



كلية الحقوق

قسم القانون التجاري

الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية

(التعامل الداخلي)

إعداد الباحث

أحمد باز محمد متولي

تحت إشراف

الأستاذ الدكتور

عبد الفضيل محمد أحمد

العام الجامعي

٢٠١٢

مقدمة

يتمثل الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية المميزة من قبل بعض المديرين المطلعين عليها بحكم وظائفهم أو مهنتهم في إجراء عمليات في البورصة وذلك قبل أن تصل تلك المعلومات لعموم المستثمرين⁽¹⁾.

ولاشك أن الإخلال بالمبدأ في هذا الشأن يشكل اعتداءً وإهداراً صارخاً لمبدأ المساواة في الحصول على المعلومات بين المتعاملين من ناحية كمية المعلومات ونوعها، وكذلك توقيت الحصول عليها.

ولذلك جاءت المطالبات بضرورة تفعيل رقابة الهيئة العامة للرقابة المالية على السوق وتقوية دورها في متابعة العمليات التي يتم فيها استخدام المعلومات الداخلية لحصول مجموعة معينة من الأفراد على أرباح غير عادية واتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من استخدام تلك المعلومات الداخلية على حساب الآخرين⁽²⁾.

وتبدو أهمية هذا الموضوع من حيث أن حظر التعامل الداخلي لانتحصر العلة منة فى تجنب تنازع المصالح بين الشركة وأعضاء مجلس الادارة فيها أو حماية الغير حسن النية الذى تعامل فى بيع أو شراء الأوراق المالية مع من بحوزة معلومات غير معلنة، بل تمتد العلة الى حماية سوق الأوراق المالية، من حيث ضمان سلامة المعاملات وبث الثقة والطمأنينة لدى المتعاملين به.

ولهذا الأهمية فقد حظرت معظم التشريعات استغلال المعلومات الداخلية لتحقيق المنافع الشخصية، ومن تلك التشريعات التشريع المصري⁽³⁾، حيث ورد النص على أنه: "مع عدم الإخلال بأية

(1) Roger (A.), La nation d'avantage injustifie, J.C.P, n° 3, Jan. 1998, P. 85.

(2) Dufour (O.) et braibantm (G.), Codifier pour mieux reformer, Petites affiches, n° 140, du 21 novembre 1997.

(3) المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال؛ وكذلك تنص المادة ٤٢٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "لا يجوز للشركة ولا لأي من المديرين أو العاملين بها التعامل على الأوراق

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 خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سرّاً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها".

ويتضح من نص هذه المادة أن المشرع المصري قد حدد بعض الممارسات غير المشروعة التي يرتكبها بعض من مديري الشركات أو موظفيها والتي تتمثل في استغلال أسرار الشركة والمعلومات الخاصة المميزة التي يحوزونها بحكم طبيعة عملهم لتحقيق نفع لهم أو زوجاتهم أو أولادهم وكذلك إفشاء هذه الأسرار إلى الغير.

وفي التشريع الكويتي ورد النص في قانون الشركات^(١) على أنه "لا يجوز لعضو مجلس الإدارة- ولو كان ممثلاً لشخص اعتباري- أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة لنفسه أو لغيره، كما لا يجوز له بيع أو شراء أسهم الشركة التي هو عضو مجلس إدارتها طيلة مدة عضويته فيها".

ويتضمن النص حظرين^(٢) على عضو مجلس الإدارة أولهما: عدم جواز استغلال المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة لنفسه أو لغيره، والآخر: عدم جواز بيع أو شراء أسهم الشركة التي هو عضو مجلس إدارتها طيلة مدة عضويته^(٣). وما يعنينا في هذا الشأن هو

المالية التي تكون قد توفرت لديهم معلومات بشأنها أو بيانات عنها غير معلنه في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين فيه، ولو كانت هذه المعلومات أو البيانات غير مكتملة، وسواء كانت بتعامل وشيك على هذه الأوراق أو بأمر آخر ذي تأثير جوهري على الأوراق أو على الجهات المصدرة لها أو على أسعار التعامل بها".

(١) المادة ١٤٠ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠.

(٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنه الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، لجنة التأليف والتعريب والنشر- مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨، ص ٧.

(٣) د. طعمة الشمري، قانون الشركات التجارية الكويتي، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، ١٩٨٧، ص ٤٣٦؛ وانظر كذلك نفس المؤلف، مجلس إدارة الشركة المساهمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الكويت للتقدم العلمي، ١٩٨٥،

ص ١٦١.

استغلال المتعامل بسوق الأوراق المالية للمعلومات غير المعلنة، والتي من شأن الإعلان عنها التأثير جوهرياً على الأسعار، أي هي معلومات حساسة من ناحية التأثير على الأسعار، سواء من جانب ارتفاع الأسعار أو انخفاضها، ويطلق على ذلك في التشريعات الأنجلو أمريكية insider Trading or Abusive Use of Privileged Dealing ويطلق عليه في فرنسا بعد ترجمتها إلى الإنجليزية Information^(١).

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد كان القضاء الأمريكي يجرم هذا التعامل من خلال الاستناد إلى نص المادة (١٠/ب) من قانون بورصة الأوراق المالية الصادر في عام ١٩٣٤ والمادة (١٠-ب-٥) من لائحة هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية Securities and (SEC) Exchange Commission، ثم أصدر المشرع قانوناً آخر مستقلاً وهو قانون التعاملات الداخلية Insider trading Act 1984. وفي عام ١٩٨٨ صدر قانون التعامل الداخلي والاحتيايل في معاملات الأوراق المالية The Insider Trading and Securities Enforcement Act الذي أدخل بعض التعديلات على قانون بورصة الأوراق المالية الصادر في ١٩٣٤^(٢).

أما المشرع الإنجليزي فقد حظر هذا النوع من التعامل في قانون الشركات عام ١٩٨٠ ثم أفرد المشرع نصوصاً خاصة في قانون مستقل أطلق عليه قانون الشركات المتعلق باستغلال المعلومات الصادر في عام ١٩٨٥ Company Securities (Insider Dealin) Act 1985 والذي بموجب حرم الاتجار المطلع على الأوراق المالية، وذلك بموجب قانون العدالة الجنائية الصادر في ١٩٩٣ Criminal Justice Act 1993 (CIA 1993)^(٣).

-
- (1) **Vaindier (A.)**, The legal theory of insider regulation in Europe, published in European Insider Dealing, Edited by Hopt and Wymeersch, Butterworth's, London, 1991, P. 57.
 - (2) **Richard (T.) and Edwards (S.)**, The Stock Market, 7 Edition, John Willey & Sons, New York, 1998, P.347.
 - (3) **Dine (J.)**, Company Law, 3 Edition, Macmillan Press LTD, London, 1998, pp 217-226;
Pennington (R.), Company Law, 5 Edition, Butterworths, London, , 1985, pp431-434;
De Freitas (J.), Company Law, 3 Edition, Castlevale LTD, London, 1996, pp 159-162.

وفي فرنسا^(١). تقرر المادة (١/٩) من المرسوم الصادر في ٢٨ سبتمبر سنة ١٩٦٧ الخاص بتنظيم مجلس عمليات البورصة حق المجلس في إصدار أمر التوقف لأنشطة المطلعين في أي شركة. وقد أعطى هذا المرسوم في نفس الوقت سلطة تقديرية للقاضي في التعامل مع أنشطة المطلعين التي يشوبها استغلال في معلومات الشركة الداخلية والمرتبطة بأسعار الأسهم لمصلحتهم أو لمصلحة شخص آخر على أنها أنشطة إجرامية. وتعاقب المادة (١/١٠) من المرسوم بالحبس لمدة تتراوح بين شهرين إلى سنتين وغرامة حداها الأدنى ستة آلاف فرنك وتصل كحد أقصى إلى عشرة ملايين فرنك أو بإحدى العقوبتين السابقتين. وتجزم المادة (٢/١/١٠) من مرسوم ٢٨ سبتمبر لسنة ١٩٦٧ تصرف المتصل بمعلومات الشركة عن أسعار أسهمها بنقلها للغير دون أن تفرض عليه واجبات مهنية أو وظيفية تعاقب عليه بنفس العقوبة السابقة. ولم يقف التطور التشريعي عند هذا الحد في فرنسا، فقد أشارت لجنة عمليات البورصة في التقرير السنوي المقدم إلى رئيس الجمهورية الفرنسية إلى أن التجريم المنصوص عليه في المرسوم الصادر في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧ غير فعال بسبب التعاملات المشكوك فيها والمشبوهة واستثماراتها بواسطة وسائل الإعلام. لذلك فقد أصدر المشرع الفرنسي القانون رقم (١٢٠٨/٧٠) لسنة ١٩٧٠ الذي أضاف إلى مرسوم ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧ المادة (١/١٠) والتي جرم المشرع بموجبها قيام الأشخاص المحددين في المادة (١٦١) من قانون الشركات التجارية باستغلال معلومات تفصيلية تتعلق بموقف الشركة ولم يتم الإفصاح عنها للجمهور. وأظهر التطبيق العملي أوجه القصور التي انتابت هذا النص، لذلك تم تعديله عدة مرات بموجب قوانين ٢٢ يناير عام ١٩٨٨ وأغسطس ١٩٨٩ وأخيراً قانون ٢ يوليو ١٩٩٦ الذي مدّ نطاق المسؤولية الجنائية عن استغلال المعلومات غير المعلنة.

وفي دولة الإمارات نص المشرع في قانون هيئة وسوق الأوراق المالية والسلع على حظر استغلال المعلومات غير المعلنة، ورتب البطان على كل تصرف يقع مخالفاً لهذا الخطر^(٢).

(١) د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار الشركة، دار النهضة العربية، ١٩٩٦، ص ٦٩ وما بعدها؛ ولمزيد من التفصيل حول موقف المشرع الفرنسي من جريمة التعامل على المعلومات غير المعلنة انظر د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، ١٩٩٩، ص ٢٦ وما بعدها.

(٢) انظر المادة ٣٧ من القانون المذكور والتي تنص على أنه: (لا يجوز استغلال المعلومات غير المعلنة التي

ويمكن تعريف التعامل الداخلي (Insider Trading) بأنه "التعامل بالأوراق المالية لشركة ما لغرض الحصول على فائدة لشخص يمتلك معلومات تؤثر في أسعار تلك الأوراق فيما لو تم الإفصاح عنها"^(١).

كما عرفه باحث آخر بقوله "يحدث التعامل الداخلي عندما يقوم فرد أو منشأة بشراء أو بيع أوراق مالية بينما يكون لديهم معرفة مسبقة ببعض المعلومات السرية لا تكون متوافرة بشكل عام والتي من المحتمل إذا ما أتاحت لعموم الناس أن تؤثر مادياً في سعر تلك الأوراق"^(٢).

ويمكننا أن نتناول بشيء من التفصيل حظر استغلال المعلومات السرية المميزة أو ما يطلق عليه حظر التعامل الداخلي في المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية حظر التعامل الداخلي.

المبحث الثاني: نطاق حظر التعامل الداخلي.

المبحث الثالث: مواجهة ظاهرة التعامل الداخلي.

يمكن أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية ، ويقع باطلاً كل تصرف يتم بالمخالفة لذلك).
والمادة ٣٩ والتي تقضي بأنه (لا يجوز لأي شخص أن يتعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات غير معلنة أو مفصح عنها يكون علم بها بحكم منصبه. ولا يجوز لأي شخص نشر الشائعات عن بيع أو شراء الأسهم كما لا يجوز للرئيس وأعضاء مجلس إدارة أي شركة أو موظفيها استغلال معلوماتهم الداخلية عن الشركة في شراء الأسهم أو بيعها في السوق. ويقع باطلاً كل تعامل يجريه أي شخص بالمخالفة لأحكام القانون).

(1) **Oliver (M.C.)**, Company Law, 10 Edition, Handbook Series, Great Britain, 1987, P.376.

(2) **Morse (G.), Enid (A.), Morris (R.)**, Company Law, 12 Edition, Stevens & Sons, London, 1983, P.442.

