

**أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق
المالية على أسعار أوراق الشركات المالية
”دراسة مقارنة“**

د. مها محسن علي السقا

**مدرس القانون بالمعهد العالي للحاسب الآلي وإدارة الأعمال بالزرقا دمياط
أستاذ مساعد القانون التجاري بكلية عنيزة للدراسات الإنسانية والإدارية**

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

ملخص البحث:

إن من أهم النعم التي أنعم الله علينا بها نعمة المال من أجل ذلك فقد جاء الإسلام مرشداً وحثنا علي إنباء المال واستثماره. وهو أساس المعاملات التجارية وأساس أي معاملة هو حفظ الأسرار ولذلك كان موضوع بحثنا هو الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية التي منحها المشرع عناية خاصة بالمقارنة مع غيرها من الكيانات المالية. وذلك رغبة منه في إضفاء الحماية عليها من الإساءة وقد تحقق هذا الاهتمام بوضع التشريعات المناسبة لبورصات الأوراق المالية وما يتعلق بها من أدوات مالية متنوعة ولذلك تناولنا بحثنا من خلال تقسيمة إلي مبحثين:- المبحث الأول بعنوان ماهية الإفصاح وتم تقسيمه إلي مطلبين:- المطلب الأول تناولنا من خلاله تعريف مبدأ السرية والإفصاح ، والمطلب الثاني عن تعريف المعلومات الجوهرية في سوق الأموال. ومبحث ثان بعنوان أحكام المعلومات الجوهرية المميزة وتناولناه من خلال مطلبين المطلب الأول عن خصائص المعلومات الجوهرية، والمطلب الثاني عن نطاق حظر التعامل الداخلي وآليات مكافحته وخاتمة تضمنت أهم النتائج والتوصيات.

Abstract:

One of the most important blessings bestowed upon us is the blessing of wealth. Islam has guided us to grow and invest our wealth, considering it the foundation of commercial transactions and any financial dealings. Preserving confidentiality is crucial in financial transactions, which is why our research focuses on the disclosure of essential information in the securities market, a subject that receives special legal attention compared to other financial entities.

The research discusses the concept of disclosure and is divided into two main sections. The first section includes defining the principles of confidentiality and disclosure, while the second section concentrates on defining essential information in the financial market.

Furthermore, the research addresses the distinctive provisions concerning essential information and is divided into two primary

sections. The first section discusses the characteristics of essential information, while the second section deals with the scope of internal trading restrictions and the methods to combat it.

In conclusion, the research includes the most important findings and recommendations derived from the study.

المقدمة

أولاً- التعريف بموضوع الدراسة:

إن من أجل نعم الله وألأه على عباده هي نعمة المال، وهذه النعمة هي محك اختبار وامتحان للعبد في هذه الحياة الدنيا، وهي نعمة لا محالة زائلة؛ ولكنها معبر وطريق لنعم أخرى أبدية لا تزول، ومن أجل ذلك فقد جاء الإسلام مرشداً وحائثاً على إنماء المال واستثماره، وبين ووضح الطرق المشروعة والمباحة لإنماء هذا المال وزيادته؛ وذلك لأن المال به قوام الحياة واستمرارها، وعمارة الدنيا ودوامها، وسد الحاجات، وإشباع الرغبات، ورعاية المحتاجين^(١)، وعلى ذلك فقد اجتهدت التشريعات في حفظ المال وزيادته، ووضعت الأنظمة والآليات التي تحقق ذلك، ومنها الإفصاح، وهو تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، بنشر وإعلان البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية، وتقديمها بصفة دورية- وكذلك في الحالات الاستثنائية- للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات، وحملها إلى علم الجمهور، وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين والمحتملين وغيرهم، بكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليها، ويقوم مبدأ الإفصاح على المساواة بين جميع المساهمين والمتعاملين، والعدالة في إيصال المعلومات والبيانات المالية إليهم بصرف النظر عن حجم تعاملاتهم ومساهماتهم في الأوراق المالية للجهات المصدرة، إذ أن لهذه المعلومات أهمية كبيرة في تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في البورصة، فلكي يتخذ المستثمر قراره في البيع أو الشراء لورقة مالية معينة بطريقة صحيحة، يجب أن يكون هذا القرار مبنياً على أسس وقواعد سليمة، تمكنه من الوصول إلى تحقيق

(١) د. شعبان عبد الظاهر صابر، المعاملات التي تمثل تحايلاً على الربا تكبيفها الفقهي وحكمها الشرعي- دراسة فقهية مقارنة، ط١، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية - مصر، ٢٠٢٠م، ص١٣.

السعر العادل، وبالطبع لا يمكن تحقيق ذلك دون توفير كافة المعلومات المتعلقة بالورقة المالية موضوع التداول، كما أن نوعية المعلومات وحدها لا تكفي فقط لتحقيق الأرباح، بل الأهم من ذلك هو الأسبقية في الحصول على المعلومة والقدرة على تحليلها.

ثانياً- أهمية الموضوع:

تزايدت أهمية مبدأ الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة بالتحول التاريخي الذي حدث لوظيفة المحاسبة منذ بداية الستينات من هذا القرن، عندما تحولت عما يطلق عليه الباحثون مدخل الملكية إلى ما يعرف بمدخل المستخدمين، فبدخول هذه الحقبة التاريخية تحولت الوظيفة المحاسبية من التركيز على دورها كنظام للمعلومات غايتها الأساسية توفير المعلومات المناسبة لصنع القرارات، ولكي تقوم المحاسبة بدورها الجديد ارتقى شأن كثير من المبادئ المحاسبية المتعارف عليها كان من بينها مبدأ الإفصاح والقيود المحاسبية، مثل الملائمة والمصادقية على حساب قيود أخرى، كالتحفظ والموضوعية، كما صاحب هذا التطور في المحاسبة انفتاح المحاسبين على فروع المعرفة الأخرى، كانفتاحهم مثلاً على النظرية الحديثة للمعلومات التي قدمت للمحاسبين كثيراً من الأدوات والمؤشرات التي استفادوا منها في مجالات شتى، عززت من أهمية دور مبدأ الإفصاح.

تبدو أهمية الدراسة، والبحث فيها من وجهة نظر الباحثة، من جهة تعلقها ببورصة الأوراق المالية التي أولها المشرع عناية وأهمية خاصة بالمقارنة مع غيرها من الكيانات المالية، وذلك رغبة منه في إضفاء الحماية عليها من إساءة البعض، وقد تحقق هذا الاهتمام بوضع التشريعات المناسبة لبورصات الأوراق المالية وما يتعلق بها من أدوات مالية متنوعة، بالإضافة إلى تنظيم عمليات تداول، ومدى ملامة وكفاية التشريعات المنظمة لها، وضبط التعاملات التي تجري فيها، ومواجهة أية ممارسات تخل بأنظمة البورصة بشكل عام، والإفصاح والشفافية بشكل خاص، كما حرص المشرع على إضفاء الحماية القانونية على بورصات الأوراق المالية وعلى العمليات التي تتم فيها، كما تستمد الدراسة أهميتها في ندرة الدراسات القانونية التي تعالج موضوع الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة وبالجهات المصدرة لها، وكيفية تداول تلك المعلومات بين الأطراف.

ثالثاً- منهج الدراسة:

تقتضي أصول البحث العلمي، بيان الكيفية التي تسلكها الباحثة في طرح ومعالجة قضايا بحثها، لتحقيق هدف الدراسة، وعلى ذلك فقد انتهجت الباحثة في سبيل إخراج

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

بحثها بهذه الصورة، بما يتناسب مع طبيعتها كدراسة مقارنة، معتمدة في ذلك على المنهج التأصيلي: وهو المنهج الذي تم الاعتماد عليه، بهدف التوصل إلى أفضل حل لهذه المسألة، وكان ذلك في التعامل مع النصوص القانونية، مع توظيف مواد هذه القوانين، فيما يتعلق بموضوع الدراسة، ليتسنى لنا الوصول إلى حقيقة ما نصبوا إليه، والمنهج التحليلي المقارن: ويعد هذا المنهج من أهم العوامل التي ساعدت الباحثة في بيان بعض الممارسات العملية في أسواق المال، مع محاولة مقارنتها بما يجب أن يكون، وذلك من خلال الاستنباط المستمد من المواد القانونية المنظمة لمبدأ الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق المال.

خطة الدراسة:

وفي ضوء ما سبق رأينا أن تكون خطة البحث، في مقدمة ومبحثين وخاتمة، وذلك على النحو الآتي:

المبحث الأول: ماهية الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية
المطلب الأول: تعريف مبدأ السرية والإفصاح.

المطلب الثاني: تعريف المعلومات الجوهرية (الداخلية أو السرية) في سوق المال
المبحث الثاني: أحكام المعلومات الجوهرية المميزة (حظر التعامل الداخلي).
المطلب الأول: خصائص المعلومات الجوهرية.

المطلب الثاني: نطاق حظر التعامل الداخلي وآليات مكافحته
الخاتمة: وتتضمن أهم النتائج والتوصيات.

المبحث الأول

ماهية الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم:

تضمنت كافة القوانين والتشريعات واجب الحفاظ على الأسرار وتجريم إفشائها، ليس فقط لحماية صاحب السر ومكانته ومركزه وشرفه، بل وأيضاً لصيانة المصلحة العامة في المجتمع، وعدم تعريض سمعة المهن والمراكز السامية النبيلة للإهانة أو لعدم الثقة والاحترام، كالطب والمحاماة والقضاء والوظائف العامة وغيرها، فإن لم يجد المريض طبيباً يركن إليه ويودعه سرّه، أو لم يجد المتهم محام يطمئن إليه ويصارحه بسرّه، لأدى ذلك إلى المساس بحقوق الإنسان والإضرار بالمجتمع ككل، فالسر قد يكون معلوماً لشخصين أو لعدد محدد من الأشخاص، فإن شاع بين الناس لا يبقى سرّاً، والسر يختلف عن خفايا النفس التي لا يعرفها سوى صاحبها ولا يطلع غيره عليها، فالإفصاح

ليس دائماً الوجه المعاكس أو المعارض للسرية؛ بل قد يكون الوجه المكمل للسرية، فقد يأتي الإفصاح لتفادي أخطار السرية، فمثلاً الإفصاح المصرفي جاء ليتفادي أخطار السرية المصرفية المطلقة، ومنها التصدي للجرائم التي ترتكب تحت غطاء السرية المصرفية، على سبيل المثال مكافحة عملية غسل الأموال، ثم نبين بعد ذلك مفهوم المعلومات الجوهرية الواجب الإفصاح عنها في سوق المال ومضمونها، وذلك من خلال مطلبين؛ حيث نعرف مبدأ السرية والإفصاح (مطلب أول)، والمعلومات الجوهرية (الداخلية أو السرية) في سوق المال (مطلب ثان)، وذلك على النحو الآتي:

المطلب الأول

تعريف مبدأ السرية والإفصاح

تمهيد وتقسيم:

يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق، وفي توقيت مناسب عن المؤشرات المالية، وكذلك المعلومات الأخرى التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، ويهدف مبدأ الشفافية والإفصاح إلى إعطاء صورة صادقة عن الأسهم المطروحة في السوق، والتي بها يستطيع المستثمرون الوصول إلى القرار المناسب، لتحديد ما إذا كانوا يريدون أن يبيعوا أو يشتروا أسهمهم، وثمة ترابط كبير بين وجود شفافية وإفصاح تام عن نشاطات وعمليات الشركات المساهمة، ونجاح وفشل أسواق الأوراق المالية في تحقيق أهدافها. وتشكل الإيضاحات المفصحة عنها النصيب الأكبر من المعلومات المالية، التي تفصح بها الشركات المساهمة، كما يعتبر هذا الإفصاح من ضرورات نمو وتطوير أسواق رأس المال، كل ذلك يتطلب واجب الشفافية والإفصاح عن كافة البيانات ومختلف المعلومات، وتلك مسائل مترابطة لا يمكن فصل إحداها عن الأخرى ويعد مبدأ الشفافية والإفصاح من المبادئ الشائعة والمتداولة كثيراً في وسائل الإعلام، وبالأخص علي السنة المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية، وعلماء الاقتصاد، وقد كثر الكلام عن مثل هذا المبدأ في الوقت المعاصر، بيد أن الكثير يردد مصطلح الشفافية الإفصاح، ولا يدركون معناه، وما هو مفهومه ومضمونه ومحتواه؟ وما هي الحقوق والواجبات المترتبة على العمل بهذا المبدأ.

