

التنظيم التشريعي للتداول بناء على معلومات داخلية

(دراسة تحليلية في قانون السوق المالية السعودي رقم ٢١/م لسنة ١٤٢٤هـ)

د. بثينة على نور الدين

استاذ القانون التجاري المساعد - كلية الإدارة والأعمال

مقدمة :

تعتزم المملكة العربية السعودية من خلال تطبيق رؤية المملكة ٢٠٣٠ إلى بناء سوق مالية متقدمة ومنفتحة على العالم بما يتيح فرص تمويل أكبر وينشط الدورة الاقتصادية والاستثمارية ، وكذلك تتضمن الرؤية فيما تتضمنه وفيما يتعلق بالسوق المالية تسهيل طرح أسهم الشركات السعودية، وإدراج بعض الشركات المملوكة للدولة في السوق المالية ، وتسهيل سبل الاستثمار والتداول.

ولكي تتمكن السوق المالية السعودية من تحقيق أهدافها المنشودة والقيام بدورها الرئيسي في تعبئة المدخرات وتحويلها نحو المرص يجب أن تتمتع بالكفاءة، فالسوق الكفاء تعد عاملاً جاذباً للاستثمارات المحلية والأجنبية، ومن ثم تساعد على توفير التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية والإنمائية.

وتتأثر كفاءة السوق المالية بمدى تطبيق هذه السوق لمبدأ الشفافية والإفصاح في السوق المالية، كما تتأثر حركتها بالإفصاح الكامل والمستمر عن المعلومات المالية والمحاسبية المفيدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة في هذه الأسواق.

ويقوم تعامل أي مستثمر - سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً - في سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات الدقيقة والصحيحة مع سرعة الحصول عليها وبتكلفة منخفضة أو معدومة أحياناً، لكي يتسنى له اتخاذ قراره الاستثماري في تلك السوق بطريقة صحيحة، ومن هنا تحرص جميع التشريعات المقارنة المنظمة لسوق رأس المال بالنص على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح.

وعليه فإن أي إخلال في أعمال هذا المبدأ - مبدأ الشفافية والإفصاح - يترتب عليه عدم كفاءة السوق المالية ومن ثم عدم تحقيقه للأهداف المرجوة منه. ويعد إخلالاً بالمبدأ قيام البعض ممن يستطيعون الاطلاع على المعلومات غير المعلنة للجميع

باستغلال هذه المعلومات والتداول بناء عليها، فهم يطلعون عليها بحكم ما يشغلون من مواقع مهمة و متميزة داخل إدارة الجهة مصدر المعلومة سواء كانت تلك الجهة شركة أو مؤسسة أو هيئة، وهذه المواقع المميزة قد تكون لمديرين، أو رؤساء أعضاء مجلس إدارة، وغيرهم من أفراد الإدارات العليا.

ويتمثل الاستغلال غير المشروع لهؤلاء عندما يقوم أحدهم باستغلال هذه المعلومات والاستفادة منها لتحقيق منافع أو مكاسب له أو لغيره ممن يرتبطون معه بعلاقة ما، أو حتى عن طريق إقضاء هذه المعلومات إلى الغير للاستفادة منها ولو لم تتحقق تلك المكاسب المنشودة فعليا.

موضوع الدراسة :

خلال هذه الدراسة سيتم عرض مفهوم التداول بناء على معلومات داخلية في السوق المالية السعودي وبيان شروطه وصوره؛ ثم بيان الرقابة القانونية والإدارية لمواجهة هذا الاستغلال غير المشروع للمعلومات من خلال دراسة قانونية في النظام السعودي ، مع إلقاء الضوء على بعض نصوص القانون المصري والقوانين المقارنة خاصة دول الخليج العربي بما يلزم لبيان أوجه القصور فيما ورد بنظام السوق المالية السعودي فيما يتعلق بالتداول بناء على معلومات داخلية.

أهمية الدراسة:

من ناحية أولى : يتأثر مبدأ الشفافية والإفصاح، ذلك المبدأ الذي يعد أحد أهم الأركان التي تقوم عليها السوق المالية، بالممارسات غير المشروعة ممن يطلعون على أسرار الشركات بحكم وظائفهم وأماكنهم وعلاقتهم، مما يترتب عليه تأثير بل انعدام كفاءة السوق المالية، مما يؤثر في الاقتصاد الوطني السعودي ؛ نظراً لما تقوم به السوق المالية السعودية من مهام بالغة الأهمية في النشاط الاقتصادي خاصة خلال الفترة الحالية.

ومن ناحية ثانية : فإن تحديد نطاق الممارسات غير المشروعة - والتي تتمثل في هذه الدراسة في التداول بناء على معلومات داخلية ، وتحديد الأشخاص القائمين بها، ثم بيان كيفية مواجهة هذه الممارسات من شأنه حماية السوق المالية السعودية من العبث بها من خلال رصد جميع السلوكيات غير المشروعة التي تقع من تلك الطائفة، ومن ثم بيان مدى فاعلية القوانين والقرارات الحالية للتصدي لهذه الممارسة غير المشروعة.

ومن ناحية ثالثة ؛ تبدو أهمية هذه الدراسة في أن حظر التداول بناء على معلومات داخلية، لا تنحصر الغلة منه في حماية الغير حسن النية في السوق المالية السعودية التي لم تتح لها فرص الحصول على ذات المعلومة، وإنما تمتد الغلة إلى حماية سوق الأوراق المالية، من حيث سلامة المعاملات وبث الثقة والطمأنينة لدى المتعاملين فيها، من خلال تأكيدهم من الحصول على كافة المعلومات المتاحة في نفس الوقت ؛ وهي الثقة التي يحتاجها الاقتصاد السعودي خلال الفترة الراهنة في ظل خطط التحول الاقتصادي المعلن عنها.

ومن ناحية رابعة ؛ وعلى وجه الخصوص؛ تتمثل أهمية هذه الورقة العلمية في تحقيق خطوة أولى نحو بناء سوق مالية متقدمة ومنتجة على العالم وفق رؤية المملكة ٢٠٣٠، من خلال بيان مدى فاعلية التنظيم القانوني للسوق المالية السعودي في مواجهة الممارسات غير المشروعة الصادرة من البعض ممن يستطيعون الاطلاع على المعلومات غير المعلنة للجميع ؛ حيث تعد هذه الممارسات خرقاً لقوانين السوق المالية ومبدأ الشفافية والإفصاح الذي تقوم عليه السوق المالية ومن ثم تؤثر تأثيراً سلبياً على كفاءة هذا السوق.

أهداف الدراسة

- ١ - بيان مفهوم مبدأ الشفافية والإفصاح بنظام السوق المالية السعودي ، وكذلك أهمية تطبيقه بالنسبة إلى هذه السوق.
- ٢ - تحديد مفهوم التداول بناء على معلومات داخلية، وبيان أثره على كفاءة سوق الأوراق المالية.
- ٣ - بيان الشروط التي تتحقق بتوافرها جريمة التداول بناء على معلومات داخلية في السوق المالية السعودي.
- ٤ - توضيح دور هيئة السوق المالية السعودية في مواجهة الاستغلال غير المشروع للمعلومات والبيانات في السوق المالية والمتمثل في التداول بناء على معلومات داخلية.
- ٥ - عرض النصوص القانونية الجزائية في النظام السعودي والتي تم وضعها لمواجهة حظر التداول بناء على معلومات داخلية.

تساؤلات الدراسة:

- ١ - ماهية مبدأ الشفافية والإفصاح وأهميته وأثره على كفاءة السوق المالية؟
- ٢ - ما هو مفهوم الاستغلال غير المشروع للبيانات والمعلومات في السوق المالية السعودية؟
- ٣ - ما هي الآثار المترتبة على الاستغلال غير المشروع للمعلومات داخل السوق المالية، وأثر ذلك على كفاءة سوق الأوراق المالية؟
- ٤ - ما هي الشروط اللازم توافرها لتحقيق الاستغلال غير المشروع للبيانات داخل السوق المالية؟
- ٥ - ما هي صور الممارسات غير المشروعة والتي تعد انتهاكاً لمبدأ الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية؟
- ٦ - ما هو دور الدور الرقابي والتشريعي في النظام السعودي لمواجهة التداول بناءً على معلومات داخلية؟

حدود الدراسة:

يتحدد موضوع الدراسة ببيان التنظيم التشريعي للتداول بناءً على معلومات داخلية في نظام السوق المالية السعودية، كما تتحدد الدراسة مكانياً بالمملكة العربية السعودية فقط دون غيرها من الدول إلا ما يستلزمه البحث من عقد مقارنات بين المواد القانونية التي نص عليها النظام السعودي وبين ما نص عليه المشرع المصري وبعض دول مجلس التعاون الخليجي كدولة الإمارات العربية المتحدة، ودولة الكويت، كما تم تحديد موضوع البحث زمنياً بنظام السوق المالية الحالي الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم ٢١/م لسنة ١٤٢٤هـ.

منهج الدراسة:

سوف تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي الذي يسعى إلى وصف وتحليل موضوع الدراسة من مختلف جوانبه، بهدف استجلاء الجوانب المختلفة لموضوع البحث المتمثل في إخلال البعض بمبدأ الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية من خلال التداول بناءً على المعلومات الداخلية التي يحصلون عليها بحكم مواقعهم من داخل الشركة أو خارجها.

الدراسات السابقة:

على الرغم من وجود العديد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع «التداول بناء على معلومات داخلية» باستخدام ذات المرادفات أو غيرها ذات الدلالة على ذات الموضوع إلا أنه لوحظ قلة أو ندرة الدراسات القانونية التي تناولت تلك الظاهرة بشكل تفصيلي وتحليلي متعمق بنظام السوق المالية السعودي، حيث اقتصرت أغلب تلك الدراسات على تناول نبذه مختصره عن هذا التداول في النظام القانوني السعودي، فلم نجد دراسة واحدة سابقة اقتصرت على تناول «التداول بناء على معلومات داخلية وفق نظام السوق المالية السعودي» وهو ما تتميز به هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة.

وقد تم الاستفادة من الدراسات السابقة في عدد من النقاط من بينها النقاط العامة في بعض التعريفات وغيرها من النقاط المشتركة في معظم التشريعات وبعض من آراء الفقهاء.

وقد تم التركيز على عدد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع «التداول بناء على معلومات وكان من أهمها ما يلي:

١ - د. همام القوصي، (٢٠١٧م)، «مدى شمول المطلاع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية»، مركز جيل البحث العلمي - مجلة جيل الأبحاث القانونية العميقة - العدد ٢٠ ديسمبر ٢٠١٧م.

٢ - د. أحمد بن محمد الخليل، (٢٠١٧م)، «جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، ورقة علمية، قسم الفقه - كلية الشريعة وأصول الدين - جامعة القصيم، المملكة العربية السعودية.

٣ - د. ذكري عبد الرازق خليفة، (٢٠١٧م)، «حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقاً لمعلومات داخلية»، بحث منشور بمجلة مصر المعاصرة صادرة عن الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة، مصر.

٤ - د. طارق عفيفي صادق، (٢٠١٥)، «الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي».

د. أحمد باز محمد متولي، (٢٠١٢)، «الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية (التعامل الداخلي)، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، جمهورية مصر العربية.

د. همام القوصي، (٢٠١١م)، «الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية»، دراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلب، سوريا.

تبويب الدراسة:

سوف يستهل الباحث- إن شاء الله- بحثه بمبحث تمهيدي يوضح فيه ماهية مبدأ الشفافية والإفصاح وأهميته في النظام القانوني السعودي، ثم يعرض لمفهوم جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية والشروط اللازم توافرها في المعلومة محل التداول، ثم يختتم هذه الدراسة عن كيفية مواجهة هذه الجريمة ودور الهيئة العامة للسوق المالية السعودي في هذا الصدد.

وعليه فسوف يتم تقسيم هذا البحث إلى ما يلي:

- مبحث تمهيدي: مفهوم وأهمية مبدأ الشفافية والإفصاح في نظام السوق المالية السعودي.
- مبحث أول: مفهوم وطبيعة فعل التداول محل الحظر.
- مبحث ثان: الصفة واجبة التوافر في مركبي فعل التداول بناءً على معلومات داخلية.
- مبحث ثالث: الشروط واجبة التوافر في المعلومات المحظور تداول الورقة المالية بناءً عليها.
- مبحث رابع: يتناول الدور الرقابي والتشريعي في النظام السعودي لمواجهة التداول بناءً على معلومات داخلية وذلك على التفصيل التالي:

مبحث تمهيلي :

بيان ماهية مبدأ الشفافية والإفصاح وأهميته

لما كان التداول بناءً على معلومات داخلية يمثل اختلالاً بمبدأ الشفافية والإفصاح، فإنه كان لزاماً علينا بيان أهمية مبدأ المساواة في الحصول على المعلومات بين المتعاملين من ناحية كميتها ونوعها، وكذلك توقيت الحصول عليها من خلال بيان ماهية مبدأ الشفافية والإفصاح فقهاً واصطلاحاً ، وبيان أهمية ذلك بالنسبة للسوق المالية ، وعلى هذا يمكن تقسيم هذا البحث إلى مطلبين .

يتناول الأول منهما : تعريف مبدأ الشفافية والإفصاح .

ويأتي الثاني منهما : إلقاء الضوء على أهميته في السوق المالية .

المطلب الأول :

ماهية مبدأ الشفافية والإفصاح في نظام السوق المالية السعودي

أصبح مبدأ الشفافية والإفصاح من المبادئ الأساسية التي أكدتها التطورات المعاصرة لسوق الأوراق المالية ، ويأتي مبدأ ضمان تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات التي تتم بالأسواق المالية من أحد أهم أهداف المنظمة الدولية لهيئات سوق المال^(١) (IOSCO) ويقع عبء تحقيق هذا المبدأ على عاتق جميع الشركات والجهات المعنية، خاصة الشركات التي تطرح أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام، والشركات المقيدة التي تطرح لها أوراقاً مالية في جداول البورصة أو التي ترغب في قيد أوراقها المالية فيها، ومبدأ الشفافية والإفصاح^(٢) هو أحد المبادئ الأساسية لحكومة الشركات^(٣) (٤).

(١) - اختصاراً International organization of securities commissions وهي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية.

(٢) - د. عصام حنفي، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٥٥.

(٣) - تأخذ الممارسات الأخلاقية، ومكافحة الفساد، وحوكمة الشركات، في الوقت الراهن، قدراً متزايداً من الاعتبار عند تقييم القدرة التنافسية للأعمال. للمزيد حول هذا الموضوع انظر الدليل السابع الصادر عن مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، بعنوان، البوصلة الأخلاقية للشركات، أدوات مكافحة الفساد، قيم ومبادئ، وأداب المهنة، وحوكمة الشركات، تقديم د/ جون، د. سوليفان على الرابط التالي.

http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/225976804c560a9e91afdb12db12449/Focus%2B7%2B-%2BThe%2Bmoral%2BCompass_AR.pdf?MOD=AJPERES.

(٤) - ومن التطبيقات على ذلك في السوق المالية السعودية، صدور قرار قطعي من لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية بتاريخ ١٤٢٩/٩/١٠هـ الموافق ٢٠١٨/٥/٢٥م، وذلك في الدعوى المقامة من هيئة السوق المالية ضد أعضاء مجلس إدارة شركة اتحاد الاتصالات (موبيايلي) وهم أحمد بن عبد الكريم بن محمد جلفار، وإبراهيم بن محمد بن ناصر السيف، وعيسى بن عبد الرسول بن عيسى الحداد، وعبد الرحمن بن عبد الله بن أحمد الشهيد، وعبد العزيز بن حمد بن عبد العزيز الجميح، وعبد العزيز بن صالح بن عبد الله الصغير، ومحمد بن إبراهيم بن عبد العزيز المنصور، وصالح بن ناصر العلي الجاسر، وقد انتهى منطوق القرار بإدانة المذكورين بمخالفة الضميرين الفرعيين (٢) و (٣) من الفقرة (ب) من المادة العاشرة من لائحة حوكمة الشركات، والمادة الرابعة والأربعين من قواعد التسجيل والإدراج، وذلك لعدم قيامهم بتنفيذ واجباتهم بما يحقق مصلحة المصدر وعدم التأكد من سلامة الأنظمة المالية والمحاسبية ذات الصلة بإعداد التقارير المالية، ومن تطبيق أنظمة رقابية مناسبة لإدارة المخاطر في الشركة، للسنة المالية المنتهية في ٢٠١٣/١٢/٣١م، والربع الأول والثاني والثالث من العام ٢٠١٤م، وتضمن قرار لجنة الاستئناف إيقاع عدد من العقوبات عليهم، وفقاً للتفصيل الآتي، أولاً، أحمد بن عبد الكريم بن محمد جلفار، فرض غرامة مالية عليه قدرها (٤٠٠,٠٠٠) أربعة مائة ألف ريال. ثانياً، إبراهيم بن محمد بن ناصر السيف فرض غرامة مالية عليه قدرها (٤٠٠,٠٠٠) أربعة مائة ألف ريال. رابعاً، عبد الرحمن بن عبد الله بن أحمد الشهيد فرض غرامة مالية عليه قدرها (٤٠٠,٠٠٠) أربع مائة ألف ريال. خامساً، عبد العزيز بن حمد بن عبد العزيز الجميح فرض غرامة مالية عليه قدرها (٤٠٠,٠٠٠) أربعة مائة ألف ريال. سادساً، عبد العزيز بن صالح بن عبد الله الصغير، فرض غرامة مالية عليه قدرها (٤٠٠,٠٠٠) أربعة مائة ألف ريال. سابعاً، محمد بن إبراهيم بن عبد العزيز المنصور فرض غرامة مالية عليه قدرها (٤٠٠,٠٠٠) أربعة مائة ألف ريال. ثامناً، صالح بن ناصر العلي الجاسر فرض غرامة مالية عليه قدرها (٢٠٠,٠٠٠) ثلاثة مائة ألف ريال. كما أوضحت الهيئة للمعوم بأن الدعوى الجزائية المقامة من النيابة العامة (والحالة لها من هيئة السوق المالية) ضد عدد من المدراء التنفيذيين لشركة اتحاد الاتصالات (موبيايلي) مخالفتهم المادة (٤٩) من نظام السوق المالية، وذلك للاشتباه بقيامهم خلال فترة عملهم في الإدارة التنفيذية بأعمال أدت إلى إيجاد انطباع غير صحيح أو مضلل في شأن قيمة الورقة المالية للشركة، والمعلن من الهيئة عن إيداعها لدى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية بتاريخ ١٤٢٩/١١/٢٢هـ الموافق ٢٠١٧/١٠/١٢م، ما تزال قيد النظر والدراسة لدى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية. راجع الرابط التالي،

https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2429.aspx

هذا وتؤدي المعلومات^(١) التي هي مناط مبدأ الشفافية والإفصاح دوراً مهماً في سوق الأوراق المالية، فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم فيما يتعلق بالتعامل على الورقة المالية بالبيع أو الشراء؛ لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية.

وحيث إنه لا توجد شفافية بدون إفصاح، فالشفافية تتحقق من خلال الإفصاح، ولكن يمكن أن يوجد إفصاح بدون شفافية أو بشفافية ناقصة، وإن كان يعد إفصاحاً ناقصاً أو مضللاً على حسب الأحوال، فالشفافية تتحقق دائماً من خلال الإفصاح. لذا وجب علينا تعريف كل من الشفافية، ثم الإفصاح للتوصل لتعريف مبدأ الشفافية والإفصاح الذي يعد أحد أهم المبادئ التي يقوم عليها التداول في سوق الأوراق المالية.

١- تعريف الشفافية (Transparence)

الشفافية لغة: ما لا يحجب ما وراءه^(٢). ويستعار للشخص الذي يظهر ما يبطن، فيقال له: رجل ذو شفافية؛ أو تحدثت بشفافية؛ بوضوح تام.

وفي السوق المالية يقصد بالشفافية «قيام الشركات التي تصدر (Issuer الورقة المالية بتوفير البيانات والمعلومات المتعلقة بنشاطها، وكذلك المعلومات المتعلقة بالورقة المالية المزمع إصدارها، ووضع تلك المعلومات والبيانات تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، والمستثمرين الحاليين والمحتملين، بحيث يتاح لكل من يريد منهم مكنة الاطلاع عليها وعدم حجب تلك المعلومات». وذلك فيما لا يكون من شأنه الإضرار بمصالح الشركة، كجواز الاحتفاظ بتلك الأسرار التي تتعلق بأسرار الشركة الصناعية، وعلاقتها، وغير ذلك من أسرار يعطي النظام الحق للشركة في الاحتفاظ بها^(٣).

وقد نصت المادة (السابعة والأربعون) من نظام السوق المالية السعودي^(٤) على السماح للجسمهون، مقابل أتعاب تحددها الهيئة، بالاطلاع على نسخ من نشرات الإصدار والتقارير الدورية والمعلومات والبيانات المودعة لدى الهيئة التي جرى الإعلان عنها أو الحصول عليها.

(١) - المقصود بالمعلومات هنا، البيانات المنظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحليلها وتحديد مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية، ولا سيما في مجال الاستثمار بالأوراق المالية، راجع في ذلك د. محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٣، ص ٤٣.

