



## المعلومة الجوهرية في سوق الاوراق المالية

أ.م.د. جعفر كاظم جبر

كلية القانون / جامعة ميسان

أ.م.د. عمر ناطق يحيى

Omar\_natik@uomisan.ede.iq

كلية القانون / جامعة ميسان

## The essential information in the stock market

Assist. Prof. Dr. Jaafar Kazem Jabr

Faculty of Law/University of Maysan

Assist. Prof. Dr. Omar Natiq Yahya

Faculty of Law/University of Maysan

### المستخلص

المعلومات التي تتصل بالشركة التي تصدر اوراقها المالية ليست ذي درجة واحدة من الاهمية، منها ما يتصل بالاعمال اليومية والتي لا تؤثر على سعر الاوراق المالية، ومنها ما يتسم كونها معلومات حساسة وجوهرية، وهذا يعني ان للمعلومات تأثير على سوق الاوراق المالية من خلال التأثير على سعر الاوراق المتداولة في الاسواق المالية ارتفاعا او انخفاضاً، واذا كانت المعلومات على هذا النحو تساهم في تحديد اختيارات المستثمرين شراء او بيعاً او تحديداً للاسعار التي تتم بها العملية، لتحقيق كفاءة السوق ينبغي الا يستأثر احد المستثمرين في السوق بتلك المعلومات دون غيره بما يمكنه من تحقيق مكاسب نتيجة لحصوله على هذه المعلومات، لذلك يجب على الشركات المصدرة الافصاح عن المعلومات الجوهرية للجمهور في توقيت واحد.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الاوراق المالية، الاوراق المالية، المعلومة الجوهرية، المضارب، التداول

### Abstract

The information related to the company issuing the securities is not of one degree of importance, some of which are

related to the daily business that does not affect the price of the securities, and some of them are sensitive and essential information, and this means that the information has an impact on the stock market by affecting the securities price traded in the stock market, up or down, if the information in this way contributes to determining the options of investors to buy or sell or determine the prices at which the process takes place. To achieve market efficiency, an investor should not take an advantage of that information alone in order to achieve gains. Therefore, the issuing companies must disclose sensitive information to the public at one time.

**Keywords:** stock market, securities, material information, speculators, trading

### مقدمة

يلعب المستقبل باوضاع السوق بصورة عامة وبالاوراق المالية بصورة خاصة دورا فاعلا في ترشيد القرار الاستثماري. وهذا التنبؤ ليس جزافا، وانما وليد معلومات سابقة وحالية تستشف منها الاتجاهات المستقبلية وهذه المعلومات هي معلومات جوهرية تخص كثير من الجوانب منها ما يخص المركز المالي للشركة او الورقة المالية ذاتها . وعلى هذا الاساس اصبحت المعلومة الجوهرية او صناعة المعلومة تشكل البنية التحتية في عالمنا الحاضر. بصفة عامة، اذ لا يمكن لنشاط اقتصادي القيام دون هذه البنية المعلوماتية.

ان نظام المعلومات غير الكفاء يجعل اسواق المال غير كفاء مما ينتج اثار اجتماعية واقتصادية سلبية، اذ ينصرف المستثمرين عن استثمار وتوظيف اموالهم عبر سوق الاوراق المالية، كذلك قد تجد مشروعات الاعمال صعوبة في الحصول على الاموال اللازمة لها عن طريق السوق بتكلفة معقولة، وبالنتيجة لا يتمكن السوق من جذب الاستثمارات وتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية الموجودة وتوجيهها نحو الاستخدامات الاكثر انتاجا.

طلب المستثمرين على المعلومات يتأثر بالعلاقة بين المعلومة الجوهرية واسعار الاوراق، كما تؤثر في تصرفات المستثمر ذاته. فحينما يحس المستثمر بان السوق

كفاء سيلجأ الى اتباع طرق سهلة لانشاء محفظة الاوراق المالية، وبالتالي سيقبل طلب هذا المستثمر على المعلومات، اما اذا شعر المستثمر ان هذا السوق غير كفاء، هنا سيبحث عن المعلومات ويقوم بتحليلها او قد يستعين بمحلل مالي ووسط، محاولة منه لتحقيق ارباح كبيرة.

فالمعلومة الجوهرية، هي الاساس في تعاملات سوق الاوراق المالية لاسيما اذا كانت معلومات صحيحة ومعلنة لكافة الجمهور مما يتحقق معه مبدأ الشفافية في التداولات، وبعد ذلك يكون عنصر هام لبث الروح في اسواق المال.

**اهمية البحث:** ان المعلومات الجوهرية والمتميزة تعد في سوق الاوراق المالية الركيزة الاساسية التي يتم بها التعامل في الاوراق المالية، فبقدر توافر المعلومة ونوعيتها والوقت الذي تتوفر فيه يكون القرار الاستشاري للمتعاملين في السوق صائبا وهنا يكون تأثيرها ايجابيا، وعلى العكس من ذلك فاذا كانت المعلومة غير صحيحة وكاذبة او تستغل هذه المعلومة الجوهرية من اشخاص مطلعين عليها او تعلن لاشخاص دون الاخرين فيكون تأثيرها سلبا على الاسواق.

**مشكلة البحث:** تتمحور المشكلة لبحثنا، بان عدم توافر المعلومات الجوهرية او توافرها بصورة غير عادلة امام جميع المستثمرين، او عدم توافر الاشخاص القادرين على تحليلها وتفسيرها، سيحول سوق الاوراق المالية الى اسواق للمضاربة العشوائية التي تؤدي الى تسعير خاطيء للاوراق المالية، مما ينتج عنه تخصيص للموارد المالية بشكل غير كفاء.

**نطاق البحث:** ان موضوع المعلومة الجوهرية في اسواق الاوراق المالية له جوانب متعددة منها، قانونية، واقتصادية، ومالية، ومحاسبية، الا اننا سنحدد نطاق بحثنا بالوجهة القانونية، اذ نتناول القوانين المصرية والقوانين العراقية المتعلقة بموضوع البحث، كذلك نتناول التعليمات واللوائح الخاصة بالقوانين المذكورة اعلاه.

**منهجية البحث:** بالنسبة للمنهجية المتبعة في البحث، هو المنهج المقارن، من خلال مقارنة النصوص القانونية المتعلقة في موضوع البحث بين القانون العراقي

والقانون المصري وتحديدًا بالقوانين التي تتعلق بأسواق الأوراق المالية والتعليمات واللوائح التنفيذية الخاصة بهم، وكذلك طرح آراء الفقهاء في بعض المواضيع مع إعطاء رأينا. هيكليّة البحث: قسمنا بحثنا إلى مبحثين رئيسيين، حيث تضمن المبحث الأول: ماهية المعلومة الجوهرية وسنقسمه إلى مطلبين تضمن المطلب الأول: مفهوم المعلومة الجوهرية، وتناولنا في المطلب الثاني: شروط المعلومة الجوهرية والأشخاص الملزمين بالإفصاح عنها، وتضمن المبحث الثاني: توافر المعلومة الجوهرية للكافة وأثرها على أسعار الأوراق، ويقسم إلى مطلبين، إذ تكلمنا في المطلب الأول: توافر المعلومة الجوهرية للكافة، وتتناول في المطلب الثاني: أثر المعلومة الجوهرية على أسعار الأوراق المالية.

