

المفهوم القانوني للمعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية

(دراسة مقارنة بين القانونين الكويتي
والسوري والتشريع المقارن) (*)

أ. همام القوصي

باحث قانوني - قسم القانون التجاري
كلية الحقوق - جامعة حلب

ملخص:

إنَّ مبدأ حرية التعامل في سوق الأوراق المالية يعني تكريس إعطاء المتعاملين الحق في القيام بأي عملية تداولية على أي ورقة مالية مدرجة في السوق، وهذا يتطلب إحاطة المتعامل بكل المعلومات والأحداث الجوهرية التي تؤثر في قراره الاستثماري.

فمن غير العادل أن تستطيع فئة معينة الاطلاع على المعلومات الجوهرية في السوق، في حين يبقى باقي المتعاملين يتعاملون على أساس معلومات غير واقعية؛ حيث إنَّ مبدأ المساواة في الحصول على المعلومة يضع على مُصدري الأوراق المالية في السوق التزاماً بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية.

ومن ثم، إذا كانت المعلومات الجوهرية المؤثرة جِراً على فئة معينة ولم يتم الإعلان عنها للجمهور بعد، تُعرَّف كمعلومات داخلية، وهو المفهوم الذي اختلف المشرعون في تعريفه ووضَّع حدود معناه.

(*) أجزيت البحث بتاريخ ١٧/١/٢٠١١م.

وقد اخترنا البحث في المفهوم القانوني للمعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية بهدف إزالة الغموض عن هذا المفهوم، بالإضافة إلى مساعدة المشرع في وضع حدود معنى هذه المعلومات، عبر دراسة القانون الكويتي الناظم لإحدى أعرق وأنشط أسواق الأوراق المالية في الوطن العربي والعالم، والقانون السوري الذي رافق ولادة سوق الأوراق المالية الناشئة في دمشق، بالإضافة إلى أهم القوانين حول العالم.

الكلمات المفتاحية: تنظيم سوق الأوراق المالية، المعلومات الجوهرية، المعلومات الداخلية، المُطَّلعون، تعامل المُطَّلعين.

المقدمة:

اكتشف المشرعون حول العالم ضرورة القيام بتنظيم سوق الأوراق المالية بشكل قانوني؛ حيث إنّ هذه السوق لا يمكنها العمل بشكل متوازن وعادل من دون وجود ضوابط وقواعد قانونية خاصة بها، حتى إنّ بعض الباحثين في مجال الاقتصاد يرون ضرورة تنظيم سوق الأوراق المالية لضمان كفاءتها وعدم وجود إضرار عمدي بمصالح المتعاملين فيها، وهو أمر مهم ولن يؤدي لإعاقة العمل في السوق بل إلى زيادة كفاءتها^(١).

وبالنسبة إلى الكويت، فقد نشأ فيها سوق سائل للأوراق المالية، وتمّ استثمار مدخرات المواطنين بشكل كبير فيها، كما أنّ المستثمرين بلغوا حدّاً كبيراً من الوعي الاستثماري والثقافة المالية، وعلى الرغم من ذلك حدثت أزمة سوق المناخ عام ١٩٨٢ وتلقّت السوق خسارة كبيرة في السيولة.

وظهر جلياً لدى المشرع الكويتي ضرورة إصدار تشريع بعد هذه الأزمة، فأعاد المشرع تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية عبر إصدار المرسوم الأميري بتاريخ ١٤/٨/١٩٨٣، ويظهر من قواعد هذا القانون رغبة المشرع الكويتي

(١) حسين عبد المطلب الأسرج، "محاور تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية في الحفاظ على التطور"، بحث مقدم إلى الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧/٤٧٨، يناير/أبريل (كانون الثاني/ نيسان)، القاهرة، ٢٠٠٥، الصفحة ١٦.

بضبط السوق، فأعطاهما الشخصية الاعتبارية المستقلة وأهلية التصرف وحق التقاضي (المادة ١)، وأنشأ المرسوم لجنة تقوم بإدارة السوق (المادة ٥)، ومنحها صلاحية اتخاذ الإجراءات المناسبة نحو العمليات التي تشك في سلامتها (الفقرة ٢ من المادة ٦).

أمّا بالنسبة إلى المشرع السوري، فقد أنشأ هيئة الأوراق والأسواق المالية التي تراقب عمل السوق عبر المرسوم رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥ حتى قبل إصدار قانون السوق رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦؛ وذلك بسبب رغبة المشرع بولادة عادلة وشفافة للسوق، وأيضاً بهدف عدم ترك مجال للمصادفة في مجال اقتصادي شديد الحساسية والتعقيد مثل سوق الأوراق المالية.

وعلى هذا، فقد تمّ حظر الممارسات غير العادلة التي قد تنشأ في سوق الأوراق المالية، ومن أهم تلك الممارسات استغلال المعلومات الداخلية السرية والجاهزية من المُطلعين عليها بهدف تحقيق نفع شخصي، وسبّغ المتعاملين غير المُطلعين في السوق.

وتعتبر المعلومات الداخلية الركن الأساسي للقيام بتعامل المُطلعين، ولذلك تجب دراستها من الناحية القانونية بشكل عميق، وعدم ترك أي تفاصيل عنها، وذلك لتحديد ما أخذ موقف من كل خلاف متعلّق بها، واعتماد طريق تشريعي واضح وصارم تجاهها.

وفي الواقع، يلف مفهوم المعلومات الداخلية غموض كبير لدى غير المعنيين بسوق الأوراق المالية، في حين اختلف المشرعون حول العالم في اختيار تعريف جامع مانع لهذا المفهوم، حتى إنّ تسمية هذه المعلومات تختلف أيضاً من قانون لآخر.

ومن جهة أخرى، يختلف المشرعون أيضاً في تحديد مجال هذه المعلومات ومُنْتَجِهَا أو مَصْدَرِهَا، من حيث قصرها على معلومات مُصدر الأوراق المالية، أو شمولها لأي معلومة جوهرية لم يعرفها جمهور المتعاملين في السوق.

وتظهر أهمية البحث بشكل خاص في كون مفهوم المعلومات الداخلية من وجهة النظر القانونية يؤثر في اعتبار الشخص مستغلاً لها ومستحقاً لعقوبة تعامل المُطَّلَعين في السوق من عدمه.

وعلى هذا، يبدو أنَّ من واجب الفقه القانوني أن يحلَّ هذا المفهوم بدقة لإعطاء تعريف واضح له، بالإضافة إلى وضع حدود واضحة لمصدر هذه المعلومات بما يفيد فرض النظام في سوق الأوراق المالية.

ويهدف البحث للوصول إلى المفهوم الحقيقي للمعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية من الناحية القانونية، ومساعدة المشرع في مهمة إحاطة هذه المعلومات لكل حالات تعامل المُطَّلَعين التي تستحق المعاقبة.

فما المعلومات الداخلية بحسب المفهوم القانوني في سوق الأوراق المالية، وما أبرز الإشكاليات القانونية التي تثيرها هذه المعلومات، وما موقف كل من المشرعين الكويتي والسوري وغيرهما من المشرعين حول العالم تجاه المعلومات الداخلية، والتعامل على أساسها في سوق الأوراق المالية، وما المَصَادِر المُنتَجة لهذه المعلومات بحسب المفهوم القانوني لها؟، فالإجابة على هذه الأسئلة هي أهداف البحث.

وسوف نقوم باتخاذ المنهج الوصفي التحليلي المقارن كطريق أساسي لحل إشكالية البحث، وذلك بدراسة الموضوع من خلال الدراسات السابقة للموضوع، أو التي تتعلَّق به من بعض النواحي، ووصف مشكلات البحث ومحاولة إيجاد حل لها عبر تحليل القواعد القانونية واختيار الأنسب لتنظيم الحالات التي سيتم دراستها، وفقاً للقوانين والتشريعات المقارنة التي سنبحث فيها.

وعلى هذا سوف نقوم بتقسيم البحث إلى مبحثين ندرس فيهما: ماهية المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية (المبحث الأول)، ومَصَدَر هذه المعلومات (المبحث الثاني).

المبحث الأول ماهية المعلومات الداخلية

حتى نصل إلى رؤية واضحة عن المعلومات الداخلية من الناحية القانونية ونقوم بواجب الوقوف بشكل حاسم أمام ممارسة استغلالها وأمام كل الممارسات غير الأخلاقية الأخرى^(٢)، سوف نقوم بدراسة تسميات هذا المفهوم لدى أهم التشريعات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، وبعدها نقوم بالبحث في التعريفات القانونية التي أطلقت عليه، وذلك في المطلبين التاليين.

المطلب الأول التسميات القانونية للمعلومات الداخلية

إنَّ معرفة مفهوم ما تبدأ من تحليل الاسم وبيان المقصود به، والخلاف حول موضوع المعلومات الداخلية وحدودها في سوق الأوراق المالية انعكس بشكل كبير على اختلاف تسمياتها بين القوانين، وعلى هذا سوف ندرس تسمية هذه المعلومات لدى القانونين الكويتي والسوري والتشريع المقارن في الفقرات التالية.

أولاً - تسمية القانون الكويتي للمعلومات الداخلية:

كان من الطبيعي ظهور الحاجة إلى تحديد واضح للممارسات غير العادلة التي قد تحدث في السوق، ومواجهتها وتعطيلها بالآليات القانونية المدروسة، ومن أهم هذه الممارسات استغلال المعلومات الداخلية، وتخضع هذه الممارسة لحكم المادة ١٤٠ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠^(٣).

(٢) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٣، الصفحة ٩١.

(٣) وقد تمَّ تعديل هذه المادة بالمرسوم بقانون رقم ٥٢ والصادر بتاريخ ١٥/٠٦/١٩٩٩.

تنص هذه المادة في إطار حظرها لاستغلال المعلومات الداخلية على تسمية هذه المعلومات بـ "المعلومات التي وصلت إلى علم عضو مجلس إدارة الشركة بحكم منصبه"، و هي في الواقع ليست تسمية بقدر ما هي ذكر للحالة الأكثر شهرةً لاستغلال المعلومات الداخلية، وهي حالة استغلالها من المُطَّلِع الرئيسي عليها؛ أي الشخص الذي يُفترض علمه بهذه المعلومات بسبب وظيفته أو مركزه بالشركة، وكان السبب في إصدار هذه القاعدة ملاحظة بعض أعضاء مجلس الإدارة في الشركات وهم يقومون باستغلال مراكزهم وإطلاعهم على الأوضاع المالية لهذه الشركات التي يعملون بها بالتعامل على أسهمها نتيجة لمعرفتهم المسبقة بمركزها المالي^(٤).

