المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية

اسم المقال: إشكالية الالتزام في الافصاح عن المعلومات الداخلية وحق الشركة الاحتفاظ بها في التشريع الأردني والنظام السعودي
اسم الكاتب: د. عبدالسلام محمد عوض الرجوب، د. عدنان صالح العمر
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/8129
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 08:48 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية جامعة مؤتة ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

إشكالية الالتزام في الافصاح عن المعلومات الداخلية وحق الشركة الاحتفاظ بها في التشريع الأردني والنظام السعودي

د. عبدالسلام محمد عوض الرجوب *

د. عدنان صالح العمر

تاريخ تقديم البحث: 2019/11/10م. تاريخ القبول: 2020/3/17م.

ملخص

يلعب الافصاح دورا هاما ومحوريا في عمليات المضاربة التجارية المتعلقة بالأوراق المالية للشركة، التي تجري من خلال الأسواق المالية؛ حيث يساعد في بيان حقيقة المركز المالي للشّركة والوقوف عليه من قبل المتعاملين بهذه الأوراق والغير والدولة على حد سواء. ولذا فقد حرصت العديد من التشريعات على إلزام الشركة بضرورة توفير المعلومات الكافية واللازمة عن هذه الأوراق، والقيام بنشرها وإفساح المجال للاطلاع عليها من قبل جميع الأطراف التي تتعامل بها، من أجل زيادة ثقة المتعاملين بها من جهة، ورفع مستوى كفاءة الأسواق المالية للعمل بشكل متوازن وعادل من جهة أخرى.

وإذا كان الأصل هو الإفصاح عن جميع المعلومات والبيانات التي تبين حقيقة المركز المالي للشركة؛ إلا أن هناك بعض المعلومات الداخلية قد يؤدي الإفصاح عنها للإضرار بالشركة وبمركزها المالي، وقد جاءت هذه الدراسة لبيان الحد الفاصل بين المعلومات التي يجب على الشركة المصدرة للأوراق المالية الإفصاح عنها، والمعلومات التي يجوز للشركة الاحتفاظ بها، وعدم الإفصاح عنها لضرورتها، وبيان إمكانية إقامة التوازن بين الجمهور والمتعاملين بهذه الأوراق وبين الشركة بتمسكها بهذا الحق، والوقوف كذلك على القواعد والمعايير المستخدمة في التشريعات المقارنة، لكي نستطيع التوفيق بين حق المستثمرين في الحصول على المعلومات وبين حق الشركة في الاحتفاظ ببعضها. وقد خلصنا من خلال هذه الدراسة لمجموعة من النتائج والتوصيات.

الكلمات الدالة: الإفصاح، المعلومة الداخلية، السوق المالي.

* **كلية الحقوق، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية.**

** **كلية القانون، جامعة اليرموك**، الأردن.

حقوق النشر محفوظة لجامعة مؤتة، الكرك، الأردن.

The Predicament of the Obligation to Disclose Information and the Right of the Company to Withhold it in the Jordanian and the Saudi Legislations

Dr. AbdulSalaam Al-Rjoob
Dr. Adnan Saleh Al-Amer

Abstract

The disclosure of information plays an important and pivotal role in commercial speculation associated with the company's securities, which are conducted through the financial markets. The disclosure helps in indicating the true financial position of the company to each of the dealers of these securities and those interested in them or the state alike. Therefore, multiple legislations have obliged companies to disclose sufficient and necessary information about these securities, and to announce this information and make it available to all parties involved. This is intended to increase the confidence of the beneficiaries on the one hand, and improve the efficiency of financial markets in order to operate in a balanced and equitable manner on the other hand.

Although it is presumed to disclose all information that indicates the true financial position of the company, there is some confidential information that disclosure of which would be harmful to the company and its financial position. This study is intended to clarify the permissible limits of information that the company issuing the securities must disclose, against the information that the company has the right to withhold for reasons of confidentiality. This study also aimed at clarifying the possibility of establishing a balance between the public and those dealing with these securities, and between the company and its obligation to this right. This study was also designed to clarify the laws used in comparative legislations, Jordan and Saudi Arabia in particular, to compare between the right of investors to access all information and the right of the company to withhold some information. Finally, based on the results obtained, a set of conclusions and recommendations were given.

مقـدمة الدراسة:

لا شك في أن الافصاحله دورهام ومحوري في عمليات المضاربة التجارية المتعلقة بأسهم الشركات وسنداتها (أوراقها المالية) التي تجرى من خلال الأسواق المالية؛ والإفصاح الذي نقصده هو المتعلق بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات المدرجة في البورصة، والذي يمكن من خلاله بيان حقيقة المركز المالي للشّركة، ولذا فقد حرصت العديد من التشريعات على توفير المعلومات الكافية واللازمة عن هذه الأوراق التي يتم تداولها في الأماكن المخصصة لها، وهي الأسواق المالية (البورصات)، والقيام بنشرها وإفساح المجال للاطلاع عليها من قبل جميع الأطراف التي تتعامل بها، من أجل زيادة ثقة المتعاملين بها من جهة، ورفع مستوى كفاءة الأسواق المالية للعمل بشكل متوازن وعادل من جهة أخرى.

ولا تقتصر أهمية الإفصاح على الأشخاص الذين يتعاملون بالأوراق المالية للشركة، وإنما يتعدى ذلك للدولة والشركة والمتعاملين معها على حد سواء. وأما عن أهميته للدولة، فهو الوسيلة الفعالة لبيان حقيقة الدخل القومي للدولة، على اعتبار أن الشركات المصدرة لهذه الأوراق، والأرباح المتحققة عنها تشكل جزءاأساسيا من الناتج القومي، كما وتستفيد الشركة أيضا من المعلومات المفصح عنها، متى كانت جيدة، وينعكس ذلك بدوره على تشجيعها لتحسين أدائها للسنوات القادمة لزيادة الأرباح، أو مضاعفة جهودها، في حال أن كانت تلك المعلومات تعطي مؤشرا سلبيا، للبحث عن أسباب الفشل والبحث عن طرق لتحسين وضعها.

إما أهميتها بالنسبة للغير والمتعاملين معها، فلأنهاتعد أهم المصادر التي يعتمدون عليها لاتخاذ قرارتهم في مسألة الاستثمار بالأوراق المالية، حيث يفترض فيها أن تبين بصورة واضحة طبيعة المركز المالي للجهة المصدرة لها، فهذه الأوراق تعد المؤشر لنجاح الشركة وقدرتها على تحقيق مشروعها، وبيان المخاطر التي يمكن ان تتعرض لها، بحيث يؤدي إلى تقليل الغموض عن مستقبل الشركة وآدائها، ويساعد أيضا أصحاب الاختصاص في القدرة على التحليل والاستنتاجات المالية بدرجة عالية ودقيقة؛ الأمر الذي يعود بالفائدة على المستثمرين. كما يساعد الإفصاح في تحقق درجة عالية من التنافسية والحد من الفساد كما تساعد في الابتعاد عن التعثر المالي.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى معرفة ماهية المعلومات التي يجب على الشركة المصدرة للأوراق المالية الإفصاح عنهسا، والمعلومات التي يجوز للشركة الاحتفاظ بها، وعدم الإفصاح عنها لضرورتها، وبيان إمكانية إقامة التوازن بين الجمهور والمتعاملين بهذه الأوراق وبين الشركة بتمسكها بهذا الحق، والوقوف

كذلك على القواعد والمعايير المستخدمة في التشريعات المقارنة، لكي نستطيع التوفيق بين حق المستثمرين في الحصول على المعلومات وبين حق الشركة في الاحتفاظ ببعضها.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في تحديد دور الإفصاح القانوني، وحق الشركة بالاحتفاظ بالمعلومة الداخلية، وذلك من خلال منظور قانوني بسبب قلة الدراسات القانونية والقرارات القضائية الى حد ما، بالرغم من توافره في الدراسات الاقتصادية، إلا إنه لم تخلو تلك الدراسات من خلط في بعض المفاهيم.

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في التعارض بين المعلومات التي يتوجب على الشركة الافصاح عنها لبيان مركزها القانوني، سواء أكانت مالية أو غير مالية، وبين حق الشركة في احتفاظها ببعض المعلومات المهمة المتعلقة بأسرارها التجارية، لحماية نفسها من المنافسات غير المشروعة. وفي الحالة التي تعمد فيها الشركة إلى عدم نشر بعض البيانات الإجبارية أو المعلومات المتعلقة بها، ويؤدي ذلك إلى التأثير سلبا في قيمة أورقها المالية، فهل يمكننا في هذه الحالة مسائلة الشركة والقائمين على ادارتها بسبب ذلك؟، أم يمكنها الدفع بعدم المسؤولية بحجة حقها بالاحتفاظ بالمعلومات الداخلية التي تحميها من المنافسة غير المشروعة؟ ومما لا شك فيه إن هناك تعارض بين مصالح المستثمرين في معرفة كافة المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، وحق الشركة بالاحتفاظ بها كمعلومات داخلية لها مصلحة بعدم نشرها، للمحافظة على أسرارها.