### المبحث الأول

#### ماهية المعلومة الجوهرية

##### تمهيد وتقسيم:

ليس كل معلومة تكون محلاً للإفصاح عنها، إذ يجب أن تكون المعلومة الواجب الإفصاح بها معلومة جوهرية لأن لها أثر على المستثمرين في سوق الأوراق المالية فتعزفهم عن الشراء أو ترغبهم فيه. حيث لا شك أن المعلومة الخاصة بالأوراق المالية تمثل ركيزة أساسية تقوم عليها تعاملات السوق وتؤثر في مجرياته، لذلك يقسم هذا المبحث إلى مطلبين، إذ تطرقنا في المطلب الأول: مفهوم المعلومة الجوهرية، وتتناول في المطلب الثاني: شروط المعلومة الجوهرية والأشخاص الملزمين بالإفصاح عنها، وفيما يأتي التفصيل:

### المطلب الأول

#### مفهوم المعلومة الجوهرية وأهميتها

أولاً: مفهوم المعلومة الجوهرية: قبل البدء في الكلام عن المعلومة الجوهرية من الناحية القانونية لابد أن نعرفها وفق الاصطلاح اللغوي:

**المعلومة:** مأخوذة من علم وهو نقيض الجهل وعلم بالشئ يعني شعر.<sup>(١)</sup>  
**الجوهريّة:** الجواهر معروف، الواحدة جوهرة. والجوهر: كل حجر يستخرج منه شئ ينتفع به. وجوهر كل شئ: ما خلقت عليه جبلته.<sup>(٢)</sup>

صنف بعض الباحثين المعلومة في مجال الاوراق المالية الى ثلاثة اصناف:  
الصنف الاول: هي المعلومات التاريخية، هذه المعلومات تعبر عن الحالة السابقة للشركة، كاسعار الاوراق للشركة وعوائد هذه الاوراق المالية.  
الصنف الثاني: هي المعلومات العامة والتي تتاح للجميع وتكون معبرة عن الظروف الانية التي تتعلق بالاقتصاد والاستثمار في الدولة، كذلك الظروف الحالية للجهة المصدرة للاوراق المالية. الصنف الثالث: هي المعلومات الخاصة التي تكون متاحة لاطلاع فئات معينة ككبار العاملين في الشركة.<sup>(٣)</sup>

عرف القانون في مصر المعلومة الجوهريّة، انها المعلومة او المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة او القابلة للتداول، او تأثيرات على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها او تأثير على اتجاهات التعامل في السوق<sup>(٤)</sup>  
وقد عرف القانون العراقي المعلومة الجوهريّة، انها «اية قرارات استراتيجية وتطورات جوهريّة واحداث هامة تؤثر على اداء ونشاط وملكية واستمرار الشركة، ومن ثم يكون لها تأثير مباشر او غير مباشر على قيمة وحركة الورقة المالية في السوق».<sup>(٥)</sup>  
بينما عرف المادة الاولى من التوجيه الاوربي المعلومة الجوهريّة، انها «معلومات معينة تتعلق بمصدري الورقة المالية او بواحدة او باكثر من الاوراق المالية

(١) لسان العرب، لابن منظور، ط١، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، ٢٠٠٣، ص٤٨٥.

(٢) لسان العرب، لابن منظور، المصدر نفسه، ص١٧٩.

(٣) جمال عبد العزيز العثمان، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص١٣٦ وما بعدها.

(٤) ينظر المادة (٣١٩، ب) من اللائحة التنفيذية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٥) ينظر المادة (٦) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم ٨ لسنة ٢٠١٠.

المصدرة والتي اذا اصبحت معلومة للجميع، سيكون لها اثر على سعر هذه الاوراق المالية»<sup>(١)</sup>.

عرف جانب من الفقه المعلومة الحساسة، انها « بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد، الذي يقوم بتفسيرها وتحديد مضمونها من اجل استخدامها في صياغة قرارات الاستثمار، لاسيما في مجال الاستثمار بالاوراق المالي»<sup>(٢)</sup>.

بينما عرف بعض الفقهاء المعلومة الجوهرية، انها «الاحداث التي يكون لها اثر ملموس في النشاط والمركز المالي للشركة بما يكون له من اثر على تعامل اسهم الشركة في الاسواق»<sup>(٣)</sup>.

وعرف جانب اخر من الفقه المعلومة الجوهرية، انها «مجموعة من بيانات محددة عن الاوراق المتداولة في السوق والتي يمكن عن طريقها اتخاذ القرار بشأن التعامل على هذه الاوراق، وهذه البيانات تتعلق بالورقة المالية ذاتها والشركة المصدرة للورقة وظروف البورصة التي يتم فيها تداول الورقة»<sup>(٤)</sup>.

من جانبنا نعرف المعلومة الجوهرية، انها «بيانات او احداث تتعلق بالشركة المصدرة للاوراق المالية او بالورقة المالية ذاتها وبالتالي تؤثر على سعرالورقة المالية في سوق الاوراق المالية وعلى قرار المستثمر بشأن تداول هذه الاوراق في السوق».

ثانيا: اهمية المعلومة الجوهرية: ان للمعلومة الجوهرية اهمية في سوق الاوراق المالية، اذ تسهل على المستثمرين في سوق الاوراق اتخاذ قرار التعامل في الاوراق المالية المختلفة، لان المعلومات الجوهرية تمكن من تحديد العوامل التي لها اثر على القيمة السوقية للاوراق<sup>(٥)</sup>.

(١) د. سامي عبد الباقي ابو صالح، تعارض المصالح في الانشطة الخاضعة لقانون سوق راس المال المصري الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦، ص ٧٠.

(٢) د. صفوت عبد السلام، الشفافية والافصاح والاثر على كفاءة سوق راس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٣٦.

(٣) د. عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والافصاح، مطابع الدار الهندسية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٦٧.

(٤) د. نصر علي احمد طاحون، شركة ادارة محافظ الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ١٤٩.

(٥) د. صفوت عبد السلام، المصدر السابق، ص ١٨.

ان المستثمرين في سوق الاوراق المالية الاطراف الاكثر تعرضا للمخاطرة، اذ بقدر ما يجنيه المستثمرين من مكاسب فيما اذا نجح المشروع، فانها اكثر الاطراف متحملة للخسائر في حال الفشل، وبالتالي فان المعلومات الجوهرية تكون للمستثمرين ركنا اساسيا في للاستثمار في الاوراق المالية بالنسبة لهم.

تلعب المعلومة الجوهرية دورا هاما للمقرضون، حيث يتطلب تقييم القروض طويلة الاجل (كسندات القرض) بحث وتحليل المعلومات والبيانات المالية عن الجهة التي صدرت الاوراق المالية ومركزها المالي والاقتصادي، وتحليل ربحية تلك الشركات. كذلك تشكل المعلومة اهمية كبيرة بالنسبة الى ادارة الجهات المصدرة، اذ ان من مصلحة الادارة معرفة المركز المالي للشركة وربحيتها وتقدمها او تاخرها حسب ما يتاح لها من معلومات، حيث تقوم بتحليلها وبشكل مستمر بسبب معاشيتها المستمرة لظروف الشركة ومقدرتها بالاطلاع على سجلاتها المحاسبية وغير ذلك من المعلومات ودورها الرقابي على اعمالها.

والجهات الحكومية هي ايضا تستفيد من المعلومات، حيث ترسم من خلال حصولها على تلك المعلومات بعض السياسات العليا، اضافة الى دور هذه المعلومات في احتساب الارادات الحكومية للضرائب على الشركات.

