

حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق
الأوراق المالية وفقاً لمعلومات داخلية

دكتور

ذكري عبد الرازق محمد خليفة

أستاذ القانون التجاري المساعد

كلية الشريعة والقانون بالقاهرة / جامعة الأزهر

٢٠١٩ / ١٤٤٠ هـ

- ملخص - *

تشكل تعاملات الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية ركيزة أساسية في بناء الاقتصادات الوطنية، لذلك حرصت التشريعات المقارنة على حماية هذه التعاملات من جوانب عدة، ويعد أهم هذه الجوانب حظر التعامل في الأوراق المالية بناء على معلومات داخلية غير معلنة، لما يشكله ذلك من ضرر بالغ بسوق رأس المال وإخلال بمبدأ المساواة بين المستثمرين، وما يؤدي إليه من انعدام ثقة المستثمرين بالسوق وهو ما يؤدي إلى الإضرار بالاقتصاد الوطني ككل.

ومن هنا تبرز أهمية هذه الدراسة في بيان الإطار القانوني لحظر تعاملات المطلعين الذين يتاح لهم بحكم مناصبهم أو وظائفهم أو مهنتهم الاطلاع على المعلومات الهامة المتعلقة بالأدوات المالية واستغلالها بقصد تحقيق أرباح أو تجنب خسائر على

* كلمات مفتاحية: Key Words

- بورصة الأوراق المالية : Securities Exchange - التعاملات الداخلية : Insider Trading
- التعامل الداخلي على الأوراق المالية : The Insider Trading in Securities
- المحتوى المعلوماتي: Information Content - معلومات داخلية : Inside Information
- العالمون ببيوطين الأمور : Constructive Insider - الإفصاح العادل : Fair Disclosure
- علاقة الوكالة : Agency Relationship - حوكمة الشركات: Corporate Governance
- الإيداع المركزي للأوراق المالية : Centralized Securities Depository

نحو غير مشروع, وذلك وصولاً لتحديد ماهية المعلومات الداخلية ومن ينطبق عليه صفة "المطلع", وبيان مدى كفاية النصوص القانونية المنظمة لحظر استغلال هؤلاء الأشخاص للمعلومات الداخلية في إطار من معايير الشفافية والعدالة والمساواة بين سائر المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

-Abstract-

**Prohibition of Dealing in Securities Restricted in
Securities Exchange According to Internal
Information**

Securities trading in the Securities Exchange constitutes a corner stone in building national economies. Therefore the comparative legislations make sure to protect these transactions from various aspects. One of these aspects is the prohibition of stocks trading based on inside information that is publicly disclosed, i.e, insider trading, since it poses serious harm to the capital market and a violation to principle of equality for investors leading to loss of their confidence in the market which also leads to damaging the economy as a whole.

The importance of this search arises because it is associated directly to the legal perspective of prohibiting dealings of insiders of the internal information made available to them by virtue of their office, their job or their profession chance to see on the important internal information related to the securities and to exploit this information for to achieve gains on expense of rest of the dealers, whether it is in the form of profits, or avoid losses in an illegal way. Therefore, this search aims directly to determine the nature of the internal information and a group of persons who can be described as "insiders", and to show adequacy of the legal texts organized for the prohibition of exploiting

these persons for internal information, in a framework of transparency, fairness and equality amongst all the dealers in the financial market.

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على نبينا محمد الهادي الأمين وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد,

مقدمة : (١)

١- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل مباشر إلى الاستثمار في مختلف القطاعات الإنتاجية والخدمية ذات الأهمية الكبرى للاقتصاديات الوطنية، ومن ثم توفير التمويل اللازم للأنشطة الاقتصادية خاصة في حالة عجز القطاع المصرفي عن تلبية طلبات التمويل لاعتبارات تحكمه، وهي تقوم بهذا الدور الهام سواء للوحدات الاقتصادية الراغبة في التمويل أو للأفراد والمؤسسات المتطلعة إلى الاستثمار في الأوراق المالية في نفس الوقت، وتقوم السوق الثانوية^(٢) على وجه الخصوص بهذه الوظيفة بالنظر إلى

١ يتقدم الباحث بالشكر والتقدير لجامعة القصيم ممثلة بعمادة البحث العلمي على قيامها بدعم هذا البحث.

٢ السوق في اللغة: هو موضع البياعات الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتاع، وسميت السوق بذلك لأن التجارة تجلب إليها.

لسان العرب، لابن منظور، ٤٣٥/٦، ٤٣٦، طبعة دار إحياء التراث العربي، مؤسسة التاريخ العربي، بيروت، الطبعة الثالثة ١٤١٩ هـ - ١٩٩٩ م، المعجم الوجيز، ص ٣٢٩، طبعة وزارة التربية والتعليم، مصر.

الدور المنوط بها في تشجيع الوحدات ذات الفائض الادخاري (المدخرة) على الاستثمار في الأوراق المالية من أدوات الملكية والمديونية (الأسهم والسندات) لدى إصدارها عبر السوق الأولية^(١)، نظراً لإمكانية بيعها مرة أخرى عبر آلية حرية الدخول والخروج من وإلى السوق، وتقاس الكفاءة التشغيلية للسوق بمدى قدرتها على القيام بهذا الدور بأقل تكلفة معاملات ممكنة في المجمل.^(١)

وعند الاقتصاديين: فالسوق هو المكان الذي تتجه إليه البضائع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعها أو استهلاكها، وهو المكان الذي يتم فيه نقل ملكية السلع.
أ. أحمد محيي الدين حسن، عمل شركات الاستثمار، ص ٧، طبعة بنك البركة الإسلامي، البحرين، الطبعة الأولى ١٤٠٧هـ.
أما السوق المالي فهو "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات وهيئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة.
د/ أرشد فؤاد التميمي، د/ أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة) دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ٢٠٠٤م، الأردن، ص ١١٠.
١ يعرف سوق الأوراق المالية بأنه المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات والمؤسسات الاقتصادية العامة والخاصة العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين، كما أنه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها.
وينقسم سوق الأوراق المالية من حيث أولية الإصدار إلى: ١- سوق أولية، ٢- سوق ثانوية، فأما السوق الأولية Primary Market فهي سوق الإصدارات الجديدة حيث يتم التعامل على الأوراق المالية لدى إصدارها لأول مرة ويتم ذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب وفقاً لعلاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (أسهم، سندات) والمكتب فيها من خلال ما يسمى بالطروحات العامة الأولية (IPOs)

وبجانب ذلك فإن كفاءة السوق ونجاحها يجب أن تضمن أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بهذه الأوراق بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية, وبمعنى آخر فإن كفاءة السوق من منظور تسعيري تقاس بمدى قدرته على توفير وإتاحة المعلومات لكافة المستثمرين في وقت واحد وبصورة متساوية, بحيث لا يمكن لأي منهم أن يستأثر بمعلومات تفضيلية معينة أيًا كانت طبيعتها أو مصدرها ولا تتاح لغيره, ويحقق من ورائها أرباحاً غير عادية وذلك بحكم وظيفته أو منصبه, حيث يحتاج المستثمرون

Initial Public orderings , وكذا زيادة رأس مال الشركات القائمة من خلال الطروحات العامة اللاحقة (Seasoned Public Offerings (SPOs).

أما السوق الثانوية فهي السوق التي يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية عن طريق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية, وتعمل هذه السوق على توفير حرية التصرف في تحويل الورقة المالية التي سبق شراؤها في السوق الأوراق إلى سيولة مالية طبقاً للأسعار المقبولة للبائع والمشتري,, والتي يلعب صانعوا السوق دوراً مهماً في تحديدها من خلال المعلومات المتاحة لهم.

راجع: د/ عبد المنعم أحمد التهامي "التمويل, مقدمة في الاستثمارات والمنشآت المالية", القاهرة, مكتبة عين شمس, سنة ١٩٩١م, ص ١٠٢.

Français, Jack, Investment, 5th-ed, New York U.S.A, 1991, P.68.

^١ من حيث: مصاريف الإصدار الأولى, عمولة شركات الوساطة المالية, تكلفة الحفظ المركزي وغيرها, وكلها يتحملها المستثمر.

والجدير بالذكر أن تناول موضوع التعامل وفقاً لمعلومات داخلية مؤثرة يأتي في إطار السوق الثانوية بالدرجة الأولى رغم وجود تأثيرات متبادلة وتداخلات خاصة من خلال عمليات طرح عام لأوراق مالية بصورة لاحقة, د/ محمد الصيرفي, البورصات, دار الفكر الجامعي, الإسكندرية, ٢٠٠٧م, ص ٣٠ وما بعدها.

الحاليون والمرتبون إلى إتاحة المعلومات المؤثرة في تسعير الأوراق المالية المتداولة وذلك عند اتخاذ قرار التعامل بالبيع أو الشراء على الأوراق المالية. وتعمل آليات السوق المالية وتنظيماتها وفق قواعد ونظم وتشريعات محددة تهدف إلى أن يعكس سعر الورقة كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء أكان مصدر هذه المعلومات هو القوائم المالية أو معلومات تبث عبر وسائل إعلامية أو من خلال السجل التاريخي لسعر الورقة في الفترات الماضية، فضلاً عما تتضمنه تقارير الحالة الاقتصادية العامة على أداء الوحدات المصدرة للأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للورقة، بما يحقق مبدأ التكافؤ في الحصول على هذه المعلومات لكافة المتعاملين في نفس التوقيت، وفقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية وفي إطار من تطبيق مبادئ الحوكمة والسلوك الرشيد.

٢- وتتضح الأهمية الفائقة للمعلومات، وتأثيرها على كفاءة السوق وقدرتها على تسعير الأوراق المالية المتداولة فيها على أسس عادلة، في كونها توفر وسيلة كمية مناسبة تساعد على ترشيد قرارات المستثمرين والمحليلين، وهو ما سوف ينعكس بالإيجاب حتماً على فاعلية قرارات الاستثمار، مما يؤدي إلى مزيد من تدفق الأموال إلى السوق من كافة المصادر الممكنة ودعم سوق رأس المال وتشجيع وجذب الاستثمار، حيث تعد المعلومات بمثابة العمود الفقري لأسواق

الأوراق المالية لارتباطها بالتوزيع العادل لمخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

ووفقاً لذلك تأتي أهمية تناول هذا الموضوع بالبحث في سياق تسليط الضوء على ضرورة ضبط القوانين والتشريعات المنظمة للتداولات التي تتم بناء على معلومات يستأثر بها أشخاص معينون، ممن يعبر عنهم "بالمطلعين أو بالعالمين ببواطن الأمور" في المؤسسة المصدرة أو ممن ينتمون للتنظيم الهيكلي المنظم للسوق، أو غيرهم ممن يتصل علمهم، بحكم وظيفتهم أو منصبهم أو بحكم ارتباطهم بصلة ما مع أشخاص مطلعين، على هذه المعلومات، على نحو تتحقق معه فجوة، في الحصول على هذه المعلومات، بين هؤلاء المطلعين من جهة و سائر الأطراف المتعاملة في السوق من جهة أخرى، مما يترتب عليه إهدار كامل للوضع التنافسي الشريف والضروري لاستمرار أنشطة الشركات المساهمة وسائر المنشآت المصدرة في السوق، وما ينطوي عليه ذلك من خطورة على العمليات المستقبلية للشركة في الحصول على التمويل، فضلاً عن الأضرار التي تلحق بكافة المتعاملين.

ويرجع ذلك إلى أن التفاوت في الحصول على المعلومات في هذه الحالات ليس عائداً إلى طبيعة الشخص الحائز لها ومقدار الجهد المبذول من قبله في

الحصول عليها،^(١) ومن ثم استفادته المشروعة من تأثير هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وإنما يعود إلى منصبه أو وظيفته في المؤسسة المصدرة أو بمناسبتها، مما قد يؤدي إلى جمع أرباح على حساب أشخاص لم تتح لهم وسيلة الحصول عليها بصورة عادلة ومتكافئة، الأمر الذي قد يقوض الثقة في سوق الأوراق المالية، أو إلى إحجام أشخاص محتملين من الاستثمار فيها، والمحصلة النهائية عرقلة النمو الاقتصادي، ومن ثم قدرة السوق المالية على أداء دورها في توفير مناخ مناسب من أجل تحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة عمليات السوق، وحماية كافة الأطراف من الممارسات الخاطئة، وتوفير التمويل الكافي لمتطلبات التنمية الاقتصادية بصفة عامة.

٣- وقد فطن المشرعون في مختلف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء لهذه التصرفات التي تخرج سوق البورصة عن مساره الطبيعي، وتؤثر سلباً على

^١ ذلك ألا خلاف من الناحية القانونية والأخلاقية على صحة التداول بناء على معلومات تم الحصول عليها من السوق المالية أو من المؤسسة المصدرة للورقة المالية أو غير لك من المصادر من قبل أشخاص غير مطلعين بحكم مناصبهم أو بمناسبتها، فالأعمال تتم بالأساس من خلال السعي بجمع المعلومات المالية والتجارية وتوقعها، والقرارات لا تتخذ إلا بالاستناد إليها. راجع لمزيد من التفصيل: د/ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٣م، ص ٢٠٣ وما بعدها.

HENDREKSEN, Eldons. Accounting Theory, 3rd Ed. Homewood 1 Llinois: Rechard D.Irwin. Inc., 1990. PP. 157.158.

الاقتصاد الوطني, فاتجهت سائر المؤسسات التشريعية إلى سن قوانين لحمايتها من مثل هذه الممارسات, كما امتد الاهتمام في السنوات الأخيرة إلى جانب كبير من هيئات الرقابة على الأوراق المالية وهيئات البورصات ومجتمع المستثمرين, في ضوء اكتشاف حالات كثيرة للتعامل وفق معلومات داخلية مؤثرة, كان لها أسوأ الأثر على شعور المستثمرين بعدالة السوق المالي واهتزاز ثقتهم بمنظومة القواعد المنظمة للسوق, ويصدق ذلك على البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة على حد سواء, لا سيما بعد الأزمات والتقلبات التي عانت منها معظم الأسواق المالية في دول العالم في العقود الأخيرة, والتي ترتب عليها الاهتمام بحوكمة أسواق الأوراق المالية.^(١)

وقد استلزم ذلك تطوير وتفعيل القوانين التي تحظر الممارسات غير العادلة, والمستندة إلى استغلال المعلومات السرية (الداخلية) المؤثرة من قبل المطلعين,

^١ لمزيد من التفصيل حول موضوع حوكمة أسواق الأوراق المالية ودورها في حماية المحتوى المعلوماتي للأوراق المالية المدرجة بالسوق, راجع: د/ محمد إبراهيم موسى, حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية, دار الجمعة الجديدة, ٢٠١٠م, ص ٩٥ وما بعدها, د/ أمين السيد أحمد مصطفى, علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية, الدار الجامعية, ٢٠٠٩م, ص ١١٠ وما بعدها, د/ ماجدة شلبي, تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق, مجلة مصر المعاصرة, مج ١٠٠ / عدد ٤٩٢, أكتوبر ٢٠٠٨م, ص ٥, د/ هشام طلعت عبدالحكيم, حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للأسهم العادية, دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية, مجلة الإدارة والاقتصاد, العدد ٧٧ / ٢٠٠٩م, ص ٤٧ وما بعدها.

بهدف تحقيق مصالح شخصية، إخلالا بمبدأ المساواة بين كافة المتعاملين، وإهدارا لمبادئ الشفافية والإفصاح اللازمين لضمان سلامة المعاملات، وبث الثقة والطمأنينة للمتعاملين في السوق على أسس عادلة ومتوازنة^(١). وقد أخذت المعالجة التشريعية في هذا الشأن اتجاهين: أحدهما: تنظيمي من خلال سن تشريعات تجارية تنظم وتضع أسس التعامل الرشيد في السوق المالي، والثاني: عقابي من خلال سن تشريعات تضع الجزاءات على الممارسات غير المشروعة التي تؤثر بالسلب على التعامل في البورصة^(٢). ويعود للولايات المتحدة الأمريكية السبق في السعي لتنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية بناء على معلومات داخلية (جوهرية أو مؤثرة)، باعتبار أن أسواق

^١ لضمان سلامة القواعد والأسس الموضوعية اللازمة لكل ذلك، لا بد من توافر بيئة تشريعية مساندة سواء فيما يتعلق بالشركات المساهمة المصدرة أو القطاع المالي الذي تعتمد عليه في تمويل مشروعاتها، كذلك توافر التشريعات الأكثر عمومية والمتعلقة بتنظيم المنافسة ومنع الاحتكار والتعامل مع حالات الاندماج والاستحواذ، ويأتي البعد عن الاستفادة من المعلومات الداخلية على قمة هذه الضوابط اللازمة لسلامة التعامل في السوق، إضافة إلى إعطاء الاهتمام الكافي للإفصاح والشفافية عن المعلومات المالية وغير المالية بحيث تكفل قنوات توزيع المعلومات في سوق الأوراق المالية إمكان حصول مستخدمي المعلومات عليها في الوقت الملائم وبالكلفة المناسبة. د/ توفيق عبد المحسن الخيال، الإفصاح الاختياري ودوره في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي، المجلة العلمية للاقتصاد والإدارة، مصر/ ٣٤، ٢٠٠٩م، يوليو، ص ١٠٥-١٥٦.

^٢ د/ جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٠م، ص ٦٠. د/ عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ٥ وما بعدها.

الأوراق المالية الأمريكية هي أكبر أسواق العالم, وذلك منذ العام ١٩٣٣م, وقد كان ذلك عبر قانونين فيدراليين يعتبران أساس القوانين التي تحكم تداولات العالمين بيوطن الأمور (المطلعين) في الولايات المتحدة وغيرها من دول العالم, وهذان القانونان هما: قانون الأوراق المالية The Securities Act of 1933, والقانون الخاص بتنظيم بورصة الأوراق المالية The Securities Exchange of 1934, وبناء عليهما صدرت لائحة هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية Securities and Exchange Commission (SEC), ثم أصدر المشرع قانوناً آخر مستقلاً وهو قانون التعاملات الداخلية Insider Trading Act 1984, وفي عام ١٩٨٨م صدر قانون التعامل الداخلي والاحتيال في معاملات الأوراق المالية The Insider Trading and Securities Enforcement Act, الذي أدخل بعض التعديلات على قانون بورصة الأوراق المالية الصادر في ١٩٣٤م^(١). وبالتطبيق لتلك القوانين تم اكتشاف وإدانة العديد من الممارسات التي تمثل خرقاً لهذه القوانين في الولايات المتحدة الأمريكية, فعلى سبيل المثال فإن لجنة (هيئة) البورصات والأوراق المالية كانت تكتشف وتحاكم حوالي ٥٠ حالة سنوياً خلال

¹ Richard (T.) and Edwards (S.), The Stock Market, 7 Edition. John Wiley & Sons, New York, 1998, P.347.

د/ محمد عبده محمد مصطفى، تداولات العالمين بيوطن الأمور في البورصة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ع ٣، ٢٠١٤، ص ١٢١.

السنوات من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١١م. ومن أشهر هذه الحالات، حالة Samuel Waksal المدير التنفيذي الأعلى لشركة ImClone والذي أدين عام ٢٠٠٢م، و حالة Skilling Jeffrey الرئيس السابق لشركة Enron والذي أدين عام ٢٠٠٦م، و Marl Lenowitz وهو مدير محفظة تحوط (صندوق)، تابع لشركة Chelsey Capital، والذي أدين عام ٢٠٠٧م، و Raj Rajaratnam وهو مدير محفظة تحوط تابع لشركة Gallon Group والذي أدين أيضا عام ٢٠١١م،^(١) بالإضافة إلى حالات أخرى كثيرة^(٢).

أما المشرع الإنجليزي فقد حظر التعامل من قبل المطلعين بناء على معلومات داخلية مؤثرة في عام ١٩٨٠م بموجب قانون الشركات، ثم بموجب نصوص مفصلة تضمنها قانون الأوراق المالية (أو قانون استغلال المعلومات) لسنة ١٩٨٥م، "Company Securities Insider Dealing Act 1985"، وأخيراً تم حظر

^١ محفظة التحوط Hedging Fund هي نوع من صناديق الاستثمار التي تتميز بالتعامل فقط مع المستثمرين الكبار وبأن مديريها يحق لهم التملك فيها وبالتالي تخضع لرقابة أقل مما تخضع له صناديق الاستثمار الأخرى، وهذا يفسر لنا ارتباطها بحالات كثيرة لخرق القوانين التي تحكم تداولات العالمين ببواطن الأمور، هذا مع العلم أن لفظ تحوط يعني الاستثمار الأقل خطراً أو المتسم بالتنوع الشديد في محافظه الاستثمارية، وقد كان هذا صحيحاً في بداية ظهور تلك الصناديق، ولكن لا يعبر عن استراتيجيات الاستثمار الحالية والتي تتسم أحياناً كثيرة بالمخاطرة العالية.

^٢ Nguyen, V., A. Tran and R. Zeckhauser (2012) "Insider Trading and Stock Splits", <http://ssrn.com=2024101>.

التعامل من قبل المطلعين بموجب معلومات داخلية بموجب قانون العدالة الجنائية البريطاني "Criminal Justice Act 1993" ⁽¹⁾.

وفي فرنسا فإن المعالجة التشريعية لإساءة استعمال المطلع للمعلومات الجوهرية "المميزة" بدأت اعتباراً من إصدار الأمر التشريعي في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧ الخاص بإنشاء لجنة عمليات السوق C.O.P , ومن ثم القانون رقم ١٢٠٣ الصادر في ٢٣ ديسمبر ١٩٧٠ في المادة ١٠-١ منه والتي أدخلت عليها تعديلات من خلال القوانين: ٣ يناير ١٩٨٣, و ٢٢ يناير ١٩٨٨, و ٢ أغسطس ١٩٨٩, و ٢ يوليو ١٩٩٦, وأخيراً قانون رقم ١٠٦٢-٢٠٠١ الصادر في ١٥ نوفمبر ٢٠٠١م في المادة ٤٦٥-١. ⁽²⁾

٣- أما فيما يتعلق بمعالجة الموضوع في المنطقة العربية، فقد حظر المشرع المصري في المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م كافة صور الممارسات غير المشروعة على الأوراق المالية، التي قد تنشأ نتيجة لاستغلال الأشخاص المطلعين للأسرار والمعلومات التي يطلعون عليها بحكم

¹ Naylor. J, The Use of Criminal Sanctions by UK, and US. Authorities for Insider Trading: How can The Two Systems learn from each other? Part 1, The Company Lawyer, Vol. 11, No. 3, p.53.

^٢ د/ عادل علي المانع ، تجريم إساءة استعمال المطلع للمعلومات الجوهرية في سوق رأس المال ، دراسة مقارنة في التشريعين الكويتي والفرنسي، مجلة الحقوق (الكويت) مج ٣٦، العدد الأول ، ٢٠١٢، ص ١٧.

طبيعة عملهم لتحقيق منافع شخصية لهم أو لزوجاتهم أو أولادهم أو من خلال إفشائها للغير^(١)، كما تنص المادة (٢٠ مكرراً) من ذات القانون (والتي تمت إضافتها بموجب تعديل عام ٢٠٠٨م) على أنه: "يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على أوضاع هذه الشركات التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور، كما يحظر على هؤلاء الأشخاص إنشاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة".

وفي النظام السعودي فقد اتجه المنظم إلى حظر التعامل من قبل المطلع على المعلومات الداخلية وذلك في المادة الخمسين من نظام السوق المالية السعودية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ بتاريخ ٢٠٤٢٤/٦/٢هـ، والتي تقضي في فقرتها الأولى بأنه: "يحظر على أي شخص يحصل بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية على معلومات داخلية (يشار إليه بالشخص المطلع) أن يتداول بطريق مباشر أو غير مباشر الورقة المالية التي تتعلق بها هذه

^١ ويفهم ذلك مما تضمنته المادة (٦٤) من القانون المذكور التي تنص على أنه: "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من أفشى سرا اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده.... أو تعامل في الأوراق المالية بالمخالفة للأحكام المنصوص عليها بالمادة ٢٠ مكرراً من هذا القانون".

المعلومات, أو أن يفصح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة المالية, ويحظر على أي شخص شراء أو بيع ورقة مالية بناء على معلومات حصل عليها من شخص مطلع وهو يعلم أن هذا الشخص قد خالف بإفشائه المعلومات الداخلية المتعلقة بالورقة نص الفقرة (أ) من هذه المادة".

كما أضافت المادة الخامسة من لائحة سلوكيات السوق حظراً آخر, لم ينص عليه في المادة الخمسين من النظام,^(١) على أي شخص غير مطلع أن يقوم بالإفصاح لأي شخص آخر عن أي معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع, وكان يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذا الشخص الآخر من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية. وقد توالفت المعالجات التشريعية للموضوع في العديد من القوانين والتشريعات العربية المنظمة للتعامل في أسواق الأوراق المالية.^(٢)

^١ وذلك بموجب الفقرة (ج) من المادة الخمسين من نظام السوق الذي حول هيئة السوق المالية صلاحية وضع القواعد اللازمة لتحديد وتعريف المصطلحات الواردة في الفقرتين (أ، ب) من المادة الخمسين من هذا النظام.

د/ محمد بن ناصر البجاد, النظام القانوني لمبدأ حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية, مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية (مصر) العدد الأول / ٢٠٠٧م, ص ٢٥٢.

٢ ومن تلك القوانين والتشريعات نذكر: القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠م الخاص بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية في الكويت, من أجل حماية الأوراق المالية والمتعاملين فيها في

ويعكس استحواذ هذا الموضوع على اهتمام الكثير من التشريعات والقوانين المنظمة للشركات ولأسواق الأوراق المالية على المستوى الدولي والإقليمي، خطورة النتائج المترتبة على الممارسات غير المشروعة التي يرتكبها من يصل إلى علمهم معلومات أو أسرار متعلقة بالأوراق المالية بحكم مواقعهم أو مناصبهم، واستغلالها بأي طريقة كانت لتحقيق فوائد أو منافع خاصة أو إنشاء هذه المعلومات للغير، وذلك بحكم تأثير هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية أو ارتباطها بالتقييم الحقيقي لأصول الشركة، وما تلعبه من دور جوهري في توفير

جو من التنافسية والعدالة والشفافية على نحو ما جاء في المادة الثالثة من هذا القانون، والذي تضمن نصوصاً تجريبية وردت في الفرع الثاني من الفصل الحادي عشر، وفي مقدمة تلك النصوص المتعلقة بتجريم إساءة استعمال المطلع للمعلومات الجوهرية الداخلية (المادتين ١١٨-١١٩) حيث قررت عقوبات معينة لكافة صور الاستغلال أو الانتفاع بالمعلومات الداخلية أو الكشف عنها أو إعطاء مشورة على أساسها لشخص غير مطلع، وسواء حصل المطلع على المنفعة أو المصلحة لنفسه أو لغيره مقابل إنشاء السر أو المعلومة. وفي دولة الإمارات العربية المتحدة اشتمل قانون هيئة وسوق الأوراق المالية والسلع رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠م على حظر لاستغلال المعلومات غير المعلنة والمتعلقة بالأوراق المالية، ورتب البطلان على كل تصرف يقع مخالفاً لهذا الحظر (المادتين ٣٧-٣٩ من القانون المذكور)، كذلك المادة رقم ١٥ من النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية رقم ٢ لسنة ٢٠٠١م، والمادة (٣٩) من القانون الخاص بالإفصاح والشفافية رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠م.

وانظر من تشريعات الدول العربية التي تحظرها كافة صور التعامل على المعلومات الداخلية (الجوهرية أو المميزة) وتقرر الجزاءات على كافة صور الاستغلال والانتفاع بها بأي حال، قانون حظر الاستغلال الشخصي للمعلومات المميزة في التعامل بالأسواق المالية رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١١م في لبنان، وقانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م.

المناخ الملائم للاستثمار في سوق الأوراق المالية أو في نطاق الحياة الاقتصادية والتجارية بصفة عامة⁽¹⁾.

خطة البحث :

وللإحاطة بتنظيم الحظر المتعلق بتعاملات المطلعين وفقاً لمعلومات مميزة أو جوهرية (داخلية)، أرى أنه يتوجب علينا أن نعرض للموضوع على النحو الآتي:
أولاً: تحديد مفهوم المحل أو الموضوع الذي يرد الحظر على التعامل وفقاً له: وهو المعلومات الداخلية، بالنظر إلى الأهمية الجوهرية لهذه المعلومات في التعامل في سوق الأوراق المالية. (مبحث أول).

ثانياً: نطاق التعامل المحظور من حيث: تحديد من ينطبق عليه وصف "المطلع" من بين المديرين أو الموظفين أو المهنيين أو الغير، ممن يتصل علمهم بهذه المعلومات، وما إذا كان هناك تحديد للنطاق المكاني والزمني يرتبط بهما مبدأ الحظر (مبحث ثان).

¹ Steve Brody, Criminal Insider Trading, Prosecution, Legislation and Justification, Stanford Law School, May 2009, P,19.

د/ عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٩م، الطبعة الأولى، ص٣٥ وما بعدها، د/ محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص٩٧ وما بعدها، د/ أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والنشر العلمي، ١٩٩٨م، ص١٥ وما بعدها.

ثالثاً: صور التعامل المحظور أو الاستغلال الخاطئ للمعلومات الداخلية، كمستوجب لانعقاد مسؤولية المطلع والوسائل الكفيلة بمواجهته في إطار التنظيم التشريعي للرقابة على التعاملات الداخلية (مبحث ثالث).

المبحث الأول

التعريف بالمعلومات الداخلية

(أهميتها، مضمونها، خصائصها)

تمهيد وتقسيم:

٤- تعد المعلومات من أهم الأركان المساندة لنجاح وتطور بورصات الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد، بل إن كفاءة الأسواق المالية تعتمد بشكل رئيسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة، والتي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة، ومن ثم فإن أي محاولة لاستغلال هذه المعلومات أو التعدي عليها أو التعامل وفقاً لها بعيداً عن قواعد الإفصاح،

التي تكفل نوعاً من التكافؤ بين المتعاملين, سيكون من شأنه أن يثير المخاوف بشأن مصداقية وموضوعية إدارة سوق الأوراق المالية, فضلاً عن إلحاق الضرر بمناخ الاستثمار في السوق والتأثير السلبي على الاقتصاد الوطني وسياساته التنشيطية.

وعلى هذا, ولضمان سلامة القواعد والأسس الموضوعية لتنظيم التعامل على الأوراق المالية المدرجة في البورصة, لا بد من توفر بيئة تشريعية مساندة تكفل مكافحة كافة صور التعامل غير القائمة على قواعد النزاهة والعدالة, سواء فيما يتعلق بالشركات المساهمة المصدرة لهذه الأوراق أو المساهمين والمتعاملين المحتملين, أو القائمين على إدارة العمليات والإشراف على التداول وسائر اللاعبين الآخرين في السوق, كما يلزم أن تتوافر التشريعات المتعلقة بتنظيم المنافسة ومنع الاحتكار في التعامل على الأوراق المالية, ومكافحة الاستغلال أو الانتفاع بالمعلومات غير المتاحة للجمهور, إضافة إلى إعطاء الاهتمام اللازم لتفعيل مبادئ الإفصاح والشفافية بما يكفل إتاحة المعلومات للجمهور على نحو متكافئ.

ويقتضينا كل ذلك أن نعرض للمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية, والتي يؤثر استغلالها من قبل المطلعين على التقييم العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق وعلى مستوى المخاطر المتعلقة بالاستثمار, وعلى سلامة آليات السوق

في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة وتوجيهها إلى الموارد الأكثر ربحية، ومن ثم كفاءة السوق وقيامه بدوره التمويلي والاستثماري، وما يتطلبه ذلك من ضرورة إتاحة هذه المعلومات لكافة المتعاملين عبر آليات الشفافية والإفصاح، وذلك على النحو الذي يمكننا في الأخير من توضيح مفهوم وخصائص المعلومات الداخلية موضوع الحظر، وذلك في مطلبين اثنين على النحو التالي.