أسئلة الدراسة:

1- ما هي المعلومات التي يجب على الشركة الإفصاح عنها وهل ذكرت على سبيل المثال أم على سبيل الحصر؟
2- هل يجوز للشركة المصدرة الاحتفاظ ببعض المعلومات الجوهرية التي يمكن أن تؤثر على سعر الورقة المالية، وهل هذا الاحتفاظ مطلق أم نسبي، وهل الشركة هي صاحبة الاختصاص في هذاالحق؟
3- مدى كفاية النصوص الناظمة للإفصاح لتطبيق مفهوم الإفصاح بشكل كافي أم بحاجة إلى إضافة الى نصوص قانونية أخرى؟
4- ما هو الجزاء القانوني في حالة عدم الالتزام بالإفصاح أو استغلال المعلومات بطريقة غير مشروعة؟

وسنقوم بالإجابة على جميع هذه التساؤلات من خلال الموضوعات التي سنعرض لها في هذه الدراسة والتي تكون خطتها على النحو الآتي:

مقدمة البحث

المبحث الأول: الأول ماهية الافصاح الاجباري.

المطلب الأول: مفهوم الإفصاح الإجباري.

المطلب الثاني: المعلومات التي يتوجب على الشركة المصدرة الإفصاح عنها.

المبحث الثاني: حق الشركة بالاحتفاظ بالمعلومات الداخلية ومسؤولية الافصاح عنها.

المطلب الأول: مفهوم المعلومة الداخلية.

المطلب الثاني: المسؤولية القانونية عن الافصاح بالمعلومات الداخلية.

الخاتمة: النتائج والتوصيات.

التمهيد:

تقوم شركات الأموال على الاعتبار المالي، حيث يشكل رأسمالها الضمان العام للدائنين، وتمتاز هذه الشركات، متى كانت مسجلة في الأسواق المالية، بقدرتها على إصدار أوراق وصكوك ذات قيمة مالية تسمى بالأوراق المالية، يتم تداولها بحرية تامة من خلال هذه الأسواق، وهذا أهم ما يميزها عن شركات الأشخاص التي تقوم على الاعتبار الشخصي، حيث لا يتم تداول الحصص فيها إلا بموافقة جميع الشركاء، أو وفقاً لما اتفق عليه الشركاء في العقد التأسيسي[1].

وتعد الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المسجلة في البورصات (الأسواق المالية)، أحد مقوماتها الأساسية وأدواتها الرئيسة التي تمكنها من تداول رأسمالها والمضاربة فيه، لتحقيق أفضل العوائد والأرباح التي تهدف هذه المشروعات لتحقيقها. وتجدر بنا الإشارة إلى أن البيانات المتعلقة بالأوراق المالية تعد مؤشرا جوهريا يمكن الاعتماد عليه في بيان حقيقة المركز المالي للشّركة، وفيما إذا كانت دائنة أو مدينة، أو كانت في تقدم أو تراجع، وتستطيع الدولة والغير وحتى المساهمين فيها معرفة ذلك المركز من خلال المعلومات والبيانات التي تتعلق بها سلبا أو إيجابا.

ولذلك فإن المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق، تعد مسألة مهمة للشركة وتعكس حقيقة الوضع المالي الذي تكون عليه، وينعكس هذا بدوره على الاقتصاد الكلي للدولة، ولذلك فقد اهتمت التشريعات المتعلقة

(1) العمر، عدنان، الوجيز في الشركات التجارية وأحكام الإفلاس، ط/2، مكتبة الرشد 2017، ص 68.

بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات، بمسألة الافصاح عن هذه الأوراق وضرورة اشتمالها على المعلومات التي تلزم لبيان المركز المالي للشركة.

المبحث الأول: ماهية الإفصاح الاجباري

يقسم الافصاح إلى نوعين إفصاح إجباري، أوجبت التشريعات ضرورة القيام به، نظرا لما له من دور تقديم المعلومات والبيانات التي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويمثل هذا الافصاح الحد الأدنى من المعلومات والبيانات المتعلقة بالورقة المالية، ويعرف لدى المنظم السعودي بالإفصاح المستمر. وأما النوع الثاني فهو الافصاح الاختياري، وهو الافصاح الذي له دور أيضا في التأثير في الورقة المالية إيجابا وسلبا، إلا أنه يمثل زيادة على الحد الأدنى الذي أوجب الافصاح عنه[1]، وسوف نقتصر في دراستنا هذه على الافصاح الإجباري دون الاختياري.سنقوم بتقسيم هذا المبحث الى مطلبين نبحث في المطلب الأول مفهوم الافصاح الإجباري، ونخصص المطلب الثاني لطبيعة المعلومات التي يجب على الشركة الإعلان عنها.

المطلب الأول: مفهوم الافصاح الإجباري

وللوقوف على مفهوم الإفصاح الإجباري يلزمنا بيان تعريف الافصاح بوجه عام، ومن ثم الولوج منه إلى تعريف الافصاح الإجباري وبيان المزايا التي يحققها، ونتناول أيضا شروط المعلومات التي يجب الإفصاح عنها.

الفرع الأول: تعريف الإفصاح

أولًا: الافصاح لغة

كلمة الإفصاح مشتقة في اللغة من أفصح، وأفصح عن يفصح، إفصاحا، فهو مفصح، والمفعول مفصح عنه، إفصاح: (اسم) مصدر أفْصح في مثْل هذه الْمواقف لاَ بدَّ من الإفْصاح عن الرَّأْي: التَّعبير عنه أفصح عن مراده، بيَّنه، أظهره. أفصح عن نواياه، أفكاره، ألمح إلى ما يريد ولكنه لم يفصح عنه، كان قليل الكلام نادرا ما يفصح عن مراده [2]. ويتضح المعنى اللغوي من كلمة الإفصاح على أنه إظهار الشيء بحيث يكون واضحا ومعلوما، وهو عكس السرية، وإخفاء المعلومات.

(1) الخيال، توفيق عبد المحسن، الإفصاح الاختياري ودوره في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي دراسة ميدانية، المجلة العلمية للاقتصاد، جامعة عين شمس، عدد 3، سنة 2009، ص 108.

(2) انظر قاموس المعاني، معجم عربي عربي.https://www.almaany.com

ثانيا: الإفصاح في الاصطلاح

يعرفه البعض بأنه عبارة عن بث للمعلومات او للمعارف ممن يعلمها لمن لا يعلمها[1]. وعرفه البعض الآخر بأنه: الكشف عن المعلومات المهمة لجميع الأطراف في السوق المالي بمختلف الوسائل لكشف تلك المعلومات، وإشهار كافة الحقائق عن الشركة سواء الدورية والغير دورية، المالية والغير مالية من أجل التنبؤ بمقدور الشركة على تحقيق الأرباح والوفاء بالتزاماتها[2]. وهناك من ذهب إلى تعريف الإفصاح بأنه اتصال الشركة بالعالم الخارجي بالوسائل المختلفة للكشف عن حقيقية ووضع الشركة للمستثمرين والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح[3].

وعلى ذلك فالإفصاح اصطلاحا هو الكشف عن البيانات والمعلومات لجمهور المتعاملين مع الشركة، يساعدهم في تكوين تصور واقعي عن المركز المالي لها من خلال بيان البيانات والمعلومات التي تتعلق بأوراقها المالية، التي تعد المؤشر الأساس في تحديد المركز المالي للشركة. وتجدر بنا الإشارة أن الحد الأدنى من المعلومات والبيانات الواجب الكشف عنها لجمهور المتعاملين مع الشركة، يسمى بالافصاح الإجباري (المستمر)؛ في حين أن ما زاد عن ذلك فإنه يدخل في مفهوم الافصاح الاختياري، الذي لم يوجب المشرع ضرورة تزويد المتعاملين بالشركة عنها.

وبناء على ما تقدم يذهب جانب من الفقه إلى تعريف الافصاح الإجباري بأنه: التزام الشركات بتقديم المعلومات التي تؤثر في سعر الورقة المالية والسماح للجميع بالاطلاع عليها بصفة دورية وفي الحالات الاستثنائية إلى الجهات الرقابية، وأن تعلنها إلى المساهمين وإلى المستثمرين المتوقع دخولهم الشركة[4] لكي يتخذوا قراراتهم المناسبة[5].

---

(1) د. طاهر مؤمن، معلومات النشرات المقيدة بالبورصة بين الافصاح والسرية، بحث منشور، ص 6.