والتسمية التي جاء بها قانون الشركات الكويتي تعتبر قاصرة عن ذكر المعلومات التي تأتي من جهات أخرى غير الشركات، والتي تؤثر على أسعار أوراقها المالية في السوق، مثل المعلومات الخاصة بقرارات لجنة السوق الكويتية وغيرها من الجهات المُنتجة للمعلومات الداخلية.

ولذلك لا يمكن بأي حال من الأحوال الاعتماد على هذا النص في حظر استغلال المعلومات الداخلية؛ لأنَّه جاء لمعالجة حالة معينة وليس لحظر ممارسة معقدة لها تفاصيل كثيرة وفاعلون كثرون، مثل استغلال المعلومات الداخلية أو ما يسمَّى أيضاً بتعامل المُطَّلِعِينَ.

ولهذا انتقد البنك الدولي في تقريره لعام ٢٠٠٤ عدم تجريم هذه الممارسة بالشكل الكافي في دولة الكويت، وكنتيجة لهذا الانتقاد قام المشرع الكويتي بإصدار المرسوم رقم ١٥٨ لعام ٢٠٠٥ بشأن تعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لعام ١٩٨٣، وقام بتعديل المادة ٦

(٤) المذكرة الإيضاحية للمرسوم بقانون الكويتي رقم ٣ لعام ١٩٧٥، انظر: د. يعقوب يوسف صرخوه، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة، الصفحة ٣٥٣.

منه، فأصبحت تنص على أن: "تتولى لجنة السوق وضع القواعد والسياسات العامة لسوق الكويت بما فيها... ضوابط منع التداول بناء على معلومات داخلية أو غير معلنة أو لتضارب مصالح" (٥).

ومن الواضح أنَّ المرسوم الجديد استخدم تسمية "المعلومات الداخلية" وهي أفضل تسمية تُطلق على هذه المعلومات، كما أنَّه أتبعها بـ "المعلومات غير المعلنة"؛ أي السرية التي لا يتم الإفصاح عنها للجمهور وإن علم بها عدد محدود من الأشخاص (٦)، وأخضع المرسوم النوعين لحكم المعلومات التي تجوز أن تكون محلاً لاستغلال المعلومات الداخلية، وهذا تطور تشريعي جيد، يُظهر رغبة المشرع الكويتي بحظر هذه الممارسة، واتخاذها للتسمية الأكثر نجاحاً بين الأسماء التي أطلقت على المعلومات الداخلية.

ثانياً - تسمية القانون السوري للمعلومات الداخلية:

لقد حاول المشرع السوري منذ أن بدأ بتنظيم سوق الأوراق المالية بوضع تسميات دقيقة للمفاهيم التي يقوم بتنظيمها، وبالنسبة إلى المعلومات الداخلية، فقد أسماها باسمها هذا في التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥، ولكن القانون ذاته في إطار منع استغلاله لهذه المعلومات جاء بتسمية "معلومات داخلية أو سرية" المتعلقة بمُصدر أو أكثر أو بورصة مالية أو أكثر (٧).

(٥) للمزيد من التفاصيل انظر: د. أماني خالد بورسلي، مقال تحت عنوان: "لابد من الحوكمة وتفعيل الرقابة الذاتية لحماية المساهمين"، انظر الموقع: <http://www.alaswaq.net/articles/2007/04/09/7162.html>

(٦) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، عام ٢٠٠١، الطبعة الأولى، الصفحة ٢١٩.

(٧) القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، المادة ١٨، الفقرة أ/٣، وذلك بعد تعديل القانون رقم ٢٢ الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٧/٩/٢٠٠٩، المادة ٦.

وتسمية القانون السوري للمعلومات القابلة للاستغلال بالداخلية تعتبر موفقة؛ وذلك لأنَّ هذه التسمية توحى بكون المعلومات مخفية عن نظر عموم المتعاملين في السوق، كما أنَّها آتية من داخل إحدى الجهات التي ترتبط أعمالها بالسوق، ممَّا يوحي أيضاً بأنَّ هذه المعلومات جوهرية ومهمَّة، ومن ثمَّ تعطي تسمية "المعلومات الداخلية" وصفاً دقيقاً لطبيعة هذه المعلومات.

ومن الواضح أنَّ المشرع أدخل أيضاً المعلومات ذات الطابع السري، التي لا يجوز الإفصاح عنها ولا معرفتها من الجمهور، مثل الأسرار الصناعية العائدة لمُصدر الأوراق المالية، ضمن مفهوم المعلومات الداخلية القابلة للاستغلال، ما دامت تستطيع التغلُّب على آلية تشكل السعر السوقي عند تلاقي العرض بالطلب^(٨).

وإن كان الاقتصار على ذكر المعلومات السرية فقط قد لا يعني أنَّ المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ذات تأثير على سعرها، فالسرية كصفة للمعلومة لا تعني أنَّها بالضرورة معلومة جوهرية ذات تأثير على السعر السوقي، لذا كان يُفضَّل الإشارة إلى هذا التأثير، فالمعلومة الداخلية يجب أن يكون من شأنها - لو أفصح عنها للعموم - التأثير على سعر الورقة المالية المتعلقة بها^(٩).

وقد تنبَّهت تعليمات تعامل الأعضاء لدى سوق دمشق للأوراق المالية لهذه التسمية فحظرت على جميع المتعاملين تداول الأوراق المالية بناء على "المعلومات الداخلية أو أي معلومات جوهرية" قبل الإعلان عنها في السوق^(١٠)؛ أي أنَّها بدَّلت لفظ المعلومات السرية في قانون إنشاء الهيئة بالمعلومات الجوهرية، وهو تغيير صائب.

(٨) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ١٠٢.

(٩) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٢٢٠.

(١٠) قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٥/٢٠٠٩، المادة ١٤.

ثالثاً - تسمية التشريع المقارن للمعلومات الداخلية:

بالنسبة إلى قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ فقد أطلق عليها تسمية "السر"^(١١)، وهي تسمية تُقصر على المعلومات الداخلية صفة السرية فقط مع أنه يتوجب وجود أركان أخرى لهذه المعلومات بالإضافة إلى السرية مثل جوهرية التأثير على الأسعار، ويُضاف أن تعبير السر يبعث على اللبس بين المعلومات الداخلية والأسرار التجارية والصناعية التي لا يجوز الإعلان عنها^(١٢).

أمّا القانون الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع فسمّاها بـ "المعلومات غير المعلنة"^(١٣)؛ أي غير المفصح عنها، وهي تسمية قريبة من المعلومات الداخلية ولكنها تُركّز على المعلومات التي لم يتم الإفصاح عنها بعد، وهي تدخل ضمن متطلبات الإفصاح، ومن ثم تأخذ هذه التسمية بعين الاعتبار شروط المعلومات من حيث سرّيتها وتحديدها بما يتطلبه الإفصاح واستغلاله قبل نشرها والإفصاح عنها في سوق مُحدّد، ولكنها لا تشير إلى تأثيرها الجوهري.

وفي فرنسا، وبعد أن حلّت "هيئة الأسواق المالية الفرنسية L'Autorité des marchés financiers (AMF)" محل لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB)^(١٤)، أصدرت لائحة عامة بموضوع التلاعب بالسوق بآخر تعديل لهذه اللائحة عام ٢٠٠٩، وقد أطلقت على المعلومات الداخلية تسمية "المعلومات المميّزة information privilégiée"^(١٥)، وهذه التسمية تركز على أن المعلومة الداخلية ليست أي معلومة

(١١) القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٦٤.

(١٢) د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٩، الطبعة الأولى، الصفحة ٣٦، الهامش ٣.

(١٣) القانون الاتحادي الإماراتي، رقم ٤، في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، الصادر عام ٢٠٠٠، المادة ٣٧.

(١٤) Loi de France, n° 2003-706, de sécurité financière, du 1er août 2003.

(١٥) France, R?GLEMENT G?N?RAL DE L'AUTORIT? DES MARCH?S FINANCIERS, LIVRE VI - ABUS DE MARCH?: OP?RATIONS D'INITI?S ET MANIPULATIONS DE MARCH?, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Article 621-1.

عادية، وإنما هي معلومة ذات أهمية خاصة وتأثير خاص، فهي تُقَرَّب حاملها من التقدير السليم للسعر السوقي المستقبلي الخاص بالورقة المالية^(١٦).

أمّا قانون تعامل المُطْلَعين الإنكليزي فسَمَّاهَا "المعلومات الحسّاسة غير المنشورة Unpublished Sensitive Information" والمتعلقة بالأوراق المالية العائدة لشركة معينة^(١٧)، وهي تسمية تركّز على حساسية المعلومات؛ أي تأثيرها على الأوراق المالية كما تشترط أن تكون غير منشورة أي سرية، ومن ثم وفقاً لهذا القانون ممكن دخول المعلومات الداخلية لأحد الكيانات الإدارية أو التنظيمية أو الخاصة غير المُصدرة التي يرتبط نشاطها بسوق الأوراق المالية ما دامت ذات تأثير على المعلومات الداخلية.

واعتبر قانون الغش في الأوراق المالية واتجار المُطْلَعين الأمريكي لعام ١٩٨٨، أنّ "المعلومات الجوهرية غير المُعلنة Material, Nonpublic Information" هي محل انتهاك القانون بالبيع والشراء على أساسها^(١٨)، ومن ثم اعتمد القانون الأمريكي على صفتي الجوهرية (أي ذات التأثير المهم) والسرية للمعلومات الداخلية، فالمتعاملون على أساس هذه المعلومات يستخدمون مظهراً عادلاً لتعاملاتهم مستغلين سرية المعلومات^(١٩).

وقد سمّاهَا القانون البولندي الخاص بالاتجار العام على الأوراق المالية بـ "المعلومات الداخلية Inside Information"^(٢٠)، وهي التسمية الأشمل، والأكثر دلالة على المعنى، والتي نُفَضِّل الأخذ بها.

(١٦) دحسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٦، الصفحة ٤٧.

(١٧) UK, Company Securities (Insider Dealing) Act, of 11th March 1985, comes into force on 1st July 1985, section 2\1\c.

(١٨) USA, PUBLIC LAW 100-704-, the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act, NOV. 19, 1988 section 21/A/1.

(١٩) Steve Brody, Criminal Insider Trading: Prosecution, Legislation, and Justification, Stanford Law School, May 2009, page 19, see: http://works.bepress.com/steven_brody/1/.

(٢٠) Polish Act, 'Public Trading of Securities' law, of 1997, art 176, section 2.

وبعد أن تعرّفنا تسميات المعلومات الداخلية لدى المشرعين، علينا دراسة تعريفهم لها، وذلك في الفقرات التالية.