المطلب الأول

أهمية المعلومات الداخلية في كفاءة تحقيق التسعير العادل للأدوات

المالية في إطار معايير كفاءة سوق الأوراق المالية

٥- يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية أن يتوافر لهذه السوق عنصرا الثقة والتنظيم، وذلك لجذب الاستثمارات اللازمة لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية، حيث تلقت طلبات العرض وطلبات الشراء ويتم التعامل على الأوراق المالية المتداولة وفقا لقواعد ونظم محددة، وتعد المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين الحاليين والمرقبين وكذلك المحليين الماليين بمثابة العصب الرئيسي الذي تبنى عليه قرارات الشراء أو البيع على الأوراق المالية، حيث يحتاج المستثمر إلى أن يستند، لدى اتخاذ قراره الاستثماري، إلى المعلومات ذات

المنفعة النسبية مترجمة بشكل قوائم وتقارير صادرة عن الوحدة الاقتصادية المصدرة للورقة المالية، أو الهيئة المنظمة للتعامل في السوق، فضلاً عن سائر المعلومات التي تعكس واقع المنشآت الاقتصادية أياً كان مصدرها، حيث إن تحليل هذه المعلومات بدقة وموضوعية سيجتنب عليه تحديد حجم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، وبما يمكن المستثمرين من الاختيار بين البدائل والفرص الاستثمارية بشكل يتفق مع أهدافهم وتفضيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة، وتحقيق التخصيص الكفء للموارد وفقاً للعوائد المتوقعة من الاستثمار، وذلك بناء على أن المحتوى المعلوماتي Information Content المتاح يعد من أهم المتغيرات المحددة لاتجاهات أسعار الأدوات المالية في السوق. وترتبط كفاءة السوق المالية بقدرتها على توفير المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية للكافة في وقت واحد وبدون تكلفة أو بتكلفة معقولة، بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة⁽¹⁾، وهي السوق التي يتوفر لمصدر الورقة المالية والمستثمرين

¹ فالمعلومات المتعلقة بربحية الشركة ومديونياتها، والضرائب التي تدفعها، ونوع النشاط الذي تمارسه، والاستثمارات المخطط تنفيذها، ودرجة حساسية كل ذلك مع التغيرات في الظروف الاقتصادية، تؤثر بلا ريب على اتجاهات القرار الاستثماري، فإذا أمكنك معرفة المعلومة عن شركة معينة وعن الشركات الأخرى المنافسة في إطار نطاق جغرافي معين، فإنه يمكنك الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ القرار الاستثماري في أسهم الشركة إذا كانت المعلومات المتوافرة عنها طيبة، أو بيع تلك الأسهم إذا كانت المعلومات المتوافرة عنها سيئة. لمزيد من التفصيل: د/عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، أسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣م، ص ١٧٦.

فيها الحصول على السعر العادل Fair Price المستند إلى المعلومات المتاحة عن هذه الورقة، بحيث يعكس سعر الورقة جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة للعامة إضافة إلى المعلومات التي تحصل عليها فئة معينة، كمديري الشركة (المطلعين على بواطن الأمور) وكبار المتعاملين على الأسهم، وغيرهم ممن يتصل علمهم بهذه المعلومات. ويعني ذلك استحالة أن يحقق مستثمر أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، ذلك أن ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية يبنى ويتحدد، بشكل أساسي، على درجة الثقة بنوعية وكمية توفير المعلومات المتاحة ونشرها للكافة، دون وجود فاصل زمني بين إتاحة المعلومات الواردة إلى السوق وتحليلها، وبين التوصل إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية يحدث تغييراً فورياً في السعر، وبما يجنب المستثمرين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، أو عدم التقدير السليم لجدوى الاستثمار بهذه الورقة، وسواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر الأسهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أداء وآثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة المصدرة للورقة المالية^(١).

^١ د/ منير إبراهيم هندي، الأدوات المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٠٥ وما يليها.

كما أن كفاءة السوق المالية ترتبط بما تكفله من آليات رقابية على منظومة التداول، بما يمنع من التلاعب بالمعلومات الداخلية، بالعمل على أن تكون المعلومات بين المستثمرين متماثلة، حيث توجد علاقة ارتباط طردي بين إتاحة هذه المعلومات - التي تعتبر عصب التعامل في سوق الأوراق المالية- للكافة، ومستوى كفاءة السوق، بمعنى أن تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة عن الأداء المستقبلي للشركات المدرجة في السوق، والذي من خلاله توفر أسعار الأوراق المالية إشارات دقيقة لتخصيص الموارد، وذلك هو السوق الذي يمكن فيه للشركات أن تتخذ قرارات الإنتاج والاستثمار، كما يمكن المستثمرين من الاختيار

إن كفاءة سلامة وكفاءة السوق المالية بهذه المفاهيم يتطلب وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، حيث ينبغي توافر التشريعات الأكثر عمومية والمتعلقة بتنظيم المنافسة ومنع الاحتكار والتعامل مع حالات الاندماج والاستحواذ والبعد عن الاستفادة من المعلومات الداخلية، إضافة إلى إعطاء الاهتمام الكافي للإفصاح والشفافية، وذلك حماية للمستثمرين والاقتصاد الوطني، وأن يقوم على إدارة السوق هيئة ذات كفاءة بحيث تضع الشروط المنظمة لعملية تداول أسهم الشركات والإشراف والرقابة على تنفيذها وتتمتع بحيادية تامة، وأن تكون قادرة على اتخاذ القرارات المصححة في الوقت المناسب، ففي حالة ظهور أي تغير غير طبيعي يمكن لها إيقاف التعامل في السوق حتى يتم التأكد من أسباب الارتفاع أو الانخفاض، ويجب على إدارة السوق ألا تتدخل في تحديد أسعار الأسهم المتداولة كأن تحدد سعراً للصعود وسعراً للنزول بحيث لا يسمح لأسعار الأسهم أن تزيد أو تهبط عنها في أي فترة، بل عليها أن تترك ذلك لتفاعل العرض والطلب ووفقاً للحقائق والأوضاع الاقتصادية للشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق. راجع: د/ محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سابق، ص ٣٦، وراجع: د/ محمد كمال الدين محمد عبد الرحمن، تأثير مستوى إفصاح القوائم المالية المنشورة بغرض التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم قطاع البنوك في سوق الإصدار القانوني للأوراق المالية، بحث منشور بالمؤتمر العلمي السنوي الدولي الثاني والعشرين، كلية التجارة، جامعة المنصورة، ٢٠٠٦م.

فيما بين الأدوات المالية التي تمثل ملكية أو مديونية الشركات، في ظل افتراض أن أسعار هذ الأدوات في أي وقت تعكس بشكل كامل المعلومات المتاحة عنها.^(١)

ومن شأن ذلك أن يخلق مناخاً مناسباً للتفاعل الإيجابي بين المستثمرين في إطار السوق الكفاء، وهو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للأسهم والتي تمثل سعر التوازن، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، كما أن ذلك

^١ د/ إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص ٢٢٧، طبعة ٢٠٠٥ م.

يشير البعض في هذا الصدد إلى أن سوق الأوراق المالية يعد كفوفاً إذا ما كان الأمر يتعلق بأن تحرك الأسعار يتعلق بنظام المعلومات داخله، وبحيث يكون لكل مستثمر الحق في الوصول إلى ذلك النظام المتعلق بالمعلومات، بحيث تتعدل أسعار الأسهم بسرعة تجاه الإفصاح في المعلومات، وبحيث تعكس الأسعار الحالية للأسهم كافة المعلومات الخاصة بتلك الأسهم. فالمشتري ينظر إلى قيمة الورقة على أنها أعلى سعر يدفعه عليها كما أن البائع يعتبر هذه القيمة أدنى سعر للبيع، وبذلك يكون هذا السعر هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المتعاملين بناء على المعلومات المتاحة وأية معلومات جديدة يستلمونها لتصبح بعد ذلك معلومات متاحة يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازن للورقة المالية، السعر الذي يجعل سعر الورقة في السوق مساوية لقيمتها العادلة أو قريباً منها.

Gitman, Lawrence, Principles of Managerial Finance, 10th, International Edition, Printed in U.S.A, 2003, p 322.

د/ أرشد فؤاد التميمي، د/ أسامة عزبي سلام، المرجع السابق، ص ١٣٤، د/ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص ١٧٩، د/ أمين السيد أحمد لطفي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢٣.

يعكس خطورة التعامل على أوراق مالية بناء على معلومات داخلية Inside Information لا تتاح إلا لعدد محدود من الأشخاص من كبار المدراء والعاملين في الشركات المصدرة، والذين يمتلكون أسراراً كاملة عن الشركة واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية^(١)، لأن ذلك سيكون من شأنه أن يقوض النظام العادل للاستثمار في البورصة، بما يمثله من مخاطر على كافة الأطراف اللاعبة في السوق، وبالتبعية على الاقتصاد الوطني ككل.^(٢)

^١ Turbon, E., McLean, E. and Wetherbe, J..., 2ed., Information Technology for Management, John Wiley and sons. Inc, U.S.A, 2001, P.45.

د/ ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٥م، ص ١٠٨.
ويشير الخبراء الماليون والاقتصاديون إلى أنه تجدر الإشارة هنا إلى أنه وبالرغم من أهمية المعلومات، ودورها في تحديد القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، إلا أنها ليست العامل الوحيد في هذا الشأن، فلا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تغير المعلومات، لتعبر عن طموحاته ومخاوفه تجاه تحركات الأسعار مستقبلاً، وعلى هذا الأساس فإن سعر الورقة المالية في السوق يمثل القيمة النقدية عند لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر تجاه ظروف السوق، ومدى توقعهم لمخاطر الورقة المالية لا سيما في الأجل الطويل، أيضاً مدى سعيهم وكفاءتهم في الحصول على المعلومات من عدمه.

د/ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص ١٨.

^٢ إن هذه الكفاءة الكاملة للتسعير في سوق الأوراق المالية ودور إتاحة المعلومات ذات الصلة في توفيرها قد يبدو أنها كفيلة أن تتحقق في غالب الأحوال، وذلك بسبب اختلاف الإمكانيات المادية والأهداف الخاصة بالمتعاملين وقدرتهم على تفسير وتحليل المعلومات المستلمة، إذ يتوقع أن يحتاج السوق إلى وقت في تحليل وتفسير المعلومات لكي تترك آثارها في أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل هناك إمكانية لفروقات تظهر ما بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة، فترة بقاء هذه الفروقات ترتبط تماماً بفترة تحليل المعلومات وتفسيرها، وتلك الحقيقة تؤشر فرض الكفاءة الاقتصادية للسوق.

ومن أمثلة المعلومات التي يمكن أن تؤثر على قرارات المتعاملين وعلى اتجاهات أسعار الأوراق المالية، اتفاقات وقرارات الاندماج والاستحواذ، التعثر والإفلاس، الإعلان عن النتائج المالية والتوزيعات، إعادة شراء الشركة أسهمها، تجزئة الأسهم، القيمة الدفترية للسهم، حصة السهم من الأرباح المحققة، نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات، كذلك سائر المعلومات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة وهيكل الملكية، ومدى تبني الشركة لنظم واضحة للحوكمة، فضلاً عن المعلومات غير المالية والتي يمكن أن تؤثر على اتجاهات أسعار الورقة المالية.

المطلب الثاني

مفهوم المعلومات الداخلية وشروطها الأساسية

٦- من خلال العرض السابق للأهمية الفائقة التي تمثلها المعلومات الداخلية، كمؤشر يعكس واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف السوق محل التداول، وارتباط إتاحتها للجميع بقدر متساو بما يعرف بالتسعير العادل والمنصف للورقة المالية وبنقطة المستثمرين والمتعاملين في كفاءة السوق وقدرته على الاطلاع بدوره في تمويل المشروعات الإنتاجية، من خلال ذلك يمكننا تحديد مفهوم هذه المعلومات التي يمثل التعامل (الداخلي) بناء عليها خطورة على

د/ محمد الصبرفي، البورصات، مرجع سابق، ص ٦٩.

J.R. Frant, J.E. Broyles, Modern Managerial Finance, P.97.

تحقيق الأهداف السابقة، كذلك التعرف على الخصائص و الشروط اللازم توافرها في المعلومات حتى تصبح محلاً للحماية القانونية التي تكفل منع التعامل (الداخلي) وفقاً لهذه المعلومات وحظر استغلالها من قبل المطلعين.

الفرع الأول

تعريف المعلومات الداخلية

٧- يلاحظ بداية تعدد المصطلحات أو التسميات التي يطلقها الفقه القانوني والتشريعات المقارنة على المعلومات الداخلية، في إطار حظر استغلال هذه المعلومات المتعلقة بالأدوات المالية المتداولة في البورصة، ما بين تسميتها بالمعلومات الداخلية(١)، أو المعلومات غير المعلنة(٢)، أي السرية التي لا يتم

١ في هذا الشأن انظر المادة (٦) من المرسوم رقم ١٥٨ لعام ٢٠٠٥م بشأن تعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لعام ١٩٨٣م والمادة الأولى من القانون رقم (٧) لسنة ٢٠١٠م، بينما يستخدم قانون سوق رأس المال في مصر رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م تعبير "السرية" وذلك في المادة (٦٤)، وهي تسمية تقصر على المعلومات الداخلية صفة السرية فقط، مع أنه توجد أركان أخرى لهذه المعلومات، بالإضافة للسرية، كما أنه تعبير يبعث على اللبس بين المعلومات الداخلية والأسرار التجارية والصناعية التي لا يجوز الإعلان عنها.
راجع: د/ عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٨٩م، الطبعة الأولى، ص ٣٦.
٢ انظر: المادة (٣٧) من القانون الاتحادي الإماراتي رقم (٤) المنظم لهيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع الصادر عام ٢٠٠٠م، والمادة (١٥) من النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات

الإفصاح عنها للجمهور وإن علم بها عدد محدود من الأشخاص (١)، بينما يطلق على هذه المعلومات أحياناً تعبير المعلومات المميزة، في إشارة إلى أن مفهوم المعلومات محل الحماية لا يطلق على أي معلومة وإن كانت عامة، وإنما هي معلومات ذات أهمية خاصة في التأثير على تسعير الورقة المالية (٢).

وفي إطار اتجاه التشريعات إلى تعريف المفاهيم محل التنظيم بوضعها في حدود معينة، فإنه فيما يخص المعلومات الداخلية، نلاحظ اختلاف هذه التشريعات في اختيار العبارات المستخدمة في تعريف المعلومات الداخلية وإن اتفقت على مضمونها، باعتبار أن استغلال هذه المعلومات من قبل المطلعين يؤدي إلى إعطاء هؤلاء امتيازاً غير عادل في مواجهة غيرهم من المتعاملين في السوق.

٨- وفي إطار القانون المصري فإن المعلومات الداخلية تشمل: أياً من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة

ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية رقم (٢) لسنة ٢٠٠١م، والمادة (٣٩) من النظام الخاص بالإفصاح والشفافية رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠م.

١ انظر على سبيل المثال المادة (ل) ١/٤٦٥ المعدلة بقانون النقد والمال رقم ١٠٦٢/١٠١/٢٠٠١ الصادر في ١٥ نوفمبر ٢٠٠١م في فرنسا، وقانون حظر الاستغلال الشخصي للمعلومات المميزة في التعامل بالأسواق المالية، رقم ١٦٠ بتاريخ ١٧/٨/٢٠١١م في لبنان.

د/ عادل علي المانع، تجريم إساءة استعمال المطلع للمعلومات الجوهرية في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢١.

٢ راجع في هذا الشأن: د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ٢٠٠١م، الطبعة الأولى، ص ٢١٩.

بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها،(١) نفس التعريف تقريباً تضمنته أيضاً قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية في القاهرة والإسكندرية الصادرة عام ٢٠٠٦م، والتي عرفت المعلومات الداخلية في المادة (١١/٢) من هذه القواعد بأنها: "أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المقيدة بالبورصة أو أي من كيانات المجموعة المرتبطة بها".

وبالرغم من أن التعريف السابق قد اهتم بصفة "الجوهرية" الخاصة بالمعلومات الداخلية، بالنظر إلى تأثيرها على تسعير الأوراق المالية واتجاهات التعامل في سوق الأوراق المالية والعصف بمبدأ التكافؤ بين المتعاملين، إلا أنه ذكر صفة "عدم العلنية" للمعلومات الداخلية وربطها بالشركات المدرجة وما يرتبط بها من مجموعات، ويلاحظ أن هذا الربط الأخير قاصر، ذلك أن المعلومات الداخلية لا تقتصر على تلك المعلومات التي يتم الحصول عليها فقط من الشركات المصدرة، فالمطلعين يحصلون على المعلومات "الداخلية" من جهات متعددة من بينها

١ المادة (٣١٩/ج) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣، والمضافة بمقتضى قرار وزير الاستثمار رقم ٤١ لسنة ٢٠٠٦م.

ونلاحظ هنا أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لم يضع تعريفاً للمعلومات الداخلية، وإنما أطلق عليها في المادة (٦٤) تسمية "السر" كما سبق أن ذكرنا.

الشركات المدرجة، مع ما يؤدي إليه تعاملهم وفقاً لهذه المعلومات من تأثير غير عادل في التسعير وتشويه للبيئة التجارية في سوق الأوراق المالية (١). وعرفها المشرع السعودي بأنها: "المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي، بالنظر إلى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات، أن إعلانها وتوافرها سيؤثر تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات، ويعلم الشخص المطلع أنها غير متوافرة عموماً وأنها لو توافرت لأثرت على سعر الورقة المالية أو قيمتها تأثيراً جوهرياً".

وفي الإمارات العربية المتحدة جاء تعريف المعلومات الداخلية متضمناً أنها تشمل: "أي حدث أو واقعة أو قرار أو معلومة قد تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في سعر الورقة أو حجم تداولها أو يكون لها تأثير في قرار الشخص في شراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها" (٢).

١ د/ نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣م، ص٣٧.

Higgins, Robert, C., Analysis for Financial Management, 6th ed, McGraw-Hill. inc., U.S.A, 2001, P.169.

٢ انظر المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم (٣٢/ ر) لسنة ٢٠٠٧م بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي، كما ورد تعريف المعلومات الداخلية في المادة (٢) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م بأنها: "المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر، والتي قد

٩- وفي القانون الانجليزي ورد تعريف المعلومات الداخلية في قانون تعامل المطلعين (قانون استغلال المعلومات) لسنة ١٩٨٥م "Insider Dealing Act" 1985, حيث سماها المعلومات المؤثرة أو الحاسمة Unpublished Sensitive Information والمتعلقة بالأوراق المالية العائدة لشركة معينة, وهي المعلومات التي تمثل موضوعاً محدداً يرتبط بعلاقة مباشرة بالشركة, ويركز النص على تأثير المعلومات على الأوراق المالية, أيضاً على سرية المعلومات بمعنى أنها غير معلنة أو معروفة للمتعاملين, والتي لو تم الإعلان عنها للكافة لترتب على ذلك التأثير الجوهري على أسعار الأوراق المالية (١).

أما قانون الغش المتعلق بالأوراق المالية لسنة ١٩٨٨م في الولايات المتحدة الأمريكية "Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988" فيمنع تداول العالمين ببواطن الأمور (المطلعين) على أساس ما يحوزونه من معلومات هامة غير متاحة للجمهور, ومن ثم فهو يركز على صفتي التأثير

تؤثر في سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها, ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية".
انظر: د/ أمين محمد أمين الغرايبة, حظر استغلال المعلومات الداخلية في قانون الأوراق المالية الأردني, دراسة مقارنة, مجلة العلوم القانونية والسياسية, السنة السادسة, العدد الأول, ٢٠٠٦م, ص٧٦ وما بعدها.

¹ Act of 11th March 1985, Section 10 (A.B).

Graham & Trotman, Insider Information and Securities Trading, London, 1991, P.12.

(الجهرية) والسرية، ويضع عقوبات على المتعاملين على أساس هذه المعلومات بهذه المواصفات، والذين يتخذون مظهراً عادلاً لتعاملاتهم مستغلين هذه المعلومات لتحقيق مصالح شخصية (١).

وفي القانون الفرنسي عرفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) المعلومات الداخلية في المادة الأولى من لائحة لجنة عمليات السوق رقم (٨-٩٠) بأنها: المعلومة المميزة غير العادية (ذات الطبيعة الدقيقة) والمحددة ، ، والتي لم يعلن عنها للجمهور، والمتعلقة بصورة مباشرة أو غير مباشرة بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية، أو بواحدة أو أكثر من الأدوات المالية الخاصة بها أو الأدوات المالية المرتبطة (٢).

^١ وهذه المعلومات تنقسم إلى نوعين: الأول: معلومات داخلية Insider Information تأتي من مصادر داخل الشركة المصدرة للورقة المالية، وتشمل أحداث وتطورات تؤثر على أصول أو أرباح الشركة صاحبة السهم، والنوع الثاني: معلومات السوق Market Information وتأتي من مصادر أخرى من خارج الشركة، وتشمل أحداثاً أو ظروفًا تتعلق بسعر السهم في السوق وتؤثر فيه، ولكنها لا تؤثر على أصول أو أرباح الشركة.

Bainbridge(s), An overview of Insider Trading law and Policy: An Introduction to the Insider Trading Research Paper Series No.12-15, UCLA, School of Law, 2012, PP.11.21.

د/ محمد عبده محمد مصطفى، المرجع السابق، ص ١٢٠ وما بعدها .

² France Règlement Général de l'autorité des marchés financiers, livre VL-Abus de Marché; Operations D' initives Manipulations de Marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Art 621-1 .

ونلاحظ التوسع الذي تبناه النص في بيان ما يطلق عليه وصف المعلومة المميزة أو الداخلية، وذلك لتوسيع مجال الحماية لسوق الأوراق المالية، وذلك بربط المعلومات بالأدوات المالية محل التعامل وليس فقط بالمصدر، كما أن حظر التعامل يمتد لتلك المعلومات التي لا يقتصر تأثيرها فقط على الأدوات المالية الخاصة بها، وإنما أيضا إلى الأدوات المالية ذات العلاقة بالورقة محل المعلومة (١).

١٠- ووفقا لما تقدم فإنه يمكننا أن نعرف المعلومات في سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن: بيانات تنظم وتحلل بشكل يكسبها قيمة للمستفيد على ضوء تفسيره لها وتحديده لمضامينها نوعاً وكماً، والتي لم يتم الإعلان عنها للكافة، وسواء كانت معلومات مالية أو غير مالية، والتي قد تؤثر على سعر الورقة المالية، وذلك بغرض استخدامها في تحديد وصياغة قراراته الاستثمارية بشأن الأوراق المالية، ما دامت هذه المعلومات تعكس مؤشرات حقيقية عن واقع

^١ كما بينت المادة الأولى من توجيهات القرار الأوروبي الصادر في ١٣ نوفمبر ١٩٨٩م أنه يقصد بالمعلومة المميزة: "المعلومة التي لا تصل إلى الجمهور، وتتمتع بصفة أنها محددة وتعلق بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية، أو بورقة مالية من هذه الأوراق، والتي إذا أعلنت للكافة تكون قابلة للتأثير على سعر هذه الأوراق".

Michel Veron, Droit Pénal des affaires, 2 édition, Armand Colin, 1997, P.221.
د/ عبد الباسط محمد حسين، الحماية الجنائية لأسواق رأس المال، دراسة مقارنة بين التشريعين المصري والفرنسي، دار الفكر، ٢٠٠٩م، القاهرة، ص ١٩٨.

الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف السوق الذي تتداول فيه، إضافة إلى الواقع الاقتصادي والسياسي والقانوني العام في البلد المعني(١). وبشكل مختصر فهي المعلومات غير المنشورة والتي قد تؤثر على سعر الأوراق المالية والتي اطلع عليها أشخاص يقرر القانون اعتبارهم من المطلعين بحكم وظيفتهم أو بمناسبتها.

الفرع الثاني

شروط المعلومات الداخلية

١١- من خلال ما سقناه من تعريفات سابقة لمفهوم المعلومات الداخلية تتضح الخصائص و الشروط التي ينبغي توافرها في هذه المعلومات حتى تعد محلا للحماية القانونية، و التي يحظر بمقتضاها أن يستأثر بها شخص أو فئة معينة لمصالحها الشخصية، أو أن تستغلها في معاملات تعود عليها بالنفع دون غيرها

^١ في هذا الشأن راجع:

Turbon, op, cit, P.45

د/ أرشد فؤاد التميمي, د/ أسامة عزمي سلام, المرجع السابق, ص١٣٢, د/ محمد عبده محمد مصطفى, تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة, مكتبة كيبواترا للطباعة, القاهرة, ١٩٩٩م, ص٣٤ وما بعدها.

من سائر المتعاملين, ذلك أن خصائص المعلومة الداخلية "الجوهرية أو المؤثرة" يجب أن تحدد بشكل واضح المعلومات محل الحماية، وأن تميزها عن المعلومات غير المؤثرة "المعلومات العادية غير المحددة"، والموضوع الذي ترد عليه هذه المعلومات "الأوراق المالية"، كذلك المعيار اللازم اتباعه للقول بتوافر هذه الشروط.

وعلى هذا يشترط في المعلومات أن تكون محددة، وأن تكون غير معلنة للمتعاملين "سرية المعلومات"، فضلاً عن ضرورة أن يكون من شأن المعلومة الداخلية التأثير الجوهرية على سعر الورقة المالية، مما يشكل إخلالاً بمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين، وأن يتم ذلك وفق معايير موضوعية قابلة للتحديد.

وبداية وقبل التعرض تفصيلاً لهذه الشروط, فإن المقرر أنه يخرج من مفهوم المعلومات الداخلية، في مفهوم حظر التعامل على هذه المعلومات, الاستنتاجات والتنبؤات المستخلصة من إجراء التحليلات والدراسات والبحوث التي يقوم بها الخبراء الماليون والاقتصاديون لأوضاع الشركة المالية الحالية والمستقبلية, وقد يتم ذلك وفقاً لتقارير دورية أو نشرات تبين النشاطات والمشاريع التي سوف تقوم بها الشركة في المستقبل, وذلك لأن الوصول إلى هذه المعلومات بهذه الوسائل لا يرتبط بوظيفة أو منصب الشخص المطلع على المعلومات، وإنما بالنظر إلى

الجهد الشخصي والخبرات السابقة لمن توصل إليها، ولذا فإنه يمكنه أن يستفيد منها بعيداً عن أي مخاطر قد تلحق به.

ومن هنا نشأت التفرقة بين المعلومة التي تصدر من الشخص المطلع وتلك التي تصدر من صاحب الخبرة، فالتعامل بناء على المعلومات من الأول محظور، لأنه بحكم موقعه الذي أتاح له الحصول على المعلومة يستطيع أن يتدرك المخاطر المرتبطة بهذه المعلومات نظراً لقربه من المعلومة بحكم هذا المنصب أو الوظيفة، بخلاف التعامل بناء على المعلومات من الثاني، لأن الحصول عليها كان بناء على تحليل واستنتاج يرجع لرأي صاحبه، وهو من سيتحمل مخاطر الخطأ أو الفشل في استنتاجه حتى وإن صحت هذه المعلومات فيما بعد^(١).

ومن ناحية أخرى فإن المعلومات المحظور التعامل الداخلي بناء عليها هي التي تتعلق بالأوراق المالية أو بمصدر الورقة المالية، ويقصد بالأوراق المالية في هذا الشأن جميع الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية كالأسهم (أدوات الملكية)، سندات القرض (سندات المديونية)، حصص التأسيس، الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة والمؤسسات العامة، شهادات إيداع الأوراق المالية، شهادات الإيداع الدولية، عقود الخيارات والمشتقات المالية، وثائق أو سندات الاستثمار،

^١ ومن القوانين التي أقرت هذه التفرقة صراحة، قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م (المادة الثانية)، وانظر: د/ عادل المانع، المرجع السابق، ص ٣٧.

كما يقصد بمصدري الورقة المالية: شركات المساهمة العامة (ذات الاكتتاب العام)، شركات التوصية بالأسهم، صناديق الاستثمار كمؤسسات ذات طبيعة خاصة تهدف لتجميع المدخرات في صندوق تديره خبرة استثمارية لقاء عمولة معينة، الحكومة والمؤسسات العامة... (١).

أولاً : أن تكون المعلومات محددة .

١٢- لا يعتبر التعامل على المعلومات محظوراً إلا إذا كانت المعلومات محددة، وتعتبر المعلومة محددة إذا كانت تستند إلى وقائع أو أمور معينة تكسب المعلومة الصفة الواقعية المحددة، وليس مجرد الافتراض أو التنبؤ، وتمكن المطلع عليها من استخلاص نتائج معينة ومحددة ترقى لمرتبة التأثير على اتجاهات أسعار الأوراق المالية، وهي تميزها بذلك عن الإشاعات أو التنبؤات التي عادة ما تصاحب التعامل في سوق المال بصفة عامة، دون أن يكون المقصود بذلك أن يكون التحديد هنا يعني مقدار تأثير المعلومة على السوق، فالإشاعة يمكن لها أن تحقق ذلك التأثير في اتجاهات السوق إذا ما تم الانسياق ورائها، وعلى الرغم من ذلك فإنه من المتفق عليه عدم حظر التعامل بناء على مجرد الإشاعة.

^١ راجع لمزيد من التفصيل في أدوات الاستثمار والتداول في أسواق الأوراق المالية، د/ مصطفى رشدي شيحة، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٢م، ص ٤٨، د/ أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٢٧.

والواقع ان الوصول إلى معنى واضح بخصوص تحديد مفهوم المعلومات الداخلية يشوبه نوع من الغموض وعدم الوضوح، خاصة مع الوضع بالاعتبار أن غالبية التشريعات التي اشترطت عنصر التحديد في المعلومات لم توضح المقصود بضرورة كون المعلومات محددة أو بشرط التحديد^(١)، ذلك أن حظر التعامل علي المعلومات لا يتوفر في حالة المعلومات التي تتسم بقدر كبير من العمومية، أو التي لا تنبئ عن وقائع محددة يكون لها صفة التأثير في اتجاهات السوق، وذلك كالتقارير الصحفية التي تحتوي على توقعات معينة^(٢)، والإشاعات التي يروج لها،

^١ راجع في هذا الشأن المادة (٥٦) من قانون العدالة الجنائية البريطاني الذي اشترط في المعلومات الداخلية أن تكون دقيقة أو محددة.

Company Securities (Insider Dealing) Act 1985 Section 10 Interpretative Notes to the company securities.

د/ أحمد سليمان زايد، التعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة، دراسة مقارنة بين القانون الأردني والانجليزي، ٢٠٠٥م، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية، ص٦٤، د/ بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦م، ص١١٠.

^٢ ويرى البعض أن الأخبار الصحفية إذا كانت مستقاة من مصادر موثوقة كهيئات الأوراق المالية أو إدارات البورصات أو إدارات المؤسسات المصدرة فإنه يمكن اعتبارها معلومات صحيحة، ومن ثم تعد قبل نشرها على الملأ من قبيل المعلومات الداخلية التي يشملها الحظر المذكور.

د/ جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص٣٤٣.

وقد حكم القضاء الأمريكي في هذا الشأن بإدانة محرر في صحيفة وول ستريت Wall Street Journal نتيجة لإفشائه معلومات داخلية عن إحدى الشركات حصلت عليها الصحيفة قبل ان يتم الإعلان عنها للجميع، بناء على أن ذلك الفعل يمثل انتهاكا لقوانين الأوراق المالية الفيدرالية الامريكية، وخرقا لواجب السرية وخيانة لواجبات الوظيفية بتسريب معلومات غير معلنة قبل نشرها، وهي معلومات جرى التوصل إليها في أثناء ممارسة الوظيفة، وإن استندت الإدانة في هذه الحالة على

فإنها وإن أثرت على الأسعار في فترة أو وقت معين إلى أن يتم اكتشاف عدم دقتها أو تحديدها بدقة ومن ثم عودة الأسعار إلى وضعها الطبيعي، إلا إنها لا تكتسب صفة التحديد أو الدقة التي تعطيهما القدر الكافي من التأثير الحقيقي على أسعار الأوراق المالية.