(2) السويدي، محمد، النظام القانوني لحوكمة الشركات وأثر الافصاح والشفافية عليها، مجلة الدراسات الاجتماعية، اليمن، سنة2016، ص 20

(3) د. أحمد خضر الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص52.

(4) محمد تنوير الرافعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم مقارنة بأسواق المال الأجنبية دراسة مقارنة، دار النهضة العربية 2007، ص 497. أنظر بحث قرباش، محمد، القوصي همام، الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقا للتشريع السوري مفهومة وأنواعه مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مج 33، عدد4، سنة 2011.

(5) البجاد، محمد بن ناصر، النطاق القانوني لحظر المعلومات الداخلية، مجلة الحقوق والبحوث القانونية والاقتصادية، مصر سنة 2007، ص 252، عرف قانون انشاء هيئة الأوراق المالية السوري الإفصاح: "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشى الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية".. ." الكشف عن المستثمرين، القوصي، الالتزام القانوني بالإفصاح، مرجع سابق.

ونحن بدورنا نرى أن الإفصاح الإجباري هو بيان الحد الأدنى من المعلومات التي ألزم بها المشرع، والتي تؤثر في قيمة الورقة المالية والمعلومات الإدارية المهمة بصورة واضحة تسمح للمساهمين والدائنين والجمهور بالاطلاع على وضع الشركة الحقيقي والاحتمالات المتوقعة في المستقبل.

الفرع الثاني: المزايا التي يمكن أن يحققها الإفصاح الاجباري

إن توافر مستوى كافي من الإفصاح في التقارير الصادرة عن الشركة يساهم في مساعدة المستثمرين عل باتخاذ القرارات السليمة حيث يتوقف ذلك على مستوى الإفصاح لذلك فالمزايا التي يحقها الإفصاح تكمن بالآتي:

1- تحقيق السعر العادل للورقة المالية: لكي يتخذ المستثمرون قراراتهم بالتعامل بالأوراق المالية، لا بد إن يكون قرارهم مبني على معلومات واضحة وصحيحة، تمكن كل من يتعامل بها بالوصول الى تحقيق السعر العادل للورقة المالية، وبالطبع لا يتحقق ذلك إذا ما كان هناك نقصفي المعلوماتأو مبالغة فيها[1]؛ لأنها تفسح المجال لعمليات المضاربة الغير المشروعة في السوق المالي، فالوصول إلى السعر الحقيقي لا يكون إلا بالإفصاح الصادق؛ لأن انعدام الثقة من قبل المستثمرين بالشركة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم الذي ينعكس بدوره سلباً على الشركة، المتمثل بعدم اقبال مستثمرين على المتاجرة بأسهمها أو بالمساهمة فيها في حالة زيادة راس المال[2].

2- تقييم الورقة المالية: لا شك في أن الورقة المالية تمثل جزء ماديا من المشروع، سواء أكانت تمثل حقوقاً له أو ديناً عليه، ونظرا لارتباط أوراق الشركة المالية بمعاملات الشركة وحساباتها واحتياطاتها، فقد يصعب على الشخص العادي تقديره بطريقة دقيقة؛ لذا فإنه يتوجب على الشركات

(1) جاء في المادة (81/ب) "يحق لأي مستثمر تعرض لأضرار مالية نتيجة عدم صحة أو دقة أو كفاية الافصاح الوارد في نشرة الاصدار أو مرفقاتها أو التقارير الواجب تقديمها إلى الهيئة وفق أحكام هذا القانون مطالبة أي شخص وقع على أي منهما بالتعويض عن الأضرار التي لحقته...." .

(2) العموش، إبراهيم، التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات سرية ذات تأثير على أسعار هذه الأوراق (التعامل المحظور بالأوراق المالية) دراسة مقارنة، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات –العلوم الإنسانية والاجتماعية –الأردن، المجلد/ العدد: مج 12، ع 3، سنة 1997، ص 336.

المصدرة لهذه الأوراق المالية وجهات الرقابة المختلفة توفير البيانات المتعلقة بكل ورقة بدقة وأمانة، بالإضافة إلى جميع البيانات التي يحتاج إليها المتعامل بالأوراق المالية[1].

3- تحقيق مبدأ المساواة في الحصول على المعلومات: يتمثل الهدف الأساس للإفصاح في تحقيق المساواة بين جميع المساهمين والمستثمرين المحتملين الذين يتتبعون أسهم الشركات في الأسواق المالية في الاطلاع على المعلومات التي يحتاجونها، والتي يتوجب على الشركات الإفصاح عنها وفقا للتعليمات والقوانين وغيرها من التشريعات [2]، وتحقيق العدالة بين المستثمرين وغيرهم من مستخدمي التقارير المالية وغير المالية هو الأمر الذي يقلل من فرص المتاجرة بناء على المعلومات الداخلية. ويكون تحقيق العدالة من خلال إضاعة الفرصة على المطلعين على المعلومات الداخلية في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب باقي المستثمرين[3] . كما يعتبر الانتقائية في الإفصاح لجهة على حساب جهة يودي الى فقدان ثقة المستثمرين وعدالة السوق.

الفرع الثالث: شروط المعلومات الواجب على الشركة الإفصاح عنها

يظهر لنا مما تقدم، أن الإفصاح الإجباري عن بيانات ومعلومات الورقة المالية يعد أمرا جوهريا وأساسيا يلزم للمتعاملين والمستثمرين في مجال الأوراق المالية، لإمكانية التعامل فيها والمضاربة عليها، وحتى يكون هذا الإفصاح مؤشرا حقيقيا يعكس الواقع الحقيقي للورقة المالية، يجب أن يتوافر فيه شروط معينة؛ بحيث يكون واضحاً، ومعبرا عن حقيقة المركز المالي للشركة وظروفها الحالية، وأن يتم توجيهها إلى الكافة من مساهمين والجمهور، بمعنى لا يقتصر الاستفادة من المعلومات جهة على حساب جهة أخرى، كما يجب أن يكون بشكل دوري ومنتظم[4]، كما يجب أن تكون هذه المعلومات لها أثر في قيمة السوقية للورقة المالية.

ومن أجل الوقوف على النطاق الموضوع لهذه الدراسة، يلزمنا بيان هذه الشروط وفقاً لما جاء به المنظم السعودي والمشرع الأردني، حيث اشترطا مجموعة من الشروط التي تلزم في الإفصاح الإجباري، حتى يكون منتجا لآثاره القانونية، ويمكننا بيانها على النحو الآتي:

1- إن تكون المعلومة حقيقية ومحددة: يعتبر المستثمر منأهمالجهات المستفيدة من المعلومات المفصح عنها، واللازمة لمساعدته على اتخاذ قرارها لاستثماري فلا بد أن يكون الافصاح كافياًمن

(1) انظر المادة (8، 36، 81، 108) من قانون الأوراق المالية رقم (18) لسنة 2017م، المنشور في الجريدة الرسمية رقم 5460 رقم الصفحة 3362. انظر كذلك المواد (42، 43، 44) من نظام السوق المالية السعودي.

(2) انظر نص المادة (1/35) من قانون الأوراق المالية الأردني، انظر نص المادة (46/أ) من نظام السوق المالية السعودي.

(3) خضر، احمد على، مرجع سابق، ص 55.

(4) انظر قرباش، محمد، القوصي، همام، مرجع سابق.

حيث المعلومات الضرورية، حيث تعتبر المعلومات المرآة العاكسة عن الواقع الحقيقي للشركة[1]. واذا ما حدث تغيرات على المعلومات المفصح عنها، فإنه يجب الإفصاح من جديد عن المعلومات الحديثة وإزالة أي اعتقاد لدى الجمهور باستمرارية المعلومات القديمة [2]، كما يجب أنتكون المعلومة المفصح عنها واضحة، بحيث يستطيع المستفيد منها أن يتوصل الى نتيجة معينة وقابلة للمقارنة [3]، مما يعني أن كل إعلان صادر عن الشركة يجب أن يتسم بالأمانة والدقة، ويحظر على الشركة أن تحجب أي حقيقة أو معلومة جوهرية أو أن تقدم معلومات مضلله قد تؤثر في سلامة اتخاذ القرار للأشخاص الموجة لهم الإفصاح[4]، حيث اعتبر المشرع الأردني والمنظم السعودي أنه إذا تم الإفصاح بنشر معلومات غير كاملة أو كاذبه أو ما شابة ذلك وأثرت على حقيقة مبدا الافصاح فإنهاتعتبر من قبيل التضليل[5] وتسأل الشركة المصدرة عن هذه المعلومات مسؤولية قانونية، إما إذا كانت المعلومات عبارة عن تكهنات متوقعة فلا تعتبر معلومات وتعتبر بمنزلة الاشاعة[6].