ويخصص هذا المبحث لتناول السرية والإفصاح كمفهومين عاميين ووضعهما في إطارهما في ثنايا الدراسة، ويتم ذلك من خلال تناول السرية ودورها في ضبط العلاقة القانونية ذات الطبيعة الخاصة أيًا كان أشخاص تلك العلاقة (فرع أول)، وكذلك الشفافية

الإفصاح بصفة عامة من خلال بعض الجوانب التي تتعلق بماهيته وحكمه (فرع ثان)،
وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول

تعريف السر وإفشاءه في سوق المال

عرف مجمع الفقه الإسلامي السر بأنه: "كل ما يقضي به الإنسان إلى آخر مستأمنًا إياه من قبل أو من بعد، ويشمل ما خفت به قرائن دالة على طلب الكتمان إذا كان العرف يقضي بكتمانها، كما يشمل عيوب الإنسان وخصوصيته التي يكره أن يطلع عليها الناس"^(٢).

والسر هو: "كل صفة لواقعة ما يتضمن انحصار العلم بها في عدد محدود من الأشخاص إذا كانت ثمة مصلحة لشخص أو أكثر في ذلك، فالسرية تقتضي أن لا يعلم بالواقعة سوى أشخاص محددين، أما إذا كانت معلومة لدى عدد كبير من الأشخاص انتقت عنها تلك الصفة"^(٣).

أما عن إفشاء السر في سوق المال، فهو واقعة استغلال أو توصيل معلومات مميزة، من جانب المطلعين عليها بحكم وظائفهم، في فترة زمنية يتعين عليهم فيها حفظ هذه المعلومات، وهي تمثل انتهاكًا صارخًا لمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين في سوق رأس المال^(٤).

ويعد إفشاء المعلومات السرية (الداخلية) في سوق المال من الجرائم التي تترتب عليها عقوبات في القوانين الوضعية المعاصرة، والمطلعون بحكم وظائفهم هم فئتان^(٥):

(٢) فتاوى مجمع الفقه الإسلامي: السر في المهن الطبية، مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، العدد ٢٠، ١٩٩٤م، ص ٢٠٧.

(٣) د. عبد الحميد المنشاوي، جرائم القذف والسب وإفشاء الأسرار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ٢٠٠٠م، ص ١٤٢.

(٤) د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٢م، ص ٣٦٧.

(٥) د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات، دار النهضة، القاهرة- مصر، ١٩٩٩م، ص ٤٢؛ د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، ط١، مركز المساندة القانونية، القاهرة- مصر، ٢٠٠١م، ص ٢٠٩.

الفئة الأولى: المطلعون الرئيسيون على الأسرار، وتشمل هذه الفئة، رئيس الشركة، والمدنيين العموميين، وأعضاء الإدارة العامة، والعضو المنتدب، وأعضاء مجلس الرقابة، وكذلك المساهمين الكبار لدى بعض القوانين، فهؤلاء يفترض فيهم العلم بالمعلومات المميزة للشركة، لأنهم يملكون سلطة القرار بحكم موقعهم في الشركة.

الفئة الثانية: المطلعون الثانويون على الأسرار، وتشمل هذه الفئة كل موظفي الشركة من غير طائفة المديرين مثل سكرتير المدير العام، أو سكرتير المدير المالي، ويدخل في هذه الفئة الذين لا يرتبطون بعلاقة عمل وظيفي مع الشركة، لكن طبيعة مهنتهم وأعمالهم تسمح لهم بمعرفة هذه المعلومات السرية (الداخلية)، مثل المستشار القانوني، والمحاسب، والمحلل المالي ونحوهم، ولا يعتبر الحصول على معلومة عن شركة من الشركات أمرًا ممنوعًا في حد ذاته، لكن الممنوع هو الحصول على معلومة سرية متميزة قبل وصولها إلى باقي المتعاملين قد تستخدم في تحقيق أرباح مادية على حساب الآخرين، فهي بهذا تعد أداة للممارسات غير المشروعة في البورصات^(١).

وعلى ذلك يكون المراد بالمعلومات السرية: هي تلك المعلومات التي تتعلق بالموقف الحالي والتصورات المستقبلية لمصدر أوراق مالية متداولة في سوق منظمة، أو تتعلق بتطور مستوى أحد الأدوات المالية المعتمدة في سوق منظمة^(٢).

الفرع الثاني

تعريف مبدأ الشفافية والإنصاح وأنواعه

أولاً- تعريف الشفافية والإنصاح:

يترتب على عدم إدراك المتعاملين لمفهوم هذا المبدأ ومضمونه بعض الآثار السلبية، في العمليات التي يتدخلون فيها بدورهم، بأنعين أو مشتريين لأوراق مالية معينة، وذلك أن الغالبية العظمى من المتعاملين مع بورصة الأوراق المالية لا يهدفون من وراء هذه المعاملات، إلا إلي مزيد من الأرباح، دون أن يكلفوا أنفسهم وقتًا للاطلاع والمعرفة علي العديد من المصطلحات الهامة، والتي تخصهم، وهو ما يسهل لهم معرفة ماهية

(١) د. صالح البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية، بحث مقدم لمؤتمر - أسواق

الأوراق المالية والبورصات المعقود في دبي ١٦-١٨ صفر ١٤٢٨هـ، ص ١٩٧.

(٢) د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص ٣٨١.

العمليات التي تتم في البورصة، وفي النهاية يترتب على عدم إدراكهم ومعرفتهم تعرضهم لخسارات متلاحقة، هذه المعلومات وغيرها نوضحها بشيء من البيان والتفصيل.

(١) تعريف مبدأ الشفافية:

(أ) تعريف الشفافية في اللغة: الشفافية في اللغة: مأخوذة من الشف، وهو الثوب أو الستر الرقيق، الذي يري ما وراءه، يقال: استشف الثوب، أي ظهر ما وراءه^(٨).

(ب) تعريف الشفافية في الاصطلاح: عرفت الشفافية بأنها: البيئة المعلوماتية، التي تتاح فيها كل المعلومات والبيانات المتصلة بالظروف والقرارات والأعمال القائمة؛ بحيث تكون منظورة وقابلة للفهم والوضوح من جانب جميع المشاركين في سوق الأوراق المالية^(٩)، وهو ما يفيد أن الشفافية، عبارة عن تعهد مأخوذ على الجهات المصدرة للأوراق المالية بضرورة توفير المعلومات والبيانات الحقيقية الكاملة وغير المضللة، عن نشاطاتها وأعمالها، ووضع كل ذلك تحت تصرف المستثمرين والمساهمين والجهات الرقابية والمشفرة علي نشاطات البورصة، بالطرق التي تتفق والمعايير المحاسبية الدولية، وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الإطلاع عليها، فيما عدا المعلومات التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة، فإنه يجوز بل يجب الاحتفاظ بسريتها، هذا بالإضافة إلي حظر التعامل بالأوراق المالية، بناء علي معلومات داخلية، سواء كانت لأغراض شخصية، أو إفشائها للغير بأي صورة من صور الإفشاء، مقابل منفعة معينة أم بدون منفعة^(١٠).

خلاصة القول: أن الشفافية هي توفير أكبر قدر من المعلومات والبيانات وإتاحتها للعمليات أو أي جهة أو شركة ترغب في الاستثمار، وذلك لإعطائهم حرية اختيار ما يناسبهم بطريقة صحيحة، مع جواز الاحتفاظ بسرية المعلومات التي من شأنها الإضرار بمصالح العمل، وعلى ذلك فإن الشفافية نقيض الغموض والسرية في العمل، وتهدف

(٨) ابن منظور، لسان العرب، تحقيق: عبد الله علي الكبير ومحمد أحمد حسب الله وهاشم محمد الشاذلي، ج ٥، دار المعارف، ١٩٨٤، ص ٢٢٩٠.

(٩) د. طارق عبد العال حماد، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان، الدار الجامعية، مصر - الاسكندرية، ٢٠٠٦م، ص ٩.

(١٠) د. عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، مصر - القاهرة، ٢٠٠٦م، ص ٧.

الشفافية إلى توفير المعلومات والبيانات الكاملة، بخلاف المعلومات والبيانات التي يجوز الاحتفاظ بسريتها، حفاظاً على مصالح العمل^(١١).

(٢) تعريف الإفصاح لغة واصطلاحاً:

(أ) **تعريف الإفصاح في اللغة:** الإفصاح من حيث اللغة: قال الراجب الأصفهاني: "الفصح: خلوص الشيء مما يشوبه، وأصله في اللبن، يقال: فصح اللبن وأفصح، فهو مفصح وفصيح: إذا تعرى من الرغوة، وقد روي، وتحت الرغوة اللبن الفصيح، ومنه استعير: فصح الرجل: جادت لغته، وأفصح: تكلم بالعربية، وقيل العكس، والأول أصح. وقيل: الفصيح: الذي ينطق، والأعجمي: الذي لا ينطق: قال تعالى: {وأخي هارون هو أفصح مني لساناً^(١٢)}، وعن هذا استعير: أفصح الصبح: إذا بدا ضوءه، وأفصح النصارى: جاء فصحهم، أي عيدهم"^(١٣)، وعلى ذلك، فإن الإفصاح: مشتق من كلمة فصح، ويقال: أفصح الأمر: ظهر ووضح^(١٤)، والإفصاح: البيان والوضوح^(١٥).

(ب) **الإفصاح في الاصطلاح:** هو بث المعارف أو نقل المعلومات ممن يعلمها لمن لا يعلمها، وجاء أنه الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين، وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة، كما جاء أن الإفصاح هو اتصال الشركة بالعالم الخارجي بالوسائل المختلفة لكشف المعلومات الهامة للمستثمرين والمساهمين وسوق المال وغيرهم من أصحاب المصالح، وهو يعني إشهار كافة الحقائق عن الشركة وإظهار جميع

(١١) دعاء عماد مشهور، المالك المسجل والمالك المستفيد في سوق الأوراق المالية، ط١، رسالة ماجستير، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر- القاهرة، ٢٠١٦م، ص ١٦٣.

(١٢) سورة القصص: الآية (٣٤).

(١٣) الراجب الأصفهاني، مفردات ألفاظ القرآن، تحقيق: مصطفى بن العدوي، مكتبة فياض، مصر- المنصورة، ١٤٣٠هـ/٢٠٠٩م، ص ٤٨٣.

(١٤) المعجم الوجيز: طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم المصرية، سنة ١٩٩٠، باب "فصح"، ص ٤٧٢.

(١٥) ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ص ٣٤١٩ وما بعدها.

البيانات والمعلومات، سواء كانت معلومات دورية أو غير دورية وسواء كانت مالية أو غير مالية^(١٦).

وذهب جانب من الفقه في تعريف الإفصاح بأنه التزام يقع على عاتق أحد المتعاقدين بأن يقدم للمتعاقد الآخر عند تكوين العقد البيانات اللازمة لإيجاد رضاه سليم كامل واضح وعلى علم بكافة تفاصيل هذا العقد، وذلك من خلال ظروف واعتبارات معينة قد ترجع إلى طبيعة هذا العقد أو صفة أحد طرفيه أو طبيعة محله أو أي اعتبار آخر يجعل من المستحيل على أحدهما أن يلم ببيانات معينة، أو يحتم عليه منح ثقة مشروعة للطرف الآخر، الذي يلتزم بناء على جميع هذه الاعتبارات بالإفصاح والإدلاء بتلك البيانات^(١٧).

وذهب البعض - في سياق العقود - إلى تعريف الإفصاح بأنه التزام قانوني عام سابق على التعاقد أو بعده، يلتزم فيه المدين بإعلام الدائن بكافة المعلومات الجوهرية المتصلة بالعقد المراد إبرامه، والتي يعجز عن الإطاحة بها بوسائله الخاصة؛ لئني عليه قبوله للعقد^(١٨).

وعرفه البعض بأنه: إظهار القوائم المالية لجميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة^(١٩)، كما أن الإفصاح: هو تعهد الشركات التي تعمل في سوق المال بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية "البورصة وهيئة سوق المال، أصبحت هيئة الرقابة

(١٦) د. أحمد خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، ط١، دار الفكر الجامعي بالإسكندرية- مصر، ٢٠١٢م، ص٥٢.