المبحث الأول

ماهية حظر التعامل الداخلي

لكي نستطيع تحديد ماهية حظر التعامل الداخلي ينبغي أن نوضح المقصود بالمعلومات التي يجب على المطلعين عليها عدم استغلالها في التعامل بالأوراق المالية، ثم بيان خصائصها كما يلي:

المطلب الأول

المقصود بالمعلومات الداخلية

ونتناول فيما يلي بيان التعريفات التشريعية والفقهية للتعاملات الداخلية:

الفرع الأول

التعريف التشريعي للمعلومات الداخلية

عرف المشرع المصري المعلومات الداخلية بأنها: "أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها"^(١). فبدلاً من اتخاذ القرار بناءً على التحليل الاقتصادي والفكر المستقبلي يتخذ الشخص المطلع بناءً على هذه المعلومات السرية وهو ما يفقد الثقة في السوق^(٢). وقد اهتم التعريف المذكور بصفة الجوهرية الخاصة بالمعلومات الداخلية، أي تأثيرها على الأسعار أو قرارات المستثمرين أو اتجاهات التعامل في سوق الأوراق المالية، وهو اهتمام في محله، كون صفة الجوهرية أو التأثير الجوهرية هي التي تعطي المعلومات الداخلية أهميتها ومكانتها^(٣).

(١) انظر المادة ٣١٩/ج من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمضافة بمقتضى قرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦.

(٢) نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ١٣٧.

(٣) د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة

كما أن التعريف السابق ذكر صفة عدم العلنية للمعلومات الداخلية وربطها بالشركات المدرجة وما يتعلق بها. والربط الأخير قاصر؛ وذلك لأن المعلومات الداخلية تأتي من مصادر عديدة من ضمنها الشركة المدرجة. ولا يكفي الاقتصار عليها خوفاً من آثار تعامل المطلعين الذي يسبب تشوه السعر ويصيب البيئة التجارية في السوق بالتشردم^(١).

وعرف المشرع الأردني المعلومات الداخلية بأنها "المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر، والتي قد تؤثر في سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية"^(٢).

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 في 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"^(٣).

وفي دولة الكويت يمكننا أن نستنبط تعريفاً للمعلومات الداخلية بناءً على نص المادة (١٤٠) من قانون الشركات السابق الإشارة إليها والتي تقضي بأنه "لا يجوز لعضو مجلس الإدارة أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة.

فيمكننا تعريف المعلومات الداخلية بأنها تلك المعلومات التي تصل إلى علم عضو مجلس الإدارة بفضل سلطات منصبه ومركزه، والقابلة لاستغلالها وتحقيق فائدة منها.

القاهرة، ٢٠٠٤.

(1) **Onofrei (A.)**, La restructuration des marchés financiers en Europe: Une course de titians, Thesis for the Degree of Master of European Studies, College of Europe, Bruges Campus, Law Department, Academic Year 2005-2006, section 2/2/B, Page17, see at: http://www.collegeofeurope.net/content/StudyProgrammes/law/studyprog/pdf/Onofrei_Adina_thesis.pdf.

(٢) المادة ٢ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(٣) المادة ٥٠ من نظام السوق المالي السعودي.

ومن الواضح أن قانون الشركات الكويتي السابق أراد تنظيم حالة معينة وهي استغلال عضو مجلس الإدارة لمعلومات شركته الداخلية لمصلحته الشخصية ووضع "إجراء وقائي" يمنع المضاربات الداخلية غير المشروعة لمديري الشركات المساهمة⁽¹⁾، ولم يقصد حظر القيام باستغلال المعلومات الداخلية بصفة عامة وفي كل الحالات في رأينا.

وحتى في ظل هذه الحالة فإن القانون السابق لم يضع تعريفاً محدداً وواضحاً للمعلومات الداخلية، فنص القانون يشير إليها على أنها فقط تلك المعلومات التي يعلم بها عضو مجلس الإدارة بسبب وظيفته، ولم يحدد القانون حتى أن تكون هذه المعلومات عائدة لشركته حيث إن أعضاء مجلس الإدارة عادة ما يطلعون على المعلومات الداخلية العائدة للشركات المتفاوضة معهم وذلك أيضاً بفضل منصب مجلس الإدارة.

ويرى بعض الفقه أن سوق الكويت للأوراق المالية بحاجة ماسة إلى تعريف صريح للمعلومات الداخلية وإلى نص واضح وصارم لتجريم استغلالها خاصة أن هذه الممارسة تعد من أكثر مخالفات السوق تأثيراً من الناحية السلبية على توزيع الملكية فيه وعلى دقة أسعاره وسيولته⁽²⁾.

وقد استجاب المشرع الإماراتي للتطور الحاصل في مفهوم المعلومات الجوهرية فنص على تعريفها في القرار الصادر بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة ومعايير الانضباط المؤسسي في دولة الإمارات العربية المتحدة بأنها "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"⁽³⁾.

(1) حيث يرى بعض الفقه بأن حظر استغلال المعلومات من عضو مجلس الإدارة والذي ذكره قانون الشركات الكويتي يعد إجراءً وقائياً وليس قيدياً على تداول الأسهم. د. يعقوب يوسف صرخو، الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ١٩٨٢، ص ٣٥٣.

(2) **Laura (B.)**, Insider Trading laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, Winter 2007-2008, pages: 24-27-29, see: <http://www.albusiness.com/legal/law-government-regulations/5264991-1.html>.

(3) انظر المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة

وذهب المشرع الإنجليزي في قانون تعامل المُطلعين البريطاني لعام ١٩٨٥ إلى القول بأن المعلومات غير المعلنة والحساسة تجاه أسعار الأوراق المالية هي المعلومات التي تمثل موضوعاً محددًا ذا علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة، وهي المعلومات غير المعروفة بالنسبة للمتعاملين والتي لو تم الإعلان عنها للعموم تنشأ إمكانية تأثيرها جوهريًا على أسعار الأوراق المالية^(١). وهذا التعريف تنبه إلى عنصر جديد في المعلومات الداخلية ألا وهو "التحديد"، فلا يجوز أن تكون هذه المعلومات عامة إلى درجة فقدانها لتأثيرها على الأسعار.

وبالنسبة للمشرع الأمريكي، فلم يظهر له تعريف واضح وصريح للمعلومات الداخلية، واكتفى بالتركيز على صفتي الجهرية والسرية التي سماها بها وهي صفات فضفاضة بحاجة إلى الضبط القانوني^(٢). لذلك فإن تعريف المعلومات الجهرية في النظام الأمريكي يُستقى من أحكام القضاء التي اعتبرت أن المعلومة هي التي تؤثر على القرار الاستثماري للشخص العادي (Reasonable Person's Investment Decision)^(٣).

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي، فقد عرفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) المعلومات المميزة في لائحته المتعلقة بالتلاعب بالسوق عام ٢٠٠٩، بأنها أي معلومة ذات طبيعة دقيقة لم يتم الإعلان عنها للعموم والمتعلقة مباشرة أو بطريق غير مباشر بواحد أو أكثر من مصدري الأدوات المالية أو بواحدة أو أكثر من الأدوات المالية والتي إذا تم تعميمها فمن المحتمل أن يكون لها تأثير هام على أسعار الأدوات المالية الخاصة بها وأسعار الأدوات المالية ذات العلاقة^(٤).

وقد اهتم التعريف السابق بطبيعة المعلومات الداخلية الحساسة المؤثرة وبسريتها وربطها ليس فقط

رقم ٣٢/ر لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي.

(1) UK, Company Securities (Insider Dealing) Act of 11th March 1985, Section 10 (a,b).

(٢) د. حسين فتحي، المرجع السابق، ص ٥٢.

(3) Lee Hazen (TH.), The Law of Securities Regulation, 4 Edition, Hornbook Series, West Group, A Thomson Company st. Paul minn, 2002, P.641.

(4) France Règlement Général de de l'autorité des marchés financiers, livre VI- Abus de Marché: Operations D'inities manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Art 621-1.

بمصدر الأوراق المالية، ولكن بذات هذه الأوراق، كما أنه ركز على القدرة المحتملة لهذه المعلومات في التأثير في سعر الورقة المالية أو أي ورقة مالية مرتبطة بها، وهو توسع مقبول، وذلك لأن الغاية من توسيع نطاق المعلومات الداخلية هو إيجاد حماية أكبر للسوق من إمكانية استغلالها.

الفرع الثاني

التعريفات الفقهية للمعلومات الداخلية

يذهب بعض الفقه إلى تعريف المعلومات الداخلية بأنها: معلومات غير معلنّة للكافة وتتعلق بالجهات المدرجة في البورصة، وتعد تلك المعلومات ذات تأثير جوهري في سعر الورقة المالية أو بالإمكان اعتبارها مؤثرة في نظر المستثمر العادي^(١).

وعرفت كذلك بأنها معلومات صحيحة غير معلنّة قد تؤثر جوهرياً على أسعار الأوراق المالية، ومتعلقة بتلك الأوراق، أو بمصدر تلك الأوراق (الشركات)^(٢).

وعرفت كذلك بأنها المعلومة غير المعلنّة والتي لا يعرف بها المستثمرون في سوق الأوراق المالية والتي من شأنها التأثير الجوهري في أسعار الأوراق المالية^(٣).

ونتفق مع ما ذهب إليه بعض الفقه من القول بأن التعريفات التي قيلت في تعريف المعلومات الداخلية لا تتلاءم مع التوجه الحديث في تجريم التعاملات الداخلية، والتوسع في النطاق الموضوعي

(1) **Moreland (J.)**, Profit from legal inside trading, Dearborn financial publishing. Inc. U.S.A., Chicago, 2000, pp: 5-6.

(٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنّة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، لجنة التأليف والتعريب والنشر - مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨، ص ١٥.

(٣) د. خالد على صالح الجنيبي، الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية وفقاً للقانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠، دراسة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على الماجستير في القانون الجنائي، أكاديمية شركة دبي، ٢٠٠٦، ص ٢٣؛ انظر كذلك:

Vauplane (H.) et Bornet (J.P.), Droit des marches financiers, Paris, 2002, p. 914.

لنتلك المعلومات لتشمل جميع المعلومات سواء منها المتعلقة بالأوراق المالية أم مصدرها أم المعلومات المتعلقة بخارج هذا النطاق والتي لها تأثير في أسعار الأوراق المالية، كما في حالات الكوارث الطبيعية أو الحروب أو الأحداث والأزمات السياسية والاقتصادية. ومثال على ذلك ما حدث قبيل الهجوم الإسرائيلي على جنوب لبنان في صيف عام ٢٠٠٦ عندما قام رئيس الأركان الإسرائيلي ببيع الأسهم التي يملكها في البورصة الإسرائيلية، وقد تعرض في حينه للمساءلة القانونية كونه تصرف بذلك بناءً على معلومات جوهرية (داخلية) تتعلق بنية الحكومة الإسرائيلية بالهجوم على جنوب لبنان^(١).

ومما لاشك فيه أن الإفصاح عن المعلومات يمثل أهمية كبيرة يستند عليها المستثمرون وذلك لتحديد أهدافهم الاستثمارية. فالدول المختلفة قطعت في هذا المجال أشواطاً كبيرة فضمنت قوانينها ما يحقق تلك الأهداف وألزمت بالإفصاح عن المعلومات، سواء في السوق الأولية (سوق الإصدار) أو السوق الثانوية (البورصة أو السوق الموازية)، وتلتزم من خلالها الشركات بتقديم موازنتها بين فترات مختلفة والإعلان عن مشاريعها التنموية الحالية والمستقبلية والإفصاح عن الأرباح أو الخسائر بصورة عادلة وفي وقت واحد لجميع المتعاملين حتى لا يستفيد أحدهم من هذا الإفصاح دون الآخر وأن تفصح عن كافة المعلومات والبيانات الضرورية. لذلك أصبح الإفصاح والحد من استخدام المعلومات غير المعلنة من أهم الإجراءات الواجب اتخاذها بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية^(٢).