كذلك يحتاج مراجعو الحسابات للمعلومات في ابداء رأيهم الفني، اذ توفر تقارير مراجعي الحسابات عنصر ثقة لمستخدمي القوائم المالية المهيئة من قبل الجهات المصدرة.<sup>(١)</sup>

يرى بعض الفقهاء ان نجاح بورصة الاوراق المالية في اي دولة يتوقف على العناصر الاتية:

العنصر الاول: اهمية الاعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الاوراق المالية، وهو ما يعرف بالافصاح العام، الذي يؤدي الى توفير المعلومات الملائمة التي تتصف بالموضوعية والدقة ويمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

(١) جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ١٤٠ وما بعدها.

العنصر الثاني: توافر البيانات المالية التي تعكس للشركة التي يتم التعامل على اوراقها المالية في السوق، حيث يتم تقدير قيمة الاسهم الحقيقية وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

العنصر الثالث: توفير عدة انواع من الاوراق المالية تكون لها القابلية على التداول، اذ يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين.<sup>(١)</sup>

على الرغم من اهمية المعلومة الجوهرية ودورها في كفاءة سوق الاوراق المالية، ينبغي عدم اغفال سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس ميوله ورغباته في تفسير المعلومات، لتعبر عن طموحات ومخاوف تجاه حركة الاسعار في المستقبل. وبناء على هذا الاساس فان سعر السهم في السوق يتمثل بالقيمة النقدية بوقت محدد كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمرين تجاه ظروف السوق "التقابل والتشائم"<sup>(٢)</sup>

اذا شعر المستثمر بعدم المساواة في المعلومة لاوراق مالية معينة، فانهم سوف يجمعون عن التعامل فيها، مما يؤدي الى انخفاض حجم التعامل في السوق ويتناقص حجم السوق، نتيجة لتناقص عدد الاوراق الذي يتم التعامل عليها في فترة معينة من الزمن.

اضافة الى ذلك فان عدم تماثل المعلومات المتميزة في سوق المال يمكن ان ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي الى زيادة تكلفة العمليات وتناقص عدد المتعاملين في السوق وتناقص السيولة.

اما على مستوى الاقتصاد ككل، فان توفر المعلومات الجوهرية يؤدي دورا مهما في تحقيق الالية الخاصة بسوق الاوراق المالية، في تحقيق توازن بين العائد والمخاطر، وتخفيض درجة عدم التاكيد بما يتعلق في الاستثمار، مما يترتب عليه اتساع حجم السوق

(١) د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٠، ص ١٣٢.

(٢) د. ارشد فؤاد التميمي و. د. اسامة عزمي سلام، الاستثمارات المالية، دار المسيرة عمان، ٢٠٠٤، ص ١٤٤.

وزيادة حجم التعامل وزيادة حجم المتعاملين، وفي النهاية سيؤدي ذلك الى حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية، ومن ثم يحقق اهداف التنمية الاقتصادية.<sup>(١)</sup>

## المطلب الثاني

### شروط المعلومة الجوهرية والاشخاص الملزمين بالافصاح عنها

#### اولا: شروط المعلومة الجوهرية:

الشرط الاول: ان تكون المعلومة محددة وصحيحة: يجب ان يكون المعلومات التي يتم التعامل بها صحيحة وليست مجرد شائعات، لذلك لا تعد التوقعات الصحفية من قبيل المعلومات التي بالامكان استغلالها كونها افتراضات غير مؤكدة.<sup>(٢)</sup>

كذلك يجب ان تكون المعلومات محددة وهو ان تتعلق بشيء معين، على سبيل المثال كتعلق المعلومات باصدار اوراق مالية جديدة او تعديل في رأس مال الشركة او معلومات اخرى بحيث تؤثر في اسعار الاوراق المالية المدرجة في السوق هذا ما اكدته المادة (٥) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية.<sup>(٣)</sup>

(١) د. احمد الباز، الالتزام بالشفافية والافصاح عن المعلومات في بورصة الاوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ٢٠١٤، ص ١٢٩.

(٢) د. محمد احمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق راس المال على الشركات المساهمة، المركز القومي للاصدارات القانونية، القاهرة، ٢٠١٤، ص ٤٣٤.

(٣) نصت المادة (٥) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠ والتي نصت، ان " على الشركة المدرجة اعلام الهيئة والجمهور وبسرعة عند توافر اي معلومة جوهرية وخاصة: أ- التغييرات الهامة التي تطرأ على اي مما يلي: اولاً: موجودات الشركة. ثانياً: الالتزامات المترتبة على الشركة سواء كانت قصيرة الاجل ام طويلة الاجل واي حجوزات على موجوداتها. ثالثاً: هيكل الشركة. رابعاً: التغييرات في ملكية اسهم الشركة التي تحدث تغييرا في السيطرة عليها. خامساً: اي احداث جوهرية تؤثر على =الشركة. ب- الصفقات الكبيرة التي تعقدتها الشركة والغاء مثل هذه الصفقات وتقييم مجلس الادارة للاثر المتوقع لها على ربحية الشركة ومركزها المالي. ج- الكوارث والحرائق والحوادث التي تصيب الشركة واثرها المالي للشركة مع بيان الاسباب. د- قرارات مجلس الادارة الهامة التي قد تؤثر على اسعار الاوراق المالية المصدرة من قبلها بما في ذلك القرارات المتعلقة بما يلي:- اولاً: اصدار اوراق مالية جديدة. ثانياً: التغييرات في الاستثمارات الرأسمالية او في غايات الشركة واسواقها. ثالثاً: الشروع في الاندماج. رابعاً: توزيع الارباح. خامساً: التصفية الاختيارية. هـ- قرارات الهيئة العامة للشركة، مصادق عليها من دائرة تسجيل الشركات. ل- الدعوة لاجتماع هيئة عامة غير عادي. ك- تشكيل مجلس ادارة جديد للشركة واستقالة اي عضو من اعضاء مجلس الادارة او مديرها المفوض. م- تملك الشركة نسبة مؤثرة في راسمال شركة اخرى. ن- تملك شركة اخرى نسبة مؤثرة في راسمال الشركة المدرجة."

الشرط الثاني: ان يكون للمعلومة تأثير جوهري على الاسعار: ان تكون هذه المعلومات لها تأثير سلبي او ايجابا على سعر الاوراق الماليّة، وان يكون هذا التأثير جوهريا، وبناءا على ذلك ينقسم هذا الشرط الى قسمين هما: احداث هذه المعلومات تأثير متوقع على الاسعار، وان يكون هذا التأثير جوهريا. هذا ما اكدته المادة (٥) من تعليمات الافصاح.

يثور تساؤل حول المعيار لتحديد التأثير الجوهري للمعلومات، هناك اتجاهان: الاتجاه الاول: الذي ارسته المحكمة العليا في امريكية في دعوى Basicinc.v.levinson حيث قالت المحكمة بشأن المعيار "ان التأثير يكون جوهريا عندما يوجد احتمال راجح، او قوي لدى المستثمر العادي بان المعلومات غير المعلنة من شأنها تغيير القرار الذي يتخذه سواء الشراء او البيع، ففي هذه الحالة يمكن القول انه من المحتمل ان تحدث المعلومات تأثيرا جوهريا على اسعار الاوراق الماليّة". الاتجاه الثاني: اخذ به القانون البريطاني: "يتمثل في علم الشخص الحائز على المعلومة غير المعلنة، بان تكون تلك المعلومات حساسة (جوهريّة) من ناحية الاسعار"<sup>(١)</sup>

نرى ان المنهج الاول هو الاولى بالتطبيق، لسهولة اثباته بما يشمله من وضع معيار موضوعي لقياسه، اما المنهج الثاني فينتج الدخول في نوايا النفس البشرية وهو امر صعب التوصل اليه.