(١٧) د. نزيه محمد الصادق المهدي، الالتزام قبل التعاقد بالإدلاء بالبيانات المتعلقة بالعقد، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٩٩٦م، ص١٥؛ مروة محمد عبد الحميد العسوي، مدى توافق الإفصاح في المعاملات التجارية مع مبدأ السرية، رسالة دكتوراه غير منشورة بكلية الحقوق، جامعة بنها، ٢٠١٤م، ص٣.

(١٨) د. محمد إبراهيم الدسوقي، الالتزام بالإعلام قبل التعاقد، دار إيهاب للنشر، أسيوط، مصر، ١٩٩٥م، ص٢١.

(١٩) د. خالد عبد الله أمين، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق رأس المال العربية، بحث منشور بمجلة المحاسب القانوني، العدد ٩٢، ١٩٩٥م، ص٣٨ وما بعدها.

المالية وتلتزم أيضًا بأن تحملها إلى المساهمين والجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين^(٢٠).

وترى الباحثة: أن أنسب هذه التعريفات- من وجهة نظرها- هو التعريف الذي يعرف الإفصاح بأنه: هو تعهد الشركات التي تعمل في سوق المال بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية وهيئة سوق المال، وتلتزم أيضًا بأن تحملها إلى المساهمين والجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين.

ثانياً- الأساس القانوني لمبدأ الشفافية والإفصاح:

يرجع الأساس القانوني للإفصاح في البورصة إلى مبدأ حسن النية في المعاملات، والتي تقتضي من أطراف التعامل الوفاء بالتزاماتهم بكل صدق وأمانة والعمل على توفير الثقة في علاقات الأعمال بالإدلاء بكافة المعلومات، والعمل على تحقيق المساواة بين كافة في الحصول على تلك المعلومات في وقت واحد، ويترتب على ذلك أن الإفصاح عن المعلومات يعد التزاماً جبرياً بقوة القانون لكافة المتعاملين في عمليات البورصة، مثل الشركات المقيدة بالبورصة أو شركات السمسرة في الأوراق المالية أو وكالات التصنيف الائتماني^(٢١)، وهذا الأمر تؤكد بالقوانين المنظمة لعمليات البورصة في كل من مصر وفرنسا.

ففي مصر يجب على الشركات التي طرحت أوراقاً مالية للاكتتاب العام أو ترغب في طرحها أن تصدر نشرة للاكتتاب تتضمن الإفصاح عن بيانات حددتها المادة الخامسة من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، كما يجب على كل شركة تواجه ظروفًا جوهرية تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أن تفصح عن ذلك فوراً وأن تنشر ملخصاً وافياً في صحيفتين يوميتين صباحيتين^(٢٢).

ثالثاً- أنواع الإفصاح:

يمكن التمييز بين مفهومين أو نوعين للإفصاح هما:

النوع الأول- الإفصاح المثالي: وهو الذي يتحقق بتحقق الشروط التالية:

- (١) أن تكون القوائم المالية المنشورة على درجة عالية من التفصيل.
- (٢) أن تكون أرقام القوائم المالية على درجة عالية من الدقة والمصادقية.

(٢٠) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٨.

(٢١) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٧٢.

(٢٢) المادة ٦ من القانون المصري ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) أن يتم عرض القوائم المالية بالصورة وفي الوقت الذي يتناسب مع احتياجات ورغبات كل طرف من الأطراف ذات المصلحة على حده.

النوع الثاني - الإفصاح الواقعي: وهو الذي يركز على الموازنة بين الفائدة أو العائد الذي سيتحقق من المعلومات وبين كلفة نشر تلك المعلومات، ويمكن تعريفه بأنه الإفصاح الممكن أو المتاح، ومعيار هذا الإفصاح هو المرونة في إطار عناصره الرئيسية التي تشمل طبيعة المعلومات، بمعنى أنه يجب على التقارير المحاسبية أن تفصح عن جميع المعلومات الضرورية الكفيلة يجعلها غير مضللة، ونلاحظ أن هناك اتجاهًا نحو زيادة حجم المعلومات المفصح عنها، والتركيز على المعلومات التي تحتاج لدراية وخبرة في استخدامها، وخاصة تلك التي يحتاجها المحللون الماليون ووسطاء الاستثمار^(٢٣).

ويتبين لنا من تعريف مفهوم الإفصاح الواقعي بأنه سهل المنال في الواقع العملي أكثر من مفهوم الإفصاح المثالي، وأنه يتضمن مفاهيم الإفصاح الثلاثة، وهي الإفصاح المناسب والعاقل والكافي، وهذه المفاهيم يمكن تعريفها كما يلي:

الإفصاح المناسب: وهو الحد الأدنى من الإفصاح الذي يجب أن تتضمنه القوائم المالية، حتى لا تكون مضللة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة.

الإفصاح العادل: ويتضمن تزويد جميع مستخدمي القوائم المالية بنفس كمية المعلومات في وقت واحد.

الإفصاح الكافي: وهو تزويد الفئات المختلفة بالمعلومات التي تعتبر مفيدة لاتخاذ القرارات الرشيدة؛ حيث إن المعلومات الكثيرة التي ليس لها معنى ودلالة تؤدي إلى ضياع المعلومات المهمة والمفيدة، مما يضل مستخدمي البيانات المالية عند اتخاذ القرارات، ويعتمد احتفاظ التقارير المالية بدورها كأداة لنشر البيانات ونجاحها في أداء هذه المهمة على مدى مواكبتها للتطور في البيئة الاقتصادية، وقدرتها على استيعاب احتياجات مستخدميها من المعلومات، لذلك يفترض أن يمتد مفهوم الإفصاح ليغطي

^(٢٣) يوسف أرشيد حبيب العازمي، أوجه القصور في تطبيق المعايير الدولية لإعداد المالية وأثرها على جودة الإفصاح بالقوائم المالية في القطاع النفطي، رسالة ماجستير غير منشورة بكلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، ٢٠١٢م، ص ٣٠ وما بعدها.

مجالات جديدة لم تكن تقع ضمن إطاره في السابق، ولكنها أصبحت ضرورية لاتخاذ القرارات الاقتصادية^(٢٤).

المطلب الثاني

تعريف المعلومات الجوهرية (الداخلية أو السرية) في سوق المال

تمهيد وتقسيم:

المعلومات لغة: المعلومات (Information) في اللغة: مصطلح مشتق من كلمة علم، ويقصد بها العلم والمعرفة والإدراك والإحاطة ببطون الأمور، قال الراغب الأصفهاني: "العلم: إدراك الشيء بحقيقته؛ وذلك ضربان: أحدهما: إدراك ذات الشيء. والثاني: الحكم على الشيء بوجود شيء هو موجود له، أو نفي شيء هو منفي عنه"^(٢٥).

أما المعلومات اصطلاحًا: أما المعلومات اصطلاحًا: فهي بيانات محددة عن الأوراق المالية محل للتداول في البورصة، وعن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق وبأسعار محددة^(٢٦)، وهي بوجه عام، البيانات التي يتم معالجتها لتحقيق أهداف معينة أو بقصد استعمالها لأغراض محددة للمساعدة على اتخاذ القرارات، قبل تحديد ماهية حظر التعامل الداخلي، يلزم أن نبين ما هو المقصود بالمعلومات التي من الواجب على كل مطلع عليها، ألا يستغلها في التعامل بالأوراق المالية، وفي سوق المال المصري (فرع أول)، وأخيرًا المقصود بالمعلومات الداخلية في سوق المال في التشريعات المقارنة (فرع ثان)، وذلك على النحو الآتي بيانه:

الفرع الأول

تعريف المقصود بالمعلومات الجوهرية في سوق المال المصري

عرف المشرع المصري المعلومات الجوهرية، في الفقرة (ج) من المادة (٣١٩) من الباب الحادي عشر، وهو مضاف بقرار وزير الاستثمار رقم (١٤١) لسنة ٢٠٠٦م، من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، بأنها: "أي

^(٢٤) يوسف أرشيد حبيب العازمي، أوجه القصور في تطبيق المعايير الدولية لإعداد المالية وأثرها على

جودة الإفصاح بالقوائم المالية في القطاع النفطي، مرجع سابق، ص ٣١.

^(٢٥) الراغب الأصفهاني، مفردات ألفاظ القرآن، مرجع سابق، ص ٤٣٧.

^(٢٦) د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر،

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها".

كما يجب أن يتضمن التعريف المقترح صفة السرية، أو عدم العلنية للمعلومات الداخلية، مع ربطها بالشركات المدرجة وما يتعلق بها من بيانات؛ والسبب في ذلك أن المعلومات الداخلية، تأتي من جهة مصادر متعددة، ومنها الشركات المدرجة، والتي لا يكفي الاقتصار عليها خشية من آثار تعامل المطلعين على المعلومات الداخلية، والذي يؤدي إلى إصابة البيئة التجارية في السوق بالاضطرابات، ويؤدي إلى عدم استقرار الأسعار^(٢٧).

الفرع الثاني

تعريف المعلومات الجوهرية في سوق رأس المال في التشريعات المقارنة

أولاً- المعلومات الجوهرية في التشريع الفرنسي: عرفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF (Autorité des Marchés Financiers)، المعلومات الجوهرية في لائحته المتعلقة بالتلاعب بالأسواق، والصادرة في عام ٢٠٠٩م، بأنها: "أي معلومة ذات طبيعة دقيقة لم يتم الإعلان عنها، للعموم والمتعلقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة بواحد أو أكثر من مصدري الأدوات المالية أو بواحدة أو أكثر من الأدوات المالية والتي إذا تم تعميمها فمن المحتمل أن يكون لها تأثير هام على أسعار الأدوات المالية ذات العلاقة"^(٢٨).

ويلاحظ مدى اهتمام التشريع الفرنسي بطبيعة المعلومات الجوهرية، ومدى بيان حساسيتها وسريتها وتأثيرها، وربطها بالأوراق المالية ومصدرها، كما أنه بين قدرة هذه المعلومات المحتملة في التأثير في سعر الأوراق المالية، وهو ما يبين مدى التوسع في بيان ماهية هذه المعلومات، وهو توسع مقبول من جانب المشرع الفرنسي؛ وذلك لأن

^(٢٧) أحمد باز محمد متولى، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية (التعامل الداخلي)، بحث مقدم إلى كلية الحقوق، قسم القانون التجاري، العام الجامعي ٢٠١٢م، ص ٨.

⁽²⁸⁾ Reglment General de de l autorite des marches financiers, livre VI- Abus de Marche: Operations D inities manipulations de marche (modifie par arrete du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Art 621-1.

الغاية من بيان نطاق المعلومات الجوهرية هو خلق نوع أكثر حماية لسوق الأوراق المالية، حتى لا تكون عرضة لاستغلالها من قبل المحتالين.

ثانياً- المعلومات الجوهرية في التشريع الإنجليزي: عرف المشرع الإنجليزي في قانون تعامل المطلعين البريطاني الصادر في عام ١٩٨٥م المعلومات غير المعلنة والحساسة تجاه أسعار الأوراق المالية، بأنها: هي المعلومات التي تمثل موضوعاً محدداً ذا علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة، وهي المعلومات غير المعروفة بالنسبة للمتعاملين، والتي لو تم الإعلان عنها للعموم تنشأ إمكانية تأثير جوهري على أسعار الأوراق المالية^(٢٩).

ويلاحظ على هذا التعريف، أنه أضاف عنصراً جديداً إلى عناصر المعلومات الجوهرية، ألا وهو عنصر التجديد، فلا يجوز أن تكون هذه المعلومات، من المعلومات العامة التي يعرفها جميع الناس، بل يلزم أن تكون معلومات جديدة يؤدي فقدانها إلى درجة التأثير على الأسعار.

ثالثاً- المعلومات الجوهرية في التشريع الأمريكي: لا يوجد تعريف واضح وصريح للمعلومات الداخلية في التشريع الأمريكي، وإنما اكتفى المشرع الأمريكي فقط بالتركيز على صفتي الجوهرية والسرية، التي سماها بها، بيد أن هذه الصفات من الصفات التي تحتاج إلى نوع من الضبط القانوني، لذلك فإنه يمكن استنباط تعريف المعلومات الجوهرية في النظام الأمريكي من أحكام القضاء، والتي اعتبرت أن المعلومات الجوهرية هي التي من شأنها تؤثر على القرار الاستثماري للشخص العادي^(٣٠).