(٢) - مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، طبعة وزارة التربية والتعليم بجمهورية مصر العربية، ١٩٩٢، ص ٢٤٦.

(٣) - في نفس المعنى أ. د صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، ص ٣.

(٤) - نظام السوق المالية السعودي رقم ٢١/م لسنة ١٤٢٤هـ، منشور على موقع هيئة السوق المالية السعودية،

وقد أورد الفقه عدة تعريفات للشفافية، فمنهم من عرفها بأنها « قيام الشركات والجهات بتوفير البيانات والمعلومات والتقارير للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية وفقاً لمركز مالي حقيقي يمكنهم من تحديد النشاط الحالي والمستقبلي للشركة أو الجهة من خلال تحديد اقتصاديات العمليات التي تجريها، مع بيان الإيضاحات اللازمة لهذه المعلومات والبيانات والتقارير، وفقاً لمعايير محاسبية سليمة معترف بها، مع حق الشركة أو الجهة في حجب المعلومات والبيانات التي يكون من شأن تمكين الغير من الاطلاع عليها الإضرار بمركز الشركة أو الجهة»^(١). بينما عرفها البعض بأنها قيام الشركات وكافة الجهات المعنية بتوفير كافة المعلومات والبيانات والتقارير وفقاً لمعايير المحاسبة السليمة المعترف بها والمتبعة واتاحتها لذوي الشأن، بل والكافة في سوق الأوراق المالية ووفقاً لما هو مقرر قانوناً، وذلك لتمكينهم من الوقوف على المركز الحالي والحقيقي، وكذلك الآفاق المستقبلية للشركة أو الجهة المصدرة للورقة المالية ومن ثم اتخاذ القرارات المالية الصائبة، مع بيان الإيضاحات والتفسيرات اللازمة لهذه المعلومات والتقارير في كل الأوقات وعند الحاجة، مع عدم الإخلال بحق تلك الشركة أو الجهة في الاحتفاظ بأسرارها والتي حماها القانون والتي يكون من شأن إذاعتها أو تمكين الغير من الاطلاع عليها الإضرار بالمصالح المحببة لتلك الشركة أو الجهة»^(٢).

وقد أخذ النظام القانوني السعودي للسوق المالية تلك النقطة في الاعتبار صراحة، فرمى إلى تحقيق التوازن بين مصالح الشركات في الحفاظ على سرية بعض المعلومات، وبين مصلحة المستثمرين في السوق المالية وحقهم في الاطلاع على البيانات والمعلومات التي يبنون عليها عادة قراراتهم، حيث أعفت المادة (٢٦) من لائحة قواعد التسجيل والإدراج^(٣) الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية، الشركات المصدرة من الإفصاح إذا كان من شأن الإفصاح عن معلومة ما يجب الإفصاح عنها الإضرار بها ومصالحها، وفي هذه الحالة تجب على الشركة المصدرة التقدم

(١) - د/ تزيه محمد الصادق، ورقة بحثية بعنوان «الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات»، مقدمة لمؤتمر أفاق وتحديات دبي (المؤتمر الخامس عشر لأسواق رأس المال)، المجلد الأول، ٢٠٠٧، ص ١٥٧.

(٢) - د. محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٤٦.

(٣) - تنص المادة (٣٦) فقرة (د) من لائحة قواعد التسجيل والإصدار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية، بموجب القرار رقم ٤٠١١-٢٠٠٤، بتاريخ ١٤٢٥/٠٨/٢٠ هـ الموافق ٢٠٠٤/١٠/٠٤ م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم رقم ٣٠/م وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢، المعدلة بالقران ٢٠٠٦-١٢٨-٢ بتاريخ ٢٠٠٦/١١/٢٢ م على أنه، إذا رأى مصدر أن الإفصاح عن مسألة يجب الإفصاح عنها بموجب هذه القواعد يمكن أن يؤدي إلى إلحاق ضرر غير مسوغ به وأنه من غير المرجح أن يؤدي عدم الإفصاح عن تلك المسألة إلى تضليل المستثمرين في ما يتعلق بالخصائص والظروف التي يكون العلم بها ضرورياً لتقييم الأوراق المالية ذات العلاقة، فإنه يجوز للمصدر أن يتقدم بطلب إعفائه من ذلك، ويجب في هذه الحالة أن يقدم إلى الهيئة بسرية تامة بياناً بالمعلومات المطلوبة والأسباب التي تدعو إلى عدم الإفصاح عن تلك المعلومات في ذلك الوقت..

يطلب لإعفاؤها من اطلاع الجمهور على هذه المعلومة مشفوعاً ببيان تلك المعلومات الغير مفصح عنها والأسباب التي دعت الشركة لهذا الطلب في ذلك الوقت^(١).

وتطبيقاً لذلك فقد قامت هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ ٢٠١٨/٨/٩م بفرض غرامة مالية على الشركة « العربية للأنايب »، لمخالفتها التعليمات الواردة في نماذج الإفصاح الإلكتروني، حيث قضت بفرض غرامة مالية مقدارها (١٠,٠٠٠) عشرة آلاف ريال، على « الشركة العربية للأنايب » لمخالفتها التعليمات الواردة في نموذج الإفصاح الإلكتروني رقم (٢)، وذلك لعدم التزام الشركة بتزويد الهيئة بنموذج الإفصاح الإلكتروني رقم (٢) الخاص بتسليم القوائم المالية خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ إعلان الشركة لنتائجها المالية السنوية المنتهية في ٢٠١٧/١٢/٣١م.^(٢)

وقد نصت المادتان (٣٠١، ٣٠٢) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على ذلك المعنى، فنصت المادة (٣٠١) على حقوق المساهمين والشركاء في الاطلاع: يجوز للمساهمين والشركاء الاطلاع على سجلات الشركة فيما عدا الدفتر الذي تدون فيه محاضر مجلس الإدارة والدفاتر المحاسبية للشركة، كما يجوز لهم الاطلاع على ميزانيات الشركة وحسابات أرباحها وخسائرها وتقارير مراقبي الحسابات، وذلك عن الثلاث سنوات المالية السابقة عن السنة التي يتم فيها الاطلاع، وكافة الأوراق والمستندات الأخرى التي لا يكون في إذاعة ما ورد بها من بيانات إضرار بمركز الشركة أو الغير ويتم اطلاع المساهمين والشركاء بأنفسهم، ويجوز لهم اصطحاب خبراء من المحامين أو المحاسبين، كما يجوز لهم الحصول على مستخرجات من الأوراق موضوع الاطلاع بشرط أداء رسم لا يقل عن عشرة قروش عن الصفحة الواحدة». كما نصت المادة (٣٠٢) على أنه « يكون لكل ذي مصلحة من المساهمين والشركاء أو غيرهم الاطلاع لدى كل من الهيئة العامة للرقابة المالية أو الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركات».

٢- الإفصاح (Disclosure)

الإفصاح لغةً : (فصح الرجل فصاحة) : أي انطلق لسانه بكلام صحيح واضح، (وأفصح الصبح) : بدا ضوءه وظهر، ويقال أفصح الأمر: أي وضح، والفصاحة: البيان^(٣).

(١) - د. خالد عبد العزيز بغدادى، تداول الاسهم والقيود القانونية الواردة عليه، دراسة مقارنة، ٢٠١٢م، مرجع سابق، ص ٩٠.
(٢) - راجع في هذا الخصوص الرابط التالي: https://cma.org.sa/Market/News/pages/CMA_N.aspx?4461.
(٣) المادة (٣٠٢) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، والمستبدلة بالقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٣١٢ لسنة ٢٠٠٤، جريدة الوقائع المصرية، العدد ١٥١ (تابع) بتاريخ ٢٠٠٤/٧/٧.
(٤) - العجم الوسيط الجزء الأول، مجمع اللغة العربية، المكتبة الاسلامية باسطنبول، تركيا، ص ٦٩٠، نقلًا عن د. محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٤٨.

وفي الاصطلاح تعددت التعريفات التي وضعت للإفصاح في سوق الأوراق المالية، فذهب البعض^(١) إلى أن الإفصاح « عبارة عن إجراء يتم من خلاله اتصال الشركة بالعالم الخارجي، وأن المحصلة النهائية للإفصاح إنما تتمثل في القوائم المالية والبيانات والمعلومات التي تظهر من خلالها، فهو يعني أن تتضمن التقارير المالية بعدالة ووضوح معلومات موثوق بها، وأن تظهر القوائم المالية للشركة كافة المعلومات الرئيسية التي تهتم الفئات الخارجية عن الشركة، والتي تساعد على اتخاذ قراراتها الاقتصادية تجاه الشركة بصورة واقعية وحقيقية.

وذهب البعض الآخر^(٢) إلى أن الإفصاح هو « نشر البيانات والمعلومات والتقارير التي تكون ركيزة نحو اتخاذ المستثمرين الحاليين والمحتملين القرارات الاستثمارية الصائبة، والإعلان عنها وحملها للجميع وللجهات الرقابية، بالوسائل التي حددها القانون وجميع الوسائل التكنولوجية الحديثة التي تمكنهم من الاطلاع عليها بسرعة ويسر، وبصفة دورية، وكذلك في الحالات الاستثنائية الطارئة التي تتعرض لها الشركة أو الجهة المتعلقة بها هذه البيانات والمعلومات والتقارير.

بينما ذهب آخرون^(٣) إلى تعريف الإفصاح بأنه « ليس فقط توفير البيانات والمعلومات والسماح لها بالاطلاع عليها، بل هو تعهد الجهة المصدرة بتقديم تلك البيانات والمعلومات وتوصيلها بصفة دورية، وكذلك في الحالات الاستثنائية، إلى الجهات الرقابية كي تقوم بدورها الرقابي، وإلى علم المساهمين وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها في اتخاذ قراره الاستثماري في الورقة المالية المطروحة»^(٤).

ويرى الباحث أنه يمكن تعريف الإفصاح بأنه « نشر الحد الأدنى من البيانات والمعلومات المتعلقة بالورقة المالية المطروحة للتداول في السوق المالية، وكذلك البيانات والمعلومات المتعلقة بالتعامل في السوق المالية، سواء كانت هذه المعلومات معلومات تتعلق بالتداول، أو معلومات عامة، أو معلومات مالية، أو معلومات تتعلق بالجهة المصدرة، طالما كانت هذه المعلومات ذات تأثير مباشر أو غير مباشر على تقييم الورقة المالية وذلك بشكل دوري ومستمر سواء كان هذا النشر من قبل الجهات الرقابية

- (١) - محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٤٩، نقلًا عن Bedford "Extension in Accounting Disclosure Prentice" New Jersey N.M, 1973, P:12-17
- (٢) - محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٤٩.
- (٣) - صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠١، ص ٢٢.
- (٤) - انظر كذلك للمزيد عن مبدأ الشفافية والإفصاح جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٠، وكذلك بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ٢٠٠٦، ص ٤٥.

أو من الجهة المصدرة أو من الشركات العاملة في السوق المالية، وفقاً للشروط والمعايير التي يحددها القانون واللوائح التنفيذية الصادرة تنفيذاً له، بغرض مساعدة المستثمر في اتخاذ قراره بالاستثمار في الورقة المالية من عدمه.

وقد جاء التعريف شاملاً موضعاً أن الإفصاح ينطوي على نشر الحد الأدنى من البيانات اللازمة لمساعدة مستثمري السوق المالية من اتخاذ قراراتهم بالاستثمار في ورقة مالية معينه دون غيرها، كما أنه بين أن الإفصاح ليس واجباً على الجهة المصدرة فقط وإنما على كل من الجهات الرقابية، وكذلك الشركات والمؤسسات العاملة في السوق المالية كشركات الوساطة المالية وغيرها.

وتؤكد كافة التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح وتحدد مضمونه ونطاق تطبيقه. وقد نص صراحة كل من النظام المصري والسعودي على التزام الجهات المصدرة بنشر البيانات والمعلومات المتعلقة بالورقة المالية محل الطرح.

فقد أوجب المشرع المصري على الجهة المصدرة الورقة المالية القيام بنشر ملخص واف للتقارير نصف السنوية والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار، أحدهما على الأقل باللغة العربية. كما يجب على كل مصدر يواجه ظروفاً جوهرية تؤثر في نشاطه أو في مركزه المالي أن يفصح عن ذلك فوراً. وأن ينشر عنه ملخصاً وافياً في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار، أحدهما على الأقل باللغة العربية. حتى يتمكن للجميع الوقوف على الوضع الحالي للمصدر بشفافية وعدالة^(١).

كما خصص المنظم السعودي فصلاً كاملاً تناول فيه كافة التزامات وواجبات الشركات المدرجة الواجب الإفصاح عنها، وبدأ هذا الفصل بالمادة (٤٠/ب) من نظام السوق المالية^(٢) والتي نصت على أنه « لا يجوز للمصدر أو التابع للمصدر أو لمتعهد التغطية أن يعرض أوراقاً مالية تخص ذلك المصدر أو تابعة ما لم يتم بتقديم نشرة الإصدار إلى الهيئة ونشرها بالطرق المنصوص عليها. »

(١) - تنص المادة (٤) من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمستبدلة بالقانون رقم ١٢٢ لسنة ٢٠٠٨ على أنه، لا يجوز لأي شخص اعتباري مصري أو غير مصري أية كانت طبيعته وأياً كان النظام القانوني الخاضع له طرح أوراق مالية إلا بكتيب للجمهور إلا بناء على نشرة إكتتاب عام معتمدة من الهيئة يتم نشرها في صحيفتين مصريتين واسعتي الانتشار، أحدهما على الأقل باللغة العربية. وذلك كله وفقاً للأوضاع والشروط التي تضعها اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

(٢) - الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٢٠ بتاريخ ١٧/٢/١٤٢٤هـ.

والزمت المادة الحادية والعشرون بعد المائتين من نظام الشركات الجديد جميع المسؤولين في الشركة أن يطلعوا ممثلي الوزارة، وكذلك الهيئة إذا كانت شركة مساهمة مدرجة في السوق المالية أو تسعى إلى ذلك فيما يتعلق بالأعمال المنصوص عليها في المادة (العشرين بعد المائتين) - من ذات النظام - على كل ما يتطلبونه من دفاتر الشركة وسجلاتها ووثائقها، وأن يقدموا لهم كل المعلومات والإيضاحات المتعلقة بذلك.

ليس ذلك وحسب، بل أوجب كل من النظام القانوني المصري والسعودي على الجهات المصدرة استمرار الإفصاح عن المعلومات، حيث يجب على الجهة المصدرة تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاطها لهيئة السوق المالية، وكذلك عن نتائج أعمالها، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها، وأن تعد الميزانية وغيرها من القوائم المالية لها، وفقاً للمعايير والشروط التي تحددها اللائحة التنفيذية للسوق المالية^(١).

المطلب الثاني :

أهمية مبدأ الشفافية والإفصاح بالنسبة إلى السوق المالية

أثبتت عدد من الدراسات^(٢) أن كفاءة السوق المالية تتأثر إيجابياً على مدى توفر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث دقتها وسرعتها وعدالة فرص الاستفادة منها، شريطة أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف تداولها والوضع الاقتصادي العام، ولا يقتصر الأمر على توافر مبدأ الشفافية من عدمه وإنما حول شروط الإفصاح الفاعل والمتمثلة في التوقيت المناسب والوضوح والمصدقية التامة. وهناك من يقول « أن من يعلم قبل الآخرين يستطيع أن يحقق أرباحاً غير عادية، وبعد ذلك يتساوى الجميع في الأرباح^(٣) ». وتتجلى أهمية مبدأ الشفافية والإفصاح في النقاط الآتية :

(١) - تنص المادة (٤٥) من نظام السوق المالية السعودي على أنه : يجب على كل مصدر ي طرح أوراقاً مالية للجمهور، أو تكون له أوراق مالية متداولة في السوق أن يقدم إلى الهيئة تقارير ربع سنوية وسنوية. وتكون التقارير السنوية مدققة حسبما تنص عليه قواعد الهيئة.

(٢) - من بين هذه الدراسات دراسة بعنوان : الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال للدكتور / صفوت عبد السلام عوض الله منشورة على الرابط التالي:

http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/46.swf

(٣) - أ. د صالح أحمد البربري: قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص المزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، ص ٤، منشور على الرابط التالي:

http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/46.swf

أ - زيادة كفاءة الرقابة على السوق المالية؛ أكدت الدراسات التي أجريت على مبدأ الشفافية والإفصاح على أهمية الدور الذي تقوم به الشفافية في تحسين قدرة المتعاملين على رقابة وتقدير نفقات التنفيذ^(١).

كما أكدت هذه الدراسات على أن هناك تلازم بين الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح من خلال الكشف عن المعلومات وبين زيادة قيمة الأسهم في البورصة^(٢).

ب - تطوير السوق المالية؛ من المستقر عليه في السوق المالية، أنه تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات الرئيسية المساندة لتطوير أسواق رأس المال ونضوجها بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، ذلك لأن سوق الأوراق المالية تختلف عن الأسواق العادية أو التقليدية، وتتميز عنها بعدة خصائص. لقد خلصت لجنة الأوراق والبورصة الأمريكية SEC إلى نتيجة مفادها أن الممارسة العملية أكدت بأن الشفافية قد حسنت من السيولة في بورصات الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وأن ذلك لم يقدر إلى هجرة المتعاملين الكبار إلى بورصات بديلة، وتعد السيولة مسألة مهمة جداً في السوق المالية.

ت - الوصول إلى السعر العادل؛ ذكرنا من قبل أن السوق المالية تتمتع ببعض الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق العادية أو التقليدية، فالسوق المالية؛ فالبايع والمشتري لا يلتقيان، وإنما ينوب عن كل منهما مندوب إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية. وهذا الأخير وإن كان يقوم بتنفيذ العملية بياعاً وشراءً أو الاثنين معاً، إلا أن البائع أو المشتري هو الذي يتخذ قرار البيع أو الشراء، ولكي يتخذ كل منهما قراره بطريقة صحيحة، يجب أن يكون ذلك مبنياً على أسس وقواعد سليمة تمكن كل منهما إلى الوصول إلى تحقيق السعر العادل^(٣).

وبالطبع لا يمكن تحقيق ذلك دون توفير كافة المعلومات المتعلقة بالورقة المالية موضوع التداول^(٤).

(1) - Wassim Daher & Leonard J. Mirman. market structured and insider trading, International Review of Economics and finance, n°16(2007), p.306-331.

(2) - د. نزيه محمد الصادق، ورقة بحثية بعنوان، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أفاق وتحديات دبي (المؤتمر الخامس عشر لأسواق رأس المال)، غرفة تجارة وصناعة دبي بتاريخ ٢٠٠٧-٢٠١٨، المجلد الأول، ص ١٥٨.

(3) - Ander Jean FADDA, LA speculation illicite, these de doctorate. Imp. Mariani, Bone 1929, Page 106.

(4) - أ.د صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والاشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، ص ٤، منشور على الرابط التالي،

ث - تعزيز ثقة المستثمرين في السوق المالية:

تبدو أهمية المعلومة في السوق المالية جلية في دعم وتعزيز ثقة المستثمرين والمتعاملين في كفاءة السوق المالية. وتتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة أو منعدمة مقابل منفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقة عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها؛ إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة^(١).

ج - تقويم الورقة المالية:

إذا كان المشتري في حالة شراء السلع التقليدية (عقارات أو منقولات مادية) يجب أن يعاين المبيع معاينة نافية للجهاالة. فإن في حالة الورقة المالية كيف له أن يقيم الورقة المالية بنفسه، حيث أن المبيع هنا هو الورقة المالية التي تمثل قيمة منقولة حيث أنها تمثل جزءاً مادياً من ملكية مشروع ما أو ديناً عليه؛ إلا أن تقويم هذا المشروع من الناحية المادية أو الناحية المعنوية وحساب تدفقات النقدية المستقبلية وغير ذلك من الأمور الفينة المتنوعة والمتداخلة والتي تدخل في تقويم الورقة المالية، يصعب على شخص بمفرده الإلمام بها.

لذلك يقع على العديد من الشركات العاملة في السوق المالية توفير مجموعة من البيانات المتعلقة بالورقة المالية بكل دقة وأمانة، بداية من الشركات المصدرة لهذه الأوراق وانتهاءً بالبورصة والهيئة العامة لسوق رأس المال التي تتولى الرقابة والإشراف على هذه المعلومات التي يحتاج إليها كل من البائع والمشتري على حد سواء، بل وكافة الجمهور من المتعاملين المحتملين والعديد من الهيئات الداخلية والخارجية^(٢).

ح - كفاءة السوق المالية^(٣) (Efficient Market):

إن البيانات والمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية تعد العمود الفقري للسوق، وتقدر كفاءة السوق المالية بقدر ما يتوافر من شبكة بيانات ومعلومات قوية وصادقة تعطى

(١) د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٢، ص ٥٢.
(٢) د. د صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والاشخاص المزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، ص ٤، منشور على الرابط التالي:

http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/46.swf

(٣) يُعبر مفهوم كفاءة السوق عن مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو غير ذلك من وسائل نشر المعلومات، فالسوق الكفء هو عبارة عن سوق تعكس الأسعار في ضوء المعلومات المتاحة، بحيث لا تتوقع حدوث تغييرات في الأسعار إلا في حالة ورود معلومات جديدة لا يعلم عنها أحد على حساب الغير، للفرز من مفهوم كفاءة السوق المالية وخصائص وصيغ كفاءة السوق راجع جمال عبد العزيز عثمان، الإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة بالبورصة، دار النهضة العربية، ٢٠١٠، ص ٤٠. د. محمد بوزيان، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ٢٠١٢، ص ٣٢.