ومن أمثلة الإشاعات التي قد يتم ترويجها والتي لا ينطبق عليها وصف المعلومات الداخلية أن يقال: أن الشركة سوف تجني أرباحاً في المستقبل أو أنها تتكبد خسائر في ظل السياسة التي تنتهجها، وكذلك سائر التوقعات والآراء التي تمثل انطباعاً عاماً عن الشركة أو السوق ككل، أو أن إدارة شركة معينة إدارة ناجحة أو أن الشركة تعاني من عدم كفاءة مجلس إدارتها...، إذ يمثل ذلك ونحوه مجرد إشاعات غالباً ما تكون الأسواق عرضة لها، ولا يكون لها سوى تأثير وقتي

واقعة إفشاء معلومات تم الحصول عليها من الشركة بحكم الوظيفة، وليس نتيجة لتحليلات أو كونها تعبر عن آراء قائلها، بناء على أن خروج المعلومات من الشركة إلى جهة الإعلان "الصحيفة في هذه الحالة" لا ينفي عنها صفة كونها غير معلنة (سرية) وتخضع لحماية القانون من التعامل عليها. صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة دبي للتوزيع، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٤م، ص ٤٨٢، ٤٨٣. وراجع في القضاء الفرنسي فيما يتصل بمدى التزام المؤسسات الصحفية بعدم استغلال المعلومات التي تصل إلى علمها:

Paris; 29 oct. 1975; D; 1976: Jurisprudence; P,53; Note: M. Delmas Marty., et Paris; 19 déc. 1975: J.C.P; G; 1976: 11; 18329: Note: A. Tunc.Welsh, 1969, P.113.

د/ عادل المانع، المرجع السابق، ص ٣٨.

ولفترة وجيزة، ومن ثم لا يمكن حكمها أو السيطرة عليها أو حظرها، لأنه يتعين - كما سيأتي بيانه- أن يكون حصول الشخص على المعلومة - كأصل عام- نتيجة صلة تربطه بالشركة، فيقوم باستغلال هذه المعلومات لتحقيق منافع شخصية، بخلاف الإشاعة التي يمكن أن تصل إلى علم عدد كبير من المتعاملين في السوق دون أن يرتبط ذلك بوظيفة المتلقي أو عمله أو منصبه^(١).

١٣- وبالإضافة إلى ما تقدم فإن تحديد المعلومة وارتباطها - كما سيلي- بقدرتها على التأثير في أسعار الأوراق المالية،^(٢) يفترض أن تكون مؤكدة أو صحيحة كحقيقة قابلة للانتشار، وصلت إلى علم المطلع "العالم بباطن الأمور" وقام باستغلالها بناء على وصفها هذا، فإن لم تكن البيانات صحيحة فلا يمكن وصفها بالمعلومة، ولا يمكن مساءلة الشخص المتعامل بناء عليها^(٣).

^١ د/ أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٢٠.

^٢ ومن القوانين التي تبنت هذا المفهوم قانون العدالة الجنائية البريطاني Company Securities (10) section 1980 (Insider Dealing) Act، الذي اشترط في المادة (٥٦) في المعلومات حتى تعد من قبيل المعلومات الداخلية "المؤثرة" أن تكون دقيقة أو محددة. وانظر:

Sweet & Maxwell International Insider Dealing., Part 2, United Kingdom, Edited by: Mark Stamp & Carson Welsh, 1969, p.113.

د/ أحمد زايد، المرجع السابق، ص ٤٦.

^٣ Renauld Salomon, Le Particularisme de Infraction Boursières, JCP, Droit Pénal, nl, 2003, P.5.

ومن أمثلة المعلومات المحددة التي من شأنها التأثير على الأسعار في السوق: البيانات والمعلومات المتعلقة بحركة إدارة الشركة من المديرين Identity Managers ومكافآت ومزايا أعضاء مجلس الإدارة العاديين والمنتدبين، وعمليات الاندماج المزمعة، ومستوى توزيعات الأرباح، ومعدلات الملكية بين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين، وكذلك المعلومات عن الأنشطة التشغيلية والتجميعية للشركة. وقد قضت محكمة النقض المصرية بأن: "المقصود بالمعلومات المحددة لا يقف عند كون المعلومة دقيقة بالمضمون، بل يجب أن تكون واضحة على نحو يمكن إدراكه، وبعبارة أخرى أن يكون وجود المعلومة الداخلية على شكل لا يمكن معه للشخص المطلع عليها أن يسقطها من حساباته^(١)."

د/ عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة، مرجع سابق، ص ٥٩، د/ عادل المانع، المرجع السابق، ص ٣٦.
^١ نقض مصري، رقم ١٠٨٣ / ١٠٨٣، جلسة ١٤/٥/١٩٨٥م، مجموعة أحكام النقض.

٢- المعلومات غير معلن عنها: "سرية المعلومات" (١).

١٤- المعلومات الداخلية هي المعلومات غير المعلنة للجمهور بأي وسيلة من الوسائل التي تتيح علمها للكافة، والتي يوجب القانون على مصدرها أن يتخذ كافة التدابير لمنع تسريبها للغير قبل الإعلان عنها، فهذه هي المعلومات التي يحظر القانون التعامل وفقاً لها من قبل مجموعة من الأشخاص اطلعوا عليها بحكم وظائفهم أو مناصبهم أو بمناسبتها، والحصول من وراء ذلك على ميزة غير مبررة

١ انظر: فيما يتعلق بإطلاق صفة السرية على المعلومات الداخلية، د/ صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر بعنوان "أسواق الأوراق المالية والبورصات" كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، (٦-٨) مارس ٢٠٠٧م.

بينما يرى البعض في الفقه أن مفهوم المعلومات الداخلية أو غير المعلنة يختلف عن مفهوم المعلومات السرية، وغالباً ما تكون المعلومات لمنشأة ما غير سرية ومع ذلك يشملها الحظر لأنه لم يتبع بشأنها إجراءات الإعلان التي يحددها القانون لإتاحة العلم بها للكافة، كونها معلومات مؤثرة في سعر الورقة المالية، فليس هناك ارتباط بين سرية المعلومات وكونها غير معلنة أو داخلية، لأن صفة السرية في المعلومات نسبية وليست مطلقة، ولا تزول إلا باتباع الوسائل اللازمة للإفصاح عنها للجمهور، لذا فإن مصطلح المعلومات غير المعلنة "المعلومات الداخلية" هو الذي يعبر عن حقيقة هذه المعلومات.

انظر في هذا الشأن لمزيد من التفصيل حول المعلومات السرية بصفة عامة واختلاف مدلولها عن المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية: د/ حسام الدين عبد الغني الصغير، حماية المعلومات غير المفصح عنها والتحديات التي تواجه الصناعات الدوائية في الدول النامية، دار الفكر الجامعي، ٢٠٠٣م، ص ١٣ وما بعدها، وراجع بصفة خاصة: د/ ذكري عبد الرازق محمد خليفة، حماية المعلومات السرية من حقوق الملكية الفكرية في ضوء التطورات التشريعية والقضائية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٧م، ص ١٩ وما بعدها.

لتحقيق فوائد غير مشروعة على حساب بقية المتعاملين في السوق، وهي المعلومة التي يعتبرها القانون معلومة مميزة "مؤثرة أو جوهرية"، وبالتالي يسبغ عليها حمايته، أما المعلومات التي فقدت هذه السمة بالإعلان عنها بأي وسيلة فلا تعد محلاً للحماية، لعدم تصور حظر التعامل على معلومات أصبحت متاحة للكافة.

وعلى هذا يرتبط توافر هذا الشرط بتوافر وسائل إتاحة العلم بالمعلومة بأي من الوسائل ولو لم يتحقق العلم بها فعلياً، فإذا أتيح للجمهور العلم بها تنتفي سريتها وتدخل مباشرة في إطار المعلومات العامة المفصح عنها، حتى وإن لم يستفد بها إلا عدد محدود من الأشخاص، ومن هنا تظهر أهمية وقت العلم بالمعلومات في كونه يحدد المدى الزمني لانتهاء سرية المعلومات واعتبارها معلومات عامة متاحة للجميع، وهو الوقت الذي يجب أن يكون واحداً بالنسبة لكافة المتعاملين فيما يتعلق بكافة تفاصيل المعلومات، وبكل ما يطرأ عليها من تعديلات يمكن أن تؤثر في اتجاهات تقييم أو تسعير الورقة المالية، حيث تظل المعلومة سرية لا يجوز استغلالها من تاريخ خروجها من الجهة ذات العلاقة حتى نشرها بالفعل، وفي خلال تلك الفترة فقد يطلع عليها أشخاص أو فئات ممن يعتبرهم القانون من قبيل المطلعين، وهؤلاء يحظر عليهم استغلال هذه المعلومات ما دام النشر الفعلي

لم يتحقق بعد، وإلا فإنهم سيضعون أنفسهم تحت طائلة الحظر القانوني للتعاملات الداخلية وبكافة ما يترتب عليه من آثار^(١).

^١ في هذا الشأن انظر: المادة (٣١٩/ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، التي تقضي بأنه: "...وتصبح المعلومة الجوهريّة معلنة عندما يتم إتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد وبذات الطريقة وفقا للقواعد والإجراءات الحاكمة والمنظمة للإفصاح في البورصة".

كما أن المادة الخمسين من نظام السوق المالية السعودي التي تولت تعريف المعلومة الداخلية أشارت إلى أن هذه المعلومات هي التي "... لا تكون متوافرة لعموم الجمهور ولم يتم الإعلان عنها..." كما أن الفقرة (ج) من المادة الخامسة والأربعين من ذات النظام، التي اعتبرت جميع المعلومات والبيانات المتعلقة بالموقف المالي والإداري للشركة المصدرة والتطورات الحالية والمتوقعة والاحتمالات المستقبلية مما يمكن أن يؤثر على الوضع المالي، حظرت على الشركات المصدرة للأوراق المالية أو تلك التي لها أوراق مالية متداولة في السوق المالية إفشاء بعض هذه المعلومات والبيانات إلى جهات لا يقع على عاتقها التزام بالمحافظة على سرية المعلومات وحمايتها، وذلك قبل تزويد هيئة السوق المالية بتلك المعلومات والبيانات وإعلانها.

وفي إطار التشريعات الغربية فقد أفرد قانون العدالة الجنائية الإنجليزي لسنة ١٩٩٣م نصا خاصا بشرط العلانية وذلك في المادة (٥٨) التي حددت متى تكون المعلومة معلنة أو معروفة للجمهور، وذلك في حالات معينة ذكرت على سبيل المثال لا على سبيل الحصر ومنها:

- ١- أن يكون قد تم نشرها وفقا لتعليمات السوق المالي.
- ٢- إذا كانت مدونة في سجلات يتاح للجمهور الاطلاع عليها.
- ٣- إذا كان يمكن الحصول عليها بسهولة من قبل الراغبين في التعامل بالأوراق المالية التي تتعلق بتلك المعلومات.

٤- إذا كان بالإمكان استخلاصها من معلومات منشورة أو معلنة للجمهور. كما نصت نفس المادة السابقة على أنه: "تظل المعلومة معلنة حتى وإن لم يكن بالإمكان الحصول عليها واستنتاجها إلا من قبل أشخاص ذوي كفاءة، ولو تم إعلانها إلى طائفة معينة من الجمهور وليس إلى الجمهور عامة، ولو كان لا يمكن الوصول إليها إلا بالتدقيق وبذل العناية الكبيرة، أو بعد دفع رسوم معينة، أو كان قد تم نشرها خارج بريطانيا".

راجع لمزيد من التفصيل: د/ أحمد سليمان زايد، المرجع السابق، ص ٤٢ وما بعدها.

١٥- أما فيما يتعلق بنطاق سرية المعلومات وما إذا كانت السرية ترتبط بعدد معين من الأشخاص إن تعدتهم فقدت المعلومة شرط السرية، فإن تحديد ذلك يرتبط، من جهة نظرنا، في حالة لم يتم الإفصاح عن المعلومة بالوسائل التي تحقق لها العلانية، بأن القانون قد حدد فئات المطلعين ممن يتمكنون بحكم عملهم أو وظائفهم أو قربهم من أصحاب العمل أو الوظيفة من الاطلاع على المعلومات الخاصة بالأوراق المالية أو ظروف تداولها، فدائرة هؤلاء هي دائرة سرية المعلومات، والتي إن خرجت منها تصبح عامة، غير أن القاعدة في هذا الشأن أن سرية المعلومات لا تعني بقائها في حوزة شخص معين أو عدد محدد من الأشخاص، فتزايد أعداد المطلعين لا يعني بالضرورة أن المعلومة قد أصبحت عامة، وبالمقابل فإن العلانية لا تعني أن يعلم بها الجميع بالفعل، ويكفي في هذا الشأن أن تصل إلى علم الأشخاص الذين يتوقع أن يتعاملون بالأوراق المالية التي تتأثر أسعارها بتلك المعلومات بحسب إتاحة وسيلة العلم بها^(١).

هذا وبالرغم من عدم وجود خطوط واضحة تحدد نطاق سرية المعلومات فإنه يجب عند البحث أو النظر في مدى توفر هذا الشرط من عدمه، أن نستبعد الاعتقاد الشخصي لمن يتلقى المعلومة أو ينقلها بأن هذه المعلومة تعد سرية، والقول بأن المعلومة تكون سرية إذا كان من يستغلها يعلم أنها سرية، وأنها تفقد

^١ د/ أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ١٦.

هذه الصفة إذا كان لا يعلم بذلك, وإنما يجب في هذا الشأن تبني معيار موضوعي, يقوم على أنه يحظر التعامل على تلك المعلومات غير المعلنة والتي لا تتوافر وسيلة العلم بها للجميع, سواء استمدت هذه المعلومة من مصدر الورقة المالية أو من أجهزة الرقابة على الشركة, أو من الهيئات المنظمة للتعامل في السوق, أو من أي جهة ذات صلة بتلك المعلومات, حتى وإن اعتقد من يستغل هذه المعلومات فعلياً أنها معلومات يمكن التعامل عليها أو أنها معلومات معلنة^(١).

٣- المعلومات مؤثرة في سعر الورقة المالية :

١٦- قدمنا أن حظر التعامل على المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية يفترض في المعلومات محل الحظر أن تكون معلومات محددة وغير معن عنها, والواقع أن هذين الشرطين غير كافيين لحظر استغلال المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ما لم تكن هذه المعلومات ذات تأثير على اتجاهات أسعار الأوراق المالية, ارتفاعاً أو انخفاضاً, إذا تم الإعلان عنها, إن هذا الشرط هو الذي يعطي لحظر التعامل على المعلومات الداخلية حدوده المعقولة, ذلك أنه ليست أي معلومة غير معلنة للجميع, وإن كانت محددة, يحظر التعامل بناء

^١ انظر: د/ بلال عبد المطلب بدوي, الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية, مرجع سابق, ص ١١٣.

عليها، إن لم يكن لها ذلك التأثير الجوهري على سعر الورقة في السوق، فالواقع أن العديد من المعلومات المتداولة بشأن الورقة المالية، مما يتصل علمها بمسؤولي الشركة وموظفيها، ويتم التعامل وفقاً لها دون أن يترتب على ذلك التعامل الوقوع تحت طائلة النصوص التي تجرم استغلال المعلومات الداخلية، إن هي افتقدت شرط التأثير على سعر الورقة^(١).

^١ في هذا الشأن: د/ صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢٠، د/ حسين فتحي عثمان، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ١٩٩٦م، ص ٤٧.

ويُفرق البعض في هذا الصدد بين عدد من المعلومات على النحو التالي:
- معلومات التداول: ويشمل هذا النوع من المعلومات أسعار التداول اليومي وأحجامه وعدد عملياته، إضافة إلى مؤشر السوق، وتُنشر هذه المعلومات هيئة سوق المال أو المؤسسة المسؤولة عن سوق المال والتي غالباً ما تكون متوفرة على صفحات الإنترنت.

- معلومات عامة: ويقصد بهذا النوع من المعلومات جميع المعلومات الاقتصادية والسياسية المؤثرة بصفة مباشرة على الاقتصاد في الدولة التي تنتمي لها الشركة أو حتى الدولة التي تعمل بها، بالإضافة إلى معلومات عن قطاع محدد.

- معلومات الشركة: وهي المعلومات التي تخص الشركة وتؤثر في تداول أسهمها وهي على نوعين: معلومات عامة: وهي المعلومات المتوفرة عن الشركة سواء المالية أو غير المالية، كتوزيع الأرباح أو منح الأسهم وموعد انعقاد الجمعية العمومية ونحوها، ومعلومات خاصة: وهي المعلومات الداخلية للشركة والتي لا تتاح للمتعاملين ولا يصل إليها إلا أعضاء مجلس إدارة الشركة أو العاملين بها، ولها تأثير مباشر وفعال على سعر السهم بالسوق، مثل تكاليف الإنتاج، وخطط العمل وغير ذلك من المعلومات التي تدخل في صميم العمل.

راجع: د/ محمد سلطان القباني السهلي، التحليل المالي نظرة محاسبية، الطبعة الأولى، ١٤٢٨هـ، الجمعية السعودية للمحاسبة، ص ٢٣١.

وعلى هذا، وحتى تكون المعلومات ذات تأثير على سعر الورقة المالية، يتعين أن تشكل المعلومة، سواء وفق طبيعتها الذاتية أو بالنظر إلى ما يمكن أن تحدثه من تأثير محتمل، ذات قيمة وفعالية من شأنها أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية عندما تستعمل في غير الأوجه التي حددها القانون، بالنظر إلى علاقتها بمركز الشركة في السوق، ويشير البعض في هذا الصدد إلى أن اعتبار المعلومة مؤثرة لا يتطلب بالضرورة أن يحدث هذا التأثير فعلياً بمجرد علم الجمهور بها، إذ يكفي لاعتبار المعلومة مؤثرة في سعر الورقة توافر احتمال حدوث هذا التأثير حتى ولو لم يحدث بالفعل^(١).

١٧- كما أنه يجب فهم طبيعة تأثير المعلومة، بهذا المعنى، ليس فقط باعتبار أنها المعلومات التي تكسب من يحوزها ميزة أكبر من غيره تخوله الاقتراب من التقدير السليم للقيمة السوقية المتوقعة للورقة في المستقبل المنظور أو البعيد^(٢)، وإنما لأنها تمنح المطلع عليها القدرة على التنبؤ بالقيمة المحتملة التي يمكن أن تصل إليها الورقة، ارتفاعاً أو انخفاضاً، بحسب نوع المعلومة، وبإخضاعها للتحليل والتدقيق اللازم للوصول إلى القرار الاقتصادي الذي يحقق له مركزاً متميزاً في الغالب على حساب بقية المتعاملين، حيث إنه على ضوء هذه

^١ د/ ناصر بن محمد البجاد، الإطار القانوني لمبدأ حظر الإفصاح، مرجع سابق، ص ٢٦٣.

^٢ د/ حسين فتحي عثمان، المرجع السابق، ص ٤٧.

المعلومات سيتخذ قراره بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالورقة ربما، أو التصرف عليها بأي من التصرفات القانونية الأخرى كالرهن أو التبرع^(١).
ومن تلك المعلومات المؤثرة: المعلومات المتعلقة بتحديد معدلات الأرباح المحققة أو المتوقعة، أو أن الشركة ستقوز بأسهم مجانية بنسب محددة، أو تعيين إدارة جديدة، أو الخسائر المتوقعة المبنية على معلومات محددة تؤدي احتمالياً لهذه النتيجة، كفسخ عقود هامة أبرمتها الشركة كان يمكن أن تحقق أرباحاً لو نفذت، أو إبرام عقود اندماج واستحواذ.
مع الوضع في الاعتبار دائماً أن مستوى تأثير المعلومات ينبغي قياسه على أسعار الأوراق المالية وقت استغلال هذه المعلومات، في ضوء الظروف العامة السائدة في ذلك الوقت، فإذا تبين تأثير المعلومات في ذلك الوقت على أسعار الورقة المالية اعتبر التعامل غير مشروع، حتى وإن أدى تغير الظروف في وقت

^١ ذلك أن الاطلاع على المعلومات المتعلقة بشركة معينة وعن الشركات الأخرى يمكن الحائز من الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة إذا كانت المعلومات طيبة عن هذه الشركة، أو بيع تلك الأسهم إذا كانت المعلومات المتوافرة سيئة، وما يترتب على ذلك من حدوث خلل وارتباك في سوق الأوراق المالية وحدوث التأثيرات العكسية على كفاءة الأسواق المالية.
J.R. Frank, JE, Broyles, Modern Managerial Finance ,op.cit, p.97.

وانظر: د/ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٧٦.

لاحق إلى انتقاء عنصر التأثير عن هذه المعلومات, إذ العبرة ينبغي أن تكون دائماً باستغلال المعلومات في وقت معين هو وقت الاستغلال الفعلي لها^(١).

١٨- وتستلزم التشريعات واللوائح المنظمة للتعامل في أسواق الأوراق المالية في معظم الدول في المعلومات التي يحظر التعامل الداخلي عليها أن تكون ذات تأثير على أسعار الأوراق المالية، فالمادة (٣١٩/ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال في مصر، تعرف المعلومات الجوهرية بأنها: "المعلومة أو المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق" فهذه المعلومات هي التي يحظر القانون التعامل عليها إذا توفر لها وصف المعلومة الداخلية بعدم إعلانها لجمهور المتعاملين.

بينما تضع المادة الخمسون من نظام السوق المالية السعودي المعيار الذي بناء عليه يتم الحكم على المعلومات بأنها مؤثرة أو غير مؤثرة على سعر الورقة المالية، فالمعلومات الداخلية (المؤثرة) هي: "المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي، بالنظر إلى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات، أن إعلانها وتوافرها سيؤثر تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي

^١ د/ أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٢٥.

تتعلق بها هذه المعلومات، ويعلم الشخص المطلع أنها غير متوافرة عموماً وأنها لو توافرت لأثرت على سعر الورقة المالية أو قيمتها تأثيراً جوهرياً⁽¹⁾.
وبذلك يكون النص قد اعتد، فيما يتعلق بتأثير المعلومات على سعر الورقة المالية، بمعيار موضوعي يتمثل في إدراك الشخص العادي أن إعلان المعلومات وتوافرها سيحدث ذلك التأثير الجوهري على سعر الورقة المالية، مع الأخذ بالاعتبار طبيعة ومحتوى هذه المعلومات، ومن المعلوم أن إدراك الشخص العادي يفسر على أنه إدراك الشخص متوسط المعرفة والخبرة في التعامل في سوق الأوراق المالية، وكذلك من حيث القدرة على تحليل المعلومات واتخاذ القرار الاستثماري على ضوءها، وبذلك يكون المنظم قد ضمن الحماية لهذه الفئة التي تمثل الشريحة الأكبر من المتعاملين غالباً في السوق، وذلك بحظره استغلال المعلومات المؤثرة، بالمفهوم السابق، بأي نوع من أنواع الاستغلال، سواء بالتداول على أساسها أو الإفصاح عنها للغير وتحقيق منفعة من وراءها⁽²⁾.
وبذات الاتجاه يتعين وفقاً لقانون العدالة الجنائية البريطاني لسنة ١٩٩٣م أن يكون التأثير الذي يحدث في أسعار الأوراق المالية من وراء التعامل على

¹ ولأغراض تطبيق المادة الخمسين من النظام تقضي المادة الرابعة من لائحة سلوكيات السوق بأنه: "يشترط أن تكون الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية ورقة مالية متداولة، ويقصد بالورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية أي ورقة مالية يتأثر سعرها أو قيمتها بشكل جوهري في حالة الإفصاح عن هذه المعلومات أو توفيرها للجمهور".
² في هذا الشأن راجع: د/ محمد بن ناصر البجاد، المرجع السابق، ص ٢٦٣.

المعلومات تأثيراً جوهرياً، فالمادة (٥٦) من هذا القانون تقضي بأن معيار التأثير هو أن: "المعلومات ... إذا أعلنت يكون لها تأثير ملموس على أسعار الأوراق المالية" فإن لم يكن لها هذا التأثير فلا وجه لمساءلة الشخص المطلع^(١).

١٩- وقريب من ذلك فقد أرست المحكمة العليا في الولايات المتحدة الأمريكية ذات المعيار فيما يتعلق بمنع تداولات العالمين ببطون الأمور، وذلك بإقرارها أن منع التعامل يقتصر على المعلومات الجوهرية أو المؤثرة، مع اعتبار التأثير يتوفر عندما يوجد احتمال كبير أو راجح لدى المستثمر العادي (المتوسط أو الرشيد) Reasonable Investor بأن المعلومات غير المعلنة من شأنها تغيير القرار الذي يتخذه بالبيع أو الشراء، أو بما يسمى بالحقيقة الغائبة Omitted Fact^(٢).

أيضاً فإن لائحة لجنة عمليات البورصة (C.O.B) في فرنسا التي تم استحداثها بالأمر التشريعي الصادر في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧م، أوجبت أن تكون المعلومة ذات أثر على سعر الورقة المالية، وذلك بتعريفها المعلومة المميزة بأنها:

¹ Sweet & Maxwell, International Insider dealing..., op. cit, 1996, p.106.

د/ أحمد سليمان زايد، المرجع السابق، ص ٤٩.

² Bainbridge (s), An overview of Insider Trading law and Policy..., 2012, op. cit, PP. 12- 15.

د/ محمد عبده محمد مصطفى، تداولات العالمين ببطون الأمور في البورصة، مرجع سابق، ص ١٢٧.

"المعلومة غير العادية والمحددة والتي إذا أشيعت كان لها ضرر أو أثر سلبي على الأسعار"^(١).

ويلاحظ على النصوص السابقة أنها تبنت في مجملها، فيما يتعلق بمدى اعتبار المعلومة مميزة أو مؤثرة، معياراً موضوعياً يستند إلى أسس تتعلق بمضمون المعلومة وقدرتها ذاتياً على إحداث التأثير في الأسعار، متى كان مصدرها يعد من المطلعين بحسب تحديد القانون لمفهوم هؤلاء، بأن ذلك يرتبط بإدراك وتحليل المستثمر أو الشخص العادي في الوقت والظروف والملابسات التي أحاطت بهذه المعلومات، فهذا المعيار هو الأنسب والأكثر عدالة لقياس مدى تأثير المعلومة في سعر الورقة المالية، ومن ثم تطبيق مبدأ الحظر في حالة التعامل غير المشروع، لأنه سيكشف عن اتصال ليس له ما يسنده أو يبرره بين المطلع وهذه المعلومة، دون أن يتاح نفس الحق لبقية المستثمرين، عند ذلك سيختل ميزان العدالة ويتعطل تحقيق المساواة بين المتعاملين فينبغي تطبيق الحظر^(٢).

^١ وذلك على الرغم من أن المشرع الفرنسي لم يضع تعريفاً واضحاً للمعلومة المميزة في المادة ٤٦٥-١ من قانون النقد والمال رقم ١٠٦٢ - ٢٠٠١ الصادر في ١٥ نوفمبر ٢٠٠١م، التي حددت العقوبات على الأفعال التي تشكل اعتداء على المعلومات الداخلية "المميزة".

AUCKENTHLER F: Bourse de Valeur, Législation, Nouvelles Procédures de Sanctions de la COB, JCP, n 35, aout 2000, p.1304.

^٢ وعلى هذا فينبغي عدم الأخذ بالمعيار الشخصي المستند إلى مدى علم الشخص الحائز للمعلومة غير المعلنة بأن من شأنها التأثير على اتجاهات سعر الورقة المالية بشكل جوهري، وهو أمر يختلف من شخص إلى آخر بحسب مدى قدرته على فهم المعلومة وتحليلها واستنتاج القرار الاستثماري

المطلب الثالث

العلاقة بين حظر التعامل وفقاً لمعلومات داخلية والإخلال
بمبدأ الإفصاح والشفافية

٢٠- يرتبط تطبيق قواعد السلامة والكفاءة في أداء أسواق الأوراق المالية، بشكل عام، بقواعد الحوكمة^(١)، التي تضمن تطبيق العدالة في إتاحة المعلومات المتعلقة

الذي يتفق مع ما تضمنه من تأثير على سعر الورقة، ولا شك أن تطبيق مبدأ الحظر وفق هذا الضابط يمثل تعدياً وافتتاتاً على شخص المطلاع، إذ ليس من المقبول أن تتم مساءلة المطلاع جنائياً على التعامل وفق معلومات استفاد منها بناء على ما يتمتع به شخصياً من خبرة وإدراك ودراية أتاحت له تحليل المعلومات والوصول من ورائها إلى نتائج مفيدة من الناحية الاستثمارية دون أن يقوم بالإخلال بمبدأ المساواة بين المتعاملين في السوق.

وقد قضت محكمة النقض الفرنسية برفض قيام أركان جريمة المطلاع، بسبب عدم اعتماد محكمة الاستئناف في حكمها بقيام الجريمة على المعيار الموضوعي، مبررة ذلك بأن العملية التي أجراها المتهم لا تعدو أن تكون تقديراً لوضع مالي وفقاً للظروف والأفعال المعروفة في عالم المهنة، مضيئة أن المعيار الذي يميز المعلومة يجب ألا يعتمد على التحليل الشخصي لمستخدمها أو مستلمها، وإنما يجب أن تقدر المعلومة بصورة موضوعية بدون تعسف ووفقاً ما تحتويه.

Cass, Grim, 26 June 1995, Bill. Grim, N.233.

مشار إليه في مؤلف د/ عادل المانع، سابق الإشارة إليه، ص ٣٩، وانظر: د/ حسين فتحي، المرجع السابق، ص ٤٧، د/ عبد الباسط محمد حسين، الحماية الجنائية لأسواق رأس المال، دراسة مقارنة بين التشريعين المصري والفرنسي، دار الفكر العربي، ٢٠٠٩م، القاهرة، ١٩٨. وفي الأخذ بذات المعيار في إطار القانون الإنجليزي انظر:

Sweet & Maxwell, International Insider Dealing, op, cit, p.106.

^١ ارتبط مصطلح الحوكمة The Governance، كأحد أهم إفرازات اقتصاد المعرفة Knowledge-Based Economy المصاحب لظاهرة العولمة وثورة المعلومات والاتصالات، بالالتزامات الاقتصادية والمالية لأسواق رأس المال الناشئة والمتقدمة على حد سواء، وأصبح مثار اهتمام الدوائر الأكاديمية

والسياسية والقانونية ولدى خبراء إدارة وتدوير الأوراق المالية، وأدى هذا المصطلح إلى تغير استراتيجية الاستثمار المتعارف عليها بارتفاع العائد كلما زادت المخاطر إلى استراتيجية جديدة عرفت باسم "التوجه إلى الجودة Flight to quality"، خاصة مع تصاعد القلق لدى المتعاملين والمستثمرين في أسواق الأوراق المالية من تصاعد أحجام الخسائر وتكاليف عمليات التلاعب والغش والخداع والفساد في ظل تعارض مصالح أطراف العمليات الاقتصادية، وقد ظهر ذلك واضحا في أعقاب الانهيارات الكبرى للمؤسسات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية في العقد الأول من القرن الحالي، وما تلاها من حالات الإفلاس التي طالت العديد من الشركات ونتيجة التلاعب في المعلومات والعمليات خارج الميزانية Off Balance sheet" التي تهدف إلى إخفاء ديونها عن المتعاملين في السوق، وذلك بدءا من الأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧م، مروراً بفضيحة شركة أنرون (Enron) للطاقة، وشركة الاتصالات الأمريكية العملاقة وورلدكوم (world com)، وما تلا ذلك من سقوط واحد من أكبر مكاتب المحاسبة والمراجعة في العالم "Anderson" وإفلاس كبرى البنوك الأمريكية (بنك ليمان برازرز).

يراجع في ذلك تفصيلا: التقرير الصادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية بعنوان الدروس المستفادة من انهيار شركة أنرون:

http://www.egyptse.com/index_a.asp?CurPage=educational_brochures_a.html

وبالرغم من أنه لا يوجد تعريف موحد لمفهوم الحوكمة، وخاصة حوكمة الشركات، إلا أنه يشير بصف عامة إلى القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم والمتعاملين وأصحاب المصالح من ناحية أخرى بهدف توفير الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة خاصة في أسواق رأس المال، بهدف ضمان تكريس العمليات والإجراءات والهيكل والنظم التي تمكن المستثمرين في السوق من وجود عائد يغطي مخاطر الاستثمار.

انظر حول مفاهيم وأهداف وآليات حوكمة الشركات:

د/ ماجدة شلبي، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مرجع سابق، ص ٣٨، د/ هلال عبد الفتاح عفيفي، العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق/ مصر، ٢٠٠٨م، مج ٣٠، ص ٤٢٩، د/ هشام طلعت عبد الحكيم، حوكمة الشركات ودورها في التقييم العادل للأسهم، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد ٧٧، ٢٠٠٩م، ص ٤٧، د/ أسماء وجيه عبد الحفيظ نصار، أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على المحتوى المعلوماتي في سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ٢٠١٥م، العدد الأول، ص ٤٦٧.