2- إن تكون المعلومات لها أثر ملموس في سعر الورقة يجب أن تكون المعلومات المفصح عنها ذات أهمية ومتصلة بنشاط الشركة، ولها تأثير جوهري على القيمة السوقية للأوراق المالية بغض النظر عن الأثر الذي يمكن ان تحققه سواء كان أثر سلبي أو إيجابي، فيجب على الشركة المصدرة أن تفصح عنها. وقد عرف قانون الأوراق المالية الأردني في نص المادة (2) المعلومة الجوهرية بأنها" أي واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو

(1)Cour de Cassation،Chambrecommerciale، du 5 octobre 1999، 97-17.090،Publié au bulletin; Courd'appel de Paris، 7 octobre 2008، 08/01096.
https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000019691033

(2) انظر بدوي، بلال عبد المطلب، مرجع سابق، 83.

(3) يوسف، محمد طارق، الافصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمةالشركات، بحث مقدم الى مؤتمر شرم الشيخ، ص15، سنة 207، انظر نص المادة (166) من قانون الأوراق المالية الأردني، انظر القفرة (أ) من المادة (61) من لائحة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة السعودي.

(4) خضر، محمد علي، الإفصاح والشفافية، دار الفكر الجامعي، ص 55، انظر نص المادة (48/أ) من نظام السوق المالي السعودي.

(5) عرف قانون الاوراق المالية الأردني في المادة (2) التضليل بأنه هو "أي بيان غير صحيح يتعلق بمعلومة جوهرية أو أي حذف أو إخفاء لمعلومة جوهرية أو أي معلومة أخرى لازمة لتكون البيانات المقدمة صحيحة ودقيقة".

(6) انظر نص المادة (56/أ) نظام السوق المالية السعودي.

التصرف بها" ويبين هذا النص الأثر المترتب على المعلومة، بأنه القرار الاقتصادي للمستثمر الذي سوف يدفعه الى التصرف بالورقة المالية[1].

3- وصول المعلومة نوعا ووقتاً إلى الجميع كما يشترط أيضا أن تكون المعلومات المفصح عنها موجهه إلى جميع الجهات المعنية وكافة فئات مستفيدي المعلومات بصورة متماثلة ومتساوية، أي أن يتم اتخاذ جميع التدابير الاحترازية لضمان عدم تسرب أي من المعلومات والأحداث قبل إعلانها وفقا لقواعد الإفصاح [2]، مما يعني وصول المعلومة إلى المستفيدين بوقت واحد من أجل تحقيق مبدأ العدالة والمساواة[3]، ليتمكنوا من معرفة وضع الشركة من جميع جوانبها ولضمان مصالحهم وحماية حقوقهم واتخاذ قراراتهم دون تمييز فئة على حساب فئة أخرى.

كما يجب أيضا أن يكون الافصاح فور حصول الحدث وبدون أي تأخير، إذا كان لها تأثير على الشركة أو أسعار الأوراق المالية الصادرة عنها[4] وقبل أن تفقد أثرها في اتخاذ القرار المناسب[5]، سواء كانت هذه الأحداث لصالح الشركة أو ضدها، لأن وصول المعلومة في الوقت المناسب يساعد على الحد من الإشاعات وتسريب المعلومات مما يحسن على قدرة الأسواق المالية وخلق قدرة من الثقة في الاستثمار[6]، كما يجب على الشركة أن تعلم هيئة الأوراق المالية فور حدوث المعلومات الواجب الافصاح عنها في المواعيد القانونية أو لحظة حدوثها أما إذا حدث أمر يتوجب الإفصاح عنه أيام عطل رسمية فيجب على الشركة ان تعلن عنها في الصحف اليومية باللغة العربية واللغة الإنجليزية إذا أمكن وإبلاغ هيئة الأوراق في أول يوم دوام[7].

المطلب الثاني: المعلومات التي يتوجب على الشركة المصدرة الإفصاح عنها

(1) القوصي، همام، الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقا للتشريع السوري مفهومة وأنواعه مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مج 33، عدد4، سنة 2011.

(2) انظر نص الفقرة(ج) من المادة (61) من اللائحة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة السعودي

(3) دليل الإفصاح والشفافية الصادر عن مركز إيداع الأوراق المالية.

(4) قانون الأوراق المالية الأردني م(43) ، انظر نص المادة (46/أ) من نظام السوق المالية السعودي .

(5) السويدي، محمد، مرجع سابق، ص 25.

(6) مصطفى، محمد فراس عمر، الإفصاح وسيلة لحوكمة الشركات، رسالة ماجستير مقدمه لجامعة جرش، الأردن، سنة 2016، ص 94.

Daniel Goyeau et Amine Tarazi, Les marchésboursiers: définition et fonctionnement, La Bourse (2007), pages 10 à 29.

(7) ارخيص، طاهر خالد، مرجع سابق، ص 452.

يثار تساؤل حول المعلومات التي يمكن أن يكون لهاتأثير على قرار المستثمر بالاستثمار بالورقة المالية بمختلف صور الاستثمار من بيع أو شراء أو الاحتفاظ، هل هي المعلومات المرتبطة بالقيمة المالية للورقة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ويجب على الشركة الإفصاح عنها.

الفرع الأول: المعلومات الواجب الإفصاح عنها

أوجب كل من المنظم السعودي والمشرع الأردني الإفصاح بشكل مستمر وفي المواعيد المعينة عن المعلومات المالية وغير مالية والتقارير الادارية الدورية والمعلومات الجوهرية [1] وهي على الشكل الآتي:

أولاً: التقارير الدورية: حيث يتوجبعلى الشركة أن تزود هيئة الأوراق المالية والجهات الرقابية الأخرى بتقارير دورية كل فترة زمنية معينة [2] وذلك حسب كل نوع تقرير، فهناك التقرير ربع السنوي الذي يجب أن يقدم خلال ثلاثين يوما من انتهاء الربع المعني من السنة المالية للشركة، والتقرير نصف سنوي خلال ثلاثين يوما، والتقرير السنوي خلال تسعين يوما من انتهاء السنة المالية[3]، بشرط ان تكون هذه التقارير مصادق عليها من مدقق الحسابات القانوني، من أجل اطلاع المستثمرين والجمهور على تطورات الشركة كل فترة زمنية معينة، بحيث تشتمل هذه التقارير على الميزانية العامة والقوائم المالية والحسابات التابعة لها؛ كحسابات الأرباح والخسائر والإيضاحات المتممة فور اعتمادها من مجلس إدارة الجهة مرفقاً به تقرير مجلس الإدارة وتقرير المحاسب الخارجي[4].

ويعتبر الإفصاح السنوي قاعدة أساسية بالنسبة للمستثمر حتى يتخذ قراره بعد دراسته ومقارنته مع السنوات السابقة، بينما يظهر الإفصاح نصف السنوي كإفصاح ضروري لإظهار تطور أعمال الشركة

(1) انظر نص المادة (62) من لائحة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة السعودي، انظر نص المادة (43) من قانون الأوراق المالية الأردني.

(2) انظر نص المادة(45) من لائحة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، انظر أيضا نص المادة (43) قانون الاوراق المالية الأردني.

(3) انظر المادة (1،2/43) من قانون الأوراق المالية الأردني.

(4) بدوي، بلال عبد المطلب، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، دار النهضة العربية، مصر، ط1، سنة 2006، ص108.

منذ آخر إفصاح سنوي لها [1]. ونظرا لأهمية هذا التقرير فإنه يجب أن يشتمل على معلومات أساسية منها على سبيل المثال التوقعات المستقبلية والقروض المترتبة على الشركة بالإضافة الى أسماء الشركات التابعة للشركة ونسبة ملكية الشركة من أسهم في الشركة التابعة وغير ذلك [2]، كما يجب أن يبين التقرير الامتيازات التي يتمتع بها أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا، والسياسة التي تنوي الشركة انتهاجها اتجاه المجتمع المحلي [3].

ثانياً: المعلومات الجوهرية: يجب على الشركة أن تنشر المعلومات والقرارات الجوهرية الطارئة، والأحداث المستجدة [4] التي من المتوقع ان تؤثرعلى نشاطها أو مركزها المالي، والتي لها أثر على نشاطها سلبا أو إيجابا[5]، ويجب الاحتفاظ بهذه المعلومة ونشرها بعد إعلان الهيئة لهذه المعلومات وإعلانها وفقا قواعد الأدراج، ويجب أن تنشر بأسرع وقت ممكن من أجل تحقيق مبدأ المساواة إذا ما كان لها أثر في سعر الورقة المالية بأي وسيلة ممكنة أن تحقق السرعة المطلوبة[6] وأن تزود الهيئة بتقرير مفصل عن أي معلومة خلال أسبوع من حدوث الطارئ.