للكافة في إطار من المساواة والعدالة. فكفاءة السوق المالية أصبحت تتوقف على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين، وعلى قدر الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشودة والتي تنهال من قنوات متعددة، وذلك تحقيقاً لمبدأ الشفافية الإفصاح في السوق، والتي تعد المعلومة ركيزته وقوامه الرئيسي. وعلى ذلك فهناك علاقة وثيقة بين المعلومات وسهولة وعدالة توزيعها (أي من خلال الإفصاح) وبين كفاءة السوق المالية، حيث تتوقف الأخيرة على درجة الشفافية والإفصاح في السوق المالية. وتؤدي زيادة الشفافية إلى الحد من سرعة التغير في سعر الورقة المالية «حركة دوران السعر»، إن ارتفع أو انخفض سعر الورقة المالية يجب أن يكون أكثر تدريجية عندما تكون المعلومات قد افشيت في إعلان أو إفصاح عام.

خ - زيادة التنافس بين المشتغلين في السوق: إن صفار المستثمرين في السوق المالية هم أحوج الناس وأكثرهم اعتماداً على المعلومة المنشورة، إذ أن اصحاب التعاملات الضخمة غالباً ما يكون لديهم جميع المعلومات الاستثمارية اللازمة لأخذ قرارهم بالنسبة للورقة المالية المطروحة ومن ثم قرار الاستثمار من عدمه، وبالتالي فإن زيادة الشفافية من خلال الإفصاح تؤدي إلى سعي الفئات الأخيرة للحصول على أكبر قدر من المعلومات التي تميزهم عن غيرهم ممن تتوفر لهم المعلومات المتاحة للجميع، وهو ما يخلق نوعاً من التنافس في الحصول على المعلومات. إن مبدأ الشفافية والإفصاح وما يمثلته من الحق في الحصول على المعلومة يقوم بالأساس على مبدأ المساواة بين جميع المساهمين صفاراً كانوا أم كباراً، بل يمتد الحق في الحصول على المعلومة إلى غير المساهمين للحصول على المعلومات اللازمة عن المصدر من خلال الإفصاح الذي تلتزم به الشركات وفقاً للقوانين واللوائح التي تضعها الجهات المنوط بها الإشراف على السوق المالية.

ويعد أن عرضنا لمبدأ الشفافية والذي يعد التداول بناء على معلومات داخلية إخلالاً به، سنعرض في مبحث أول لمفهوم وطبيعة فعل التداول محل الحظر، ثم نعرض في مبحث ثانٍ: للصفة الواجب توافرها في مرتكبي فعل التداول بناء على معلومات داخلية، ثم في مبحث ثالث للشروط الواجب توافرها في المعلومات المحظور تداول الورقة المالية بناء عليها، ونختتم الدراسة بمبحث رابع: يتناول الدور الرقابي والتشريعي في النظام السعودي لمواجهة التداول بناء على معلومات داخلية وذلك على التفصيل التالي:

المبحث الأول :

مفهوم وطبيعة التداول بناءً على معلومات داخلية

تمهيد وتقسيم:

إن استئثار فئة معينة ببعض المعلومات السرية المميّزة الخاصة بإسهم الشركة ووضعها المالي دون غيرهم ، أو غير ذلك من البيانات التي تؤثر تأثيراً جوهرياً في سعر الورقة المالية محل التداول^(١)، هو أمر غير منصف خاصة إذا حاولت هذه الفئة الاستفادة من هذه المعلومات والبيانات لمصلحتها الشخصية أو لغيرهم ، ويسمى هؤلاء وفق نص المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي بـ «الشخص المطلع» وفي بعض التشريعات وكتابات الفقه بالعالمين ببواطن الأمور أو المطلعين على المعلومات الخاصة أو السرية لمميّزة^(٢).

وللوقوف على جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية سيتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين نتناول في الأول منهما بيان مفهوم التداول بناءً على بيانات داخلية، وفي المطلب الثاني طبيعة وشروط فعل التداول الذي هو محل المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي على النحو التالي :

(١) - راجع بشأن الآثار السلبية للتداول بناءً على معلومات داخلية، الكتيب الصادر من هيئة السوق المالية السعودية والمعنون بـ «التداول بناءً على معلومات داخلية» ص٤؛ منشور على موقع هيئة السوق المالية السعودية.

(٢) - «السعودية تحظر تداول الأوراق المالية في البورصة بناءً على معلومات داخلية» خير منشور بجريدة القدس العربي بتاريخ ٢٠١٢/١٧/١٧، منشور على الرابط التالي:

المطلب الأول:

مفهوم جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية

عنون قانون السوق المالية السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ الفصل الثامن منه بـ « الاحتياي^(١) والتداول بناءً على معلومات داخلية؛ وبعد أن عرف الاحتياي وعدد صورته^(٢) جاءت المادة الخمسين في فقرتها الأولى لتبين جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية حيث نص على: « يحظر على أي شخص، يحصل بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية على معلومات داخلية

(١) حددت نعت المادة (٤٩) من نظام السوق المالية السعودي مفهوم الاحتياي واعدت صورته بأن نعتت على: يعد مخالفاً لأحكام هذا النظام أي شخص يقوم عمداً بعمل أو يشارك في أي إجراء يوجد انطباقاً غير صحيح أو مضللاً بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية، بقصد إيجاد ذلك الانطباع، أو لحث الآخرين على الشراء أو البيع أو الأكتتاب في تلك الورقة، أو الإحجام عن ذلك أو تعثيم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة، أو الإحجام عن ممارستها. تضع الهيئة القواعد التي تحدد الأعمال والتصرفات التي تشكل مخالفات للفقرة (أ) من هذه المادة. وتحدد تلك القواعد الأعمال والممارسات المستثناة من تطبيق أحكام الفقرة (أ) من هذه المادة. وتشمل صلاحيتها المتخصص عليها في هذه الفقرة وضع القواعد، وتحديد الظروف والإجراءات الهادفة للمحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية المعروضة للجمهور، والاسلوب والوقت الذي يتعين فيه اتخاذ هذه الإجراءات.

ج- يدخل في الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع الاحتياي التي تعترضها الفقرة (أ) من هذه المادة التصرفات الآتية: القيام بأي عمل أو تصرف بهدف إيجاد انطباق كاذب أو مضلل يوحي بوجود عمليات تداول نشط مالية خلافاً للتحقيق، ويدخل في تلك الأعمال والتصرفات على سبيل المثال لا الحصر ما يأتي: القيام بعقد صفقات في أوراق مالية لا تنطوي على انتقال حقيقي لملكية تلك الأوراق المالية. القيام بإدخال أمر أو أوامر لشراء ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرًا أو أوامر بيع مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلطة لنفس الورقة المالية. ج- القيام بإدخال أمر أو أوامر لبيع ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرًا أو أوامر شراء مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلطة لنفس الورقة المالية. التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين على سعر ورقة أو أوراق مالية معينة متداولة بالسوق، عن طريق إجراء سلسلة من العمليات في تلك الورقة أو الأوراق المالية من شأنه أن يحدث طلبات فعلية أو ظاهرية نشطة في التداول، أو يحدث ارتفاعاً أو انخفاضاً في أسعار تلك الأوراق بهدف جذب الآخرين، وحثهم على شراء أو بيع هذه الأوراق حسب واقع الحال. التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين بإجراء سلسلة من الصفقات كشراء أو بيع، أو كليهما معاً، ورقة مالية متداولة في السوق بهدف تثبيت أو المحافظة على استقرار سعر تلك الورقة، وبالعكس للقواعد التي تضعها الهيئة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

(٢) - ومن التطبيقات على حظر المعاملات التي تنطوي على احتياي، القرار الصادر من لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية بتاريخ ١٤٢٨/١١/٢هـ الموافق ٢٠١٧/٧/٢٦، والذي أصبح نافذاً بتاريخ ١٤٢٩/٦/١٥هـ الموافق ٢٠١٨/٣/٢، وذلك في الدعوى المقامة من النيابة العامة (والمحالة لها من هيئة السوق المالية) ضد فاطمة بنت سليمان بن جاسر الضويحي، وقد انتهى منطوق القرار إلى إدانة المذكورة بمخالفة المادة التاسعة والأربعين من نظام السوق المالية، والمادة الثانية من لائحة سلوكيات السوق، لتداولها أسهم الشركات التالية، (شركة الصايح العمريية السعودية، شركة دلة للخدمات الصحية القابضة، الشركة السعودية للصناعات الأساسية، الشركة الوطنية للتسويق الزراعي، شركة البحر الأحمر العالمية، الشركة المتحدة الدولية للمواصلات، الشركة السعودية للطباعة والتغليف، شركة حلواني اخوان، شركة سلامة للتأمين التعاوني، شركة الاهلي تكافل، الشركة السعودية لإعادة التأمين، شركة إكسا للتأمين التعاوني، شركة الغابية للتأمين التعاوني، شركة الإنماء طوكيو ماريون)، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٦/٣/٢٠م إلى ٢٠١٧/٣/٢١م، إذ شكلت هذه التصرفات والممارسات تلاعباً وحتيايلاً، وأوجدت انطباقاً مضللاً وغير صحيح في شأن الورقة المالية للشركات المشار إليها، وتضمن قرار لجنة الفصل إيقاع عدد من العقوبات بها؛ وفقاً للتفصيل الآتي:

فرض غرامة مالية عليها قدرها (٢٤٠,٠٠٠) مئتان وأربعون ألف ريال، ولزامها بدفع مبلغ قدره (١,٧٠٦,١٥٧,٢٥) مليون وسبع مائة وستة آلاف ومائة وسبعة وخمسون ريالاً وخمسة وعشرون هلة إلى حساب الهيئة؛ نظير المكاسب غير المشروعة المتحققة نتيجة هذه المخالفات؛ وكذلك منعها من التداول شراء في أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية لحسابها أو بالوكالة عن الغير لمدة ثلاثة أشهر. وبهذا تؤكد هيئة السوق المالية حرصها على تطبيق نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وحماية المتعاملين في السوق من الممارسات غير المشروعة، كما يحق للمتضررين من هذه الممارسات أن يرفع دعوى التعويض إلى اللجنة بموجب المادة السابعة والخمسين من النظام، على أن يسبق ذلك تقديم شكوى للهيئة في هذا الشأن. منشور بتاريخ ٢٠١٨/٥/٧م، على الرابط التالي:

aspx.v4-v_https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N

يشار إليه بالشخص المطلع أن يتداول بطريق مباشر أو غير مباشر الورقة المالية التي تتعلق بها هذه المعلومات، أو أن يفصح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة المالية. ويقصد بالمعلومات الداخلية، المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي، بالنظر إلى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات، أن إعلانها وتوافرها سيؤثر تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات، ويعلم الشخص المطلع أنها غير متوافرة عموماً وأنها لو توافرت لأثرت على سعر الورقة المالية أو قيمتها تأثيراً جوهرياً.

كما نصت الفقرة الثانية من ذات المادة على: « يحظر على أي شخص شراء أو بيع ورقة مالية بناءً على معلومات حصل عليها من شخص مطلع وهو يعلم أن هذا الشخص قد خالف بإفشائه المعلومات الداخلية ».

ويعرف البعض^(١) التداول بناءً على معلومات داخلية (Insider Trading) بأنه: « التعامل بالأوراق المالية لشركة ما لغرض الحصول على فائدة لشخص يمتلك معلومات تؤثر في أسعار تلك الأوراق فيما لو تم الإفصاح عنها ».

وعرفه آخرون^(٢) بأنه: « يحدث التعامل الداخلي عندما يقوم فرد أو منشأة بشراء أو بيع أوراق مالية بينما يكون لديهم معرفة مسبقة ببعض البيانات السرية التي لا تكون متوفرة بشكل عام والتي من المحتمل إذا ما أتاحت لعموم الناس أن تؤثر مادياً في سعر تلك الأوراق ».

وقد عرف البعض كذلك إفشاء المعلومات السرية (الداخلية) بأنها: « واقعة استغلال أو توصيل معلومات مميزة، من جانب المطلعين عليها بحكم وظائفهم، في فترة زمنية يتعين عليهم فيها حفظ هذه المعلومات، وهي تمثل انتهاكاً صارخاً لمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين في سوق رأس المال »^(٣).

(١) - أ. أحمد باز محمد متولي، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، بحث منشور على موقع كلية الحقوق جامعة المنصورة، مصر، ٢٠١٢، ص ٦.

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

(٣) - الحماية الجنائية للشقة في سوق رأس المال د. مظهر فرغلي ص ٣١٧، نقلاً عن د. أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، قسم الفقه - كلية الشريعة وأصول الدين - جامعة القصيم، ص ٢٣.

وأطلق عليها البعض^(١) مصطلح «جنحة المطلعين» وعرفها بأنها: «استغلال المطلع على معلومات داخلية (سرية) غير منشورة على جمهور المستثمرين، و(جوهرية) مؤثرة على سعر السوق بتنفيذ عملية تداول في البورصة بناء على معنى هذه المعلومة قبل تعميمها، بقصد تحقيق الربح المضمون».

وبخصوص نص المادة خمسين من قانون السوق المالية السعودي يعرف الباحث التداول غير المشروع بناء على معلومات داخلية بأنه: «ذلك النوع من التداول الذي يتم بشكل مباشر أو غير مباشر بناء على معلومات داخلية تم إتاحتها فقط للشخص المطلع ولو تمكن جمهور المتعاملين بالسوق المالية من الاطلاع على تلك المعلومات لأثرت تأثيراً جوهرياً في قيمة أو سعر الورقة المالية محل التداول».

ويتحقق فعل التداول غير المشروع للبيانات والمعلومات وفقاً لنص المادة (٥٠) من قانون السوق المالية السعودي طالما اتخذ هذا التداول شكل الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية التي تكون غير متاحة للعامة أو إفشائها من قبل بعض المطلعين على تلك المعلومات بحكم وظائفهم أو مهنتهم وإجراء عمليات في بورصة الأوراق المالية، وذلك قبل أن تصل تلك المعلومات لعموم المستثمرين والمتداولين بالأوراق المالية^(٢).

وقد حدد المشرع المصري بعض الأفعال التي يحظر على مديري الشركات أو موظفيها ارتكابها ومن بين هذه الأفعال استغلال أسرار الشركة أو المعلومات الخاصة المميزة التي يجوزونها بحكم طبيعة عملهم لتحقيق منافع لهم أو لأزواجهم أو أولادهم أو إفساء هذه الأسرار إلى الغير^(٣).

كما نصت المادة (١٤٠) من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ على أنه: «لا يجوز لعضو مجلس الإدارة - ولو كان ممثلاً لشخص اعتباري - أن يستغل المعلومات التي وصلت إليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة لنفسه أو لغيره».

وفي دولة الإمارات العربية المتحدة نص المشرع في قانون هيئة سوق الأوراق المالية بالمادة (٢٧) على حظر استغلال المعلومات غير المعلنة، ورتب البطان على كل تصرف يقع مخالفاً لهذا الحظر.

(١) - د. همام القوصي، مدى شمول المطلع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، مركز جيل البحث العلمي - مجلة جيل الأبحاث القانونية العميقة - العدد ٢٠ ديسمبر ٢٠١٧، ص ٨٨.

(٢) - سليمان حسن الموسى، ورشة عمل عن الممارسات غير السليمة في التداول واستغلال المعلومات الداخلية، إدارة متابعة عمليات الأسواق ٥ مايو ٢٠١٥، هيئة السوق المالية، دولة الكويت ص ٤.

(٣) - راجع نص المادة (٦٤) من قانون سوق راس المال المصري، وكذلك نص المادة (٤٢٤) من اللائحة التنفيذية له.

بعد أن انتهينا من بيان مدلول التداول بناءً على معلومات داخلية، وكذلك النصوص التشريعية المنظمة له بالمملكة العربية السعودية وجمهورية مصر العربية وبعضاً من دول مجلس التعاون الخليجي، سنتناول في المطلب الثاني طبيعة وشروط فعل التداول على النحو التالي:

المطلب الثاني:

طبيعة وشروط فعل التداول بناءً على معلومات داخلية

ورد بنص المادة الخمسين من نظام السوق المالية السعودي بيان غير مفصل عن الأفعال المحظور على المطلاع ممارستها وإلا عُده فعله مجرماً بموجب أحكام القانون بقولها « أن يتداول بطريق مباشر أو غير مباشر الورقة المالية التي تتعلق بها هذه المعلومات، أو أن يوضح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة المالية».

ففعّل الاطلاع على المعلومة ليس هو الفعل المجرم بموجب نص المادة المشار إليها أعلاه وكذلك غيره من نصوص القوانين التي نظمت ذات المسألة في التشريعات الأخرى، حيث أن الاطلاع جاء بحكم مقتضيات الوظيفة التي يشغلها المطلاع أو بحكم علاقته بالجهة ذات العلاقة بهذه المعلومات أي كان شكل هذه العلاقة على التفصيل الذي سيرد ذكره لاحقاً.

فالممارسة غير المشروعة أو المحظورة "Prohibited Activities" في التداول بناءً على معلومات داخلية تتمثل في التداول بناءً على هذه المعلومة أو الإفصاح عن هذه المعلومة للغير^(١)، وقد عبر عن هذا المضمون عنوان المادة الرابعة من لائحة سلوكيات السوق بالمملكة العربية السعودية^(٢) حيث جاء العنوان تحت مسمى « مفاهيم الإفصاح والتداول بناءً على معلومات داخلية». ونصت المادة الخامسة على حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية ونصت على ما يلي:

(١) - ويقسم بعض الفقه هذه الممارسات إلى قسمين؛ يطلق على الأولى منها بالأسلوب المباشر لاستغلال المعلومات الداخلية. ويسمى التعامل Trading. ويسمى القسم الثاني، الاتصال Tipping. - للمزيد عن هذا التقسيم ومفهوم كل منهما راجع، أ. همام القوصي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الحقوق، جامعة حلب، كلية الحقوق، ٢٠١١م، ص ٤٧.

(٢) - صادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب أنظار رقم ١١-١١-٢٠٠٤ وتاريخ ١٤٢٥/٨/٢٠ الموافق ١٤/١٠/٢٠٠٤ م بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم ٣٠/م وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢٠ م، معدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٧٠١-٢٠١٨م وتاريخ ١٤٢٩/٥/١٨ الموافق ١٨/١١/٢٠١٨ م.

أ - يحظر على الشخص المطلع أن يفصح عن أي معلومات داخلية لأي شخص آخر، وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذا الشخص الآخر من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية.

ب- يحظر على أي شخص غير مطلع أن يفصح لأي شخص آخر عن أي معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع، وكان يعلم أو يجدر به أن يعلم أن ذلك الشخص الآخر الذي تم الإفصاح له من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية.

كما نص نظام الشركات الجديد^(١) على منع أعضاء مجلس الإدارة أن يفشوا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة. ولا يجوز لهم استغلال ما يعلمون به بحكم عضويتهم في تحقيق مصلحة لهم أو لأحد أقاربهم أو للغير؛ وإلا وجب عزلهم ومطالبتهم بالتعويض.

وبالنسبة للمشرع المصري، فقد جاء نص المادة « ٦٤ » من قانون سوق رأس المال المصري الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م متوافقاً إلى حد كبير مع ما نص عليه المتظم السعودي بقانون السوق المالية حيث نصت على: « لا يجوز للشركة ولا لأي من المديرين أو العاملين بها التعامل على الأوراق المالية التي قد تكون قد توافرت لديهم معلومات بشأنها أو بيانات عنها غير معلنة في السوق أو غير متاحة لساخر المتعاملين فيه ». وأضافت المادة (٣١٩/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمضافة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦ نصاً يمنع كل شخص من أن يحقق نفعاً من حصوله على المعلومات الداخلية، فنصت على أنه: « كل شخص حقق نفعاً سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لنفسه أو لغيره من تعامله بناءً على معلومات داخلية أو استغلاله لها ». كما نصت المادة (٢٠) مكرر من قانون سوق رأس المال المصري والمشار إليه أعلاه على أنه « يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور، كما يحظر على هؤلاء إفشاء تلك المعلومات للغير بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ».

(١) - المادة الرابعة والسبعون، لا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة أن يفشوا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة. ولا يجوز لهم استغلال ما يعلمون به بحكم عضويتهم في تحقيق مصلحة لهم أو لأحد أقاربهم أو للغير؛ وإلا وجب عزلهم ومطالبتهم بالتعويض ..

كما حظرت المادة (٣٢٢)^(١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام الموكلة لهم، القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير أو إقضاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة».