لذلك نرى أن من أهم الأسس التي يقوم عليها تجريم التعامل على المعلومات غير المعلنة هو أن المعلومات والبيانات التي تخص الشركة ما هي في الواقع إلحاق أساسي لكل مساهم ومالك صك في الشركة. بالإضافة لذلك فإن مبادئ العدالة والمساواة تقتضي تمكين باقي المستثمرين الراغبين في الدخول إلى الشركة من الإحاطة بكافة المعلومات عنها. ومما لا شك فيه أن استحواد فئة على هذه

(١) جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة،

دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ٣٣٦.

(٢) د. عراقي عبد الصمد عراقي، طبيعة سوق الأوراق المالية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة

بسوهاج، جامعة أسيوط، العدد الأول، المجلد الثاني، يونيو ١٩٨٨، ص ٢٦٠-٢٦١.

المعلومات قبل الإفصاح عنها دون الفئة الأخرى يمثل اعتداء على مبدأ المساواة والأمانة الواجب أن يسود في تعاملات سوق الأوراق المالية، ليس ذلك فحسب بل إنه حق للشركة نفسها كشخص معنوي، مستقل عن الأشخاص القائمين على إدارته، بحيث لا يجوز إفشاء معلومات عنها دون إرادتها الصريحة، وهذه الإرادة تتحقق عند الإفصاح للجميع^(١).

ولا يدخل في مفهوم المعلومات الجوهرية "الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية"^(٢)، كما أن الإشاعات حتى وإن صادفت الحقيقة لا تعد بدهاة- من المعلومات الجوهرية^(٣)، وذلك لأن المعلومات يجب أن تتضمن معنى لحقيقة معينة وقعت أو أنها واقعة لا محالة وتستند على أسس علمية وفنية، وبمعنى آخر يجب أن تكون حقيقة^(٤). أما الإشاعة فهي تخرج عن كونها معلومة ومن ثم، لا تعد استغلال الإشاعة من قبيل استغلال المعلومات غير المعلنة ولو تحولت إلى حقيقة لاحقاً لأن العبرة- في اعتقادنا- لا بوقت التنفيذ بل بوقت إصدار المعلومة^(٥).

المطلب الثاني

خصائص المعلومات الداخلية

حتى تكون المعلومة داخلية ومن ثم لا يجوز أن يستأثر بها أحد الأشخاص أو تقوم فئة معينة باستغلالها على نحو يعود عليهم وحدهم دون غيرهم بالفائدة، فإن هناك عدداً من الخصائص يجب أن تتوافر في هذه المعلومة نستعرضها كما يلي:

-
- (١) د. صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة دبي للتوزيع، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٤، ص ٤٨٠، ٤٨١.
 - (٢) المادة ٢ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.
 - (٣) د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية، "دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق- جامعة القاهرة، ٢٠١١، ص ٤٧٧.
 - (4) **Stephen (G.)**, Company Law Fundamental Principles, partman publishing, London, 1994, p120.
 - (٥) د. صالح راشد الحمراي، المرجع السابق، ص ٤٩٠.

الفرع الأول

أن تكون المعلومة غير معلنة أو سرية

يتعين أن تكون المعلومات محل الاستغلال غير معلنة، أي سرية Confidential. وتتصف المعلومات بالسرية حتى ولو كشف عنها لعدد محدود فقط من الأشخاص متى عرف فيما بينهم أنها سرية^(١).

وفي هذا الإطار يمكن القول، بأن المعلومة تصبح معلنة، ومن ثم لن تكون هناك شبهة في استغلالها، إذا تم إذاعة هذه المعلومة على الكافة بكل طرق الإذاعة المرئية والمسموعة والمكتوبة، بل وربما عن طريق عقد مؤتمر صحفي يتم فيه الإعلان عنها. ولاشك أن هذه الطريقة في الإعلان تعد مثالية، وتقضي على شبهة استغلال هذه المعلومة، وتحقق المساواة بين كافة المستثمرين في سوق الأوراق المالية^(٢).

وعلانية المعلومات لا تعني أن يعلم بها الجميع بالفعل، بل يكفي أن يعلم بها الأشخاص الذين يتوقع أن يتعاملوا بالأوراق المالية التي تتأثر بتلك المعلومات^(٣).

ويذهب بعض الفقه^(٤) إلى أنه يشترط أن تكون المعلومة سرية، ويعتقد البعض الآخر^(٥) أن مفهوم المعلومات الداخلية أو غير المعلنة يختلف عن مفهوم المعلومات السرية، فغالبًا ما تكون المعلومات لمنشأة ما غير سرية ومع ذلك يشملها الحظر كونها معلومات مؤثرة في سعر الورقة المالية لتلك

(1) **Peter (C.)**, Insider Trading in Swizerland, Published in Insider Trading, Edited by Emmanuel Gaillard, Kluwer, 1992, p.273.

(2) **Dousset (Y.)**, l'ébauche de la a jurisprudence en matière d'usage d'information privilégiée sur le marché boursier , GAZ.PAL., n° 01, 1977, p. 136.

(٣) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ١٦.

(٤) د. صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيواطن الأمور،

بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر بعنوان "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، برعاية كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي في الفترة من (٦-٨) مارس ٢٠٠٧.

(٥) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٤٣١.

المنشأة، ذلك أنه ليس هناك ارتباط بين السرية في المعلومات وكونها غير معلنة أو داخلية، إذ إنه في إعتقادنا أن السرية في المعلومات نسبية وليست مطلقة، حيث إنه بمجرد الإفصاح عنها للجمهور فإنها لا تعد سرية. لذلك نرى أنه من الأفضل أن يطلق عليها مصطلح (معلومات غير معلنة أو داخلية) وليس لفظ (سرية)، واعتقادنا هذا تؤكدُه مواقف بعض القوانين، ومنها على سبيل المثال قانون الأوراق المالية الأردني عندما جاء بلفظ (استغلال معلومات داخلية أو سرية)^(١)، فهناك معلومات سرية وأخرى داخلية يحظر التعامل على أساسها.

ويذهب البعض من الفقه إلى القول بأن المعلومة تكون معلنة إن تم إحاطة المهتمين بها علمًا بمضمونها، فالعامة لا يقصد بهم أي شخص، وإنما يقصد بهم فقط مجموعة المهتمين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية. لذلك فإن المعلومة تعد معلنة متى تم إرسال خطاب واضح ومحدد إلى المساهمين في الشركة^(٢).

ولكن ما يعيب هذا الرأي أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية ليسوا فقط من حاملي أسهم الشركة التي تتعلق بها المعلومة، فالاستثمار مفتوح للكافة. فهذا يقود من الناحية العملية إلى القول بأن حماية المعلومة سوف تكون فقط في مواجهة المساهمين في الشركة، وهذا يتعارض مع قصد المشرع^(٣).

وفي إطار الحديث عن معيار السرية يجدر بنا القول^(٤) بأنه يجب النظر إلى هذا المعيار من جانب موضوعي عند بيان طبيعة المعلومات السرية، ولا يجب الالتفات إلى الاعتقاد الشخصي لمن يتلقى المعلومة أو ينقلها، والقول بأن المعلومة تكون سرية إذا كان من ينقلها يعلم أنها سرية، وأنها تفقد هذه الصفة إذا كان لا يعلم بذلك، وإنما الأصل أن تكون كافة المعلومات التي يتم تداولها ويأتي ذكرها في

(١) انظر المادة ١٠٨/ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(2) **Ducolux-Favard (C.)**, Le délit d'initié, dix ans de jurisprudence et d'activité de la C.O.B, Gaz.Pal., n° 02, 1984, P. 419.

(٣) د. خالد علي صالح الجنيبي، المرجع السابق، ص ٢٥.

(٤) د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ١١٣، ١١٢.

اجتماعات مجلس إدارة الشركة، وفي وثائق أجهزة الرقابة على الشركة هي معلومات سرية بالضرورة، وإن نما إلى اعتقاد البعض ما يخالف تلك الحقيقة^(١).

ولا يشترط أن تكون المعلومات والبيانات غير المعلنة كاملة، بل يكفي أن تكون هناك معلومة ولو أنها غير مكتملة، بل يكفي فيها أنها ذات تأثير مباشر أو غير مباشر على الأسعار في البورصة، سواء تم استغلالها من قبل العميل أمر شركة السمسرة بتنفيذ الصفقة أو المديرين أو العاملين بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة من خلال إدخال دراسات فنية وتحليلية للوصول لنتيجة معينة أو لتأكيداتها، وإن كان من الصعب تحديد الخط الفاصل بين المعلومات غير المعلنة وبين المعلومات غير المعلنة التي تم معالجتها وإضفاء صفة الشرعية عليها من خلال البحوث والدراسات التحليلية^(٢).

وتطبيقاً لهذه الخاصية^(٣) أثرت في الولايات المتحدة الأمريكية قضية حكمت فيها المحكمة العليا بإدانة محرر في صحيفة وول ستريت "Wall Street Journal" نتيجة لتسريب معلومات غير معلنة إلى شخصين أحدهما سمسار بورصة. وجاء هذا الحكم ليؤكد أن خروج المعلومات من الشركة إلى جهة الإعلان - كالصحف أو التلفزيون أو الإذاعة أو غيرها - تضي على هذا النوع من المعلومات صفة الكتمان حتى وقت الإفصاح للجمهور - وتدور وقائع القضية في أن السيد وينانز Winans، وهو أحد المشاركين في كتابة عمود ثابت في الجريدة بعنوان سمعت Heard يتم من خلال تقديم توصيات ونصائح عامة للمستثمرين، وهذا العمود نال شعبية طاغية بسبب نوعية المادة الصحفية المقدمة، بالإضافة لنزاهة الكاتب وينانز.

وعلى الرغم من أن وينانز كان على دراية تامة بقواعد العمل الصحفي في الجريدة والتي تنص

(١) وهو ما عبر عنه القانون الخاص بشركات المساهمة في مصر رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وذلك في المادة ٢/٢٤٥ منه حين ألزم رئيس مجلس إدارة الشركة المساهمة بأنه ينبه أعضاء المجلس بضرورة المحافظة على سرية بيانات ومعلومات المجلس.

(2) "The line between permissible tips, research department analysis, and insider information may not be clear in all cases"; **Harry (S.)**, Common Complaints Against Stockbrokers, <http://www.Securitieslaw.Com>.

(٣) د. صالح راشد الحمراي، المرجع السابق، ص ٤٨٢، ٤٨٣.

على أن مشتملات العمود هي معلومات سرية تخص الجريدة ويتحتم على الكاتب عدم الإفصاح عنها قبل النشر باتخاذ الإجراءات المناسبة، إلا أن وينانز تورط في مؤامرة مع شخصين آخرين أحدهما يدعي فيلبس والآخر سمسار بورصة، وكان هذا الأخير يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية استنادًا إلى الأثر المحتمل للعمود على المستثمرين بعد نشره ويقسم الثلاثة (السمسار ووينانز وفيلبس) الأرباح فيما بينهم.

ونتيجة لذلك التصرف الذي تطلق عليه المحكمة العليا بالمؤامرة Scheme، فقد تم إدانتهم بانتهاك قوانين الأوراق المالية الفيدرالية الأمريكية بالإضافة إلى مخالفة التشريعات الخاصة التي تحظر استخدام وسائل الإعلام والاتصال- الجريدة- على نحو مخالف والتدليس، بالإضافة لمخالفة المادة (١٨) من الدستور الأمريكي في الفقرتين ١٣٤١، ١٣٤٣ وهي التي تحظر استخدام وسائل البريد والبريد الإلكتروني في تنفيذ أي مؤامرة أو خديعة لتزوير أو الحصول على أموال أو ممتلكات من خلال اللجوء إلى التزييف أو تزوير الحقائق أو إعطاء وعود كاذبة:

Any Scheme or Artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises.

وكانت محكمة أول درجة قد وجدت- وأيدتها في ذلك محكمة الاستئناف- أن وينانز قد خرق واجب السرية عن طريق خيانة الوظيفة بتسريبه لمعلومات غير معلنه قبل نشرها خاصة بخصوص توقيت ومشمولات عمود "سمعت"، وهي معلومات جرى التوصل إليها في أثناء ممارسته لوظيفته، وانتهت المحكمتان إلى أن الغرض الرئيسي لهذه المؤامرة تتمثل في بيع وشراء الأوراق بربح وذلك استنادًا إلى معلومات غير معلنه، وهو ما أكدته المحكمة العليا الأمريكية^(١).