الشرط الثالث: ان يكون المعلومات سرية: لابد ان تكون المعلومة سرية وغير معلن عنها، وتتصف المعلومة بالسرية ولو كشف عنها لعدد محدود من الاشخاص طالما عرف عنهم بانها سرية، لذلك فان الاصل في علانية المعلومات هو النشر للجميع،

(١) محمد محمود حمدي عبداللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الاوراق الماليّة المقيدة ببورصة الاوراق الماليّة، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤، ص٢٦٩.

ومن ثم فان الاقتصار بالنشر على عدد محدود من الاشخاص لا يؤثر على بقاء تلك المعلومات سرية.<sup>(١)</sup>

وعليه فان علانية المعلومات لا تعني ان يعلم الجميع بها بالفعل، بل يكفي بالاشخاص الذين يتوقع ان يتعاملوا بالاوراق التي تتأثر بتلك المعلومات. ويثور تسأل الى متى تبقى المعلومة سرية وغير معلنة؟

اما ان صاحب علم طائفة من المطلعين على معلومات الشركة المصدرة علم الكافة بهذه المعلومات، او كان الفاصل الزمني بين علم كل منهما ضئيل على نحو لا يذكر، بحيث لا يمكن القول ان المعلومات كانت سرية، اذ تقتض السرية ان تستمر لفترة زمنية. اما تحديد هذه الفترة فهو امر صعب القيام به مسبقا او تعميمه على الحالات كافة، لكن يجب ترك الامر للقضاء هو من يفصل في كل حالة على حدة، ويقدر الوقت الكافي الذي يتعين على المطلعين على اسرار الشركة الاحتفاظ بتلك المعلومات الجوهرية وعدم الافصاح عنها او الاستفادة منها قبل ان تصبح في متناول الجميع تحقيقا لمبدأ المساواة.<sup>(٢)</sup>

**الشرط الرابع:** ارتباط المعلومة بالاوراق المالية التي تصدرها الشركة: يجب ان ترتبط المعلومات المحظورة التعامل بها باعمال الشركة المتداول اوراقها المالية، او ايا من الاطراف والكيانات المرتبطة بتلك الشركة، اما المعلومات التي تبني على الدراسات والاستنتاجات، فانها تخرج من نطاق المعلومة الجوهرية.<sup>(٣)</sup>

ان البيانات التي تتعلق بالاوراق المالية اما ان تكون خاصة بوضع الاوراق المالية الحالي او المستقبلي، او ان تكون معلومات من شأنها التأثير على سوق الاوراق.

(١) صلاح الدين زين العابدين محمد عبد الحفيظ، التنظيم القانوني لقيود وتداول الاوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦، ص٢٥١.

(٢) د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالافصاح عن المعلومات في سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص١١٣.

(٣) د. فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣، ص٢١٧.

يؤخذ مصطلح الاوراق المالية في هذا المقام بمعناه العام الذي لا يقتصر على السندات والاسهم من القيم المنقولة؛ بل يشمل ايضا العقود المستقبلية والخيارات القابلة للتظهير سواء كان في شأن الاوراق المالية او السلع، ولا تسري هذه النصوص الا على الاوراق التي يتم التداول بها في السوق الرسمية او الموازية لها اي قانونية، حيث لا يحظى المتعاملون في الاسواق الاخرى بالحماية المقررة، ولا سيما تطبيق العقوبات الجنائية على المخالفين، ويكون للمضور الرجوع للقواعد العامة في المسؤولية المدنية.<sup>(١)</sup>

ان تطبيق قواعد حظر استغلال المعلومات على الاوراق المالية الوطنية والاجنبية طالما يخول الاوراق الاجنبية التداول في السوق؛ بل ان الحماية في الاوراق المالية الاجنبية تكون اكثر اهمية، لان المعلومات - كأصل عام - متوافرة عن الشركات الوطنية اكثر من الاجنبية، حيث تكون فرصة استغلال المعلومة الجوهرية ربما اكثر في الاوراق الاجنبية.<sup>(٢)</sup>

ثانيا: الاشخاص الملزمين بالافصاح عن المعلومة الجوهرية: ان المصدر الرئيسي للمعلومة الجوهرية هي، الشركة التي تصدر اوراقا مالية،<sup>(٣)</sup> هذا ما اكدته المادة (٥/هـ) في القسم ٣ من قانون سوق الاوراق المالية،<sup>(٤)</sup> اذ تزود الجهات المختصة في السوق

(١) محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المصدر السابق، ص ٢٧٢ وما بعدها.

(٢) د. احمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالاوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨، ص ٢٥.

(٣) نصت المادة (١٤) في القسم ١٢ من قانون سوق الاوراق المالية، انه " تمتلك الهيئة صلاحيات المدعي العام فيما يخص تقديم الاعمال المدنية والجنائية التي تخص هذا القانون والقواعد ادناه من ضمنها قواعد سوق الاوراق المالية والمودع لديه. أي شخص تطلب منه الهيئة معلومات او وثائق ويرفض تزويد هذه المعلومات والوثائق قد تفرض الهيئة عليه قوة القانون او تعرض الامر على محكمة ذات سلطة قضائية"

(٤) نصت المادة (٥) في القسم ٣ من قانون سوق الاوراق المالية، ان «هـ\_ للشركة ان توافق على اجراء كشف علني عن اية معلومات تؤثر وبشكل كبير على اسعار سنداتها والتي يفترض قبولها في التعامل التجاري، وكذلك توافق على الامتثال لباقي المتطلبات التي قد يفرضها سوق الاوراق المالية كشرط لقبول سندات الشركة في عملية التداول في السوق».

بالبيانات اللازمة التي تتعلق بالاوراق المالية طيلة فترة تداولها في السوق.<sup>(١)</sup> وان تقدم على مسؤوليتها الى الهيئة تقاريرالبيانات تفصح عن مركزها المالي الصحيح، واذا واجهت الشركة ظروفًا طارئة لها تاثير على نشاطها ومركزها المالي، ان تفصح عنها فوراً.<sup>(٢)</sup>

وتلتزم الشركة المصدرة بتحديد شخص يكون مسؤولاً عن العلاقات مع المستثمرين يكون مسؤولاً في بسوق الاوراق المالية على استفسارات المستثمرين والمساهمين، كما يوزع نشرات صحفية عن الشركة تحتوي على بيانات حددها سوق الاوراق المالية، ويتحمل هذا الشخص مسؤولية نشر المعلومات وصحتها من عدمه.<sup>(٣)</sup> اما الشخص الثاني الملزم بالافصاح عن المعلومة الجوهرية فهو، الجهة الادارية والتي تتمثل بالهيئة العامة للرقابة المالية في القانون المصري وهيئة سوق الاوراق المالية في العراق ومجلس ادارة البورصة في مصر ومجلس ادارة السوق في القانون العراقي، حيث تتولى هذه الجهة في القانون المصري والقانون العراقي، الاشراف على نشر المعلومات عن سوق الاوراق المالية والتأكد من وضوحها وسلامتها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها (المادة ٤٣ من قانون سوق راس المال) و (المادة ٢ في القسم الرابع من قانون سوق الاوراق المالية).