والحكم المستخلص مما ورد بنص المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي أن التداول قد يكون من قبل المطلع أو الغير بناءً على معلومات داخلية سواء كان هذا التداول بشكل مباشر أو غير مباشر، كما قد يتم الإفصاح من المطلع أو الغير بشكل مباشر أو غير مباشر على النحو التالي:

أولاً: فعل التداول بناءً على معلومات داخلية:

يظهر المطلع على المعلومات الداخلية في مركز مميز عن باقي المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وعندما يقوم هذا المطلع سواء بنفسه أو بواسطة الأطراف ذات العلاقة به مباشرة باستغلال المعلومات الداخلية فإنه يستهدف غاية محددة وهي تحقيق منفعته وذلك بالتعدي على أهم ميادي السوق المالية وهو مبدأ الشفافية والإفصاح على النحو الذي عرفناه بالمبحث التمهيدي من هذه الدراسة.

وفي هذه الصورة من صور الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية يقوم المطلع أو غير المطلع باستغلال المعلومة الداخلية من خلال التعامل على الورقة المالية بالبيع أو الشراء لحسابه الخاص أو أي حساب له فيه مصلحة^(٢). وهي صورة من صور التداول التي أطلقت عليها لائحة سلوكيات السوق «التداول المباشر». ويتخذ فعل التداول صورة وهي التداول غير المباشر بتسخير المطلع غيره في إجراء التداول باسم هذا الغير لكن لصالح المطلع.

وقد حظرت المادة الرابعة فقرة (٥) من لائحة سلوكيات السوق السعودي فعل التداول بصورتيه فنصت على «يعتبر التداول تداوياً بناءً على معلومات داخلية إذا تم بشكل مباشر أو غير مباشر في ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية» وبيّنت كذلك مفهوم التداول بشكل مباشر حيث اعتبرت الشخص متداولاً بشكل مباشر في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومة الداخلية في أي من الحالتين التاليتين:

(١) - فقد نصت المادة على: يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤدونها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير أو إقضاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

(٢) - يسمى البعض هذه الصورة من صور الاستغلال بـ، خدمة منفعة المطلع على المعلومات الداخلية. راجع، همام القوصي، مرجع سابق ص ٤٨٤.

- * إذا قام بتنفيذ صفقة على الورقة المالية لأي حساب تكون له مصلحة فيه.
- * إذا قدم عرض شراء أو بيع للورقة المالية في السوق.
- * واعتبرت أي شخص متداولاً بشكل غير مباشر في ورقة مالية في أي من الحالات الآتية:
- * إذا قام بتنفيذ صفقة كوكيل لشخص آخر.
- * إذا قام بترتيب صفقة يكون أحد أطرافها شخصاً من أقاربه أو شخصاً تربطه به علاقة عمل أو علاقة تعاقدية.
- * إذا رتب لوكيله أو لأي شخص آخر يتصرف نيابة عنه أو حسب توجيهاته التداول بالأوراق المالية ذات العلاقة.

ليس ذلك فحسب بل جرمت المادة السادسة فقرة (ب) من لائحة سلوكيات السوق فعل التداول ولو صدر من غير المطلع طالما كان التداول بناء على معلومات داخلية إذا حصل على هذه المعلومات من شخص آخر وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذه المعلومات داخلية.

فالتداول سواء أكان بشكل مباشر أو غير مباشر وسواء قد تم من المطلع أو من غير المطلع يدخل نطاق الحظر الذي أشارت إليه المادة (٥٠) من قانون سوق المال السعودي طالما تم هذا التداول بناء على معلومات داخلية.

ومن أمثلة عمليات الشراء التي قد يقوم بها المطلع في السوق المالية السعودي بناء على معلومات داخلية: قيام موظف أو عضو مجلس إدارة يعلم أن الشركة سوف تحقق أرباحاً غير مسبوقه تفوق التوقعات، فيقوم بشراء أسهم الشركة قبل إعلان تلك الأرباح ليستفيد من ارتفاع السعر بعد إعلان المعلومة^(١).

ومن أمثلة عمليات البيع: عضو مجلس إدارة شركة مدرجة بالبورصة يعلم أن الشركة قد تخسر عقداً مع أحد عملائها الرئيسيين مما قد يترتب على ذلك خسارتها خسارة فادحة، فيقوم هذا العضو بنقل هذه المعلومة إلى أحد أفراد عائلته أو أحد أصدقائه الذي يملك أسهماً في هذه الشركة فيصبح شخصاً مطلعاً، يبيع هذا الشخص المطلع أسهمه في الشركة بناء على هذه المعلومة الداخلية ليتجنب الخسائر المحتملة لقيمة الأسهم. والصورتين السابقتين يُعدا سلوكاً غير عادل في السوق^(٢).

(١) - راجع الكتيب الصادر عن هيئة السوق المالية السعودية بشأن التداول بناء على معلومات داخلية، مرجع سابق، ص ٢٠.

(٢) - راجع الكتيب الصادر عن هيئة السوق المالية السعودية بشأن التداول بناء على معلومات داخلية، مرجع سابق، ص ٢٠.

ولكي يتم ترتيب الجزاء القانوني على المطلع المخالف في هذا الصدد يجب أن يقتصر هذا التداول بعلم المطلع بأن المعلومة الداخلية التي تم التداول بناء عليها غير متوافرة عموماً وأنها لو توافرت لأثرت على سعر الورقة المالية أو قيمتها تأثيراً جوهرياً. فالقصد المعنوي الواجب توافره لتجريم فعل التداول هو العلم بأن المعلومة التي تم التداول بناء عليها هي معلومة سرية أو داخلية. وعلى العكس من ذلك فلو اعتقد المطلاع بأن المعلومة التي تم التداول بناء عليها معلومة قد تم توافرها لجمهور المتعاملين وفق الأوضاع التي حددها قانون السوق المالية السعودي فلا يعد فعل التداول هنا مجزماً ولو تم بناء على هذه المعلومة. ويضاف إلى ذلك علم المطلاع أو افتراض علمه وفقاً لمعيار الشخص العادي بأن المعلومات التي تم الشراء أو البيع بناء عليها ستؤثر تأثيراً جوهرياً في سعر الورقة المالية محل عملية التداول^(١).

خلاصة القول هنا: أن المتطلب في هذا الشأن أن تتجه إرادة مرتكب جريمة التداول بناء على معلومات داخلية - سواء كان مطلعاً أو غير مطلع - إلى ارتكاب فعل التداول وهو يعلم بأنها معلومات سرية لم يتم توافرها لجمهور المتعاملين على الورقة المالية محل التداول وهو العلم الذي يفترض دائماً في حق المطلاع. تُضيف إلى ذلك بالنسبة للمطلع أن يكون على علم - وهو علم مفترض - بأن هذه البيانات السرية ستؤثر تأثيراً جوهرياً في سعر أو قيمة الورقة المالية محل المعلومة الداخلية على النحو الذي سيرد بيانه تفصيلاً في وقت لاحق.

ونحن نرى أن المادة (٥٠) فقرة (أ) من نظام السوق المالية السعودي تحتاج إلى إعادة ترتيب في صياغتها حيث كان من الواجب بعد منع فعل التداول من جانب المطلاع بناء على معلومات داخلية أن توضح شروط تجريم هذا الفعل بشكل واضح حيث يجب أن يتضمن التشريع الفعل المجرم وشروط تحققه بشكل واضح يحول دون اللبس، وعليه فنقترح أن تكون نص المادة (٥٠) فقرة (أ) على النحو التالي: «يحظر على أي شخص، يحصل بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية على معلومات داخلية يشار إليه بالشخص المطلاع) أن يتداول بطريق مباشر أو غير مباشر الورقة المالية التي تتعلق بها هذه المعلومات، وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذه المعلومات داخلية أو أن يوضح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة المالية». وكان من الواجب ترك تعريف المعلومة الداخلية للأمانة حيث

(١) - راجع نص المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي.

أن التعريفات والتفصيلات من وظائف اللوائح وليست من وظائف نصوص القانون خاصة وأن قانون السوق المالية بشكل عام يتميز بأنه قانون يخضع بشكل مستمر لتغيرات في مفاهيمه وفقاً لتغيرات السوق.

وما يؤيد وجهة نظرنا من حيث ضرورة ضبط الشروط اللازم توافرها في فعل التداول بناء على معلومات داخلية من جانب المطلع أن حتى المادة السادسة جاءت خالية من شرط العلم على الرغم من عدم انضباط صياغته بنص المادة (٥٠) حيث اطلقت حظر تداول المطلع بناء على معلومات داخلية دون ذكر أية شروط^(١). وهو التحديد الذي تداركه المشرع المصري عندما نص في المادة (٢٢٢) من لائحة قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على حظر التعامل على الورقة المالية إذا كان المطلع بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يعلم أن المعلومات التي تم التداول بناء عليها معلومات سرية^(٢).

وكان جرياً بكل من المشرع المصري والسعودي أن يقوم بافتراض علم المطلع افتراضاً لا يقبل اثبات العكس^(٣) خاصة إذا كان المطلع مطلعاً رئيسياً^(٤) حيث أنه يجب النظر هنا إلى موضوع السرية بشكل موضوعي، ولا يجب الالتفاف إلى الاعتقاد الشخصي لمن يستغل المعلومة أو يوضح عنها. والقول بأن المعلومة لا تكون سرية إذا كان من يستغلها لا يعلم أنها سرية لا يستقيم مع المفترض إعماله وهو أن المعلومات التي يتم ذكرها ويتصل بها المطلع بحكم عمله هي معلومات «سرية بالضرورة»^(٥).

وتتحقق جريمة التداول من الناحية النظامية وفق أحكام النظام السعودي على النحو المشار إليه أعلاه ولو لم يحقق الجاني فائدة أو منفعة من وراء هذا التداول^(٦). وهو عكس ما أكدته المادة (٢١٩/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمضافة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦، حيث عرفت المتعامل الداخلي العالم ببواطن الأمور بأنه «كل شخص حقق نفعاً سواء بطريقة مباشرة أو

(١) - تنص المادة السادسة من لائحة سلوكيات السوق السعودية على: يحظر على الشخص المطلع التداول بناء على معلومات داخلية.

(٢) - حيث تنص المادة على أنه، يحظر التعامل على الورقة المالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة ولكنها غير معلنة.

(٣) - وهو مسلك المشرع الفرنسي الذي اعتبر العالمين الرئيسيين أن القرينة في حقهم قاطعة، لا حين اعتبر العالمين ببواطن الأمور الثانويين تقع في حقهم قرينة بسيطة تقبل إثبات العكس. وهذا ما ذهب إليه القضاء الفرنسي في الغالب من قضائه.

(٤) - سيتم تحديد فئات المطلعين في المباحث التالية من هذه الدراسة.

(٥) - انظر في هذا الرأي، أحمد بازموتوي، الإخلاق الجزئي والالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ص ١٥-١٦.

(٦) - د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الأولى، مكتبة

القانون والاقتصاد، الرياض، ٢٠١٥، ص ٢٢٤.

غير مباشرة لنفسه أو لغيره من تعامله بناءً على معلومات داخلية أو استغلاله لها ، ويعتبر المستفيد من المعلومات المشار إليها قد حقق نفعاً منها في تطبيق أحكام المادة ٦٤ من القانون في هذه الحالة ، وبمفهوم المخالفة فإذا لم يحقق المطلع نفعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة له أو لغيره فلا يعد متعاملاً داخلياً. ومن ثم فقد أبى المشرع المصري على شرط المنفعة أو الاستفادة حتى تقوم الجريمة في حق المطلع أو العالم بيوطن الأمور المستغل أو المستخدم للمعلومة الداخلية المميزة. ويستمر حظر التداول قائماً طيلة فترة بقاء المعلومة سرية، أي طالما لم تصل هذه المعلومة إلى علم الجمهور بالطرق التي حددها القانون في إطار من الشفافية والإفصاح.

ثانياً: الإفصاح عن المعلومات الداخلية للغير:

قد لا يستغل المطلع المعلومة التي حصل عليها بشكل مباشر من خلال استغلالها في عملية تداول تتعلق بالورقة المالية محل المعلومة، كما قد يحصل غير المطلع على المعلومة من المطلع ولا يستخدمها هو الآخر في عملية بيع أو شراء الورقة المالية وإنما يقوم بالإفصاح عنها لمن يستغلها ويستخدمها في التداول.

ولقد جرمت المادة (٥٠) من قانون السوق المالي السعودي كذلك فعل الإفصاح حيث نصت أنه: «يحظر على أي شخص، أو أن يفصح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة المالية».

كما أوضحت المادة الخامسة: من لائحة سلوكيات السوق حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية حين حظرت على كل من الشخص المطلع أن يفصح عن أي معلومات داخلية لأي شخص آخر، وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذا الشخص الآخر من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية. كما حظرت على أي شخص غير مطلع أن يفصح لأي شخص آخر عن أي معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع، وكان يعلم أو يجدر به أن يعلم أن ذلك الشخص الآخر الذي تم الإفصاح له من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية.

ويشترط لتحقيق فعل الإفصاح سواء من المطلع أو من الغير أن يتوافر شرط العلم الحقيقي أو المفترض بأن من حصل على المعلومة من خلال الإفصاح سوف يقوم باستغلال هذه المعلومة وأنه سيقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات

الداخلية^(١). وتكرر هنا ما سبق وأن ذكرناه بشأن أنه كان من الواجب على المنظم السعودي ألا يشترط علم المطلع بأنه يعلم أن الشخص الآخر الموضح له عن المعلومة الداخلية من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية، وكان يجدر به أن يشترط فقط علم المطلع بكون المعلومة داخلية على النحو الذي عرفت به المادة (٥٠) المعلومة الداخلية، حيث إن إفشاء المعلومة الداخلية على العلم بكونها كذلك يجب أن يجرم حتى ولو لم يعلم المطلع أو كان يجدر به أن يعلم استخدام الموضح له المعلومة في التداول. وقد حضرت كذلك المادة (٢٨) من قانون السوق المالية السعودي على موظفي مركز إيداع الأوراق المالية، والسوق، ومدققي الحسابات المستقلين، والمستشارين والخبراء فيهما، إفشاء أي معلومات عن مالكي الأوراق المالية المسجلين في السجلات، إلا في الحالات التي تحددها القواعد الصادرة عن المركز بهذا الخصوص^(٢). كما منع نظام الشركات الجديد أعضاء مجلس الإدارة من أن يفشوا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة^(٣).

وفي هذا الجزء من المؤلف نحن بصدد فرض يختلف عن الفرض الذي سقناه بشأن حظر فعل التداول بناء على معلومات داخلية؛ حيث أنه يوجد هنا إفصاح «إفشاء» ولكن بغير شفافية عن طريق الإفصاح لبعض الأشخاص دون الجميع ممن يجب اعلامهم بهذه المعلومة السرية، وهذا في حد ذاته يعد جريمة ويمكن أن تطلق عليها كما يطلق البعض^(٤) بـ «الإفصاح بدون شفافية» إذ أنه يتعين وفقاً لمبدأ الشفافية والإفصاح الملقى على عاتق العالمين ببواطن الأمور وغيرهم من المشتغلين في السوق المالية، أن يتم الإفصاح عن جميع المعلومات السرية المميزة بشفافية وعدالة ومساواة، أي أن يتم ايصال هذه المعلومات إلى علم الجميع كافة في الوقت نفسه وبالقدر ذاته.

(١) - تنص المادة الخامسة، حظر الإفصاح عن المعلومات الداخلية على : (أ) يحظر على الشخص المطلع أن يفصح عن أي معلومات داخلية لأي شخص آخر. وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذا الشخص الآخر من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات

الداخلية. (ب) يحظر على أي شخص غير مطلع أن يفصح لأي شخص آخر عن أي معلومات داخلية حصل عليها من شخص مطلع. وكان يعلم أو يجدر به أن يعلم أن ذلك الشخص الآخر الذي تم الإفصاح له من الممكن أن يقوم بالتداول في الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية.

(٢) - المادة الثامنة والعشرون، يحظر على موظفي المركز، والسوق، ومدققي الحسابات المستقلين، والمستشارين والخبراء فيهما، إفشاء أي معلومات عن مالكي الأوراق المالية المسجلين في السجلات، إلا في الحالات التي تحددها القواعد الصادرة عن المركز بهذا الخصوص.

(٣) - حيث تنص المادة (٢٤) على : لا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة أن يفشوا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة. ولا يجوز لهم استغلال ما يعلمون به بحكم عضويتهم في تحقيق مصلحة لهم أو لإحد أقاربهم أو للغير؛ ولا يجب عزلهم ومطالبتهم بالتعويض...

(٤) - د. محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٤٦.

وقد نص المشرع المصري في المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال على أن « كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تعرض للخسب مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن ٢٠ ألف جنيه مصري، ولا تزيد عن ٢٠ مليون جنيه مصري، أو بإحدى هاتين العقوبتين. وبالنسبة إلى المشرع المصري لم ينص في المادة ٦٤ سالفه الذكر من قانون سوق رأس المال على شرط القصد حتى تقوم الجريمة في حق المطلع، وترك النص على إطلاقه « كل من أفشى » ومن ثم فلم يحدد شرط القصد حتى تقوم الجريمة.

وكذلك لفظ المادة (١) ٣٣٢ ينص على أنه « يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية... إفشاء تلك المعلومات لشخص آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة » فلم يحدد هل تقوم الجريمة في حق الجاني سواء تم الإفشاء عن قصد، أو عن غير قصد (٢).

وعلى العكس من ذلك تماماً لم ينص المشرع الإماراتي في التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية على جريمة الإفصاح إلى الغير، على الرغم من إمكانية القول بشمول هذه الجريمة للحكم الوارد في قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ عندما يكون الشخص الذي ارتكب جريمة الإفصاح أو لإفشاء قد ارتكبها بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه فقام بإفشاء هذا السر إلى الغير في غير الأحوال المصرح بها لمنفعته الخاصة أو لمنفعة شخص آخر دون إذن صاحب السر (٣).

وتقع جريمة الإفصاح وفق أحكام القانون السعودي بمجرد الإفشاء دون النظر إلى بواعثه أو الأضرار التي لحقت بالشركة أو المنفعة التي عادت على الجاني حيث لم يتطلب المنظم السعودي وفق صريح المادة الرابعة من لائحة سلوكيات السوق أو المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي. وفي هذا السياق تقع جريمة إفشاء معلومات داخلية بمجرد نقل وتوصيل أو إفشاء وإفشاء المعلومة الداخلية إلى الغير

(١) المادة ٣٣٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، المضافة بالقرار الوزاري رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦، قرار وزير الاستثمار ضمن الباب الحادي عشر المضاف بالقرار السابق لللائحة التنفيذية.

(٢) وقد اعتبر الشرع الفرنسي اعتبار جريمة إفشاء المعلومات السرية، تتم دون اشتراط ركن العمد وكان إرساء ذلك الحكم والمبدأ بمناسبة نظر جريمة اطلق عليها اسم "Diner en villo" وهذه الجريمة تقوم بحث العالم بيوامن الامور المطلع الذي يبيع بالمعلومات السرية التي تتعلق بالشركة خارج الاطار المهني العادي. من خلال شرثرة على غداء وذلك دون قصد السماح للغير باستغلال المعلومات باجراء تعاملات، في حين أن هذه المعلومات لم يتم الإفصاح عنها للجميع بالطرق والاجراءات المبينة في القانون، وقد تم تقنين الجريمة بالقانون رقم ٥٣١ لسنة ١٩٨٩ الصادر في ٢ أغسطس سنة ١٩٨٩، والذي عدل مرسوم ٢٨ سبتمبر ١٩٨٧، وذلك بإضافة الفقرة الثانية إلى المادة (١/١٠) من المرسوم السابق، والتي نصت على معاقبة كل شخص حاز على معلومة مميزة وقام بإفشائها وتوصيلها إلى شخص آخر خارج الإطار العادي لمهنته أو وظيفته، ثم جاء قانون ٢ يوليو ١٩٩٦ ووسع من نطاق المسؤولية، بحيث جعلها تشمل الأشخاص العتوية التي ارتكبت الجريمة لحسابها، راجع في ذلك، صالح البربري، مرجع سابق، ص ٢٤.

(٣) - أ. أحمد باز محمد متولي، الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣٦.

بأي طريقة. أو وسيلة سواء كان شفاهه أو كتابة، وأية كانت وسيلة نقل المعلومة؛ كالتليفون أو الفاكس، أو عبر شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) أو غير ذلك من الوسائل الحديثة أو القديمة. وسواء تم ذلك مباشرة أو بصورة غير مباشرة عبر وسيط، وكذلك يستوي أن يكون نقل المعلومة لشخص واحد أو أكثر طالما لم يصل الأمر إلى حد إعلان الجميع بها، إذ تنتفي الجريمة في حالة إعلان المعلومة للجميع؛ لأن الأصل الإفصاح عنها للجمهور.

المبحث الثاني،

الأشخاص المحظور عليهم التداول بناء على معلومات داخلية

المطلع بشكل عام؛ هو الشخص ذو المعرفة والاطلاع على معلومة معينة، ويقصد بالمطلع اصطلاحاً؛ الشخص الذي يتمكن من الاطلاع على المعلومات الداخلية التي تمنحه افضلية التداول الراجح والمضمون^(١).

أجمل نظام السوق المالية السعودي في المادة (٥٠) منه مفهوم المطلع فعرفه بأنه «كل شخص، يحصل بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية على معلومات داخلية، ثم حددت المادة الرابعة فقرة (ب) مفهوم الشخص المطلع^(٢) بشيء من التفصيل حيث نصت على: «يعني الشخص المطلع على وجه التجديد أياً ممن يأتي بيانه:

١ - عضو مجلس إدارة، أو مسؤول تنفيذي^(٣)، أو موظف لدى مصدر ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية.