المطلب الثاني

تعريف المفهوم القانوني للمعلومات الداخلية

يقوم المشرعون عادة بتعريف المفاهيم التي ينظمونها بهدف وضع حدودها وإيضاح معناها كما أراد المشرع، وفيما يخص المعلومات الداخلية فقد حصل تنوع كبير في تعريف هذه المعلومات، إلى درجة الاختلاف حتى في تسميتها، ولكن هناك إجماعاً على أنّها المعلومات التي تعطي حاملها امتيازاً غير عادل يميّزه عن باقي المتعاملين في السوق^(٢١)، عبر إعطائه انطباعاً إيجابياً^(٢٢) أو سلبياً^(٢٣).

وسوف نشرح تعريف القانون الكويتي، والقانون السوري والتشريع المقارن، للوصول إلى التعريف الأكثر دقة وشمول، وذلك في الفقرتين التاليتين.

(٢١) ويمكن أن تكون الشركة بموقع المُطّلع المتميّز عن باقي المتعاملين لمعرفتها بمعلوماتها الداخلية، وذلك عندما تقوم بشرائها لأسهمها في سوق الأوراق المالية مع باقي المتعاملين العاديين على هذه الأسهم، د. محمد محب الدين قرباش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، نوقشت في جامعة القاهرة عام ٢٠٠٤، غير منشورة، الصفحة ١٧٠.

(٢٢) مثلاً معلومة تفيد بأنّ الشركة ستوقع عقداً مع شركة أخرى لتوسيع مجال أعمالها وتطويره سيعود عليها بالربح أو أنّها وظفت مديراً مبدعاً ومعروفاً في دولتها...إلخ، د.أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، الكويت، عام ١٩٩٨، الصفحة ٨.

(٢٣) على سبيل المثال معلومة تقول إنّ الشركة تعاني عجزاً مالياً وإنّها على حافة الإفلاس، أو إنّها تغلق فروعها وتسرح موظفيها بسبب ضائقة مالية، أو عدم سلامة ما تنتجه الشركة على الصحة والبيئة، أو ظهور منتج جديد يغني عن منتجات الشركة...إلخ، المرجع السابق.

أولاً - تعريف القانون الكويتي للمعلومات الداخلية:

نصّت المادة ١٤٠ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ على أنّه: "...لا يجوز لعضو مجلس الإدارة أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة...".

ومن النص السابق يمكننا استنتاج تعريف المشرع الكويتي للمعلومات الداخلية، بأنها تلك المعلومات التي تصل إلى علم عضو مجلس الإدارة بفضل ميزات مركزه، والقابلة لاستغلالها وتحقيق فائدة منها.

ومن الواضح أنّ قانون الشركات الكويتي السابق أراد تنظيم حالة معيّنة وهي حالة استغلال عضو مجلس الإدارة لمعلومات شركته الداخلي لمصلحته الشخصية، ووضع "إجراء وقائي" يمنع المضاربات غير المشروعة لمديري الشركات المساهمة^(٢٤)، ولم يقصد حظر القيام باستغلال المعلومات الداخلية بصفة عامة، وفي كل الحالات برأينا.

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

ويمكننا في هذا السياق ذكر النص الذي حظر على شركات إدارة المحافظ المالية للغير كتمان الإفصاح عن المعلومات الجوهرية بموجب المادة السابعة من

(٢٤) لقد وصّف الدكتور يعقوب صرخوه حظر استغلال المعلومات من عضو مجلس الإدارة، الذي ذكره قانون الشركات الكويتي بـ "الإجراء الوقائي"، وليس بالقيد على تداول الأسهم، ديعقوب يوسف صرخوه، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، مرجع سابق، الصفحة ٣٥٣.

قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لعام ٢٠٠٥؛ حيث وصفت هذه المادة المعلومات الجوهرية بأنها تلك التي يمكن أن تؤثر في سلامة القرارات التي يتخذها المستثمرون، وبالطبع تُصبح المعلومات الجوهرية تلك داخلية مع توافر عنصر السرية فيها، ومن الواضح أنَّ القرار السابق قد ركَّز على ضرورة أن تكون المعلومات ذات تأثير في قرار المستثمر ومن ثم أن تكون حساسة فيما يتعلَّق بأسعار الأوراق المالية.

وعلى هذا فإنَّ سوق الكويت للأوراق المالية بحاجة ماسة إلى تعريف صريح للمعلومات الداخلية، وإلى نص واضح وصارم لتحريم استغلالها، خاصَّة أن هذه الممارسة تعد من أكثر مخالفات السوق تأثيراً من الناحية السلبية على توزيع الملكية فيه، وعلى دقة أسعاره، وسيولته^(٢٥).

ثانياً – تعريف القانون السوري للمعلومات الداخلية:

لقد استطاع المشرع السوري أن يستفيد من تجارب الآخرين فيما يخص تنظيم سوق الأوراق المالية؛ فبعد أن ظهر في جميع أنحاء العالم أنَّ هذه السوق لا يمكن لها أن تنشأ وتسير بشكل متوازن وشفاف من دون وجود قانون يضبطها، قام بإصدار مرسوم إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥ قبل انطلاقتها بأربع سنوات، وجاءت تعليماته التنفيذية الصادرة بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٣٩٤٦ لعام ٢٠٠٦، بتعريف صريح للمعلومات الداخلية.

فعرَّفَها بأنها: "المعلومة غير المُعلن عنها والمتعلقة بمُصدر أو أكثر، أو بورصة مالية أو أكثر، والتي قد تؤثر في سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان

(٢٥) Beny, Laura Nyantung, Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, Winter 2007- 2008, pages: 24-27-29, see: <http://www.allbusiness.com/legal/laws-government-regulations/526499-1.html>.

عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية^(٢٦).

ومن الواضح أنَّ القانون السوري السابق قد اهتم بشكل رئيسي بصفة سرية المعلومات الداخلية، حيث أتبعها مباشرة بصفة "غير المعلن عنها"، وهو تنبيه مهم على أنَّ المعلومات الداخلية هي معلومات مخفية عن جمهور المستثمرين.

وبعد ذلك ربط القانون السوري السابق المعلومات الداخلية إمَّا بمصدر الأوراق المالية، وإمَّا بذات الورقة المالية، وهي رغبة منه في توسيع نطاق مفهوم المعلومات الداخلية.

وقد ذكر القانون السوري أنَّ هذه المعلومات ذات تأثير على سعر أي ورقة مالية إذا تمَّ الإعلان عنها، وهو تنبيه صريح بأنَّ المعلومات الداخلية ليست مجرد معلومات سرية غير معلنة، وإنَّما أيضاً هي معلومات جوهرية ومؤثرة على السعر السوقي للورقة المالية؛ أي أنَّ لها حساسية خاصّة بحيث إنَّها قد تُغيّر قرار المستثمر الذي يشكل سعرها، وبذلك فإنَّ صفة التأثير على الأسعار هي أهم صفة للمعلومات الداخلية.

ومن ناحية أخرى فرّق التعريف السابق بين المعلومات الداخلية والتوقعات والاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل المالية، وهو ما شرّحه أيضاً نظام الإفصاح السوري وتعليماته^(٢٧).

فالدراسات والبحوث والتحليلات المالية ليست يقينية، وهي مجرد توقعات لا ترقى إلى مرتبة المعلومة، وكذلك يجب التفريق بين المعلومات الداخلية

(٢٦) قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

(٢٧) قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١، الفقرة ب.

والشائعات الوهمية التي هي أخبار غير حقيقية بُنيت لمصلحة أحد الأطراف^(٢٨)، فهي الأخرى بعيدة عن المعلومات الداخلية محل ممارسة الاستغلال؛ لأنها ليست معلومات حقيقية يمكن الاعتماد عليها؛ إذ هي فقاعة وهمية، ويشترط في المعلومات الداخلية أن تكون حقيقية حتى تكون قادرة على إعطاء امتياز للمطلع عليها عن باقي المشاركين في السوق.

ثالثاً - تعريف التشريع المقارن للمعلومات الداخلية:

بالنسبة إلى المشرع المصري فلم يعرف المعلومات الداخلية في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، وذلك نتيجة طبيعية لتسمية هذا القانون للمعلومات الداخلية بالسِر، ولكن قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية في القاهرة والإسكندرية الصادرة عام ٢٠٠٦ عرّفت المعلومات الداخلية بـ "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"^(٢٩)، فبدلاً من اتخاذ القرار بناءً على التحليل الاقتصادي والفكر المستقبلي يتخذ الشخص المُطلع بناءً على هذه المعلومات السرية وهو ما يفقد الثقة في السوق^(٣٠).

وقد اهتمَّ التعريف المذكور بصفة الجوهرية الخاصة بالمعلومات الداخلية؛ أي تأثيرها على الأسعار، أو قرارات المستثمرين، أو اتجاهات التعامل في سوق

(٢٨) حسام الدين محمد، حامد العطار، ألف براء بورصة، خبرات مالية وشرعية، الدار العربية للعلوم، بيروت، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، الصفحة ١٧٠.

(٢٩) قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٢ الفقرة ١٢.

(٣٠) د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣، الصفحة ١٣٧.

الأوراق المالية^(٣١)، وهو اهتمام في محله، كون صفة الجوهرية أو التأثير الجوهري^(٣٢) هي التي تعطي المعلومات الداخلية أهميتها ومكانتها.

كما أنَّ التعريف السابق ذكر صفة عدم العلنية للمعلومات الداخلية، وربطها بالشركات المُدرجة وما يتعلَّق بها، والربط الأخير قاصر؛ وذلك لأنَّ المعلومات الداخلية تأتي من مصادر عديدة من ضمنها الشركة المُدرجة ولا يكفي الاقتصار عليها، خوفاً من آثار تعامل المُطلعين الذي يسبَّب تشوه السعر ويصيب البيئة التجارية في السوق بالتشردم^(٣٣).

وبالنسبة إلى المشرع الإماراتي فلم يعرف المعلومات الداخلية - أو كما يسمُّها بالمعلومات غير المعلنة - لا في قانون هيئة وسوق الأوراق المالية والسلع رقم ٤ لعام ٢٠٠٠، ولا حتى في نظام الإفصاح والشفافية رقم ٣ لعام ٢٠٠٠، وعلى هذا، تظهر الحاجة لتعريف هذه المعلومات في المستقبل.