بالأوراق بين كافة المتعاملين على أسس متساوية، وأن يتم ذلك بشفافية في الإفصاح عن هذه المعلومات بدقة كاملة، لاستبعاد (أو على الأقل تخفيض) عدم تماثل حصول المتعاملين على كافة المعلومات المؤثرة، وتحقيق إمكانية مساءلة الأطراف المطلعة (Insiders) عن تصرفاتهم وقراراتهم بشأن استغلال هذه المعلومات لمصالحهم الشخصية، وذلك وفق قواعد معلنة تكافح حجب المعلومات أو التأخير في الإفصاح عنها أو التعامل الداخلي عليها.

ويقصد بمصطلح الإفصاح: تعهد والتزام الجهات المصدرة للأوراق المالية بنشر وإعلان البيانات والمعلومات المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية، بأن تحتوي قوائمها المالية المقدمة دورياً للجهات التنظيمية والرقابية لسوق الأوراق المالية على جميع المعلومات اللازمة والضرورية، وحملها إلى علم الجمهور، وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين والمتعاملين المحتملين بكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليها^(١).

Armstrong, C & Others, "The role of Information and Fictional Reporting in Corporate Governance and Debi Contracting", Journal of Economics, vol 50, Iss 2, 2010. Pp179-234.

^١ وعرفه آخرون بأنه: العملية المنهجية الخاصة بتوافر المعلومات وجعل قرارات السياسة معلومة من خلال النشر في الوقت المناسب.

د/ طارق عبد العال حماد، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٦م، ص ٩، د/ عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦م، ص ١٩.

بينما تعني الشفافية: توفر المناخ الذي يتيح نشر كافة المعلومات أو البيانات أو أساليب اتخاذ القرار لكافة المتعاملين الحاليين والمرتبين، ووضعها تحت تصرف الجهات التي تتولى الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية، بطريقة تتفق مع معايير المحاسبة المعترف بها دولياً، وضمان التوقيت الدقيق في نشر المعلومات التي توضح الوضع المالي، الأداء، الملكية. وتستند الشفافية قبل كل شيء على علانية القرار، فالقرار السري لا يمكن أن يناقش والأعمال الخفية لا يمكن المساءلة عنها، وحجب المعلومات عن المستخدمين كفيل بتعطيل المشاركة، ويدور معنى الشفافية حول إتاحة الفرصة لمن يريد المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، في أن يحصل عليها في التوقيت المناسب والمعقول لاتخاذ قراره الاستثماري، وبدون كلفة زائدة، وعدم حجب المعلومات فيما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة أو الجهة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها، على أن تكون هذه المعلومات معبرة عن المركز الحقيقي للشركة^(١).

^١ انظر تفصيلاً حول الجوانب الرئيسية لمفاهيم ومتطلبات الإفصاح والشفافية المبادئ التي أقرتها منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي عام ١٩٩٩م، والتي تمت مراجعتها وتقنينها وتحديثها في أبريل عام ٢٠٠٤م.

The Organization for Economic Corporation and Development "OECD".
وقد استخدمت مبادئ منظمة (OECD) على نطاق واسع لمقياس مرجعي (Bench Mark) لمتخذي القرارات والمستثمرين والشركات وأصحاب المصالح الآخرين، وهذه المبادئ تعتبر عامة على المستوى الدولي.

ومن هنا فإن الشفافية ملازمة للإفصاح وغير منبئة عنه، فلا معنى للإفصاح دون شفافية ولا وجود للشفافية دون إفصاح عن المعلومات، وتتضمن الشفافية في المعلومات المفصّل عنها عدداً من المتطلبات الضرورية التي تعمل كافة التشريعات على التأكيد على مراعاتها، والتي تتضمن ضرورة أن تكون المعلومات المفصّل عنها صحيحة بشكل كامل لا يخالطها أي شكل من أشكال التديس أو الكذب، كما يجب أن تكون المعلومات كاملة بحيث تعطي صورة صحيحة عن الأوراق المالية المصدرة.

٢١- إن حق الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، في إطار مبدأ الإفصاح والشفافية، يعتبر من الحقوق الأساسية للمساهمين الحاليين والمحتملين، والتي أقرتها سائر القوانين والتشريعات المنظمة للشركات المساهمة ولأسواق الأوراق المالية^(١)، فإذا امتنعت أية جهة مصدرة للأوراق المالية عن تنفيذ واجب

انظر: د/ أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠٠٨م، ص ٢٦٣-٣١٠، د/ هلال عبد الفتاح عفيفي، المرجع السابق، ص ٤٣٧.

^١ وقد ضمن المشرع المصري هذا الحق لكل ذي مصلحة في طلب الاطلاع لدى الهيئة العامة لسوق المال على مستندات الجهة المصدرة (المدرجة) والحصول على بيانات وصور منها مقابل رسم معين (المادة ٧٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م) وللهيئة العامة لسوق المال الحق في الموافقة أو رفض الاطلاع حسب مقتضيات المصلحة العامة والأثر الذي قد يلحق الجهة صاحبة المستندات المطلوب الاطلاع عليها (م ٧١ من القانون المشار إليه). وراجع في ذات المعنى: المادة ٤٧ من نظام السوق المالية السعودية.

الإفصاح المقرر عليها في تمكين أشخاص أو جهات معينة من الاطلاع على المعلومات, فإن ذلك يعد إخلالاً بهذا الواجب, ولا يعني تلك الجهة إلا الاحتجاج بكون المعلومات تعد سرية مما يتيح حجبها عن الكافة.

الأطراف الملزمة بالإفصاح ونشر المعلومات:

٢٢- تتعدد الجهات الملزمة بالإفصاح في بورصات الأوراق المالية, حيث توجد الجهات المصدرة^(١), من شركات مساهمة أو مؤسسات عامة أو خاصة تتولى إصدار أوراق مالية, كذلك الهيئات العامة والجهات التي تنظم أو تشرف على سوق الأوراق المالية, حيث تلتزم تجاه جمهور المتعاملين بإتاحة المعلومات

كما نص المشرع المصري أيضا على حكم خاص بأن أعطى الحق لأشخاص آخرين كالمراقبين والمفتشين المعيّنين من قبل الأجهزة الحكومية المختصة كوزارة الاقتصاد, وكذلك من قبل هيئة أسواق المال وإدارة البورصة في الاطلاع على مستندات ودفاتر الجهة المصدرة, ويتعرض كل من يخالف ذلك للعقوبات التي فرضها القانون (المادة ٦/١٦٣ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م) كما يحق للمساهمين تفويض جهات أو أشخاص معيّنين في ممارسة حق الرقابة المقرر للمساهمين والاطلاع على مستندات وسجلات الجهات المصدرة للأوراق المالية, ولا يحق لهذه الجهات الامتناع عن تمكين هؤلاء الأشخاص من الاطلاع على تلك المستندات والسجلات إلا في حالة كونها تتضمن معلومات سرية لا يجوز الإفصاح عنها أو الاطلاع عليها خشية وقوعها في أيدي جهات أخرى منافسة (المادة ٤٩ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م).

^١ يقصد بالجهات المصدرة: الأشخاص الاعتبارية التي تصدر أوراقا مالية أو تعلن عن الرغبة في إصدارها. (المادة الأولى من نظام السوق المالية السعودية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٣٠) بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ.

والبيانات التي ترد إليها من الجهات الملزمة بالإفصاح، بالإضافة إلى القيام بمتطلبات الإفصاح المقررة بموجب التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية. وقد أوجب المشرع المصري على الشركات المصدرة أن يتسم كل إعلان يصدر عنها بالأمانة والدقة، وأن يتضمن جميع البيانات التي يلزم الإفصاح عنها أو التي تعد ضرورية، وحظر على الشركات حجب أي حقائق أو معلومات جوهرية، أو إحداث أي نوع من التضليل أو الالتباس لدى الجمهور، وبأن لا يتضمن الإعلان أي تصريح مبالغ فيه أو ذي تأثير مضلل^(١).

كما تلتزم الشركة في تعاملها مع عملائها بمبادئ الأمانة والحرص على مصالحهم، وبالمساواة بين من تتشابه طبيعته وأوضاع تعاملهم مع الشركة، ويتجنب كل ما من شأنه تقديم مزايا أو حوافز أو معلومات خاصة لبعضهم دون البعض، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، كما يحظر عليها القيام بأي عمل يمكن أن يلحق الضرر بأي منهم^(٢).

^١ المادة (١/٢٢١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣م بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م.

^٢ وتقضي المادة (٢٢١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بأنه: "يجب أن يتسم كل إعلان يصدر عن الشركة بالأمانة والدقة وأن يتضمن جميع البيانات التي يلزم الإفصاح عنها أو التي تعتبر ضرورية بحسب موضوع الإعلان وطبيعة الجمهور الموجه إليه بما يتيح تفهم الإعلان وتقييم موضوعه، ويحظر على الشركة حجب أي حقائق أو معلومات جوهرية على نحو قد يؤثر على سلامة

كما يقع ذات الالتزام على شركات الوساطة المالية العاملة في البورصة، بالإضافة إلى بعض الأشخاص الذين تنطبق عليهم شروط وواجبات معينة نظراً لتمييزهم عن نظرائهم في الحصول على معلومات معينة، فضلاً عن التزامهم بعدم التعامل بناء على هذه المعلومات التي تصل إلى علمهم، كإفصاح أعضاء مجالس إدارات الجهات المدرجة في السوق ومديريها وموظفيها مثلاً عن مقدار مساهماتهم هم وأزواجهم وأبنائهم القصر في رأس مال الجهة المدرجة في البورصة، وحالات تجاوز نصاب ملكية الأوراق المالية حداً معيناً، بالإضافة إلى

اتخاذ عملاتها أو أي من أفراد الجمهور الموجه إليه الإعلان لقراراتهم، أو إحداث أي نوع من التضليل أو الالتباس لديهم، ولا يجوز أن يتضمن الإعلان أي تصريح مبالغ فيه أو ذي تأثير مضلل. ويقصد بالإعلان التوجه إلى الجمهور بمواد أو معلومات يتم نشرها أو تداولها على أي نحو وفي أي مناسبة من خلال إحدى الوسائل السمعية أو البصرية، المحلية أو الأجنبية، المكتوب منها أو المذاع أو المنقول بوسيلة إلكترونية أو بأي وسيلة أخرى، كما يقصد بالجمهور الأشخاص غير المحددين سلفاً والذين لا تربطهم بالشركة أو بمديريها أو العاملين بها علاقات سابقة وممن يتصل بعلمهم أي إعلان تقوم به الشركة.

وتقضي المادة (٢٢٤) من ذات اللائحة بأن: "تلتزم الشركة بالتحقق من صحة ودقة المعلومات التي يتضمنها الإعلان الذي تقوم به ومراعاة عدم تكرار الإعلان دون التأكد من أن المعلومات الواردة به لا تزال صحيحة في كل مرة يتم فيها نشر الإعلان أو إذاعته أو القيام به على أي نحو آخر، وعلى الشركة بصفة خاصة أن تتحقق من أسعار الأوراق المالية التي يرد ذكرها في الإعلان وبيان ما إذا كانت أسعار إقفال أم أسعار تداول أم قيما اسمية.

كما تقضي المادة (٢٣١): "تلتزم الشركة في تعاملها مع عملاتها بمبدأ الأمانة والحرص على مصالحهم، وبالمساواة بين من تتشابه طبيعته وأوضاع تعاملهم مع الشركة، وبتجنب كل ما من شأنه تقديم مزايا أو حوافز أو معلومات خاصة لبعضهم دون البعض، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، كما يحظر عليها القيام بأي عمل يمكن أن يلحق الضرر بأي منهم.

التزام أعضاء مجالس إدارة الهيئات العامة لأسواق الأوراق المالية بالإفصاح عن مقدار الأوراق المالية التي يملكونها^(١)، بالإضافة إلى الجهات المرخص لها بموجب القوانين الوطنية للدول بإصدار أوراق مالية لها خصوصية معينة تؤهلها للإدراج في البورصة، ومن ثم تداولها بين المتعاملين، كالسندات الحكومية باختلاف صورها^(٢).

والأصل أن تلتزم الجهات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو حساباتها بتقديم المعلومات والبيانات قبل وأثناء وبعد إدراج أوراقها المالية في البورصة^(٣).
٢٣- والجدير بالذكر أن المشرع المصري قد أحال موضوع الإفصاح عن المعلومات إلى جهات خاصة تعنى به، وهي شركة الإيداع والقيود المركزي لتتولاه نيابة عن الجهات المصدرة وخاصة شركات المساهمة، نظراً للخشية من عدم قيام

١ /د/ جمال العثمان، المرجع السابق، ص ٢١٢.

٢ راجع في هذا الشأن المادة (٣/٤٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٣ تقضي المادة (٦) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م بأنه: "على كل شركة طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام أن تقدم على مسؤوليتها إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها".

راجع فيما يتلق بالمعلومات والبيانات الواجب على الشركة المصدرة موافاة الهيئة العامة لسوق رأس المال بها للتأكد من مصدر بيانات الاكتتاب في أسهم الشركة: المادة ٧ من قانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥

أو التزام هذه الأخيرة بواجب الإفصاح^(١)، وبالإضافة إلى هذه الجهات فإن شركات الوساطة المالية ملزمة بالإفصاح تجاه الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة عن معلومات وممارسات معينة، وكذلك تجاه عملائها عن إبداء النصيحة لهم في التعاملات التي يقومون بها^(٢).

^١ المادة (٣/٣) من قانون الإيداع والقيود المركزي في مصر رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م، والمادة (٣٠) من قرار وزير التجارة الخارجية رقم (٦٠٩) لسنة ٢٠٠٠ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون المذكور، كما تكون الجهات المصدرة (وفقاً للمادة ٢/٧ من اللائحة التنفيذية المذكورة) مسؤولة عن صحة البيانات والتقارير والقوائم المسلمة منها لشركة الإيداع المركزي.

وراجع: د/ محمد فريد العربي، الشركات التجارية، المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، سنة ٢٠٠٣م، دار الجامعة الجديدة، ص ١٦٣.

^٢ في الواقع يقع الالتزام بمتابعة الشركات وجهات الرقابة وشركات الوساطة المالية بل وبعض كبار المساهمين بالقيام بعمليات الإفصاح والشفافية على عاتق الهيئة العامة لسوق رأس المال، فهي التي تقوم بمراقبة وتقدير المعلومات والبيانات التي تقدمها الجهات السابقة عن نتائج أعمالها أو عن حقيقة مركزها المالي، بل تتابع الإجراءات التي تتخذها هذه الشركات أو تقدم عليها بهدف الإضرار بالسوق أو بغرض السيطرة والاستحواذ، وكل ذلك تقرره المادتان (٦، ٨) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، كما أنطت المادة السابعة من القانون بمراقبي الحسابات بموافقة الهيئة بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرة الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة، وتضع المواد (٦٣، ٦٤، ٦٥) العقوبات على من يخالف الالتزامات التي تفرضها المادتان السابقتان.

ووفقاً للمادة (٣/٤٣) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٢/٩٥: "تتولى الهيئة العامة لسوق رأس المال الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها".

راجع: د/ محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٥٩ وما بعدها، د/ هلال عبد الفتاح عفيفي، العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري، مرجع سابق، ص ٤٤٠ وما بعدها، د/ محرز كمال الدين محمد عبد الرحمن، تأثير مستوى إفصاح القوائم المالية المنشورة بغرض التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم قطاع البنوك في سوق الإصدار

٢٤- وقد تضمن الفصل السابع من نظام السوق المالية السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٣٠) بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ، تنظيمًا شاملاً للإفصاح عن معلومات الأوراق المالية^(١)، حيث لا يجوز للمصدر أو التابع للمصدر أو لمتعهد التغطية أن يعرض أوراقاً مالية تخص المصدر أو تابعيه ما لم يتم بتقديم نشرة

الثانوي للأوراق المالية، دراسة تطبيقية، بحث منشور بالمؤتمر العلمي السنوي الدولي الثاني والعشرين، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر، ٢٠٠٦م، ص ٣.

وعن أهمية الإفصاح عن المعلومات في كفاءة السوق المالية راجع:

Gitman, Lawrence, Principles of Managerial Finance, 10th, International Edition, Printed in U.S.A, 2003, P.322.

^١ وفي سبيل ذلك تقوم هيئة سوق الأوراق المالية السعودية بالعمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية، وتنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور. (المادة ٥/٥، ٦) من نظام السوق المالية السعودي).

والأمر في النهاية يتوقف على الدور المنوط بالجهات الرقابية القائمة على إدارة أسواق الأوراق المالية الدولية في إلزام الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بالإفصاح والشفافية والإعلان عن البيانات والمعلومات في الوقت المحدد ولجميع المتعاملين، وذلك بالتأكد من أن التقارير والقوائم المالية المقدمة تتم وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية المعتمدة، وأن الإعلان قد تم بشفافية عن كل البيانات والإجراءات التي تتم داخل السوق المالية، حتى يمكن للمتعاملين والمستثمرين حماية مصالحهم، وألا تترك فرصة لاستغلال المعلومات من قبل المطلعين، فضلاً عن سائر الممارسات الضارة التي قد تؤثر على حسن التعامل وفق قواعد العدالة والمساواة بين كافة المتعاملين، ومن ثم تحقيق معايير كفاءة السوق المالية.

الإصدار إلى هيئة السوق المالية^(١)، كما لا يجوز للأطراف السابقة أن تبيع أوراقاً مالية قبل أن تعتمد نشرة الإصدار من الهيئة ويبدأ سريان مفعولها^(٢).
وقد بينت المادة (٤١) من النظام المعلومات والبيانات التي يجب أن تتضمنها نشرة الإصدار فيما يخص المصدر أو الأوراق المالية محل الإصدار، والمركز المالي للمصدر بما في ذلك الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وبيانات التدفق النقدي المدققة من قبل مراجع حسابات معتمد، وأي معلومات أخرى تطلبها الهيئة حسب ما تراه ضرورياً لمساعدة المستثمرين ومستشاريهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأوراق المالية، فضلاً عن التزام المصدر بإخطار الهيئة خطأً بأي تعديلات تطرأ على البيانات الواردة في نشرة الإصدار، مما قد يؤثر على الورقة المالية أو سعرها فور علمه بحدوث التغيير، وتحدد لوائح وقواعد الهيئة المعلومات التي يجب الإفصاح عنها والشروط التي تنطبق على البيان الصحفي^(٣).

^١ المادة (٤٠) من نظام السوق المالية.

^٢ المادة (٤١) من نظام السوق المالية.

^٣ انظر في هذا الشأن المادة (١٤) من لائحة طرح الأوراق المالية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بموجب القرار رقم ٢-١١-٢٠٠٤ وتاريخ ٢٠/٨/١٤٢٥ هـ الموافق ١٤/١/٢٠٠٤م، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ١-٢٨-٢٠٠٨ وتاريخ ١٧/٨/١٤٢٩ هـ الموافق ٨/٨/٢٠٠٨م. والمواد (٢٩، ٣٠، ٣١) من لائحة الأشخاص المرخص لهم الصادرة عن هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ١-٣-٢٠٠٥ وتاريخ ٢١/٥/١٤٢٦ هـ الموافق ٢٨/٦/٢٠٠٥م.

كما يجب على كل مصدر يطرح أوراقاً مالية للجمهور أو تكون له أوراق مالية متداولة في السوق أن يقدم تقارير ربع سنوية وسنوية مدققة تتضمن معلومات كاملة توضح المركز المالي وغير المالي للشركة المصدرة^(١).

ويفهم من هذه النصوص أن الشركات ملزمة بإبلاغ هيئة السوق المالية بتلك المعلومات والبيانات التي تقوم الهيئة بالإعلان عنها إلى أي جهة أخرى، كالصحف أو التلفزيون على سبيل المثال، كما حدد نص المادة (٤٦) من نظام السوق المالية الإجراءات الواجب اتباعها من قبل الجهات المصدرة للأوراق المالية أو تلك التي لها أوراق مالية متداولة في السوق عند علمها بحدوث تطورات جوهرية قد تؤثر على سعر هذه الأوراق، فألزم هذه الجهات بإبلاغ السوق بهذه التطورات خطياً، وخول مجلس الهيئة أو السوق صلاحية الطلب من الجهة المصدرة للإعلان عن أي معلومات أو بيانات خاصة بها، كما منحهما الحق في نشر تلك المعلومات أو البيانات على نفقة الجهة المصدرة.

ونشير أخيراً إلى نص المادة الثالثة والعشرين من النظام الذي خول مجلس إدارة السوق صلاحية اقتراح القواعد والتعليمات اللازمة للنشر الفوري المنتظم للمعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق وكذلك التزامات مصدري الأوراق المالية والمساهمين والأعضاء، بالإفصاح للسوق عن

^١ م (٤٥/أ) من النظام.

المعلومات التي تعتقد السوق أنها ضرورية، ورفع هذا الاقتراح للهيئة لإقراره من قبل مجلس هيئة السوق، وبالرغم من أننا لم نجد ما يشير صراحة إلى وجود مثل هذه القواعد إلا أنه حسب ما جرى عليه التعامل فإن الهيئة تعلن عن المعلومات المميزة للشركات المصدرة للأوراق المالية أو لتلك التي لها أوراق مالية متداولة فيه من خلال موقعها الإلكتروني على الإنترنت ومن خلال موقع السوق المالية الإلكتروني (تداول).⁽¹⁾

٢٥- هذا الدور الرقابي يقترب كثيراً من الدور الذي تلعبه هيئة الأسواق المالية (CMF)، ولجنة عمليات البورصة (COB) في النظام المالي الفرنسي، إذ أنط المشرع الفرنسي بالأولى سلطة التأديب والإشراف، وبالتالي الإشراف على تنفيذ قواعد الإفصاح والشفافية بالنسبة للمستثمرين، هذا فضلاً عن تنظيم عمل وأداء البورصة والإشراف على الادخار الجماعي، فلقد خص المشرع الفرنسي CMF بسلطات واسعة في الإشراف على المتعاملين والتحقق من مدى التزامهم بالقوانين واللوائح الواجبة الأعمال، وذلك على خلاف COB، إذ اهتم المشرع بدورها في الإشراف على إعلام المساهمين والمستثمرين بالمعلومات التي تقتضيها القوانين

¹ راجع: د/ محمد بن ناصر البجاد، النظام القانوني لمبدأ حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، (مصر)، العدد الأول ٢٠٠٧، ص ٢٦١.

واللوائح, هذا فضلا عن دورها في فحص هذه المعلومات والعمل على تحسين نوعيتها وكميتها^(١).

المبحث الثاني

نطاق التعامل المحظور على الأدوات المالية

وفقاً لمعلومات داخلية

يتطلب تطبيق القواعد القانونية الخاصة بحظر استغلال المعلومات الجوهرية من قبل المطلعين في سوق الأوراق المالية ضرورة تحديد نطاق الحظر، وذلك من حيث الأشخاص المحظور عليهم استغلال هذه المعلومات في التعامل بالأوراق المالية، وذلك بتحديد من تتوافر فيه صفة "المطلع"، أيضاً بيان المدى

¹ AUCKENTHLER F; Bourse de Valeur, législation, Nouvelles Procédures de Sanctions de la COB, JCP, n, 35, 2000, p. 1304 et s; DEZOUZE E: La Réforme de la procédure de Sanction Administrative de la COB, JCP, 1997.

وراجع: د/ محمد إبراهيم موسى، المرجع السابق، ص ٩٥.

الزمني والمجال المكاني اللذان تحتفظ فيهما المعلومات بالحماية من التعامل غير المشروع.

وسوف نخصص لتناول كل مما سبق مطلبين اثنين على التوالي:

المطلب الأول

نطاق حظر استغلال المعلومات الداخلية من حيث الأشخاص

مفهوم الشخص المطلع (الأشخاص المشمولون بالحظر):

٢٦- يتعين لسريان حظر التعامل الداخلي على المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية أن يتوفر فيمن يستغل هذه المعلومات صفة المطلع، وقد اختلفت الأنظمة القانونية في طريقة تحديد المفهوم القانوني للشخص المطلع ما بين اتجاهين: الأول منهما يتبنى تحديد صفة الشخص المطلع عن طريق وضع تعريف عام يتضمن ضوابط معينة لمن ينطبق عليه وصف "المطلع" دون تخصيص أشخاص أو فئات بعينها ممن ينطبق عليهم هذا الوصف، أما الاتجاه الثاني فيفضل التحديد عن طريق سرد أو تخصيص فئات محددة تنطبق عليها صفة المطلاعين.

الاتجاه الأول: مفهوم الشخص المطلع وفق التحديد العام.

٢٧- تبنت بعض الأنظمة القانونية ما يمكن وصفه بطريقة التحديد العام لمن يعد مطلعاً، في مفهوم قاعدة حظر التعامل الداخلي على المعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية، ومن هذه القوانين قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، فبالرغم من أن هذا القانون لم يتضمن تعريفاً صريحاً لمن تتوفر فيه صفة المطلع، غير أنه يمكن استناداً إلى نص المادة (٢٠) مكرراً^(١) من هذا القانون استنتاج توجه المشرع بشأن تحديد من يعد مطلعاً، حيث ورد فيها: "يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها...". ويبدو من خلال عبارات هذا النص أن اتجاه المشرع كان إلى إسباغ صفة الشخص المطلع، ومن ثم سريان مبدأ الحظر، على كل من توافرت لديه معلومات عن المراكز المالية للشركات أو معلومات عن أنشطتها المالية أو أي معلومات أخرى ذات تأثير على أوضاع هذه الشركات، وبالتالي أسعار أوراقها المالية.

غير أن تحديد مفهوم الشخص المطلع صراحة جاء في المادة (٣١٩) د المعدلة) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، التي تعرف الشخص المطلع بأنه: "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

^١ التي تمت إضافتها بموجب تعديل ٢٠٠٨م.

بصورة شرعية أم غير شرعية، وسواء اطلع بنفسه على المعلومات أم وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة مباشرة أو غير مباشرة. وعلى هذا فإن أي شخص مطلع على معلومات داخلية مهمة (مميزة أو جوهرية) وقام باستغلالها يضع نفسه في إطار العقوبات المقررة في المادتين (٢٠ مكرراً و ٦٤) من قانون سوق رأس المال، سواء تم الاطلاع بنفسه أو بواسطة الغير، وسواء حقق من وراء ذلك الاستغلال نفعاً لنفسه أو للغير، وسواء تم الاطلاع بشكل مشروع أم غير مشروع.

ولكن المشرع عاد وقرر أن الحظر في هذه الحالات ليس لمجرد الاطلاع على المعلومات أو إفشاء سريتها من قبل المطلعين لأشخاص من الغير، وإنما انصب الحظر بالأساس على التعامل بناء على هذه المعلومات بقصد استغلالها في تحقيق ربح للمطلع أو لغيره، (التعامل الداخلي)، فالمتعامل الداخلي هو: "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 في تطبيق أحكام المادة ٦٤ من القانون في هذه الحالة" (١).

^١ المادة (٣١٩/د) من اللائحة التنفيذية لقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

٢٨- هذه الطريقة العامة في تحديد الأشخاص المطلعين المحظور عليهم التعامل على المعلومات غير المعلنة في القانون المصري، يراها البعض أنها الطريقة التي تتفق مع واقع سوق المال في مصر، وما يجري عليه العمل في إدارة الشركات، فالعالمون ببواطن الأمور تبدأ مواقعهم من خارج الشركات وليس من داخل الشركة فقط، خاصة وأن مصر قد نفذت في فترات سابقة عمليات خصخصة شركات القطاع العام دون وجود قانون للخصخصة، ولكن وفقاً لبرنامج يتسم بعدم الشفافية أو الإفصاح، وأحياناً يوجد إفصاح من شأنه أن يوقع الغير في الخطأ، وهو ما يستدعي أن يتسع وصف المطلع ليشمل المطلعين من داخل الشركة، كأعضاء مجلس الإدارة والمديرين ومراجعي ومدققي الحسابات ومجالس الرقابة، ومن خارج الشركة يشمل كل من تتيح له وظيفته أو منصبه الاطلاع على معلومات الشركة الهامة، كموظفي وزارة الاقتصاد والتجارة والشركات القابضة، وموظفي البنوك وهيئة سوق المال، وأعضاء مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية وموظفيها والمسؤولين في كل من هذه الجهات، حيث يحظر على هؤلاء، وفقاً لعمومية النص الوارد بحظر التعامل على كل من اطلع على معلومات غير معلنة، استغلال المعلومات الداخلية التي يطلعون عليها بحكم عملهم، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وسواء تم التعامل لمصلحتهم أو لمصلحة آخرين^(١).

^١ راجع: د/ صالح البريري، الممارسات غير المشروعة... مرجع سابق، ص ٢١٤، د/ محمد إبراهيم

كما يشمل الحظر شركات السمسرة العاملة في سوق رأس المال، وقد جاء المشرع المصري بنص خاص في الباب السادس من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والخاص بالأحكام المنظمة لشركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية، يحظر على شركات السمسرة استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنة، فوفقاً للمادة (٢٤٤) من اللائحة: "لا يجوز لشركة السمسرة ولا لأي من المديرين أو العاملين بها التعامل على الأوراق المالية التي تكون قد توافرت بشأنها "معلومات غير معلنة للجمهور" (١).

موسى، المرجع السابق، ص ٩٨. ^١ وبأبي هذا الحظر فيما يتعلق بشركات السمسرة كمقابل للحق الذي خوله لها القانون في تمكينها من الحصول على المستندات والبيانات الخاصة بالشركات التي قيدت لها أوراق مالية في البورصة، كالوثائق الخاصة بالتعديلات التي أدخلتها على نظامها، وصورة من الميزانية والقرارات المالية، والتقارير التي يعدها مجلس الإدارة أو مراقب الحسابات، وذلك خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إقرارها، بالإضافة إلى بيان سنوي يتضمن مساهمات أعضاء مجلس إدارة الشركة والعاملين لديها والمساهمين الذين يملكون ١٠٪ على الأقل من أسهمها، بالإضافة إلى أية وثائق أخرى تحددها الهيئة العامة للرقابة المالية (المادة ٨٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال). وعلى هذا فإن هذا الحظر الذي قرره المادة (٢٤٤) من اللائحة الذي يوجب على شركة السمسرة الامتناع عن تنفيذ الأوامر الصادرة من العملاء إذا كانت هي على علم بأن هذا التعامل مبني على أساس حصول العميل على معلومات غير معلنة في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين فيه، ولو كانت هذه المعلومات غير مكتملة، وسواء أكانت متعلقة بتعامل وشيك على هذه الأوراق أو بأمر آخر ذي تأثير جوهري على الأوراق أو على الجهات المصدرة لها أو على أسعار التعامل بها.

٢٩- وعلى هذا فإن الهدف المقصود من النصوص السابقة هو توفير الحماية للعمل في الأسواق المالية وضمان كفاءتها وتحقيق أهدافها وتحقيق العدالة والمساواة بين المتعاملين، وليس مجرد حماية المعلومات بحد ذاتها أو حماية السرية^(١)، ومن هنا جاء التوسع في حظر التعامل الداخلي ليسري على كل من يستغل المعلومات السرية الهامة المتعلقة بالأوراق المالية ومصدرها، والتوسع في تحديد من ينطبق عليه وصف "المطلع"، بحيث لا يقتصر على الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم وظائفهم أو مناصبهم، وإنما تتعدى صفة المطلع لكل من يطلع على هذه المعلومات بأي طريقة كانت سواء كان من داخل الشركة أو من خارجها، وهو سلوك محمود يساير تطور العمل بالسوق المالي

^١ إذ لو كان الهدف هو مجرد حماية المعلومات ذاتها من أن يطلع عليها أحد من خارج الشركة المصدرة للأوراق المالية، لكون ذلك على سبيل المثال يمثل انتهاكا لقاعدة سرية المعلومات التي تحظر مجرد اطلاع الغير عليها ولو لم يتم باستغلالها لمصلحته أو لمصلحة الغير، لو كان الأمر كذلك لاقتصر مفهوم الشخص المطلع على من يجوز هذه المعلومات الداخلية بشكل غير مشروع، وإنما المستفاد من مجمل النصوص المشار إليها أن الحظر كان للتعامل بناء على هذه المعلومات بشكل غير مشروع، سواء تمت حيازة المعلومات بشكل مشروع أو غير مشروع، ولذا فإن حظر استغلال المعلومات الداخلية من قبل المطلعين يشمل أولئك الأشخاص الذين اطلعوا عليها سواء بحكم مناصبهم أو وظائفهم أو عملهم أو بمناسبة هذه الوظائف وبحيث يشمل الحظر المطلعين الرئيسيين أو المطلعين الثانويين.