كما تلتزم ادارة السوق باخطار هيئة سوق الاوراق المالية بكافة المعلومات المتعلقة بالاوراق خلال اسبوع من تاريخ ادراجها، كذلك تلتزم بتقديم تقارير دورية يومية ونصف شهرية وشهرية عن حركة التداول، ويجب على ادارة السوق اصدار نشرة

(١) المادة (١٣) من قواعد الافصاح الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية للقرار رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٢. والمادة (١) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠.

(٢) المادة (٦) من قانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢. والمادة (٥) من تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم (٨) لسنة ٢٠١٠.

(٣) المادة (١٥) من قواعد الافصاح الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية للقرار رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٢.

اسعار يومية تتضمن الاسعار المتوالية التي تمت بها العمليات اثناء جلسات التداول وسعر اقبال لكل ورقة مالية ونوع هذه الورقة المالية.<sup>(١)</sup>

### المبحث الثاني

#### توافر المعلومة الجوهرية للكافة واثرها على اسعار الاوراق

##### تمهيد وتقسيم:

الغاية من الافصاح عن البيانات الجوهرية تكمن بصفة اساسية في تحقيق المساواة بين كافة المستثمرين في السوق، وذلك بتوفير معلومات حقيقية، وفي الوقت ذاته لكل من يرغب في التعامل بالاوراق داخل هذه الاسواق، خاصة ان التداول لا يكون مباشرة بين البائع والمشتري؛ بل عن طريق شركات الوساطة، ومن هنا يبدو ان هذا الافصاح عن المعلومات الجوهرية هو الوسيلة الاكثر ملائمة لتحقيق المساواة بين المستثمرين في السوق، علما ان هذه المعلومات لها تأثير على سعر الاوراق سواء سلبا او ايجابا حسب نوع المعلومة الجوهرية، لذلك سنتكلم في المطلب الاول: توافر المعلومة الجوهرية للكافة، بينما تطرقنا في المطلب الثاني: اثر المعلومة الجوهرية على اسعار الاوراق.

### المطلب الاول

#### توافر المعلومات الجوهرية للكافة

المعلومات المتميزة والحساسة التي تتعلق بالاوراق المالية يجب توافرها للجمهور الذين يستثمرون اموالهم في الاوراق المالية، كما يجب ان تتوافر تلك المعلومات في وقت واحد للجميع، حيث لا يجوز ان تتوافر المعلومات للبعض دون الاخر، ويعد ذلك من قبيل احترام مبدأ الشفافية والافصاح ومبدأ العدل والمساواة بين جميع المستثمرين. قد تصدر تجاوزات من البعض في استخدام المعلومة الجوهرية قبل الافصاح عنها للجمهور والاستفادة من تلك المعلومات لغرض ان يحصل على ارباح، لذلك

(١) ينظر المادة (١٠١) و (١٠٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢. والمادة (٦) في القسم السادس من قانون سوق الاوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.

اصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية قواعد خاصة بالافصاح حظرت الشركة ان تدلي بأي معلومة جوهرية وبصفة خاصة الى المؤسسات المالية او اي جهة اخرى قبل الافصاح عنها للجمهور.<sup>(١)</sup>

عاقب المشرع المصري في المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال، بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وغرامة لاتقل عن ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه ولا تزيد على ٢٠٠٠٠٠٠٠٠ جنيه او باحدى العقوبتين، كل شخص يفشي سرا قد علم به بحكم عمله او حقق منفعة منها هو او زوجه او اولاده او ثبت بتقرير وقائع غير صحيحة او اغفل في هذا التقرير وقائع مؤثرة نتائجها او تداول في الاوراق بالمخالفة للاحكام المنصوص عليها بالمادة ٢٠ مكررا من هذا القانون.<sup>(٢)</sup>

كذلك القانون العراقي يعتبر من يفشي السر الخاص بالمعلومة غير المعلنة تصرف مخالف للقانون ويوجب العقوبة، لكنه لم يحدد العقوبة او الغرامة لمن يرتكبه.<sup>(٣)</sup> كذلك جاء القانون العراقي بنص يوضح بصورة عامة في القسم ١٥ (قسم العقوبات)، حيث فرض غرامة مادية وعقوبات قد تتضمن السجن اذا خالف القانون او تعليماته.

اما بالنسبة لوقت الافصاح عن المعلومة الجوهرية، فان الشركة المصدرة تفصح عن المعلومة الجوهرية فورا دون ابطاء، لان مقتضى العدل والشفافية ان تصل المعلومات الى الجمهور، ويجب على الشركة المصدرة ان تراعي عند افصاحها الا

(١) المادة (١٤) من قواعد الافصاح للقرار الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٢.

(٢) نصت المادة ٢٠ من قانون سوق رأس المال المصري، ان " يحظر على الاشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة او نتائج انشطتها وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على اوضاع الشركات، التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الاعلان او الافصاح عنها للجمهور. كما يحظر على هؤلاء الاشخاص افتاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة او غير مباشرة. وتحدد اللائحة التنفيذية لهذا القانون وقواعد القيد بالبورصة نوعية المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على عمليات التداول".

(٣) نصت المادة (٨) في القسم ١٢ من قانون سوق الاوراق المالية، ان، «بالرغم من حقيقة ان اية معلومات غير علنية تكون في متناول او معرفة المدراء والموظفين العاملين في الهيئة هي سرية وان اي افتاء غير مسموح لمثل هذه المعلومات قد يعرض صاحبه للعقوبة من قبل الهيئة استنادا الى القوانين والتعليمات الاخرى وتحول الهيئة باستعمال او الكشف عن المعلومات العامة وحماية المستثمرين».

يتجاوز هذا الإفصاح وقت توافر المعلومات متى ما كانت متوافرة خلال اوقات عمل الهيئة العامة وسوق الاوراق خاصة ان اوقات العمل تماثل اوقات التداول في السوق، اذ يجب ان يعرف المتداولين بتلك المعلومات وقت صدورها، كي لا يستفيد منها من تصله باي طريقة كانت قبل المتداولين الاخرين.

كما يجب على الشركة المصدرة للاوراق المالية ان تراعي عند افصاحها ان يكون هذا الإفصاح قبل جلسة التداول التالية من توافر المعلومات حين توفر المعلومة خارج اوقات عمل الهيئة العامة وسوق الاوراق المالية، حتى يعلم المتداولون قبل افتتاح السوق ان هناك معلومات جوهرية، كي يتمكنوا من بناء قرارهم الاستثماري قبل افتتاح السوق.<sup>(١)</sup>

لا شك ان هناك علاقة وثيقة بين الإفصاح ومعاملات المطلعين، وهي علاقة عكسية، حيث كلما التزمت الشركة المصدرة بالإفصاح الفوري عن المعلومة الجوهرية المؤثرة في اسعار الاوراق دون تأخير، كلما كان ذلك مدعاة لتقليل فرص التعامل على اساس تلك المعلومات.

ويدفعنا في هذا السياق الى تناول مسألة مهمة وهي، الإفصاح الانتقائي، ويقصد به قيام الشركة المصدرة باعطاء فئات معينة معلومات جوهرية غير معلنه لاعتبارات معينة بأجازة من الهيئة العامة لسوق المال سواء كانوا هذه الفئات اشخاص طبيعيين او اعتباريين ويكون اعطاء المعلومات بشكل خاص قبل الإفصاح عنها للجمهور.<sup>(٢)</sup>

وتم تعداد هذه الفئات او الاشخاص في كثير من القوانين على سبيل المثال لا الحصر، وهم كالاتي:

يعد من بين هؤلاء الاشخاص مستشاري الشركة المصدرة، لان الشركة المصدرة تحتاج للحصول على استشارة من مستشار الاستثمار في صفقة سيتم الإفصاح عنها

(١) د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لاسواق المال، ط٢، بدون دار نشر، ٢٠١٢، ص٧٣٠.