وترى الباحثة: أن ما ذهب إليه بعض الفقه، من القول بأن كافة التعريفات التي وردت في بيان المعلومات الجوهرية، قد لا تتلائم مع التوجه الحديث في تجريم التعاملات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، وما يلائم التوسع في النطاق الموضوعي لهذه المعلومات، لتشمل جميع المعلومات، سواء تلك التي تتعلق بالأوراق المالية، أو التي تتعلق بمصدر هذه المعلومات، أو المعلومات التي تعتبر خارجة عن نطاق المعلومات الجوهرية، لكنها ذات صلة بها، ومن ثم تؤثر على أسعار الأوراق المالية،

(٢٩) د. صالح الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة

بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م، ص ٨٥.

(30) Lee Hazen (TH), The Law of Securities Regulation, 4 Edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company st. Paul minn, 2002, P.647

كما في حالات الكوارث الطبيعية أو الحروب أو الأحداث والأزمات السياسية والاقتصادية.

ومن الثابت يقيناً أن الإفصاح عن المعلومات والبيانات من الأهمية بمكان؛ حيث تعتبر مصدرًا يتلقى منه المستثمرون معلوماتهم، التي تساعدهم لتحديد أهدافهم الاستثمارية، وعلى ذلك فقد قطعت الدول في هذا المجال أشواطاً كبيرة، وبذلت مجهودات خارقة، فضمنت قوانينها كل ما من شأنه تحقيق هذه الأهداف، وألزمت الجهات المعنية بالإفصاح عن المعلومات، ويتم ذلك سواء في الأسواق الأولية، وهي الأسواق المصدرة للأوراق المالية، أو الأسواق الثانوية، وهي الأسواق الموازية لها أو البورصة، والتي تلتزم من خلالها الشركات بتقديم موازنتها بين الفترة والفترة، وقيامها بالإعلان عن كل ما يتعلق بمشروعاتها التي تهدف إلى التنمية، ومدى مواكبتها للحالة المستقبلية، وكذلك الإفصاح عن ما تحققه البورصة من أرباح أو خسائر بصورة عادلة، وفي وقت واحد لجميع المتعاملين والمستثمرين، وذلك حتى لا يستفيد أحد من هذا الإفصاح دون أحد، كما يلزم الإفصاح عن كافة المعلومات والبيانات الضرورية، ومن أجل ذلك يعد الإفصاح والحد من استخدام المعلومات غير المعلنة، إجراءً لازماً، بل هو من أهم الإجراءات التي يجب أن تتخذ هدفاً لتنشيط أسواق الأوراق المالية، كما يجب الالتزام بالسرية، وهو التزام يفرض على شخص معين واجب الصمت بخصوص كل ما يصل إلى علمه أو يظهر له أثناء ممارسته لمهنته، أو أثناء تكليفه بعمل معين^(٣١).

ونرى: أنه انطلاقاً من هذه الأهمية الكبيرة لمبدأ الإفصاح، فإن من أهم القواعد التي يقوم عليها هذا المبدأ اعتبار التعامل على المعلومات غير المعلنة جريمة من الجرائم، هو أن المعلومات والبيانات التي تتعلق بالشركات المدرجة، إنما هي من حيث الواقع حق أصيل لكل مساهم ولكل مالك لصك من صكوك الشركة، فضلاً عن مبادئ العدالة والمساواة، التي تقتضي تمكين باقي المستثمرين الراغبين في الدخول إلى الشركة من الاطلاع والإحاطة بكافة المعلومات والبيانات المتعلقة بها، وتجدر الإشارة إلى أن سيطرة فئة على هذه المعلومات واستحواذهم عليها قبل الإفصاح عنها دون الفئة الأخرى، فإن ذلك يعد اعتداءً على مبدأ المساواة والأمانة، والذي يجب أن يسودا التعاملات في أسواق الأوراق المالية، ليس ذلك فحسب بل أنه حق للشركة نفسها كشخص معنوي، مستقل عن

(٣١) د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٤٥.

الأشخاص القائمين على إرادته، بحيث لا يجوز إفشاء معلومات عنها دون إرادتها الصريحة، وهذه الإرادة تتحقق عند الإفصاح للجميع.

كما نرى: أن المشرع يجب أن يتوسع في معنى المعلومات المميزة، فيدخل فيها الإشاعات، وغيرها من المعلومات الكاذبة متى قصد مرجوها إثارة البلبلة والاضطرابات في سوق رأس المال، وذلك لتحقيق مزيد من الردع حفاظاً على التلاعب بالاقتصاد.

خلاصة القول: تتمتع إدارة الشركة والعاملون فيها بوضع مميز عن وضع بقية المتعاملين في البورصة، حيث إن إدارة الشركة تمتلك دائماً معلومات خاصة غير متاحة للجمهور، مما يسمح لها باستغلال المعلومات المتاحة لديها، وغير المتاحة لدى غيرها، وهو ما يمثل جريمة من جرائم البورصات والتي تتمثل في جريمة استخدام العالمين ببواطن الأمور للمعلومات الداخلية؛ حيث إن إدارة الشركة نفسها تعتبر من أكثر الداخلين المطلعين على المعلومات الجوهرية غير المنشورة لغيرها، وعليه فإن إدارة الشركة يمكنها أن تعمل في ظل وجود معلومات غير منشورة سواء أكانت إيجابية أم سلبية لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين في السوق.

المبحث الثاني

أحكام المعلومات الجوهرية المميزة (حظر التعامل الداخلي)

تمهيد وتقسيم:

تمثل المعلومات الجوهرية أو السرية أو المميزة، أو ما يطلق عليها حظر التعامل الداخلي، أحد أهم الأدوات الرئيسية التي لا يستغني عنها المستثمرون، وهم بصدد التعامل بمدخراتهم مع شركات الاستثمار والبورصات المالية، ولا تؤدي المعلومات الجوهرية دورها المحوري المنوط بها، ما لم ترى النور، وتخرج إلى حيز الإفصاح الكافي والإعلان عنها، لكافة المستثمرين على أساس من التكافؤ والمساواة، أما إذا كانت كامنة غير مفصح عنها فإنها تفقد فائدتها ولا جدوى من وجودها، وتصبح والعدم سواء، وحتى لا تستغل هذه المعلومات من قبل البعض في تحقيق أرباح غير عادية، نتيجة إتاحتها للبعض، وحجبها عن البعض الآخر، مما يؤدي إلى حدوث فجوات معلوماتية، من شأنها التأثير سلباً على مناخ التوازن الاقتصادي، فضلاً عما تحدثه من زعزعة الثقة بين المساهمين وإدارات البورصات، وعلى ذلك فإن مبدأ الإفصاح والشفافية يمثلان حجر الزاوية والأساس الذي يساعد على تلبية احتياجات متخذي القرارات، على اختلاف فئاتهم في مجالات تداول الأوراق المالية، وتمثل القوائم المالية التي تعدها الشركات المصدرة

للأوراق المالية، محور الإفصاح والشفافية، وعلى قدر ما يتوافر لهذه القوائم المالية من متطلبات الشفافية والإفصاح، على قدر ما تتوافر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات، لمستخدمي هذه القوائم المالية، وعلى ذلك فإن هناك ثمة علاقة طردية بين زيادة حجم الإفصاح في القوائم والتقارير المالية من جهة، وبين المعلومات والبيانات التي تعكسها تلك القوائم من جهة أخرى، ومن الواجب التأكيد عليه أن ثمة تفاوت في متطلبات الطوائف المتنوعة من المحللين الماليين فضلاً عن المستثمرين والمتعاملين في مجال بورصة الأوراق المالية، وذلك فيما يتعلق بمدى حاجتهم من المعلومات المميزة، وهو ما يؤدي إلى قدرتهم على ترشيد القرارات المتخذة إزاء ما يستجد من تغيرات مستقبلية، وعلى ذلك فإنه يجب أن يلتزم كافة المساهمين بالضوابط التي قررتها قوانين أسواق المال واللوائح المنظمة لها، فيما يتعلق بتطبيق النماذج التي تتضمنها اللائحة التنفيذية لقوانين سوق المال، ومنها ضرورة الإفصاح عن السياسات الاستثمارية لهذه الشركات، وعلى ذلك فإن توفير المعلومات، يجب فيه مراعاة هذه الاعتبارات الواجبة عند إعداد القوائم المالية لشركات إدارة محافظ الاستثمار، وهو ما من شأنه تحسين منفعة المعلومات المفصح عنها وتأتي أهمية تعظيم منفعة المعلومات المفصح عنها بهدف ترشيد القرارات المتعلقة بشركات الأموال، وهو ما سوف يؤدي إلي تعظيم العائد لتلك الشركات أولاً، بشقيه التراكمي والدوري من ناحية، وتقليل المخاطر المختلفة لقرارات المستثمرين من ناحية أخرى. وعلى ضوء ما سبق فإن المعلومات السرية المميزة، أو ما يطلق عليها حظر التعامل الداخلي، ماهيتها، وخصائصها، من الأمور التي يلزم بيانها، حتى يمكننا تحديد ماهية حظر التعامل الداخلي، وذلك في مطلبين؛ حيث نبين خصائص المعلومات الجوهرية (مطلب أول)، ونطاق حظر التعامل الداخلي (مطلب ثان)، على النحو الآتي:

المطلب الأول

خصائص المعلومات الداخلية

تمهيد وتقسيم:

هذه المعلومات لا بد أن تتصف بخصائص معينة لتكون من المعلومات المميزة، ومن أهم هذه الخصائص أن تكون المعلومة سرية، وأن تكون المعلومة محددة تحديداً كافياً، فالقول بأن شركة تعثرها بعض الصعوبات لا تعد معلومة مميزة، لأنها غير محددة، بخلاف معرفة الأرباح التي حققتها الشركة، وكذلك معرفة أن الشركة تعاني من

خسارة فادحة فهذه معلومات محددة تعتبر مميزة، وأن يكون من شأن المعلومات التأثير على سعر الأوراق المالية المتعلقة بها لو وصلت إلى علم الجمهور^(٣٢). وقد حدد القانون الفرنسي مضمون المعلومة السرية المميزة بتلك: "التي تتعلق بالإداء الفني والتجاري والمالي للشركة"، ثم وسعت القوانين المتتالية هذا المفهوم، حيث أصبحت تلك المعلومات التي تتصل بالوضع الحالي والآفاق المستقبلية لمصدر الصكوك أو المتعلقة بتطور مستوى الورقة المالية، ثم تأكد هذا التوسع في المفهوم حول مضمون المعلومة في العبارات الآتية^(٣٣): المعلومات التي تتعلق بالوضع الحالي والآفاق المستقبلية لمصدر الأوراق الذي تتداول صكوكًا في سوق نظامي أو تتعلق بتطور مستوى أحد الأدوات المالية المقيدة في سوق نظامي أو الأوراق خارج الجدول. كما حددت لجنة عمليات البورصة (commission des opérations de bourse) خصائص المعلومة المميزة كالتالي: "المعلومة المتميزة تعني أنها غير معممة (خاصة)، وأنها محددة تتعلق بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو بورصة مالية أو أكثر، والتي لو تم تعميمها لكان لها أثر على سعر الورقة المالية أو المنتج المالي الذي تتصل به".

وصفة التحديد هنا تعني اتصالها بمشروع محدد تحديداً كافياً حتى يكون له حظ معقول من النجاح، ولا يؤثر في ذلك وجود الطابع الاحتمالي الذي يتعلق عادة بطبيعة مثل هذه العمليات، من حيث التنفيذ الفعلي للمشروع، على أن المعلومة المتميزة لا تتطلب إطلاقاً شرط التأكيد^(٣٤).

وعلى ما تقدم تتميز المعلومات الداخلية بمجموعة من الخصائص، التي تجعلها ذات طبيعة خاصة، ومن ثم لا يجوز أن يستأثر بها أحد من الأشخاص، أو تقوم فئة معينة باستغلالها دون الآخرين، على نحو يعود عليهم وحدهم بالفائدة، وفيما يلي نبين في فرعين بعض هذه الخصائص:

(٣٢) د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص ٣٨٢.

(٣٣) قانون ٥٩٧-٩٦ في ٢ يوليو ١٩٩٦. مادة ١٠-٥ مستحدثه في مرسوم قانون ٢٨ سبتمبر

١٩٦٧م، حيث لم يغير من صفة المعلومة. (JCP.1996 ED.E.III NO68046)

(٣٤) المادة الأولى من اللائحة رقم ٩٠/٨ والتي حل محلها المواد ٦١١-١، ٦٢٢-١، ٦٢١-١، من

اللائحة العامة AMF في ٢٥/١١/٢٠٠٤.