في حماية المعلومات السرية بصفة عامة والتمييز بينها وبين حماية المعلومات الداخلية في الأسواق المالية انظر: د/ حسام الدين الصغير، المرجع السابق، ص ١٥ وما بعدها.

وتتوع طرق وأساليب الوصول إلى المعلومات الداخلية واستغلالها، وتعدد فئات المطلعين على نحو يصعب حصره^(١).

٣٠- ومن القوانين التي تبنت طريقة التحديد العام للشخص المطلع دون تحديد أشخاص بذواتهم أو فئات بعينها، ما أورده قانون هيئة سوق المال والأوراق المالية الكويتي رقم (٧) لسنة ٢٠١٠م في المادة الأولى منه، والتي عرفت الشخص المطلع بأنه "أي شخص اطلع بحكم موقعه على معلومات أو بيانات ذات أثر جوهري عن شركة مدرجة لم تكن متاحة للجمهور".

وعلى نفس النهج عرفت المادة الثانية من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م الشخص المطلع بأنه: "الشخص الذي يطلع على المعلومات الداخلية بحكم منصبه أو وظيفته..."^(٢).

^١ في تفسير عبارات النص التي تعرف الشخص المطلع وذلك بصفة مطلقة ودون تحديد استناداً لقاعدة أن المطلق يبقى على إطلاقه والعام يبقى على عمومته ما لم يرد دليل بالتقييد أو التخصيص، راجع: د/ حسين فتحي، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص ٥٧.

^٢ وفي نفس الاتجاه المادة (٣٩) من قانون هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠م التي اعتبرت أن الشخص المطلع هو: من يطلع على المعلومات غير المعلنة بحكم منصبه. وذلك رغم الصياغة المعيبة التي تقصر نطاق الحماية للمعلومات الداخلية على من يحوز المعلومات بحكم منصبه، دون غيره من المطلعين على المعلومات من غير طريق الوظيفة أو المنصب، حيث لا يشملهم هذا الحظر، وذلك بالمخالفة للاتجاهات الحديثة التي توسع نطاق الحظر من الناحية الشخصية ليشمل من يطلعون على المعلومات الداخلية سواء بحكم مهنتهم أو بمناسبتها أو بأي طريقة أخرى.

الاتجاه الثاني: تحديد مفهوم المطلع عن طريق تعداد الأشخاص أو الفئات المشمولة بالحظر:

٣١- بجانب الاتجاه السابق الذي يحدد مفهوم الشخص المطلع عن طريق وضع ضابط عام, نجد بعض التشريعات تذهب إلى تحديد أشخاص أو فئات معينة ينطبق عليها وصف "المطلع", وتكون من ثم مشمولة بحظر التعامل على المعلومات الداخلية التي قد تطلع عليها بحكم مهنتها أو وظيفتها أو بأي صفة أخرى.

ومن هذه التشريعات نظام السوق المالية السعودي, الذي لم يضع تعريفاً محدداً لمن يطلق عليه "مطلع", وإنما الذي يستفاد من نص المادة الخمسين من النظام أن الشخص المطلع هو: "الذي يحصل على المعلومات الداخلية بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية".

والمفهوم من هذا التحديد أن من يحصل على المعلومة المميزة دون أن يكون حصوله عليها بحكم أي من العلاقات المشار إليها فلا ينطبق عليه وصف المطلع, كأن يحصل عليها مثلاً ممن لا تربطه بالشركة علاقة عمل أو علاقة تعاقدية أو علاقة عائلية^(١).

في هذا الشأن راجع: د/ محمد يوسف أبو شمالة, حظر تعاملات المطلعين على المعلومات الجوهرية غير المعلنة في ضوء قواعد الحوكمة, مرجع سابق, ص ١٦١.
١ راجع: د/ محمد بن ناصر البجاد, المرجع السابق, ص ٢٦٧.

والذي يتضح من هذا التعداد أيضا أنه وارد على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر، بدليل ما أورده المادة (٤/ب) من لائحة سلوكيات السوق الصادرة عن هيئة السوق المالية بناء على نظام السوق المالية، والتي حاولت تحديد فئات المطلعين على المعلومات الجوهرية بشكل تفصيلي بنصها على أنه: "يعني الشخص المطلع على وجه التحديد أيًا مما يأتي بيانه:

١- عضو مجلس إدارة، أو مسؤول تنفيذي، أو موظف لدى مصدر ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية.

٢- شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة عائلية، بما في ذلك من خلال أي شخص له علاقة بالشخص الذي يحصل على المعلومات.

٣- شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة عمل، بما في ذلك الحصول على المعلومات:

- من خلال مصدر ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية.
- أو من خلال أي شخص له علاقة عمل مع الشخص الذي يحصل على المعلومات.
- أو من خلال أي شخص يكون شريك عمل للشخص الذي يحصل على المعلومات.

٤- شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة تعاقدية، بما في ذلك الحصول على المعلومات:

- من خلال مصدر ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية.
- أو من خلال أي شخص له علاقة تعاقدية بالشخص الذي يحصل على المعلومات.

٣٢- كما تبني المشرع الإنجليزي ذات الاتجاه في المادة (٥٧) من قانون العدالة الجنائية "Criminal Justice Act 1993" ، بتقسيمه فئات المطلعين إلى ثلاث فئات، الفئة الأولى: مدير الشركة والموظفين وكبار المساهمين، ويشمل ذلك رئيس وأعضاء مجلس الإدارة ومديريها التنفيذيين وغير التنفيذيين فضلاً عن كافة موظفي الشركة.

الفئة الثانية: الأشخاص الذين تمكنهم مهنتهم أو وظيفتهم من الحصول على المعلومات الداخلية، كالموظفين العموميين القائمين بأعمال الرقابة على الشركة، وموظفي هيئة السوق المالية، وموظفي البنك الذين توجد لديهم حسابات الشركة ومعاملاتها المالية والوسطاء والمحللين الماليين ومراجعي الحسابات والمستشار القانوني ..

الفئة الثالثة: الأشخاص الذين يصلون إلى المعلومات الداخلية بشكل مباشر أو غير مباشر من الأفراد المنتمين للفئتين الأولى والثانية، ويطلق على هذه الفئة

اصطلاح Tippers, سواء سعوا إلى الحصول على المعلومة أو نقلت إليهم بأي صورة كانت^(١).

٣٣- وفي الولايات المتحدة الأمريكية كان تحديد المطلعين أو العالمين ببواطن الأمور Insider Trading وعبر فترات متلاحقة يتم من خلال الأحكام القضائية Judicial Decisions بطريقة أقرب إلى القانون العام Common law منها إلى التفسير التشريعي Statutory Interpret, وقد تم تناول الموضوع في بداياته بصورة غير منتظمة وبطريقة غير محددة, هذا ويمكننا أن نعرض لتطور مراحل تحديد العالمين ببواطن الأمور في القوانين الأمريكية على النحو التالي: فقد كان قانون سوق الأوراق المالية The Securities Exchange of 1934 يحدد العالمين ببواطن الأمور، ويهدف الرقابة على تعاملاتهم غير المشروعة، في فئتين: الفئة الأولى: ورد تحديدها في القسم: "Section 16 (b)" والذي حدد العالمين ببواطن الأمور في ثلاثة مجموعات: (١) مديرو الشركة Officers (٢) أعضاء مجلس الإدارة Directors (٣) حملة الأسهم (الملاك) الذين يملكون ١٠٪ فما أكثر من أسهم الشركة، وكل هؤلاء ممنوعون من التعامل على أساس ما يحوزون من معلومات هامة غير معلنه بعد للجمهور Material non Public Information

¹ Barry Rider, Kern Alexander & Lisa Linklater, Market Abuse and Insider Dealing, Butterworths, London, 2002, P.64.

وراجع: د/ أحمد سليمان زايد، المرجع السابق، ص ٧٣، ٢.

، فإذا ما تحقق لهم ربح من وراء هذا التعامل فإن القانون قرر أن ذلك الربح يجب أن يؤول إلى الشركة، وقد أقر الكونجرس هذه الأحكام عام ١٩٣٤م.^(١) أما الفئة الثانية: فقد ورد تحديدها في القسم: "Section 10 (b)", وهو يتناول مسألة العالمين ببواطن الأمور دون تحديد أشخاص أو فئات معينة، وإنما يحظر (يجرم) سلوك أي شخص يحوز معلومات خاصة (غير معلنة) ينخرط في معاملات غير مشروعة (غش Fraud) ترتبط ببيع أو شراء ورقة مالية بناء على هذه المعلومات، ما دام موقعه أو وظيفته تفرض عليه واجب الصدق (الثقة) والأمانة Fiduciary duties تجاه حملة أسهم الشركة، وهذه الفئة تم تحديدها من خلال المادة Rule 240,10 (b) والتي تم إقرارها من الكونجرس في عام ١٩٤٨م، وتشمل هذه الفئة كل من يحصل على معلومات مهمة وغير معلنة تتعلق بالشركة بحكم وظيفته أو مهنته.

ومما تقدم يبدو أن الفئتين السابقتين قد اقتصرتا على تحديد العالمين ببواطن الأمور من داخل الشركة المصدرة للورقة المالية (مديرين، أعضاء مجلس إدارة،

^١ هذه القاعدة تسمى بقاعدة (Short Swing Rule) لأنها تسري على التداولات في الاتجاهين Round Trip (شراء يتبعه بيع أو بيع يتبعه شراء) وذلك خلال مدة معينة محددة بستة أشهر، ويتم تطبيقها على العالمين ببواطن الأمور سواء كانت لديهم معلومات خاصة أو معلومات عامة متاحة للجمهور، غير أن المحللين يتوقعون أن يكون تأثير هذه القاعدة محدوداً، حيث إن العالمين ببواطن الأمور سيتمكنون تفاديها في جميع أحداث الشركة عن طريق امتلاك أسهمها لمدة لا تقل عن ستة أشهر. Agrawal, A. and T. Nasser "Insider Trading in Takeover Targets", Journal of corporate Finance, 18, (2012), pp.598-625.

كبار حملة الأسهم) إلا أنهما لم يتعرضا مباشرة لتداولات من هم خارج الشركة Outsiders, فقد يقوم العالمون ببيوطين الأمور، ممن سبق ذكرهم، بإعطاء المعلومات الداخلية لأقاربهم أو حتى لأشخاص آخرين، فهل يمكن مساءلة هؤلاء إذا ما تداولوا على أساس ما حصلوا عليه من معلومات مميزة .

وقد أتيحت للجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)⁽¹⁾ الإجابة على هذا التساؤل في القضية الشهيرة لشركة Cady Roberts & Co والتي حصل فيها أحد مساهماتها على معلومات خاصة من إحدى مديري الشركة واستخدمها في التداول لحسابه الخاص وحسابات عملاء الشركة، واعتبرت لجنة الأوراق المالية أن هذا السمسار يعتبر من العالمين ببيوطين الأمور Temporary or Constructive Insider ، ومن ثم يجب أن يخضع للمساءلة إذا ما تداول على أساس ما حصل عليه من معلومات خاصة.

وقد كان أمام هذا السمسار أحد خيارين: الأول هو الإفصاح عن المعلومات الخاصة التي في حوزته قبل التداول، والآخر هو الانتظار حتى يتم الإعلان عن المعلومات للجمهور، وهي القاعدة التي يطلق عليها Rule of disclosure or

¹ لجنة البورصات والأوراق المالية (SEC) في الولايات المتحدة هي مؤسسة فيدرالية مسؤولة عن إدارة ورقابة البورصات والأوراق المالية، وقد تم إنشاؤها بموجب قانون بورصة الأوراق المالية عام ١٩٣٤م (قسم ٤) والرقم الكودي له 15 U.S.C.& 78d, وهي منوط بها تطبيق قانون الأوراق المالية ١٩٣٣م وغيره من القوانين التي تتعلق بصناعة الأوراق المالية، وبالتالي فهي المنوطة بتطبيق قوانين تداولات العالمين ببيوطين الأمور في الولايات المتحدة الأمريكية.

Abstention والتي تم تطبيقها في الحالة الخاصة بشركة Texas Gulf Sulphur ، حيث إن محكمة الاستئناف الأمريكية U.S. Court of Appeals توسعت في تعريف العالمين ببواطن الأمور بحيث يشمل صغار العاملين بالشركة Lower employees بالإضافة إلى أي شخص له الحق في الحصول على access to المعلومات الخاصة.^(١)

٣٤- وقد عادت قضية تحديد العالمين ببواطن الأمور مرة أخرى للظهور وبقوة خلال الثمانينيات، من خلال القضية الخاصة بشركة Chiarelli حيث حصل الكاتب المالي Financial Printer على معلومات خاصة عن عرض مبدئي Tender Offer وذلك من خلال المقالات التي كان يكتبها عن الشركة، وأدين بواسطة كل من لجنة البورصات والأوراق المالية ومحاكم الاستئناف الأمريكية، ولكن المحكمة الأمريكية العليا U.S.A Supreme Court قررت أن هذا الصحفي بتلك الصفة ليس عليه التزام بعدم الإفصاح، لمجرد أنه حاز هذه المعلومات الخاصة.^(٢)

¹ Bainbridge (s), An overview of Insider Trading law and Policy..., op. cit, 2012, PP.11.21

^٢ انظر لمزيد من الحالات التي تم ضبطها والتحقيق فيها بواسطة لجنة البورصات والأوراق المالية الأمريكية SEC (SEC enforcement actions: Insider Trading Cases) منذ عام ٢٠٠٩م الموقع الإلكتروني:

<http://www.sec.gov/spotlight/insidertrading/cases.shtml>

وكرد فعل للحالة السابقة قامت لجنة البورصات والأوراق المالية بإصدار القاعدة Rule 14e-3 التي تمنع التداول على أساس المعلومات غير المعلنة للجمهور فيما يتعلق بالعروض المبدئية، وهذه القاعدة تطبق على كل شخص حصل على مثل تلك المعلومات من أحد العالمين ببواطن الأمور such information originating from an insider ، وذلك لإزالة الثغرة القانونية التي ظهرت من خلال الحالة السابقة.

٣٥- وقد شهدت الأعوام التالية مزيداً من حالات خاصة امتد فيها الحظر على أشخاص يحوزون المعلومات ليس بحكم وظيفتهم أو عملهم وفقاً للقاعدة Rule 240.10b-5، إذا استخدم معلومات غير معلنة للجمهور كان قد حصل عليها من خلال أعمال أو علاقات بينه وبين أحد العالمين ببواطن الأمور، حتى ولو لم يكن هذا الشخص من موظفي الشركة، ومن ثم لا يقع عليه واجب الصدق والأمانة تجاه حملة الأسهم، والذي يفرض عليه عدم استغلال هذه المعلومات أو إفشائها للغير، وذلك كالاتزام المفروض على مديري الشركات المساهمة في أداء واجباتهم الوظيفية.^(١)

¹ Newkirk T. and Robertson M, "Insider Trading: A.U.S. Perspective", in the 16th International Symposium on Economic crime, Jesus College, Cambridge, England (1998).

وقد حدث تطور هام في عام ٢٠٠٠م حين أعدت لجنة البورصات والأوراق المالية (SEC) قانون الإفصاح العادل The Regulation Fair Disclosure والذي يشمل على مفهوم الإفصاح الانتقائي للمعلومات Selective Disclosure of Information وهو الذي يظهر إذا تسلم بعض الأطراف (سماسرة، ملاك الأسهم، أي مستثمرين آخرين، أعضاء الأسرة والأصدقاء) معلومات خاصة قبل غيرهم مما يعني عدم وجود فرص متساوية وعادلة للجميع.

المدعي عليهم المحتملين: Potential Defendants

٣٦- بالرغم من أن القانون يتحدث عن العالمين ببواطن الأمور من داخل الشركة (المديرين- أعضاء مجلس الإدارة - كبار الملاك)، إلا أن القضايا التي أثرت والأحكام التي صدرت بشأنها تشير إلى أن قائمة العالمين ببواطن الأمور من الممكن أن تشمل المجموعات الثلاث السابق ذكرها وهؤلاء من داخل الشركة، بالإضافة إلى المجموعات التالية:

- العالمين ببواطن الأمور الاستدلاليين **Constructive Insiders** (ويطلق عليهم أيضاً المطلعين المؤقتين) وهم ليسوا موظفين في الشركة وإنما دخلوا في معاملات معها أتاحت لهم الحصول على المعلومة الخاصة، ومن أمثلتهم: المحامون،

وراجع د/ محمد عبده محمد مصطفى، تداولات العالمين ببواطن لأمر في البورصة، مرجع سابق، ص١٢٥.

المحاسبون، ضامنو الطرح العام من الأسهم والسندات (متعهدو التغطية) ^(١) والمستثمرون الماليون.

- من يتم تسريب أو نقل المعلومات الداخلية إليهم من الغير من جانب العالمين ببواطن الأمور سواء كانوا أقارب أو أصدقاء، وهؤلاء حتى ينطبق عليهم حظر التعامل على المعلومات يجب أن يتوفر بحقهم شرطان: الأول: أن يمثل قيام العالمين ببواطن الأمور بإعطائهم المعلومات خرقاً لعلاقة الثقة والأمانة قبل حملة أسهم الشركة، والثاني: أن يكون متلقي المعلومات على علم بهذا الخرق.

- إبطال العلاقات غير التقليدية، فمثلاً لو حصل طبيب من أحد مرضاه على معلومات هامة لم يفصح عنها بعد للجمهور وقام بالتداول على أساس تلك المعلومات، فإن ذلك يعد من قبيل التعامل الداخلي وينطبق عليه الحظر، كما ترتب العلاقة بين الأزواج بطبيعتها التزاماً بعدم استغلال المعلومات الهامة التي يحصل عليها الآخر أو إفشائها عن الشركة التي يعمل بها أي منهما.

- **The members of Legislators** وهم أعضاء الكونجرس الأمريكي **USA Congress** الذين يستطيعون الحصول على معلومات خاصة وهامة من مصادر عديدة مثل: إفصاح شركات معينة في جلسات استماع أو من خلال

^١ المصطلح باللغة الإنجليزية هو **Underwriters** وهؤلاء عادة بنوك الاستثمار **Investment Bankers** في الولايات المتحدة الأمريكية، وسبب التسمية بالضامنين هو أنهم يتعهدون للشركة مصدرة الأوراق المالية بشراء ما لم يتم بيعه أي ضمان بيع جميع أسهم الطرح.

تحقيق من قبل الكونجرس، أو من خلال إقرار وتمير قوانين ضرائب أو غيرها، من شأنها أن تؤثر على ربحية شركات معينة، ومن ثم على أسعار أسهمها، أو من شركة معينة سوف تحصل في القريب العاجل على عقود حكومية مميزة⁽¹⁾.

¹ Verrt, J. "applying insider trading law to congressmen, government, officials, and the political intelligence industry".

ويشار في هذا الشأن إلى أن هنا بعض النقاط التي يمكن ملاحظتها فيما يتعلق بتنظيم تعاملات العالمين ببواطن الأمور في القوانين وجهات التقاضي الأمريكية ، وذلك كما هو الوضع في الحالات الآتية :

١- لم تتطرق هذه القوانين لإقرار حظر بعض الممارسات والتي تشكل تعديا على المعلومات المميزة، كما هو الشأن في قيام شركة Facebook بطرد أحد كبار العاملين في الشركة بسبب استغلاله المعلومات الهامة الخاصة حيث قام بشراء أسهم الشركة من بعض المالكين قبل طرح العام الأولي "IPQ" (ويوصف هذا التداول بـ Resale trading platform وأقرب وصف له باللغة العربية السوق الموازي أو غير المنظم الذي يختلف عن السوق الثانوي أو البورصة بالطريقة التقليدية).

٢- طبيعة العلاقة بين نوع/ جنس العالمين ببواطن الأمور Gender (رجل/ امرأة) وطريقة معالجتها في القوانين المنظمة لتعامل العالمين ببواطن الأمور، وهل هناك اختلاف في الحكم لو كان العالم ببواطن الأمور امرأة وليس رجلا؟

٣- الاختلاف بين المحكمة الأمريكية العليا التي تضيق مسؤولية تداولات العالمين ببواطن الأمور وبين كل من المحاكم الفيدرالية الأدنى ولجنة البورصات والأوراق المالية والذين يوسعون تلك المسؤولية، كما ظهر من قضيتي Chiarelli & Dirks, مما جعل بعض الكتاب الأمريكيين ينادون بإعادة التفكير في الأساسيات التي قامت عليها فلسفة التشريع Jurisprudence لتداولات العالمين ببواطن الأمور، وهم يرون في هذا الصدد أن المنطق السليم وراء قوانين تداولات العالمين ببواطن الأمور يجب أن يكون حماية الملكية الخاصة للمعلومات.

Bainbridge (s), An overview of Insider Trading law and Policy..., op. cit, 2012, PP.11.21

٣٧- وفي ذات الاتجاه نجد أن قانون النقد والمال في فرنسا رقم ١٠٦٢ / ٢٠٠١ الصادر في ١٥ نوفمبر سنة ٢٠٠١م المعدل، في المادة ٤٦٥-١، تضمن أن هناك ثلاث فئات من المطلعين:

(١) المطلعون أو العالمون ببواطن الأمور الرئيسيون *Les unités première* : وتشمل هذه الفئة مديري الشركة وأعضاء مجلس الإدارة وأعضاء مجلس الرقابة، وذلك بحكم قرب هؤلاء ومن في حكمهم من المعلومات الهامة للشركة.

(٢) المطلعون الثانويون *Les unités secondaire* : وهم من يحصلون على المعلومات بحكم وظيفتهم أو مهنتهم: وهؤلاء منهم من يطلع على المعلومات باعتبار ما يضطلعون به من وظائف داخل الشركة، وإن كانت وظائفهم لا تخولهم بحسب الأصل الاطلاع على أسرار الشركة وإنما وصلت إليهم بصفة عرضية، ومنهم من يحصل على المعلومات من خارج الشركة "العالمون ببواطن الأمر الخارجيون" وهؤلاء لا ينتمون إلى فئة موظفي الشركة المصدرة، بينما تبرر لهم وظيفتهم من خارج الشركة الاطلاع على معلومات مؤثرة عن الشركة المصدرة، كما هو الشأن بالنسبة إلى المحللين الماليين والمحامين والخبراء والمحاسبين وخبراء الضرائب والصحفيين المتخصصين في الشؤون المالية، وسماسرة البورصة، وموظفي البنوك وشركات التأمين وغيرهم^(١).

^١ في هذا الشأن راجع:

(٣) أما الفئة الثالثة **Les unités tertiaire** : فتشمل كل من يحصل على المعلومات الهامة للشركة المصدرة دون أن تكون لمهنته أو وظيفته أي دور في الحصول عليها، وأياً كان السبب في اتصال علمه بهذه المعلومات، كمن يحصل على المعلومات من خلال محادثات خاصة صادرة من أي شخص ينتمي للفئتين السابقتين (المطلعين الرئيسيين أو المطلعين الثانويين - الداخليين والخارجيين)، أما إذا كان حصول شخص من هذه الفئة الثالثة على المعلومات من أي طرف لا ينتمي للفئتين الأولى والثانية فلا يمكن اعتبارهم مطلعين، ولا يسري عليهم الحظر الوارد في المادة ٤٦٥-١ من قانون النقد والمال رقم ١٠٦٢-٢٠٠١^(١).

٣٨- هذا وبعد استعراض ومقارنة الاتجاهات التشريعية في الأنظمة المقارنة في تحديد مفهوم المطلعين، وفي محاولة وضع حدود النطاق الشخصي لمبدأ حظر التعامل على المعلومات الداخلية، تبدو لنا مجموعة من الملاحظات والاستنتاجات

Guillaume Eliet; la gestion sous mandat peut-elle réduire le risque de délit d'initié des dirigeants de sociétés cotées/; Dalloz; N5; 2002; P.466.

د/ جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٤.

^١ انظر تفصيلاً في هذا الشأن د/ محمد إبراهيم موسى، المرجع السابق، ص ٩٨، د/ عادل المانع، المرجع السابق، ص ٢٥.

Roger. (A), La Nation d` avantage in justice life, JCP, 1998, N. 3, P. 85 et suiv

نراها ضرورية لتحديد من ينطبق عليه وصف المطلع الذي تتوجه إليه النصوص التشريعية التي تحظر هذا النوع من التعامل.

أولاً: إن مفهوم الشخص المطلع قد تطور تحديده مروراً بعده مراحل, ابتداء من اعتبار الشخص المطلع هو من يحوز المعلومات بحكم وظيفته أو بمناسبتها, ثم توسعت الدائرة لتشمل أقاربه وامتدت إلى كل شخص يملك معلومة داخلية ويستفيد منها في تعاملات غير مشروعة^(١). ومن ثم فإن حظر التعامل على المعلومات الداخلية يسري على أي شخص اطلع على هذه المعلومات, سواء تم ذلك بحكم منصبه أو وظيفته أو مهنته أو بأي صورة يرتبط بموجبها بالشركة أياً كانت صورة الارتباط, وأياً كانت العلاقة القانونية التي تربطه بالشركة, أو باطلاعه على المعلومات بصورة مباشرة أو غير مباشرة أو حتى عرضاً, فكل هؤلاء ينطبق عليهم وصف المطلع, وتستهدفهم النصوص التشريعية التي تحظر التعامل على الأوراق المالية وفق هذه المعلومات.

ثانياً: فيما يتعلق بتحديد نطاق صفة المطلع لدى الاتجاهين السابقين, فإن الملاحظ في هذا الشأن أن التشريعات التي حددت مفهوم الشخص المطلع وفق تعريف عام ومطلق تحاول مسايرة التطور في أساليب وصور استغلال المعلومات

^١ د/ فهد المنيعي, الحماية الجنائية لسوق الأوراق المالية السعودي, دراسة تحليلية مقارنة, أطروحة دكتوراه, جامعة نايف للعلوم الأمنية, الرياض- السعودية, ٢٠٠٦م, ص ١٥٣, د/ أمين محمد الغرايبة, المرجع السابق, ص ٨٢.

من قبل أشخاص يصعب إيرادهم تحت حصر معين، ومن ثم فإن وضع معيار عام لمن ينطبق عليه وصف المطلع قد يبدو أنه يوسع بشكل أكبر من نطاق من تنطبق عليه صفة المطلع، ما يؤدي إلى توسيع دائرة الحماية القانونية للتعامل في سوق الأوراق المالية وفق معلومات يمكن أن تصل إلى علم أشخاص لا تربطهم أدنى صلة بالشركة المصدرة للورقة المالية^(١)، وذلك شريطة أن تكون صياغة المفهوم العام "للمطلع" وعدم تقسيمها إلى فئات، تسمح بأن يصل هذا المفهوم إلى كل الأشخاص الذين يمكن أن تصل إليهم المعلومة الداخلية حتى وإن لم تربطهم علاقة بها^(٢).

^١ إن هذا الفهم لا يشمل النصوص التشريعية التي تقصر صفة المطلع على من يخوله موقعه أو منصبه أو وظيفته الحصول على المعلومة الجوهرية (على سبيل المثال المادة الأولى من القانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠م في الكويت، والمادة الثانية من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢م)، لأن المفهوم من ذلك أن الشخص لا يكون مطلعاً ما دام موقعه لا يمكنه من الاطلاع على المعلومة الجوهرية، حتى وإن حصل عليها من خلال الشخص الذي يمكنه موقعه من ذلك.

^٢ يمكن استنتاج امتداد صياغة مفهوم الشخص المطلع إلى فئات غير محدودة ممن يتعاملون وفق معلومات جوهرية مما ورد في المادة (٢٠ مكرراً) من قانون سوق رأس المال في مصر رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، والتي تقرر سريان حظر التعامل دون تحديد معين على كل من تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها...، والمادة (٣١٩) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون التي اعتبرت الشخص المطلع هو كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية...، وسواء تم الاطلاع بصورة شرعية أم غير شرعية، وسواء اطلع بنفسه على المعلومات أم وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة مباشرة أو غير مباشرة..

غير أنه ومن جهة أخرى فإن توسيع دائرة من تنطبق عليهم صفة المطلع قد تحقق أيضاً للاتجاه الذي يقسم المطلعين إلى فئات، وذلك باعتبار ما يفهم من النصوص القانونية الممثلة لهذا الاتجاه من امتداد صفة المطلع إلى كل من يحصل على المعلومة، ليس فقط بطريقة مباشرة ومن خلال وظيفته أو منصبه، وإنما وبشكل غير مباشر ممن يتيح له موقعه الاطلاع على هذه المعلومات.

٣٩- ويتضح ذلك من واقع أنه لا يوجد في كافة النصوص التشريعية التي تصدت لتحديد الأشخاص والفئات التي ينطبق عليها وصف "المطلع" ما يدل على أن التحديد جاء على سبيل الحصر، ومن ثم فإنه يجب تفسير الإطلاق في هذه الحالة على أنه يهدف إلى أن التحديد قد جاء على سبيل المثال، الأمر الذي يفيد شمول الحظر لغيرهم من الأشخاص الذين تنطبق عليهم ضوابط ومعايير الأشخاص المطلعين وفقاً للتحديدات والمفاهيم الواردة في تلك الأنظمة.

وعلى الرغم من أن هذا المنهج في التحليل يوفر قدراً أكبر من الحماية القانونية للشفافية والعدالة للتعامل في سوق الأوراق المالية ويعزز ثقة المستثمرين بالسوق، إلا أنه وبالمقابل يرى جانب من الفقه أن ذلك المنهج يتعارض مع النصوص الجنائية التي ترتب عقوبات على من يخالف هذا الحظر، ومع تلك القاعدة

المقررة في إطار التشريعات الجنائية التي تقضي بضرورة تفسير النصوص الجنائية تفسيراً ضيقاً وعدم القياس عليها^(١).

٤٠- غير أنه ومع التسليم بصواب هذا المبدأ في إطار التشريعات الجنائية، فإننا نرى، من وجهة نظرنا، أنه وبمراعاة الحكمة من النصوص القانونية في هذه الحالة، ولوضع حظر التعامل وفقاً لمعلومات داخلية في حدوده المستهدفة، ينبغي تبني الاتجاه الذي يوسع من مفهوم الأشخاص المطلعين على المعلومات الهامة في سوق الأوراق المالية، ذلك أن خصوصية المخالفات والممارسات غير المشروعة في السوق، وتنوع وتطور السلوكيات التي من شأنها التأثير غير المشروع على الأسعار، كل ذلك يستوجب ضرورة أن يتسع مفهوم الشخص المطلع ليشمل كل من يتعامل على معلومات مؤثرة أياً كان مصدر حصوله على هذه المعلومات، ولو تم ذلك بشكل غير مباشر ومن قبل أشخاص من خارج الشركة حصلوا عليها من المطلعين على هذه المعلومات بحكم علاقتهم المهنية أو الوظيفية في الشركة، حيث لا أهمية لطريقة الحصول على المعلومات غير المعلنة أو ما إذا كانت هناك رابطة تجمع بين الشركة ومستغل المعلومات.

^١ انظر: د/ محمد زكي أبو عامر، قانون العقوبات، القسم العام، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ١٩٨٦م، ص ٥٦ وما بعدها.

ثالثاً: باستعراض النصوص والاتجاهات القانونية المشار إليها والتي تحدد المطلعين من خلال تقسيمهم إلى فئات معينة، وباعتبار ما إذا كان الحصول على المعلومات قد تم من قبل أشخاص من داخل الشركة أو من خارجها، يمكننا التمييز، بصفة أساسية، بين فئتين رئيسيتين من المطلعين: (١) المطلعون الرئيسيون أو الأوليون (٢) المطلعين الثانويون، (٣) بجانب فئة ثالثة حصلت على المعلومات بواسطة أشخاص ينتمون لأي من الفئتين الأوليتين.