وقد عرف المشرع الأردني المعلومة الجوهرية في عرف قانون الأوراق المالية الأردني في نص المادة(2) المعلومة الجوهرية بأنها" أي واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها"، أما المنظم السعودي فلم يضع مفهوم محدد للمعلومة الجوهرية ولكن من مجموع النصوص المتعلقة بطرح الأوراق المالية يمكن استخلاص مفهوم المعلومة

(1) القوصي، مرجع سابق، ص، عبابنة، محمود، مدى كفاية نصوص قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته في تحقيق حوكمة الشركات المساهمة العامة، مجلة الدراسات للشرعة والقانون/ الجامعة الأردنية، سنة 2018، مرجع سابق، ص12.

(2) لمعرفة المعلومات الواجب توافرها في تقرير مجلس الادارة في النظام السعودي راجع نص المادة(90) من لائحة حوكمة الشركات السعودي الصادر بتاريخ 2017/2/12.

(3) انظر نص المادة (14/هـ) من تعليمات حوكمة الشركات المساهمة المدرجة لسنة 2017 الأردنية.

(4) Article L451-1-2 du CMF modifie par loi n 2010/1249 du 22 Octobre 2010.

(5) بدوي، بلال عبد المطلب، مرجع سابق، ص 10–11؛ انظر كذلك نص المادة(46/أ/ب) من نظام السوق المالية السعودي أجبر الشركات ابلاغ الهيئة بالتطورات الجوهرية أو بناء على طلب الهيئة بتزويدها بمعلومات أو بيانات.

(6) انظر نص المادة (24/أ) من تعليمات بينت دليل الإفصاح والشفافية وسائل الإفصاح الواجب على الشركات أن يتم من خلالها الإفصاح حيث ترك لمجلس الإدارة الطرق الملائمة والفعالة وأعطى بعض الأمثلة مثل الصحف والنشر على الموقع الالكتروني للشركة وتسليم التقارير الى أصحاب ذات العلاقة، كما أوجب أن يتم استخدام شبكة الإنترنت وكافة الوسائل التكنولوجية المتوفرة قدر الإمكان في عملية الإفصاح وذلك لتحقيق افصاح كامل وسريع عن المعلومات في الوقت المناسب.

الجوهرية بأنها هي المعلومة التي لا يعرفها الجمهور ويكون لها تأثير في الوضع المالي لأعمال الشركة مما يؤثر في القرار الاستثماري من قبل الجمهور[1].

أما الفقه فقط عرف المعلومة الجوهرية بأنها: هي كل واقعة أو حدث حصل للشركة ويمكن أن يؤثر على سعر الورقة المالية، ويؤثر إلى حد كبير على اتخاذ المستثمر في التعامل بالورقة، وبغض النظر إذا ما كان هذا الحدث سلبياً أو إيجابياً للشركة، كون هذه المعلومات المفصح عنها تحقق استقرار جيد في الأسواق المالية، ونفس الوقت لا يؤثر نشر مثل هذه المعلومات على سير عمل الشركة بشكل عام[2].

وحسنا فعل المنظم السعودي عندما ذكر في المادة (63) من لائحة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة سبعة وعشرين معلومة اعتبرها معلومات جوهرية، يجب الإعلان عنها فور حدوثها وبهذا بين المنظم المعلومة الجوهرية، ووضع لها معايير موضوعية يمكن أن يتم على أساسها تقدير وضع الورقة المالية والقياس عليها، وبذلك يكون قد ابتعد عن مسالة التقدير الشخصي للشركة المصدرة باعتبارها معلومات جوهرية يجب الإفصاح عنها أو الاحتفاظ بها على أساس أنها معلومات غير جوهرية[3]، وهذا ما أخذ به أيضاً المشرع الأردني في المادة (8) من تعليمات الإفصاح للشركات المصدرة الأردنية لعام 2004 المعدلة لسنة 2018 بضرورة الإفصاح عن معلومات على وجة السرعة وبأي وسيلة ممكنة اعتبرها جوهرية وهى كانت على سبيل المثال وليس على سبيل الحصر بدلالة

(1) انظر البجاوي، عماد، قانون سوق الارواق المالية وفق نظام السوق المالية السعودي ولوائحه التنفيذية وقرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، ط1، سنة 2019، ص 177.

(2) زايد، أحمد، سليمان حسن، التعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العام: دراسة مقارنة بين القانونين الأردني والإنجليزي، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية، 2005ص 107-108.

(3) وهذا ما اخذت به لجنة تداول الأوراق المالية الأمريكية حيث اعتبرت بان المعلومات التالية معلومات جوهرية يجب الإعلان عنها فورا وهي على الشكل التالي معلومات عن الدخل والتوقعات الخاصة به.
1-معلومات عن الاندماج والأعمال المشتركة واي تغير جوهري في الأصول والعقود الجديدة.
2-معلومات عن المنتجات الجديدة او الاكتشافات والتحسين الخاص بالعملاء والموردين.
3-معلومات عن أي تغير في الإدارة.
4-معلومات عن حدوث أي تغير في المراجعين الخارجيين.
5-معلومات عن أي احداث بخصوص الأوراق المالية مثل الإصدارات الإضافية وتقسيمات الأسهم.
6-معلومات عن حالات الإفلاس أو التفتيش القضائي، انظر ارخيص، طاهر خالد، واقع الإفصاح العادل والفعال في سوق الأوراق المالية الليبي، 2016، ص 444.

عبارته، "وخاصة"، أنه قد تكون معلومات هناك جوهرية ولكن لم تذكر في نص المادة بحيث ترك امر تقديرها للشركة المصدرة في الإعلان عنها من عدمه.

وتعتبر هذه المعلومات جوهرية لها تأثير مباشر على قرار المستثمرين وبمختلف أطيافهم تجاه الشركة من شراء أو تنازل عن الأوراق المالية التي يملكونها؛ لأنه بغير ذلك، أي عدم توفر المعلومة جزئياً أو كليا، يمكن أن يؤدي إلى عدم حسن التصرف من قبل المستثمر، وبالتالي الإضرار به. وبناء على ذلك فإن تحديد المعلومات يجب أن يكون بناء على أساس موضوعي وليس على أساس تقديرات شخصية؛ دون مبالغة لا داعي لها أو نقصان مخل، وقد ذهبت محكمة التمييز الفرنسية بهذا الاتجاه[1]. حيث جاء في عدد من قراراتها المتعاقبة بضرورة أن تكون المعلومات التي تم الكشف عنها دقيقة وغير مضللة.

كما وتجدر الإشارة إلى أن الأضرار التي يمكن أن تلحق بالمستثمرين بعد الإعلان عن المعلومات الجوهرية على النحو السابق بيانه؛ لا يمكن مسائلة الشركة أو الشركاء؛ كأن ينتج ذلك من سوء التحليلات والاستنتاجات التي بنيت عليها الدراسات، وليس بسبب نقص في المعلومات، أو عدم توافرها بوقت واحد لجميع المتعاملين مع الشركة من مستثمرين.

ثالثاً: الأوراق المالية المصدرة: على الشركة أن تفصح عن الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا واقربائهم من اسهم الشركة أو أسماء الشركات التي يمتلكون أسهما فيها[2]، ورأس المال (سواء المصدر أو المدفوع) وأنواع الأسهم ومزاياها، أصحاب الأسهم العينية والمؤسسين، امتلاك أحد العاملين في الشركة نسبة معينة من أسهمها لأنه قد تؤثر على قرارات المتعاملين بهذه الأوراق[3]. وقد أوجب المنظم السعودي أن يتم الإعلان عن التغيرات التي يمكن أن تحدث على الورقة المالية بإعادة شراء أو استرداد أو عرض شراء أوراق مدرجة والتغيرات التي تحدث في الحقوق المرتبطة بها كما يجب أن تتضمن المعلومات عن الأرباح وآلية توزيعها على المساهمين [4].

المبحث الثاني: حق الشركة بالاحتفاظ بالمعلومات الداخلية ومسؤولية الافصاح عنها

(1) Cour de cassation, civile, Chambrecommerciale, 13 décembre 2011, 10-28.337, Publié au bulletin; Cour de Cassation،Chambrecommerciale, du 11 juillet 2006, 05-18.528, Publié au bulletin (Compagnie du développement).

(2) انظر نص المادة (14/ب) تعليمات حوكمة الشركات المدرجة لسنة 2017 الأردنية.

(3) عبابنة، محمود، مرجع سابق، ص 333-334.

(4) انظر عماد البجاوي، مرجع سابق، ص 180.