أمَّا بالنسبة إلى المشرع الفرنسي، فقد عرَّفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) المعلومات المميزة في لائحته المتعلقة بالتلاعب بالسوق عام ٢٠٠٩، بأنَّها: "أي معلومة ذات طبيعة دقيقة لم يتم الإعلان عنها للعموم، والمتعلقة مباشرة أو غير مباشرة بواحد أو أكثر من مُصدري الأدوات المالية، أو بواحدة أو أكثر من الأدوات المالية، التي إذا تمَّ تعميمها؛ فمن المحتمل أن يكون

(٣١) قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية لعام ٢٠٠٦، المادة ٢، الفقرة ١١.

(٣٢) د. محمد محب الدين قرباش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها"، مرجع سابق، الصفحة ١٧٩.

(٣٣) Adina Onofrei, LA RESTRUCTURATION DES LA RESTRUCTURATION DES MARCHÉS FINANCIERS EN EUROPE: UNE COURSE DE TITANS, 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: http://www.collegeofeurope.net/content/StudyProgrammes/law/studyprog/pdf/Onofrei_Adima_thesis.pdf.

لها تأثير هام على أسعار الأدوات المالية الخاصة بها، أو أسعار الأدوات المالية ذات العلاقة" (٣٤).

وقد اهتمَّ التعريف السابق بطبيعة المعلومات الداخلية الحساسة المؤثرة وبسريَّتها، وربطها ليس بمصدر الأوراق المالية فقط، ولكن بذات هذه الأوراق أيضاً، كما أنَّه ركَّز على القدرة المحتملة لهذه المعلومات في التأثير في سعر الورقة المالية، أو أي ورقة مالية مرتبطة بها، وهو توسُّع محق؛ وذلك لأنَّ الغاية من توسيع نطاق المعلومات الداخلية هي إيجاد حماية أكبر للسوق من إمكانية استغلالها.

أمَّا المشرع البريطاني، فقد اعتبر قانون تعامل المُطلعين البريطاني لعام ١٩٨٥ أنَّ المعلومات غير المعلنة والحساسة تجاه أسعار الأوراق المالية هي المعلومات التي تمثِّل موضوعاً محدداً ذا علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة، وهي المعلومات غير المعروفة بالنسبة إلى المتعاملين، التي لو تمَّ الإعلان عنها للعموم لنشأت إمكانية تأثيرها جوهرياً على أسعار الأوراق المالية (٣٥)، وهذا التعريف تنبَّه إلى عنصر جديد في المعلومات الداخلية ألا وهو "التحديد"، فلا يجوز أن تكون هذه المعلومات عامة إلى درجة فقدانها لتأثيرها على الأسعار.

أمَّا المشرع الأمريكي، فلم يظهر له تعريف واضح وصريح للمعلومات الداخلية، واكتفى بالتركيز على صفتي الجوهريَّة والسرية التي سماها بها، وهي صفات فضفاضة بحاجة إلى الضبط القانوني (٣٦).

(٣٤) France, R?GLEMENT G?N?RAL DE L'AUTORIT? DES MARCH?S FINANCIERS, LIVRE VI - ABUS DE MARCH?: OP?RATIONS D'INITI?S ET MANIPULATIONS DE MARCH?, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Article 621-1.

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

(٣٦) د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، مرجع سابق، الصفحة ٥٢.

ومن ثم يمكننا تعريف المعلومات الداخلية بـ: "المعلومات التي يحظر على جميع المتعاملين المُطلَّعين عليها في السوق التعامل على أساسها؛ وذلك لأنها ذات طبيعة مؤثرة على سعر الورقة المالية المتعلقة بها وتعطي حائزها ميزة معلوماتية تجعله يتخذ قراراً استثمارياً صحيحاً بشكل شبه مضمون دون باقي المشاركين في السوق".

وبعد أن بحثنا في ماهية المعلومات الداخلية، وعرفناها بشكل دقيق، علينا الآن دراسة مصادرها، وذلك في المبحث التالي.

المبحث الثاني مَصْدَرُ المعلومات الداخلية

عندما يتم دراسة ممارسة استغلال المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية، غالباً ما يتجه الباحثون إلى المعلومات الداخلية التي تَنْتُج باستمرار من الجهة التي أصدرت وأدرجت الأوراق المالية، مثل البيانات المالية الخاصة بالشركة المساهمة قبل الإفصاح عنها، وهذه النظرة التقليدية التي اتبعتها بعض المشرعين، تُهمل فئة أخرى غاية في الأهمية من المعلومات الداخلية، وهي المعلومات السرية الجوهرية الآتية من الجهات المنظمة لأعمال السوق، وغيرها من الجهات.

ومن ثم تأتي المعلومات الداخلية من مَصْدَرَيْن أساسيين، هما الجهة المُدرجة أو ما تدعى أيضاً بمُصْدِر الأوراق المالية، الذي تعكس أحواله وأعماله أثارها على أسعار أوراقه المالية، وهناك أيضاً الجهات المُنظمة لسوق الأوراق المالية، التي تقوم بإنتاج المعلومات الداخلية، وسوف نقوم بدراسة هذه الجهات في المطلبين التاليين.

المطلب الأول الجهات المُصْدِرَة للأوراق المالية

إننا نعيش في عصر مليء بالشركات والمعلومات المالية التي تتدفق في كل مكان وفي كل وقت؛ ممّا يجعل استيعابها أمراً مستحيلاً على المستثمرين^(٣٧)، وعندما ترتفع أسعار سوق الأوراق المالية، تتركّز النقاشات

(٣٧) مايكل كاي، دليل ستاندرد آند بورز من أجل اختيار الأسهم في البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ١٧، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

Michael Kaye, THE STANDARD & POOR'S GUIDE TO SELECTING STOCKS, Finding the Winners and Weeding out the Losers, McGraw - Hill Companies, Inc., New York, 2006.

حول المعلومات الداخلية^(٣٨)، ومن أهم مصادر المعلومات الداخلية المعترف بها من قبل المشرعين حول العالم بشكل قريب من الإجماع، يظهر لنا الجهات المُصدرة للأوراق المالية، فما هذه الجهات؟ وما أهمية المعلومات الداخلية الآتية منها؟ وما تأثير الإفصاح عن هذه المعلومات على السوق؟ هذا ما سوف نبحث به عبر الفقرات القادمة.

أولاً - تعريف المشرعين للجهات المُصدرة:

وفقاً لمرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لعام ١٩٨٣، يمكننا استنتاج الجهات المُصدرة من تعريف المرسوم للأوراق المالية^(٣٩) بأنّها: "الشركات المساهمة الكويتية في حال إدراجها للأسهم والسندات، والحكومة أو الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية التي تُدرج السندات والأذونات، وأي جهات أخرى غير كويتية تُصدر أوراقاً مالية كويتية أو غير كويتية مرخصاً بتداولها من لجنة السوق".

وهذه الجهات لم يشملها جميعها نص المادة ١٤٠ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠؛ حيث إنّه ذكر الشركة، التي قد تُدرج أسهماً أو سندات، ولم يتم ذكر الجهات الحكومية التي تصدر السندات والأذونات ولا الجهات المُدرجة غير الكويتية، وهذا نقص يجب تداركه بالنص على جملة "أو أي جهة مُصدرة أو مُدرجة للأوراق المالية في السوق" بعد كلمة الشركة، حتى يشمل النص كل المعلومات الداخلية الآتية من الجهات المُصدرة في السوق.

أمّا قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦ فقد عرّف الشخص المُصدر بأنّه "الشخص الاعتباري الذي يُصدر أوراقاً مالية أو يُعلن

(٣٨) جاري جراي، باتريك ج. كوساتيس، ج. راندال وولريدج، دليلك لتقييم الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٧، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

Gary Gray, Patrick J. Cusatis, J. Randall Woolridge, StreetSmart Guide to Valuing a Stock, McGraw - Hill Companies, Inc., New York, 2004, Second Edition.

(٣٩) المرسوم الأميري الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لعام ١٩٨٣، المادة ٢.

عن رغبته في إصدارها^(٤٠)، وهذا الشخص ينقلب إلى جهة مُدرجة فور قبول إدراجها في السوق، ومن ثم نستطيع اعتبار أي معلومة غير معلنة وجوهرية آتية من أي شخص مُصدر للأوراق المالية ومتعلّقة بها، محلاً ممكناً لممارسة استغلال المعلومات الداخلية.

وفي مصر، لم يُعرّف قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ ولا تعليماته التنفيذية الجهة المُصدرة، وحتى تعليمات تعامل الأعضاء ببورصتي الأوراق المالية في القاهرة والإسكندرية لعام ٢٠٠٦ أغفلت تعريفها، ويبدو أنَّ السبب هو اعتقاد المشرع ببديهيّة المعنى، مع أنَّ كثيراً من الناس لا يعرفون أنَّ الحكومة ومؤسساتها قد تكون جهة مُدرجة في السوق وقد تُنتج من ثم معلومات داخلية يُمكن استغلالها.

ويمكننا الوصول إلى التعريف نفسه للجهات المُصدرة، الذي وصلنا إليه عبر تعريف الأوراق المالية من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، عبر تحليل تعريف النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع الإماراتي لعام ٢٠٠٠ للأوراق المالية^(٤١)، مع إضافة الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية في الإمارات التي قد تُصدر السندات والأذونات وتقوم بعد ذلك بإدراجها في سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.

وبالنسبة إلى فرنسا، فقد جاءت المادة التي عرّفت المعلومات الداخلية على ذكر مُصدري الأدوات المالية في السوق، في اللائحة المتعلّقة بالتلاعب بالسوق لعام ٢٠٠٩^(٤٢)، ومن الملاحظ أنَّ النص الفرنسي استخدم لفظ "أدوات مالية

(٤٠) المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٠/١٠/٢٠٠٦، المادة ٢، الفقرة أ.

(٤١) قرار مجلس الوزراء الإماراتي، رقم ١٢، في شأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع، الصادر بتاريخ ٣/٧/٢٠٠٠، المادة ١.

(٤٢) France, R?GLEMENT G?N?RAL DE L'AUTORIT? DES MARCH?S FINANCIERS, LIVRE VI - ABUS DE MARCH?: OP?RATIONS D'INITI?S ET MANIPULATIONS DE MARCH?, (modifi? par arr?t? du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Article 621-1.

instruments financiers" بدلاً من الأوراق المالية، وفي الواقع تعتبر تسمية الأدوات المالية أوسع من نظيرتها، وسبب استخدام هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) لهذه التسمية هو أنها كانت بصدد تنظيم التلاعب في جميع أنواع الأسواق المالية ومن ضمنها سوق الأوراق المالية، وكان من الممكن أيضاً أن يُستخدم مصطلح "الأدوات الاستثمارية" التي تعبر أكثر عن طبيعة أسواق المال الاستثمارية، التي تعتبر العنصر الأساسي لحياة أسواق المال^(٤٣).