(أ) فالمطلعون الرئيسيون: هم أولئك الأشخاص الذين يحصلون على المعلومات الداخلية بناء على اضطلاعهم بإدارة الشركة أو الإشراف عليها، أو بحكم ملكيتهم لنسبة معينة من رأس مال الشركة أو بحكم عملهم أو وظيفتهم في الشركة التي تتيح لهم الاطلاع على معلوماتها الجوهرية أو المؤثرة، ويجمع هؤلاء أنهم هم الأقرب للمعلومات الداخلية للشركة والمؤتمنون على أسرارها والمعنيون باتخاذ قراراتها.

وتشمل هذه الفئة بهذا المفهوم، وعلى سبيل المثال، رئيس وأعضاء مجلس الإدارة، كبار المساهمين في الشركة، مدراء الشركة وموظفيها، القائمين بأعمال مراجعة وتدقيق وثائق الشركة وميزانياتها وتقاريرها المالية الدورية، وغيرهم من الأشخاص الذين تتيح لهم وظيفتهم الاطلاع على وثائق تتضمن معلومات هامة عن الشركة، ويلتزمون بمقتضى هذه الوظيفة أو المنصب بالمحافظة على سرية المعلومات

وعدم استغلالها في تحقيق مصالح شخصية أو إفشائها للغير، تطبيقاً لما يعرف بواجب الثقة والأمانة تجاه الشركة المصدرة والمساهمين والمتعاملين المستقبليين، حيث يسري عليهم حظر استغلال هذه المعلومات بأي صورة كانت.

٤١- ضابط المطلعين الرئيسيين: ارتباطهم بالشركة والمساهمين وسائر أصحاب

المصالح بعلاقة قانونية تفرض عليهم التزامات محددة: The Requisite fiduciary Relationship

ومؤدى ذلك أن من يتولى إدارة الشركة fiduciary يؤتمن على أموال وثروة المالك (المساهمين أو من يطلق عليهم Principals) خاصة صغار المساهمين والمتعاملين المحتملين، ويفرض عليه هذا الواجب أن يبذل أقصى جهد ممكن لتحقيق مصالحهم وعدم تغليب مصلحته الشخصية على مصالح هؤلاء، وألا يحقق ربحاً من موقعه الوظيفي إلا بموافقة المالك، ذلك أن المتعاملين على أسهم الشركة (من المالك الحاليين والمستقبليين) يواجهون معضلة أنهم لا يمكنهم بدقة تحديد قيمة أو تبعات القرارات التي يتخذها العالمون ببواطن الأمور في ظل امتلاك هؤلاء الأخيرين الميزة المعلوماتية التي لا تتوافر لغيرهم.

ومن الناحية الاقتصادية والتمويلية يطلق على هذه العلاقة علاقة الوكالة Agency Relationship أو نظرية الوكالة Agency Theory^(١) والتي يعد

^١ هذه العلاقة تعتبر من أهم مفاهيم الجزء الخاص بحقوق الملكية Equity وبالأخص في شركات المساهمة وذلك في القانون العام المطبق في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية، فتوزيع

بمقتضاها المدير (الوكيل) نائباً أو ممثلاً عن الأصيل (الملاك أو حملة الأسهم) في القيام بالأعمال التي تحقق مصلحة الشركة والشركاء وفقاً للثقة التي أولوها إياه، وتفرض هذه النظرية على المديرين احترام هذه الثقة والتحلي بالصدق والأمانة تجاه المساهمين، وبالأخص الالتزام بالإفصاح عن المعلومات وتقادي عدم تماثلها بين كافة الأطراف، ومن هنا ارتبطت هذه العلاقة بمفهوم حوكمة الشركات Corporate Governance الذي يضع الضوابط الكفيلة بمراقبة وضمن أن المديرين يتصرفون بطريقة تراعي عدم الإضرار بأصحاب المصالح، وسداً

الملكية بين حملة الأسهم الذين هم على درجة كبيرة من الأهمية والذين تتشكل منهم مجموعات الرقابة والسيطرة والتحكم بالمنشأة وما قد ينشأ عن ذلك من تعارض للمصالح بين هؤلاء من ناحية وبين الأقلية من حملة الأسهم وسائر أصحاب المصالح والمتعاملين المحتملين وتوزيع وتوازن القوة بين مديري الشركة وحملة الأسهم يفرض الالتزام بهذا الواجب.

ويرى معظم الباحثين في هذا الشأن أن هذه العلاقة وتداعياتها في موضوع حظر تداولات العالمين ببطان الأمور يعد أمراً غير متفق عليه، حيث إن واجبات المديرين تجاه الشركة تختلف في الولايات المتحدة على المستوى الفيدرالي عنها على مستوى الولايات، وعلى ضوء ذلك فإن هناك من يرى أن تداولات العالمين ببطان الأمور بناء على المعلومات الهامة هو إخلال بعلاقة الثقة والأمانة، في حين أن هناك من يرى أن هذه المعلومات في حوزتهم هي حق طبيعي Normal emolument of corporate office وكجزء من الأجور والمكافآت المقررة لهم والتي يحصلون عليها من الوظيفة. Bainbridge, (S), an overview of insider trading..., op, cit edition 2012, P.17.

راجع:

د/ محمد عبده محمد مصطفى، تداولات العالمين ببطان الأمور في البورصة، مرجع سابق، ص ١٢٨. وانظر لمزيد من التفصيل في هذا الشأن: لذات المؤلف: حوكمة أسواق الأوراق المالية، المجلة العلمية للتجارة والاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، ٢٠٠٦م، ص ١٢ وما بعدها.

لأي خلل في تحقيق آليات الرقابة الداخلية على سلطات الإدارة في الشركة، خاصة ما يتصل باحتمال أن يحتفظ المديرون لأنفسهم بالمعلومات واستغلالها لتحقيق مصالح شخصية غير مشروعة، ومن ثم فإن الإخلال بهذا الالتزام يعتبر إخلالاً بالالتزام تعاقدى جوهرى مفروض بمقتضى عقد الشركة^(١).

٤٢- ويرى البعض أن هذا الالتزام مقرر في قوانين الشركات، وبالتالي فإن مسؤولية هؤلاء الأشخاص عن التعامل على المعلومات الداخلية للشركة هي مسؤولية تقصيرية استناداً إلى الإخلال بالالتزام قانوني، وهذا الالتزام هو التزام

^١ وتفترض نظرية الوكالة وما يترتب عليها من واجب الثقة والأمانة على المديرين أن هناك مصالح واهتمامات متعارضة بين حملة الأسهم من ناحية ومديري الشركة من ناحية أخرى، فحملة الأسهم يسعون لرقابة سلوكيات وتصرفات المديرين من خلال تقييد ومراقبة الأنشطة التي يقومون بها، بينما يكون لدى المديرين الحافز نحو محاولة تفسير وإقناع حملة الأسهم بتلك السلوكيات والتصرفات، وكلما تمكن حملة الأسهم وسائر أصحاب المصالح في الشركة من فرض قواعد الرقابة والحوكمة على الملتزمين بالثقة في الشركة من خلال إلزام هؤلاء بقواعد الإفصاح والشفافية، كلما أمكن بث روح الثقة والاتصال الإيجابي والملائم بالسوق، ومن ثم تعزيز قيمة الشركة من خلال تخفيض التكاليف الخاصة بعقد الوكالة، وتفادي سلبيات ظاهرة عدم تماثل المعلومات لكافة الأطراف والمتعاملين على الورقة المالية المقيدة بالسوق.

في هذا الشأن راجع:

Ball (R) and Foster, G. (1982), "Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research", Journal of Accounting Research, 20 (Suppl.), pp. 161-234.

وراجع: ، د/ عبد الفتاح أحمد علي خليل، قياس البعد الاختياري للدور الحوكمي للمراجعة في الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مصر، ٢٠٠٤، العدد الرابع، ص ٢٠٧.

بتحقيق نتيجة وليس التزاماً ببذل عناية، ذلك أن هؤلاء الأشخاص المؤتمنين على أسرار الشركة يجب أن يحققوا هذه النتيجة، وهي عدم استغلال معلوماتها الهامة لتحقيق مصالحهم أو منفعتهم الشخصية أو إفشائها، ذلك أن مجلس إدارة الشركة، بوصفه ممثلاً قانونياً عن الشركة، يرتبط بالشركة بوكالة قانونية يحدد القانون نطاقها وليس وكالة اتفاقية، لذلك فإن تعاملهم على الأوراق المالية بناء على معلومات داخلية يمثل إخلالاً بالتزام قانوني^(١).

بينما يرى جانب آخر من الفقه أنه لا أهمية للأساس القانوني لدعوى المسؤولية عن التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات داخلية غير معلنة، سواء أكانت عقدية أم تقصيرية، فالأساس القانوني لهذه الدعوى هو إثبات الخطأ المرتكب وهو استغلال المعلومات الداخلية للتعامل على الأوراق المالية من قبل رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والأضرار التي أصابت الشركة والمساهمين وكذلك إثبات العلاقة السببية^(٢).

(ب) أما المطلعون الثانويون والمحظور عليهم أيضاً استغلال المعلومات الداخلية، فهم الأشخاص الذين يحصلون على المعلومات غير المعلنة ليس بحكم

^١ انظر: د/ أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، القاهرة، ١٩٩١م، ص ٦٢٨، د/ مصطفى كمال وصفي، المسؤولية المدنية لأعضاء مجلس الإدارة في الشركة المساهمة، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ص ١٦،
^٢ سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ص ٤٦٩ - ٤٧٠.

وظيقتهم أو منصبهم الذي يتيح لهم الاطلاع على بيانات الشركة ومعلوماتها, وإنما بمناسبة ما يقومون به من أعمال للشركة من الداخل أو من الخارج يتمكنون بمقتضاها من الاطلاع على معلومات لم يكن لهم بحسب الأصل الاطلاع عليها, فليس هناك تلازم بين أداء وظيفتهم والاطلاع على بيانات وأسرار الشركة, سواء بطريق مباشر أو غير مباشر, وسواء كان هؤلاء يؤدون عملاً للشركة من الداخل أو من الخارج, ما دام عملهم أو وظيفتهم لا تتيح لهم بطبيعتها الاطلاع على معلومات الشركة.

٤٣- والواقع أن محاولة بيان حدود فئة المطلعين الثانويين, وبما أنهم عادة ما يستقون معلوماتهم ليس بحكم وظيفتهم وإنما بمناسبة هذه الوظيفة وهو أمر عادة ما يتسم بعدم الوضوح أو التحديد الدقيق بل وربما التعارض في المفاهيم حول توفر صفة المطلع من عدمها في هذه الحالة, تستوجب منا أن نسوق المحددات التالية: (١)

١- إن تفسير الوظيفة أو المهنة التي يمكن أن تتيح لشاغلها الاطلاع على المعلومات يجب أن يتم وفق تبني المنهج الواسع في التفسير - كما سبق بيانه - فلا يقتصر تفسير ذلك على الوظائف التي تبرر بشكل واضح الاطلاع على المعلومات, كما هو الشأن بالنسبة لموظفي البنك الذي توجد لديه حسابات

^١ ويطلق على هذه الفئة أيضا العالمون ببواطن الأمور المؤقتون Constructive Insiders.

الشركة والخبراء والمستشارين الماليين والقانونيين والسماصرة والوسطاء في سوق الأوراق المالية، وإنما يجب أن يمتد ليشمل كل من لا تربطه علاقة مباشرة بالمعلومات ولكنها وصلت إلى علمه بحكم وظيفته أو ما ارتبط به مع الشركة من معاملات أتاحت له الحصول على المعلومات المميزة، كموظفي شركات التأمين والصحفيين المختصين بالشؤون المالية والمحامين وضامني ومتعهدي التغطية **Underwriters** كبنوك الاستثمار **Investment Bankers** في الولايات المتحدة الأمريكية^(١).

٢- إن محل الحظر هنا ليس هو مجرد حصول هذه الفئة على المعلومات غير المعلن عنها، وإنما ثبوت أن حصولهم على المعلومة تم بالنظر إلى مهنتهم أو وظيفتهم التي سمحت لهم بالاطلاع على المعلومات، فإذا كان حصولهم على المعلومة تم بعيداً عن هذه الوظيفة أو المهنة، بأن كان نتيجة لدراسات قاموا بها

^١ وتشمل هذه الفئة أيضا في الولايات المتحدة الأمريكية المشرعون Legislators وهم أعضاء الكونجرس الأمريكي The members of the U.S Congress الذين يستطيعون الحصول على معلومات خاصة وهامة من مصادر عديدة مثل إفصاح شركات معينة في جلسات استماع أو من خلال تحقيق يجريه الكونجرس، أو من خلال مناقشة وإقرار القوانين الضريبية أو غيرها من القوانين التي من شأنها أن تؤثر على ربحية شركات معينة ومن ثم على أسعار أسهمها، أو تقارير تتضمن حصول شركات معينة على عقود حكومية ...

Bainbridge, op. cit, p. 15.

د/ محمد عبده مصطفى، تداولات العالمين ببطان الأمور في البورصة، مرجع سابق، ص ١٢٩.

أو أن ذلك اعتمد على خبرتهم في استخلاصها، فلا حرج عليهم إن هم قاموا باستغلال هذه المعلومات التي لم تكن وظيفتهم هي مصدر حصولهم عليها^(١).

٣- إن علة التمييز بين المطلع الرئيسي والمطلع الثانوي، في ظل سريان حظر التعامل الداخلي على كليهما معاً وبدون تفرقة، هي في مدى إثبات العلم بالمعلومات غير المعلنة لدى استغلالها بأي صورة كانت من أي منهما، فعلى حين يفترض علم المطلع الرئيسي بالمعلومات ما لم يثبت العكس^(٢)، يجب إثبات علم المطلع الثانوي بتلك المعلومات حتى يقع تحت المساءلة القانونية^(٣).

(ج) أما الفئة الثالثة: فهي تتضمن كافة الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية لأي سبب كان، ودون أن يكون لوظائفهم أو مناصبهم أو مهنتهم أي علاقة بالحصول على هذه المعلومات، ولكنهم يحصلون عليها من طرف ينتمي لأي من فئتي المطلعين الرئيسيين أو الثانويين (Tipper) حيث يتم

^١ TGI, Paris, 12 mai 1976, J.C.P, 11, 18496, Note: Tunc (A).

د/ عادل المانع، المرجع السابق، ص ٢٤.
^٢ على خلاف ما ذهب إليه البعض من أن القانون الفرنسي يفترض قرنية قاطعة غير قابلة لإثبات العكس في مواجهة المطلعين الرئيسيين تقضي بافتراض علمهم بالمعلومات الداخلية بحيث لا يستطيعون تحت أي ظرف الدفع بأنه عندما تم إبرام الصفقة لم تتوفر لديهم معلومات مؤثرة تتعلق بالأوراق المالية محل الصفقة.

د/ عمر سالم، المرجع السابق، ص ٤٢.

^٣ في هذا الشأن انظر: د/ أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٣١.

Lee Hazen (th), The Law of Securities Regulation, 4th edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company, st, Paul Minn, 2002, p.56.

تسريب المعلومات إلى هذه الفئة من جانب العالمين بيوطن الأمور سواء أكانوا أقارب أو أصدقاء أو غيرهم، وهؤلاء، وحتى ينطبق عليهم الحظر القانوني للتعامل على المعلومات الداخلية، ينبغي أن يتوافر بشأنهم شرطان: الأول: أن يمثل قيام العالمين بيوطن الأمور بتزويدهم بالمعلومات خرقاً لواجب الثقة والأمانة والملقى على عاتقهم قبل الشركة وحملة الأسهم بحكم القانون، والثاني: هو أن يعلم هؤلاء أن تلقي المعلومات يمثل خرقاً لهذا الالتزام، وذلك بالعلم بالطابع السري للمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية أو مصديريها وبتأثيرها على أسعارها مما يمثل انتهاكاً لحكم القانون.

وعلى هذا فإذا كان حصول هؤلاء على المعلومات كان دون تدخل من المطلعين (بفئتيهما)، وإنما من طرف خارج عنهما فلا يدخل هؤلاء تحت حظر التعامل الداخلي، وتطبيقاً لذلك لو حصل طبيب من أحد مرضاه من المطلعين بيوطن الأمور لأحد الشركات على معلومات هامة غير معلنه تخص هذه الشركة وقام بالتعامل بناء عليها فسيعد من المطلعين الواقعيين تحت الحظر القانوني، كذلك لو قام شخص بإفشاء معلومات لأحد أقاربه (زوجته أو أولاده..) أو أصدقائه مع علم

هؤلاء بطبيعة المعلومات وشخصية مصدرها وقاموا بالتعامل على أساسها فيشملهم الحظر القانوني كذلك^(١).

شمول حظر استغلال المعلومات الداخلية للأشخاص المعنوية:

٤٤- تبين من المنهج الموسع الذي سلكته غالبية النظم القانونية في تحديدها لمفهوم الشخص المطلع أن حظر استغلال المعلومات الداخلية يشمل الشخص الاعتباري كما يشمل الشخص الطبيعي، ومن ثم فلا شيء يحول، من حيث المبدأ، دون تطبيق هذا الحظر على أي شخص معنوي - يتوفر في حقه كونه مطلعاً على معلومات الشركة المصدرة - يتعامل بناء على هذه المعلومات غير المعلنة للحصول على أرباح أو تفادي خسائر بالمخالفة لقواعد العدالة والمساواة بين المتعاملين في السوق، وذلك تحقيقاً للغاية من الحظر.

^١ انظر في هذا الشأن:: القاعدة رقم Rule 14e-3 الصادرة عن لجنة البورصات والأوراق المالية (SEC) سنة ٢٠٠٩ في الولايات المتحدة الأمريكية، المادة (٥٧) من قانون العدالة الجنائية في المملكة المتحدة (Criminal Justice Act 1993)، المادة ٦٥-٤١ من قانون النقد والمال رقم ٢٠٠١/١٠٦٢ الصادر في ١٥ نوفمبر ٢٠٠١م في فرنسا.

ويستفاد ذات المعنى أيضا من خلال الصياغة العامة لمن يعد من المطلعين الواردة في المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال في مصر رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، كذلك فإن المادة الرابعة من لائحة سلوكيات السوق في المملكة العربية السعودية في الفقرة (ب/٢) أضافت إلى فئات المطلعين فئة أخرى تشمل أي شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال أي علاقة مهما كان نوعها مع الشخص الذي يحصل على المعلومات بناء على علاقات عائلية، فعلى سبيل المثال لو أفصح مدير الشركة لزوجته عن معلومة وقامت بدورها بالإفصاح عنها لصديقتها أو قريبة لها، فتعتبر هذه الأخيرة وفقا لنص المادة المشار إليها شخصا مطلعاً، محظورا عليه استغلال المعلومات غير المعلن عنها.

بيد أن الصعوبة تثور في صدد التشريعات التي لم تنص صراحة على امتداد الحظر للأشخاص المعنوية، من جهة ما يرتبط بمخالفة الحظر من عقوبات جزائية تسرى بشأنها القاعدة العامة التي تقرر عدم التوسع في تفسير النصوص المتضمنة لمثل هذه العقوبات، أيضاً مدى ملائمة تطبيق بعض هذه العقوبات على الأشخاص المعنوية^(١)، كما أن المسألة ترتبط بمدى ارتباط الذمة المالية لممثلي الشخص المعنوي بالذمة المالية للشخص المعنوي نفسه، فإذا كان هذا الارتباط قائماً بحيث يشكل وحدة في الذمة المالية، أو على الأقل فيما يتعلق بتطبيق أحكام المسؤولية التضامنية عن ديون الشركة، فإن مسؤولية الشخص المعنوي تكون قائمة في هذه الحالة، كما هو الشأن بالنسبة لشركات الأشخاص على سبيل المثال، بينما في حالة إقرار انفصال الذمة المالية للشخص المعنوي عن ممثليه بشكل مطلق فإن مسؤولية الشخص المعنوي تكون محل شك في هذه الحالة، كما هو الشأن في شركات الأموال، خاصة مع الوضع في الاعتبار أن الشركات المخاطبة بأحكام قوانين الأسواق المالية هي من قبيل الشركات المساهمة التي تنفصل ذمتها المالية عن ذمة المساهمين فيها (الملاك)، الأمر الذي يعكس موقف بعض التشريعات التي ما زالت تخضع مسؤولية الشخص المعنوي فيها للقواعد العامة، بحكم كونها لم تضع تنظيمياً خاصاً للمسؤولية

^١ راجع بهذا الشأن: د/ محمد زكي أبو عامر، قانون العقوبات، القسم العام، مرجع سابق، ص ٥٦.

الجنائية للأشخاص الاعتبارية يتضمن عقوبات تتلاءم والشخص المعنوي بحيث يمكن تطبيقها منفصلة عن ممثليه، تنظيمياً يراعي التطورات القانونية والتنظيمية للشركات المساهمة التي تتفصل فيها الملكية عن الإدارة، ويحدد المسؤوليات عن أعمال الشركة بما يأخذ بعين الاعتبار عدم إلحاق الضرر بالطرف الذي لم يكن سبباً في ارتكاب المخالفة القانونية الموجبة للعقوبة⁽¹⁾.

٤٥- غير أن هذه الصعوبات لا تثور في إطار القوانين التي نصت صراحة على مسؤولية الأشخاص المعنوية عن استغلال المعلومات الداخلية، كما هو الشأن في إطار النظام القانوني المصري، حيث حظرت المادة (٢٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ صراحة على شركات الوساطة المالية ومديريها والعاملين فيها التعامل بالأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة لديها عنها وغير المعلنة أو المتاحة لسائر المتعاملين في السوق. كما تقضي المادة (٢٣٠) من ذات اللائحة التنفيذية بالتزام شركات تكوين إدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية بالمحافظة على السرية التامة لبيانات عملائها وعدم إفشاء أية معلومات عنهم أو عن معاملاتهم

¹ C. Champaud, Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions, Lib. Sirey, Paris, 1962, P.26.

في هذا الشأن انظر أستاذنا الدكتور/ محمد فريد العريبي، الشركات التجارية، المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، ٢٠٠٣م، دار الجامعة الجديدة، ص١٤٢.

إلى الغير بدون موافقاتهم 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".

٤٦- كما أورد القانون الجنائي الفرنسي الصادر في ٢٢ يوليو ١٩٩٢ تنظيماً تفصيلاً للمسؤولية الجنائية للشخص المعنوي في صورة قواعد عامة في المادة (١٢-٢) من هذا القانون والتي نصت على أن: "الأشخاص المعنوية باستثناء الدولة، تسأل جنائياً وفقاً لما جاء في المواد ١٢١-٤ إلى ١٢١-٧، وذلك في الحالات المنصوص عليها في القانون أو اللائحة، عن الجرائم المرتكبة لحسابها بواسطة أعضائها أو ممثليها".

وعلى الرغم من إقرار مسؤولية الشخص المعنوي جنائياً وفقاً لهذا النص، إلا أن انصراف المسؤولية إلى الشخص المعنوي المطلع في جريمة حظر التعامل الداخلي على المعلومات المميزة احتاج إلى المرور بعدة تعديلات تشريعية:

ابتدأها المشرع بإصدار مرسوم ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧م في المادة (١٠-١) منه, مروراً بصدور قانون رقم ٥٩٧ لسنة ١٩٩٦م التي أدخلت تعديلات على المادة السابقة (١٠-١) بإضافة الفقرة الرابعة إليها, التي أقرت إمكانية اعتبار الشخص المعنوي مطلعاً ومساءلته تبعاً للقواعد العامة الخاصة به والواردة في القانون الجنائي المعدل الصادر في ٢٢ يوليو ١٩٩٢م, وانتهى الأمر بالمرحلة الثالثة من خلال إقرار نص المادة (٥٤) في القانون رقم (٢٠٤) لسنة ٢٠٠٤م والتي قررت إلغاء عبارة "وفي الحالات التي ينص عليها القانون أو اللائحة" الواردة في نص المادة (٢-١٢١), بما يفيد أن مسؤولية الشخص المعنوي أصبحت قائمة من دون حاجة إلى ذكرها من قبل المشرع في الجرائم التي يقررها, شأنها في ذلك شأن مسؤولية الأشخاص الطبيعيين, بمعنى المساواة القانونية وبشكل تلقائي بين مسؤولية الأشخاص الطبيعية والأشخاص المعنوية^(١).

المطلب الثاني

^١ وبالتالي ووفقاً لما انتهت إليه هذه التطورات التشريعية, فإن أي نص عقابي ترد فيه عبارة "شخص" فإنها تنصرف وبشكل تلقائي إلى كل من الأشخاص الطبيعية والأشخاص المعنوية, وعليه فإنه من المتصور قانوناً أن يكون الشخص المعنوي فاعلاً أصلياً في جريمة استغلال المعلومات الداخلية بوصفه مطلعاً.

لمزيد من التفصيل في هذا الشأن راجع:

Michel Veron, droit Pénal des affaires, 2 édition, Armand Colin, 1997, P.219.

مشار إليه في د/ عادل المانع, المرجع السابق, ص ٢ وما بعدها.

المدى الزمني والمجال المكاني لسريان مبدأ حظر التعامل

وفقاً لمعلومات داخلية

أولاً: المدى الزمني لحظر التعامل بناءً على معلومات داخلية:-

٤٧- يقصد بالمدى الزمني لحظر التعامل بناءً على معلومات جوهرية غير معلنة المدة التي تظل فيها المعلومات داخلية (سرية)، والتي إذا انقضت ينفك الحظر ويصبح التعامل عليها مشروعاً، ومن ثم فإن العبرة في تحديد النطاق الزمني للحظر تكون وفق مفهوم موضوعي يرتبط بمدى بقاء أو زوال الطابع السري للمعلومات، وعلى هذا يبدأ الحظر من وقت الحصول على المعلومة و يظل سارياً ما ظلت المعلومات محتفظة بطابعها السري، ويرفع الحظر منذ الوقت الذي تزول فيه عن هذه المعلومات الصفة السرية، وذلك بالإعلان عنها وفق وسائل الإعلان أو الإفصاح التي يحددها القانون أو التي يعتد بها في توفير العلانية، وذلك لزوال الحكمة من الحظر في هذه الحالة والمتمثلة في عدم قبول أن يستأثر أشخاص أو فئة معينة بالبيانات والمعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية دون بقية المتعاملين، والتربح من وراء ذلك على حساب الآخرين بشكل غير مشروع، لتتألف مع اعتبارات العدالة والمساواة التي يجب أن تسود عمليات

التداول في السوق المالي، تلك الحكمة التي تزول بمجرد الإعلان عن المعلومات وتوفر إتاحتها للجميع.

وعلى هذا فلا يجب تبني تحديد فترة زمنية معينة تمثل مدى زمنياً لسريان مبدأ الحظر بشكل عام ودون ارتباط ذلك بطبيعة المعلومات ذاتها من حيث السرية والعلانية، لأن هذا المسلك سيعيد من قبيل التحديد التحكيمي أو التقديري المقصود منه مجرد استيفاء العنصر الإجرائي أو الشكلي دون ربطه بالحكمة من مبدأ الحظر.

٤٨- والذي يفهم من نص المادة (٢٠ مكرراً) من قانون سوق رأس المال في مصر رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، أنه يحدد بداية الحظر من وقت حصول الأشخاص على المعلومات: "يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات"، ويستمر سريان الحظر إلى ما قبل الإعلان عنها للمتعاملين: "يحظر .. التعامل .. قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور .." (١).

^١ ذات الأمر يفهم من نص المادة (٣١٩/ج) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون في إطار تعريفها للمطلع.

وذلك بخلاف بعض النصوص القانونية التي تحدد مددا معينة يحظر التعامل خلالها، كما هو الشأن في المادة (٤٥) من قانون شركات الأموال في مصر رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ التي تحظر التعامل على أسهم التأسيس بشركة المساهمة قبل مرور سنتين على الأقل من تأسيس الشركة، واعتبار كل تصرف يتم بالمخالفة لهذا الحظر باطلاً، وذلك لمنع المؤسسين من التداول على أسهم التأسيس حتى يتضح المركز المالي للشركة وتستقر أسعار أسهمها المتداولة في السوق المالية، وتلافياً لاستغلال أي

أيضا ذات التحديد يفهم من نص المادة الخمسين (الفقرة أ) من نظام السوق المالية السعودي التي تحدد المقصود بالمعلومات الداخلية بأنها: "المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها".

أما المادة (٤٦٥-١) من قانون النقد والمال في فرنسا فلم تضع مدة محددة لحظر استغلال المعلومات الداخلية، واقتصرت على أن الحظر يسري ما ظلت المعلومات غير معلنة "قبل علم الكافة بهذه المعلومات"^(١).

بينما نجد بعض التشريعات العربية قد تبنت تحديد مدة سريان الحظر على التعامل وفق معلومات داخلية، فالمشرع الكويتي يحدد فترة الحظر على أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء الجهاز التنفيذي في الشركة والأشخاص المطلعين في الشركات المساهمة من التعامل وفق المعلومات الداخلية للشركة وذلك خلال أيام العمل العشرة السابقة لنهاية ربع السنة المالية وحتى الإعلان عن النتائج المالية لتلك الفترة، وكذلك خلال أيام العمل العشرة السابقة لنهاية السنة المالية وحتى

معلومات حصل عليها بحكم قربهم من الشركة قد يؤثر على سعر الورقة المالية مما لم تتوافر بشأنها وسائل الإعلان للجمهور.

^١ انظر: د/ صالح البريري، المرجع السابق، ص ٢٧.

الإعلان عن النتائج المالية السنوية^(١), وقريباً من ذلك وفي دولة الإمارات العربية المتحدة يتم تحديد فترة الحظر بأسبوعين قبل اجتماع مجلس إدارة الشركة^(٢).

ثانياً: المجال المكاني للحظر:-

٤٩- تتعلق المعلومات الداخلية، محل الدراسة، بالأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وعلى هذا فإن مجال حظر استغلال هذه المعلومات - بحسب الأصل - هو ذاته المكان الذي يجري فيه التعامل على الأوراق المالية وهو سوق الأوراق المالية، وذلك لما يترتب على هذا التعامل، بناء على هذه المعلومات، من الإخلال بمقومات السوق التي تفترض العدالة والمساواة في التعامل، والشفافية والنزاهة في تحقيق مبدأ "تماثل المعلومات" الذي يبنى عليه اتخاذ القرارات الاستثمارية بين المتعاملين.

ووفقاً للمفهوم التقليدي للسوق يجب أن يتم التعامل على الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين في موضع معين ومركزي يسمى البورصة، حيث يحظر القانون تداول الأوراق المالية المقيدة في البورصة خارجها وإلا وقع التداول باطلاً، ويجب الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة وذلك

١ المادة (٥) من تعليمات تنظيم التعامل في الأوراق المالية لأعضاء مجلس الإدارة وأعضاء الجهاز التنفيذي وغيرهم من الأشخاص المطلعين في الشركات المساهمة وطريقة الإفصاح عنها رقم (هـ. أ. م/ ق. ر. / إ. م. ٢٠١٢/٢/٢) وراجع: د/ جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٤٩.
٢ قرار مجلس إدارة سوق أبوظبي للأوراق المالية الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٣/١٥ م.

وفقاً للقواعد التي يصدر بتنظيمها قرارات من الهيئات القائمة على إدارة البورصة، على اعتبار أن تحديد مكان معين للتداول يزيد من كفاءة السوق، وتعد غالبية أسواق الأوراق المالية العربية من هذا القبيل^(١).

غير أن المفهوم الاقتصادي للسوق قد تطور بفعل التقنيات الحديثة وتطور ونمو شبكات الاتصال ونقل المعلومات التي أتاحت الاتصال بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية بغض النظر عن المكان المادي للسوق، فأصبح السوق لا ينحصر في حيز جغرافي معين، بل يكفي لصناعته توفر وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري^(٢)، وقد تواكب ذلك مع توالي الشكل المادي للأوراق المالية، و التي أصبحت تأخذ شكلاً حسابياً يتم بوسائل إلكترونية، وتبني أنظمة الإيداع المركزي **Centralized Securities Depository** للأوراق المالية، كنشاط يتناول

^١ راجع في هذا الشأن المادة (١٥) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م في مصر التي تنص على أنه: "يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق تسمى بورصة الأوراق المالية"، ووفقاً للمادة (١٧) "لا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها وإلا وقع التداول باطلاً، ويتم الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة، وذلك وفقاً للقواعد التي يصدر بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة"، كما تقضي المادة (٢٠/ أ) من نظام السوق المالية السعودية بأن: ".. تكون السوق المالية السعودية هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة".