(35) Romtchevsky, note, Arret.c.A, Paris.2, avril 1997, bull.joly.97, page 661, 522 tunc, note ,Arret, c.A, 30mars 1977, j.c.p.1978.ed.G.II.18789.

الفرع الأول

المعلومات الداخلية معلومات سرية

تتمتع المعلومات الداخلية- وفقاً للتعريفات السابقة- بأنها معلومات، ويكمن معيار السرية في النطاق الزمني الذي تظل فيه المعلومة كذلك، فإن المعلومة تعد سرية حتي ولو لم يكن العالم ببواطن الأمور هو الوحيد الذي يعلم بها، وطالما أنها لم تكن إلا بحوزة عدد محدود من الأشخاص بالنسبة لبقية المتعاملين في سوق البورصة⁽³⁶⁾، فالذي يحدد السرية إذن هو التناسب بين من يعلمون ومن لا يعلمون، لأن ذلك يؤدي إلى تزييف آلية الأداء في البورصة⁽³⁷⁾.

كما أن الإشاعات المتعلقة بالمعلومة السرية عن خسائر كبيرة الحجم، التي ترددت، وتناولتها النشرات المالية دون أن تصل إلى علم الجمهور، تعد معلومة سرية، طالما أن تلك النشرات ظلت دون صدي في الصحافة المتخصصة، وهنا يثار تساؤل آخر، عما لو قامت الصحف بنشر تلك المعلومة، فهل تفقد بالتالي الطابع السري المميز للمعلومة؟ في الحقيقة ليست هناك إجابة قاطعة، حيث نستخلص غياب الإعلان الرسمي من الشركة، أي لم يحدث إفصاح من جانب الشركة، وبالتالي فلكي تفقد المعلومة صفتها السرية، يجب أن يتم نشرها وفقاً للشروط القانونية، إذ يجب على الشركة أن تقوم بنشر المعلومات أو أن ترسل منشوراً إلى المساهمين، فذلك هو السبيل لكي تفقد المعلومة صفة السرية.

وعلى ذلك فإذا لم يصل المنشور إلى المرسل إليهم بسبب إضراب عام من هيئة البريد، فلا تفقد المعلومة صفة السرية، لأن المستثمرين والمدخرين يجب أن يحاطوا بها علمًا فعليًا، وعلى ما تقدم يشترط في المعلومات الداخلية محل الاستغلال، أي أن تكون سرية غير معلنة وتتميز تلك المعلومات بالسرية، وتبقى كذلك في الحالات، التي يكشف عنها لعدد محدد فقط من الأشخاص المستثمرين، متى عرفت فيما بينهم أنها سرية⁽³⁸⁾.

(36) C.A.Paris,30mars 1979, jcp 1980, edG.II.19306: " Un nombre tres de limite de personnes par rapport a l, ensemble des partenaires des partenaires du marche boursier".

(37) Frederic peltier, delit d,initie, banque et droit no 42, juill. Aout 1995, page25.

(38) Peter (C.), Insider Trading in Swizerland, Puplished in Insider Trading, Edited by Emmanuel Gaillard, Kluwer, 1992, p.273

وتمارس الرقابة على صناديق الاستثمار من خلال التأكد من المعلومات التي يتم نشرها، وهو ما يقصد به النشر الإعلامي الذي يوجه إلى الجمهور، وليس النشر المجرد للدعاية، ولا تعني علانية المعلومات، علم الجميع بالفعل بها، بل يكتفى من ذلك أن يعلم بها الأشخاص الذين من المتوقع تعاملهم في أسواق الأوراق المالية التي تتأثر، سلبًا وإيجابًا بمدى توافر هذه المعلومات من عدمه.

ويشترط البعض ضرورة توافر سرية المعلومات، بينما يرى البعض^(٣٩) أن المفهوم الذي يقصد به المعلومات الجوهرية أو غير المعلنة، يختلف عن المفهوم الذي يقصد به المعلومات السرية، في غالب الأحوال تكون المعلومات الخاصة بمنشأة من المنشآت أو شركة من الشركات، غير سرية، بيد أنه يشملها الحظر، على اعتبارها من المعلومات التي من شأنها التأثير في أسعار الأوراق المالية لهذه المنشأة، أو تلك الشركة، فلا يوجد ثمة ارتباط بين كون غير معلنة أو داخلية، وبين السرية في المعلومات، إذ أن السرية في المعلومات تعد نسبية وليست مطلقة، فإن مجرد الإفصاح عنها للجمهور تخرج من إطار السرية إلى الجهر والإعلان.

وتجدر الإشارة إلى وجوب النظر إلى معيار السرية^(٤٠)، من مختلف الجوانب؛ لاسيما الجوانب الموضوعية، وذلك عند بيان طبيعة المعلومات السرية، دون النظر إلى شخصية متلقي هذه المعلومات أو ناقلها، ودون النظر إلى أي مدى كان اعتقاده، والإدعاء بسرية المعلومات حال علم ناقلها بهذه السرية، وعدم السرية إذا كان لا يعلم بذلك، إدعاء بغير دليل، إذ الأصل أن تكون جميع المعلومات التي يمكن تداولها، ويرد ذكرها في اجتماعات مجلس الإدارات للشركات العاملة في مجال البورصة، وكذلك ما يرد في وثائق الأجهزة الرقابية على الشركات، إنما هي من حيث الأصل معلومات سرية بالضرورة، حتى وإن اعتقد البعض ما يخالف أصل سريتها.

ولا يشترط أن تكون المعلومات والبيانات غير المعلنة كاملة، بل يكفي تواجدها حتى ولو كانت غير مكتملة، مع اشتراط أن تكون هذه المعلومات لها تأثير مباشر أو غير مباشر على الأسعار في بورصة الأوراق المالية، وذلك سواء تم استغلالها من قبل

(٣٩) د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة

في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠م، ص ٤٣١.

(٤٠) د. بلال عبد المطلب بدوي، الإلتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار

النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ١١٢ وما بعدها.

العميل، أو قامت شركات السمسة بتنفيذ الصفقة، بصورة مباشرة أو غير مباشرة من خلال إدخال العديد من الدراسات الفنية والتحليلية، التي تؤدي إلى الوصول لنتيجة معينة أو على الأقل تأكيد تلك النتيجة، وإن كان يصعب تحديد ما يمكن به الفصل بين المعلومات المعلنة والمعلومات غير المعلنة، وهي التي تم تصحيحها وإضفاء الصفة الشرعية عليها، وذلك من خلال ما تم من بحوث ودراسات تحليلية تساعد على ذلك وتغير من طبيعتها.

ومن الأمثلة الدالة على ذلك ما أثير في الولايات المتحدة الأمريكية، في القضية التي حكمت فيها المحكمة العليا، بإدانة محرر في صحيفة وول ستريت Wall Street "Journal"، وذلك لقيامه بتسريب معلومات غير معلنة في أحد جهات الإعلان المعتمدة آنذاك، كالصحافة والإذاعات بنوعيتها، والتي من شأنها إضفاء صفة السرية، والتي تبقى حتى وقت الإفصاح للجمهور، وتخلص الوقائع في أن السيد وينانز (Winans)، وهو صحفي من المشاركين في كتابة عمود من الأعمدة الثابتة في الجريدة، ويتم من خلال عموده تقديم نصائحه وتوصياته لجمهور المستثمرين، وقد نالت كتاباته شعبية واسعة النطاق، لجودة المادة المقدمة وتنوعها، فضلاً عن صداقية الكاتب ونزاهته، وعلى الرغم من أن الكاتب كان على دراية ومعرفة تامة بقواعد العمل الصحفي على وجه العموم، وفي الجريدة التي يعمل بها على وجه الخصوص، وكانت قواعد وأساسيات النشر تنص على أن محتويات العمود هي معلومات سرية خاصة بالجريدة، ومن ثم يجب على الكاتب عدم الإفصاح عنها قبل نشرها، باتخاذ الإجراءات الصحفية المناسبة، إلا أن الكاتب قد خانته معلوماته وتورط في مؤامرة مع اثنين من الأشخاص، أحدهما سمسار في بورصة الأوراق المالية، وكان هذا السمسار يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية، وفقاً لما هو متوقع من آثار محتملة لمقال الكاتب للمستثمرين بعد نشره، ثم يقوم الكاتب وصاحبه باقتسام ما جنوه من أرباح فيما بينهم.

الفرع الثاني

المعلومات الداخلية محددة مؤثرة على الأسعار مرتبطة بأوراق الشركات المالية

أولاً- المعلومات الداخلية معلومات محددة: إن الشخص الذي علم، من خلال اجتماع مجلس الإدارة، بالنتائج المربحة التي تؤدي إلى تزايد الأرباح الموزعة، وكذلك إلى زيادة رأس المال بتوزيع أسهم مجانية، يعد حائزاً لمعلومة محددة. ولا يقصد بالتحديد هنا معرفة الأرباح أو الخسائر بالأرقام، كذلك فإن المعلومة تعتبر محددة بما فيه

الكفاية، بمعرفة الخسائر حتي ولو لم يعرف سوي الحد الأدنى أو الأقصى، وأن معرفة الجمهور، منذ عشرة أشهر مضت، بأنه ربما سيتم توزيع أرباح، وأن الصحافة المالية قد أعطت تكهنات حول هذا المعني، فإن تأكيد هذه التنبؤات أثناء اجتماع مجلس الإدارة يحول ما كان مفترضا (supposition) إلى معلومة خاصة مميزة^(٤١).

وإنما تكون المعلومات محددة ومبينة، عندما تتعلق بوقائع معينة أو بأمر تمس سوق رأس المال، كاستيلاء بعض الشركات على البعض الآخر، أو حصولها دون غيرها على العقود التي تؤدي إلى زيادة أرباحها بشكل مبالغ فيه، أو أن تطرح بعض المنتجات الجديدة التي يتوقع لها الراجح.

ووفقاً لما تقدم فإن كافة الآراء التي تشكل بياناً أو تعطي انطباعاً أو ترسم نموذجاً عاماً، عن الشركات أو أسواق رأس المال بوجه عام، فلا تعد هذه المعلومات في هذه الحالة من المعلومات الجوهرية، كالقول بأن شركة من الشركات بلغت حدًا من الازدهار، أو على النقيض بلغت حدًا من الانحدار والخسارات المتلاحقة، ولا تختلف القطاعات العامة ذات الأهمية للشركة عن ذلك، ويكون ذلك في جميع الحالات، بما فيهم حالة الآراء القائمة على مزيد من التحاليل ودراسات الجدوى العلمية، فإنها تبقى ولا تزال معلومات غير جوهرية^(٤٢).

وهو ما يفهم منه أن المقصود بالمعلومات المحددة، هي تلك المعلومات التي تدور حول شيء معين، والتي منها يمكن استخلاص نتائج محددة، عند الإفصاح عنها أو العلم بها، وذلك كما لو كانت المعلومة تدور حول تعديل في رأس مال الشركة سواء بالزيادة أو النقصان، أو عند إصدار سندات جديدة، أو نتيجة لتوزيع أسهم مجانية، وما سوى ذلك من الأمور التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية التي تتعامل بها الشركات المصدرة لتلك الأوراق، أما إذا كانت هذه المعلومات عامة، لا يسع أحد جهلها، وليس من شأنها أن تنبئ عن واقعة محددة، فيصعب وصف هذه المعلومات بالسرية، وكذلك الحال للمعلومات التي تشتمل على ألفاظ ومصطلحات مجردة وعامة، كالأدعاء زعمًا بأن شركة ما، سوف تحقق قدرًا كبيرًا من المنافع أو تجني أرباحًا هائلة في المستقبل، أو

(41) ducouloux, note Arret, cour correctionnel de paris, 28jan 1985, Gaz.pal.1985, page287.

(٤٢) د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية "دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠١١م، ص٤٧٨.

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

على العكس من ذلك أنها قد تتكبد خسائر في ظل ما تنتهجه من سياسة؛ فإن مثل هذه المصطلحات، لا تتجاوز التكهّنات التي لا تصل إلى درجة المعلومات السرية، ومن ثم لا يمكن وصفها بالسرية، ما لم تصدر بصفة رسمية من إحدى الجهات المعنية بذلك، يمكن التعميل عليها^(٤٣).