قد لا يرغب القائمون على إدارة الشركة بالإفصاح عن بعض البيانات والمعلومات التي تتعلق بنشاط الشركة ومركزها المالي، بالرغم من أهميتها في التأثير على أسعار الأوراق المالية ودورها في بيان المركز المالي للشركة، ويفضلون الاحتفاظ بها خوفاً من استغلال منافسيهم لهذه المعلومات قبل تحقيق الاستفادة والفائدة المطلقة والمرجوة منها؛ الامر الذي قد يضر في حالة الكشف عنها بمصلحة الشركة؛ لهذا تلجأ مجالس إدارة الشركات لاخفاء هذه المعلومات والبيانات حتى يحين الوقت المناسب للإفصاح عنها[1]، وهذا ما يعرف بمصطلح المعلومات الداخلية أو المعلومات المميزة[2]، ولهذا سوف نبحث في مفهوم المعلومة الداخلية؟ وما الشروط الواجب توافرها لكي تستطيع الشركة الاحتفاظ بها وعدم الإفصاح عنها، بالإضافة إلى الوسائل التي يجب على الشركة اتباعها للمحافظة على المعلومة الداخلية؟ لهذا سوف نقسم هذا المبحث إلى مطلبين نتناولهما على النحو الآتي:

المطلب الأول: مفهوم المعلومة الداخلية

يلزمنا للوقوف على مفهوم المعلومات الداخلية التي يجوز للشركة الاحتفاظ بها بيان المقصود بها، والشروط الواجب توافرها لاعتبارها معلومات داخلية، يجوز عدم الإفصاح عنها، ونتناول ذلك على النحو الآتي:

الفرع الأول: المقصود بالمعلومة الداخلية

عرف المشرع الأردني في المادة الثانية من قانون الأوراق المالية المعلومة الداخلية بأنها "تلك المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر أو بورقة أو أكثر والتي قد تؤثر في سعر أية ورقة مالية في حال الإعلان عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث الاقتصادية والمالية"، وعرفهاالمنظم السعودي في المادة(50/أ) من نظام السوق المالية بأنها "المعلومة التي يحصل عليها الشخص المطلع والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور ولم يتم الإعلان عنها والتي يدرك الشخص العادي بالنظر الى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات أن إعلانها وتوافرها سيؤثر جوهريا على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات ويعلم الشخص المطلع أنها غير متوافره عموما وأنها لو توافرت لاثرت على سعر الورقة المالية تأثيراً جوهريا".

(1) أمحمد طارق يوسف، لإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، مؤتمر (متطبات حوكمة الشركات واسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، سنة 2007، انظر أيضا ارخيص، طاهر خالد، واقع الإفصاح العادل والفعال في سوق الأوراق المالية الليبي، الفكر المحاسبي، مصر، سنة 2016، ديسمبر.

(2) V. Article L621-1, Code de AMF, Modifié par LOI n°2017-55 du 20 Janvier 2017-art. 34.

وقد استقر الفقه والقضاء الفرنسي على تعريفها بأنها معلومات سرية محددة، غير متاحة للجمهور بالاطلاع عليها، ويؤدي الافصاح عنها إلى التأثير في المركز المالي للشركة، وترتبط بأدوات المالية للشركة[1].

وتستند الشركات المصدرة للأوراق المالية بعدم الإفصاح عن المعلومات الداخلية على مضمون المادة (6/35) من قانون الأوراق المالية الأردني، حيث حاء في نصها على "جميع العقود التي تحتوي على معلومات جوهرية ولا يشترط الإفصاح عن مضمون أي جزء من أي تلك العقود إذ رأت الهيئة ان الإفصاح عن هذا الجزء قد يؤدي إلى اضعاف قيمة العقد وأنها غير ضرورية لحماية المستثمرين"، فهذا النص يمنح الحق للشركة بحق الاحتفاظ بالمعلومات الداخلية، كون هذا الحق يعطي الشركات ميزة تنافسية وأنه لا يجب المطالبة بالإفصاح عنها، أو حتى لا يستغل هذه المعلومات من قبل أصحاب المشروعات المنافسة، فمثل هذه المعلومات إذا حصلت عليها مشروعات منافسة في وقت معين، قد تؤدي إلى خسارة كبيرة للشركة، كما يعتبر الإفصاح المبكر عن بعض المعلومات بسبب تدخل المنافسين يمكن أن تفقد الشركة قوتها التفاوضية أو بعض المزايا قبل الوصول إلى مفاوضات شبة الزامية أو اتفاقيات ابتدائية. كما أن احتمال تدخل الشركات المنافسة قد يؤدي إلى أن يخسر أحد أطراف التفاوض بعض المزايا أو جوانب القوة في عقده[2].

من المفهوم السابق يتضح بأنه يجب أن تتوافر مجموعة من الشروط المعينة للمعلومة الداخلية، لكي تدفع الشركة أمام الغير بحقها بالاحتفاظ بهذه المعلومة وعدم الإفصاح عنها وهذا ما سنبينه في الفرع الآتي:

الفرع الثاني: الشروط الموضوعية لاعتبارالمعلومة داخلية

يشترط في المعلومة لاعتبارها من المعلومات الداخلية، والتي يجوز للشركة التمسك بأحقيتها بعدم الإفصاح عنها، أن تتوافر فيها الشروط الآتية:

(1) Hubert De Vauplane, J. Pierre Bornet, Droit de la bourse, Paris – éditionslitec, 1994, p. 277; Pierre-CyrilleHautcœur, Les marchés financiers: périlouopportunité pour l'industrie? Quelquesenseignements d'un épisodeoublié de l'histoire de la Bourse de Paris, Revue d'économiefinancière 2011/4 (N° 104), pages 51 à 70.

(2) NoëlleDuport, ÉricFina et Daniel Goyeau, Diversification des institutions financières et risquesystémique: la priseencompte des risques extremes، Revue économique 2018/3 (Vol. 69)، pages 477 à 504.

أولاً: أن تكون المعلومة غير معروفة للجمهور (سرية)[1]: لكي تعتبر معلومة داخلية فيجب أن تكون سرية، وغير معلن عنه الجمهور المستثمرين وللمنافسين على حد سواء[2]، ويبقى الحق للشركة الاحتفاظ بالمعلومة حتى لو علم بها فئة معينة الأشخاص من خلال طبيعية عملهم مع الشركة[3]، أو من قبل الجهات الحكومية، حيث يعتبر علم عدد من الأشخاص سواء العاملين لدي الشركة أو لمن تستدعي الحاجة أن يعلموا بها بسبب طبيعة عملهم مثل الذي الوارد ذكرهم في المادة (166) من قانون الأوراق المالية. وقد ذهب القضاء الفرنسي بهذا الاتجاه، حيث جاء في العديد من قرارات محكمة التمييز الفرنسية، أن المعلومات الداخلية هي معلومات سرية طالما لم تقم الشركة بالإفصاح عنها حتى ولو علم بها الغير بطريقة مشروعة أو غير مشروعة، طالما أنه لا يعلم بها سوى عدد محدد من الأشخاص الذين يتعاملون بالأوراق المالية[4].

لا يؤثر على حق الشركة بالاحتفاظ وعلى الحماية القانونية للمعلومة ما دامت تحتفظ بميزة اقتصادية، والمعيار القانوني لإزالة صفة المعلومة الداخلية هو إعلان الشركة عن المعلومة وفقا لمتطلبات الإفصاح القانوني بأي وسيلة كانت فعندئذ لا يمكن الادعاء بأن المعلومة ما زالت تتمتع بطابع السرية [5] كما أن المعلومة الداخلية ليس بالضرورة إن تكون المعلومة جديدة؛ بل يمكن إن يكون هناك تأثير على سعر الورقة من خلال تعديل أو تفسير أمر معلوم للكافة من قبل ورغم ذلك تظل المعلومة سرية طالما قد تؤثر على قرار البيع أو الشراء. فالقاعدة العامة في الالتزام بسرية المعلومات بأن المعلومات والبيانات والوثائق التي يتم مداولتها أو الاطلاع عليها في مجالس إدارات الشركات

(1) ولا يقصد بذلك الأسرار التجارية هنا بمعناها "كحق من حقوق الملكية الصناعية" أو سرا تجاريا المعنى المعروف التي عادة ما تحتفظ فيه الشركة لنفسها ولا تقوم بالإفصاح عنه؛ وإنما هي قرارات أو عقود أو شراكات لا ترغب الشركة بالإفصاح عنها في وقت معين قد لا يكون مناسبا للشركة وخطتها التنافسية.

(2) المحافظة، قيس، الآثار القانونية على حماية الأسرار التجارية والاختراعات. مجلة الدراسات، علوم الشريعة والقانون، مج 32، عدد1، ستة 2011، ص95، العموش، إبراهيم، مرجع سابق، ص 322.

(3) مواجدة، مراد، الحماية القانونية من التعامل بالأوراق المالية وعلى معلومات داخلية غير معلنة في التشريع الأردني، مجلة الأردنية في القانون ولعلوم السياسية، جامعة مؤتة، سنة 2017، ص293.