وعلى ذلك يكفي أن تؤثر المعلومات والبيانات تأثيرًا جوهريًا على الأوراق المالية وأسعارها وذلك إذا كان الاحتمال أقرب إلى تأثير المعلومات على المستثمرين سواء بتحقيق الأرباح من خلال

(1) U.S. Supreme Court, Carpenter V. United States, 484. U.S. 19 (1987) Carpenter Et al. v. United states certiorari to the united states court of appeals for the second circuit, No. 86-422.

الشركة أو بتفادي الخسارة من خلال البيع^(١)، وبمعنى آخر أن من شأن هذه المعلومات والبيانات أن تؤدي لتذبذب في العرض أو الطلب على الأوراق المالية في البورصة أو السوق الموازية، وتجعل مستغل المعلومة أو البيان في وضع متميز بالمقارنة ببقية حملة الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى الراغبين في الاستثمار^(٢).

٢ - أن تكون المعلومة محددة:

يمكن القول بأنه ليست كل معلومة يمكن أن يكون في تسريبها أو إساءة استغلالها سبباً للتجريم، فالإ جانب صفتها غير المعلنة فإنه يجب أن تكون المعلومة محددة^(٣).

وتكون المعلومة محددة حينما تتعلق بأمور أو وقائع معينة، كاستحواذ الشركة على شركة أخرى، أو حصول الشركة على عقد يزيد من أرباحها، أو طرح منتج جديد يتوقع له الرواج... الخ. وعلى ذلك فإن الآراء التي تمثل انطباعاً عاماً عن الشركة أو السوق ككل لا تعد معلومات جوهرية، كالقول بأن شركة ما مزدهرة أو تعاني تفهقراً وانحداراً، وبالمثل بالنسبة لأي قطاع من قطاعات الشركة المقيدة بوصفه بأنه قطاع مهم مثلاً، وحتى لو كانت تلك الآراء قائمة على تحليل ودراسة علمية فإنها تظل لا ترقى إلى اعتبارها معلومات جوهرية^(٤).

فالمقصود بالمعلومة المحددة تلك التي تدور حول شيء معين، ويمكن استخلاص نتيجة محددة من جراء الإفصاح عنها أو العلم بها، وذلك كما لو كانت المعلومة تدور حول تعديل في رأس مال الشركة سواء بالزيادة أو النقصان، أو إصدار سندات جديدة أو توزيع أسهم مجانية أو غير ذلك مما يؤثر على سعر الأوراق المالية التي تتعامل بها الشركة أما إذا كانت المعلومة على قدر كبير من العمومية، وليس من شأنها أن تنبئ عن واقعة محددة، فلا يمكن القول بأن هذه المعلومة سرية، كذلك التي تحتوي على عبارات مجردة مثل الزعم بأن الشركة سوف تحقق منافع أو تجني أرباحاً في المستقبل أو أنها ربما

(1) **Pennington (R.)**, Company Law, 5 Edition, Butterworths, London, 1985 , p. 433.

(٢) د. صالح راشد الحمراي، المرجع السابق، ص ٤٨٤.

(٣) د. خالد على صالح الجنيني، المرجع السابق، ص ٢٥.

(٤) د. محمد اسماعيل هاشم ، المرجع السابق، ص ٤٧٨.

تتكبد خسائر في ظل السياسة العامة التي تنتهجها، حيث إن مثل هذه العبارات لا تعدو أن تكون مجرد تنبؤات لا ترقى إلى مرتبة المعلومات، ومن ثم لا يمكن إضفاء وصف السرية عليها متى لم تصدر بصفة رسمية من جهة معينة يمكن التعويل عليها^(١).

ولا تعتبر الأخبار الصحفية من قبيل المعلومات الداخلية وذلك لأنها تعد من قبيل التوقعات^(٢). ويرى البعض أن الأخبار الصحفية إذا كانت مستقاة من مصادر موثوقة كهيئات الأوراق المالية أو إدارات البورصة أو إدارات الجهات المصدرة فإنها تعد معلومات صحيحة، ومن ثم تُعد قبل نشرها على الملأ من قبيل المعلومات الداخلية التي يشملها الحظر المذكور^(٣).

٣- أن تكون المعلومة من شأنها أن تؤثر جوهرياً على الأسعار^(٤):

لا يكفي لكي تكون المعلومة داخلية أو سرية أن تكون غير معلنة ومحددة؛ إذ لو سلمنا بهذا المبدأ لدخل العديد من أنواع المعلومات الداخلية في نطاق الحظر، ولاتسعت شريحة العاملين بالشركة الذين يقعون تحت طائلته من إداريين وموظفين عاديين وحتى الحراس والمراسلين وذلك لحيازتهم دائماً معلومات سرية لا يعلم بها الجمهور، مما يسبب لهم عواقب غير مبررة، فبجانب خطر إدانتهم في أي لحظة بمخافة مبدأ الحظر سيترتب على ذلك منعهم من تداول أسهم الشركة التي يعملون بها لحيازتهم معلومات داخلية سرية ومحددة^(٥).

فالقاعدة إذن هي أنه ليست كل معلومة يجهلها الجمهور تعتبر معلومة داخلية وذلك لتعدد وتفاوت أهمية وقوة المعلومات الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية وتلك التي تتداول أوراقها المالية في البورصة. وبناء عليه يشترط لكي تكون المعلومة متميزة أن يكون لها أثر على سعر الورقة

(١) د. بلال عبد المطلب بدوي، المرجع السابق، ص ١١٠.

(٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٢٠.

(٣) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٤٣.

(4) **Vauplane (H.)**, Utilisation d'une information privilégiée, Banque et Droit, n° 32. nov.déc 1993, P. 25.

(٥) د. محمد بن ناصر البجاد، المرجع السابق، ص ٢٦٣.

المالية بالارتفاع أو بالانخفاض وذلك في حال وصولها للجمهور^(١).

وقد استلزمت معظم اللوائح في أغلب الدول أن تكون المعلومة ذات أثر على أسعار الأوراق المالية مثل القانون الإنجليزي^(٢)، كذلك فإن لائحة لجنة عمليات البورصة في فرنسا أوجبت أيضاً أن تكون المعلومة "ذات أثر على سعر الورقة".

وإذا كان القانون الفرنسي قد سكت عن هذه النقطة فإن القضاء والفقهاء قد أخذوا بهذا الاتجاه^(٣).

ونقصد في هذا المجال أن تكون المعلومة مؤثرة في القيمة السوقية للأوراق المالية بقطع النظر عن قيمتها الاسمية أو الدفترية، ومحددات هذه القيمة متعددة يتصدرها معدل الأرباح المحققة المتوقعة والتطور المنظور لرقم أعمال الشركة في الحاضر والمستقبل، وهو الأمر الذي يتطلب قاعدة بيانات يمكن من خلالها توقع رواج إنتاج الشركة واجتذاب نشاطها للمستثمرين^(٤).

والمعلومات الداخلية والمؤثرة في أسعار الأوراق المالية، وكما يرى البعض^(٥)، هي تلك المعلومات التي تكسب من يحوزها ميزة أكبر من غيره تخوله الاقتراب من التقدير السليم للقيمة السوقية المتوقعة للأسهم في المستقبل المنظور أو البعيد في بعض الأحيان.

وتبرز أهمية هذه الخاصية من ناحيتين: فمن ناحية أولى، نجد أن هذه الخاصية تحصر مجال تحريم استغلال المعلومة غير المعلنة في إطار معقول^(٦)، ومن ناحية ثانية، فإن هذا الشرط يضع معياراً واضحاً لأهمية المعلومة، فهذه الأخيرة، تتحدد قيمتها، بما يمكن أن تحدثه من أثر محتمل وليس

(١) د. صالح أحمد البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ٢٠٠١، ص ٢٢٠.

(2) Company Securities (Insider Dealing) act of 1985 Section (1/1/C).

(3) **Martin (J.C.)**, Le délit d'initié en droit français, petites affiches, n° 71, du 15 Juin 1994.

(٤) د. صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني الأساسي، دار النهضة العربية، ١٩٩٦، ص ٧ وما بعدها.

(٥) د. حسين فتحي، المرجع السابق، ص ٤٧.

(6) **Gaillard (E.)**, Le droit français du délit d'initié, J.C.P., n° 3516, 1991, P. 245.

بموجب طبيعتها الذاتية^(١).

٤ - أن تكون المعلومة مرتبطة بالأوراق المالية للشركة:

لا يكفي أن تكون المعلومات الداخلية مؤثرة تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية، ولكن لا بد أن تتعلق تلك المعلومات غير المعلنة والمحددة والمؤثرة في الأسعار بالأوراق المالية أو بمصدر للأوراق المالية. وتبدو هذه الخاصية في تعريف المعلومات محل الاستغلال خاصة منطقية، لأن تلك المعلومات لا تستغل إلا بصدد بيع أو شراء الأوراق المالية^(٢).

وتطبيقاً لذلك فإن المعلومات التي لا تتعلق بالأوراق المالية للشركة لا تدخل ضمن نطاق المعلومات السرية التي يتعين عدم الإفصاح عنها^(٣).

ومن الأمثلة على هذا النوع من المعلومات التي يحظر التعامل في الأوراق المالية بناءً عليها تلك التي تتعلق بتقنيات الإنتاج وبراءات الاختراع، والأسرار التكنولوجية، وقوائم المتعاملين مع الشركة، وحجم الأرباح والاحتياطات الحالية، والأزمات المتوقعة بالنسبة لتوريد المواد الخام، وموقف الشركة المالي في مواجهة البنوك، والعروض المقدمة لشراء معظم أسهم الشركة، وعروض الاندماج وإمكانية ظهور ثروات معدنية في أراضي تملكها الشركة... الخ^(٤).

ويقصد بالأوراق المالية في هذا الشأن جميع الأوراق المالية المدرجة في البورصة بما فيها الأسهم وسندات القرض وحصص التأسيس ووثائق الاستثمار وشهادات الإيداع والأوراق المالية الحكومية، وتشمل الأوراق المالية الوطنية منها والأجنبية ما دام أنها كانت مدرجة في البورصة^(٥).

ومن كل ما سبق يتضح لنا أن المعلومات الداخلية التي ينطبق عليها حظر الاستغلال تتسم بأنها

(١) د. خالد على صالح الجنيبي، المرجع السابق، ص ٢٨.

(٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٢٥.

(٣) د. بلال عبد المطلب بدوي، المرجع السابق، ص ١١٠.

(٤) د. حسين فتحي، المرجع السابق، ص ٤٦.

(٥) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٢٧.

غير معلنة ومحددة ومؤثرة في أسعار الأوراق المالية ومتعلقة بها أو بمصدرها.

المبحث الثاني

نطاق حظر التعامل الداخلي

ونتناول في هذا المبحث بيان نطاق حظر التعامل الداخلي أو ما يطلق عليه حظر استغلال المعلومات السرية المميزة وذلك من خلال بيان النطاق الشخصي لهذا الحظر (الأشخاص المحظور عليهم الاستفادة من المعلومات الداخلية أو السرية)، وكذلك بيان النطاق المكاني لهذا الحظر، أي تحديد المكان الذي يتحقق فيه هذا التعامل وهو بورصة الأوراق المالية، وكذلك بيان المدى الزمني الذي تبقى فيه المعلومات محتفظة بطبيعتها كمعلومات داخلية أو سرية، وسنوضح ذلك فيما يلي بيانه:

المطلب الأول

الأشخاص المحظور عليهم الاستفادة من المعلومات الداخلية

لم يتعرض المشرع المصري لمسألة تحديد الأشخاص الملزمين بهذا الحظر بشيء من التفصيل مكتفياً في ذلك باستخدام لفظ كل من أفشى سراً^(١). أما المشرع في دولة الإمارات فقد كان أكثر تفصيلاً من نظيره المصري عند تناول هذه الطائفة، حيث حدد أفراد هذه الطائفة بأنهم أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين وأقربائهم حتى الدرجة الأولى وحظر عليهم إبرام أية معاملات استناداً للمعلومات التي لم تعلن للجمهور^(٢).

