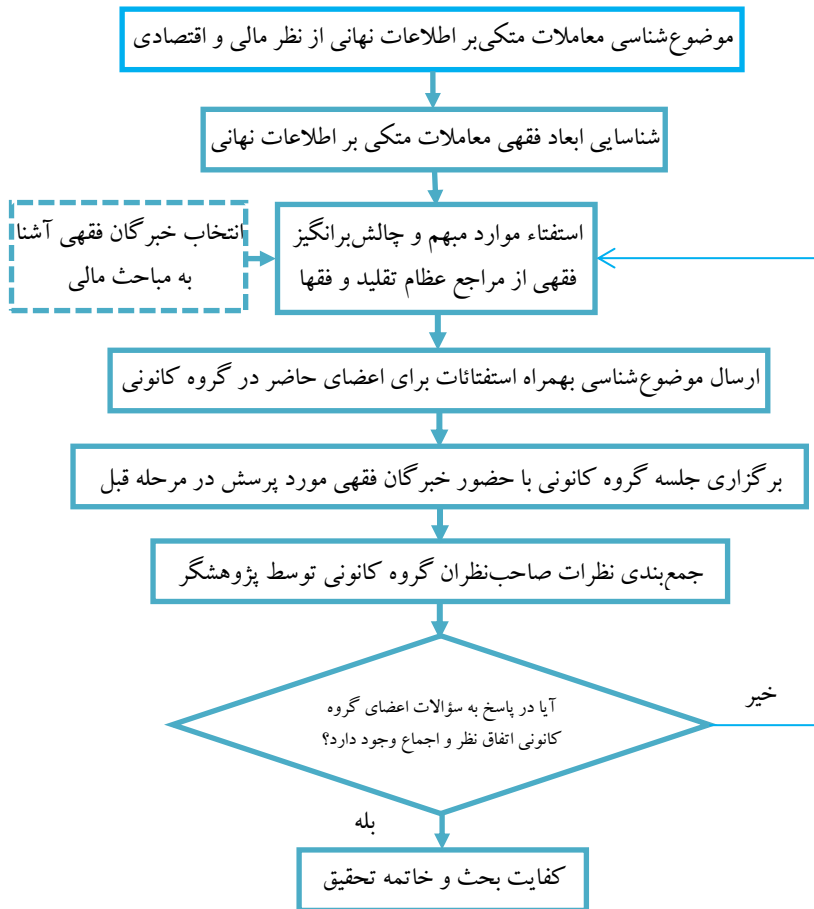
- 91) Jamali, J.; Aghamiri, S.; Abedini Saadabad, F.; & Soleiman Dehkordi, E. (1394 SH/2015). Recognizing Inside Information and Its Scope in the Iranian Legal System. Private and Criminal Law Research (Encyclopedia of Law and Politics), 11(25), 11-31 [in Persian].
- 92) Khoei, A.; & Tohidi, M.A. (1375 SH/1996). The Lamp of Jurisprudence. Iran, Qom: Ansariyan [in Arabic].
- 93) Makarem Shirazi, N. (1369 SH/1990). Jurisprudential Rules (Vol. 2, 3rd Ed.). Iran, Qom: Amir al-Mu'minin School [in Arabic].
- 94) Makarem Shirazi, N. (1371 SH/1992). Inquiries and Opinions on Jurisprudential and Legal Issues. Rahnamoon, Shahid Motahari High School, 2 and 3 [in Persian].
- 95) Makarem Shirazi, N. (1386 SH/2007). Fifty Lessons on the Principles of Beliefs for Youth. Iran, Qom: Young Generation [in Persian].
- 96) Masouminia, G. A. (1389 SH/2010). Derivative Instruments (Jurisprudential and Economical Study). Iran, Tehran: Research Institute of Islamic Culture and Thought [in Persian].
- 97) Mehri, M. (1398 SH/2019). Civil Liability Arising from the Disclosure of Confidential Information of the Securities and Exchange Organization (M. A. Document). Islamic Azad University, Ilam Branch, Ilam, Iran [in Persian].
- 98) Mirzaei-Manfard, G. A. (1389 SH/2010). Analysis of Insider Trading Crime. Legal Research, 9(17), 233-256 [in Persian].
- 99) Moghdisi, I. Q. (1362 SH/1983). The Great Commentary. Lobnan, Beirut: Dar Al-Kitab Al-Arabi [in Arabic].
- 100) Mousavi-Khomeini, S. R. (1368 SH/1989). Alrasaael. Iran, Qom: Ismailian [in Arabic].
- 101) Mousavi-Khomeini, S. R. (1373 SH/1994). Forbidden Gains. Iran, Qom: Ismailian [in Arabic].
- 102) Mousavi-Khomeini, S. R. (1388 SH/2009). Imam's Paper. Iran, Tehran: The Institution for the Compilation and Publication of Imam Khomeini's Works [in Persian].
- 103) Mousavi-Khomeini, S. R. (1391 SH/2012). Methods of Accessing the Science of Usul. Iran, Tehran: The Institution for the Compilation and Publication of Imam Khomeini's Works [in Arabic].
- 104) Mousavi-Khomeini, S. R. (1392 SH/2013). Al-Bay. Iran, Tehran: The Institution for the Compilation and Publication of Imam Khomeini's Works [in Arabic].