ثانياً - المعلومات الداخلية تؤثر على الأسعار: أن يكون من شأن المعلومة التأثير على سعر الأوراق المالية المتعلقة بها^(٤٤)؛ حيث يجب أن يكون من شأن المعلومة، لو وصلت إلى علم الجمهور، التأثير على سعر الأوراق المالية التي تتعلق بها، وقد استلزمت معظم اللوائح في أغلب الدول أن تكون المعلومة ذات أثر على أسعار الأوراق المالية، مثل ميثاق السلوك الألماني والقوانين الإنجليزية والدانماركية، كما أن لائحة لجنة عمليات البورصة في فرنسا أوجبت أيضًا أن تكون المعلومة ذات أثر على سعر الورقة. والحكمة من استلزام أن يكون من شأن المعلومة التأثير على أسعار الأوراق المالية، هو أنه ليست كل معلومة يجهلها الجمهور تعد معلومة خاصة مميزة، وبالتالي فإن المعلومة لا تعد كذلك إذا لم يكن من شأنها التأثير على سعر الأوراق المالية التي تتعلق بها، وأن القول بغير ذلك، يمنع المديرين بل وغالبية الموظفين من أن يقوموا بأي تعامل على أسهم شركتهم؛ حيث إنهم يحوزون بصفة دائمة معلومات لا يتصل على الجمهور بها.

واعتبار المعلومات غير معلنة ومحددة وحده غير كاف لوصفها بالمعلومات السرية أو الداخلية؛ حيث إن القول بذلك من شأنه أن يؤدي إلى إدخال أنواع كثيرة من المعلومات الداخلية ضمن النطاق المحظور، كما أنه يؤدي إلى اتساع شريحة الذين يعملون في الشركات، من الإداريين والموظفين العاديين فضلاً عن الحراس والمراسلين، كل هؤلاء يقعون تحت طائلة الحظر، وذلك لحيازتهم ومعرفتهم بالكثير من المعلومات الداخلية أو السرية التي لا يعلم بها الجمهور وعامة الناس، وهو ما يكون سبباً في عواقب وخيمة وأزمات غير مبررة، فضلاً عن مخاطر الإدانة واعتبارهم مجرمين، في أي وقت بحجة مخالفة مبدأ الحظر، وما سوف ينتج عنه من آثار كمنع تداول أسهم

^(٤٣) د. بلال عبد المطلب بدوي، الإلتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، مرجع

سابق، ص ١١٠،

^(٤٤) Hubert vauplane, utilization d'une information privilegiee banque et droit no32.nov, dec 1993, page 25.

الشركات التي يعملون بها، لحيازتهم معلومات داخلية سرية ومحددة، وعليه فلا يمكن التسليم بذلك.

وعلى ذلك فإن القاعدة العامة تقتضي أن كل معلومة يجهلها الجمهور لا تعتبر بالضرورة من المعلومات الداخلية؛ حيث ثمة تفاوت وتنوع في أهمية وقوة المعلومات الداخلية الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية، وكذلك الشركات التي تتداول أوراقها في بورصة الأوراق المالية، ومن ثم فإنه يلزم لاعتبار المعلومات متميزة، أن تكون ذات تأثير على أسعار الأوراق المالية انخفاضاً أو ارتفاعاً، في حالة وصول هذه المعلومات إلى جمهور المتعاملين مع البورصة والمستثمرين^(٤٥).

وتستلزم غالبية اللوائح التشريعية في أغلب دول العالم، أن تكون المعلومات الداخلية لها آثاراً فعالة على الأسعار في أسواق الأوراق المالية^(٤٦)، ومن هذه التشريعات التشريع الإنجليزي^(٤٧)، والحال كذلك في التشريع الفرنسي، فإن لائحة لجنة عمليات البورصة الفرنسية، استلزمت أن تكون المعلومات الداخلية، ذات أثر على سعر الورقة.

ويرى البعض أن المعلومات الداخلية أو السرية التي تكون من حيث الأصل مؤثرة في أسعار الأوراق المالية، هي تلك المعلومات التي تكسب من يحوزها ميزة أكبر من غيره، وتمنحه ثقة في نفسه تجعله يقترب من التقدير الصحيح للقيمة السوقية للأوراق المالية، التي تتوقع للأسهم مستقبلاً، سواء منها المتواجد بين يد المستغل لهذه المعلومات، أو على المدى البعيد في بعض الأحيان.

وتبدو أهمية هذه الخاصية واضحة وجلية من جهتين:

الجهة الأولى: أن هذه الخاصية تقوم بحصر مجالات تجريم استغلال المعلومات الداخلية غير المعلنة في إطار معقول، غير مبالغ فيه.

^(٤٥) د. صالح أحمد البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢٠.

^(٤٦) Vauplane(H.), Utilisation d'une information privilegiee, Banque et Droit, n 32. Nov. dec 1993, p.25.

^(٤٧) د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة للحصول على درجة الدكتوراة، من كلية الحقوق - جامعة القاهرة، مصر، ٢٠٠٤م، ص ١٠٩.

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

الجهة الثانية: تضع هذه الخاصية معياراً واضحاً، يمكن من خلاله الوقوف على أهمية المعلومات، وتحديد قيمتها، فضلاً عن بيان الآثار المحتملة وفقاً للطبيعة الذاتية لهذه المعلومات الداخلية^(٤٨).

ثالثاً- ارتباط المعلومات الداخلية بأوراق الشركات المالية: اعتبار المعلومات الداخلية مؤثرة تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية، وحده غير كاف، وإنما لابد أن ترتبط هذه المعلومات غير المعلنة والمحددة والمؤثرة في الأسعار بالأوراق المالية أو الشركات المصدرة للأوراق المالية، وتظهر هذه الخاصية عند تعريف المعلومات الداخلية التي تكون محلاً للاستغلال من الخواص التي تتفق والمنطق؛ حيث إنها لا فائدة من استغلالها إلا إذا كان لها أهمية عند بيع أو شراء الأوراق المالية، وبشكل أكثر اتساعاً، ولها أهمية قصوى في التعاملات داخل الأسواق المالية.

ومن التطبيقات على ذلك، عدم تعلق المعلومات الداخلية، بالأوراق المالية للشركات، فإن ذلك خارج نطاق المعلومات السرية التي يتعين عدم الإفصاح عنها^(٤٩)، ويترتب الجزء بالإخلال بهذا الشرط.

وأمثلة هذا النوع من المعلومات التي بسببها يحظر التعامل في الأوراق المالية، تلك المعلومات التي تتعلق بتقنيات الإنتاج وبراءات الاختراع الحديثة، وأسرار التكنولوجيا، في مجالات الطاقة، لا سيما الطاقة المتجددة منها، وكذلك القوائم الخاصة بالمتعاملين مع الشركات، وتقدير حجم الأرباح والخسائر والاحتياطات النقدية الحالية، وما يمكن توقعه من أزمات فيما يخص توريدات المواد الخام، وكذلك موقف الشركات المالي في مواجهة البنوك التي تتعامل معها، ومديونيات الشركات وقروضها، والعروض التي تقدم بهدف شراء أغلبية أسهم الشركة، و أيضاً العروض الخاصة بالاندماج وإمكانية ظهور ثروات معدنية جديدة وكشفها والتقيب عنها في أراضي تملكها الشركة، إلى غير ذلك من الأمثلة التي يعد الكشف عنها قبل نشرها محظوراً.

خلاصة القول: مما سبق في هذا المبحث يتبين لنا أن المعلومات الداخلية أو السرية، هي تلك المعلومات التي ينطبق عليها حظر الاستغلال، والتي يمكن ان توصف

(48) Gaillard (E.), Le droit francais du delit d initie, J.C.P., n 351, 1991, p.245.

(49) د. بلال عبد المطلب بدوي، الإلتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، مرجع

سابق، ص ١١٠.

بأنها غير معلنة ومحددة، ومن ثم أنها تؤثر في أسواق الأوراق المالية، أسعار هذه الأوراق والجهات المصدرة لها.

المطلب الثاني

نطاق حظر التعامل الداخلي

تمهيد تقسيم:

المعلومات المميزة واجبة الحظر وفق نطاق معين، وهي غير كذلك ما دامت خارج نطاق الحظر، والنطاق يتمثل في النطاق الموضوعي (فرع أول)، والزمني والمكاني (فرع ثان)، وهو ما سوف نبينه بشيء من التفصيل في هذا المبحث، وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول

نطاق حظر التعامل الداخلي

أولاً- النطاق الموضوعي لحظر التعامل الداخلي: تختلف صور ومقاصد استغلال المعلومات الداخلية التي يحصل عليها المتعامل الداخلي، إذ قد يستغل هذه المعلومات لتحقيق أغراض ومآرب خاصة بشخصه، أو بمن يهيم أمره، كما قد يستغل هذه المعلومات الداخلية لصالح أشخاص آخرين، مقابل الحصول على أجر لذلك، وهاتان صورتان هما المشمولتان بالحظر المذكور؛ من حيث تضمنهما اعتداءً صارخاً على المبادئ العامة لأسواق رأس المال، كمبدأ الشفافية والإفصاح، وهما في الوقت ذاته يمثلان جريمة جنائية، يعاقب مرتكبوها بالعقوبة المقررة في القانون، وفق ما هو وارد في كافة التشريعات التي تنظم أعمال البورصة وأسواق الأوراق المالية، وفيما يلي نبين إفشاء المعلومات الداخلية للغير، (أولاً)، ثم نبين الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية (ثانياً)، وذلك على النحو التالي:

(١) إفشاء المعلومات الداخلية للغير: تحقيقاً للمبادئ العامة التي تقتضي المساواة بين الجميع في الحصول على المعلومات، وتطبيقاً لمبدأي الشفافية والإفصاح^(٥٠)، فإن ثمة التزام من الالتزامات التي تقع على عاتق المطلعين، يوجب عليهم ضرورة الحفاظ على السر المصرفي، إذ يمتنع عليهم إجراء أي نوع من التعاملات بناء على ما اطلعوا

(٥٠) د. صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق،

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

عليه طيلة فترة الحظر وحتى لحظة وصول المعلومات إلى علم الجمهور في وقت واحد^(٥١)،

وهذه الجريمة عاقب عليها المشرع المصري، طبقاً لما نصت عليه المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، إذ نصت على أن: "كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون"، وفرض على مرتكب هذا الفعل العقوبة المناسبة.

كما قرر المشرع كذلك مسئولية مراجع الحسابات عن الأفعال المتضمنة إفشاء للمعلومات التي اطلع عليها بحكم مهنته إلى الغير بمن فيهم المساهمون في الشركة، كونه يعد أميناً على تلك المعلومات والبيانات، وذلك طبقاً لما ورد في المادة (١٠٨) من قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٨م بتعديل القانون رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١م^(٥٢)؛ حيث نصت على أنه: "مع عدم الإخلال بالتزامات المراقب الأساسية لا يجوز لمراقب الحسابات أن يذيع على المساهمين في مقر الجمعية العامة أو في غيره أو إلى غيرهم ما وقف عليه من أسرار الشركة بسبب قيامه بعمله وإلا وجب عزله ومطالبته بالتعويض"، وأيضاً ما نصت عليه الفقرة (٥) من المادة (١٦٣) من ذات القانون.

(٢) الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية: الصورة الأولى من صور الاستغلال تتمثل في الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية، وفيها يستغل المطلع على المعلومات الداخلية- أين كان، سواء من طائفة المطلعين الرئيسيين أم المطلعين بصفة ثانوية- هذه المعلومات الداخلية التي اطلع عليها في التعامل بالأوراق المالية لجهة من الجهات التي تربطه بها روابط ذات منفعة شخصية تعود على شخصه^(٥٣).

ويتم الاستغلال الشخصي في إحدى صورتين:

الصورة الأولى: وهو ما يتم بشكل اعتيادي؛ إذ يتم التعامل الداخلي بصورة مباشرة عندما يتعامل المطلع بصورة مباشرة بالأوراق المالية بيعاً أو شراء وفقاً لما اطلع عليه من المعلومات الداخلية.

⁽⁵¹⁾Yauplane (H.) et Sinaret (O.), Delits boursiers, propositions de reforme, Revue de Droit Bancaire, n 61, mai- Juin 1997, p.85.

⁽⁵²⁾ الجريدة الرسمية العدد (٢) مكرر (ط) بتاريخ ١٦/١/٢٠١٨م.

⁽⁵³⁾ د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، مرجع سابق، ص ٣٥٨.