أمّا قانون تعامل المُطَّلعين البريطاني فلم يُعرّف مُصدر الأوراق المالية، على عكس المشرع الأمريكي، فقد عرّف المُصدر في قانون سوق الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ بـ: "أي شخص يُصدر أو يعتزم إصدار الأوراق المالية"^(٤٤)، وهذا التعريف يساوي بين الشخص الذي يُصدر فعلاً الأوراق المالية والذي ينوي إصدارها؛ وذلك لأنَّ الشخص الثاني قد يكون من المُطَّلعين فيه على المعلومات الداخلية ويقوم باستغلالها قبل الإصدار الفعلي، ولذلك استوجب اعتباره مُصدراً حتى يتم اعتبار المعلومات الآتية منه داخلية، وقابلة للاستغلال.

ومن ثم، يمكننا تعريف الجهات المُصدرة بأنها: "الجهات التي أصدرت أوراقاً مالية كأدوات تداول، وندعوها بالمُدرجة إذا قامت بإدراجها في سوق الأوراق المالية"، وهي من ثم الجهات الأكثر قرباً من الأوراق المالية، والأكثر إنتاجاً للمعلومات الداخلية المتعلقة بها، وبعد أن عرّفنا المُصدر، علينا دراسة أهمية معلوماته الداخلية.

ثانياً - أهمية معلومات المُصدر الداخلية:

إنَّ للمعلومات الداخلية الآتية من مُصدر الأوراق المالية أهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية، فـ"المعلومات هي بذاتها شيء ثمين Information which

(٤٣) دمنير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، الصفحة ٦٧١.

(٤٤) USA, SECURITIES EXCHANGE ACT, OF 1934, [AS AMENDED THROUGH P.L. 111-72, APPROVED OCT. 13, 2009], section 3 (8).

"is itself valuable" (٤٥)، بل هي أغلى منتجات العالم (٤٦)؛ لأنَّ تحديد قيمة وأخطار الأوراق المالية يعتبر صعباً جداً ويعتمد كلياً على المعلومات (٤٧)، وخاصّة تلك الآتية من أكثر الجهات قرباً وارتباطاً بالأوراق المالية، وهي مُصدر هذه الأوراق.

حيث تضع أسواق الأوراق المالية على مُصدر الأوراق المالية التزاماً بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية غير المعلنة حتى لا تبقى داخلية، ويتم تعميم الاستفادة منها على جمهور المستثمرين.

وتمر المعلومات بمراحل عدّة ابتداءً بإنتاجها إلى حين وصولها للمستثمر ومعالجة هذه المراحل تمثّل نتيجة النظام المحاسبي القائم، ومن ثم تنتج نوعية المعلومات وصدقها عن نجاح نظام المحاسبة (٤٨)، وبعدها يجب أن يتم توفير المعلومات للمستثمرين بطريقة مبسطة من دون صعوبات، وهو ما يحصل في الدول ذات الأسواق القوية وما يتوق إليه المستثمر في الأسواق الناشئة (٤٩)،

Edmund W. Kitch, REGULATION OF THE SECURITIES MARKET, (٤٥) Bouckaert, Boudewijn and De Geest, Gerrit (eds.), Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, page 818, see: <http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>.

(٤٦) د. يوسف منصور، "أسباب أزمة المال العالمية وأثرها على الأردن"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.ahwaj.net/2013/04/10/10698.php?article=10698>.

(٤٧) Michael J. Watson Q.C, The Regulation of Capital Markets, Market Manipulation and Insider Trading, page 4, see: http://www.icclr.law.ubc.ca/Publications/Reports/wats_pap.pdf.

(٤٨) د. بلة فاتح، د. بن عيشي بشير، حوكمة الشركات "كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق"، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة (السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية)، جامعة الملك خالد، أبها، ١٣-١٤ نوفمبر/تشرين الثاني ٢٠٠٧ م، الصفحة ١٠، انظر: <http://kku.edu.sa/Caferences/SSEFP/Researches/>

(٤٩) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، الصفحة ٢٣٩.

وخاصّة فيما يتعلّق بالمُصدرين الجدد الذين يُلزمون بإصدار نشرة تحتوي على معلومات دقيقة عن المُصدر تدعى "نشرة الإصدار Le prospectus" ^(٥٠) وهي مصدر المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص المُنضمين الجدد من المُصدرين، التي تتيح للمستثمرين اتّخاذ قرار استثماري مستنير ^(٥١).

وتظهر أهمية معلومات المُصدرين في إيصال المعلومات لصغار المستثمرين بشكل خاص؛ لأنّهم يفتقرون إلى آلية جمع معلومات يُعتمد عليها بشكل كلي ^(٥٢)، وبهذا يُمكننا اعتبار المعلومات أنّها وسيلة تحقيق المساواة بين المساهمين ووسيلة أيضاً لطرح الشفافية في السوق ^(٥٣)، ويكون ذلك بشكل خاص فيما يتعلّق بالمعلومات الداخلية الخاصة بمصدري الأوراق المالية، فوصولها للجميع يعني أنّ المُصدر يَنْتَهج سياسة شفافة في عمله ويعامل المستثمرين بشكل عادل، فكلّما أفصح عن معلوماته الداخلية وحولها إلى معلومات جوهرية معلنة بأسرع وقت ولأكبر عدد ممكن من المتعاملين في السوق، كلّما انخفض عدد المستثمرين الذين يتعاملون على أساس الضوضاء الذين يضعفون من تخصيص الموارد ^(٥٤)، وكلّما ارتفعت بالنتيجة كفاءة السوق.

(٥٠) للاطلاع على محتويات نشرة الإصدار التي فرضها المُشرّع السوري. انظر: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ٦٢.

(٥١) Stefanie Volz, La surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison analytique, Université Robert Schuman, Strasbourg III, année universitaire 2002/2003, page 30, see: <http://www.cde.u-strasbg.fr/da/da/AnnexesMemoires/Promo2003/Volz.pdf>.

(٥٢) Adina Onofrei, LA RESTRUCTURATION DES MARCHÉS FINANCIERS EN EUROPE: UNE COURSE DE TITANS, op.cit,section2^o,page5.

(٥٣) Stefanie Volz, La surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison analytique, op.cit, page 29.

(٥٤) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، الصفحة ٦٦٩.

ثالثاً - تأثير الإفصاح عن معلومات المصدر الداخلية على السوق:

تحدد نوعية المعلومات التي تمّ الإفصاح عنها من مُصدري الأوراق المالية درجة كفاءة السوق، فالسوق الذي يضمن الإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمُصدرين في الوقت المناسب، وعدم وجود توقُّع بربح أكبر لأحد المتعاملين يُعتبر أنّه فرض الصيغة القوية "Strong Form" لـ "نظرية الكفاءة القوية Efficient Market Hypothesis (EMH)"^(٥٥).

ويُفترض بالأسواق الناشئة أنّها غير ذات كفاءة^(٥٦)، وهو ما يدفعنا إلى القول: إنّ التحدي الأول بالنسبة إلى هذه الأسواق هو إلزام المُصدرين على الإفصاح الحقيقي والعادل عن معلوماتها الداخلية لكل المستثمرين، خوفاً من انهيار مستويات استقرار المُصدرين مع انخفاض مستويات ثقة المستثمرين^(٥٧).

أمّا مجرد الإفصاح عن المعلومات التاريخية أو العامة، فيفرض عندها السوق صيغة الكفاءة الضعيفة أو المتوسطة^(٥٨)؛ وذلك لأنّ المعلومات تمثّل حلقة الوصل بين المستثمر وسوق الأوراق المالية، وكلّما تفاعل مع هذه المعلومات واستوعبها بسرعة اتخذ القرار الاستثماري الأنجع^(٥٩)، وهنا يلعب الوقت المناسب للإفصاح دوراً رئيسياً أيضاً^(٦٠).

(٥٥) Y. Alex Tung, James R. Marsden, Test of Market Efficiencies Using Experimental Electronic Markets, Journal of Business Research (Elsevier) 41, 145-151 (1998), page 145, see: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296397000039>.

(٥٦) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٤٧٠.

(٥٧) Steve Brody, Criminal Insider Trading: Prosecution, Legislation, and Justification, op.cit, page 20.

(٥٨) د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، عام ٢٠٠٢، الصفحة ١٣٦.

(٥٩) علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، عام ٢٠٠٧، الصفحة ٢٩٣.

(٦٠) المرجع السابق، الصفحة ١٧٣.

وهذا يدل على أهمية نجاح وسلامة إفصاح مُصدري الأوراق المالية لانعكاسه على مستوى كفاءة السوق؛ أي أنَّ قيام أحد المُصدرين الكبار في السوق بمخالفات محاسبية قد يعني أنَّ سعر أوراقه المالية لن يعكس قيمتها الحقيقية على الفور، ومن ثم ستسمح هذه الوضعية بتمييز الأشخاص المُطلعين على المعلومات الداخلية لمعرفةهم بالقيمة الحقيقية للورقة المالية قبل باقي المتعاملين؛ ممَّا يسمح لهم باستغلال هذه المعلومات والقيام بتعامل المُطلعين المحظور قانوناً.

إنَّ هذا التأثير الكبير لمعلومات المُصدرين على كفاءة السوق، يعني أنَّ عدم التزام المُصدرين بواجباتهم بالإفصاح السليم قد يؤثر على حسن سير أعمال السوق التداولية، ومن ثم على مصير السوق بشكل عميق، وهذا ما يستتبع اعتماد نصوص قانونية صارمة فيما يخص مخالفات الإفصاح، بالإضافة إلى مراقبة المُصدرين بشكل دقيق ودائم من السوق ولجنته تحسُّباً لأي مخالفة قد تضر بعمله وبثقة المستثمر في مجال الإفصاح عن المعلومات الداخلية.

وبعد أن تعرَّفنا مُصدري الأوراق المالية كمصدر للمعلومات الداخلية سوف نقوم بتعرف الأوراق المالية ليس كأداة تداول في السوق، ولكن كمصدر للمعلومات الداخلية الخاصة بها بغض النظر عن الشخص الذي أعلنها.

المطلب الثاني

الأوراق المالية كمصدر للمعلومات الداخلية

فيما يتعلَّق بالمعلومات الداخلية، يحوم حول الأوراق المالية عدد كبير من المعلومات الجوهرية التي تكون متنوعة المصادر؛ فقد تأتي بشكل خاص من سوق الأوراق المالية أو من الهيئات القائمة على رقابة عمل السوق وأعضائه وكل المشاركين فيه، وسوف نقوم بدراسة الجهتين السابقتين كمصدرين للمعلومات الداخلية في الفقرتين التاليتين.