- 105) Mousavi-Khomeini, S. R. (1392 SH/2013). Tahrir al-Wasilah. Iran, Tehran: The Institution for the Compilation and Publication of Imam Khomeini's Works [in Arabic].
- 106) Mousavian, S. A. (1391 SH/2012). Islamic Capital Market. Iran, Tehran: Research Institute of Islamic Culture and Thought [in Persian].
- 107) Najafi, M. B. (1370 SH/1991). Jewels of Speech in the Explanation of Islamic Laws. Lobnan, Beirut: House of Arab Heritage Revival [in Arabic].
- 108) Sahai, R. (1395 SH/2016). The Impact of Abuse of Inside Information in Stock Market Transactions (M.A Document). University of Judicial Sciences and Administrative Services, Tehran, Iran [in Persian].
- 109) Sarami, S. (1390 SH/2011). An Introduction to Governmental Jurisprudence (Definition and Foundations). Fiqh, 18(70), 3-44 [in Persian].
- 110) Second Martyr, Zayn al-Din ibn Ali (1368 SH/1989). Al-Rawdha al-Bahiya in the Commentary on Al-Lama'ah al-Damasqiyyah (Al-Mahshī Kalantar) (1st Ed.). Iran, Qom: Davari Bookstore [in Arabic].
- 111) Shabani, M. S. (1395 SH/2016). Investigating the Legal Status of Insider Trading in the Stock Exchange. Stock Exchange, 9(33), 115-131 [in Persian].
- 112) 5. Shambiati, H. (1384 SH/2005). Specialized Criminal Law. Iran, Tehran: Majd [in Persian].
- 113) Sharifi, S. E.; & Beheshti, Sh. (1389 SH/2010). A Comparative Study of Insider Prohibitions in Securities Transactions in the Laws of the European Union, England, France and Iran. Legal Studies, 9(17), 213-232 [in Persian].
- 114) Tohidi, M. (1398 SH/2019). Investigation and Analysis of Insider Trading Based on Imamiyyah Jurisprudence Principles. Islamic Finance Researchs (IFR), 8(2), 223-254. Doi: [10.30497/ifr.2019.2267](https://doi.org/10.30497/ifr.2019.2267) [in Persian].
- 115) Tohidi, M. (1396 SH/2017). Model for Evaluating and Analyzing Speculative Transactions in the Iranian Securities Market Based on the Principles of Imamiyyah Jurisprudence (PhD Document). Faculty of Islamic Studies and Management. Imam Sadiq University, Tehran, Iran [in Persian].
- 116) Zahedmanesh, Sh.; Rajabzadeh Estahbani, A.; & Sadeghi, M. (1400 SH/2021). Civil Liability of Users of Inside Information in Stock

Market Transactions. Iranian Political Sociology, 4(3), 237-253 [in Persian].

- 117) Zuhaili, W. M. (1368 SH/1989). Islamic Jurisprudence and Its Evidence. Syria, Damascus: Dar al-Fikr [in Arabic].

پیوست (۱): ساختار شمایک روش پژوهش اجتهاد چند سطحی



منبع: (توحیدی، ۱۳۹۶)

پیوست (۲): استفتائات از مراجع عظام تقلید و سایر فقها

به استحضار می‌رساند؛ برخی از اشخاص فعال در بازار سهام به اطلاعات محرمانه‌ای در خصوص شرکت‌ها دسترسی پیدا می‌کنند. این اطلاعات که به‌عنوان اطلاعات نهانی شناخته می‌شوند در صورت انتشار عمومی قطعاً بر قیمت سهام آن شرکت تأثیرگذار خواهد بود. دارندگان اطلاعات نهانی خود دو دسته‌اند: ۱- دارندگان اطلاعات نهانی درجه اول که رابطه امانی و حقوقی با شرکت منتشرکننده سهم دارند مانند مدیرعامل،

هیأت مدیره و... که به خاطر این رابطه در معرض اطلاعات شرکت هستند. در واقع رابطه مدیران شرکت با مالکین (سهامداران) رابطه وکالتی است و مدیران شرکت وکلای سهامداران (مالکین) شرکت هستند. ۲- دارندگان اطلاعات نهانی درجه دو که رابطه حقوقی با شرکت منتشر کننده سهم نداشته و افرادی هستند که اطلاعات نهانی را از شخصی دیگر (نه ضرورتاً از دارنده اطلاعات نهانی درجه اول) به دست می آورند. مستدعی است؛ به سؤال های ذیل پاسخ بفرمایید:

۱) آیا اشخاص دارنده اطلاعات نهانی (به تفکیک گروه اول و گروه دوم) می توانند با استفاده از اطلاعات در اختیار خود با سایر افراد فاقد این اطلاعات معامله (خرید/فروش) نمایند؟ (مستدعی است؛ حکم وضعی و تکلیفی را بیان فرمایید)