الصورة الثانية: الاستعانة بالغير لتحقيق مصالح شخصية، وذلك كأن يقوم الغير بإجراء العمليات التي يتم من خلالها الاطلاع على المعلومات باسمه هو، ولصالح المطلع الذي استعان به^(٥٤).

ثانياً- النطاق الشخصي: يحدد النطاق الشخصي لحظر المعلومات الداخلية الأشخاص المحظور عليهم الاستفادة من المعلومات الداخلية، هؤلاء الأشخاص الملزمين بهذا لم يحددهم المشرع المصري، واكتفى في ذلك باستخدام بعض الألفاظ التي تدل عليهم، كلفظ كل من أفشى سراً طبقاً لما نصت عليه المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، والتي نصت على أنه: "مع عدم الإخلال بأى عقوبة اشد منصوص عليها فى أى قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده أو أثبت فى تقاريره وقائع غير صحيحة أو أغفل فى هذه التقارير وقائع تؤثر فى نتائجه".

حيث يلاحظ من نص هذه المادة أن المشرع المصري قد أطلق ذلك القول دون تحديد من هو المطلع؟

وترى الباحثة: أن عدم التحديد فيه حماية أكثر للسري المصرفي على وجه العموم، وللمعلومات المميزة محل الدراسة بوجه خاص، وهو ما عليه المشرع المصري، إذ يعاقب كل من أفشى سراً أيًا كان، وسدًا لباب التحايل على القانون.

وأما موقف الفقه بوجه عام، فقد كان تصنيف الأشخاص الذين لهم حق الاطلاع على المعلومات الداخلية إلى فئتين:

الفئة الأولى: فئة المطلعين من الداخل، أي من داخل الشركات بحكم ما يمارسونه من أعمال وظيفية، **والفئة الثانية:** فئة المطلعين من الخارج، أي من خارج الشركات بحكم علاقات العمل أو الخدمات المؤقتة التي يتعاقدون مع الشركات بشأنها^(٥٥).

وقد فرق القانون المصري في المادة (٣١٩) من قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

(٥٤) د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات، مرجع سابق، ص ٦٧.

(٥٥) Isenberg (J) Insider trading, Breach of fiduciary duty an misappropriation, Enforcement and case Law series, 1993, p.37.

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

الصادر بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، بإصدار قانون سوق رأس المال^(٥٦)، والمادة (٣١٩) تابع للباب الحادى عشر وهو مضاف بقرار وزير الاستثمار (١٤١) لسنة ٢٠٠٦ بعنوان قواعد حظر التلاعب فى الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية، فرق بموجب هذه المادة بين المطلع على المعلومات الداخلية، وبين المتعامل الداخلى، فعرف المطلع على المعلومات الداخلية في الفقرة (د) من المادة السابقة بقوله: "المطلع على المعلومات الداخلية: كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية من شأنها تحقيق منفعة لصالحه أو لصالح شخص آخر، وسواء تم الاطلاع بصورة شرعية أو غير شرعية وسواء اطلع بنفسه على المعلومات أو وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة أو بصلة مباشرة أو غير مباشرة. ويخضع استغلال المعلومات الداخلية لحكم المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال"، بينما عرف المتعامل الداخلى في الفقرة (هـ) من ذات المادة بقوله: "المتعامل الداخلى: كل شخص حقق نفعاً سواء بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره من تعامله بناء على معلومات داخلية أو استغلاله لها، ويعتبر المستفيد من المعلومات المشار إليها قد حقق نفعاً منها فى تطبيق أحكام المادة (٦٤) من القانون فى هذه الحالة".

ويلاحظ من نص الفقرة (د) والفقرة (هـ) من المادة (٣١٩) سابقتي الذكر، أنه يعاقب أي مطلع على معلومات داخلية بالعقوبة المقررة بالمادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال، إذا تم استغلال هذه المعلومات، وسواء حقق نفعاً من الاستغلال للمعلومات الداخلية، أم لم يحقق أي نفع، وسواء كان مستغلاً فيصبح متعاملاً داخلياً، أو كان مستغلاً على أي وجه آخر، كأن يبوح بهذه المعلومات الداخلية لأشخاص آخرون لقاء أجر يدفعونه له^(٥٧).

وتطبيقاً لمبدأ حظر التلاعب في الأسواق المالية قضت محكمة النقض المصرية بأنه: "يجب أن يتم الإعلان عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة على وفق القواعد التي يصدر بها قرار عن مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال (الهيئة العامة للرقابة المالية فيما بعد) - أناط المشرع برئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول للأوراق المالية التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار، وخوله إلغاء العمليات

^(٥٦) انظر: الوقائع المصرية العدد ٨١ (تابع) الصادر بتاريخ ١/٤/١٩٩٣م.

^(٥٧) د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية "دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي"، مرجع سابق، ص ٤٨١ وما بعدها.

التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، وجعل لرئيس الهيئة سلطة اتخاذ أي من هذه الإجراءات في الوقت الذي يستلزمه اتخاذها من قبله، وأوجب على كل بورصة القيام بقيد العمليات التي تخطر بها عن تداول الأوراق المالية غير المقيدة لديها، بحيث يتضمن القيد اسم البائع والمشتري، والبيانات الكاملة عن الورقة المالية، والسعر الذي تم تنفيذ العملية به^(٥٨).

ويحسب للمشرع المصري حسن الصنيع، إذ يعد هذا التوجه للمشرع توجهاً محموداً، باعتباره يواكب التطورات المتلاحقة في أسواق العمل بوجه عام، وأسواق الأوراق المالية على وجه الخصوص، وذلك من حيث إنه نوع من الأساليب التي يحصل بها على المعلومات الداخلية ووسائل استغلالها، مع بيان تنوع الفئات المطلعة على هذه المعلومات على وجه يمكن القول معه أنه من الصعوبة بمكان حصره. وتعد شركات السمسرة من الأشخاص الواجب عليهم الالتزام بالامتناع عن التعامل على معلومات داخلية غير معلنة.

وقد جاء في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م الخاص بأسواق رأس المال، في الباب السادس^(٥٩) من اللائحة التنفيذية والخاص بالأحكام المنظمة لشركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية، بأنه يحظر على شركات السمسرة استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنة؛ حيث نصت المادة (٢٣٠) من هذه اللائحة على أنه: "تلتزم الشركة بالمحافظة على السرية التامة لبيانات عملائها وعدم إفشاء أية معلومات عنهم أو عن معاملاتهم إلى الغير بدون موافقتهم الكتابية المسبقة وفي حدود هذه الموافقة، وذلك باستثناء الحالات التي يلزم فيها تقديم معلومات محددة إلى البورصة أو الجهات الرقابية أو القضائية وفقاً لما تفرضه القوانين من ذلك، وعلى الشركة أن تتخذ الإجراءات التي تكفل التزام المديرين والعاملين بها بالحفاظ على سرية هذه البيانات والمعلومات، وفي جميع الأحوال لا يجوز للشركة أن تستخدم هذه البيانات أو المعلومات لتحقيق أي نوع من الكسب الخاص لنفسها أو لأي من عملائها الآخرين بغير الحصول على الموافقة الكتابية والمسبقة لصاحب المعلومات أو البيانات".

(٥٨) جمهورية مصر العربية- المحكمة الإدارية العليا- الطعن رقم ١٤٩٨٦- لسنة ٥٧ قضائية- بتاريخ

٢٥-٦-٢٠١٦.

(٥٩) الباب السادس مضاف بمقتضى المادة الثانية من قرار وزير الاقتصاد رقم ٣٩ لسنة ١٩٩٨-

الوقائع المصرية، العدد (٢٩) تابع (أ) في ٧/٢/١٩٩٨م.

وترى الباحثة: أن المشرع يهدف من وراء إلزام شركات السمسرة بعدم استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنة، وذلك لقاء ما خولها من حقوق، حتى تتمكن من حصولها على كافة المعلومات والبيانات والمستندات التي تخص هذه الشركات التي قيدت لها أوراق مالية في سوق الأوراق المالية، كالقرارات المالية الخاصة بالشركة، وأسماء مجلس إدارتها، وما يعده المجلس من تقارير، وشئون مراقبوا الحسابات، وما يخص الشركة من وثائق خاصة بما أدخل على أنظمتها من تعديلات، فضلاً عن البيانات السنوية المشتملة على ما يقدمه أعضاء مجلس الإدارة من مساهمات، وما يخص العاملين لديها وأسماء المساهمين الذين يملكون ١٠% على الأقل من أسهمها، بالإضافة لأية وثائق أخرى تحددها الهيئة العامة للرقابة المالية.

بينما ذهب بعض الفقه^(٦٠) إلى القول أنه كان من الأنسب أن يورد المشرع بعض النصوص المماثلة في قانون سوق رأس المال، والتي بموجبها يحظر على أعضاء مجالس إدارة هيئة الرقابة المالية والبورصة والمسؤولين والعاملين بكل منهما، أن يتعاملوا على أي وجه سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، كأن يتعاملوا بأسمهم أو بأسماء أشخاص آخرين، فيستغلوا المعلومات الداخلية التي يقومون بالاطلاع عليها بحكم وظيفتهم وتعاملهم مع أسواق رأس المال، وذلك على غرار ما هو معمول به في تشريعات أخرى^(٦١).

ويعتبر التعامل من قبل المطلعين أيًا كانت صورته قرينة من قرائن استغلالهم للمعلومات المميزة غير المعلنة، بيد أنها قرينة بسيطة تقبل إثبات العكس، وهي كذلك في كافة حالات الاطلاع؛ إذ يجوز إثبات عكسها، وهو عكس ما عليه التشريع الفرنسي، إذ قد تكون هذه القرينة من القرائن القاطعة؛ كما هو الحال في اطلاع العالمين بيوطن الأمور الرئيسيين، أما في حالة العالمين بيوطن الأمور الثانويين، فإنها قرينة بسيطة تقبل إثبات العكس.

ومن الأمثلة الدالة على إثبات العكس، حالة إثبات المطلع على المعلومات المميزة، أن هذه المعاملة جرت تنفيذًا لتعليمات أصدرها لسماسرة قبل علمه بالمعلومات الجوهرية غير المعلنة، أو اتصاله بها، أو أن هذه المعاملة تمت بغرض إسدال الستار على بعض

(٦٠) د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية

"دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي"، مرجع سابق، ص ٤٨٢.

(٦١) كما هو الحال في التشريع العماني والتشريع الأردني الذين سلكا هذا المسلك.

المراكز المكشوفة من قبل، أو بمعنى أن الاطلاع على المعلومات في هذه الحالة من شأنه ألا يرتب أي ضرر.

وقد نص المشرع المصري في المادة (٢٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال سابقة الذكر، على عدم جواز قيام الشركة ولا أي من المديرين أو العاملين لديها بالتعامل بناءً على معلومات غير معلنة، وذلك فيما يتعلق بمدى خضوع الأشخاص الاعتبارية لحظر التعاملات الداخلية، وهو ما يفهم منه أن الأشخاص الاعتباريين يدخلون في نطاق الحظر الوارد بهذه المادة.

الفرع الثاني

النطاق المكاني والزمني لحظر التعامل الداخلي

أولاً- النطاق المكاني لحظر التعامل الداخلي: النطاق المكاني لحظر التعامل الداخلي، أو ما يعني المفهوم الاقتصادي الحديث لسوق الأوراق المالية، ويقصد به المكان الذي تجري فيه كافة التعاملات والمساومات التي تسبق الحصول على المعلومات الداخلية غير المعلنة؛ حيث إن تلك الممارسات إنما تتحدد من حيث الأصل بالمكان التي تجري فيه تقع فيه^(٦٢)، وهو في غالب الأحوال سوق الأوراق المالية، أو بورصة الأوراق المالية.

ويعتبر مفهوم السوق من المفاهيم التي تطورت تطوراً كبيراً في مجالات التعامل بالأوراق المالية بصفة خاصة، وفي المجالات الاقتصادية على وجه العموم، ولازم تطور السوق توسعاً في الحماية المقررة على هذه المعلومات ذات الصلة بالأوراق المالية وبالجهات المصدرة لها؛ حيث تتجاوز هذه الحماية النطاق المكاني والذي كان مشمولاً بالحماية في بورصة الأوراق المالية، إلى مدى أكثر اتساعاً، إلى الحد الذي صارت فيه المعلومات الداخلية مشمولة بالحماية على المستوى العالمي^(٦٣).