(٢) د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على اسرار اسهم الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٦، ص٤٩.

فيما بعد، ويعد من هؤلاء الاشخاص ايضا الذين تتفاوض معهم الشركة المصدرة او تنوي التفاوض معهم بشأن اي تعاملات تجارية او مالية او استثمارية اضافة الى مستشاريهم.

ويعد من هؤلاء الاشخاص الذي يجوز ان يتم الافصاح الانتقائي لهم، كبار حملة الاسهم، لكن من وجهة نظرنا انه ليس من اعتبارات العدل الافصاح لهذه الفئة، لانه سيتيح لهم الاستفادة من المعلومات خلافا لصغار المساهمين الذين قد يبيعوا اسهمهم دون معرفة ان هناك صفقة كبيرة ستبرم علم بها كبار حملة الاسهم ولم يقوموا ببيع اسهمهم.

ويعد من قبيل الاشخاص الذين يجوز الافصاح الانتقائي لهم الجهات المقرضة للشركة المصدرة، فالشركة المصدرة قد تحتاج الى تمويل مالي، لتمويل صفقة ينوي ابرامها، وهذا من الطبيعي ان يفصح لهذه الجهة بالمعلومات الجوهرية.<sup>(١)</sup>

وكذلك من الاشخاص الذين يجوز الافصاح الانتقائي لهم وكالات التصنيف الائتماني، فالشركة المصدرة قد تفصح لوكالة التصنيف الائتماني عن المعلومة الجوهرية حتى يستطيع ان يعرف مدى اثر هذه المعلومات الجوهرية على تصنيفها الائتماني سواء كان التصنيف ايجابيا او سلبيا حتى تستطيع ان تبني قرارها الذي سترتب عليه اثر على تصنيفها الائتماني.

كذلك من الاشخاص الذين يحق الافصاح الانتقائي لهم الجهات الحكومية والجهات الرقابية، كما لو افصحت الشركة المصدرة عن المعلومات الجوهرية لديوان الرقابة المالية في اطار تحقيق يقوم به، او افصحت للبنك المركزي عن امر يتعلق بطرح اوراق مالية جديدة.<sup>(٢)</sup>

والى جانب الافصاح الانتقائي الذي تقوم به الشركة المصدرة، فان حالات العروض العامة لشراء الاوراق المالية وحالات الاستحواذ تمثل مجالا خصبا لانحراف بعض الشركات في الافصاح، بما يفسح المجال لمعاملات المطلعين، حيث تقوم

(١) د. بدر حامد يوسف الملا، المصدر السابق، ص ٧٣٠.

(٢) د. عصام حنفي محمود، المصدر السابق، ص ٧٠.

الشركة بالاعلان عن معلومات تؤدي الى تضليل المستثمرين، او اخفاء معلومات تتعلق بمفاوضات تجريها مع جهات اخرى من اجل الاستحواذ على اسهمها، فتكون تلك المعلومات عن هذه العروض قبل اعلانها، مجالا لاستغلال المطلعين واجراء تعاملات على اساسها.<sup>(١)</sup>

### المطلب الثاني

#### اثر المعلومة الجوهرية على اسعار الاوراق المالية

اثر يختلف الاثر في السوق، حسب نوعية المعلومة ومدى صحتها، فاذا كانت المعلومات صحيحة كان لها اثر ايجابي على اسعار الاوراق المالية، بينما المعلومة غير الصحيحة او التي لم تتاح للمستثمرين في وقت واحد لها اثر سلبي على اسعار الاوراق المالية، مما ينعكس بدوره على السوق، هذا ما سيتم توضيحه وفقا للاتي:  
اولا: الاثار الايجابية للمعلومة الصحيحة:

اذا توافرت المعلومة الجوهرية لكل المستثمرين في نفس التوقيت يبسر سيتيح ذلك للمستثمر ان يتخذ قراره بالاستثمار في الاوراق المالية بشرائها من عدمه او ان يبقى دون ان يتخذ قرار كل ذلك متوقف على المعلومات المتاحة، ويترتب على ذلك ما يأتي:

١- تحقيق السعر الفعلي لقيمة الاوراق المالية: تحديد سعر الورقة المالية في السوق يختلف حسب توافر المعلومة المتعلقة بهذه الاوراق المالية، لذلك فان ارتفاع او انخفاض الاسعار متوقف على كفاءة المعلومات الجوهرية في اطار مبدأ الافصاح الشفافية ومتى ما توافرت المعلومات ادى ذلك الى استقرار السوق وسعر الورقة المالية دون ارتفاع او انخفاض بلا مبرر وحين ذلك يطلق على السوق وصف السوق الكفاء.<sup>(٢)</sup>

يقصد بالسوق الكفاء: السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في جميع الاوقات وفي هذا السوق يعبر سعر السوق عن قيمة الاستثمار، اذ

(١) د. فادي توكل، المصدر السابق، ص ٢١٩.

(٢) د. محروس حسن، الاسواق المالية والاستثمارات المالية، دون دار نشر، ١٩٩٤، ص ٥٠.

ان قيمة الاستثمار هي القيمة الحالية للنتائج المتوقعة في المستقبل من الاوراق ويتم تقدير هذه النتائج عن طريق محللين ماليين يمتلكون المعلومات الدقيقة ويرتبط السوق الكفاء بوجود المعلومة الجوهرية الحقيقية والمعلنة.<sup>(١)</sup>

ويترتب على كفاءة سوق الاوراق المالية ان يؤدي الى كفاءة تسعير الاوراق المالية وخلق توازن بين العرض والطلب، وبالنتيجة تكون حركة الاسعار ارتفاعا او انخفاضا في اطار نسب بسيطة.<sup>(٢)</sup>

٢- **وضوح حقيقة المركز المالي للشركة:** اذا توافرت المعلومة الحقيقية عن الورقة المالية في السوق، فان ذلك يعطي مؤشرا عن حقيقة المركز المالي لشركة معينة، فاذا ما حققت الشركة ربحا عاليا في فترة زمنية، فان ذلك يؤدي الى ارتفاع قيمة الاوراق المالية وبالنتيجة ارتفاع سعرها في السوق، بخلاف ما اذا لحقت بالشركة خسائر، فانها تؤدي الى هبوط قيمة الاوراق المالية وبالنتيجة انخفاض سعرها في الاسواق.<sup>(٣)</sup>

٣- **جذب المزيد من المستثمرين:** المستثمر الذي يسعى لاستثمار امواله في سوق الاوراق المالية سيزيد من حجم استثماراته اذا رأى المعلومات متوافرة وبسهولة عن الاوراق المالية التي يرغب في الاستثمار بها، لان المستثمر يشعر بالمساواة والعدال بينه وبين غيره من المستثمرين، كما ان حركة الاسعار في السوق بناء على هذه المعلومات تكون مقبولة بالنسبة للمعلومات المتاحة وهو ما يجعل المستثمر يشعر بالرضا لحركة الاسعار، مما يؤدي الى جذب الاستثمارات.<sup>(٤)</sup>

**ثانيا:** الآثار السلبية للمعلومات غير الصحيحة: المعلومة غير المتوفرة للجمهور في وقت واحد او اذا كانت المعلومات غير صحيحة يكون لها اثار سلبية على اسعار

(١) د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الاوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ١٤١.