واتجه معظم الفقه التقليدي إلى تصنيف المطلعين إلى فئتين: الأولى هم المطلعون من داخل

(١) راجع المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٦٥ لسنة ١٩٩٢ والسابق الإشارة إليها.

(٢) انظر المادة ٣٥ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية والتي تنص على أنه "يجوز للجهة أو للشركة ألا تصدر إعلاناً صحفياً بشأن بيانات معينة أو موضوعات مازالت في مرحلة المفاوضات إذا كانت لدى إدارتها العليا أسس معقولة للاعتقاد بأن الكشف عن تلك البيانات سيلحق ضرراً جسيماً بمصالحها وأنه لم ولن يتم أي تعامل بأسهمها- من قبل أعضاء مجلس إدارتها والمدراء التنفيذيين وأقربائهم من الدرجة الأولى استناداً للمعلومات التي لم تعلن للجمهور....".

الشركات بحكم وظائفهم، والثانية هم المطلعون من خارج الشركات بحكم علاقة عمل أو خدمة مؤقتة يقدمونها للشركة^(١).

وكلا الفئتين ينطبق على أطرافها الحظر المذكور ويتعرضون للمسائلة قانوناً، ومن ثم فرض الجزاء على تعاملهم المحظور إذا ما ثبت أن العملية تمت بناءً على معلومات داخلية حصلوا عليها مباشرة بوصفهم أشخاصاً مطلعين أو بصورة غير مباشرة بأن تلقوا تلك المعلومات من الفئة الأولى^(٢).

وقد كان للمشرع المصري مسلك خاص بالنسبة لتعريف المطلعين، حيث فرق بين المطلع على المعلومات الداخلية، والمتعامل الداخلي، فعرف الأول تعريفاً شاملاً بأنه كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية، من شأنها تحقيق منفعة لصالحه، أو لصالح شخص آخر، سواء تم الإطلاع بصورة شرعية أم غير شرعية، وسواء اطلع بنفسه على المعلومات أو وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة أو بصلة مباشرة أو غير مباشرة. ويخضع استغلال المعلومات الداخلية لحكم المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال^(٣).

وعرف "المتعامل الداخلي" بأنه "كل شخص حقق نفعاً سواء بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره من تعامله بناءً على معلومات داخلية أو استغلاله لها، ويعتبر المستفيد من المعلومات المشار

(١) راجع في ذلك :

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

مشار إليه في د. **حسين فتحي**، المرجع السابق ص ٦٠، حيث عرف المطلعين بأنهم "الموظفون الرسميون المكلفون بإدارة الشركات والمدراء، والمساهمون المشاركون في الإدارة Controlling Shareholders والمطلعون أمناء لدى الشركة وتربطهم بالتالي علاقة ائتمان وثيقة بالمساهمين والخارجون عن نطاق الشركة Outsiders مثل المحامين والمحاسبين، وضامني تنفيذ الاكتتاب في أسهم الشركة Underwriters يدخلون في علاقة خاصة مع الشركة بحكم عملهم ويمنحون - قانوناً - حق اختراق سرية المعلومات في إطار غرض الشركة، ومثل هؤلاء الأشخاص يعتبرون مطلعين بشكل مؤقت Temporary Insiders ويعدون أمناء في مواجهة الشركة"

(٢) **جمال عبد العزيز العثمان**، المرجع السابق، ص ٣٥٠.

(٣) انظر المادة ٣١٩/د من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦.

إليها قد حقق نفعًا منها في تطبيق أحكام مادة ٦٤ من القانون في هذه الحالة^(١).

ويتضح من هذين التعريفين أن أي مطلع على معلومات داخلية جوهرية توقع عليه العقوبة المقررة بالمادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال في حالة استغلاله لتلك المعلومات، سواء حقق من هذا الاستغلال نفعًا، أم لم يحقق، وسواء كان الاستغلال يتعامله بنفسه على الورقة أو الأوراق المالية موضوع المعلومات، حيث يتحول حينئذ إلى متعامل داخلي، أو كان الاستغلال علي أي نحو آخر كأن يعطي تلك المعلومات للغير بمقابل^(٢).

وهذا التوجه للمشرع المصري يعد توجهًا محمودًا، ومسايرًا لتطور العمل بالسوق من حيث تنوع أساليب الحصول على المعلومات الداخلية واستغلالها، وتعدد فئات المطلعين وذلك على نحو يصعب حصره.

ومن بين الأشخاص الملزمين بالامتناع عن التعامل علي معلومات غير معلنه شركة السمسرة. 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 علي شركات السمسرة استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنه، وإن كنا نرى أن غاية المشرع من إلزام شركة السمسرة بذلك هو كمقابل للحق الذي خولها إياه وذلك بتمكينها 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، وأسماء مجلس الإدارة والتقارير التي يعدها المجلس أو مراقب الحسابات وذلك خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إقرارها بالإضافة إلى بيان سنوي يتضمن مساهمات أعضاء مجلس إدارة الشركة والعاملين لديها وأسماء المساهمين الذين يملكون ١٠% على الأقل من أسهمها بالإضافة لأية وثائق أخرى تحددها الهيئة العامة للرقابة المالية^(٣). ولا شك أن لهذه البيانات

(١) انظر المادة ٣١٩/ ه من نفس اللائحة.

(٢) د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨١، ٤٨٢.

(٣) المادة ٨٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

والمعلومات أهمية للمستثمرين. لذلك يجب على شركة السمسرة الامتناع عن تنفيذ الأوامر لعملائها إذا كانت هي علي علم بأن هذا التعامل مبني على أساس حصول العميل على معلومات غير مفصح عنها للجمهور. وهذا ما أكدته المادة (٢٤٤) والتي أشارت إلى أنه 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).

وننضم إلى بعض الفقه^(٢) الذي يرى أنه كان من الأفضل أن يورد المشرع نصاً مماثلاً في قانون سوق رأس المال يحظر على أعضاء مجالس إدارة هيئة الرقابة المالية والبورصة والمسؤولين والعاملين بكل منهما التعامل على أي نحو سواء بشكل مباشر أو غير مباشر (باسم أو أسماء آخرين) باستغلال المعلومات الداخلية التي يطلعون عليها بحكم عملهم وذلك أسوة بما هو متبع في بعض التشريعات الأخرى^(٣).

وفي دولة الإمارات العربية المتحدة عدد المشرع الأشخاص المحظور عليهم التعاملات الداخلية في قانون هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، والذي أبطل التعامل الداخلي في الحالات الآتية:

١- علم المتعامل بالمعلومات الداخلية بحكم منصبه.

٢- إذا كان رئيساً أو أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد موظفيها.

كما أشار المشرع الإماراتي إلى الأشخاص الذي يشملهم حظر إنشاء الأسرار بشكل عام، وذلك في قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ عندما فرض عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنة وبالغرامة التي لا تقل عن عشرين ألف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين من كان بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه مستودع سر، فأفشاه في غير الأحوال المصرح بها قانوناً أو استعمله لمنفعته الخاصة أو

(١) د. صالح راشد الحمراي، المرجع السابق، ص ٤٨١.

(٢) د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨٢.

(٣) انظر المادة ٢٤، ٦٨/ج من قانون الأوراق المالية الأردني، وكذلك المادة ٢١/٣، ٢ من النظام الداخلي لبورصة عمان.

لمنفعة شخص آخر دون إذن صاحب السر^(١).

وبالرغم من تعداد المشرع الإماراتي للأشخاص المشمولين بالحظر في كل من قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ وكذلك القرار الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠، إلا أننا نرى^(٢) أن هذا التعداد قد جاء على سبيل المثال وليس الحصر، إذ بالإمكان شمول أطراف أخرى بهذا الحظر إذا ما تحققت فيهم العلة من الحظر، ولو أننا نحذب أن يُلغى هذا التعداد ويصار إلى نص عام يشمل كل من تنطبق عليه علة الحظر^(٣).

وفي دولة الأردن عرف المشرع الشخص المطلع بأنه الشخص الذي يطلع على المعلومات الداخلية بحكم منصبه أو وظيفته^(٤).

وأكد المشرع الأردني على أنه يعد مخالفة لأحكام القانون ويعتبر من قبيل التعاملات الداخلية الأفعال التالية^(٥):

- ١- التداول أو حمل الغير على التداول بناءً على معلومات داخلية.
 - ٢- استغلال المعلومات الداخلية أو السرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية للشخص المطلع أو لغيره.
 - ٣- إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجع الشخص المختص أو القضاء.
- ويتضح لنا من موقف المشرع الأردني السابق أنه وسع من النطاق الشخصي لحظر التعاملات الداخلية.

ولم يقف المشرع الأردني عند هذا الحد بل حظر على كل من رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة ومديرها العام وأي موظف فيها التعامل بشكل مباشر أو غير مباشر في أسهم الشركة بناءً على

(١) المادة ٣٧٩ من قانون العقوبات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ١٩٨٧.

(٢) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٤.

(٣) المادة ٣٢٢/٧ من قانون الشركات الإماراتي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤؛ المواد ٣٧، ٣٩، ٤١ من القانون رقم ٤

لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.

(٤) المادة ٢ من القانون رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(٥) انظر المادة ١٠٨ من نفس القانون.

معلومات اطلعوا عليها بحكم مناصبهم أو عملهم فيها^(١).

وغالبًا ما يكون الشخص المطلع على صلة وثيقة بالجهة المصدرة، بل يكون عادة في موقع هام بشكل كبير في إدارة الشركة، ومن ثم فإنه يكون قريبًا جدًا من مصدر جميع المعلومات ذات الصلة بالمنشأة ومركز صنع القرار فيها^(٢).

أما المشرع الفرنسي فلم يعط تعريفًا محددًا لمن أطلق عليه مصطلح العالم ببواطن الأمور، وقسم المشرع الأشخاص المطلعين إلى فئتين^(٣):

الفئة الأولى: وتشمل مديري المنشأة، وقد أطلق عليهم المشرع الفرنسي تسمية (العالمين ببواطن الأمور الرئيسيين) *Primaires, Première main*.

أما الفئة الثانية: فهم الأشخاص المطلعون على المعلومات الداخلية للمنشأة بحكم تأديتهم مهنتهم أو وظائفهم، وقد أطلق عليهم المشرع الفرنسي تسمية (العالمين ببواطن الأمور الثانويين) *Secondaires*، وتنقسم هذه الفئة أيضًا إلى قسمين هما: العالمون ببواطن الأمور الداخليون من غير المديرين والذين يدخل ضمنهم موظفو المنشأة، أما القسم الثاني من هذه الفئة فهم العالمون ببواطن الأمور الخارجيون، ويقصد بهم الأشخاص الذين لا ينتمون إلى فئة موظفي الجهة المصدرة والذين يؤدون أعمالاً خارجية مقابل أجر بصفة غير منتظمة في إنجاز بعض المهام كالمستشارين أمثال المحامين والخبراء والمحاسبين والمهندسين والصحفيين.

وعند البحث عن الحكمة من التمييز بين الشخص الأساسي والشخص الثانوي مادام أنه يحظر على كل منهما استغلال المعلومات غير المعلنة، فإن الفرق بينهما يكمن في إثبات العلم بالمعلومات

(١) انظر المادة ١٦٦ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٧٧.

(٢) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٤.

(٣) راجع المادة ١/١٦١ من قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦، وكذلك انظر د. صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور، المرجع السابق، ص ٤ وما بعدها؛ جمال عبد العزيز العثمان، ص ٣٥١، ٣٥٢؛ د. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ١٤٩.

غير المعلنة عند التعامل بالأوراق المالية، حيث إنه يفترض علم الشخص الأساسي بالمعلومات ما لم يثبت العكس، بينما يتعين إثبات علم الشخص الثانوي بها حتى يمكن إدانته^(١).