أولاً - سوق الأوراق المالية:

إنَّ سوق الأوراق المالية هي الجهة الأكثر قُرْباً من الأوراق المالية، ومن هنا تعتبر إحدى الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية أنها جامعة للمعلومات "Collector of Information" ومعلنة عنها كل مدة معينة^(٦١).

وبالإضافة إلى ذلك تقوم إدارة سوق الأوراق المالية بقيادة دفة السوق من الناحية الإدارية، وهذا ما يسمح لهذه الإدارة بفرض بعض القرارات والقيام ببعض الإجراءات التي تنظّم عمل السوق أو تحميه من بعض المتلاعبين فيه.

وهي الجهة التي تضطلع بصلاحيات من الممكن أن تؤثر على أسعار هذه الأوراق؛ أي تنقلب إلى معلومات داخلية تعكس قرار فئة مستغلة من المتعاملين قد تقوم بتعامل المُطلعين ومخالفة القانون.

وقد تنبّهت سوق الأوراق المالية في الكويت لأهمية المعلومات الآتية السوق، فأصدر مدير السوق القرار الإداري رقم ٢ لعام ٢٠٠٩ الخاص برسوم بيع معلومات السوق، وأنشأ هذا القرار وحدة متخصصة بمعلومات السوق تتبع المكتب الفني (المادة ١)، ونقترح أن يتم النص أيضاً على حظر استغلال معلومات السوق الداخلية (الجوهرية غير المعلنة) من المُطلعين عليها.

حيث إنَّ خطوات السوق كشخصية مستقلة لها كيان معنوي خاص هي عبارة عن أحداث وأخبار تتمثّل في معلومات داخلية مؤثرة لم يتم الإفصاح عنها، ومن ثم يستطيع حائزها سبق المتعاملين في السوق بخطوة عبر استغلاله لميزة معلوماتية، خاصّة أن ثورة المعلومات أسهمت بزيادة سهولة القيام بتعامل المُطلعين^(٦٢).

(٦١) د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٧٦.

(٦٢) د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٣٣.

فيجب - إذا - اعتبار معلومات سوق الأوراق المالية المتعلقة بالأوراق المالية معلومات داخلية إذا كانت جوهرية وقادرة على تحريك سعر الأوراق المالية.

ثانياً - جهات الرقابة على السوق:

يتم عادةً إنشاء جهة تقوم برقابة سوق الأوراق المالية وتنظيم العمل فيها، وتعطى صلاحية إصدار القرارات للوصول إلى سوق شفافة وعادلة، خاصةً أن المستثمرين الأفراد يمدون السوق بسيولة كبيرة لو وثقوا أنهم تحت حماية القانون، وضمن مناخ استثماري وقوانين مالية وضريبية تسهل الاستثمار ولا تعوقه^(٦٣)، وتدعى في الكويت لجنة سوق الأوراق المالية، وفي سوريا هيئة الأوراق والأسواق المالية.

ويتبع نشاط جهات الرقابة على السوق أحداث وأخبار تؤثر على سعر الأوراق المالية إن علم بها المتعاملون في السوق، ولذلك تعتبر الجهة المختصة برقابة السوق مصدراً فعلياً للمعلومات الجوهرية.

وتظهر أهمية المعلومات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية والصادرة عن الجهة التي تقوم برقابة العمل داخل السوق من خلال أهمية وحساسية عمل الهيئة الذي يعكس تأثير معلوماتها على الأوراق المالية.

ونعطي مثلاً على هذه المعلومات بقرار لجنة السوق معاقبة أحد مُصدري الأوراق المالية بالوقف المؤقت عن العمل، فمثل هذا الخبر إن تسرب إلى أحد المستثمرين فسيقوم بالتخلص من الأوراق المالية الخاصة بهذا المُصدر؛ لأن أسعارها ستخفض على الأغلب، وهذا يعني أن المستثمر قام باستغلال المعلومات الداخلية الآتية من لجنة السوق لتجنب الخسارة، وهو ما يحرمه القانون.

(٦٣) أ. خليل هندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، مرجع سابق، الصفحة ٣٤.

ومن جهة الفقهاء فقد عرّف الدكتور أحمد عبد الرحمن الملحم المعلومات الداخلية بأنها: "معلومات صحيحة غير معلنة قد تؤثر جوهرياً على أسعار الأوراق المالية ومتعلقة بتلك الأوراق أو بمصدر تلك الأوراق"^(٦٤)، ومن ثم ضمّن معلومات الأوراق ذاتها ضمن مفهوم المعلومات الداخلية، فليس من الضروري أن تأتي المعلومات من المصدر، فقد تأتي من السوق أو من جهات الرقابة عليه إن ارتبطت بالأوراق المالية، وكذلك فقد اعتبر الدكتور حسين فتحي أنّ الشرط الأوّل للمعلومات محل حظر الاستغلال هو ارتباطها بأسهم الشركة^(٦٥).

وقد ذهب الدكتور صالح البربري أبعد من ذلك؛ حيث اكتفى بالأوراق المالية كمصدر للمعلومات الداخلية وعرّفها بالمعلومات السرية المميزة: "التي لم تصل بعد إلى الجمهور وأنها ذات طابع محدد، تتعلق بورقة أو عدة أوراق مالية، من شأنها، لو شاعت، أن تؤثر على سعر الورقة أو الأوراق في السوق"^(٦٦).

وهذه الآراء السابقة تؤكّد عدم صحة الاقتصار على مصدر الأوراق المالية كمصدر للمعلومات الداخلية في السوق، وأنّ الأوراق المالية قد ترتبط بها معلومات تحمل كل أركان المعلومات الداخلية وآثارها، وتكون آتية من مصادر عديدة، أهمها السوق والجهة التي تراقب العمل فيها، ممّا يستوجب رد فعل تشريعياً للاعتراف بهذه كمعلومات داخلية حمايةً للسوق من قيام المتعاملين فيه باستغلالها.

(٦٤) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ١٥.

(٦٥) د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٦، الصفحة ٤٥.

(٦٦) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٢٢٣.

ثالثاً - موقف المشرعين من المعلومات الداخلية المرتبطة بالأوراق المالية:

بالنسبة إلى المشرع الكويتي، فالمادة ١٤٠ من قانون الشركات رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ لم تذكر من المصدّرين إلّا الشركة، ومن ثم تعتبر هذه الشركة هي المصدّر المعتمد للمعلومات الداخلية، بينما لم يذكر المرسوم رقم ١٥٨ لعام ٢٠٠٥ بشأن تعديل بعض أحكام المرسوم بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية في المادة السادسة بعد التعديل، مصدر الـ "معلومات داخلية أو غير معلنة" التي لا يجوز التعامل على أساسها؛ ممّا يفتح المجال رحباً لاعتبار أي معلومة داخلية أو سرية محلاً لجريمة تعامل المطلعين، مهما كان مصدرها، ما دامت مرتبطة بالأوراق المالية.

وندعم هذا الرأي بقرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٦ لعام ٢٠٠٥ بشأن تنظيم عمليات الإيداع والقيّد المركزي، وقد ذكر في المادة ١٤ منه، أنّه من غير الجائز الإدلاء بأي بيان أو إفشاء أي معلومات من غرفة المقاصة متعلّقة بمحتوى سجلات تقوم بإدارتها في غير الأحوال التي يجيز فيها القانون ذلك، إلّا بعد أخذ موافقة إدارة السوق، ومن الواضح أنّ هذه المادة تعطي للمعلومات غير المعلنة والموجودة في سجلات غرفة المقاصة مكانة المعلومات الداخلية الجوهرية، ولهذا منعت تسريبها، وفي ذلك اعتراف بكون المعلومات الداخلية قد تأتي من مصدر تنظيمي في السوق، ومن أي مصدر ما دامت المعلومات متعلّقة بالأوراق المالية.

وبالنسبة إلى القانون السوري، فقد أدخل المعلومات الداخلية لإحدى الجهات الإدارية أو التنظيمية أو الخاصة التي يرتبط نشاطها بسوق الأوراق المالية (مثل معلومات السوق، معلومات البنك المركزي، معلومات شركة الوساطة المالية...) ضمن مفهوم المعلومات الداخلية ولو لم تكن من داخل المصدّر؛ لأنّه

اشترط فقط أن تكون المعلومات متعلّقة بالأوراق المالية، عندما أتبع تسمية المعلومات الداخلية بالمتعلّقة بمُصدر أو أكثر أو بورقة مالية أو أكثر^(٦٧).

فالمشرع اكتفى باشتراط ارتباط المعلومات محل ممارسة الاستغلال بالأوراق المالية وليس بمُصدرها من شركات مُدرجة وغيرها، وهذا يعني إمكانية توصيف معلومات الجهات غير المُدرجة بالمعلومات الداخلية أو السرية القابلة للاستغلال.

أي أنّه مع وجهة النظر القائلة إنّ معلومات الاستغلال لا يشترط أن تكون من الشركة أو المُصدر وهو توسّع سليم في مفهوم المعلومات محل ممارسة الاستغلال، فالدول المتقدمة ذات الأنظمة الفعّالة في إيصال المعلومات تقدّم للمستثمرين معلومات تتعلّق بالشركات التي يرغبون في شراء الأسهم العائدة لها وتتعلّق أيضاً بالسوق نفسها^(٦٨).

أمّا بالنسبة إلى المشرع المصري، فقد كانت عبارات قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ عامة، ومن الممكن أن يدخل عبرها في مفهوم المعلومات الداخلية من أي جهة تنتج الأسرار التي منع القانون تحقيق النفع منها أو إفشائها^(٦٩).

وبعد ذلك اعتبرت اللائحة التنفيذية للقانون السابق أنّ المعلومات التي قد تكون محلاً لتعامل المُطلعين هي المعلومات المتعلّقة بالأوراق المالية أو البيانات

(٦٧) القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، المادة ١٨، الفقرة أ/٣، وذلك بعد تعديل القانون رقم ٢٢ الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٧/٩/٢٠٠٩، المادة ٦.

(٦٨) أ. خليل هندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، مرجع سابق، الصفحة ٦٧.

(٦٩) القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٦٤.

غير المعلنة في السوق أو غير المتاحة لسائر المتعاملين فيه، ولو كانت غير مكتملة وسواء تعلّقت بتعامل وشيك على هذه الأوراق أو بأمر آخر ذي تأثير جوهري على الأوراق أو على الجهات المصدرة لها أو أسعار التعامل بها^(٧٠)، ويعد هذا الشرح شبه شامل لمفهوم المعلومات الداخلية، ويدخل في مفهومها أي معلومات جوهريّة وسريّة إذا كانت متعلّقة بالأوراق المالية.