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

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

- (١) - د. همام القوسي، مدى شمول المطلع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩٤.
- (٢) - جاء في تقرير حظر التداول بناء على معلومات داخلية، أن التداول المطلع على هذه المعلومة سيحظى بأفضلية تميزه عن غيره من التداولين. راجع في ذلك د. همام القوسي، مدى شمول المطلع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، مركز جيل البحث العلمي - مجلة جيل الأبحاث القانونية المحققة - العدد ٢٠ ديسمبر ٢٠١٠، ص ٨٨.
- (٣) - أوضحت قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها الصادر عن هيئة سوق المال السعودية صفحة رقم (٢٤) المقصود بمصطلح كبار التنفيذيين حيث عرفته بأنه: أي شخص طبيعي يكون مكلفاً وحده أو مع آخرين من قبل الجهاز الإداري للمنشأة أو من قبل عضو في الجهاز الإداري للمنشأة بمهام إشراف وإدارة، وتكون مرجعيته إلى أي من الآتي بيانهم:
 - ١ - الجهاز الإداري مباشرة.
 - ٢ - عضو في الجهاز الإداري.
 - ٣ - الرئيس التنفيذي.

- * من خلال مصدر ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية.
- * أو من خلال أي شخص له علاقة عمل مع الشخص الذي يحصل على المعلومات.
- * أو من خلال أي شخص يكون شريك عمل للشخص الذي يحصل على المعلومات.
- ٤ - شخص يحصل على معلومات داخلية من خلال علاقة تعاقدية، بما في ذلك الحصول على المعلومات؛

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

وهناك من يوسع من دائرة المطلعين إلى أقصى حد ممكن، ويرى أنه يقصد بالمطلع «أي شخص لديه معلومات داخلية أو معلومات متعلقة بالتوقعات المستقبلية لأي شركة من الشركات التي تطرح أسهما لها للتداول». وهو ما لا يتفق تماماً مع تعريفات بعض الفقه^(١) للأشخاص المطلعين حيث عرفهم البعض بأنهم «الموظفون الرسميون المكلفون بإدارة الشركة والمدراء المساهمون المشاركون في الإدارة، والمطلعون أمناء لدى الشركة ومن ثم تربطهم علاقة انتماء وثيقة مع المساهمين والخارجيين عن نطاق الشركة (مثل المحامين والمحاسبين وضامني تغطية الاكتتاب في أسهم الشركة) يدخلون في علاقة خاصة مع الشركة بحكم عملهم ويمتحنون قانوناً حق اختراق سرية المعلومات في إطار غرض الشركة، مثل هؤلاء الأشخاص يعدوا مطلعين.

فوفقاً للتعريف أعلاه قصر الفقه تعريف الشخص المطلع على الموظفون الرسميون المكلفون بإدارة الشركة وغيرهم من المدراء، وهو ذات التعريف الذي وضعه المشرع الأمريكي حيث عرف الشخص المطلع بأنه «مستول أو مدير إحدى الشركات العامة أو الأفراد أو الجهات التي تملك ١٠% أو أكثر من أي نوع من أسهم إحدى الشركات».

وفي هذا الصدد يمكن وفقاً لنص المادة خمسون من قانون السوق المالية السعودي والمادة الرابعة المشار إليها أعلاه أن نميز بين نوعين من المتعاملين أو المطلعين بناءً على معلومات داخلية، النوع الأول هم المطلعين الداخليين بحكم مواقعهم ووظائفهم، والنوع الثاني هم المطلعون الخارجيين بحكم علاقة عمل أو علاقة تعاقدية أو حتى خدمة مؤقتة يقدمونها للشركة أو حتى من خلال علاقة نسب أو مصاهرة.

(١) - د/ حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ١٩٩٦، ص ٦٠.

وهو التقسيم الذي تبناه المشرع المصري في القانون رقم ٩٢ لسنة ١٩٩٥م بشأن قانون سوق رأس المال حيث فرق بين المطلع على المعلومات الداخلية وعرفه بأنه « كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية، من شأنها تحقيق مصلحة لصالحه، أو لصالح شخص آخر. بينما عرف المتعامل الداخلي بأنه « كل شخص حقق نفعاً سواء بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره من تعامله بناء على معلومات داخلية أو استغلاله لها. »^(١)

ونحن نميل إلى تقسيم المطلع في السوق المالية السعودي على غرار بعض الفقه في الولايات المتحدة الأمريكية^(٢) الذي يميز بين طائفتين من المطلعين: الأولى هم المطلعون بحكم اتصالهم بالمصدر الأصلي للمعلومة الداخلية بشكل مباشر أياً كان عملهم أو موقعهم مثل مديري ومسؤولي وموظفي الشركة^(٣)، وقد نص عليهم المنظم السعودي بالفقرة (ب/ مادة ٤) من لائحة سلوكيات السوق وحددهم على سبيل الحصر وهم: عضو مجلس إدارة، أو مسؤول تنفيذي، أو موظف لدى مصدر ورقة مالية ذات علاقة بالمعلومات الداخلية. والثانية هم أولئك المطلعون^(٤) الذين سربت اليهم المعلومة من الفئة الأولى كأقارب المسؤولين أو المديرين كما ورد بنص المادة الخمسون أو غيرهم ممن تربطهم بهم أو بالشركة أية علاقة أخرى.

وتنوه في هذا الصدد أن المشرع السعودي قد وسع من نطاق المحظور عليهم التداول بناء على معلومات داخلية فلم يقصر حظر التداول بناء على معلومات داخلية أو الإفصاح على المطلع فقط بل نص كذلك على شمول المنع لغير المطلع. فبعد أن وسع من نطاق مفهوم المطلع - وهو مسلك محمود يحسب له - شمل غير المطلعين بالمنع والحظر فنص على أن يحظر على الشخص غير المطلع أن يضح. وكذلك أن يتداول بناء على معلومات داخلية. وهو ما أكدته الكتيب الصادر من هيئة السوق المالية السعودي عندما عدد المحظور عليهم التداول بناء على معلومات داخلية حيث يعدد التداول قد تم بناء على معلومات داخلية عند قيام شخص مطلع مثل عضو مجلس الإدارة،

(١) - راجع نص المادة (٦٤) من القانون رقم ٩٢ لسنة ١٩٩٥م.

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

(٣) - ويطلق عليهم البعض مصطلح « المطلع الرئيسي » ويعرفه بأنه، الشخص الذي نتيج له ظروف عمله أو وظيفته أو مركزه الاطلاع المشروع على المعلومات الداخلية كونه من مسيري لدى الجهة مصدرة الورقة المالية. انظر في هذا التعريف، د. همام القوصي،

مدى شمول المطلع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، ص ٩٤.
(٤) - وهم ما يطلق عليهم البعض، المطلع الثانوي، وهم الأشخاص لا يملكون أي مصدر شرعي أو رسمي للحصول على المعلومة ولكنه يعلم بها عبر مصادر متنوعة منها الإفشاء أو المصادفة، د. همام القوصي، مدى شمول المطلع الثانوي بحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩٤.

أو المسؤول التنفيذي، أو منسوبي المراجع الخارجي لحسابات الشركة المصدرة للورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية، أو أي موظف أو عضو في لجنة لدى تلك الشركة، أو الشخص الذي يحصل على المعلومات الداخلية من خلال علاقة عائلية بما في ذلك أي شخص له علاقة بالشخص الحاصل على المعلومة الداخلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية، بالتداول بشكل مباشر أو غير مباشر بناءً على تلك المعلومات الداخلية. أيضاً يشمل ذلك تداول الشخص غير المطلع بشكل مباشر أو غير مباشر بناءً على تلك المعلومات الداخلية من خلال حصوله عليها من شخص آخر وهو يعلم أو يجدر به أن يعلم أن هذه المعلومات هي معلومات داخلية. ويُعدّ التداول بناءً على معلومات داخلية أحد السلوكيات المخالفة للمادة الخمسين من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ ٣٠) وتاريخ ٠٢/٠٦/١٤٢٤هـ.^(١)

ويسري الحظر على كل شخص مطلع أو غير مطلع بالشروط المذكورة سابقاً سواء كان هذا الشخص طبيعي أو معنوي فقد أطلق النص كلمة شخص دون أن يخصها وهو ما يفهم منه أن الحظر يسري على الأشخاص الطبيعية أو الأشخاص المعنوية^(٢). وهو نفس مسلك المشرع الإماراتي الذي نص بشكل عام على حظر التعاملات الداخلية في الأوراق المالية دون تحديد طبيعة هذا الشخص. بينما نجد أن المشرع المصري قد نص صراحة على دخول الأشخاص الاعتبارية نطاق الحظر^(٣). وكذا لك المشرع الإماراتي الذي لم يحدد طبيعة الشخص المحظور عليه التعامل بناءً على معلومات داخلية، حيث جاء نص المادة (٣٩) من قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية عاماً دون تحديد مما يؤدي إلى القول إلى بشمول الشخص الطبيعي والمعنوي بهذا الحظر^(٤).

والسؤال الذي يثور هنا هل يشترط لتجريم الجاني ومن ثم معاقبته تحقيقه منفعة من جراء عملية الإفشاء سواء له أو لغيره:

نص المشرع المصري صراحة في نص المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال على أن الجريمة التي تقع بمعرفة الجاني وتقوم في حقه إذا « حقق نفعاً » من السر الذي اطلع عليه بحكم عمله، وهذا النص صريح في ضرورة تحقيق منفعة من جراء العملية

(١) - راجع موقع هيئة السوق المالية السعودية على الرابط التالي: www.cma.org.sa

(٢) - وقد جاءت المادة (٢٢٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري صريحة من حيث دخول الأشخاص الاعتبارية مجال الحظر، فقد نصت على « عدم جواز قيام الشركة ولا أي من المديرين أو العاملين لديها بالتعامل بناءً على معلومات غير معلنة....»

(٣) - حيث نصت المادة (٢٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على عدم جواز قيام الشركة ولا أي من المديرين أو العاملين لديها بالتعامل بناءً على معلومات غير معلنة.

(٤) - جاء نص المادة على النحو التالي: « لا يجوز لأي شخص أن يتعامل بالأوراق المالية بناءً على معلومات غير معلنة أو مضخ عنها يكون قد علم بها بحكم منصبه.....»

غير المشروعة، فإذا لم ينتج عن التعامل تحقيق منفعة، فلا تقوم الجريمة بناء على ذلك. وواضح أن المشرع المصري قد أخذ بالنتيجة، أو بمعنى آخر اعتد بالنتيجة ولم يركن إلى سواها.

وهذا أيضاً ما اكدته المادة (٢١٩/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، والمضافة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦. حيث عرفت المتعامل الداخلي العالم ببيواطن الأمور بأنه: « كل شخص حقق نفعاً سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لنفسه أو لغيره من تعامله بناء على معلومات داخلية أو استغلاله لها، ويعتبر المستفيد من المعلومات المشار إليها قد حقق نفعاً منها في تطبيق احكام المادة ٦٤ من القانون في هذه الحالة » ويمفهوم المخالفة فإذا لم يحقق المطلع نفعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة له أو لغيره فلا يعد متعاملاً داخلياً. ومن ثم فقد ابقى المشرع المصري على شرط المنفعة أو الاستفادة حتى تقوم الجريمة في حق المطلع المستغل أو المستخدم للمعلومة الداخلية المميزة.

وهو مالم يشترطه المنظم السعودي في حق كل من المطلع أو غير المطلع الذي تداول بناء على معلومات داخلية أو أفصح عنها لغيره حيث أن النص لم يفرق بينهما؛ وبالتالي فإن تحقيق المنفعة لا يعد شرطاً لإدانة المطلع أو غير المطلع إذا قام أي منهما باستغلال المعلومة السرية المميزة فإذا لم تتحقق أي منفعة له أو لغيره لا يؤثر ذلك في حقه طالما ارتكب فعل التداول أو الإفصاح على النحو وبالشروط التي تمت الإشارة إليها في المبحث السابق من هذه الدراسة.

ولا يفوتنا في هذا الصدد الإشارة إلى نص المادة الرابعة والسبعون من نظام الشركات الجديد، « لا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة أن يقشوا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة. ولا يجوز لهم استغلال ما يعلمون به بحكم عضويتهم في تحقيق مصلحة لهم أو لأحد أقاربهم أو لغيره؛ وإلا وجب عزلهم ومطالبتهم بالتعويض ». فالنص هنا قد اشترط تحقيق المصلحة في حالة الاستغلال للمعلومة حتى ولو لم تتحقق هذه المصلحة لحساب المطلع الخاص، وإنما كذلك لو تحققت للغير الذي اطلع على المعلومة من قبل المطلع.

وإجمالاً ومن وجهة نظر الباحث نجد أن المنظم السعودي قد أورد تنظيمياً مفضلاً للشخص المطلع^(١) بحيث أصبح يشمل أي شخص يحصل على معلومة داخلية ويشمل ذلك بالإضافة إلى التوضيح السابق أعضاء مجالس وموظفي ومسؤولي هيئة السوق المالية السعودي، وكذلك جميع المرخص لهم بالتعامل في سوق الأوراق المالية. وتُشير هنا إلى نص المادة (٤١) فقرة (ج) من لائحة الأشخاص المرخص لهم حيث نصت على « لا يتوجب على الشخص المرخص له الإفصاح عن وجو تضارب مصالح إذا كان الإفصاح بتلك المعلومات يعد إفصاحاً عن معلومات داخلية.

وتظراً للأهمية البالغة لجريمة التداول غير المشروع بناءً على معلومات داخلية، والتي تعد الأكثر شيوعاً بين جرائم البورصة، فإننا سنقوم بدراسة مضمون وخصائص المعلومة محل جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية وفقاً للمادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي في المبحث التالي، وذلك على التفصيل التالي:

المبحث الثالث:

مضمون وخصائص المعلومة محل جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية

من المستقر عليه أن الحصول على المعلومة الخاصة بالشركة لا يعد في حد ذاته مجرمًا، فمن حق كل شخص أن يتوصل إلى جميع المعلومات المتعلقة بالشركات التي يتعامل أو يستثمر أمواله بها، وذلك كي يتمكن من اتخاذ قراره الصائب نحو الاستثمار الأمثل، واتخاذ قراره بالبيع أو الشراء تبعاً لذلك، لكن في المقابل فإن الحصول على المعلومات الداخلية غير المعلنة من قبل أشخاص معينين ومحاولتهم الاستفادة منها أو استخدامها لأنفسهم أو للغير، أو إفشاء هذه المعلومات يعد أمراً غير مشروع على حساب باقي المستثمرين في الشركة. وباستقراء نص المادة (٥٠) من قانون السوق المالية يمكن القول بأنه يجب أن تتوافر في المعلومة التي سيتم تداولها بشكل غير مشروع من قبل المطلع أو من غير المطلع على الوجه المبين سابقاً ومن ثم تكون بصدد جريمة تداول بناءً على بيانات أو معلومات داخلية عدد من الخصائص وضحتها

(١) - حول أنواع الشخص المطلع وتقسيماته المختلفة راجع، د. همام التومسي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢-٤١. وكذلك مؤلفه يعقوب، مدى شمول الطلع الثانوي بحظر استقلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق. وكذلك انظر ما يلي بشأن بعض أنواع المطلعين.

- V.E. SCHWARTZ, P.D. BERNSTEIN, protect investors from plaintiffs' lawyers stock manipulation, Legal Background, Washington Legal Foundation, Vol. 18 No. 28, 27, June 2003, page 1.
- The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.2., page 9.

د. بثينة على نور الدين - التنظيم التشريعي للتداول بناء على معلومات داخل - دراسة تحليلية ١٩٩

المادة المشار إليها اعلاه بقولها « ويقصد بالمعلومات الداخلية المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي، بالنظر إلى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات، أن إعلانها وتوافرها سيؤثر تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات، ويعلم الشخص المطلع أنها غير متوافرة عموماً وأنها لو توافرت لأثرت على سعر الورقة المالية أو قيمتها تأثيراً جوهرياً.

وسوف نتناول في السطور التالية مفهوم وخصائص المعلومة الداخلية التي تجرم مستغلها أو مفسدها على النحو التالي:

أولاً: مفهوم المعلومة الداخلية:

يذهب البعض من الفقه تعريف المعلومة الداخلية بأنها معلومات غير معلنة للكافة وتتعلق بالجهات المدرجة بالبورصة، وتعد تلك المعلومات ذات تأثير جوهري في سعر الورقة المالية الخاصة بالشركة، أو من الممكن أن تعتبر كذلك في نظر المستثمر العادي^(١). وعرفها البعض الآخر بأنها « معلومات غير معلنة حقيقية وجوهريّة التأثير على الأوراق المالية، وتؤثر في أسعارها ونشاط التداول عليها^(٢)».

كما عرفت بأنها «معلومة صحيحة غير معلنة قد تؤثر جوهرياً على أسعار الأوراق المالية والتي من شأنها التأثير الجوهري في أسعار الأوراق المالية^(٣)».

وقال البعض أن المراد بالمعلومة السرية (الداخلية) « تلك المعلومات التي تتعلق بالموقف الحالي والتصورات المستقبلية لمصدر أوراق مالية متداولة في سوق منظمة، أو تتعلق بتطور مستوى أحد الأدوات المالية المعتمدة في سوق منظمة^(٤)».

(١) - وتطبيقاً لذلك فقد قضى القضاء الأمريكي في وقائع قضية (Liscv, Fashion Park, Inc) التي تخلص وقائعها عن أن المدعي أوكل إلى شركة السمسرة التي يتعامل معها ببيع أسهمه في إحدى الشركات بسعر لا يقل عن ١٨ دولاراً للسهم الواحد، فقام المدعي عليه وهو من مديري الشركة التي تم عرض أسهمها للبيع من المدعي بشراء هذه الأسهم بسعر ١٨,٥ دولاراً للسهم الواحد، وبعد فترة من الزمن اندمجت الشركة صاحبة الأسهم في شركة أخرى معها نتج عنه ارتفاع سعر السهم إلى ٥٠ دولاراً للسهم الواحد. إقام المدعي دعواه ضد المدير المشتري على سند من أن الأخير أخفى عنه معلومات مميزة حال قيامه بشراء أسهمه ممثلة في كونه يعمل مديراً للشركة التي قام بشراء أسهمها، وأن ثمة مفاوضات كانت تجري وقت البيع للدمج شركة بشركة أخرى. انظر: د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٢، ص ٢٥٥.

(٢) - حول هذا التعريف انظر: همام القوصي، الممارسات الغير قانونية في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة استكمالاً للمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، جامعة حلب، كلية القانون، ٢٠١١، ص ١٠.

(٣) د. أحمد عبد الرحمن اللحج، حفر استقلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨م، ص ١٥. نقلاً عن أحمد باز، مرجع سابق، ص ١١.

(٤) د. أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، قسم الفقه - كلية الشريعة وأصول الدين - جامعة القصيم، ص ٣٠.

وبالإضافة إلى تعريفات الفقه^(١) فقد عرفت التشريعات كذلك المعلومات الداخلية، فعرفها المشرع المصري بأنها، « أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أو أوراقها المالية أو أي من الاطراف أو الكيانات المرتبطة بها»^(٢). والباحث يرى أن تعريف المشرع المصري للمعلومة الداخلية قد ركز على صفتين فيها هما صفة الجوهرية، وصفة السرية أو صفة عدم اعلامها للجمهور ووسع من كونها متعلقة بالورقة المالية محل المعلومة، فلم يقصر المعلومة الداخلية على تلك المعلومات غير المعلنه والجوهرية المتعلقة فقط بالورقة المالية ولكن وسعها بحيث اصبحت تشمل المعلومات الجوهرية التي تتعلق كذلك بأعمال الشركة المتداولة أو أيًا من الكيانات والاطراف لمرتبطة بها وهو على الرغم من هذا التوسع الا انه يظل قاصر حيث أن التوجه الحديث في تجريم التعاملات الداخلية، والتوسع في النطاق الموضوعي للمعلومات الداخلية لتشمل جميع المعلومات سواء منها المتعلقة بالأوراق المالية أم مصدرها أم المعلومات المتعلقة بخارج هذا الاطار والتي من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية^(٣).

وفي دولة الكويت جاء نص المشرع الكويتي قاصراً للغاية بشأن تعريف المعلومة الداخلية حيث نصت المادة (١٤٠) من قانون الشركات بأنه « لا يجوز لعضو مجلس الإدارة أن يستغل المعلومات التي وصلت اليه بحكم منصبه في الحصول على فائدة». فالصفة الوحيدة لتمييز المعلومة الداخلية عن غيرها من المعلومات أنها قد وصلت إلى الشخص المطلع- المتمثل في عضو مجلس الإدارة- بحكم منصبه واستغلالها للحصول على فائدة ما.