(4) Cour de cassation، civile،Chambrecommerciale، 5 Octobre 1999، N: 97-17090; Cour de cassation،civile،Chambrecommerciale، 29 March 2011، N: 10-15866; CA Paris، 7 Octobre 2008، N: 08-01096، www.legifrance.gouv.fr.

(5) المواجدة، مراد، المرجع سابق، ص294، وهذا ما أخذ به القضاء الفرنسي حيث قضت محكمة استئناف باريس في 7 أكتوبر 2008 برفض عقوبات لجنة AMF لانتفاء صفة المعلومة المميزة بعد نشر المعلومات في الصحافة مشار إليه في بحث الدكتور صالح البربري، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات بواسطة العاملين ببواطن الأمور دراسة مقارنة، مؤتمر الأسواق المالية، جامعة الامارات، مج5، ص217، سنة 2006.

تعتبر من المعلومات السرية التي تخضع للالتزام بالسرية من قبل المطلعين[1]. وتجدر بنا الإشارة للقول بأن عدم علم الجميع لاعلاقة له بعدد الأشخاص، فربما أن معرفة شخص واحد من ذوي الخبرة ينفي السرية عنها[2]. كما لا يوجد ما يمنع الغير من البحث بالطرق العلمية المشروعة باستخدام الدارسات والتقارير من قبل الشركة للتوصل إلى المعلومات التي تؤدي للوصول المعلومة الداخلية الذي سبق الوصول إليه ويحظى بالحماية [3].

ثانياً: أن تكون المعلومة محددة: يجب أن تكون معلومة صحيحة ومحددة متعلقة بوقائع معينة محددة، وهي تشمل جميع العناصر المعلومات بحيث تؤدي إلى معنى مؤكد ولا يقبل الشك بحيث تؤثر على بشكل أو بأخر على قرار المستثمرين وعلى القيمة السوقية للورقة المالية[4]، أما إذا كانت المعلومة غير مؤكدة ومبنية على الاحتمالات او الاشاعات قد تصيب أو تخطئ فلا يمكن اعتبارها معلومة داخلية.

وأما عن المعيار الذي يمكن اعتماده الشركة لاعتبار المعلومة داخلية وليست معلومة من الواجب الإفصاح عنها خلال المدة القانونية، فهو معيار موضوعي وليس معيار شخصي، حيث يمكن أن تستند الشركة إلى أن جميع المعلومات التي يتم تداولها في اجتماعات مجلس الإدارة؛ مثل رغبة الشركة بتغير سياستها الاستثمارية أو المعلومات التي يتم ذكرها الى الأجهزة الرقابية على الشركة هي معلومات داخلية لها الحق بعدم الإفصاح عنها إلى الجمهور الى اللحظة المناسبة، فلا يجوز أن تعتمد الشركة على معيار شخصي متروك لاعتقاد حامل المعلومة بأنها داخلية أو غير داخلية.

ثالثاً: ان تكون هذه المعلومة لها أثر مباشر أو غير مباشر على القيمة السوقية للورقة المالية: تتعدد المعلومات داخل الشركة فليس كل معلومة تحدث بالشركة يمكن اعتبارها معلومة داخلية[5]، ذات أثر مالي فإذا ما استأثر شخص بمعلومة داخلية، وهذه المعلومة غير مؤثرة على قرار المستثمر – أي لا يستفيد منها ماليا في حالة استغلاله لها – فلا تعتبر معلومة داخلية بالمعنى المقصود، فلكي تعتبر المعلومة داخلية ويحق للشركة الاحتفاظ بها بحيث تبقيها سرية عن الجمهور، لابد أن يكون لها أثر مالي؛ سواء كان هذا الأثر مباشر أو غير مباشر على سعر الورقة في حال

(1) فتحي حسين، مرجع سابق، ص 51، خضر، احمد، مرجع سابق، ص 81.

(2) محافظة، قيس، مرجع سابق ص57.

(3) المواجدة، مراد، مرجع سابق، ص294 محافظة، قيس، مرجع سابق، ص57، نص المادة (2) من قانون الأوراق المالية الأردني لسنة 2002.

(4) Cour de cassation, civile, Chambrecommerciale, 26 May 2009, N: 08-17175, www.legifrance.gouv.fr.

(5) V. V. Article L621-1, Code de AMF, op.cit.

وصولها إلى الجمهور[1]. وأما عن المعيار في اعتبارها مؤثرة، فإنه يكون عندما يدرك الشخص العادي بناء على طبيعة ومحتوى المعلومة أن إعلانها وتوافرها سيؤثر تأثير جوهري على سعر الورقة التي تتعلق بهذه المعلومات الموضوعية، وبعيدا عن التقديرات الجزافية لمضمون المعلومة [2]، لأنه بخلاف ذلك يؤدي إلى حرمان طائفة كبيرة من الجمهور والعاملين في الشركة من التعامل بأسهم الشركة، إذ يحوز أن المعلومات لا تصل إلى كافة الجمهور وهذا انتهاك لحقوقهم الطبيعية بتحقيق أرباح لأشخاص معينين على حساب الآخرين.

فإذا لم يتم اثبات إثر مباشر أو غير مباشر للقيمة السوقية للمعلومة فلا يمكن اعتبارها داخلية [3]، إلا أنه يبقى الحق للمحكمة ان تتدخل في مدى اعتبار مثل هذه المعلومات داخلية بالمعنى القانوني أم لا، ما دامت النصوص الناظمة لم تحدد على وجه الدقة المعلومة الداخلية ولم تحدد المعلومة الواجب الإفصاح عنها على سبيل الحصر. إلا أن المشرع الأردني اشترط في المادة (5/35) على الشركة أن تعرض المعلومة الداخلية على هيئة الأوراق المالية، يتوقف هذا الحق بالاحتفاظ على قرار من الهيئة الأوراق المالية فهي صاحبة الصلاحية بذلك [4].

ونحن بدورنا نرى أن جعل تحديد سرية المعلومة متوقف على قرار هيئة الأوراق المالية، يشوبه نوع من عدم التوفيق؛ مما قد يخلق معياراً شخصياً للهيئة في إجبار الشركة على الإعلان عن المعلومة وعدم اعتبارها سرية؛ وأنها حق للجمهور في الاطلاع عليها، وتعرض الشركة للمسائلة القانونية في حالة عدم قيامها بذلك، لذا يفضل أن تحتفظ الشركة بالمعلومة، بحيث إذا تبين سوء نية لدى الشركة أو تم استغلالها بطريقة غير مشروعة، فإنها تعرض في هذه الحالة للمسائلة القانونية.

(1) العموش، ابراهيم، مرجع سابق، ص322.

(2) البجاد، مجمد ناصر، مرجع سابق، ص29، عماد البجاوي، مرجع سابق، ص 239، وهذا ما أخد به القضاء الفرنسي في) قضية TGL, PARIS, 11edh, 30Juin, 1192

(3) محافظة، قيس، مرجع سابق، ص 135، وهذا ما اخذ به القضاء الفرنسي حيث قضت محكمة النقض الفرنسية في قرار لها 29 مارس 2011 أنه يشترط لتحقيق الإخلال بالالتزام بالامتناع عن الانتفاع بالمعلومة المميزة أن تكون المعلومة ذات تأثير على أسعار الأدوات المالية وتؤثر على قرار المستثمر في اتخاذ قرار الاستثمار مشار إليه في د. صالح البربري، مرجع سابق، ص34

(4) زايد، أحمد، مرجع سابق، ص 103، انظر نص المادة (5/35) من قانون الأوراق المالية الأردني" .5 جميع العقود التي تحتوي على معلومات جوهرية وأي حقوق امتياز، ويجوز للهيئة عدم الافصاح عن مضمون أي جزء من أي من تلك العقود إذا رأت ان الافصاح عن هذا الجزء قد يؤدي الى اضعاف قيمة العقد وأنها غير ضرورية لحماية المستثمرين".