وبالنسبة للمشرع الأمريكي فقد عرف الشخص المطلع بأنه "مسئول أو مدير إحدى الشركات العامة أو الأفراد أو الجهات التي تملك ١٠% أو أكثر من أي نوع من أسهم إحدى الشركات"، كما ورد بيان أولئك الأشخاص في موضع آخر من القانون المذكور^(٢).

وقسم أغلب الفقه في الولايات المتحدة الأمريكية المطلعين إلى فئتين: الفئة الأولى هم المطلعون بحكم اتصالهم بالمصدر الأصلي للمعلومة الجوهرية غير المعلنة وفقاً لتعريفها المتقدم أيًا كان عمله أو موقعه، أي المطلعون بشكل مباشر مثل مديري ومسؤولي الشركات، وكذلك كل مالك مستفيد لنسبة عشرة في المائة أو أكثر من أسهم الشركة، والفئة الثانية مطلعون سُربت إليهم المعلومة عن طريق شخص من الفئة الأولى والذي يطلق عليه في هذه الحالة (Tipper) وعلى الذي تلقى المعلومة (Tippee). ويترتب على هذا التصنيف عدم مسؤولية المطلع من تلقى المعلومة (Tippee) ما لم يثبت أنه كان على علم بخطأ معطي المعلومة له (The Tipper) في حصوله عليها وإعطائها له^(٣).

ويعتبر تعامل المطلع أيًا كان قرينة على استغلاله لمعلومات جوهرية غير معلنة، ولكنها قرينة بسيطة قابلة لإثبات العكس^(٤). ونلاحظ أن القرينة هنا بسيطة في كل الأحوال يجوز إثبات عكسها، وذلك على النقيض مما يجري في فرنسا، فقد تكون القرينة قاطعة، كما في حالات العالمين بيوطن الأمور الرئيسيين، وقد تكون بسيطة في حالة العالمين بيوطن الأمور الثانويين.

ومن الأمثلة على إثبات العكس كما لو أثبت المطلع أن المعاملة تمت بناء على تعليمات أصدرها لسماسرة قبل اتصال علمه بالمعلومات الجوهرية غير المعلنة، أو كانت لتغطية مركز مكشوف مسبقاً.... الخ.

(١) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٥١.

(2) Securities Exchange Act of 1994 Art. 16.

(٣) د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨٠.

(4) Lee Hazen (TH.), OP. Cit., P. 644.

وعلى صعيد آخر فإنه يحظر التعامل في الأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية في حالات الاستحواذ، وعروض شراء الأوراق المالية عموماً، حيث يمثل التعامل في تلك الحالات مجالاً خصباً لانحراف الشركات المصدرة فيما يتعلق بالإفصاح مما يفسح المجال لمعاملات المطلعين، حيث قد تقوم الشركة بإعلان معلومات تؤدي إلى تضليل المساهمين، أو إخفاء معلومات تتعلق بمفاوضات تجريها مع جهات أخرى من أجل الاستحواذ على أسهمها^(١)، فتكون تلك المعلومات عن هذه العروض قبل إعلانها، مجالاً لاستغلال المطلعين وإجراء تعاملات على أساسها. ولقد كانت هذه الحالات موضع اهتمام لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC)، فأصدرت القاعدة (14e-3) لمعالجة تلك الحالات، وبمقتضاها يحظر على أي مطلع على معلومات تتعلق بالاستحواذ أو عروض الشراء عموماً، سواء كان من داخل الشركات المتصلة بهذه العمليات أو من خارجها استغلال تلك المعلومات في شراء وبيع الأوراق المالية للشركات المستهدفة بالاستحواذ. ولا يشترط في الحظر الذي تنص عليه هذه القاعدة أن يعلم المتعامل أن المعلومات غير المعلنة التي يستغلها تتعلق باستحواذ أو بعرض شراء، وإنما يكفي لإدانته إثبات أنه كان بإمكانه أن يعلم ذلك، كما أنه لا يشترط لقيام مسئولية المطلع وإدانته أن ينطوي سلوكه على خرق لواجبات الأمانة والثقة^(٢).

وفيما يتعلق بمدى خضوع الأشخاص الاعتبارية لحظر التعاملات الداخلية نجد أن المشرع المصري في المادة (٢٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والسابق الإشارة إليها قد نص على عدم جواز قيام الشركة ولا أي من المديرين أو العاملين لديها بالتعامل بناءً على معلومات غير معلنة، مما يستفاد معه دخول الأشخاص الاعتبارية تحت نطاق الحظر.

وكذلك جاء المشرع الإماراتي بنص عام على حظر التعاملات الداخلية في الأوراق المالية، حيث لم يحدد طبيعة الشخص المحظور عليه القيام بهذا التعامل، مما يؤدي إلى القول بجواز شمول كل من

(١) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة

العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٢٥٨؛ د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨٤، ٤٨٥.

(2) Lee Hazen (TH.), OP. Cit., P. 657.

الشخص الطبيعي والشخص المعنوي بهذا الحظر^(١).

وأخيراً، فقد أورد المشرع الفرنسي نصاً صريحاً يؤكد على مسؤولية الشخص الاعتباري الجنائية عن الأفعال التي تعد من قبيل استغلال المعلومات الداخلية^(٢).

المطلب الثاني

النطاق المكاني لحظر التعامل الداخلي

(المفهوم الاقتصادي الحديث للسوق)

يقصد بالنطاق المكاني لحظر التعامل الداخلي المكان الذي تجري فيه التعاملات على المعلومات الداخلية غير المعلنة، حيث تتحد ممارسات العالمين بيوطن الأمور بالمكان الذي تقع فيه^(٣) وهو سوق الأوراق المالية.

ومن المفاهيم التي أخذت بالتطور في مجال التعامل بالأوراق المالية مفهوم "السوق"، وقد ارتبط بتطور هذا المفهوم التوسع في شمول الحماية المقررة على المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية وبالجهات المصدرة لها لتتعدى تلك الحماية الحيز المكاني الذي كانت تعنيه كلمة "البورصة" إلى خارج هذا الحيز، بل تعدى ذلك ليشمل النطاق العالمي^(٤).

(١) انظر المادة ٢٤ والمادة ٦٨/ج من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢، والمادة ٢/٢١، ٣ من النظام الداخلي لبورصة عمان الصادرة استناداً لأحكام المادة ٦٥ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢، والمادة ٢٩ من النظام الداخلي لبورصة عمان؛ جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٦.

(٢) انظر المادة ٤/١٠ من المرسوم رقم ٨٣٣ لسنة ١٩٦٧ المعدل بالقانون رقم ٥٩٧ لسنة ١٩٩٦؛ د. صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيوطن الأمور، المرجع السابق، ص ٩؛ د. عمر سالم، المرجع السابق، ص ٥٣ وما بعدها.

(3) **Ducolux-Favard (C.)**, Le Marche de l'infraction d'initie, Petites affiches, n° 65, du 01 juin 1994.

(٤) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٤٧.

وفي فرنسا فإن قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٧٠ كان يستخدم مصطلح "سوق البورصة"، إلا أن قانون ١٩٨٨ حذف كلمة البورصة واكتفى بكلمة السوق فقط، ليوسع دائرة التعامل، ويشمل كل التبادلات بصفة عامة، ثم ألغيت كلمة سوق في القانون الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٦ والذي أشار إلى التعاملات المتعلقة بتداول الأوراق المالية لدى "بورصة نظامية أو الخاضعة لتنظيم البورصة" المؤثرة في السوق بصفة عامة^(١).

ولقد كان للجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) "La commission des opérations de bourse" دور مميز في توسيع الحظر ليتعدى الحيز المكاني للسوق وفق المفهوم التقليدي إلى نطاق أوسع، بل ليتعدى الحدود الإقليمية ويكون له مفهوم عالمي، حيث اهتمت اللائحة الصادرة عن اللجنة المذكورة ذات الرقم ٨ - ٩٠ بتحديد مفهوم (السوق)، فحدده بأنه "مجموعة العمليات التي تتم على القيم المنقولة وعقود الأجل أو الأدوات المالية المقبولة للتداول في البورصة أو سوق الأجل"^(٢).

ويعد القانون الفرنسي من أكثر القوانين التي وسعت من سلطة القانون على النطاق المكاني لتشمل حماية المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية وحظر استغلال المعلومات الداخلية. أما في بقية الدول التي لا توجد فيها أسواق موازية للأوراق المالية كما في مصر والإمارات العربية المتحدة فينحصر هذا النطاق ضمن حدود السوق النظامية فقط^(٣).

المطلب الثالث

النطاق الزمني لحظر التعامل الداخلي

يقصد بالنطاق الزمني لحظر التعامل الداخلي الوقت الذي تظل فيه المعلومة الداخلية محتفظة بصفاتها السرية، بحيث إذا انقضى يصبح التعامل عليها مشروعاً، حيث إنه إذا كان يحظر على

(١) د. صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٢٤-٢٢٥.

(٢) المرجع السابق، ص ٢٢٥.

(٣) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٤٨.

المطلعين التعامل بناءً على المعلومات الداخلية إلا أن هذا الحظر ليس حظرًا مطلقًا.

فمن المتفق عليه في الفقه أن للمعلومة الداخلية نطاقًا زمنيًا إذا ما استغلت خلالها يخضع صاحبها للعقاب، أي أن استغلال المعلومة بشكل غير مشروع في التعامل بالأوراق المالية من جانب الأشخاص المحظور عليهم يجب أن يتحقق خلال فترة زمنية محددة، وهي المدة التي لم تصل فيها بعد هذه المعلومة للجمهور^(١).

وفي مصر، لم يحدد المشرع المصري ولا الهيئة العامة للرقابة المالية النطاق الزمني لحظر استغلال المعلومات الداخلية ومتى تزول صفة السرية عن تلك المعلومات، ومن ثم الفترة الزمنية التي يجب فيها الامتناع عن إجراء المعاملات بناءً على تلك المعلومات.

ولكن من المتعارف عليه أنه متى لم تصل المعلومة إلى علم الجمهور عن طريق إحدى الوسائل المنصوص عليها في القانون، فإن إجراء عمليات تداول على الأسهم التي تتعلق بها المعلومات السرية، يعد قرينة على تصرفه بناءً على المعلومات التي يحوزها^(٢).

وفي دولة الإمارات العربية المتحدة فإن الوضع على خلاف ذلك، حيث حدد المشرع تلك الفترة بأسبوعين قبل اجتماع مجلس إدارة الشركة^(٣).

وفي فرنسا يكفي أن يكون هناك تقارب زمني بين الحصول على المعلومة السرية واستغلالها في السوق قبل أن يعرف بها باقي الجمهور^(٤).

وننضم إلى بعض الفقه الذي يعتقد بأن هذا التحديد في الفترة الزمنية التي يُحظر التعامل في الأوراق المالية خلالها يرجع إلى مسائل إجرائية أو شكلية لا تؤثر في طبيعة المعلومة محور التعامل

(١) د. صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيوطن الأمور، المرجع السابق، ص ٢٦.

(٢) المرجع السابق، ص ٣٤.

(٣) انظر قرار مجلس إدارة سوق أبو ظبي للأوراق المالية الصادر في ١٥ مارس ٢٠٠٧.

(٤) المادة ١/٩ من المرسوم الصادر في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧؛ صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيوطن الأمور، المرجع السابق، ص ٢٧.

الداخلي، وتبقى المعلومة محتفظة بطبيعتها الداخلية مادام أنها لم تصبح في متناول الجمهور، ومن ثم حظر التعامل بالأوراق المالية على أساسها^(١).

المطلب الرابع

النطاق الموضوعي لحظر التعامل الداخلي

قد يستغل المتعامل الداخلي المعلومات الداخلية التي حصل عليها لتحقيق مصلحة شخصية له وهذه هي الصورة الأولى للتعامل الداخلي، وقد يقوم بإفشاء هذه المعلومات لشخص آخر وتلك هي الصورة الثانية. وهاتان صورتان اللتان يشملهما الحظر المذكور تشكلان خرقاً واضحاً لمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية، وتعدان في ذات الوقت جرائم في نطاق القانون الجنائي يتعرض مرتكبوها إلى الجزاء الذي حددته التشريعات المنظمة للبورصة^(٢).