وقد عرفها المشرع السعودي بأنها «..... ويقصد بالمعلومات الداخلية المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي، بالنظر إلى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات، أن إعلانها وتوافرها سيؤثر تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات»^(٤). كما وضعت المادة (٤/ج) من لائحة سلوكيات السوك المعلومة الداخلية بأنها تلك المعلومة التي يتحقق فيها الآتي:

- (١) - للاطلاع على المزيد من تعريفات الفقه للمعلومة الداخلية، راجع، انظر بشأن تعريف بعض الفقه للورقة المالية، د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الأولى، ص ٢٢٥-٢٣٦.
- (٢) - انظر المادة (٣١٩/ج) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المضافة بالقرار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦م.
- (٣) - انظر في هذا الرأي أيضاً، أحمد باز أحمد متولي، مرجع سابق، ص ٤.
- (٤) - مادة (٥٠) من قانون السوق المالية السعودي.

* أن تتعلق بالورقة المالية.

* ألا يكون قد تم الإعلان عنها لعموم الجمهور، ولم تكن متوفرة لهم بأي شكل آخر.

* أن يدرك الشخص العادي بالنظر إلى طبيعتها ومحتواها، أن إعلانها أو توفيرها للجمهور يؤثر تأثيراً

* جوهري أعلى سعر الورقة المالية أو قيمتها.

ونعتقد أن هذا التعريف قد جاء قاصراً لا يتناسب والتوجه الحديث نحو توسيع النطاق الموضوعي للمعلومة الداخلية بحيث تشمل كافة المعلومات الجوهرية التي تؤثر على سعر الورقة المالية أو قيمتها أياً كانت ولو لم تكن متعلقة فقط بالورقة المالية فقد ترتبط المعلومة الداخلية بالشركة أو بأي من أصولها وتؤثر على سعر الورقة المالية أو تؤثر في قيمتها، ويرى الباحث أن من شأن هذا التوسع في مفهوم المعلومة الداخلية من شأنه اصباح مزيد من الحماية ليس فقط لجمهور المتعاملين بالسوق المالية السعودي، وإنما أيضاً من أجل حماية السوق المالية ذاتها ورفع كفاءتها من خلال زيادة الثقة فيها وبتطمأنينة في نفوس المتعاملين فيها وحمايتهم من كل مطلع قام باستغلال معلومة ذات تأثير على سعر أو قيمة الورقة المالية محل تلك المعلومة بغض النظر عن مصدر أو علاقة هذه المعلومة بالورقة المالية محل التداول^(١).

ثانياً؛ خصائص وشروط المعلومة الداخلية

١ - أن تكون المعلومة غير معلن عنها؛

يتعين أن تكون المعلومة داخلية أي سرية^(٢)، وتكون المعلومة سرية حتى لو تم الإعلان عنها لمجموعة أو لعدد محدد من الأشخاص متى لم يتم نشرها لعموم الجمهور كما ورد بنص المادة المشار إليها أعلاه. ويكون النشر لعموم الجمهور متى تم إذاعتها بالطرق المنصوص عليها بقانون السوق المالية السعودي أو أية طريقة أخرى

(١) - ويدلّل البعض على صحة هذا القول بضرب مثال بشأن ما حدث قبيل الهجوم الإسرائيلي على جنوب لبنان في صيف عام ٢٠٠٦م عندما قام رئيس الأركان الإسرائيلي ببيع الأسهم التي يملكها في البورصة الإسرائيلية وقد تعرض في حينها للمساءلة القانونية كونه تصرف بناء على معلومات جوهرية (داخلية) تتعلق بنية الحومة الإسرائيلية بالهجوم على جنوب لبنان. راجع في ذلك: أحمد باز أحمد متولي، مرجع سابق، ص ١٢٤.

(٢) - د. أحمد عبد الرحمن اللهم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، المطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨، ص ٢١.

تكفل أن تكون المعلومة متوفرة لهم^(١) بحيث تتحقق المساواة بين المتعاملين في العلم بهذه المعلومة في السوق المالية. ويذهب البعض إلى أنه يجب أن تكون المعلومة غير معلنة للجميع أو للسوق، وتظل المعلومة كذلك حتى ولو كشف عنها لعدد محدود من الأشخاص، طالما ظلت المعلومة سرية في نظرهم. وتعد المعلومة سرية أو غير معلنة عنها حتى لو كانت في حوزة عدد من الأشخاص مثل مديري الشركة.

وبالنظر إلى المشرع المصري نجد أنه قد نص بالمادة (٣١٩)^(٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على مضمون هذه المعلومات بالمعلومات الداخلية والجوهرية. فقد قام بوضع تعريفاً لكل من المعلومات الجوهرية والمعلومات الداخلية، فعرف الأولى بأنها المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق.

كما عرف المعلومات الداخلية - بأنها «المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال الشركات المتداولة أو أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها.

أي أن المشرع المصري قصد أن المعلومات السرية هي المعلومات الجوهرية التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق والتي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بأعمال الشركات المتداولة أو أوراقها أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها، أي المعلومات التي تتعلق بالوضع الحالي للمؤسسة أو الشركة ولم يتطرق إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المستقبلي.

لكن المشرع المصري أضاف أن المعلومة الجوهرية تصبح معلنة عندما يتم إتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد وبذات الطريقة، ووفقاً للقواعد والاجراءات

(١) - اختلف الفقه في شأن المعلومة إذ تم نشرها بواسطة الصحف، هل يفقدها ذلك النشروعة أو خاصية السرية، أم يجب نشرها عن طريق الوسائل التي حددها القانون فقط حتى تصبح المعلومة علنية مزاعة؟ ذهب الزاى الأول، إلى القول بأن المعلومة تصبح في هذه الحالة عامة وتنفذ طابع السرية بمجرد إذاعتها أو نشرها بأية وسيلة من وسائل النشر مثل عقد مؤتمر صحفي، أو تقديم تقرير للجمعية العمومية، أو إعلان في إحدى الصحف المختصة. أو الإذاعة عن طريق الإذاعة أو التلفزيون، وحتى بإرسال خطاب إلى كل المساهمين في الشركة.

وذهب الرأي الثاني - وهو الغالب والذي فتحا إليه - أنه لا تكون بصدد نشر أو إذاعة للمعلومة إلا إذا تم ذلك وفقاً للقواعد الخاصة بالحق في إعلان المساهمين بالشركة، أي أن الطريق الوحيد لنشر المعلومة حتى تخرج من مكن السرية إلى العلنية وتصبح معلومة علنية أن يتم نشرها بالوسائل التي يحددها المشرع بإعلان المساهمين بالشركة

(٢) - المضافة بقرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦، الوقائع المصرية، العدد (٩٢) بتاريخ ٢٠٠٦/٤/٢٩، الوقائع المصرية، العدد (٩٢) بتاريخ ٢٠٠٦/٤/٢٩.

الحاكمة والمنظمة للإفصاح بالبورصة. وبالتالي تفقد سريتها وتصبح متداولة ومعلومة للكافة^(١).

وبالنسبة الى المشرع الفرنسي، فقد حدد مضمون المعلومة السرية المميزة بتلك التي تتصل بـ « الوضع الحالي والأفاق المستقبلية لمصدر الأوراق المالية الذي تتداول صكوكه في سوق نظامي أو تتعلق بمستوى أحد الادوات المالية المقيدة في سوق نظامي أو في السوق غير الرسمي^(٢). بعد أن كان يحصرها في تلك التي تتعلق بالأداء الفني والتجاري والمالي للشركة^(٣).

وحددت اللائحة العامة لسلطة الاسواق المالية الفرنسية (AMF) هذه المعلومات السرية بأنها معلومات خاصة ومحددة وغير مبهممة تتعلق بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو بورصة أو أكثر، والتي لو تم تعميمها لكان لها أثر على سعر الورقة المالية أو المنتج المالي الذي تتصل به^(٤).

أما المشرع الأمريكي، فلم يتطرق الى تحديد ماهية ومضمون المعلومة السرية، وخصائصها ولكن القضاء الأمريكي قد وضع تعريفاً للمعلومة السرية المميزة يستشف من كثير من أحكامه بأنها تلك « المعلومة التي تؤثر على المساهم في اتخاذ قراره بالبيع أو الشراء أياً ما كان موضوع هذه المعلومة، لكن الأحكام المتواترة والفقهاء الأمريكي درج على استخدام لفظ المعلومات الخاصة^(٥). كما قام الفقهاء الأمريكي بتوسيع مضمون المعلومة السرية أو الخاصة من خلال وضع تعريف للمعلومات الجوهرية غير المعلنة السرية أو الخاصة بأنها «المعلومات التي تتعلق بالشركة المدرجة للورقة المالية، ليست معلنة للجميع أو للسوق والتي لو تم الإعلان عنها لآثرت بطريقة واضحة أو جوهرية على سعر الورقة المالية الخاصة بالشركة: أو من الممكن أن تعتبر كذلك في نظر المستثمر العادي^(٦).

- (١) - المادة (٢١٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.
- (٢) - د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية الثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة)، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦، ص ٦٢.
- (٣) - مرسوم ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧، في التعديل الذي أدخل عليه عام ١٩٧٠.
- (٤) - المادة (٢٢١-١) من اللائحة العامة لسلطة الاسواق المالية الفرنسية.
- (٥) - د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٢، ص ٢٠٤.
- (٦) - وتحليفاً لذلك فقد قضى القضاء الأمريكي في وقائع قضية (Listv, Fashion Park, Inc.) التي تخلص وقائعها في أن المدعي أوكل إلى شركة المسرمة التي يتعامل معها ببيع أسهمه في إحدى الشركات بسعر لا يقل عن ١٨ دولاراً للسهم الواحد. فقام المدعي عليه وهو من مديري الشركة التي تم عرض أسهمها للبيع من المدعي بشراء هذه الأسهم بسعر ١٨,٥ دولاراً للسهم الواحد، وبعد فترة من الزمن اندمجت الشركة صاحبة الأسهم في شركة أخرى معها نتج عنه ارتفاع سعر السهم إلى ٥٠ دولاراً للسهم الواحد. أقام المدعي دعواه ضد المدير المشتري على سند من أن الأخير أخفى عنه معلومات مميزة حال قيامه بشراء أسهمه متمثلة في كونه يعمل مديراً للشركة التي قام بشراء أسهمها، وأن شمة مفاوضات كانت تجري وقت البيع للشركة بدمج شركة بآخرى. انظر: د/ محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٢، ص ٢٠٥.

والباحث يرى أن الذي حدد صفة السرية هو نسبة من يعلمون بالمعلومة إلى من لا يعلمون بها ، وطالما كانت هذه النسبة ضئيلة، ولا تسمح بالقول بأن المعلومة أصبحت مزاعة للجمهور فإنها تظل محتفظة بخصوصية السرية خاصة وأن نص المادة ٥٠ من نظام السوق المالي السعودي قد نص على لفظة « ولم يتم الإعلان عنها » . ويمكن القول في هذا الخصوص بأن المعلومات هنا معلومات داخلية حيث لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين.

٢- أن تكون المعلومة محددة:

يجب أن تكون المعلومة محددة تحديداً كافياً؛ لأن المعلومة غير المحددة لا تصلح لأن تكون معلومة مميزة، والمقصود بالتحديد هنا هو انطواء تلك المعلومة على بيانات حقيقية وليس محض افتراضات أو تنبؤات.

وبناء عليه قضت الدائرة الجنائية بمحكمة النقض الفرنسية بأن العلم بأن الشركة حققت أرباحاً ضخمة، وهي في طريقها على توزيع نسبة منها على المساهمين، أو العلم بأن الشركة، سوف تقوم بشراء جزء كبير من أسهمها في السوق يفرض استهلاك قرض، يعد معلومة مهمة مميزة ومحددة^(١).

ويرى البعض^(٢) أن الأخبار الصحفية لا تعد من قبيل المعلومات الداخلية إلا إذا كانت من مصادر موثقة كهيئات الأوراق المالية أو إدارة البورصات أو إدارة الجهات المصدرة فإنها تعد معلومة صحيحة ، ومن ثم تعد قبل نشرها على الملأ من قبيل المعلومات الداخلية التي يشملها الحظر.

هذا وعلى الرغم من أن المنظم السعودي لم ينص صراحة على هذا الشرط فيما يتعلق بالمعلومة الداخلية، إلا أنه لا يتصور أن تكون المعلومة مؤثرة إن لم تكن محددة على النحو الموضح أعلاه .

٣- أن يكون للمعلومة تأثير على سعر الورقة المالية المتعلقة بها:

حيث يتعين أن يكون من شأن المعلومة التأثير على سعر الورقة المالية^(٣) أو قيمتها التي تتعلق بها ارتضاعاً أو انخفاضاً. وعلى ذلك نصت المادة ٣١٩ من اللائحة التنفيذية

(1) Cass. Crime., 18/2/1911.Rev.soc.1991.P.787.note J Wilfrid.

(٢) - أحمد بازموتلي، مرجع سابق، ص ١٩.

(٣) - بحث سوق الأوراق المالية واستقلال المعلومات الداخلية ص ١٩٧٩ بحث مقدم مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات العقود في دبي ١٦-١٨ صفر ١٤٢٨هـ. الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال د. مظهر فرغلي ص ٢٨٢.

لقانون سوق رأس المال المصري في تعريفها للمعلومة على أنها « المعلومة ... التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول... » وكذلك نص لائحة لجنة عمليات البورصة الفرنسية رقم ٨ لسنة ١٩٩٠ في مادتها الأولى على أنها « المعلومة ذات الأثر على سعر الورقة المالية أو المنتج المالي الذي تتصل به ». وقد ذكر نظام العضوية في البورصة المصرية أن المعلومة الداخلية هي: المعلومات الجوهرية التي لم يتم الإعلان عنها لجمهور المتعاملين^(١).

ويرى بعض الفقه^(٢) أن المعلومة تكون جوهرية أو مؤثرة إذ كان من شأن إعلانها حدوث تأثير واضح أو جوهري على سعر الورقة، أو من الممكن أن يعتبر كذلك في نظر المستثمر العادي. إن المعلومة الجوهرية هي المعلومة التي تكسب من بحوزها ميزة أكبر من غيره تحوله الاقتراب من التقدير السليم للقيمة المتوقعة للأسهم في المستقبل المنظور أو البعيد في بعض الأحيان^(٣).

وقد قضت محكمة النقض الفرنسية في حكمها الصادر ٢٦ يونيو ١٩٩٥ بأنه يجب أن تكون المعلومة محددة وسرية، ومن شأنها أن تؤثر في سعر الورقة المالية المتعلقة بها، وأن تكون محددة للعمليات التي أجريت.

ويرى بعض الفقه^(٤) ضرورة ارتباط هذه المعلومة بأسهم الشركة فقط باعتبارها من الأوراق المالية الأكثر تبادلاً وأوسعها انتشاراً، كما أن المعلومات غير المرتبطة بالأسهم تبعد بنا عن ظاهرة التعامل في المعلومات الداخلية. إلا أنه لا فرق بين أن تكون المعلومة الداخلية مرتبطة بأسهم الشركة أو بأوراقها المالية الأخرى، إذ تبقى المعلومة مميزة متى كانت محددة وسرية، ومن شأنها أن تؤثر في الورقة المالية المتعلقة بها، بغض النظر عن كونها مرتبطة بالأسهم أو غيرها من الأوراق المالية الأخرى، وبالتالي تؤثر على القيمة الفعلية للشركة، إضافة إلى أن جميع التشريعات لم تفرق بشأن المعلومة المرتبطة بالأسهم وغيرها من الأوراق المالية المرتبطة بها تلك المعلومة.

والعول عليه وفق النظام السعودي هو أن يكون هناك احتمال لأن تؤثر المعلومة على سعر الورقة المالية حتى ولو لم يحدث هذا التأثير، فالمقصود ليس ضرورة أن

(١) - قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال (هيئة الرقابة المالية حالياً) رقم (٤٢) الخاص بقواعد العضوية ببورستي الأوراق المالية (القاهرة والاسكندرية)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦م، مادة (١) فقرة (١٢) منشور على موقع الهيئة العامة المصرية للرقابة المالية.

(٢) - راجع د. محمد فاروق، مرجع سابق، ص ١٢٨.

(٣) - د. حسين فتحي، مرجع سابق، ص ٤٧.

(٤) - حسين فتحي مرجع سابق، ص ٤٩.

يكون من شأن المعلومة أن تؤثر بالفعل على أسعار الأوراق المالية المتعلقة بها في السوق.
٤- أن ترتبط المعلومة بالورقة المالية؛

اشترطت المادة الرابعة فقرة (ج بند ٢) من لائحة سلوكيات السوق ارتباط المعلومة بالورقة المالية، وقد عرف قانون السوق المالية السعودي في المادة الثانية منه المقصود بالورقة المالية^(١)، حيث نصت على: «مع مراعاة أحكام المادة الثالثة من هذا النظام، يقصد بالأوراق المالية لأغراض هذا النظام ما يأتي:

(أ) - أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

(ب) - أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة، أو الهيئات العامة، أو المؤسسات العامة.

(ج) - الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

(د) - أي أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة، وأي حقوق في توزيع الأصول أو أحدهما.

(هـ) - أي حقوق أخرى أو أدوات يرى المجلس شمولها واعتمادها، كأوراق مالية، إذا رأى في ذلك تحقيقاً لسلامة السوق أو حماية للمستثمرين. كما عدت قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها^(٢) الأوراق المالية حيث عدت إياها على النحو التالي: الأسهم - أدوات الدين - مذكرة حق الاكتتاب. الشهادات - الوحدات - عقود الخيار - العقود المستقبلية - عقود الفروقات - عقود التأمين طويل الأمد - أي حق أو مصلحة مرتبطة بأي واحدة من هذا التعداد).

ولم يكتف المنظم السعودي بأن تكون المعلومة الداخلية مرتبطة بالورقة المالية بل اشترط أيضاً أن تكون الورقة المالية متداولة. والورقة المالية المتداولة وفقاً لقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها هي الورقة المتداولة في السوق، وقد عرفت المادة الأولى من قانون السوق المالية التداول بأنه « شراء الأوراق المالية وبيعها ».

(١) - انظر بشأن تعريف بعض الفقه للورقة المالية: د. طارق عفيفي صادق، «الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الأولى، مرجع سابق، ص ٤٤.

(٢) - صادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٤ - ١١ - ٢٠٠٤ وتاريخ ٢٠ / ٨ / ١٤٢٥ هـ الموافق ٤ / ١٠ / ٢٠٠٤ م بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م / ٢٠ وتاريخ ٢ / ٦ / ١٤٢٤ هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٧ - ٢٠١٨ وتاريخ ١٤٢٩ / ٥ / ١٨ هـ الموافق ١ / ١٨ / ٢٠١٨ م.

خلاصة القول هنا أن المقصود بالورقة المالية في هذا الشأن جميع الأوراق المالية على التحديد الوارد عالياً والمدرجة في شركة السوق المالية السعودية (تداول) أو السوق المالية السعودي، وتشمل حيث يسمح سياق النص بذلك أي لجنة أو لجنة فرعية أو موظف أو مستؤل أو تابع أو وكيل كن أن يكلف في الوقت الحاضر بالقيام بأي من وظائف السوق. وعبارة "في السوق" تعني أي نشاط يتم من خلال أو بواسطة المتجهيزات التي توفرها السوق^(١).

المبحث الرابع:

الدور الرقابي والتشريعي في النظام السعودي لمواجهة التداول بناء على معلومات داخلية

سنبين في هذا المبحث الأخير من هذه الدراسة النصوص النظامية في قانون السوق المالية السعودي لمواجهة جريمة التداول بناء على معلومات داخلية، ثم نوضح الجهود المبذولة من قبل هيئة السوق المالية السعودية لمواجهة هذه الجريمة وما صدر عنها من تصريحات وعقوبات في هذا الشأن.

أولاً: النصوص النظامية لمواجهة جريمة التداول بناء على معلومات داخلية

بعد التداول بناء على معلومات داخلية جريمة جنائية وفق نصوص قانون السوق المالية السعودي تصل عقوبتها إلى السجن، فقد نصت المادة السابعة والخمسون فقرة (ج) أنه بالإضافة إلى الغرامات والتعويضات المالية المنصوص عليها في هذا النظام يجوز للجنة^(٢) بناء على دعوى مقامة من الهيئة معاقبة من يخالف المادتين التاسعة والأربعين، والخمسين من هذا النظام بالسجن لمدة لا تزيد على خمس سنوات.