۲) در صورتی که رواج این معاملات موجب تضییع حقوق برخی سهامداران شود یا موجب ضرر به افراد یا نظام بازار سهام یا از بین رفتن عدالت و مصلحت در بازار سهام گردد، آیا این امور موجب بطلان معاملات متکی بر اطلاعات نهانی می شود؟ حکم تکلیفی چیست؟

۳) آیا انجام معاملات به شرح گفته شده در صدر سؤال، مصداق غرر، اکل مال به باطل، قاعده لاضرر، تدلیس، غبن، تلقی رکبان، غرور، تصرف غیر مجاز در ودیعه و سرقت اموال شرکت (با فرض احتساب اطلاعات نهانی به عنوان اموال شرکت) است؟

استفتاء فوق برای دفاتر ۲۰ نفر از مراجع و فقها اشاره شده، ارسال گردید که در نهایت ۹ نفر از ایشان به سؤال های پاسخ داده اند که به شرح جدول ذیل ارائه گردیده است:

ردیف	نام مراجع / فقها	پاسخ ارائه شده
۱	آیت الله خامنه ای	استفاده از اطلاعات اقتصادی به صورت غیرقانونی یا به گونه ای که موجب تضییع حقوق دیگران شود؛ جایز نیست. موفق و مؤید باشید.
۲	آیت الله سیستانی	کلاً اصل معامله خرید و فروش صحیح است و اگر تدلیس یا فریب یا غبن یا مانند آنها باشد برای مشتری خیار ثابت می شود.
۳	آیت الله مکارم شیرازی	هرگاه خدعه و نیرنگ و کلاهبرداری بر آن صدق نکند استفاده کردن از اطلاعات خاص اشکالی ندارد ولی اگر طرف مغبون شود خیار غبن دارد.

ردیف	نام مراجع / فقها	پاسخ ارائه شده
۴	آیت الله کریمی جهرمی	۱ و ۲: ارائه اطلاعات نهانی شرکت توسط دارندگان درجه اول آن برخلاف رعایت حقوق موکلین و حرام قطعی است و معامله بر این اطلاعات باطل است و اگر با این اطلاعات خرید یا فروش سهم به دیگران کنند، خریدار پس از کسب اطلاعات می تواند با استفاده از خیار عیب یا خیار غبن معامله را فسخ نماید؛ و اما عمل مطلعین اتفاقی، احکام خیانت در حقوق موکلین و شرکت را ندارد اما چون برخلاف مقررات است باید رعایت حقوق عامه را بنمایند اما معاملات آن ها از جهت وضع حکم دسته اول را دارد. ۳: موارد مختلف است ممکن است در برخی از موارد عناوین فوق الذکر هم تطبیق گردد.
۵	آیت الله علوی بروجردی	۱. افشاء این اطلاعات از طرف کسانی که امانت داری وظیفه شغلی آنان است حرام و هرگونه معامله بر روی آن ها باطل است و تفاوت نمی کند که حد وقوف و دسترسی آنان بر این گونه اطلاعات کم یا زیاد باشد و حکم افرادی از دسته دوم که بر این اطلاعات به هر صورتی وقوف پیدا می کنند مانند افراد دسته اول است چه از نظر تکلیف و چه از نظر وضع. ۲. افشاء این گونه اطلاعات موجب اخلال در بازار و تضییع حقوق افراد است و لذا شرعاً حرام و معامله بر روی آن ها باطل است. ۳. مصداق اضرار به غیر است و لذا موجب ضمان می شود.
۶	آیت الله هادوی تهرانی	چنین معاملاتی از سوی شخص مطلع تدلیس و حرام تکلیفی است و طرف مقابل مغبون است و هر زمان که از غبن خود مطلع شود می تواند معامله را فسخ کند.
۷	آیت الله فیاض	در مورد سؤال، اگر قانون اجازه ندهد در مورد گروه اول اینکار جایز نیست و پول آن نیز حرام است.
۸	آیت الله دوزدوزانی تبریزی	در صورت اول که دارنده اطلاعات وکیل افراد است معامله صحیح نیست و در صورت دوم صحت معامله بعید نیست ولی خلاف انصاف است و رعایت انصاف برای مؤمن لازم است.
۹	آیت الله بیات زنجانی	فرض سؤال در صورتی که مطابق مقررات قانونی و دستورالعمل های اجرائی و سیاست گذاری کلان نظام ممنوع اعلام نشده باشد، به عنوان اولی

ردیف	نام مراجع / فقہا	پاسخ ارائه شده
		دلیل موجه برای ممنوعیت ندارد، مگر اینکه قانون افرادی را از ورود به این نوع معاملات منع کرده باشد که در این صورت علاوه بر حکم تکلیفی که وارد شوندگان گناه هم مرتکب شده اند، از نظر وضعی معامله آنها نیز باطل است به خصوص این احتمال درباره کسانی که از گروه دسته اول باشند قوت بیشتری دارد