ولكن تعريف قواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية في القاهرة والإسكندرية لعام ٢٠٠٦ قَصَرَ مفهوم المعلومات الداخلية على المعلومات المرتبطة بأعمال الشركة المُصدرة والمُدرجة في السوق أو أي من جهات مجموعة الشركات التي قد ترتبط بها^(٧١)، وهو بمثابة تضيق لنطاق ممارسة استغلال المعلومات الداخلية، وكُنّا نُؤثّر بقاء المشرع المصري على النصوص التي صدرت قبل هذا النص الأخير، حتى لا تفلت بعض وقائع تعامل المُطلّعين على أسرار الجهات المنظمة للسوق من المساءلة.

وبالنسبة إلى قانون سوق وهيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم ٤ لعام ٢٠٠٠، فلم يحدد عبر حظره استغلال المعلومات غير المعلنة مصدر هذه المعلومات، واكتفى بأن تكون تلك المعلومات مؤثرة على أسعار الأوراق المالية^(٧٢)، وهو توجه سليم.

(٧٠) قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ٢٨/٤/١٩٩٣، المادة ٢٤٤.

(٧١) قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٢ الفقرة ١٢.

(٧٢) القانون الاتحادي الإماراتي، رقم ٤، في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، الصادر عام ٢٠٠٠، المادة ٣٧.

وفيما يخص هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) فقد ربطت المعلومات المتميّزة بمُصدري الأدوات المالية، أو بالأدوات ذاتها^(٧٣)، وهو توسُّع صحيح في مضمون مفهوم المعلومات التي تصلح لأن تكون محلاً لتعامل المُطلعين.

أمّا قانون تعامل المُطلعين البريطاني فاعتبر المعلومات الحساسة على الأسعار وغير المعلنة هي التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة^(٧٤)، وهو تضيق لمفهوم المعلومات الداخلية، ولذلك يفضل أن يتبع لفظ الشركة بجملة "أو بأي معلومة تتعلق بالأوراق المالية".

بينما لم يُحدّد قانون الغش في الأوراق المالية واتجار المُطلعين الأمريكي لعام ١٩٨٨ مَصدر المعلومات الجوهرية غير المعلنة والمحظور قانوناً التعامل على الأوراق المالية بعد حيازتها^(٧٥)، وهذا الإطلاق في مفهوم المعلومات الداخلية يجعلنا نميل لتفسيره برغبة المشرع الأمريكي في إدخال كل المعلومات الجوهرية غير المعلنة والمرتبطة بالأوراق المالية ضمن نطاق هذا المفهوم، وهو التوجه الأفضل.

(٧٣) France, R?GLEMENT G?N?RAL DE L'AUTORIT? DES MARCH?S FINANCIERS, LIVRE VI - ABUS DE MARCH?: OP?RATIONS D'INITI?S ET MANIPULATIONS DE MARCH?, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009), Article 621-1.

(٧٤) UK, Company Securities (Insider Dealing) Act, 11th March 1985, section 10 (a), (b).

(٧٥) USA, PUBLIC LAW 100-704-the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act, NOV. 19, 1988 102 STAT. 4677, 100th Congress, section 21A/1.

الخاتمة

وصلنا إلى نتيجة فيما يخص المفهوم القانوني للمعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية، أنها معلومات يحظر على جميع المتعاملين المُطَّلَعين عليها في السوق التعامل على أساسها؛ وذلك لأنها ذات طبيعة مؤثرة على سعر الورقة المالية المتعلقة بها وتعطي حائزها ميزة معلوماتية تجعله يتخذ قراراً استثمارياً صحيحاً بشكل شبه مضمون دون باقي المشاركين في السوق، وهو ما يخالف القانون؛ لأن هذه الممارسة تنتهك مبدأ المساواة بين المتعاملين عامّةً، ومبدأ المساواة في الحصول على المعلومة بشكل خاص، وتخالف "مبادئ عدالة التجارة" "the Principles of Fair Trading"^(٧٦)؛ حيث إنّ الأساس الفلسفي لحظر استغلال المعلومات الداخلية هو تحقيق المساواة بين المستثمرين^(٧٧).

وقد اختلفت القوانين المقارنة بتسمية هذه المعلومات وبتعريفها، وقد وجدنا أنّ أفضل التسميات هي "المعلومات الداخلية"؛ لأنها تسمية تبعد عن هذه المعلومات مفهوم المعلومات الجوهرية التي قد تكون معلنة، وتبعدها أيضاً عن مفهوم التحليلات المالية لكون الأخيرة مجرد توقعات وليست معلومات فعلية.

ويجب أن نعي أنّ أهمية معلومات مُصدري الأوراق المالية وتأثيرها لا يعني قَصْرَ مفهوم المعلومات الداخلية على المعلومات الآتية منه، حيث تظهر لنا بشكل خاص معلومات السوق والهيئة القائمة على رقابة العمل فيها وغيرها، كمصادر واقعية ومهمة للمعلومات الداخلية؛ ممّا يستتبع إدخال هذه المعلومات ضمن المفهوم القانوني للمعلومات الداخلية، ولذلك فمن الأصح أن ننسب المعلومات الداخلية إلى "مُصدّر المعلومات Source of information" أو

(٧٦) Michael J. Watson Q.C, The Regulation of Capital Markets, Market Manipulation and Insider Trading, op. cit, page 4.

(٧٧) د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ١٦.

مَنْبَعِهَا أو مُنْتَجِهَا، بدلاً من أن ننسبها إلى مُصْدِر الأوراق المالية؛ لأنَّه - كما رأينا - ليس المَصْدَر الوحيد للمعلومات الداخلية، وليس من الجيد تقييد منع التعامل الداخلي باشتراط مَصْدَر معين للمعلومات الداخلية حتى يتم حظر التعامل على أساسها، لأنَّ ذلك يجعل تطبيق القانون صعباً خاصة تجاه الأشخاص المتتابعين الذين تمَّ إفشاء المعلومات لهم، وهو رأي المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، الذي أعلنته في تقريرها الخاص بتعامل المُطْلَعين عام ٢٠٠٣^(٧٨).

المقترحات:

نقدم بعض المقترحات التي توصّلنا إليها من تعمّقنا بالبحث:

أولاً: يجب أن يدخل ضمن نطاق المعلومات الداخلية كل المعلومات المؤثّرة على أسعار الأوراق المالية المرتبطة بها، ومن الجيد أن يترك مجال المعلومات الداخلية من دون حدود تقيده سوى تأثيرها على أسعار الأوراق المالية أو على أوراق المُصدرين المالية^(٧٩)، وإن تعلّقت هذه المعلومات بجهة خارجية عن مُصدر الأوراق المالية ما دامت سرية وجوهرية في وقت استغلالها وفي السوق التي سوف تُستغل فيها، ومرتبطة بالأوراق المالية التي استُغِلَّت المعلومات الداخلية للتعامل عليها.

ثانياً: إنّ التعريف القانوني للمعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية يتلخّص في معنى "المعلومات غير المُعلّنة، الحقيقية، ذات التأثير الجوهري على

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS "OICU-IOSCO", INSIDER TRADING HOW JURISDICTIONS REGULATE IT, REPORT OF THE EMERGING MARKETS COMMITTEE, MARCH 2003, Section 1.1.2.2., page 7, see: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>.

THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS "OICU-IOSCO", INSIDER TRADING HOW JURISDICTIONS REGULATE IT, op.cit, Section 1.1.2.2., page 6.

الأوراق المالية، وعلى أسعارها، ونشاط التداول عليها، والتي قد تأتي من مُصنِّع الأوراق المالية أو من ذات الأوراق المالية".

ثالثاً: نقترح في مجال وضع التعريف القانوني للمعلومات الداخلية ذكر تفاصيل واقعية لجميع المَصَادِر الممكنة لهذه المعلومات، ووضع معيار عام للإحاطة بجميع حالات تعامل المُطَّلَعين على المعلومات الداخلية التي قد تحدث في المستقبل.

رابعاً: بالنسبة إلى المشرع الكويتي نقترح أن يتم إصدار قانون أو قرار خاص بالإفصاح والشفافية والممارسات التي تنتهك هذين المبدأين، ويتم فيه تعريف المعلومات الداخلية بشكل مفصّل، وتعريف مُصدر الأوراق المالية، واعتبار أنَّ المعلومات الداخلية تأتي من أي مصدر ما دامت متعلّقة بالأوراق المالية، وذلك لتوسيع دائرة حماية السوق والمستثمرين من تعامل المُطَّلَعين.

خامساً: أمّا المشرع السوري، فقد قام بمجهود كبير حتى يتم افتتاح سوق الأوراق المالية بعد أن تكون البيئة التشريعية قد أصدرت وتكاملت، وقام باختيار الألفاظ والتعريفات والمصادر المناسبة للمعلومات الداخلية، ونقترح أن يتم إنشاء لجنة خاصة تابعة لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية تكون مهمتها تقصي المخالفات المتعلقة بالمعلومات فقط، فيتم دراسة إفصاح الشركات، وتعامل المستثمرين لاكتشاف وجود شبهة استغلال للمعلومات الداخلية بشكل سريع وفَعَال.

سادساً: وبالنسبة إلى القوانين التي بحثنا فيها، فقد أعجبنا جدية المشرع الإماراتي، وإن كنا نقترح عليه وضع تعريف محدد للمعلومات الداخلية، كما لفت نظرنا العمل المثابر للمشرع المصري، ولكننا نقترح أن يتم تعديل اللوائح الإدارية الصادرة بشكل مرّن فور ظهور أي انتقاد صحيح فيها، أمّا بالنسبة إلى تنظيم سوق الأوراق المالية في فرنسا فقد بلغ حدّاً عالياً من التطور التشريعي بعد عقود من التعديلات، ولكننا نأخذ عليه تنظيم أسواق المال وأدواتها مع أسواق الأوراق المالية، التي لها طابع دقيق وتحتاج إلى قواعد متخصصة، ومن جهة أخرى، فإنّ المشرع البريطاني والأمريكي قاما بخطوة مميزة بإصدار

قانونين خاصين بتعامل المُطلعين في سوق الأوراق المالية، ومع ذلك نجد أنَّ تعريف المعلومات الداخلية في قانون تعامل المُطلعين البريطاني يجب أن يقوم بتوسيع مفهوم مَصدرها، وبالمقابل على المشرع الأمريكي وضع تعريف مفصل وصريح للمعلومات الداخلية كما فعل بالنسبة إلى مَصدرها.