^٢ في تطور مفهوم السوق المالية من الناحية الاقتصادية والقانونية انظر: د/ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص ٣٥، د/ يسري جرجس بطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ١٩٩٧م، ص ٣، د/ محمد الصبري، البورصات، مرجع سابق، ص ٧٦.

إيداع وحفظ الأوراق المالية وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفترى وباستخدام وسائل إلكترونية والوصول إلى الحياة المركزية للأوراق المالية، فضلاً عن توافر أنظمة شاملة للتداول الإلكتروني^(١).

٥٠- وقد فرض ذلك التطور للمفهوم التقليدي لسوق المال ضرورة التوسع في بسط الحماية القانونية على التعامل بالأوراق المالية، وحظر استغلال المعلومات الداخلية المتصلة بها على نحو يتجاوز الحيز المكاني للسوق، ويستوجب ضرورة توفير الحماية للتعامل في الأسواق الموازية وفي الأسواق المالية خارج حدود الدولة، وقد كان للقانون والقضاء الفرنسيين الدور الأبرز في تطوير هذا المفهوم، فقد ألغت التعديلات التشريعية المنظمة للعمل بسوق الأوراق المالية في فرنسا مصطلح سوق البورصة (بمقتضى القانون الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٦م) والذي

^١ انظر في هذا الشأن: قانون الإيداع والقيود المركزي المصري رقم (٩٣) لسنة ٢٠٠٠م، واللائحة التنفيذية لهذا القانون الصادرة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم (٩٠٦) لسنة ٢٠٠٠م، وانظر أيضاً المادة (٢٦) من نظام السوق المالية السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٣٠) وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ.

وفي تنظيم نشاط الإيداع في مؤسسة Sicovam في فرنسا انظر:

Vauplante (H.De) Bornent (J.P), Droit de Marchés Financiers, Litec, 1998, PP. 205 et suiv.

وانظر لمزيد من التفصيل: مؤلفنا بعنوان: التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠١٥، ص ١٠٥ وما بعدها.

أشار إلى التعاملات المتعلقة بتداول الأوراق المالية لدى " بورصة نظامية منظمة"، كما وسعت لجنة عمليات البورصة **Commission des Operation de Bourse** (COB) La من الحظر بحيث أصبح يتعدى الحيز المكاني للسوق، وفق المفهوم التقليدي، إلى نطاق أوسع يتجاوز الحدود الإقليمية ويكون له مفهوم عالمي، وذلك في اللائحة الصادرة عن اللجنة المذكورة برقم (٨-٩٠) بتحديد مفهوم السوق بأنه: " مجموعة العمليات التي تتم على القيم المنقولة، وعقود الأجل والأدوات المالية المقبولة للتداول في البورصة أو سوق الأجل"^(١).

وقد بسط القضاء الفرنسي حمايته على المعلومات الداخلية ولو تمت عمليات التداول خارج سوق رأس المال في العديد من الوقائع، وأدين أشخاص قاموا بعمليات تداول باستغلال معلومات سرية للشركة المصدرة خارج السوق المنظمة، ما دام قد ثبت تأثير هذه العمليات على التداول داخل السوق^(٢).

المبحث الثالث

صور التعامل المحظور على الأدوات المالية

^١ د/ صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢٤.
^٢ انظر على سبيل المثال:

Paris, 16 Mars 1994, JCP, 1994, ed. G, 11, 22321, Note J-H, Robert, Cass Com, 18 Jun 1996, JCP, 1996, ed. G. 11. 22710, Note: H. Hovasse.

وفقاً لمعلومات داخلية

تمهيد:

٥١- قدما أن نطاق حظر التعامل على المعلومات الداخلية من الناحية الموضوعية يمتد ليشمل كافة المعلومات الجوهرية والمؤثرة في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق فيما لو تم إعلانها، سواء تعلق هذه المعلومات بالشركة المصدرة أو بالأدوات المالية التي تتضمنها التقارير والبيانات والقوائم الخاصة بنشاط الشركة، في الماضي أو التي ترد في التنبؤات المستقبلية، كما أن هناك معلومات مؤثرة على أداء السوق ونشاطه وبالتبعية على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، ويكون مصدرها خارجاً عن الجهة المصدرة، كما هو الحال فيما يتعلق بالمعلومات السياسية داخلياً وخارجياً، كاحتمال اندلاع حروب أو نشوب صراعات تؤثر إيجاباً أو سلباً على أسعار الأسهم والسندات، فضلاً عن المعلومات الاقتصادية العامة كدرجة النمو الاقتصادي ومستويات التضخم وسعر صرف العملة المحلية في مواجهة العملات الأخرى وأسعار الفائدة، كذلك المعلومات المتعلقة بالأداء الاقتصادي العام في الدولة، كما يمكن أنت تكون هذه المعلومات المؤثرة معلومات قانونية، كاحتمال صدور تشريعات تفرض ضرائب على أنواع معينة من أنشطة الشركات المصدرة أو فرض ضرائب على الأرباح

في سوق الأوراق المالية...، وسواء كان المطلعون على هذه المعلومات من داخل الشركة أو من خارجها (١).

فكافة هذه المعلومات ونحوها من المعلومات المؤثرة على سعر الأوراق المالية تخضع لمبدأ حظر التعامل الذي يتم من قبل المطلعين استغلالاً لهذه المعلومات، وسواء تم الاستغلال من جانب المطلع نفسه أو عن طريق أحد من الغير ممن تم إفشاء المعلومات له من قبل المطلعين، حيث يشمل الحظر أيضاً قيام المطلع بإفشاء المعلومات أو نقلها لشخص آخر بغرض إجراء أو التمكن من إجراء التداول بناء عليها.

وتمثل هاتان الصورتان من النشاط غير المشروع انتهاكاً صريحاً لقواعد ومبادئ الشفافية والمساواة المقررة في سوق الأوراق المالية ضمناً لحسن أداء البورصة لدورها الاقتصادي، ولذلك حظرتها التشريعات المقارنة في سائر الأنظمة القانونية وقررت عقوبات جزائية لمن يرتكب أياً من هذه الأفعال.

هذا ونظراً لاختلاف الأحكام القانونية المتعلقة بحالات الاستغلال من ناحية و الإفشاء من ناحية أخرى، فإننا سوف نفرّد لكل منهما مطلباً مستقلاً على النحو الآتي:

^١ ولمزيد من التفصيل راجع: د/ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢١٤ وما بعدها، د/ محمد الصبري، البورصات، مرجع سابق، ص ٨٩ وما بعدها.
Roger (A), La Nation d'avantage In Justices, JCP, 1998, N.3, P.85 et suiv.

المطلب الأول

الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية

٥٢- يقصد بالاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية، قيام المطلع على المعلومات الجوهرية بالتداول على الأوراق المالية بناء على هذه المعلومات قبل إعلانها للجمهور، وذلك من خلال قيامه ببيع أو شراء الأوراق المالية بنفسه وبصورة مباشرة، أو من خلال تسخير أو تكليف وسيط للقيام بالصفقة لمصلحة المطلع بصورة غير مباشرة، ويجمع بين الصورتين أن الغرض من إبرام الصفقة في الحالتين هو تحقيق مصلحة المطلع نفسه، سواء تمثل ذلك في تحقيق أرباح معينة أو تعزيز مركزه المالي، أو تقادي خسائر كانت لتلحقه إن لم يتم بإبرام الصفقة بناء على تلك المعلومات.^(١)

هذا وتختلف عبارات النصوص القانونية في التشريعات المقارنة في تناولها لهذه الصورة من صور حظر التعامل الداخلي، سواء فيما يتعلق بمعنى الاستغلال، أو في رسم حدود النشاط المكون لفعل الاستغلال، أي تحديد الأفعال التي تمثل استغلالاً شخصياً من قبل المطلع للمعلومات الداخلية.

^١ راجع: د/ عمر سالم، المرجع السابق، ص ٦٧.

٥٣- وقد تناول المشرع المصري في قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية هذه الصورة من صور التعامل الداخلي بالحظر في المادة (٢٠ مكرراً) من هذا القانون التي تقضي بأنه: "يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على أوضاع هذه الشركات التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور...".^(١)

وقد تدارك المشرع النقص الذي اعتور نص المادة (٢٠ مكرراً) من القانون بحصرها نطاق حظر الاستغلال بالمعلومات المتعلقة بالمراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها، دون غيرها من المعلومات الداخلية التي قد ترتبط بالأوراق المالية وتكون مؤثرة على أسعارها، الأمر الذي يضيق من نطاق حماية المعلومات، وذلك بما أورده في اللائحة التنفيذية للقانون المذكور، فالمادة (٣٢٢) من اللائحة تنص على أنه: "يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها القيام باستغلال تلك

^١ تقضي المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (المعدلة) بأنه: "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من يتعامل في الأوراق المالية بالمخالفة للأحكام المنصوص عليها بالمادة ٢٠ مكرراً من هذا القانون".

المعلومات لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة".

كما أنه ووفقاً للمادة (٣٢٣) من اللائحة: "يحظر إفشاء أسرار حسابات وتعاملات العملاء أو القيام بأي عمل يكون من شأنه إلحاق الضرر بمصلحة العميل أو أية أطراف أخرى, كما يحظر أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة ولكنها غير معلنة, ويحظر أيضاً على المطلعين على المعلومات الداخلية أن يطلعوا أي شخص آخر عليها ما لم تكن له صفة قانونية ثابتة تخوله ذلك الاطلاع"^(١).

كما تحظر قواعد العضوية في البورصة المصرية على العاملين لدى العضو المسجل في البورصة الاستفادة من المعلومات الداخلية بأي صورة من الصور، بما في ذلك المعلومات التي قد تتوافر لدى أي منهم بحكم منصبه, أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديها, ويحظر عليهم استغلال تلك المعلومات لحسابهم

^١ مع ملاحظة ما تنص عليه المادة (٣٢٤) من اللائحة المشار إليها من أنه: "لا يعد مستخدماً للمعلومات الداخلية أو مستفيداً منها وفقاً لأحكام المواد السابقة المتعامل على الورقة المالية إذا ثبت أن تعامله كان سببه الوحيد عوامل أخرى بخلاف اطلاعه بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على المعلومات الداخلية".

الشخصي أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة (١).

٥٤- والذي يتضح من خلال النصوص السابقة، في تعبيرها عن معنى استغلال المعلومات الداخلية والأفعال والممارسات التي يستفاد منها ذلك الاستغلال، أنها تضمنت حظر التعامل على المعلومات الداخلية من قبل المطلعين أياً كانت صورة النفع المحقق^(٢)، وسواء تم ذلك لحساب المطلع شخصياً أو لحساب الغير^(٣)، وسواء كان بطريقة مباشرة أو غير مباشرة^(٤).

ويدل العموم الذي صيغت به النصوص السابقة على أن الحظر يشمل كافة صور الانتفاع أو الاستغلال الذي يتحقق عند قيام المطلع بالتعامل بصورة مباشرة أو غير مباشرة على الأوراق المالية وفقاً لتلك المعلومات، وسواء تم الاستغلال لحساب المطلع الشخصي أو لحساب الغير، ويعني ذلك أن الحظر يشمل كافة

^١ كما أنه: "يتعين الالتزام بالإجراءات الخاصة بالإفصاح عن تعاملات الداخلين، والمساهمين الرئيسيين بالشركات المصدرة، وتعاملات أسهم الخزينة وفقاً لما هو وارد بقواعد وإجراءات قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية". المادة (٣٣) من قواعد العضوية بالبورصة المصرية الصادرة بموجب قرار هيئة سوق المال رقم ١٥٦ لسنة ٢٠١٤ م.

^٢ المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٥ .

^٣ المادة ٢٠ مكرراً من القانون المذكور.

^٤ المادة (٣٢٣) من اللائحة التنفيذية للقانون.

صور التداول (بيعا وشراء) التي يقوم بها المطلع إما بنفسه وبطريقة مباشرة^(١), أو عن طريق وسيط يفصح له المطلع عن المعلومات ليقوم هذا الوسيط بإجراء التعامل بناء عليها لمصلحة المطلع أو لحسابه^(٢), ويبدو ذلك من الصياغة العامة التي انتهجها المشرع في حظر أي تعامل على الورقة المالية يمثل استغلالاً للمعلومات الجوهرية المتعلقة بهذه الورقة, حيث يستوعب ذلك كافة ما يطرأ على السوق من عمليات قد تؤثر فيه.

وتقع المخالفة للحظر في الوقت الذي يتم فيه إبرام الصفقة على الورقة المالية من قبل من يحوز المعلومات الداخلية, بأن يكون التعامل قد تم بناء على هذه المعلومات, أما إذا تم التعامل في وقت سابق على تلقي المعلومات الداخلية أو

^١ فالذي يبدو من هذه النصوص أن الحظر يتعلق بالتصرفات التي تتم بموجب استغلال المعلومات الداخلية من قبيل عقود البيع والشراء للأدوات المالية (التصرفات الناقلة للملكية) ويرجع ذلك إلا أن الضرر لا يتصور أن يقع على أحد المتعاملين إلا في حال نقل ملكية الورقة المالية من أحدهما إلى الآخر بسبب استغلال أحدهما للمعلومات غير المعلنة, ومن ثم الاخلال بمبدأ العدالة و المساواة بين المتعاملين في السوق, وعليه فلا ينطبق الحظر على رهن الأوراق المالية أو هبتها, وقد نصت بعض التشريعات صراحة على أن الحظر يتعلق بعمليات بيع أو شراء الأوراق المالية. انظر على سبيل المثال المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودية, والمادة (١٨) من قانون هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية الكويتي رقم (٧) لسنة ٢٠١٠م, والمادة (١٠٨) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٠م.

^٢ وهذا هو المفهوم من نص المادة (٢٠ مكرراً) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م, وإن كان الذي يفهم من عموم نص المادة (٣٢٢) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون أنها قد وسعت من نطاق الحظر المتعلق بحالة استغلال المعلومات الداخلية للحساب الشخصي للمطلع أو لحساب الغير.

الحصول عليها من قبل المطلع, فلا مجال للقول بوجود مخالفة للحظر, لأن الفعل الممثل للحظر, التعامل بناء على معلومات داخلية, لم يتحقق في هذه الحالة.^(١)

٥٥- هذا وبقتضينا الوصول إلى فهم وتحديد طبيعة وأبعاد العمليات التي تمثل استغلالاً للمعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية, التعرض لنقطتين. الأولى: تتعلق بمدى ضرورة أن يحقق المطلع منفعة من وراء استغلاله للمعلومات الداخلية, الثانية: تتعلق بما تتطلبه جريمة مخالفة حظر استغلال المعلومات الداخلية (أو إفشاءها) من توفر علم المطلع بطبيعة المعلومات وكونها غير معلنة:

أولاً: فيما يتعلق بمدى ضرورة أن يحقق المطلع نفعاً من عملية استغلاله للمعلومات الجوهرية من عدمه حتى تتحقق المخالفة, بمعنى هل يلزم أن تحقق الصفقة التي أجراها المطلع بنفسه أو عن طريق الغير بناء على استغلال معلومات داخلية ربحاً أو منفعة مادية أو معنوية للمطلع أو للغير حتى يعد أنه قام بتعامل محظور وفقاً للنصوص السابقة, ذلك أنه يتصور أن يتم التعامل وعند إعلان المعلومة للجمهور لا تتغير أسعار الورقة المالية.

¹ Rider and Ashe, Insider Grime, op. cit P.48.

د/ أحمد سليمان زايد, التعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة, مرجع سابق, ص ٨٠.

الذي يتضح من النصوص سالفة الذكر أن المشرع قد اكتفى لقيام الفعل المحظور، أن يقوم المطلع على المعلومات الداخلية باستغلال تلك المعلومات لحسابه الشخصي أو لحساب الغير قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور، دون اشتراط أن يترتب على هذا الفعل تحقيق منفعة أو ربحاً من وراء هذا التعامل^(١)، فمن المتصور أن يتم الفعل المكون للاستغلال (التداول بالبيع أو الشراء) ولا تتحقق ثم أرباح أو منافع مادية أو معنوية للمطلع له أو لغيره، وإنما يتم التعامل، على سبيل المثال، لغرض تجنب وقوع خسائر معينة، أو فقط بغرض دعم المركز المالي للمنشأة أو للمطلع، فالمضاربة أو تحقيق ربح فعلي لا تدخل عنصراً في قيام الفعل المحظور، ومع ذلك يظل التعامل في دائرة الحظر لأن الشخص المطلع قد أخل بفعله بمبدأ المساواة بين المتعاملين في السوق، وانتهك قواعده التي تقوم على الشفافية والعدالة وتكافؤ فرص الربح أو الخسارة بين الجميع.

ثانياً: وبالنسبة لمدى تطلب القانون علم المطلع بأن المعلومات محل الاستغلال غير معلنة وطبيعة هذا العلم، فإن الواضح من النصوص الواردة في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م أنها لم تتعرض لهذا العنصر، بينما تولت اللائحة التنفيذية تحديد مفهوم وطبيعة هذا العنصر المعنوي في المادة (٣٢٣)

^١ المادة (٢٠ مكرراً) من القانون، والمادة (٣٢٢) من لائحته التنفيذية.

التي قررت أنه: "يحظر التعامل على الورقة المالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة ولكنها غير معلنة".

٥٦- وبذلك فالمتطلب في هذا الشأن هو أن تتجه إرادة المطلع إلى ارتكاب الفعل المخالف للحظر وهو يعلم بطبيعة المعلومات وكونها معلومات جوهرية "مؤثرة في أسعار الأوراق المالية" وأنها غير معلنة للجمهور بأي وسيلة من وسائل الإعلان أو الإفصاح، ثم يقوم باستغلالها (أو بإفشائها لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة)، فإذا ما قام بالتعامل بناء على هذه المعلومات وهو يعلم بطبيعتها المؤثرة ويكونها غير معلنة، قامت في حقه جريمة الاستغلال أو التريخ غير المشروع^(١). هذا ويفترض دائماً في حق المطلع الرئيسي هذا العلم بطبيعة المعلومات ويكونها غير معلنة وأن التعامل قد تم بناء عليها ما لم يثبت خلاف ذلك، كأن يثبت مثلاً أن التعامل كان بناء على خبرته الشخصية أو على تحليله المبني على قدراته الذهنية أو خبرته في التعامل، بخلاف المطلع الثانوي حيث لا يفترض لديه العلم بطبيعة المعلومات، وعليه فيجب لقيام جريمة الحظر في حقه أن يثبت في

^١ في انصراف العلم والإرادة إلى وقائع محددة في العناصر المكونة للجرائم بصفة عامة أو ضرورة امتدادها إلى وقائع ليست أصلاً ضمن أركانها، راجع بصفة خاصة: د/ محمود نجيب حسني، شرح قانون العقوبات، القسم العام، الطبعة السادسة، دار النهضة العربية، ١٩٨٩م، ص ٦٨٨، وراجع فيما يتعلق بالقصد الجنائي المتطلب لجريمة إساءة استعمال المطلع للمعلومات الجوهرية في سوق رأس المال: د/ عادل المنع، المرجع السابق، ص ٦٤ وما بعدها.

مواجهته العلم بطبيعة المعلومات الداخلية لدى استغلالها^(١), وفي هذا الشأن تقضي المادة (٤٢٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بأنه: "لا يعد مستخدماً للمعلومات الداخلية أو مستفيداً منها وفقاً لأحكام المواد السابقة المتعامل على الورقة المالية إذا ثبت أن تعامله كان سببه الوحيد, عوامل أخرى بخلاف اطلاعه بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على المعلومات الداخلية".

٥٧- وقد تضمن نظام السوق المالية السعودية في المادة (٥٠/أ) مبدأ حظر استغلال المعلومات الداخلية بنصها على أنه: "يحظر على أي شخص يحصل بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية على معلومات داخلية (المطلع) أن يتداول بطريق مباشر أو غير مباشر الورقة المالية التي تتعلق بهذه المعلومات, أو أن يفصح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة".

كما تضمن قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع حظر استغلال المعلومات غير المعلنة من قبل الأشخاص المطلعين عليها في المادة (٣٧) منه

^١ في هذا الشأن راجع: د/ عمر سالم, المرجع السابق, ص ٤٢, وفي الفقه والقضاء الفرنسي: Michel Veron, droit Pénal des Affaires, op. cit, P.223., Corr. Paris, 30 Mars 1979, JCP, G, 1980, 11.19306, Note: A. Tunc.

مشار إليه في: د/ عادل المناع, المرجع السابق, ص ٦٨.

التي نصت على أنه: "لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية ويقع باطلاً كل تصرف يتم بالمخالفة لذلك"، ثم أكدت المادة (٣٩) هذا الحظر بقولها: "لا يجوز لأي شخص أن يتعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات غير معلنة أو مفسح عنها يكون قد علم بها بحكم منصبه ..، كما لا يجوز لرئيس وأعضاء مجلس إدارة أي شركة أو موظفيها استغلال معلوماتهم الداخلية عن الشركة في شراء الأسهم أو بيعها في السوق ..".

وفي إطار قانون هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم (٧) لسنة ٢٠١٠م في الكويت، تقضي المادة (١٨) من هذا القانون بأن: "يعاقب بالحبس .. كل مطلع انتفع أو استغل معلومات داخلية عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية أو الكشف عن المعلومات الداخلية أو إعطاء مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر غير مطلع، ويعتبر الشخص الذي يتداول بالأوراق المالية أثناء حيازته للمعلومات الداخلية منتفعاً بها إذا كان الشخص على علم بها عندما قام بالبيع أو الشراء إلا إذا استطاع إثبات أنه لم يتداول بناء على تلك المعلومات".

ورغم أن هذا النص قد جاء عاماً بخصوص حظر الاستغلال أو الانتفاع بالمعلومات الداخلية، والذي يتحقق عند قيام المطلع بإجراء عمليات تجر عليه

نفعاً بأي صورة كانت مباشرة أو غير مباشرة، فإن مسلك المشرع هنا، باشتراطه تحقق النفع لمصلحة المطلع لقيام جريمة الحظر، يعد مسلكاً منتقداً، لأنه سيؤدي لاستبعاد مسؤولية المطلع متى ما أمد الغير بمعلومات داخلية تحقق نفعاً لهذا الأخير، والذي قد يكون قريباً من الدرجة الأولى أو الثانية للمطلع، من دون أن يحقق المطلع نفعاً شخصياً له (١).

٥٨- وفي إطار القانون الأمريكي، فإننا نشير إلى أن التطورات التي لحقت التنظيم القانوني لتداولات العالمين بيوطن الأمور أو المطلعين من خلال الفكر القانوني والتشريعات وأحكام المحاكم الأمريكية بدرجاتها المختلفة، تقرر مسؤولية العالمين بيوطن الأمور (أعضاء مجلس الإدارة، كبار المديرين التنفيذيين، وكبار حملة الأسهم، وأي وكيل كبنك استثمار يقدم استشارات مالية..). إذا قاموا بالتداول بناء على ما يملكونه من معلومات مؤثرة ولم يفصح عنها بعد للجمهور، بما يمثل خرقاً Breaching للالتزام بالصدق والأمانة Fiduciary duty تجاه كل من الشركة

^١ في هذا الشأن راجع: د/ عادل المانع، المرجع السابق، ص ٤٥.

وانظر من التشريعات العربية في هذا الصدد: المادة (١٠٨) من قانون الأوراق المالية الأردني، رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٠م. أيضاً قانون حظر الاستغلال الشخصي للمعلومات المميزة في التعامل بالأسواق المالية رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١١م في لبنان، الذي يحظر على كل شخص مطلع سواء أكان طبيعياً أم معنوياً أن يستعمل أو أن يستغل معلومات مميزة غير معلنة عن طريق اكتساب أو محاولة اكتساب أو محاولة التنازل عن منتجات مالية مرتبطة بهذه المعلومات أو أي حقوق متعلقة بها أو من خلال الحصول على كسب محقق لحساب الشخص المطلع أو لحساب غيره بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

والمساهمين والمتعاملين المحتملين، والذي يقع على عاتق المطلعين على المعلومات بحكم وظيفتهم أو عملهم في الشركة المصدرة، بشرط أن يكون المطلع مدركاً أن ما يقوم به يعد من قبيل الاستغلال وبهدف تحقيق مكاسب شخصية غير تنافسية.^(١)

٥٩- وفي القانون الإنجليزي حددت المادتان (٥٢, ٥٥) من قانون العدالة الجنائية الممارسات التي تمثل استغلالاً من قبل العالمين ببواطن الأمور للمعلومات الداخلية، والتي تتلخص في:

١- شراء الأوراق المالية أو بيعها بناء على معلومات داخلية بصفة أصيل أو وكيل.

٢- حمل الغير أو تشجيعه على التعامل بناء على معلومات داخلية، إذا كان الشخص المطلع يعلم أو كان ينبغي عليه أن يعلم أن هذا الشخص (الغير) سوف يقوم بالتعامل بنفسه أو من خلال الوسيط في السوق بناء على هذه المعلومات.

٣- الكشف عن المعلومة الداخلية لشخص آخر، لأسباب لا تتعلق بتأدية العالم ببواطن الأمور لوظيفته.

¹ The Securities Exchange of 1934.

Bondi B and S Iofghie, "The Law of Insider Trading; Legal Theories, Common Defenses, and best Practices for Ensuring Compliance", 2010, <http://ssrn.com=2028459>.

وراجع: د/ محمد عبده مصطفى، المرجع السابق، ص ١٣٢.

وبذلك يشمل الحظر استغلال المعلومات الداخلية من قبل المطلع (الأساسي أو الثانوي) بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، إذا توفر لدى المطلع العلم أو كان لديه من الأسباب والمعطيات ما يجعله يعلم بأن المعلومات التي حصل عليها هي معلومات جوهرية وغير معلنة ويحظر عليه من ثم استغلالها، ويسري الحظر إذا قام بالتعامل بنفسه (الأصيل) وعلى الوكيل الذي يبرم الصفقة نيابة عن الأصيل، إذا توافر لدى كل منهما الإدراك بعد مشروعية التعامل على المعلومات المميزة غير المعلنة^(١).

٦٠- بينما حدد المشرع الفرنسي صور استغلال المعلومات الجوهرية "المميزة" في المادة ٤٦٥-١ (المعدلة) من قانون النقد والمال رقم ١٠٦٢ لسنة ٢٠٠١، التي حظرت في الفقرة الأولى و الثانية كل فعل يمثل استغلالاً للمعلومات الجوهرية من قبل المطلع من مديري الشركات أو من الأشخاص الذين يملكون بواسطة مهنتهم أو وظيفتهم معلومات مميزة، من خلال قيام المطلع بإجراء أو السماح بإجراء عملية أو أكثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة (عن طريق وسيط)، وكان الفعل متعلقاً بمعلومة مميزة متعلقة بمصدر أو بتقييم الأدوات المالية المقبولة في

^١ انظر:

Gil Brazier, Insider Trading, Law and Regulation, Cavendish Publishing, LTD, 1996, P.76.

د/ أحمد سليمان زايد، المرجع السابق، ص ٨٠.

السوق المنتظمة، وذلك قبل علم كافة بهذه المعلومات... ويسري الحظر أيضاً (كما ورد في الفقرة الثالثة من المادة السابقة) على فعل أي شخص غير من جاء ذكرهم في الفقرتين السابقتين حاز بمعرفته معلومات جوهرية (مميزة) ..، وقام بإجراء أو السماح بإجراء، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، عملية تستند إليها قبل علم كافة بها.

وبذلك يكون المشرع الفرنسي قد حظر كافة الصور المتوقعة لاستغلال المعلومات المميزة، والتي يمكن أن تصدر من المطلعين الأساسيين أو الثانويين، أو المطلعين من غير الفئتين السابقتين، وسواء تم فعل الاستغلال مباشرة وبمعرفة المطلع أو السماح بإجرائها بطريقة غير مباشرة من قبل وسيط لمصلحته الشخصية، أو أن يسمح المطلع للغير (الوسيط) بإجراء العملية لمصلحة هذا الغير ودون أي منفعة تعود على المطلع (١).

ويلاحظ على النص السابق في تعبيره عن فعل الاستغلال أنه لم يحدد طبيعة العملية التي تمثل استغلالاً للمعلومات المميزة (الداخلية)، حيث جاء النص مطلقاً في هذا الشأن، فكل عملية يكون من شأنها التأثير على الأدوات المالية المتداولة

¹ Machel Veron, Droit Pénal des Affaires, op. cit, P.224.

د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦م، ص ٢٥٨، د/ محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧م، ص ١٥٠، د/ عمر سالم، المرجع السابق، ص ٨٢، د/ عادل المناع، المرجع السابق، ص ٤٤.

في السوق المنتظمة أو غير المنتظمة تصلح لأن تكون فعلاً استغلالياً يشملها الحظر الوارد في هذا النص السابق.

كما جرى التعبير عن طبيعة الفعل الممثل لاستغلال المعلومات المميزة من خلال لجنة عمليات البورصة COB التي قررت أن المقصود بالعملية في هذا الشأن: كل عملية تتعلق ببيع أو شراء الأوراق المالية أو تتعلق بالأدوات المالية المتداولة في السوق.^(١)

المطلب الثاني

إفشاء المعلومات الداخلية للغير

٦١- كما يحظر على المطلع، سواء كان مطلعاً أساسياً أو ثانوياً، استغلال المعلومات الداخلية في تعاملات غير مشروعة لحسابه الشخصي أو لحساب الغير، فإنه يحظر عليه أيضاً أن ينتهك سرية المعلومات التي حصل عليها، والتي يجب عليه بحكم وظيفته أو منصبه أن يحافظ عليها طوال مدة الحظر وحتى يتم الإفصاح عنها للجمهور كافة في وقت واحد، تحقيقاً لمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين في السوق، وتكريساً لواجب الثقة والأمانة المفروض عليه بحكم علاقته بالشركة المصدرة والمقرر بمقتضى القواعد القانونية التي تحظر

¹ Renauld Salomon, Le Particularisme des Infractions Boursières, op. cit, p.5. ولمزيد من التفصيل راجع: د/ عادل المناع، المرجع السابق، ص ٤٦.

إفشاء هذه المعلومات للغير بقصد إحداث تأثير في أسعار الأوراق المالية، أو كان من شأن الإفشاء أو النقل إحداث هذا التأثير بغرض الاستفادة في عمليات غير مشروعة.^(١)

٦٢- وقد حظر المشرع المصري صراحة هذه الصورة من صور التعامل غير المشروع على المعلومات الداخلية بنصه في المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على أنه: " مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوصاً عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده أو تعامل في الأوراق المالية بالمخالفة للأحكام المنصوص عليها بالمادة ٢٠ مكرراً من هذا القانون".

كما تقضي المادة (٢٠ مكرراً) من القانون المذكور بأنه: "يحظر على الأشخاص الذين تتوفر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على أوضاع هذه الشركات ..، إفشاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة".

(١) د/ صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٤٣.

كما تقضي المادة (٣٢٢) من اللائحة التنفيذية لهذا القانون بأنه: "يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية ... إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة". والمادة (٣٢٣) من ذات اللائحة تقرر أنه: "يحظر على المطلعين إفشاء أسرار حسابات وتعاملات العملاء أو القيام بأي عمل يكون من شأنه إلحاق الضرر بمصلحة العميل أو أية أطراف أخرى ... ويحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية أن يطلعوا أي شخص آخر عليها ما لم تكن له صفة قانونية ثابتة تخوله ذلك الاطلاع".

كما أنه وزيادة في الحرص على تفعيل الحماية القانونية للمتعاملين في الأوراق المالية تقضي المادة (٢٣٠) من اللائحة التنفيذية بالتزام شركات تكوين إدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية بالمحافظة على السرية التامة لبيانات عملائها وعدم إفشاء أية معلومات عنهم أو عن معاملاتهم إلى الغير بدون موافقاتهم 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".^(١)

كذلك قرر المشرع مسؤولية مراجع الحسابات (في الشركات المصدرة للأوراق المالية) عن الأفعال المتضمنة إفشاء للمعلومات التي اطلع عليها بحكم مهنته إلى الغير بمن فيهم المساهمين في الشركة لكونه يعد أميناً على تلك المعلومات والبيانات.^(٢)

كما يقع حظر إفشاء المعلومات والبيانات على سائر الجهات الرقابية والتنفيذية التي يخولها القانون الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركات المقيدة في السوق ومراقبة نشاط البورصة وعلى المنتمين لهذه الجهات، بما في ذلك: هيئة الرقابة المالية، أعضاء مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، شركة الإيداع والقيود

^١ المادة (٢٣٠) وردت ضمن الفصل الرابع من الباب السادس من اللائحة التنفيذية المضاف بمقتضى المادة الثانية من قرار وزير الاقتصاد رقم ٣٩ لسنة ١٩٩٨م. (الوقائع المصرية، العدد (٢٩) تابع (أ) في ١٩٩٨/٢/٧م).