ونتناول فيما يلي كلتا صورتين بشيء من التفصيل:

١- الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية:

وفي هذه الصورة يقوم أحد الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية، سواء أكان من فئة الأشخاص الرئيسيين أم الثانويين، باستغلال المعلومة الداخلية التي اطلع عليها في التعامل بالأوراق المالية للجهة التي تربطه بها علاقة مما تم بيانه في النطاق الشخصي وذلك لحسابه الخاص^(٣).

وتتخذ هذه الحالة صورتين: أولاهما الصورة الاعتيادية، حيث يكون التعامل الداخلي قد تم بشكل مباشر عندما يقوم الشخص المطلع بالتعامل مباشرة بالأوراق المالية بيعاً أو شراءً بناءً على المعلومة التي اطلع عليها. أما الصورة الثانية للاستغلال الشخصي للمعلومة الداخلية فتكون بتسخير غيره لمصلحته الشخصية في إجراء العملية باسم ذلك الشخص الوسيط ولمصلحة المطلع^(٤).

(١) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٣.

(٢) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٢٥٨، ٢٥٩.

(٣) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٨.

(٤) د. عمر سالم، المرجع السابق، ص ٦٧.

٢- إفشاء المعلومات الداخلية للغير:

إذا كان يمتنع على المطلعين على المعلومات السرية إجراء أي نوع من التعاملات بناءً عليها طوال فترة الحظر وحتى تصل المعلومة إلى الجمهور^(١) فإن هناك التزاماً آخر يقع على عاتقهم وهو المحافظة على سرية هذه المعلومات وعدم إفشائها للغير للاستفادة منها في عمليات شخصية، وذلك إلى حين إعلام الجمهور بها في وقت واحد، تحقيقاً لمبدأ المساواة في الحصول على المعلومات وتفعيلاً لمبدأ الشفافية والإفصاح^(٢).

وتتحقق حالة إفشاء معلومات داخلية للغير عندما يحصل شخص مطلع على معلومة داخلية لإحدى الشركات التي له علاقة معها كشخص رئيس أو ثانوي ويقوم بدوره بتسريب تلك المعلومة للغير سواء أكان هذا التسريب للمعلومة مقابل مصلحة معينة أم دون مقابل^(٣).

وفي مصر فقد جرم المشرع إفشاء المعلومات الداخلية أو السرية للغير وذلك في نص المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال بقولها: "كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون" وفرض على مرتكب هذا الفعل العقوبة المناسبة^(٤). كما قرر المشرع كذلك مسئولية مراجع الحسابات عن الأفعال المتضمنة إفشاء للمعلومات التي اطلع عليها بحكم مهنته إلى الغير بمن فيهم المساهمون في الشركة، كونه يعد أميناً على تلك المعلومات والبيانات^(٥).

ولم يعالج المشرع الإماراتي في التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية في الدولة جريمة

(1) **Yauplane (H.) et Sinaret (O.)**, Délits boursiers, propositions de reforme, Revue de Droit Bancaire, n° 61, mai-juin1997, p. 85.

(٢) د. صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٤٣.

(٣) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٥٩.

(٤) راجع المادة ٦٤ من القانون المذكور والسابق الإشارة إليها.

(٥) المادة ١٠٨ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، وبموجب المادة ١٦٣/٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ يعاقب مراجع الحسابات بالغرامة التي لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه يتحملها شخصياً عن إفشائه الأسرار التي اطلع عليها بحكم مهنته، وهذه العقوبة عامة على كل من يخالف نصاً أمراً في القانون.

إفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير، بالرغم من إمكانية شمول هذه الجريمة للحكم الوارد في قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ عندما يكون الشخص الذي ارتكب هذا الفعل بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه أو فنه مستودع سر، فقام بإفشاء هذا السر إلى الغير في غير الأحوال المصرح بها لمنفعته الخاصة أو لمنفعة شخص آخر دون إذن صاحب السر^(١).

لذلك، وكما يرى البعض^(٢)، فإنه من الضروري سد النقص الموجود في التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية فيما يتعلق بإفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير، وذلك بأن يُستحدث في تلك التشريعات نص قانوني يقضي بحظر إفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير من قبل الشخص الذي يكون بحكم منصبه مطلعاً عليها، وفرض العقوبة المناسبة على مرتكب هذا الفعل غير المشروع. وفي التشريع الفرنسي يخضع للتجريم الشخص الطبيعي الذي يحوز معلومة داخلية تتعلق بورقة أو أداة مالية مدرجة في سوق منظم، وذلك عند أدائه مهام مهنته أو وظيفته، فقام بإفائها إلى الغير ممن لا يكونون ضمن دائرة عمله^(٣).

وبموجب القانون الصادر عام ١٩٩٦ حظر المشرع الفرنسي على الأشخاص المعنوية الاستفادة من المعلومات الداخلية التي ترد إليهم من أشخاص مطلعين على تلك المعلومات^(٤). وتحرص لجنة عمليات البورصة على منع استغلال أو إفشاء المعلومات لأسباب لا تتعلق بالنشاط الذي أعطيت المعلومة من أجله، وبمعنى آخر إن السبب الوحيد المبيح لإعطاء المعلومة هو ما تقتضيه ضرورة العمل^(٥).

(١) المادة ٣٧٩ من قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧.

(٢) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٦٠.

(٣) المادة ١٠/١، ٢ من المرسوم الصادر عام ١٩٧٦ المعدل بالقانون الصادر عام ١٩٨٩؛ د. عمر سالم، المرجع السابق، ص ٨٢.

(٤) د. محمد فاروق عبد الرسول، المرجع السابق، ص ١٥٠.

(٥) د. صالح أحمد البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات غير المعلنة بواسطة العالمين ببيواطن الأمور، المرجع السابق، ص ٤١.

ويذهب البعض^(١) من الفقه إلى القول بأن إفشاء المطلع المعلومات لغيره ليتعامل على أساسها يعتبر استغلالاً من جانب معطي المعلومات حتى لو تم ذلك دون مقابل، وهذا ما قرره أغلب الفقه الأمريكي.

(١) د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨٣.

المبحث الثالث

مواجهة ظاهرة التعامل الداخلي

تمثل ظاهرة التعامل الداخلي خطراً كبيراً على أسواق رأس المال، ولذلك حرصت معظم الدول على وضع التشريعات التي تكفل حماية البورصات من تلك الظاهرة.

ففي مصر خصص المشرع المصري الفصل الثالث من الباب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للأحكام الخاصة بحظر معاملات المطلعين تحت عنوان "حظر استغلال المعلومات الداخلية"^(١)، وهو عنوان أكثر شمولاً بلا شك من مجرد "حظر معاملات المطلعين" ينم عن قصد المشرع التوسع في الحظر، فنص على أن "يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية، بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها، القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة"^(٢).

كذلك نص المشرع صراحة على حظر "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". وواضح من عمومية هذا النص وجوب الحظر، سواء حقق المطلع فائدة من التعامل على الورقة المالية أم لم يحقق؛ إذ يكفي لقيام مسئولية المطلع المتعامل ثبوت معرفته بالمعلومات وعلمه بأنها غير معلنة، وهذا يعني أن ذلك يعد في رأي المشرع قرينة على أن المطلع وهو مقدم على التعامل يقصد أن يمارس سلوكاً يعلم أنه مخالف للقانون^(٣).

وأفرد المشرع في قانون سوق رأس المال عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنتين وغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه أو إحدى هاتين العقوبتين مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد في أي قانون آخر، لكل من أفشى سراً علمه بحكم عمله أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو

(١) وأضيف الباب الحادي عشر إلى اللائحة التنفيذية بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦.

(٢) راجع المادة ٣٢٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨٦.

أولاده^(١)، بينما أفرد المشرع المصري في قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ لمرتكب هذا الفعل عقوبة بالحبس مدة لا تقل عن ستة أشهر وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين^(٢).

ويلاحظ البعض أن موقف المشرع المصري في مواجهته لحالات التعامل الداخلي في القانونين المذكورين أعلاه، أنه قد اقتصر من خلالهما على حالات محددة شملها الحظر المذكور ومعاقبة مرتكبيها^(٣)، فلم يرد فيهما مثلاً ما يشير إلى تجريم المستفيد من غير المطلعين على المعلومة الداخلية^(٤).

وفي دولة الإمارات أورد المشرع في قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع العديد من النصوص لمواجهة التعاملات الداخلية، حيث جاء المشرع بنص عام يقضي بعدم جواز استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية^(٥).

ثم جاء بنص آخر تضمن عدم جواز التعامل بالأوراق المالية من قبل أي شخص بناءً على معلومات غير معلنة أو مفسح عنها (داخلية) يكون قد علم بها بحكم منصبه^(٦)، وأخيراً نص على معاقبة أطراف هذا التعامل بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تتجاوز مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين^(٧). ويستوي في

(١) المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال السابق الإشارة إليها.

(٢) المادة ٥٦ من قانون الإيداع المركزي والقيود رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

(٣) د. شعبان أحمد محمود والمستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، الطبعة الأولى، دار أبو المجد للطباعة، القاهرة، ٢٠٠٤، ص ١٩٨.

(٤) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٦٤.

(٥) المادة ٣٧ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠.

(٦) المادة ٣٩ نفس القانون.

(٧) المادة ٤١ من نفس القانون؛ وكذلك المادة ٣٩ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.

فرض العقوبة المذكورة على المخالف أن يكون الطرف المخالف من الأشخاص المطلعين أو من المتلقين للمعلومات الداخلية من غير المطلعين^(١).

وفي دولة الأردن فرض المشرع عقوبة الغرامة بما لا يزيد على مائة ألف دينار أردني بالإضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه المتعامل أو ضعف الخسارة التي تجنبها بالإضافة إلى الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات^(٢). ويحق لمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية تقييد الترخيص أو الاعتماد الممنوح أو تعليقه أو إلغاؤه في أي من الحالات التي تشكل إخلالاً لأحكام القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه والتي من بينها الأحكام المقررة لحظر التعاملات الداخلية^(٣).

ويحق لكل مستثمر تعرض لأضرار مالية نتيجة بيع أوراق مالية مطالبة البائع أو المصدر، حسب مقتضى الحال، بالتعويض عن الأضرار التي لحقت من جراء التعاملات التي تمت بناءً على معلومات داخلية^(٤).

وفي فرنسا كان للمشرع الفرنسي بصمة واضحة في القانون الفرنسي لسنة ١٩٨٩ من خلال معاقبة الشخص المطلع الذي يقوم بإفشاء المعلومة الداخلية إلى الغير بالحبس لمدة ستة أشهر وبغرامة مقدارها مائة ألف فرنك فرنسي، بالإضافة إلى معاقبة الشخص المعنوي الذي ترتكب الجريمة لحسابه بموجب القانون الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٦^(٥).

وفي الولايات المتحدة الأمريكية^(٦) واجه المشرع حالات التعامل الداخلي بشكل حازم، وبدا ذلك واضحاً في قانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤، حيث أوجب المشرع الأمريكي في هذا القانون

(١) المادة ٣٧، ٣٩ من نفس القانون؛ جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٦٣.

(٢) المادة ١١٠ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(٣) المادة ١١٢ من نفس القانون.

(٤) راجع المادة ١١١ من نفس القانون.

(٥) د. محمد فاروق عبد الرسول، المرجع السابق، ص ١٥٠؛ جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٦٢.

(٦) لمزيد من التفصيل حول مواجهة ظاهرة استغلال المعلومات الداخلية وتعاملات المطلعين، انظر د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٨٧ وما بعدها.

على من يحوز معلومة داخلية أن يقوم بأحد أمرين: إما أن يمتنع عن استخدام المعلومة التي يحوزها في التعامل بالأوراق المالية، أو أن يقوم بالإعلان عن المعلومة المذكورة على الملأ^(١).