(٢) د. نصر علي احمد طاحون، المصدر السابق، ص ١٧٢.

(٣) د. محمد صالح الحناوي و. د. جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، ٢٠٠٢، ص ١٠٦.

(٤) د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص ١٤٢.

الأوراق المالية وتؤثر سلباً على السوق، مما يؤدي إلى خلق سوق غير كفء يؤثر ويتأثر بحالة الاقتصاد، وتتمثل هذه الآثار بالأتي:

١- انتشار الشائعات: انتشار الشائعات في الأسواق أحد أسبابه هو نقص في المعلومات المتاحة للجمهور، وهو ما يؤدي إلى تحرك الأسعار بالارتفاع أو الانخفاض دون وجود معلومات صحيحة مما يؤدي إلى الاضرار بسوق الأوراق المالية، إذ يتوقف انتشار الشائعات على مدى وعي المستثمر الذي يجب عليه ان يتأكد من صدق المعلومات من مصدرها الا انه يلاحظ ان العديد من المستثمرين يتعامل مع الشائعات على انها معلومات حقيقية وصحيحة مما يؤدي الى زيادة انتشار هذه الشائعات؛ بل ويؤكدها.<sup>(١)</sup>

القانون المصري<sup>(٢)</sup> عاقب الشخص الطبيعي الذي يعطي بيانات ومعلومات غير صحيحة بالحبس والغرامة أو بإحدى العقوبتين وهذا إجراء حسنٌ إلا أنه قام بتحديد الغرامة خاصة الحد الأقصى. بينما القانون العراقي<sup>(٣)</sup>،<sup>(٤)</sup> عاقب الشخص بالغرامة فقط دون الحبس.

(١) د. عنايات النجار، الشائعات تضرب الاسهم، مجلة البورصة المصرية، العدد (٤٦١)، ٢٠٠٦، ص ٣٢.

(٢) نصت المادة ٦٣ الفقرة ٣ من قانون سوق راس المال، ان " بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن ٥٠٠٠٠٠ جنيه ولا تزيد على ١٠٠٠٠٠٠ جنيه او بإحدى هاتين العقوبتين، كل من ثبت عمداً في نشرات الاكتتاب او اوراق التأسيس او الترخيص او غير ذلك من التقارير او الوثائق او الاعلانات التي تتعلق بالشركة ببيانات كاذبة او تخالف لاحكام هذا القانون او غير في هذه البيانات بعدان تعتمد من الهيئة او عرضها عليها".

(٣) نصت (المادة ١٥/ب) في القسم ١٢ من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية، ان " «إذا وجدت الهيئة بعد الاشعار وتوفر الفرص للسمع بان شخصاً قد اخل او له النية في ذلك بحكم من احكام هذا القانون او اية تعليمات تتعلق بهذا القانون تقوم الهيئة بفرض غرامة عليه خمسون مليون دينار عراقي عن الخلال يشمل الاحتيال، الغش، او عدم الاهتمام المقصود لاي من المتطلبات المنصوص عليها قانوناً، او مبلغ خمس وعشرون مليون دينار لاي اخلال اخر لتلك الضوابط"

(٤) نصت المادة (١٢) في القسم ١٢ من قانون سوق الأوراق المالية، انه " تخول الهيئة د- اصدار قوانين لغرض الكشف عن المعلومات والتقارير التي يتطلب نشرها للجمهور والمتوفرة لدى الشركات المعروضة سندات للاكتتاب او التوزيع او التبادل بها في سوق الأوراق المالية وتغيير كافة المعلومات والتقارير اذا انها تتطلب مراجعة في حال عرضها بشكل خاطيء او غير متكامل او كاذب او مضلل او مخالف لاي حكم من احكام قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧".

٢-زيادة المضاربات غير المشروعة: المضاربة غير المشروعة تعني قيام المضاربين بتصرفات واعمال تحدث ارتفاعا او انخفاضاً مصطنع في اسعار الاوراق المالية عبر اساليب احتيالية للتلاعب في اسعار السوق واحداث تموجات شديدة بطرق مفتعلة، لكي يستفيد من فرق الاسعار.<sup>(١)</sup>

اما المضاربة المشروعة تبنى على التوقع والدراسة ضرورية لسوق الاوراق المالية ويمكن للمضارب اي المستثمر ان يخسر او يربح، اذ انه لا يتدخل بفعله للتاثير على اسعار الاوراق المالية هبوطاً او صعوداً.<sup>(٢)</sup>

هذا يعني ان المضاربة غير المشروعة تكون نتيجة ممارسات غير قانونية تعتمد على التدليس والاحتيال لايقاع الاخرين في الخطأ الامر الذي يؤدي الى الاضرار بسوق الاوراق المالية بصورة عامة، بل ان الخبراء في تحليلاتهم ذكروا ان المضاربة غير المشروعة ادت الى انهيار البورصات العالمية بداية من ازمة ١٩٢٩ ومروراً بازمة اكتوبر ١٩٨٧ ومروراً بازمة اكتوبر ١٩٩٧ وانتهاءً بازمة مارس ٢٠٠٦ في البورصة المصرية.<sup>(٣)</sup> وللتلاعب بسعر الورقة المالية عن طريق المضاربة غير المشروعة لها طرق واساليب، منها العمليات التي يكون هدفها خفض كبير في اسعار اسهم لشركة معينة عن طريق بيع كميات كبيرة منها، لربما على المكشوف من غير ان يكون هناك سببا يتصل بالاداء الاقتصادي للشركة يبرر ذلك الانخفاض، يتبع ذلك عمليات شراء منسقة من ذات اسهم تلك الشركة باسعار منخفضة مما ينتج عن ذلك ارباح كبيرة عندما تعود الاسعار الى سعرها الطبيعي.<sup>(٤)</sup>

اما الاسلوب الاخر للتلاعب باسعار الاوراق المالية، ان يتدخل المضارب بشكل ايجابي للتاثير على سعر الاوراق المالية، وان هذا التدخل يظهر بصورة طلب

(١) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الاوراق المالية، ط١، مركز المساندة القانونية، ٢٠٠١، ص ٢٨٠. د. محمد احمد عمارنة، المصدر السابق، ص ٤٦٤.

(٢) د. محمد احمد عمارنة، المصدر السابق، ص ٤٦٤. جمال عبد العزيز العثمان، المصدر السابق، ص ٣٨٧.

(٣) د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص ١٤٧ وما بعدها.

(٤) د. فادي توكل، المصدر السابق، ص ١٨٥.

كميات كبيرة للشراء وهمية او للبيع للتاثير على سعر الاوراق المالية بالانخفاض او الارتفاع، حيث يقوم المضارب بهذا التدخل منفردا او يتعاون مع اخرين للوصول الى تحديد الاسعار فيتدخل بفعله، ليعمل على خفض الاسعار او رفعها من غير مبرر ويستمر التدخل في الاتجاه الذي يحدده الى النقطة التي يرى عندها تصفية عملياته فيتحول من بائع الى مشتري او العكس.