سابعاً: اعتبار استغلال المعلومات الداخلية جنائية، ووضع عقوبة لها تتجاوز الحبس لثلاث سنوات، وذلك قياساً بآثارها السلبية العميقة على أهم أركان سوق الأوراق المالية، من السيولة وتشتت الملكية ودقة الأسعار، بالإضافة إلى ثقة المستثمرين.

ثامناً: وضع عقوبة المنع المؤقت للعمل في مجال سوق الأوراق المالية للشخص الطبيعي الذي استغل المعلومات الداخلية لأول مرة، ومنعه مدى الحياة إذا قام بتكرار هذه المخالفة، والسبب في ذلك أنَّ من يرتكب تعامل المُطلعين قد يستسهل الطريق في المستقبل إن كانت العقوبة الإدارية هي مجرد التوقيف المؤقت عن العمل في السوق.

تاسعاً: اعتبار مَصدر الأوراق المالية الذي لا يقوم باحترام قواعد الإفصاح القانونية ويكتم المعلومات الداخلية، فينتج عن ذلك استغلالها - مستحقاً لعقوبتين، الأولى عن كتم الإفصاح، والثانية عن الإهمال الذي تسبَّب بقيام جريمة استغلال المعلومات الداخلية، وبذلك نُكزِّس ضرورة الالتزام بقواعد الإفصاح؛ وذلك لأنَّ الإفصاح - برأينا - هو علاج استغلال المعلومات الداخلية، فيجب أن لا يتم إهمال الالتزام بالإفصاح عن المعلومات المطلوبة، مهما كان نوعها أو صعوبة الإفصاح عنها عملياً^(٨٠)، فالإهمال هذا يعني قَصْرُ المستفيدين من المعلومات على ممارسي تعامل المُطلعين.

عاشراً: القيام بعقد ندوات قانونية اقتصادية خاصَّة بشرح ماهية المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية ومَصدرها، وأن يتم فيها توضيح المفاهيم

Beny, Laura Nyantung, Insider Trading Laws and Stock Markets Around the (٨٠) World, op cit, page 13.

والمصطلحات الخاصة بهذه المعلومات بشكل متعمّق للجمهور؛ وذلك لأنّ منع استغلال المعلومات الداخلية جاء بالأساس لحماية الطبقة الصغيرة والبسيطة من المساهمين، ونشر المساواة بينهم وبين الطبقة المُطلّعة والمستحوذة.

حادي عشر: يجب مراقبة أنظمة المعلومات الإلكترونية بشكل كبير خوفاً عليها من الاختراق، فالمعلومات غير المعلنة الموجودة خلف جدران الحماية الافتراضية، قد تتحول إلى معلومات داخلية قادرة على إعطاء الأفضلية للمُطلّعين عليها.

ثاني عشر: نقترح إنشاء جرائم تحاسب على مجرد "الوصول للمعلومات Access to the Information" ^(٨١)، إذا كان هذا الوصول بهدف استغلالها عبر تعامل المُطلّعين، وبذلك نقيّض هذه الممارسة غير القانونية من بداية الأعمال التحضيرية لها، ونعتبرها جرماً بذاتها.

Edmund W. Kitch, REGULATION OF THE SECURITIES MARKET, op. (٨١) cit, page 818.

المراجع

أولاً - القوانين والقرارات:

أ- القوانين والقرارات العربية:

- ١ - القانون الكويتي، رقم ١٥، الخاص بقانون الشركات التجارية، الصادر عام ١٩٦٠، المعدل بالمرسوم بقانون الكويتي، رقم ٥٢، الصادر بتاريخ ١٥/٠٦/١٩٩٩.
- ٢ - المذكرة الإيضاحية للمرسوم بقانون رقم ٣ لعام ١٩٧٥.
- ٣ - المرسوم الأميري الكويتي، الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٤/٨/١٩٨٣.
- ٤ - القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢.
- ٥ - قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ٢٨/٤/١٩٩٣.
- ٦ - القانون الاتحادي الإماراتي، رقم ٤، في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، الصادر عام ٢٠٠٠.
- ٧ - قرار مجلس الوزراء الإماراتي، رقم ١٢، في شأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع، الصادر بتاريخ ٣/٧/٢٠٠٠.
- ٨ - المرسوم الكويتي، رقم ١٥٨، لعام ٢٠٠٥، الخاص بتعديل بعض أحكام مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.
- ٩ - القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥.
- ١٠ - قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية، رقم ٥، بشأن ضوابط إدارة محافظ الغير والرقابة عليها، الصادر بتاريخ ١٦/١٠/٢٠٠٥.

- ١١- قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية، رقم ٦ لعام ٢٠٠٥، بشأن تنظيم عمليات الإيداع والقيود المركزي.
- ١٢- قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦.
- ١٣- قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦.
- ١٤- قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦.
- ١٥- المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١/١٠/٢٠٠٦.
- ١٦- قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٥/٢٠٠٩.
- ١٧- المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الخاص بتعديل بعض أحكام قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥، الصادر بتاريخ ٧/٩/٢٠٠٩.

ب - القوانين والقرارات الأجنبية:

- 1 - USA, SECURITIES EXCHANGE ACT, OF 1934, [AS AMENDED THROUGH P.L. 111-72, APPROVED OCT. 13, 2009].
- 2 - UK, Company Securities (Insider Dealing) Act, of 11th March 1985, comes into force on 1st July 1985.

- 3 - USA, PUBLIC LAW 100-704, the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act, NOV. 19, 1988.
- 4 - Polish Act, 'Public Trading of Securities' law, of 1997.
- 5 - Loi de France, n° 2003-706, de sécurité financière, du 1er août 2003.
- 6 - France, R?GLEMENT G?N?RAL DE LAUTORIT? DES MARCH?S FINANCIERS, LIVRE VI - ABUS DE MARCH?: OP?RATIONS DINITI?S ET MANIPULATIONS DE MARCH?, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, Journal officiel du 5 avril 2009).

ثانياً - المؤلفات العربية:

أ - الكتب المتخصصة:

- ١ - د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، عام ٢٠٠١، الطبعة الأولى.
- ٢ - علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، عام ٢٠٠٧.
- ٣ - جاري جراي، باتريك ج. كوساتيس، ج. راندال وولريدج، دليلك لتقييم الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:
- Gary Gray, Patrick J. Cusatis, J. Randall Woolridge, StreetSmart Guide to Valuing a Stock, McGraw - Hill Companies, Inc., New York, 2004, Second Edition.
- ٤ - د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة

- بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٩، الطبعة الأولى.
- ٥ - د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، عام ٢٠٠٢.
- ٦ - د. نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣.
- ٧ - د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٦.
- ٨ - مايكل كاي، دليل ستاندرد آند بورز من أجل اختيار الأسهم في البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:
- Michael Kaye, THE STANDARD & POOR'S GUIDE TO SELECTING STOCKS, Finding the Winners and Weeding out the Losers, McGraw - Hill Companies, Inc., New York, 2006.
- ٩ - حسام الدين محمد، حامد العطار، ألف باء بورصة، خبرات مالية وشرعية، الدار العربية للعلوم، بيروت، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى.
- ١٠ - د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، الكويت، عام ١٩٩٨.
- ١٤ - د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ١٩٩٩.
- ١٥ - د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ٢٠٠٣.

١٦- أ. خليل هندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، عام ٢٠٠٠.

ب - الرسائل العلمية:

١ - د. يعقوب يوسف صرخوه، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة.

٢ - د. محمد محب الدين قرياش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، نوقشت في جامعة القاهرة عام ٢٠٠٤، غير منشورة.

ج-الأبحاث والمقالات والندوات:

١ - حسين عبد المطلب الأسرج، "محاور تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية في الحفاظ على التطور"، بحث مقدم إلى الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧/٤٧٨، يناير/أبريل (كانون الثاني/نيسان)، القاهرة، ٢٠٠٥.

٢ - د. أماني خالد بورسلي، مقال تحت عنوان: "لابد من الحوكمة وتفعيل الرقابة الذاتية لحماية المساهمين"، انظر الموقع: <http://www.alaswaq.net/articles/2007/04/09/7162.html>.

٣ - دبلّة فاتح، د. بن عيشي بشير، حوكمة الشركات "كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق"، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة (السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية)، جامعة الملك خالد، أبها، ١٣-١٤ نوفمبر/تشرين الثاني ٢٠٠٧م، انظر: <http://kku.edu.sa/Conferences/SSEFP/Researches/>.

٤ - د. يوسف منصور، "أسباب الأزمة المالية العالمية وأثرها على الأردن"،

مقالة منشورة على موقع جريدة الغد الأردنية، بتاريخ ١٢/١٠/٢٠٠٨،
انظر الموقع: www.alghad.com/?article=10611.

ثالثاً - المؤلفات الأجنبية:

A- English Sources:

- 1 - Beny, Laura Nyantung, Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, Winter 2007- 2008, see: <http://www.allbusiness.com/legal/laws-government-regulations/526499-1.html>.
- 2 - Steve Brody, Criminal Insider Trading: Prosecution, Legislation, and Justification, May 2009, page 20, see: http://works.bepress.com/steven_brody/1/.
- 3 - THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS "OICU-IOSCO", INSIDER TRADING HOW JURISDICTIONS REGULATE IT, REPORT OF THE EMERGING MARKETS COMMITTEE, MARCH 2003, see: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>.
- 4 - Edmund W. Kitch, REGULATION OF THE SECURITIES MARKET, Bouckaert, Boudewijn and De Geest, Gerrit (eds.), Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, see: <http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>.
- 5 - Y. Alex Tung, James R. Marsden, Test of Market Efficiencies Using Experimental Electronic Markets, Journal

of Business Research (Elsevier) 41, 145-151 (1998), see:
<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296397000039>.

- 6 - Michael J. Watson Q.C, The Regulation of Capital Markets, Market Manipulation and Insider Trading, see:
http://www.icclr.law.ubc.ca/Publications/Reports/wats_pap.pdf.

B- French sources:

- 2 - Adina Onofrei, LA RESTRUCTURATION DES MARCHÉS FINANCIERS EN EUROPE: UNE COURSE DE TITANS, Thésis for the Degree of Master of European Studies, LAW DEPARTMENT, COLLEGE OF EUROPE, BRUGES CAMPUS, Academic Year 2005-2006, see:
http://www.collegeofeurope.net/content/StudyProgrammes/law/studyprog/pdf/Onofrei_Adina_thesis.pdf.
- 2 - Stefanie Volz, La surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison analytique, Université Robert Schuman, Strasbourg III, année universitaire 2002/2003, see:
<http://www-cde.u-strasbg.fr/da/da/AnnexesMemoires/Pro-mo2003/Volz.pdf>.