وقد صدر قانون عام ١٩٨٨ باسم (The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act) (ITSFE) والذي نص على فرض غرامات على المطلع المتعامل، قد تصل في حدها الأقصى إلى ثلاثة أمثال الربح المحقق، إلى جانب إلزامه بإعادة ما قد يكون تحصل عليه من ربح أو ما تجنبه من خسارة^(٢).

وتستعمل لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) الكثير من التدابير لمواجهة ظاهرة معاملات المطلعين. وحيث إن السلطات المخولة لها بموجب القانون تقتصر على توقيع جزاءات مدنية مثل الغرامات، الإيقاف عن مزاولة النشاط، استرجاع الأرباح المحققة (Disgorgement)، وباعتبار أن بعض معاملات المطلعين تمثل جرائم يعاقب عليها القانون الجنائي الأمريكي، فإن اللجنة SEC تحيل مثل تلك الحالات إلى المحاكم المختصة^(٣).

وتشجيعاً للجمهور على الإبلاغ عما يتوفر لديهم من معلومات خاصة بمعاملات المطلعين (وعادة ما يكون هؤلاء المبلغون من زملاء المطلعين أنفسهم) فقد خول القانون لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) دفع مكافأة (Bounty) إلى أي شخص يدلي لها ببيانات ومعلومات تؤدي إلى كشف معاملة من معاملات المطلعين ينتج عنها تحصيل غرامة من المطلع المتعامل، وتدفع المكافأة من مبلغ الغرامة المحصل وفي حدود عشرة في المائة منه^(٤).

وبالإضافة إلى مواجهة التشريعية لحالات التعاملات الداخلية فإن هناك ما يسمى بالمواجهة

(١) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٢٥٧؛ وعالج المشرع الأمريكي ظاهرة التعامل الداخلي في الفصل (١٠-٤) من قانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤.

(٢) د. محمد اسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٩١.

(٣) المرجع السابق، نفس الموضوع.

(4) Linda (C.), Director division of enforcement U.S. securities & Exchange commission, Testimony Concerning insider trading, p. 5, available at: <http://www.sec.gov/news/testimony/2006/ts0926061.htm>.

الإدارية، حيث تؤدي الهيئات العامة لأسواق المال وإدارات بورصات الأوراق المالية دوراً هاماً في رصد حالات الإخلال التي تحدث في الأسواق وتعمل على ضبط المتورطين في تلك الممارسات غير المشروعة، ومن حالات الإخلال التي تواجهها تلك الجهات التعاملات الداخلية من خلال رصدها لها وضبطها وإحالة مرتكبيها إلى القضاء المختص لمحاكمتهم ومن ثم إيقاع الجزاء المناسب عليهم، حيث إن تأثير تلك المظاهر والممارسات لا يمتد فقط إلى الإضرار بالمتعاملين في بورصة الأوراق المالية فحسب وإنما يتعدى أثرها كذلك في الإساءة إلى استقرار البورصة وزعزعة الثقة فيها. ولأجل ذلك فقد أعطى المشرع في كافة الدول لتلك الهيئات والإدارات دوراً أكبر من أجل مواجهة تلك المظاهر غير المشروعة^(١).

الخاتمة

تبين لنا من دراسة الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح (التعامل الداخلي) أن هذا الموضوع يحظى بأهمية كبيرة نظراً لما يؤديه من دور كبير في كفاءة أسواق رأس المال واستقرار الاقتصاد الوطني ككل.

وتحدثنا في المبحث الأول من هذه الدراسة عن ماهية حظر التعامل الداخلي من حيث بيان التعريفات التشريعية والفقهية للمعلومات الداخلية محل هذا الحظر، وكذلك بيان خصائص تلك المعلومات. وفي المبحث الثاني تناولنا نطاق هذا الحظر من خلال استعراض الأشخاص المحظور عليهم الاستفادة من المعلومات الداخلية، وكذلك بيان النطاق المكاني، النطاق الزمني، والنطاق الموضوعي لهذا الحظر. وفي المبحث الثالث عالجتنا مواجهة ظاهرة التعامل الداخلي.

واتضح لنا من هذا البحث أن مبدأ حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال من أهم المبادئ التي تحرص قوانين أسواق رأس المال على تكريسها وحمايتها، وذلك انطلاقاً من دورها في تدعيم الثقة في هذه الأسواق وإتاحة استغلال المعلومة

(١) جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ٣٦٥، ٣٦٦.

على قدم المساواة للمتعاملين في السوق. ومما لاشك فيه أن خرق هذا الحظر ينتج عنه العديد من السلبيات التي تنعكس بدورها على الاقتصاد الوطنى وتهز الثقة فيه على المستويين المحلى والدولى، ويزيد من هذه الخطورة أنها تتعلق بالمعلومات الداخلية للشركات المتداولة فى السوق والتي تعتبر بدورها عصب التعامل فى السوق والركيزة الاساسية التى يقوم عليها التداول، مما يؤثر على توافر الشفافية فى الأسواق المالية ويخل بمبدأ المساواة فى الحصول على المعلومات بين المتعاملين فيها. كما يزيد من هذه الخطورة تطور تقنية وسائل الاتصال الحديثة ونقل المعلومات، بالاضافة الى إتساع شريحة المتعاملين فى السوق واختلاف مستوياتهم العلمية والعملية وخبراتهم فى مثل هذا النوع من المعاملات. لذلك حرصت التشريعات المختلفة على النص على مبدأ حظر التعامل الداخلى وأعتبرت مخالفة جريمة من جرائم الأسواق المالية، وأمعانا فى حماية الاسواق المالية والمتعاملين فيها نصت هذه التشريعات على العقوبات الرادعة فى حق من يرتكب هذا النوع من الجرائم.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية :

- د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، لجنة التأليف والتعريب والنشر - مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨.
 - د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.
 - جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.
 - د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ١٩٩٦.
 - د. خالد على صالح الجنيبي، الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية وفقاً للقانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠، دراسة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على الماجستير في القانون الجنائي، أكاديمية شركة دبي، ٢٠٠٦.
 - د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٢٥٨.
 - د. شعبان أحمد محمود والمستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، الطبعة الأولى، دار أبو المجد للطباعة، القاهرة، ٢٠٠٤.
 - د. صالح أحمد البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ٢٠٠١، ص ٢٢٠.
- سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين بيوطن الأمور، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر بعنوان "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، برعاية كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي في

الفترة من (٦-٨) مارس ٢٠٠٧.

- د. صالح راشد الحمرائي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة دبي للتوزيع، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٤.
- د. صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني الأساسي، دار النهضة العربية، ١٩٩٦.
- د. طعمة الشمري، قانون الشركات التجارية الكويتي، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، ١٩٨٧.
- - مجلس إدارة الشركة المساهمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الكويت للتقدم العلمي، ١٩٨٥.
- د. عراقي عبد الصمد عراقي، طبعة سوق الأوراق المالية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج، جامعة أسيوط، العدد الأول، المجلد الثاني، يونيو ١٩٨٨.
- د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٩٩.
- د. محمد اسماعيل هاشم، دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية، "دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠١١.
- د. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧.
- د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ٢٠٠٤.
- د. نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣.
- د. يعقوب يوسف صرخو، الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ١٩٨٢.

ثانياً: المراجع الانجليزية:

- **De Freitas (J.)**, Company Law, 3 Edition, Castlevalle LTD, London, 1996.
- **Dine (J.)**, Company Law, 6 Edition, Macmillan Press LTD, London, 1998.
- **Harry (S.)**, Common Complaints Against Stockbrokers, <http://www.Securitieslaw.Com>
- **Isenberg (J.)**, Insider trading, Breach of fiduciary duty an misappropriation, Enforcement and case Law series, 1993.
- **Laura (B.)**, Insider Trading laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, Winter 2007-2008, see at: <http://www.albusiness.com/legal/law-government-regulations/5264991-1.html>.
- **Lee Hazen (TH.)**, The Law of Securities Regulation, 4 Edition Hornbook Series, West Group, A Thomson Company st. Paul minn, 2002.
- **Linda (C.)**, Director division of enforcement U.S. securities & Exchange commission, Testimony Concerning insider trading, available at: <http://www.sec.gov/news/testimony/2006/ts0926061.htm>
- **Moreland (J.)**, Profit from legal inside trading, Dearborn financial publishing. Inc. U.S.A., Chicago, 2000.
- **Morse (G.), Enid (A.), Morris (R.)**, Company Law, 12 Edition, Stevens & Sons, London, 1983.
- **Oliver (M.C.)**, Company Law, 10 Edition, The M&E Handbook Series, Great Britain, 1987.
- **Pennington (R.)**, Company Law, 5 Edition, Butterworths, London, 1985.
- **Peter (C.)**, Insider Trading in Swizerland, Published in Insider Trading, Edited by Emmanuel Gaillard, Kluwer, 1992.
- **Richard (T.), Edwards (S.)**, The Stock Market, 7 Edition, John Willey & Sons, New York, , 1998.

- **Stephen (G.)**, Company Law Fundamental Principles, partman publishing, London, 1994.
- **Vaindier (A.)**, The legal theory of insider regulation in Europe, published in European Insider Dealing, Edited by Hopt and Wymeersch, Butterworth's, London, 1991.

ثالثاً: المراجع الفرنسية:

- **Dousset (Y.)**, l'ébauche de la a jurisprudence en matière d'usage d'information privilégiée sur le marché boursier , GAZ.PAL., n° 01, 1977.
- **Ducolux-Favard (C.)**, Le Marche de l'infraction d'initie, Petites affiches, n° 65, du 01 juin 1994.
- **Ducolux-Favard (C.)**, Le délit d'initié, dix ans de jurisprudence et d'activité de la C.O.B, Gaz.Pal., n° 02, 1984.
- **Dufour (O.) et braibantm (G.)**, Codifier pour mieux reformer, Petits affiches, n° 140, du 21 novembre 1997.
- **Gaillard (E.)**, Le droit français du délit d'initié , J.C.P., n° 3516, 1991.
- **Martin (J.C.)**, Le délit d'initié en droit français, petites affiches, n° 71, du 15 Juin 1994.
- **Onofrei (A.)**, La restrucation des marchés financiers en Europe: Une course de titians, Thesis for the Degree of Master of European Studies, College of Europe, Bruges Campus, Law Department, Academic Year 2005-2006, section 2/2/B, Page17, see at:

<http://www.collegeofeurope.net/content/StudyProgrammes/law/studyprog/pdf/Onofrei>

[Adina thesis.pdf](#)

- **Roger (A.)**, La nation d'avantage injustifie, J.C.P, n° 3, Jan., 1998.
- **Vauplane (H.)**, Utilisation d'une information privilégiée, Banque et Droit, n° 32. nov.déc 1993.
- **Vauplane (H.) et Bornet (J.P.)**, Droit des marches financiers, Paris, 2002.
- **Yauplane (H.) et Sinaret (O.)**, Délits boursiers, propositions de reforme, Revue de Droit Bancaire, n° 61, mai-juin1997.

قائمة المحتويات

خطأ! الإشارة المرجعية غير معرفة.

١	مقدمة
٧	المبحث الأول: ماهية حظر التعامل الداخلي
٧	المطلب الأول: المقصود بالمعلومات الداخلية
٧	الفرع الأول: التعريف التشريعي للمعلومات الداخلية
١١	الفرع الثاني: التعريفات الفقهية للمعلومات الداخلية
١٣	المطلب الثاني: خصائص المعلومات الداخلية
١٤	الفرع الأول: أن تكون المعلومة غير معلنة أو سرية
٢٣	المبحث الثاني: نطاق حظر التعامل الداخلي
٢٣	المطلب الأول: الأشخاص المحظور عليهم الاستفادة من المعلومات الداخلية
٣١	المطلب الثاني: النطاق المكاني لحظر التعامل الداخلي (المفهوم الاقتصادي الحديث للسوق)
٣٢	المطلب الثالث: النطاق الزمني لحظر التعامل الداخلي
٣٤	المطلب الرابع: النطاق الموضوعي لحظر التعامل الداخلي
٣٨	المبحث الثالث: مواجهة ظاهرة التعامل الداخلي
٤٢	الخاتمة
٤٤	قائمة المراجع
٥٠	قائمة المحتويات