كما أوردت (٥٩) من ذات النظام على عدد من العقوبات التي توقع على أي شخص قد اشترك، أو يشترك، أو شرع في أعمال أو ممارسات تشكل مخالفة لأي من أحكام هذا النظام، أو اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة، أو لوائح السوق، فإنه يحق للهيئة في هذه الحالات إقامة دعوى ضده أمام اللجنة لاستصدار قرار بالعقوبة المناسبة، وتشمل العقوبات ما يأتي:

(١) - النظر في تعريف كلمة "السوق"، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٤ - ١١ - ٢٠٠٤ وتاريخ ١٢٢٥ / ٨ / ٢٠ هـ. الموافق ٢٠٠٤ / ١٠ / ٤ م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م / ٣٠ وتاريخ ٢٠ / ٦ / ١٤٢٤ هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٧٠١ - ٢٠١٨ - ٢٠١٨ وتاريخ ١٤٢٩ / ٥ / ١٨ الموافق ٢٠١٨ / ١ / ١ م. متوافرة على موقع هيئة السوق المالية السعودي على الرابط التالي، www.cma.org.sa

(٢) - المقصود بالهيئة هي، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، بشأن اختصاصات هذه اللجنة وكيفية تشكيلها والظعن في قراراتها، راجع في ذلك المادة رقم (٢٥) من نظام السوق المالية السعودي منشور على رابط الهيئة العامة لسوق المالية التالي، www.cma.org.sa

- ١ - إنذار الشخص المعني.
 - ٢ - إلزام الشخص المعني بالتوقف، أو الامتناع عن القيام بالعمل موضوع الدعوى.
 - ٣ - إلزام الشخص المعني باتخاذ الخطوات الضرورية لتجنب وقوع المخالفة، أو اتخاذ الخطوات التصحيحية اللازمة لمعالجة نتائج المخالفة.
 - ٤ - تعويض الأشخاص الذين لحقت بهم أضرار نتيجة للمخالفة المرتكبة^(١)، أو إلزام المخالف بدفع المكاسب التي حققها نتيجة هذه المخالفة إلى حساب الهيئة.
 - ٥ - تعليق تداول الورقة المالية.
 - ٦ - منع الشخص المخالف من مزاوله الوساطة، أو إدارة المحافظ، أو العمل مستشار استثمار للفترة الزمنية اللازمة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.
 - ٧ - الحجز والتنفيذ على الممتلكات.
 - ٨ - المنع من السفر.
 - ٩ - المنع من العمل في الشركات التي تتداول أسهمها في السوق.
- ولا شك في أن استقلال المعلومات الداخلية على النحو الذي أوردناه خلال البحث يمثل انتهاكاً لمبادئ السوق المالية السعودية ويشكل تهديداً لها، كما يُعد انتهاكاً للقواعد التي تصدرها الهيئة. ومن ثم فإن للهيئة بموجب نص هذه المادة أن توقع أياً من المخالفات أعلاه على كل من خالف نص المادة (٥٠) ومواد لائحة سلوكيات السوق المنظمة لحظر التداول بناءً على معلومات داخلية.
- أضف إلى ذلك الغرامة المالية التي لا تقل عن عشرة آلاف ريال سعودي ولا تزيد عن مائة ألف ريال سعودي والتي يمكن أن تفرضها الهيئة على الأشخاص المسؤولين عن مخالفة النصوص المنظمة لمنع التداول بناءً على معلومات داخلية^(٢).

(١) - وتجدر الإشارة هنا إلى الجزء الوارد بنص المادة (٧٤) من نظام الشركات الجديد بشأن الجزاء المترقب على استقلال المعلومات الداخلية للشركات الغير مدرجة بسوق الأوراق المالية السعودية، حيث نص على، المادة الرابعة والسبعون، لا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة أن يشعروا في غير اجتماعات الجمعية العامة ما وقفوا عليه من أسرار الشركة. ولا يجوز لهم استقلال ما يعلمون به بحكم عضويتهم في تحقيق مصلحة لهم أو لأحد أقاربهم أو للغير، ولا يجب عزلهم ومطالبتهم بالتعويض.

(٢) - تنص المادة (٩٥/ب) على أنه، يجوز للهيئة، بالإضافة إلى اتخاذ الإجراءات المنصوص عليها في الفقرة (أ) من هذه المادة أن تطلب من اللجنة إيقاع غرامة مالية على الأشخاص المسؤولين عن مخالفة متعمدة لأحكام هذا النظام ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة، ولوائح السوق، وكبدل ما تقدم يجوز للمجلس فرض غرامة مالية على أي شخص مسئول عن مخالفة هذا النظام ولوائح، وقواعد الهيئة، ولوائح السوق، ويجب ألا تقل الغرامة المفروضة من قبل اللجنة أو المجلس عن عشرة آلاف ريال ولا تزيد على مائة ألف ريال عن كل مخالفة ارتكبتها المدعى عليه.

ثم جاءت المادة (٦٤) ونصت على جواز التصالح بشأن مخالفة المادة (٥٠) واللوائح المنظمة لها حيث أجازت الاتفاق بين الهيئة والمتهم في مخالفة المادة الخمسين من هذا النظام لتلافي إقامة الدعوى أمام اللجنة، وذلك بأن يدفع للهيئة مبلغاً لا يتجاوز ثلاثة أضعاف الأرباح التي حققها أو ثلاثة أضعاف الخسائر التي تجنّبها نتيجة لارتكابه المخالفة. مع دفع التعويضات اللازمة لجبر الأضرار التي تترتب على ارتكابه هذه المخالفة. وكنا نرى أنه وإذا كان التصالح في الجرائم الاقتصادية أمراً محموداً إلا أنه كان من الواجب استثناء «المطلع» الذي أطلع على المعلومة بحكم وظيفته ومنصبه كرئيس مجلس الإدارة أو المسئول التنفيذي ومن في حكمهما. حيث أن ما قام بارتكابه لا يتعلق فقط بالسوق المالية والمحافظة عليها من الممارسات غير المشروعة وإنما يتعلق كذلك بما أدخل به من أمانة تفرّضها عليه وظيفته ومنصبه بالجهة المصدرة.

ويلاحظ أن العقوبات المشار إليها بالنصوص القانونية السابقة لا تتعلق فقط بالمطلع وإنما يتم تطبيقها على جميع من خالف نص المادة (٥٠) وما يتعلق بها من قواعد ولوائح تنفيذية وردت بلائحة سلوكيات السوق، ويرى الباحث أنه كان من الأفضل السير على نهج المشرع المصري عندما قرر بموجب قانون سوق رأس المال عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنتين وغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد عن خمسين ألف جنيه أو إحدى هاتين العقوبتين مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد في قانون آخر، لكل من أفشى سراً علمه بحكم عمله أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده^(١).

ولا يقلل من قيمة رأينا هذا ما نصت عليه المادة الثانية عشرة بعد المائتين من نظام الشركات الجديد^(٢) «مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد ينص عليها نظام آخر» يعاقب بالسجن مدة لا تزيد على سنة وغرامة لا تزيد على مليون ريال سعودي، أو بإحدى هاتين العقوبتين؛ كل موظف عام أفشى لغير الجهات المختصة أسرار الشركة التي أطلع عليها بحكم وظيفته». حيث أن النص جاء مقتصرًا على حالة إفشاء أسرار الشركة من قبل موظف عام وهو فرض قد لا يتحقق في جميع الشركات المساهمة التي تنشأ وفق أحكام القانون الخاص ولا يكتسب موظفوها وأعضاء مجلس إدارتها ومسئولوها صفة الموظفين العموم.

(١) - المادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال المصري، سابق الإشارة إليه.

(٢) - منشور على موقع وزارة التجارة والصناعة السعودية، على الرابط التالي: www.mci.gov.sa

هذا ويجب الإشارة هنا إلى سقوط الحق في رفع الدعوى الجنائية^(١) ضد مرتكب جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية بموجب نص المادة (٥٧) من النظام إذا تم إيداع الشكوى لدى الهيئة بعد مرور سنة من التاريخ الذي يفترض فيه بأن الشاكي قد أدرك الحقائق التي جعلته يعتقد أنه كان ضحية لمخالفة، ولا يجوز بأي حال من الأحوال سماع هذه الدعوى أمام اللجنة بعد مرور خمس سنوات من حدوث المخالفة المدعى بها^(٢).

ومن التطبيقات التي تبين الجزاءات التشريعية التي يمكن تطبيقها على مخالفات التداول بناءً على معلومات داخلية، تلك التي تم تطبيقها بشأن قضية « شركة موبايلى » حيث أعلنت هيئة السوق المالية صدور قرار من لجنة الاستئناف فى منازعات الأوراق المالية بتاريخ ١٤٢٩/٦/٤هـ الموافق ٢٠١٨/٢/٢٠م، وذلك فى الدعوى المقامة من النيابة العامة (والمحالة لها من هيئة السوق المالية) ضد عبد العزيز بن صالح بن عبد الله الصغير، وهشام بن عبد العزيز بن صالح الصغير، وشركة عبد العزيز الصغير للاستثمار التجاري، ومحمد بن عبد المحسن بن محمد الأشقر، وفيصل بن محمد بن عبد المحسن الأشقر، وقد انتهى منطوق القرار إلى إدانة المذكورين بمخالفة نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وإيقاع عدد من العقوبات عليهم؛ وفقاً للتفصيل الآتي:

أولاً: عبد العزيز بن صالح بن عبد الله الصغير، تم الحكم بالإدانة بمخالفة الفقرة (أ) من المادة الخمسين من نظام السوق المالية، والفقرة (أ) من المادة الخامسة من لائحة سلوكيات السوق، وذلك لقيامه بالإفصاح عن معلومات داخلية متعلقة بسهم شركة اتحاد الاتصالات (موبايلى)، وقد تم فرض غرامة مالية عليه قدرها (١٠٠.٠٠٠) مائة ألف ريال، ومنعه من إدارة المحافظ، ومن العمل مستشار استثمار، ومن العمل فى الشركات التي تتداول أسهمها فى السوق المالية السعودية لمدة ثلاث سنوات^(٣).

(١) - حول رفع الدعوى الجنائية والعقوبات المقررة في هذا الصدد، راجع، أنظر بشأن تعريف بعض الفقه للورقة المالية، د. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الأولى، ص ٢٢٧.

(٢) - مادة (٥٨) من نظام السوق المالية السعودي، حيث تنص المادة على أنه « لا تقبل أي دعوى بموجب المواد الخامسة والخمسين، والسادسة والخمسين، والسابعة والخمسين من هذا النظام إذا تم إيداع الشكوى لدى الهيئة بعد مرور سنة من التاريخ الذي يفترض فيه بأن الشاكي قد أدرك الحقائق التي جعلته يعتقد أنه كان ضحية لمخالفة، ولا يجوز بأي حال من الأحوال سماع هذه الدعوى أمام اللجنة بعد مرور خمس سنوات من حدوث المخالفة المدعى بها ».

(٣) - السعودية، أول حكم بسجن مستثمر تداول بناءً على معلومات داخلية، خبر منشور على صحيفة الرأي الإلكترونية، بتاريخ ٤ يوليو ٢٠٠٩م، وقد تناول الخبر في مضمونه أن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية في هيئة السوق المالية السعودية أصدرت أول أحكام بالسجن منذ إنشائها قبل نحو ٤ سنوات؛ وكانت أحكام اللجنة تقتصر في الماضي على الغرامة والمنع من العمل في الشركات، بينما أصدرت اللجنة حكماً أولياً غيائياً بالسجن ضد رئيس مجلس إدارة شركة مساهمة متواجد خارج المملكة، بسبب تداوله بناءً على معلومات داخلية. كما أصدرت حكماً بالسجن ضد شخص آخر قام بعمليات جمع أموال اعتبرتها اللجنة من قبيل ممارسة عمل الوساطة دون ترخيص. ويستطيع من صدرت ضده أحكام من هذه اللجنة الاستئناف أمام لجنة الاستئناف، وهي لجنة مشكلة بناءً على قرار من مجلس الوزراء من مندوبين عن هيئة الخبراء بمجلس الوزراء ووزارة المالية ووزارة التجارة والصناعة. أما إذا مضت مدة ثلاثين يوماً دون استئناف فإن الأحكام تصبح نهائية. لراجعة الخبر تصفح الرابط التالي،

ثانياً: هشام بن عبدالعزيز بن صالح الصغير؛ تمت الإدانة بمخالفة الفقرة (أ) من المادة الخمسين من نظام السوق المالية، والفقرة (أ) من المادة السادسة من لائحة سلوكيات السوق، وذلك لقيامه بالتداول على سهم شركة اتحاد الاتصالات (موبايلي) بناء على المعلومات الداخلية التي أفصح له عنها المدان عبدالعزيز بن صالح الصغير المشار إليه أعلاه، ومن ثم فقد تمت معاقبته بغرامة مالية عليه قدرها (١٠٠,٠٠٠) مائة ألف ريال، ومنعه من إدارة المحافظ، ومن العمل مستشار استثمار ومن العمل في الشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالية السعودية لمدة ثلاث سنوات.

ثالثاً: شركة عبدالعزيز الصغير للاستثمار التجاري؛ حيث تم إلزامها بدفع مبلغ قدره (٢٨٠,٩٤٨,٨٠٠) مائتين وثمانين مليوناً وتسع مائة وثمانية وأربعين ألفاً وثمانية مائة ريال إلى حساب الهيئة؛ نظير الخسائر المتجنبة نتيجة التداولات المخالفة على محفظتها الاستثمارية التي ارتكبها المدان هشام بن عبدالعزيز بن صالح الصغير.

رابعاً: محمد بن عبدالمحسن بن محمد الأشقر؛ انتهى الحكم بالإدانة بمخالفة الفقرة (أ) من المادة الخمسين من نظام السوق المالية، والفقرة (أ) من المادة الخامسة والسادسة من لائحة سلوكيات السوق، وذلك لقيامه بالإفصاح عن معلومات داخلية متعلقة بسهم شركة اتحاد الاتصالات (موبايلي)، والتداول بناء على تلك المعلومات. وتمت معاقبته بتغريمه غرامة مالية عليه قدرها (٢٠٠,٠٠٠) مائتين ألف ريال، إلزامه بدفع مبلغ قدره (٣٠,٤٩٣,٣٢٥,٧٥) ثلاثون مليوناً وأربعة مائة وثلاثة وتسعون ألفاً وثلاثة مائة وخمسة وعشرون ريالاً وخمس وسبعون هللة إلى حساب الهيئة؛ نظير الخسائر المتجنبة نتيجة التداولات المخالفة على محفظته الاستثمارية، ومنعه من إدارة المحافظ، ومن العمل مستشار استثمار، ومن العمل في الشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالية السعودية لمدة ثلاث سنوات.

خامساً: فيصل بن محمد بن عبدالمحسن الأشقر؛ الإدانة بمخالفة الفقرة (أ) من المادة الخمسين من نظام السوق المالية، والفقرة (أ) من المادة السادسة من لائحة سلوكيات السوق، وذلك لقيامه بالتداول على المحفظة الاستثمارية للمدان محمد بن عبدالمحسن الأشقر على سهم شركة اتحاد الاتصالات (موبايلي) بناء على المعلومات الداخلية التي أفصح له عنها المدان محمد بن عبدالمحسن الأشقر. وفي ضوء ثبوت

الإدانة تم فرض غرامة مالية عليه قدرها (١٠٠,٠٠٠) مائة ألف ريال، ومنعه من إدارة المحافظ، ومن العمل مستشار استثمار، ومن العمل في الشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالية السعودية لمدة ثلاث سنوات^(١).

ثانياً: دور الهيئة فيما يتعلق بحظر التداول بناءً على معلومات داخلية:

تقوم الهيئة العامة للسوق المالية السعودي بصفتها الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات، وتطبيق أحكام نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية^(٢) بحظر التداول بناءً على معلومات داخلية من خلال إلزام الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالية بعدم الإفشاء عن أي معلومات أو تطورات جوهرية لجهات أخرى لا يقع على عاتقها التزام بالحفاظ على سرية المعلومات وحمايتها، مع التأكيد لضرورة اتخاذ تلك الشركات لجميع الخطوات اللازمة لضمان عدم تسرب أي من تلك المعلومات أو التطورات قبل تزويد الهيئة بها وإعلانها للجمهور وفق الضوابط الخاصة بذلك^(٣).

كذلك تقوم الهيئة بصفتها الجهة المعنية بحماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب بمراقبة وتحليل التداولات التي تمت خلال فترات إعلانات الشركات من قبل أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين، وأعضاء لجان الشركة، والأشخاص المطلعين وأي شخص ذي علاقة بالأشخاص المطلعين، إضافة إلى مراقبة وتحليل التداولات التي تمت من قبل تلك الأطراف قبل صدور أي إعلانات جوهرية ذات علاقة وعند حدوث أي تغيير في معدل التداولات اليومية، وفي ضوء ذلك يجري رصد التداولات التي يشتبه في كونها تمت بناءً على معلومات داخلية^(٤).

(١) - وقد تم نشر وقائع القرار والعقوبات المشار إليها على رابط الهيئة العامة للسوق المالية التالي:

https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2367.aspx

- (٢) - للمزيد حول تعريف هيئة السوق المالية السعودية وبيان سلطاتها واختصاصاتها ومهامها، وتشكيل مجلس إدارتها وغير ذلك من معلومات راجع الفصل الثاني من نظام السوق المالية السعودي.
- (٣) - حول مزيد عن دور الهيئة في هذا الخصوص، راجع الكتيب الصادر من هيئة السوق المالية السعودية بشأن حظر التداول بناءً على معلومات داخلية، مرجع سابق، ص ٤.
- (٤) - المادة الخامسة من نظام السوق المالية حيث تنص على « (تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات، وتطبيق أحكام هذا النظام. وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي،
١- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
٢- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
٣- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
٤- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب.
٥- العمل على تحقيق العدالة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
٦- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية. والجهات المصدرة لها. وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوضيح المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

وكانت الهيئة وفقاً لنص المادة (١٢/٦) من نظام السوق المالية هي الجهة المختصة بالقيام بالتحري والتحقيق في مخالفات أحكام هذا النظام واللوائح التنفيذية، إلا أنه قد تم نقل اختصاصات الجهات واللجان المتعلقة بالتحقيق والادعاء في الجرائم الجنائية إلى هيئة التحقيق والادعاء العام، إذ تم نقل الاختصاص بالتحقيق والادعاء العام في مخالفة المادة (٥٠) من نظام السوق المالية، إلى هيئة التحقيق والادعاء العام.

وتتخذ الهيئة العديد من الإجراءات الاحترازية والوقائية التي تهدف إلى الحيولة دون وقع الممارسات غير المشروعة بالسوق المالية ومن بين تلك الإجراءات قيامها بإصدار كتيب بشأن جريمة التداول بناء على بيانات من أجل تعزيز الجهود القائمة للتوعية المستمرة بالممارسات المخالفة لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية وتحديد تلك المتعلقة بالتداول بناء على معلومات داخلية في السوق المالية السعودية. ويأتي هذا الكتيب في إطار جهود الهيئة الرامية إلى تطوير السوق المالية السعودية، وانطلاقاً من دورها القائم على حماية السوق والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، وحرصاً على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.

ويحتوي هذا الكتيب على تعريف لمفهوم المعلومات الداخلية، وكيفية التداول بناء على معلومات داخلية، والعقوبة المقررة نظاماً على ذلك. وقد بينت الهيئة^(١) عدد من السياسات والإجراءات التي من شأن اتباعها من قبل الشركات والأطراف حماية المعلومات الداخلية من التسرب، ويمكن تقسيم هذه الإجراءات إلى ثلاث فئات على النحو التالي^(٢):

(١) - وتجدر الإشارة في هذا الخصوص إلى دور هيئة الرقابة المالية المصرية كذلك حيث في إطار المهام الرقابية المنوطة بها الهيئة، تصدر الهيئة العديد من القرارات والإجراءات الرقابية التي تهدف إلى الحد من المخاطر التي تهدد استقرار الأسواق المالية غير المصرفية ومصالح المساهمين بالشركات الخاضعة لرقابة الهيئة والمتعاملين معها، وتختلف هذه الإجراءات باختلاف طبيعة كل نشاط من الأنشطة المالية غير المصرفية والتشريعات المنظمة له وتكون هذه الإجراءات في شكل قرارات وجزأيات وتدابير إدارية تصدر من الهيئة أو مجلس إدارتها، أو في شكل تحريك الدعوى الجنائية حيث منح القانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩ بشأن الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية ورئيس الهيئة دون غيره طلب اتخاذ إجراءات التحقيق ورفع الدعوى الجنائية بالنسبة للجرائم التي تقع بالمخالفة لأى من التشريعات التي تختص بها الهيئة. حول المزيد عن دور هيئة الرقابة المالية المصرية الرقابي وسلطاتها في ضبط أداء سوق المال المصري، وحماية جمهور المتعاملين فيه راجع الروابط التالية:

http://www.fra.gov.eg/tags/efsa_ar/proc_results_cma.jsp

http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/cma_pages/cma_role.htm

http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_pages/proc_result.htm

(٢) - حول المزيد عن دور هيئة السوق المالية السعودية في هذا الصدد راجع الخبر المنشور بعنوان: هيئة السوق المالية تساند الشركات والمتعاملين في السوق لتجنب جريمة (التداول بناء على معلومات داخلية)، على الرابط التالي:
https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/insider_trading.aspx

أولاً: السياسات والإجراءات المتعلقة بتعزيز الحفاظ على سرية المعلومات الداخلية؛

وهي مجموعة من السياسات التي تكفل الحفاظ على المعلومات الداخلية ومن بين هذه السياسات ما يلي:

١ - قيام الشركة المدرجة بالبورصة بإعداد سياسات وإجراءات داخلية مكتوبة تكفل حماية المعلومات الداخلية من التسرب والعمل على تطبيقها مع تحديثها بشكل دوري، بحيث تساهم هذه السياسات والإجراءات في تحديد آلية الاطلاع على المعلومات الداخلية وكيفية حمايتها من التسرب من خلال أنظمة تقنية تساهم في ذلك مع غيرها من الطرق الأخرى، إضافة إلى ضرورة تعهد كل من أعضاء مجلس الإدارة، وكبار التنفيذيين، وبقية موظفي وأعضاء لجان الشركة، بالالتزام بتلك السياسات والإجراءات.