وفي التشريع الفرنسي فإن القانون رقم (٢٣) الصادر في ديسمبر لسنة ١٩٧٠م، استخدم في بداية أمره مصطلح "سوق البورصة"، بيد أن القانون رقم (١٩٨٨) عمد إلى مصطلح البورصة فحذفها، مكتفياً بمصطلح أكثر رواجاً وهو مصطلح السوق، وذلك بهدف التوسع في دائرة التعامل ليشمل البورصة وغيرها، ويشمل أيضاً كافة المعاملات

(62) Ducolux- Favard (C.), Le Marche de 1 infraction d initie, petites affiches, n 65, du 01 Juin 1994.

(63) د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، مرجع سابق، ص ٣٤٧.

أثر الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية على أسعار أوراق الشركات المالية "دراسة مقارنة"

د. مها محسن علي السقا

التي تقوم على التبادل بوجه عام، وفي القانون الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٦م، والتي ألغى بموجبه مصطلح السوق، مشيرًا إلى التعاملات المتعلقة بتداول الأوراق المالية، ويكون ذلك لدى البورصات النظامية أو البورصات الخاضعة لتنظيم البورصة، والتي تؤثر في أسواق الأوراق المالية على وجه العموم^(٦٤).

ثانيًا - النطاق الزمني لحظر التعامل الداخلي: إذا كان لحظر التعامل الداخلي نطاق مكاني على الوجه المذكور سالفًا، فإن هذا الحظر له أيضًا نطاق زمني محدد بمدة معينة، والمقصود بالنطاق الزمني في مجال حظر التعامل الداخلي، الفترة الزمنية التي تظل فيها المعلومات الداخلية محتقظة بالسرية كصفة لازمة لها؛ فإذا انقضت هذه الفترة الزمنية المحددة صار التعامل على هذه المعلومات جائزًا، وهو ما يعني أن الحظر ليس حظرًا مطلقًا، فإذا كان يحظر على المطلعين التعامل بناء على المعلومات الداخلية، إلا أن هذا الحظر محدد بفترة زمنية معينة، ينقضي بانقضائها.

ولم يحدد التشريع المصري، وكذا الهيئة العامة للرقابة المالية، لم يحدد النطاق الزمني لحظر استغلال المعلومات الداخلية، ولم يبين صفة السرية ولا وقت زوالها عن تلك المعلومات، وما هي الفترة الزمنية التي يجب فيها الامتناع عن إجراء أي من التعاملات بناءً على تلك المعلومات الداخلية.

ويبدو أن ما جرى عليه العرف، أنه متى جهل الجمهور هذه المعلومات الداخلية لم تصل إليه ولم يعلمها، بوسيلة أو بأخرى من الوسائل المنصوص عليها قانونًا، فإنه بناءً على ذلك يعد إجراء عمليات تداول على الأسهم المتعلقة بالمعلومات السرية، قرينة على استغلاله لهذه المعلومات التي يحوزها^(٦٥).

أما التشريع الفرنسي، فإنه يكتفي بوجود تقارب في الزمان بين الحصول على المعلومات السرية وبين استغلالها في سوق الأوراق المالية، وذلك قبل أن يعلم الجمهور بها بعد نشرها بإحدى وسائل النشر المشروعة^(٦٦).

^(٦٤) د. صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢٤ وما بعدها.

^(٦٥) المرجع السابق، ص ٣٤.

^(٦٦) د. صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٧.

وترى الباحثة: أن تحديد فترة زمنية يحظر فيها التعامل في الأوراق المالية مرده إلى بعض الأمور الشكلية والمسائل الإجرائية، والتي لا تأثير لها في الطبيعة الخاصة بالمعلومات الداخلية، وتظل المعلومات الداخلية محتقظة بصفتها السرية ما لم تصل إلى علم الجمهور، وعلى هذا الأساس يجري حظر التعامل بالأوراق المالية.

الخاتمة

نخلص من هذه الدراسة إلى أن مبدأ الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق المال، من المبادئ الهامة التي بها قوام ودوام استمرار الأسواق المالية في أداء أعمالها؛ حيث إن الأسواق المالية شديدة التأثر بما يحيط بها من الظروف الاقتصادية التي تمر بها مصر، كما يحظى مبدأ الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق المال، بالاهتمام البالغ من قبل المشرعين، وخاصة في الآونة الأخيرة، بالنظر إلى ما يمثله هذا المبدأ من دور كبير في رفع كفاءة أداء البورصة لمهامها المنوطة بها، وكلما كان مستوى الإفصاح ممكنًا ومحققًا، كلما كانت القرارات التي يتخذها المستثمرون على درجة عالية من الصواب، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى نجاح البورصة وتحقيق نمو اقتصادي يتناسب مع مدى التوازن المتاح لها، لأن هذا يدل على التنظيم القانوني الجيد لأسواق المال المتنوعة، بما يشكله من صمام الأمان أمام الأزمات المالية التي تحدث في الدول النامية، وعلى ذلك فإننا نخلص من هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات، نوجزها على النحو التالي:

أولاً: النتائج:

- (١) أن مبدأ الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق المال، من الواجبات القانونية المقررة على أسواق الأوراق المالية، وهو واجب يلتزم به الجميع، بدءًا من الشركات المصدرة للأوراق المالية وانتهاء بصغار المستثمرين والمتعاملين، وهو واجب لا يستثنى من الالتزام به أي أحد.
- (٢) أن مبادئ الإفصاح والشفافية والالتزام بالسرية والإعلام والتبصر، كلها مبادئ متكافئة، تعمل جميعها لتحقيق أهداف الأسواق المالية، وأن الإخلال بأيٍ من هذه المبادئ يعد إخلالًا بالنظام العام للبورصة، ومن ثم وجب الالتزام بها جملة واحدة.

ثانياً: التوصيات:

في ضوء ما تقدم من نتائج تقترح الباحثة مجموعة من التوصيات، وذلك على النحو التالي:

- (١) تفعيل آليات العمل العربي المشترك، في إقامة منظومة قانونية متكاملة، تشتمل على مجموعة من الضوابط والتنظيمات الرقابية والإشرافية، بما يسهم في الارتقاء بنظم الإشراف والرقابة على القطاع المصرفي والمالي في كثير من الدول العربية، وعلى رأسهم مصر، وبما يتوافق مع المعايير الدولية العالمية في هذا الشأن.
- (٢) تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وتفعيل المعايير المحاسبية والشفافية والإفصاح والارتقاء بنزاهة الأسواق المالية، بما يحقق نجاح عمل بورصات الأوراق المالية.
- (٣) ضرورة إخضاع أنظمة البورصة لرقابة البنوك المركزية، بالإضافة إلى فرض رقابة صارمة على شركات الوساطة والسمسة، والرقابة على الأسواق المالية، والشركات المصدرة للأوراق المالية.
- (٤) ضرورة إصدار قانون ينظم الرقابة على الأسواق المالية بشكل يضمن عدم الإخلال بأي من مبادئها العامة المنظمة لها، ولتكن هيئة عامة جديدة مهمتها الرقابة على الأسواق وتحل محل هيئات سوق المال والرقابة على التأمين والتمويل العقاري.
- (٥) تعميم مبادئ الإفصاح والشفافية والالتزام بالسرية لتشمل بالإضافة إلى الجهات المدرجة في بورصة الأوراق المالية، الشركات التي ما زالت خارج نطاق البورصة، ولم تدرج أوراقها المالية بعد.
- (٦) ألا يكتفي المشرع المصري فقط ببيان المعلومات والبيانات التي يجب الإفصاح عنها، بل لا بد من اهتمامها، بوضع تعريفات لمصطلحات: المصلحة، الإفصاح، الشفافية، المصلحة، المعلومات الجوهرية، وغيرها من المصطلحات التي يفترق القانون المصري إلي بيانها.
- (٧) وجوب التعامل مع كافة صور الإخلال في بورصة الأوراق المالية التي ترتكب من قبل أطراف متعددة، بالشكل الذي يؤدي إلى تطبيق كافة التشريعات، سواء تلك المتعلقة بأنشطة البورصات المالية، بشكل مباشر أم تلك ذات الصلة من قريب أو بعيد بأنشطة البورصة.

قائمة المراجع والمصادر

➤ أولاً- المراجع باللغة العربية:

- أحمد باز محمد متولى، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية (التعامل الداخلي)، بحث مقدم إلى كلية الحقوق، قسم القانون التجاري، العام الجامعي ٢٠١٢م، ص ٨.
- د. أحمد خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، ط ١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ٢٠١٢م.
- د. بلال عبد المطلب بدوي، الإلتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٦.
- د. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠م.
- د. خالد عبد الله أمين، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق رأس المال العربية، بحث منشور بمجلة المحاسب القانوني، العدد ٩٢، ١٩٩٥م.
- د. شعبان عبد الظاهر صابر، المعاملات التي تمثل تحايلاً على الربا تكييفها الفقهي وحكمها الشرعي- دراسة فقهية مقارنة، ط ١، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية- مصر، ٢٠٢٠م.
- د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، ط، مركز المساندة القانونية، القاهرة- مصر، ٢٠٠١م،
- د. صالح البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية، بحث مقدم لمؤتمر- أسواق الأوراق المالية والبورصات المعقود في دبي ١٦-١٨ صفر ١٤٢٨هـ.
- د. طارق عبد العال حماد، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان، الدار الجامعية، الاسكندرية- مصر، ٢٠٠٦م.
- د. عبد الحميد المنشاوي، جرائم القذف والسب وإفشاء الأسرار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ٢٠٠٠م.
- د. عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، مصر- القاهرة، ٢٠٠٦م،
- د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة لسوق الأوراق المالية، ط ١، دار النهضة العربية، مصر- القاهرة، ١٩٩٩م.

د. مها محسن علي السقا

- د. محمد إبراهيم الدسوقي، الالتزام بالإعلام قبل التعاقد، دار إيهاب للنشر، أسبوط- مصر، ١٩٩٥م.
- د. محمد إسماعيل هاشم، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٤٣٢هـ.
- د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية "دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق- جامعة القاهرة، ٢٠١١م.
- د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه، من كلية الحقوق- جامعة القاهرة، مصر، ٢٠٠٤م.
- د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ٢٠٠٢م.
- د. نزيه محمد الصادق المهدي، الالتزام قبل التعاقد بالإدلاء بالبيانات المتعلقة بالعقد، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، ١٩٩٦م.
- دعاء عماد مشهور، المالك المسجل والمالك المستفيد في سوق الأوراق المالية، ط١، رسالة ماجستير، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة- مصر، ٢٠١٦م.
- صالح الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م.
- نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر.

➤ ثانياً- المراجع الأجنبية:

- Dousset (Y.) l ebauche de a Jurisprudence en matiere d usage d information privilgiee sur le marche boursier, GAZ.PAL., 01,1977.
- Ducolux- Favard (C.), Le Marche de l infraction d initie, petites affiches, n 65, du 01 Juin 1994.
- Filali Osman "les principes generaux de la les mercatoria, LG.d.j., Paris.1992.

- Gaillard (E.), Le droit francais du delit d initie, J.C.P., n 351, 1991
- Isenberg (J) Insider trading, Breach of fiduciary duty an misappropriation, Enforcement and case Law series, 1993.
- p. merchi (J.) , les operations d, inities en droit communautaire GAZ, PAL. NOI. 1990.
- Laura (B.) Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, Winter 2007- 2008.
- le delit d, initie en droit francais, petites affiches no, jean claude martin 71, du 15 juin 1994.
- Lee Hazen (TH), The Law of Securities Regulation, 4 Edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company st. Paul minn, 2002.
- Linda (C.) Director division of enforcement U.S securities & Exchange commission, Testimony Concerning insider trading.
- Martin (J.C), Le delit d initie en droit francais, petites affiches, n 71, du 15 Juin 1994.
- Pennington (R.), Company Law, 5 Edition, Butterworths, London, 1985.
- Peter (C.), Insider Trading in Swizerland, Puplished in Insider Trading, Edited by Emmanuel Gaillard, Kluwer, 1992.
- Brief (R.) «Accountants Responsibility in Historical Perspective» The Accounting Resview, Vol. 50, No. 2 1975.
- Stephen (G.), Company Law Fundamental Principles, partman publishing, London, 1994,
- Vauplane(H.), Utilisation d une information privilegiee, Banque et Droit, n 32. Nov. dec 1993.
- Yauplane (H.) et Sinaret (O.), Delits boursiers, propositions de reforme, Revue de Droit Bancaire, n 61, mai– Juin 1997.