^٢ المادة (١٠٨) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م. ووفقاً للمادة ٥/١٦٣ من ذات القانون: "يعاقب مراجع الحسابات بالغرامة التي لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه يتحملها شخصياً عن إفشاء الأسرار التي اطلع عليها بحكم مهنته، وهذه العقوبة عامة على كل من يخالف نصاً أقر في هذا القانون.

المركزي والتي خولها القانون تلقي ونشر التقارير والقوائم المالية التي ترد إليها من الجهات المصدرة.^(١)

كذلك يحظر وفقا لقواعد العضوية في البورصة المصرية على العاملين لدى العضو المسجل في البورصة استغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي أو إفشاءها للغير، ويسري الحظر على العضو نفسه والعاملين لديه وكذلك المساهمين الرئيسيين في الشركات المصدرة.^(٢)

٦٣- هذا والذي يلاحظ على نصوص المواد المنظمة لحظر إفشاء المعلومات الداخلية في قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، أنه لا يشترط لقيام الفعل المحظور "الإفشاء أو النقل أو اطلاع الغير على المعلومات" أن يحصل المطلع على المعلومات المميزة والذي قام بفعل الإفشاء على منفعة شخصية، وإنما يكفي أن يكون الإفشاء عن المعلومات قد تم بهدف تحقيق مصلحة معينة للمطلع أو للغير "المستفيد" ولو لم تتحقق المنفعة بالفعل، (كما سبق وأن أشرنا لدى تناول الاستغلال المباشر للمعلومات من قبل المطلع)، إذ يكفي في هذا الشأن أن يتم الإفشاء من قبل المطلع وهو يعلم بطبيعة المعلومات السرية وبكونها ذات طبيعة

^١ راجع في هذا الشأن المادة الثالثة من قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م، والمادة (٣/٣٠) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي الصادرة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم (٩٠٦) لسنة ٢٠٠١م.

^٢ المادة (٣٣) من قواعد العضوية في البورصة المصرية الصادرة بموجب القرار رقم (١٥٦) لسنة ٢٠١٤م.

مؤثرة في أسعار الورقة المالية وأنها غير مفصح عنها للجمهور، ويقدم بالرغم من ذلك على فعل الإفشاء للغير بقصد استغلالها في إجراء صفقات غير مشروعة^(١)، وذلك لتحقيق الإهدار لمبدأ تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومات والاستفادة منها للجميع بقدر متساو وفي أوقات متزامنة، فالإخلال يتحقق بمجرد التعامل عليها أو إفشائها للغير بغرض التعامل عليها وقبل وصولها إلى علم الكافة.^(٢)

ومما يلفت الانتباه في هذا الصدد أن نص المادة (٦٤) من القانون، والتي قررت العقوبات على الإفشاء غير المشروع، أنها لم تشمل بهذه العقوبات سوى المطلعين عن قيامهم بإفشاء المعلومات للغير، بينما لم يرد بالنص ما يشير إلى تجريم مجرد الاستفادة من الأسرار أو المعلومات الجوهرية إذا تم من الغير، وبذلك لا يشمل الحظر المستفيد من المعلومات إذا كان من غير المطلعين، حيث لا يمكن ملاحقة هؤلاء وإن ثبت في حقهم استغلال المعلومات وتحقيقهم الأرباح نتيجة هذا الاستغلال، وذلك احتراماً لطبيعة النصوص الجزائية.^(٣)

^١ راجع في هذا الشأن المادة (٣٢٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

^٢ د/ محمد إبراهيم موسى، المرجع السابق، ص ١٠٠.

Paris b Juill. 1994, Les Petites Affiches, 16 Nov. 1994, N. 137, P. 17.

^٣ ونرى مع بعض الفقه في هذا الشأن أن ذلك يمثل نقصاً في توفير الحماية القانونية الواجبة للمعلومات المؤثرة في السوق وإخلالاً بمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين يستدعي تدخلاً تشريعياً يجرم سلوك المستفيد الذي تصل إليه المعلومات عن طريق أحد المطلعين، وذلك تماشياً مع ما

٦٤- وبالنظر في القوانين العربية نجد على سبيل المثال، فيما يتعلق بحظر إفشاء المعلومات الداخلية أو الإفصاح عنها للغير بغرض التعامل عليها، أن المادة الخمسين من نظام السوق المالية السعودية قد حظرت على أي شخص يحصل على معلومات داخلية أن يفصح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة، كما تحظر المادة (٢٨) من ذات النظام على موظفي مركز إيداع الأوراق المالية والسوق المالية ومدققي الحسابات المستقلين والمستشارين والخبراء فيهما، إفشاء أي معلومات عن مالكي الأوراق المالية المسجلة في السجلات إلا في الحالات التي تحددها القواعد الصادرة عن المركز بهذا الخصوص، أيضاً وفي إطار الأنظمة السعودية تقضي المادة (٧٤) من نظام الشركات السعودي الجديد الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٣) وتاريخ ١/٢٨ ١٤٣٧ بأنه: "لا يجوز لأعضاء مجلس إدارة شركة المساهمة أن يفشوا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة ولا

اتجه إليه القضاء الفرنسي الذي عاقب المستفيد على الرغم من عدم وجود نص في القانون الفرنسي يعاقب المستفيد من المعلومات الداخلية، حيث أدانت المحاكم الفرنسية مستغل المعلومات التي تم إفشاؤها وذلك على أساس اعتباره مفشياً للمعلومات أو مستفيداً منها، طالما أنه استطاع تحقيق منفعة من وراءها. (على نحو ما سيأتي).

د/ محمد إبراهيم موسى، المرجع السابق، ص ١٠١، د/ شعبان أحمد محمود، د/ رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية، الطبعة الأولى، دار أبو المجد للطباعة، القاهرة، ٢٠٠٤م، ص ١٩٨.

يجوز لهم استغلال ما يعلمون به - بحكم عضويتهم - في تحقيق مصلحة لهم أو لأحد أقاربهم أو للغير، وإلا يجب عزلهم ومطالبتهم بالتعويض^(١).
كما أن المادة (١١٩) من قانون هيئة سوق المال الكويتي تنص على أنه:
"يعاقب ... كل من يخضع لأحكام هذا القانون وأفشى سراً اتصل به بحكم طبيعة عمله أو وظيفته أو منصبه...".^(٢)

وقد تقرر ذات الحظر في المادتين (٥٢, ٥٥) من قانون العدالة الجنائية الإنجليزي حيث يعد من الممارسات التي تشكل أفعالاً محظورة: الكشف عن معلومات داخلية من قبل المطلعين (الأصليين أو الثانويين) لشخص آخر، لأسباب لا تتعلق بتأدية وظيفة المطلع أو عمله في الشركة أو وظيفته الرسمية.

^١ ووفقاً للائحة الأشخاص المرخص لهم الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ١-٨٣-٢٠٠٥ وتاريخ ١٤٢٦/٥/٢١هـ، الموافق ٢٠٠٥/٦/٢٨م، بناء على نظام السوق المالية السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٣٠) وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ، "يجب على الشخص المرخص له (بأعمال الأوراق المالية) المحافظة على سرية المعلومات التي يتم الحصول عليها من العملاء، إلا إذا كان الإفصاح عنها مطلوباً بموجب النظام أو لوائحه التنفيذية، أو في حالة موافقة العميل أو وفقاً لأداء خدمة للعميل، أو في حالة لم تعد المعلومات سرية". راجع المواد ٢٩، ٣٠، ٣١ من اللائحة.

^٢ ومن تلك القوانين أيضاً قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ الذي اعتبر في المادة (١٠٨) منه أنه: يعتبر مخالفاً لأحكام هذا القانون قيام أي شخص ... بإفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء، وانظر في ذات الاتجاه المادتين (٢، ٣) من قانون حظر الاستغلال الشخصي للمعلومات المميزة في التعامل بالأوراق المالية اللبناني رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١١.

٦٥- ووفقاً للقوانين الأمريكية، فإن حظر التعامل بناء على المعلومات المميزة السرية لا يقتصر على تداولات العالمين بيوطن الأمور التي تتم بشكل مباشر من قبل هؤلاء، وإنما يشمل الحظر حالات الإفشاء للغير من قبل هؤلاء المطلعين (الأصليين والثانويين) بحسب قانون الأوراق المالية The Securities Act of 1933، وقانون بورصة الأوراق المالية Securities Exchange of 1934، فبناء على القسم (Section 10 b5) من هذا القانون قامت لجنة البورصات والأوراق المالية (SEC) Securities and Exchanges Commotion بإصدار المادة رقم Rule 240-10b-5 التي تحظر التداول على أساس المعلومات غير المعلنة للجمهور، والتي امتد تطبيقها إلى كل شخص استخدم معلومات غير معلنة للجمهور كان حصل عليها من أحد العالمين بيوطن الأمور، حتى ولو لم يكن هذا الشخص من موظفي الشركة ومن ثم ليس عليه واجب الصدق والأمانة تجاه حملة الأسهم Fiduciary Duty.

ويقيم البعض امتداد المسؤولية إلى حالات إفشاء المعلومات من قبل العالمين بيوطن الأمور، على أساس ما يسمى بنظرية تمرير المعلومات Theory "Tipper - Tipse" ، وبمقتضى ذلك تتقرر مسؤولية **Liability** العالمين بيوطن

الأمر عندما يقوم أحدهم بتمرير ما يحوزه من معلومات (ويطلق عليه Tipper) إلى شخص آخر ليستفيد منها (Tippee).^(١)

ويفترض لكي تقوم المسؤولية القانونية في هذه الحالة أن تتحقق أربعة شروط هي: (١) أن يكون العالم ببواطن الأمور قد خرق واجب الثقة والأمانة تجاه حملة الأسهم في شركته، وذلك بإفشاء ما لديه من معلومات هامة لم يفصح عنها بعد للجمهور للغير (٢) أن يدرك من حصل على المعلومات هذا الخرق (٣) أن يقوم من حصل على المعلومات باستخدامها في التداول (٤) أن يترتب على ذلك تحقق مكاسب شخصية لمن حصل على المعلومات، مثل تحقيق أرباح مالية Pecuniary gains أو مجرد اكتساب سمعة تؤدي مستقبلاً لإمكانية تحقيق أرباح مالية أو إعطاء المعلومات لقريب أو صديق.

فمثلاً إذا كان هناك صحفي يعمل لدى جريدة (A) وحصل من خلال عمله على معلومات عن اندماج محتمل بين جريدته وجريدة (B) فقام بشراء أسهم (B) وحقق أرباحاً من وراء هذا التداول، فإنه تنطبق عليه مسؤولية العالمين ببواطن الأمور، رغم أنه لم يخرق واجب الثقة والأمانة تجاه حملة أسهم الشركة (B)، ولكنه فعل ذلك تجاه حملة أسهم الشركة (A) التي يعمل لديها، بافتراض أن الصحيفة تطبق سياسة تمنع

¹ Newkirk T. and Robertson M, "Insider Trading : a U.S. Perspective", in the 16th International Symposium on Economic Crime, Jesus College, Cambridge, England (1998).

الصحفيين والمراسلين من استغلال المعلومات التي يحصلون عليها من خلال الأحداث التي يغطونها.^(١)

٦٦- أما في إطار القانون الفرنسي فقد تضمنت المادة ٤٦٥-١ من قانون النقد والمال في فقرتها الثانية حظر كل فعل يصدر من المطلع "الأصلي أو الثانوي" يتضمن نقل المعلومات المميزة أو توصيلها إلى الغير من خارج الإطار أو الحيز الطبيعي لمهنة المطلع أو وظيفته، وكذلك الحال لو كان المطلع من فئة الغير...، كما يحظر وفقاً للفقرة الثالثة من المادة المشار إليها أن يتم الإفشاء أو النقل من أي طرف يطلع على المعلومات (الغير) من خارج الفئتين السابقتين (المطلعين الأصليين والثانويين) إذا تم ذلك قبل علم الكافة بها.^(٢)

ويلزم لقيام جريمة الإفشاء غير المشروع عن المعلومات المميزة أن تتجه إرادة المطلع إلى فعل الإفشاء وهو يعلم أن المعلومة مميزة، وأنه يقوم بفعل النقل أو الإفشاء بقصد تحقيق مصلحة تعود على هذا الغير، بغض النظر عن طبيعة الاستفادة التي يمكن أن يحققها الغير أو طبيعة العملية التي سوف يقوم بها استغلالاً لهذه المعلومات، ما دام فعله يمكن أن يؤثر على أسعار الأدوات المالية

¹ Bainbridge.(s), An overview of Insider Trading Law and Policy..., op. cit, 2012,. PP.11.21.

وراجع: د/ محمد عبده مصطفى، المرجع السابق، ص ١٣٣.

² Michel Veron, op. cit, P. 227.

أو على سوق المال بصفة عامة، وبذلك فإن المشرع الفرنسي لم يشترط في هذا النص أن يترتب على الإفشاء منفعة معينة تعود على من قام بالإفشاء.⁽¹⁾

الخاتمة

من المعلوم أن قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظيفتها الاستثمارية والتسعيرية ترتبط بمدى قدرتها على التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة عبر ضمان فرص استثمار عادلة لكافة المستثمرين، الأمر الذي يدفع إلى الإقبال على الاستثمار في الأدوات المالية التي تصدرها المنشآت المالية والاقتصادية، ويشجع هذه المؤسسات من جهة مقابلة على مواصلة طرح وسائل الحصول على التمويل اللازم لمواصلة نشاطها الاقتصادي عبر طرح المزيد من الأدوات المالية في السوق.

ومن هنا تأتي أهمية هذه الدراسة في أنها ترد في إطار تسليط الضوء على قضية هامة من قضايا بورصات الأوراق المالية وهي: قضية تعاملات المطلعين وفقاً للمعلومات الداخلية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية، وذلك للوقوف على ما إذا

¹ Cass 26 Oct, 1995, Pourvoi 94-83, 780, Bull. Crim.

ولمزيد من التفصيل راجع: د/ محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٤٩ وما بعدها، د/ عادل المناع، المرجع السابق، ص ٦٤ وما بعدها.

كانت هذه التداولات تحقق عوائد لا تخضع للمعايير التنافسية، وتأثير ذلك على الاقتصاد الوطني، ومدى كفاية القوانين والتشريعات القائمة في سد المنافذ أمام تلك التعاملات أياً كان مصدرها، ولمواجهة هذه الظاهرة غير المشروعة التي تتيح لمجموعة من الأشخاص، ممن يتاح لهم بحكم مناصبهم أو وظيفتهم، الاطلاع على المعلومات الهامة للمنشآت المصدرة للأوراق المالية، واستغلال هذه المعلومات أو إفشاؤها إلى الغير، والحصول من وراء ذلك على أرباح غير تنافسية على حساب قواعد الشفافية ومبادئ المساواة بين المتعاملين والإضرار من ثم بالغير وبالاقتصاد الوطني بصفة عامة.

وقد تبين لنا أن مواجهة هذا النوع من التعامل يرتبط بمدى توافر الإطار القانوني والتنظيمي الذي يكرس تحقيق كفاءة السوق المالية وقدرتها على إتاحة المعلومات للكافة وفي وقت واحد والاهتمام بنوعية وكمية المعلومات المتداولة تحقيقاً لمبدأ الشفافية والافصاح الذي يحكم عمل البورصات الحديثة، كما يرتبط ذلك بإيجاد آليات واضحة لحل مشاكل ما يسمى بالوكالة وتعارض المصالح بين المطلعين (المدرء، أعضاء مجالس الإدارة، كبار المساهمين..) وسائر أصحاب المصالح (البنوك، العاملين، حاملي السندات، الموردين، العملاء) وحوكمة الشركات وأسواق الأوراق المالية، وازدادت أهمية مواجهة الظاهرة في ظل الأزمات المالية المتعاقبة التي ألمت بأسواق الأوراق المالية في العقدين الأخيرين وخلفت

انهيار العديد من المؤسسات المالية والاقتصادية، نتيجة عوامل الفساد وانعدام الحكم الرشيد، ما تسبب في أضرار بالغة لحقت بالمستثمرين في البورصة وبالاقتصاديات الوطنية في العديد من الدول.

وفي إطار طرحنا للموضوع تعين علينا تحديد طبيعة المعلومات محل الحماية وخصائصها الرئيسية (النطاق الموضوعي لحظر التعامل الداخلي)، كذلك تحديد من تنطبق عليه صفة المطلع أو العالم ببواطن الأمور (النطاق الشخصي للتعامل الداخلي)، مع التعرض للمدى الزمني والمجال المكاني لسريان مبدأ حظر التعامل على المعلومات الداخلية، أيضاً التعرض، ووفقاً لما يحتمله موضوع الدراسة، لصور التعامل المحظور من حيث بيان طبيعة الأفعال أو الممارسات التي تشكل اعتداء على المعلومات الداخلية المؤثرة على أداء السوق ونشاطه وبالتبعية على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وأياً كانت طبيعة المعلومات أو من يحوزها ويحصل من وراء التعامل وفقاً لها على منافع شخصية غير مشروعة، وسواء تم الاستغلال من قبل المطلع نفسه أو عن طريق أحد من الغير ممن انتقلت إليهم المعلومات أو تم تسريبها لهم من قبل المطلعين، فكل ذلك مما يشكل انتهاكاً لقواعد السوق التي تقوم على المساواة والعدالة بين سائر المتعاملين، كذلك بيان كيف تصدت التشريعات والقوانين الوطنية المقارنة لاستقصاء حالات التعدي وحظرها وسد منافذ الاستغلال غير المشروع.

وقد سعينا من خلال تلك الدراسة أن نسلط الضوء على عدة محددات اتضحت من خلال الاستعراض المقارن لبعض القوانين المنظمة للتعامل في الأسواق المالية وذلك على النحو التالي:

١- إن حسن أداء سوق الأوراق المالية لدورها يرتبط بصورة رئيسة بكفاءة المناخ التنظيمي والرقابي للسوق، والذي يرتكن، في حالتنا تلك، على مبادئ الإفصاح والشفافية وإتاحة المعلومات المحددة للقرارات الاستثمارية للعملاء في أوقات واحدة وبتكلفة منخفضة، ودعم الالتزام بالصدق والأمانة لدى حائزي المعلومات من المطلعين.

٢- إن ضرورة تحديد وضبط المفاهيم في هذا الشأن تقصر المعلومات الداخلية على تلك المعلومات الهامة والمؤثرة في عملية تسعير الأدوات المالية المتداولة، كما أن حظر التعامل على هذه المعلومات ينبغي ألا يقتصر فقط على تلك الفئة من الأشخاص الذين تمكنهم وظائفهم أو مهنتهم من الاطلاع على المعلومات، بل ينبغي أن يمتد إلى أطراف أخرى من الغير انتقلت إليهم المعلومات من المطلعين، ما دام أن قيامهم بالتداول بناءً عليها قد أثر في السوق وأضر بمقتضيات قيامه بوظائفه، وذلك لتوفر الإخلال بالمساواة والعدالة بين المتعاملين في هذه الحالات، وسواء تحققت الاستفادة للمطلع نفسه أو لمن قام بإفشاء المعلومة لغير مرجعة المختص وتعامل بناءً عليها، وسواء تحققت الاستفادة الفعلية من التعامل على المعلومات أو لم تتحقق، كما أن تحديد المطلعين ينبغي أن يسري أيضاً على الأشخاص الطبيعية والمعنوية على حد سواء.

٣- إن دعم الثقة في المناخ الاستثماري في السوق دفع بالمشرعين في مختلف الدول إلى تضمين القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية حظر كافة صور استغلال المعلومات الداخلية المتعلقة بالمؤسسات المصدرة (شركات المساهمة بشكل رئيسي) والتي تعتبر عصب التعامل في السوق والركيزة الأساسية التي تحدد القرارات الاستثمارية على الأدوات المالية المتداولة، وقد اعتبرت هذه القوانين أن أياً من صور التعدي يعد بمثابة جريمة من جرائم أسواق الأوراق المالية، يجب وضع العقوبات المناسبة لها بقدر ما تخلفه من أضرار على كافة الأطراف.

٤- إن تطبيق الوسائل الفنية والإلكترونية الحديثة في عمليات التداول على الأوراق المالية، في ظل نظام التداول الإلكتروني، قد مكن من معرفة شخصية المتعاقدين ومن ثم وجود رابطة سببية مباشرة بين المتعاقدين، تمكن كل طرف من الرجوع على الطرف الآخر بالتعويض إذا ما ثبت استغلاله للمعلومات الداخلية في التعامل، وهو ما من شأنه دعم ثقة المستثمرين المحليين والأجانب بالسوق، كما أدت هذه التقنيات من جهة أخرى إلى تنوع وسائل الحصول على المعلومات واستغلالها أو إفشائها للغير وإلحاق الضرر بالمتعاملين في السوق، الأمر الذي استوجب المواجهة القانونية الملائمة لهذه التطورات وبما يكفل مكافحة كافة صور التعامل غير المشروع.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- د/ أسماء وجيه عبد الحفيظ نصار: أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على المحتوى المعلوماتي في سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ٢٠١٥م، العدد الأول.
- د/ أبو زيد رضوان: الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، القاهرة، ١٩٩١م.
- د/ أحمد رجب عبد الملك: دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠٠٨م.
- د/ أحمد سليمان زايد: التعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة، دراسة مقارنة بين القانون الأردني والانجليزي، ٢٠٠٥م، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية.
- د/ أحمد عبد الرحمن الملحم: حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والنشر العلمي، ١٩٩٨م

- د/ أرشد فؤاد التميمي: د/ أسامة عزمي سلام, الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة) دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة, ٢٠٠٤م, الأردن.
- د/ أمين السيد أحمد مصطفى: علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية, الدار الجامعية, ٢٠٠٩م.
- د/ أمين محمد أمين الغرايبة: حظر استغلال المعلومات الداخلية في قانون الأوراق المالية الأردني, دراسة مقارنة, مجلة العلوم القانونية والسياسية, السنة السادسة, العدد الأول, ٢٠٠٦م.
- د/ بلال عبد المطلب بدوي: الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية, دار النهضة العربية, القاهرة, ٢٠٠٦م.
- د/ جمال عبد العزيز العثمان: الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة, دراسة قانونية مقارنة, دار النهضة العربية, ٢٠١٠م.
- د/ حسام الدين عبد الغني الصغير: حماية المعلومات غير المفصح عنها والتحديات التي تواجه الصناعات الدوائية في الدول النامية, دار الفكر الجامعي, ٢٠٠٣م.
- د/ حسين فتحي عثمان: تعاملات المطلعين على أسرار الشركة, دار النهضة العربية, ١٩٩٦م.

- د/ ذكري عبد الرازق محمد خليفة: حماية المعلومات السرية من حقوق الملكية الفكرية في ضوء التطورات التشريعية والقضائية, دار الجامعة الجديدة, ٢٠٠٧م.
- د/ سامي عبد الباقي أبو صالح: النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية, دار النهضة العربية, ٢٠٠٦م.
- د/ صالح أحمد البربري:
الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية, دراسة قانونية واقتصادية مقارنة, مركز المساندة القانونية, القاهرة, ٢٠٠١م, الطبعة الأولى.
سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيوطن الأمور, بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر بعنوان "أسواق الأوراق المالية والبورصات" كلية الشريعة والقانون, جامعة الإمارات العربية المتحدة, دبي, (٦-٨) مارس ٢٠٠٧م.
- د/ صالح راشد الحمراي: دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية, الطبعة الأولى, مكتبة دبي للتوزيع, دبي, الإمارات العربية المتحدة, ٢٠٠٤م.
- د/ عادل علي المانع: تجريم إساءة استعمال المطلع للمعلومات الجوهرية في سوق رأس المال, دراسة مقارنة في التشريعين الكويتي والفرنسي, مجلة الحقوق (الكويت) مج ٣٦, العدد الأول, ٢٠١٢.

- د/ عبد الباسط محمد حسين: الحماية الجنائية لأسواق رأس المال، دراسة مقارنة بين التشريعين المصري والفرنسي، دار الفكر، ٢٠٠٩م، القاهرة.
- د/عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية، أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٣م.
- د/ عصام حنفي محمود: التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦م.
- د/ عمر سالم: الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٩م، الطبعة الأولى.
- د/ فهد المنيعي: الحماية الجنائية لسوق الأوراق المالية السعودي، دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه، جامعة نايف للعلوم الأمنية، الرياض - السعودية، ٢٠٠٦م.
- د/ ماجدة شلبي: تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة، مج ١٠٠ / عدد ٤٩٢، أكتوبر ٢٠٠٨م.
- د/ محمد إبراهيم موسى: حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجمعة الجديدة، ٢٠١٠م.
- د/ محمد الصيرفي: البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٧م.

- د/ محمد عبده محمد مصطفى:
تداولات العالمين بيوطن الأمور في البورصة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة،
ع ٣، ٢٠١٤.
- حوكمة أسواق الأوراق المالية ، المجلة العلمية للتجارة والاقتصاد، كلية التجارة،
جامعة عين شمس، العدد الرابع، ٢٠٠٦م.
- د/ محمد فاروق عبد الرسول: الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار
الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧م.
- د/ محمد فريد العريني: الشركات التجارية، المشروع التجاري الجماعي بين
وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، سنة ٢٠٠٣م، دار الجامعة الجديدة.
- د/ محمد بن ناصر البجاد: النظام القانوني لمبدأ حظر الإفصاح عن
المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية،
مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية (مصر) العدد الأول / ٢٠٠٧م.
- د/ محمود نجيب حسني: شرح قانون العقوبات، القسم العام، الطبعة السادسة،
دار النهضة العربية، ١٩٨٩م.
- د/ مصطفى رشدي شيحة: النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية،
الإسكندرية، ١٩٩٢م.

- د/ مصطفى كمال وصفي: المسؤولية المدنية لأعضاء مجلس الإدارة في الشركة المساهمة, رسالة دكتوراه, كلية الحقوق, جامعة القاهرة.
- د/ منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال, منشأة المعارف, الإسكندرية, ١٩٩٣م.
- د/ نصر علي طاحون: شركة إدارة محافظ الأوراق المالية, دار النهضة العربية, القاهرة, ٢٠٠٣م.
- د/ هلال عبد الفتاح عفيفي: العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية, مجلة البحوث التجارية, كلية التجارة, جامعة الزقازيق/ مصر , ٢٠٠٨م, مج ٣٠.
- د/ يسري جرجس بطا: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر, رسالة دكتوراه, كلية الاقتصاد والعلوم السياسية, جامعة القاهرة.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- **Agrawal**, A. and T. Nasser "Insider Trading in Takeover Targets", Journal of corporate Finance, 18, 2012.
- **Armstrong**, C & Others, "The role of Information and Fictional Reporting in Corporate Governance and Debi Contracting", Journal of Economics, vol 50, Iss 2, 2010.
- **AUCKENTHLER F**: Bourse de Valeur, Législation, Nouvelles Procédures de Sanctions de la COB, JCP, n 35, aout 2000.

- **Bainbridge(s)**, An overview of Insider Trading law and Policy: An Introduction to the Insider Trading Research Paper Series No.12-15, UCLA, School of Law, 2012.
- **Ball (R) and Foster, G.**, "Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research", Journal of Accounting Research, 20(Suppl.) 1982.
- **Barry Rider, Kern Alexander & Lisa Linklater**, Market Abuse and Insider Dealing, Butterworths, London, 2002.
- **Bondi B and S lofghie**, "The Law of Insider Trading; Legal Theories, Common Defenses, and best Practices for Ensuring Compliance", 2010.
- **C. Champaud**, Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions, Lib. Sirey, Paris, 1962.
- **DEZOUZE E**: La Réforme de la procédure de Sanction Administrative de la COB, JCP, 1997.
- **Français, Jack**, Investment, 5th-ed, New York. U.S.A, 1991.
- **Gil Brazier**, Insider Trading, Law and Regulation, Cavendish Publishing, LTD, 1996.
- **Gitman, Lawrence**, Principles of Managerial Finance, 10th. International Edition, Printed in U.S.A, 2003.
- **Graham & Trotman**, Insider Information and Securities Trading, London, 1991.
- **Guillaume Eliet**; la gestion sous mandat peut-elle réduire le risque de délit d'initié des dirigeants de sociétés cotées;/ Dalloz; N5; 2002
- **HENDREKSEN, Eldons**. Accounting Theory, 3rd Ed. Homewood 1 Linois: Rechard D.Irwin. Inc., 1990.
- **Higgins, Robert, C.**, Analysis for Financial Management, 6th ed, McGraw- Hill. inc., U.S.A, 2001.

- **Michel Veron**, Droit Pénal des affaires, 2 édition, Armand Colin, 1997.
- **Naylor. J**, The Use of Criminal Sanctions by UK, and US. Authorities for Insider Trading: How can The Two Systems learn from each other? Part 1, The Company Lawyer, Vol. 11, No.3.
- **Newkirk T. and Robertson M**, "Insider Trading: A.U.S. Perspective", in the 16th International Symposium on Economic crime, Jesus College, Cambridge, England. 1998.
- **Nguyen, V., A. Tran and R. Zeckhauser**, "Insider Trading and Stock Splits" 2012.
- **Note: H. Hovasse** A la Cass Com, 18 Jun 1996, JCP, 1996, ed. G. 11. 22710,.
- **Renauld Salomon**, Le Particularisme de Infraction Boursières, JCP, Droit Pénal, nl, 2003.
- **Richard (T.) and Edwards (S.)**, The Stock Market, 7th Edition. John Wiley & Sons, New York, 1998..
- **Roger. (A)**, La Nation d` avantage in justice life, JCP, 1998, N. 3, P. 85.
- **Lee Hazen (Th)**, The Law of Securities Regulation, 4th edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company, st, Paul Minn, 2002.
- **Steve Brody**, Criminal Insider Trading, Prosecution, Legislation and Justification, Stanford Law School, May 2009.
- **Sweet & Maxwell**, International Insider Dealing., Part 2, United Kingdom, Edited by: Mark Stamp & Carson Welsh, 1969.
- **Turbon, E., McLean, E. and Wetherbe, J**, Information Technology For Management, John Wiley and sons. Inc., 2ed., U.S.A, 2001.
- **Vauplante (H.De) Bornent (J.P)**, Droit de Marchés Financiers, Litec, 1998, PP. 205 et suiv.

الفهرس

الصفحة	الموضوع
٤	مقدمة
١٨	خطة البحث
١٩	المبحث الأول: التعريف بالمعلومات الداخلية
٢١	المطلب الأول: أهمية المعلومات الداخلية في كفالة تحقيق التسعير العادل للأدوات المالية في إطار معايير كفاءة سوق الأوراق المالية
٢٧	المطلب الثاني: مفهوم المعلومات الداخلية وشروطها الأساسية
٢٧	الفرع الأول: تعريف المعلومات الداخلية
٣٥	الفرع الثاني: شروط المعلومات الداخلية
٥٤	المطلب الثالث: العلاقة بين حظر التعامل وفقاً لمعلومات داخلية والإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية
٦٨	المبحث الثاني: نطاق التعامل المحظور وفقاً لمعلومات داخلية
٦٨	المطلب الأول: نطاق حظر استغلال المعلومات الداخلية من حيث الأشخاص
١٠٥	المطلب الثاني: المدى الزمني والمجال المكاني لسريان مبدأ حظر التعامل وفقاً لمعلومات داخلية
١١٢	المبحث الثالث: صور التعامل المحظور وفقاً لمعلومات داخلية
١١٤	المطلب الأول: الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية
١٢٨	المطلب الثاني: إفشاء المعلومات الداخلية للغير
١٣٩	خاتمة
١٤٤	قائمة المراجع
١٥٢	الفهرس