٢ - كما ينبغي - وفقاً لما ذكرته الهيئة من إرشادات بالكتيب^(١) - مراجعة تلك السياسات والإجراءات مرة واحدة على الأقل سنوياً لتقييم مستوى كفاءتها وإجراء أي تعديلات عليها إضافة إلى ضرورة تغطيتها لجوانب مختلفة مثل تلك المتعلقة بكيفية التعامل مع أطراف خارجية.

٣ - حصر الأشخاص المطلعين بقوائم محددة والعمل على تقليص عددهم، حيث تحدد الشركة من خلال هذه الطريقة قائمة لأسماء الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية بشكل مباشر إضافة إلى أسماء الأشخاص الآخرين الذين من المحتمل اطلاعهم على تلك المعلومات مثل: موظفو المراجعة الداخلية وموظفو إدارة تقنية المعلومات والأطراف الأخرى ذات العلاقة خارج الشركة مثل المراجع الخارجي، يلي ذلك قيام الشركة بتقييم جدوى ضرورة اطلاعهم على تلك المعلومات والعمل على تقليص عددهم قدر الإمكان، علاوة على تحديد ضوابط معينة لدخول الشخص في قائمة الأشخاص المطلعين والتأكد من فهمه للعقوبات المترتبة على تسريب المعلومات الداخلية أو الاستفادة منها بشكل غير عادل.

٤ - توفير عدد من الضمانات للتعامل مع الأطراف الأخرى من خارج الشركة، ووضع كافة السياسات والإجراءات الكفيلة بحماية المعلومات الداخلية من التسرب عند ضرورة التعامل مع أطراف أخرى خارج الشركة.

(١) - السوق المالية، نساءد الشركات لتجنب جريمة، التداول بناء على معلومات داخلية، . خبر منشور بصحيفة سبق الالكترونية بتاريخ ١٢ يونيو ٢٠١٧م، منشور على الرابط التالي، <https://sabbq.org>

٥ - تفعيل دور إدارتي الالتزام والرقابة الداخلية والتي يكون من بين المهام الموكلة لهما ضمان ومراقبة الالتزام بالسياسات والإجراءات الداخلية المشار إليها بالبنود السابقة، وعليه يمكن للشركة المساهمة في حماية المعلومات الداخلية من التسرب.

٦ - إعداد آلية لتقييم مخاطر تسرب المعلومات الداخلية (Risk-Based Approach) من خلال هذه الآلية، يمكن للشركة تقييم مستويات مخاطر تسرب المعلومات الداخلية بناءً على معايير معينة مثل تحديد الإدارات أو الأشخاص ذوي العلاقة المباشرة بتلك المعلومات وغيرها من المعايير الأخرى، مما يمكن الشركة من التركيز بشكل مكثف على وضع سياسات وإجراءات تساهم في حماية تلك المعلومات من التسرب بناءً على مستويات المخاطر.

٧ - إجراء اتفاقيات الحفاظ على سرية المعلومات الداخلية (Confidentiality Agreements) عند ضرورة التعامل مع أي أطراف ذات علاقة بالمعلومات الداخلية، يمكن للشركة المساهمة في الحفاظ على سرية المعلومات الداخلية من خلال توقيع اتفاقيات مع تلك الأطراف تكفل الحفاظ على سرية تلك المعلومات وعدم الاستفادة منها بشكل غير عادل أو إفشائها لأي جهات أخرى لا يقع على عاتقها الالتزام بالمحافظة على سرية المعلومات وحمايتها^(١).

٨ - حماية الوثائق ومنع حملها خارج مواقع العمل المخصصة لها. وتأكيد ضرورة حماية الوثائق الورقية والإلكترونية الخاصة بتلك المعلومات بأرقام سرية مع ضمان بقائها في أماكن آمنة، إضافة إلى منع حمل تلك الوثائق خارج مواقع العمل المخصصة لها.

٩ - قيام الشركة بوضع أنظمة تقنية معلوماتية تساهم في حماية المعلومات الداخلية من التسرب مع تحديد صلاحية الاطلاع عليها، إضافة إلى اتخاذ السياسات والإجراءات الخاصة بمنع مشاركة المراسلات الإلكترونية الداخلية ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية مع المواقع الإلكترونية الأخرى.

١٠ - قيام الشركة بالعمل على وضع حواجز في الإدارات ذات العلاقة بالمعلومات الداخلية والتي تُعرف بمسمى: الحواجز الداخلية للإدارات Chinese Walls تساهم في عدم تسرب تلك المعلومات إلى أشخاص آخرين، مثل قيام الشركة بتحديد

(١) -- راجع بشأن السياسات والإجراءات المتعلقة بتعزيز الحفاظ على سرية المعلومات الداخلية، الكتيب الصادر عن هيئة السوق المالية السعودية بشأن جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية، مرجع سابق، ص ٨٠-٨٠.

صلاحية الدخول لتلك الإدارات لتكون فقط للموظفين المعنيين بها مع العمل بشكل مستمر على مراقبة عدم حمل أي من الوثائق ذات العلاقة بتلك المعلومات خارج الإدارات المعنية.

١١ - قيام الشركة بتوعية^(١) وتدريب موظفيها بشكل متواصل حول أهمية حماية المعلومات الداخلية من التسرب والعقوبات المترتبة على الاستفادة منها بشكل غير عادل لكونها جريمة جنائية، إضافة إلى قيام الشركة بإعداد اختبارات دورية لموظفيها لقياس مستوى الوعي والفهم لديهم حول آلية حماية تلك المعلومات والآثار السلبية للتداول بناء عليها بطريقة يسهل على الموظفين فهمها إلى جانب مشاركتها معهم من خلال كافة الوسائل الممكنة.

ثانياً: إجراءات تتعلق بإعمال مبدأ الشفافية والإفصاح، ويتم ذلك من خلال قيام الشركة المدرجة بما يلي^(٢):

١ - إعداد تقارير دورية تعكس مستوى التزام الشركة بالسياسات والإجراءات الداخلية التي تم وضعها وتقييم مستوى الالتزام بها بشكل مستمر من قبل كل من أعضاء مجلس الإدارة، وكبار التنفيذيين، والمراجع الخارجي، وبقية موظفي وأعضاء لجان الشركة، إضافة إلى الأطراف الأخرى ذات العلاقة خارج الشركة؛ وذلك من خلال إعداد تقارير دورية تعكس نتائج الالتزام بتلك السياسات والإجراءات ومشاركتها مع الجمهور لتعزيز مبدأ الإفصاح والشفافية. وإجراءات الحفاظ على سرية المعلومات الداخلية.

٢ - الإفصاح عن الأوراق المالية المملوكة في الشركة، وذلك من خلال إلزام الشركة موظفيها بالإفصاح عن أي أوراق مالية يمتلكونها في الشركة إضافة إلى إلزامهم بعدم إجراء أي تداولات على تلك الأوراق المالية دون إبلاغ الإدارات المختصة بذلك، وإدارة الالتزام وإدارة الرقابة الداخلية، وقيام تلك الإدارات بدورها باتخاذ الإجراءات الكفيلة بالتأكد من عدم وجود أي مخالفات للسياسات والإجراءات الخاصة بالحفاظ على سرية المعلومات الداخلية.

(١) - ونشير في هذا الصدد إلى دور هيئة السوق المالية المستمرة في التوعية بجريمة التداول بناء على معلومات داخلية وذلك بعدد من الطرق ومن بينها التصريحات الصحفية المستمرة للتوعية بهذه الجريمة. مثال ذلك التصريح المنشور بصحيفة التحلية السعودية الإلكترونية، بعنوان «هيئة السوق المالية» التداول بناء على معلومات داخلية جريمة جنائية، بتاريخ ٢٠١٨/٨/٥، منشور على الرابط التالي:

<http://freeswcc.com/ar/archives/6127>

(٢) - انظر الكتيب الصادر من هيئة السوق المالية السعودي بشأن «التداول بناء على معلومات داخلية»، مرجع سابق ص ٩٠.

٣ - إفصاح الموظفين عن الأوراق المالية التي يمتلكونها في الشركة، وعدم إجراء أي تداولات على تلك الأوراق المالية دون إبلاغ الإدارات المختصة بذلك.

ثالثاً، تعزيز مفاهيم أخلاقيات العمل^(١) (Business Ethics)؛ للشركة دور كبير في تعزيز مفاهيم أخلاقيات العمل بين موظفيها من خلال توفير بيئة عمل تحفز الموظفين على التحلي بتلك الأخلاقيات، وعليه فإن تعزيز مثل تلك المفاهيم بين الموظفين مع إعداد اختبارات دورية لقياس مستوى الوعي والفهم لها قد يساهم بشكل غير مباشر في تقليل احتمالية تسرب المعلومات الداخلية أو الاستفادة منها بشكل غير عادل، إضافة إلى إمكانية اكتشاف نقاط الضعف لدى الموظفين تجاه تلك المفاهيم ومعالجتها من خلال دورات تدريبية مكثفة.

(١) - انظر، الكتيب الصادر من هيئة السوق المالية السعودي بشأن «التداول بناء على معلومات داخلية»، مرجع سابق ص ٤.

خاتمة الدراسة

اعتمدت رؤية المملكة العربية السعودية ٢٠٢٠ على ثلاثة محاور كان المحور الثاني منها بعنوان «الاقتصاد المزدهر» والذي تم التركيز فيه على توفير الفرص للجميع؛ من خلال تبني عدد من الأهداف الثانوية التي ترمي إلى تحقيق رؤية المملكة ككل. ومن بين أهم هذه الأهداف إطلاق إمكانات قطاعات المملكة الاقتصادية الواعدة وتنويع الاقتصاد وتوليد المزيد من فرص العمل للمواطن السعودي، ورفع جودة الخدمات وزيادة فرص الاستثمار الأجنبي ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية المرجوة.

وتتملك المملكة العربية السعودية عدد من السياسات لتحقيق تلك الأهداف يأتي من بينها ما تمت الإشارة إليه في ذات الرؤية وهو بناء سوق مالية متقدمة وكفئة ومنفتحة على العالم، وتلك السوق المتقدمة الكفوة يجب أن تتحلى بعدد من الصفات أهمها عدالة السوق التي تعني عدالة إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية توفير المعلومات، تعتبر المعلومات عنصراً حاسماً من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دوراً بارزاً، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة.

ومن هنا كان من المهم النص في نظام السوق المالية السعودي على حظر التداول بناء على معلومات داخلية ذلك السلوك الذي يُخل بمبدأ المساواة بين جمهور المتعاملين على الأوراق المالية في السوق المالي، ومن ثم يفقد السوق كفاءته المطلوبة.

وقد تناولنا في البحث التمهيدي لهذه الدراسة مفهوم مبدأ الشفافية والإفصاح الذي يعد التداول بناء على معلومات داخلية إخلالاً به، كما بينا من خلال هذا البحث أهمية هذا المبدأ وعلاقته بكفاءة السوق المالية.

ثم وضحنا في البحث الأول من هذه الدراسة مفهوم التداول بناء على معلومات داخلية وفق آراء عدد من الفقهاء مع التركيز لتعريف مفهوم التداول بناء على المعلومات الداخلية وفق نظام السوق المالية السعودي، كما بينا أركان وشروط الفعل الذي يشملته الحظر بموجب نص المادة (٥٠) من نظام السوق المالية السعودي.

وأعقبنا ذلك بالعروج على مفهوم المعلومة الداخلية والشروط اللازم توافرها حتى تصبح المعلومة التي يتم التداول بناء عليها أو الإفصاح عنها للغير واستقلالها على نحو غير مشروع، والتي بينت المادة (الرابعة) من لائحة سلوكيات السوق الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودي شروطها بأن تكون معلومة غير معلنة، ومتعلقة بورقة مالية متداولة ومحددة، لتتوافق في ذلك مع كل من المشرع المصري وغيره من بعض التشريعات العربية التي نظمت شروط المعلومة الداخلية.

وقد وسع نظام السوق المالية السعودي من نطاق الأشخاص المحظور عليهم التداول بناء على معلومات داخلية، فطبق النظام على كل من «المطلع، وغير المطلع» وذلك وفق التوضيح الذي أوردناه بالمبحث الثاني من هذا البحث.

ومن أجل إلقاء الضوء على الدور التشريعي ودور هيئة السوق المالية السعودية في الحد من جرائم التداول بناء على معلومات داخلية ومواجهة هذه الجريمة اختتمنا هذه الدراسة بالمبحث الرابع والذي عنوانه بـ «الدور الرقابي والتشريعي في النظام السعودي لمواجهة التداول بناء على معلومات داخلية».

وقد انتهينا إلى عدد من النتائج والتوصيات نجمالها فيما يلي:

أولاً: النتائج

١ - يُعد تداول البيانات بناءً على معلومات داخلية أحد أخطر الممارسات غير المشروعة التي تُخل بمبدأ الشفافية والإفصاح في السوق المالية، ومن ثم الإخلال بكفاءة هذه السوق في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية.

٢ - التداول بناءً على معلومات داخلية جريمة جنائية وفق نظام السوق المالية السعودي واللوائح التنفيذية الصادرة عن الهيئة العامة للسوق المالية السعودية.

٣ - أورد المشرع السعودي بالمادة (٥٠) من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/٣٠) بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ، الحظر على التداول بناءً على معلومات داخلية بشكل عام.

٤ - جاءت لائحة سلوكيات السوق الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية موجب القرار رقم ١١ - ٢٠٠٤ وتاريخ ٢٠/٨/١٤٢٥هـ الموافق ٤/١٠/٢٠٠٤م بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ٢/٦/١٤٢٤هـ، معدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ١ - ٧ - ٢٠١٨ وتاريخ ١/٥/١٤٢٩هـ الموافق ١٨/١/٢٠١٨م بتحديد مفصل لكل مما يأتي:

أ - مفهوم المعلومة الداخلية

ب - شروط الورقة المالية محل جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية.

ت - الشخص المتداول.

ث - صور الاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية (التداول المباشر وغير المباشر، والإفصاح)

ج - بيان الشخص المطلع

٥ - تم تحديد صور الاستغلال غير المشروع للبيانات الداخلية بشكل يشمل كافة صور الاستغلال في هذا النوع من الجرائم وهو الاستغلال المباشر المتمثل في التداول بنوعيه، وكذلك الاستغلال غير المباشر المتمثل في الإفصاح.

٦ - يُحمد للمشرع السعودي توسعه في شموله للأشخاص المحظور عليهم التداول بناءً على معلومات داخلية، فمن ناحية أولى وسع من مفهوم المطلع ليشمل المطلع الرئيسي والثانوي، كما حظر كذلك على غير المطلع الاستغلال غير المشروع للبيانات الداخلية.

٧ - جاءت العقوبات الجزائية المقررة لحظر جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية في الفصل الخاص بالعقوبات والجزاءات واشتملت على عدد من العقوبات، كان من بينها عقوبة السجن لمدة لا تزيد عن خمس سنوات.

٨ - هيئة السوق المالية كانت هي الجهة المختصة بالقيام بالتحري والتحقيق في مخالفات أحكام هذا النظام واللوائح التنفيذية، إلا أنه قد تم نقل اختصاصات الجهات واللجان المتعلقة بالتحقيق والادعاء في الجرائم الجنائية إلى هيئة التحقيق والادعاء العام، إذ تم نقل الاختصاص بالتحقيق والادعاء العام في مخالفة المادة (٥٠) من نظام السوق المالية، إلى هيئة التحقيق والادعاء العام.

ثانياً، التوصيات:

- ١ - تكثيف جهود الهيئة العامة للسوق المالية السعودية بشأن التوعية بالاستغلال غير المشروع للمعلومات الداخلية وتوضيح صور هذا الاستغلال للمتعاملين بالسوق المالية السعودي، وبيان أضرار ذلك الاستغلال غير المشروع على الوضع الاقتصادي للبلاد.
- ٢ - تكثيف الدورات التدريبية والتوعوية للشركات المدرجة وجمهور المتعاملين بشأن العقوبات المقررة لجريمة التداول بناءً على معلومات داخلية.
- ٣ - النص نظاماً على تقرير مكافأة مالية للأشخاص المبلغين عن أية معلومات تؤدي إلى كشف المعاملات التي تنطوي على تداول بناءً على بيانات داخلية. أسوة ببعض التجارب الدولية في هذا الصدد.
- ٤ - النص نظاماً على تعديل مفهوم المعلومة الداخلية، بحيث لا يقتصر مفهومها على تلك المتعلقة بالورقة المالية فقط، وإنما يمتد المفهوم ليشمل كافة المعلومات المتعلقة بالورقة المالية أو الجهة المصدرة طالما كانت تؤثر تأثيراً جوهرياً على قيمة أو سعر الورقة المالية محل المعلومة الداخلية.
- ٥ - حظر المطلعين من التعامل على الأوراق المالية الخاصة بالشركة أو بالجهة المصدرة التي يعملون فيها، ومن يرتبطون بهم بصفة قرابة حتى الدرجة الرابعة. وهو ما يقلل من حالات الاستغلال الشخصي للمعلومة الداخلية.
- ٦ - عدم الاكتفاء بالحظر العام لاستغلال المعلومات الداخلية، بل يجب تخصيص مواجهة هذه الممارسة حسب خطورة موقع المطلع.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- د. أحمد باز محمد متولي، «الإخلال الجزئي بالالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية (التعامل الداخلي)، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، جمهورية مصر العربية ٢٠١٢م.
- د. أحمد بن محمد الخليل، (٢٠١٧م)، «جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، ورقة علمية، قسم الفقه - كلية الشريعة وأصول الدين - جامعة القصيم، المملكة العربية السعودية.
- د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، ١٩٩٨م.
- بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ٢٠٠٦م.
- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٠م.
- د / حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار سهم الشركة، دار النهضة العربية، ١٩٩٦م.
- د. ذكري عبد الرازق خليفة، (٢٠١٧م)، «حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقاً لمعلومات داخلية»، بحث منشور بمجلة مصر المعاصرة صادرة عن الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة، مصر.
- سليمان حسن الموسى، ورشة عمل عن «الممارسات غير السليمة في التداول» استغلال المعلومات الداخلية، إدارة متابعة عمليات الأسواق، هيئة السوق المالية، دولة الكويت ٢٠١٥م.
- صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠١م.
- د. صالح أحمد البريري، «قواعد الشفافية والإفصاح والاشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية»، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان «أسواق الأوراق المالية والبيورصات، برعاية جامعة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي في الفترة من (٦-٨) مارس ٢٠٠٧م.
- د. صالح أحمد البريري، «سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية»، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان «أسواق الأوراق المالية والبيورصات، برعاية جامعة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي في الفترة من (٦-٨) مارس ٢٠٠٧م.
- د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية»، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان «أسواق الأوراق المالية والبيورصات، برعاية جامعة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي في الفترة من (٦-٨) مارس ٢٠٠٧م.
- د. طارق عفيضي صادق، «الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام

- السعودي، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، ٢٠١٥م.
- د. عصام حنفي، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.
- د. مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ١٤٢٧هـ.
- د. فاطمة دشتي، «التنظيم القانوني لسوق الكويت للأوراق المالية»، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان «أسواق الأوراق المالية والبورصات، برعاية جامعة الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي في الفترة من (٦-٨) مارس ٢٠٠٧م.
- د. محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١٣م.
- أ.د. محمد بوزيان، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ٢٠١٢م.
- د. نزيه محمد الصادق، ورقة بحثية بعنوان «الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات»، مقدمة مؤتمر آفاق وتحديات دبي (المؤتمر الخامس عشر لأسواق رأس المال)، المجلد الأول، ٢٠٠٧م.
- د. همام القوصي، «مدى شمول المطلع الثانوي يحظر استغلال المعلومات الداخلية في بورصة الأوراق المالية»، مركز جيل البحث العلمي -مجلة جيل الأبحاث القانونية العميقة - العدد ٢٠ ديسمبر ٢٠١٧م.
- د. همام القوصي، «الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية»، دراسة أعدت لثبيل درجة الماجستير في الحقوق، كلية الحقوق، جامعة حلب، سوريا ٢٠١١م.

المراجع الأجنبية:

- Ander Jean FADDA, LA speculation illicite, these de doctorate. Imp. Mariani, Bone 1929,
- Bedford "Extension in Accounting Disclosure Prentice" New Jersey N.M.1973,P.17-12
- Cass. Crime., 1911/2/18.Rev.soc.1991.P.787.note J Wilfrid.
- V.E. SCHWARTZ, P.D. BERNSTEIN, protect investors from plaintiffs' lawyers stock manipulation, Legal Backgrounder, Washington Legal Foundation, Vol. 18 No. 27, 28, June 2003, page 1.
- The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.2., page 9.

مواقع الكترونية:

- <http://www.ifc.org>
- www.cma.org.sa
- www.mci.gov.eg
- <http://www.fra.gov.eg>

Legislative regulation for Tradingbased onInside Information

Analytical study in the Saudi Capital Market Law

Dr. Bothayna Ali Nour El-Deen

STUDY ABSTRACT

Through study and research, Researcher was able to determine the most important Legislative issue related to "Trading based on Inside Information" in the Saudi Capital Market Law. In order to provide guidance to legislations makers in addressing legal issues which related to crimes of trading based on inside information to create an attractive and effective capital market for implementing such economic reform programs within Saudi Arabia.

Key Words:

Insider - Trading-Insider Information- Capital Market- Transparency and Disclosure - Capital Market Authority- Market Conduct Regulations.