ومن المؤكد ان المتلاعب في الاسعار لا يقوم بهذه العملية بمفرده؛ بل دائما ما يكون التصرف جماعيا بان يقوم بالاتفاق مع اشخاص اخرين يسيطرون على التعامل في سوق الاوراق المالية معتمدين بذلك على ضخامة راس المال وعدم خبرة المتعاملين وضعف الرقابة في سوق الاوراق المالية.<sup>(١)</sup> اشرنا سابقا كيف واجه المشرع المصري<sup>(٢)</sup> والعراقي من ينشر الشائعات او تزويد بمعلومات غير صحيحة، لذلك لا داعي للتكرار، و يطبق ذات النصوص على من يقوم بصفقات صورية ووهمية لغرض التلاعب بسعر الاوراق المالية، اضافة الى ذلك، يحق لرئيس الهيئة وقف التعاملات التي يكون غرضها التلاعب باسعار الاوراق المالية.

### الخاتمة

من خلال بحثنا الخاص بالمعلومات الجوهرية في سوق الاوراق المالية، توصلنا الى عدة نتائج، وكذلك ارتأينا ان نقترح بعض التوصيات؛ لكي تكون دراسة قانونية متكاملة، وكما يأتي:

(١) محمد محمود حمدي عبداللطيف، المصدر السابق، ص ٢٢٥.  
(٢) نصت المادة ٢١ من قانون سوق رأس المال، نص ان « لرئيس السوق او رئيس الهيئة وقف عروض وطلبات التعامل التي يكون الغرض منها التلاعب في اسعار الاوراق المالية ويكون له الغاء التعاملات المخالفة لاحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذا لها او التي تتم بسعر ليس له مبرر كما يجوز له وقف التعامل على اوراق مالية اذا كانت من شأن استمرار التعامل عليها اضرار السوق او المتعاملين. وكذلك نصت المادة (٤٣/٣/٤) من قانون سوق راس المال، ان «للهيئة حق اتخاذ الاجراءات اللازمة لمراقبة سوق الاوراق المالية والاشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن السوق والتأكد من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، والتأكد من ان التداول يتم على اوراق مالية سليمة وانه غير مشوب بالغش او النصب او الاحتيال او الاستغلال او المضاربة الوهمية».

## اولاً: الاستنتاجات:

- ١- ان المعلومات الجوهرية تتيح للمستثمرين في سوق الاوراق المالية ان يتخذوا قرارهم الاستثماري سواء بيع او شراء الورقة المالية، لان المعلومة الجوهرية تساعد على تشخيص الوسائل التي يكون لها تأثير على القيمة السوقية للورقة المالية.
- ٢- اذا ما شعر المستثمرين في سوق الاوراق بعدم المساواة في المعلومة الجوهرية لاوراق مالية محددة، فانهم سوف يحجمون عن التداول لهذه الاوراق، مما يؤدي الى انخفاض حجم التعامل في السوق ويتناقص حجم السوق، نتيجة لتناقص عدد الاوراق المالية المتداولة في فترة معينة من الزمن.
- ٣- ان الاشخاص الملزمين بالافصاح عن المعلومة الجوهرية هم كل من، الشركة المصدرة للاوراق المالية، والهيئة العامة للرقابة المالية، ومجلس ادارة السوق.
- ٤- المعلومة في سوق الاوراق المالية ليست كلها مهمة وجوهرية ومؤثرة في سعر الاوراق المالية، لكن قد تكون كذلك اذا تعلقت المعلومة بالورقة المالية او المركز المالي للشركة المصدرة وكذلك يجب ان تكون سرية اي غير معلنة.
- ٥- تأثير المعلومات على سعر الاوراق المالية قد يكون ايجابي او سلبي، فاذا كانت المعلومة صحيحة فيكون تأثيرها ايجابي، واذا كانت المعلومة مضللة او اشاعة او غير متاحة لكافة المستثمرين بوقت واحد فيكون تأثيرها سلبي على سعر الاوراق المالية وعلى الاسواق المالية.

## ثانياً: التوصيات

- ١- نقترح على المشرع العراقي، ان يلزم المحلل المالي ببذل جهده بان تكون تقاريره متاحة لجميع عملاء الوسيط في وقت واحد، وكذلك ان يضمن المحلل المالي تقاريره اية معلومات جوهرية حصل عليها ما دامت غير معلنة.
- ٢- نوصي المشرع العراقي، ان يلزم الشركة المصدرة للاوراق المالية ان تقصح عن المعلومات الجوهرية قبل مدة كافية من افتتاح السوق، لكي يؤتي الافصاح ثمره.
- ٣- نأمل من المشرع العراقي ان تكون هناك جريدة خاصة بسوق الاوراق المالية يتم بها نشر الافصاح عن المعلومة الجوهرية ، لانه من اليسير رجوع المستثمرين اليها

كما انها افضل مما يقوم المفصح بنشر المعلومات بجرائد غير متخصصة وقد لا يقرأها جميع الاشخاص.

٤- نقترح على المشرع العراقي، بان يفرض عقوبة على الشخص الذي يستغل اسرار عمله او يحقق منفعة هو او زوجه او اولاده او ثبت في تقريره وقائع غير صحيحة او اغفل في هذا التقرير وقائع لها تأثير في نتائجها، كما وان يفرض عليه غرامة مالية تتناسب مع الارباح التي حققها نتيجة استغلاله لهذه المعلومات الجوهرية.

#### المصادر

##### الكتب

- ١-د. احمد الباز، الالتزام بالشفافية والافصاح عن المعلومات في بورصة الاوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠١٥
- ٢-د. احمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالاوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨
- ٣-د. ارشد فؤاد التميمي و د. اسامة عزمي سلام، الاستثمارات المالية، دار المسيرة، عمان، ٢٠٠٠
- ٤-د. بدر حامد يوسف الملا، النظام القانوني لاسواق المال، ط٢، دون دار نشر، ٢٠١٢
- ٥-د. بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالافصاح، عن المعلومات في سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦
- ٦-د. جمال عبد العزيز العثمان، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠
- ٧-د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على اسرار الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٦
- ٨-د. سامي عبد الباقي ابو صالح، تعارض المصالح في الانشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦
- ٩-د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الاوراق المالية، ط١، مركز المساندة القانونية، ٢٠٠١
- ١٠-د. صفوت عبد السلام، الشفافية والافصاح والاثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦
- ١١-صلاح الدين زين العابدين محمد عبد الحفيظ، التنظيم القانوني لقيود وتداول الاوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٦
- ١٢-د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الاوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧
- ١٣-د. عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والافصاح، مطابع الدار الهندسية، القاهرة، ٢٠٠٦
- ١٤-د. فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣
- ١٥-د. محروس حسن، الاسواق المالية والاستثمارات المالية، دون ذكر دار نشر، ١٩٩٤
- ١٦-د. محمد احمد عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، المركز القومي للصادرات القانونية، ٢٠١٤
- ١٧-د. محمد صالح الحناوي و د. جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، ٢٠٠٢



- ١٨-د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٠،  
١٩-د. منير هندي، الاوراق المالية واسواق رأس المال، دار المعارف، الاسكندرية، ٢٠٠٥،  
٢٠-د. نصر علي احمد طاحون، شركة ادارة الاوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة،  
٢٠٠٣.

#### الرسائل العلمية:

- ١-محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الاوراق المالية المقيدة  
ببورصة الاوراق المالية، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤.

#### المقالات:

- ١-د. عنايات النجار، مقال الشائعات تضرب الاسهم، مجلة البورصة المصرية، عدد ٤٦١، ٢٠٠٦.

#### القوانين:

- ١-قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٩،  
٢-القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤.

#### اللوائح والتعليمات:

- ١-اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣،  
٢-تعليمات الافصاح للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية رقم ٨ لسنة ٢٠١٠.