الفرع الثالث: شروط احتفاظ الشركة بالمعلومات الداخلية

لكي تتمكن الشركة من الدفاع عن حقها بعدم الإفصاح عن بعض المعلومات المؤثرة في الأوراق المالية الصادرة عنها، ومن أجل الموازنة بين حق الشركة في ذلك وحق المستثمرين في الاطلاع على المعلومات التي تؤثر في قراراتهم الاستثمارية، يتوجب على الشركة القيام ببعض الواجبات لاحتفاظها بالمعلومات الداخلية، وذلك من أجل خلق حالة من التوازن، وضمان مبدأ المساواة بين المستثمرين، وتحقيق العدالة للجميع في الوصول إلى المعلومات التي تساعد في الوقوف على المركز المالي للشركة، وتتمثل هذه الواجبات في الامور الآتية:

اولاً: أن يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية معينة

تحتفظ الشركة بحقها بعدم الإفصاح عن المعلومات الداخلية لفترة زمنية، ومن ثم لا بد للمستفيدين والمتعاملين بالأسواق المالية أن يعلموا بهذه المعلومة في وقت معين، من أجل أن يتخذ المستثمر قراره بالاستمرار أو الانسحاب، وبهذا الإعلان يتحقق التوازن ما بين الشركة والمستثمر. فالمعلومة الداخلية هنا ليست سراً تجارياً بالمعنى المعروف بالأسرار التجارية كحق من حقوق الملكية الصناعية، التي لا تقوم الشركات بالإفصاح عنها [1]؛ وإنما هي قرارات أو اتفاقيات وشراكات، وعندما يأتي الوقت الملائم للشركة فإنه يتوجب عليها الإفصاح عنها للجميع من مساهمين أو مهتمين الأوراق المالية. وهنا نتكلم عن الإفصاح بطريقة مشروعة، وإن كان يمكن العلم بها من خلال قدرة شخص الوصول إليها من خلال الطرق المشروعة من البحث والتحليل ووصل إلى المعلومة، وكما يمكن أن تنتهي مدة سرية المعلومات بعد فترة بسبب انتهاء المشروع أو وصولها إلى علم الجمهور [2].

وأما عن الفترة الزمنية التي يحق للشركة الاحتفاظ بالمعلومات الداخلية، فإنها تختلف باختلاف المعلومة والمرحلة التي وصلت لها الشركة في تحقيق الهدف المنشود منها، وفي حالة الخلاف حول الفترة الزمنية اللازمة للإفصاح عنها، يترك تحديده للقضاء ليفصل في كل حالة على حده، وقضت محكمة النقض الفرنسية بأن استخلاص الخصائص المعلومة السرية غير صحيح حسب ما ورد في

(1) المجالي، احمد عبد الرحمن احمد، حماية الاسرار التجارية في القانون السعودي، مجلة جامعة الملك سعود / الحقوق والعلوم السياسية، سنة 2015، ص69.

(2) محافظة، قيس، مرجع سابق، ص96.

القانون من مجرد التحليل الذي يقوم به من يتلقى المعلومة ويستخدمها، ولكن يجب إن يتم ذلك بطريقة موضوعية بعيداً عن التقديرات الجزافية ووفقا لمضمون المعلومة فقط[1].

هذا ولم يرد نص في قانون الأوراق المالية الأردني أو نظام السوق المالي يحدد الفترة التي يتوجب فيها على الشركة الاحتفاظ بالمعلومات الداخلية، مما يعني أن ذلك يترك لما تراه الشركة مناسبا ومتلائما مع مصلحتها، ونحن بدورنا نرى ضرورة بيان مدة زمنية على وجه التحديد تحتفظ فيها الشركة بالمعلومة الداخلية، وبخاصة أن هذه المعلومات يمكن الاستفادة منها في تحديد وبيان المركز المالي للشركة، فهي إن كانت ضرورية في وقت معين لحماية المستثمرين؛ فإنها قد تكون في أوقات أخرى ضرورية للمستثمرين من أجل الوقوف على حقيقة المركز المالي للشركة.

ثانياً: أن تتخذ الشركة التدابير الاحترازية للمحافظة على سرية المعلومات الداخلية

لكي تستطيع الشركة التمسك بعدم الإفصاح عن المعلومة الداخلية فيجب عليها أن تبذل الجهد الكافي لاتخاذ التدابير الاحترازية من أجل عدم علم الغير بها أو التوصل إليها بسهولة ومعرفتها [2] وهذه التدابير هي معيار أثر المعلومة على القيمة السوقية للورقة المالية، فإذا لمتتخذ الشركة الإجراءات والتدابر الاحترازية اللازمة للمحافظة علي سرية المعلومة الداخلية، فإن حقها يسقط في التمتع بالحماية التي يقررها القانون. وقدعد القانون البريطاني المعلومة بأنها غير داخلية، إذا كان من السهل الحصول عليها من قبل المتعاملين بالأوراق المالية، وبالتالي لا يشكل الإفصاح عنها أو استغلالها جريمة. أما إذا اثبتت الشركة اتخاذها التدابير الاحترازية للمحافظة عليها داخليا، فإن استغلال هذه المعلومة يشكل في

(1) Cour de cassation, civile, Chambrecommerciale, 26 mai 2009, 08-13.891, Inédit, www.legifrance.gouv.fr.

(2) المجالي، أحمد، مرجع سابق، في الإجراءات المتخذة من قبل المنظم السعودي في حماية الأسرار التجارية، ص71-72، انظر العموش، مرجع سابق، نص المادة (58) من قانون العدالة الجنائية البريطاني حيث بين القانون الحالات التي تعتبر المعلومات معلنة غير داخلية، انظر نص المادة (58) من قانون العدالة الجنائية في القانون البريطاني حيث اعتبر المعلومة معلنة في الحالات التالية:

1-أن يكون قد تم نشرها وفقا لتعليمات السوق المالي لغايات اعلام المستثمرين.

2-إذا كانت مدونة في سجلات تبيح التشريعات من قبل الراغبين في التعامل بالأوراق المالية.

3-إذا كان يمكن الحصول عليها من قبل الراغبين في التعامل بالأوراق المالية.

4-إذا كان بالإمكان استخلاصها من معلومات منشورة او معلنة.

هذه الحالة جريمة. وتحديد مدى كفاية مثل هذه التدابير يعد مسألة موضوعية يختص بها قاضي الموضوع [1] .

ويعتبر اتخاذ التدابير الاحترازية من قبل الشركة بمثابة قيد على المطلعين على المعلومة الداخلية بعدم الإفصاح عنها، وتخلفت طبيعة التدابير الاحترازية والمدة الزمنية حسب طبيعة المعلومة الداخلية والقيمة التجارية لها[2]، فمن التدابير الاحترازية التي يمكن للشركة اتخاذها على سبيل المثال، عقد اتفاقيات للمحافظة على سرية المعلومات وتنبيه العاملين والمطلعين بعدم الإفصاح عن هذه المعلومات قبل الميعاد المناسب[3]، وأن تطلب من المطلعين على عدم إبداء أية آراء بخصوص المعلومات، لكي لا يتم تحليلها واقتناص الفرصة، كما يمكن اعتبار مراقبة التحاليل من المراقبين للأسواق المالية [4].

ثالثاً: عدم استغلال المعلومات الداخلية للبعض دون البعض الآخر

لكي تعتبر الشركة ملتزمة بمبدأ الافصاح وتتمتع بحقها بالاحتفاظ بالمعلومات الداخلية، فيتوجب على الشركة وعلى جميع المطلعين بالمعلومات الداخلية عدم استغلال مثل هذه المعلومات لمصالحهم المباشرة أو غير مباشرة بهدف تحقيق مزايا اقتصادية بفضل معرفته للمعلومة الداخلية، ويشمل ذلك جميع المزايا من منافع ومكاسب وأرباح وثمار وغير ذلك من فوائد عند قيامه بالتعامل مع الأدوات المالية للشركة التي يملك المعلومات الداخلية عنها[5].

(1) العموش، إبراهيم مرجع سابق، ص322.

(2) لمعرفة اليات التدابير الاحترازية لحفظ المعلومات انظر محافظة، قيس، الشروط الموضوعية لمفهوم الاسرار التجارية، هل تفي بالغرض، مجلة القانون والعلوم السياسية، مج، 8، عدد،1، ص141.

(3) انظر نص(35) من لائحة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة في النظام السعودي، ارخيص، عبدالسلام، مرجع سابق، ص 454، المجالي، مرجع سابق، ص 78

(4) راجع نشرة هيئة السوق المالية السعودي بخصوص التداول بناء على معلومات داخلية، حيث قدمت بعض الاقتراحات بهذه المسالة،

(5)Cour de cassation, civile،Chambrecommerciale, 7 décembre 2010, 09-72.581, Publié au bulletin**;** Cour de cassation, civile, Chambrecommerciale, 8 février 2011, 10-11.896, Publié au bulletin**.**

وقد أوجب المشرعان الأردني والسعودي على المطلعين[1] الالتزام بالاحتفاظ بسرية المعلومات وعدم استغلالها أو إفشائها للغير للاستفادة منها في لمصالح شخصية إلى حين إعلام الجمهور بها في وقت واحد، تحقيقا لمبدأ العدالة والمساواة في الحصول على المعلومات، وهذا ما تضمنته تعليمات حوكمه الشركات المساهمة العامة لسنة 2017 في المادة (17/و) "لا يجوز لأي شخص مطلع في الشركة إفشاء المعلومات الداخلية المتعلقة بالشركة لغير المرجع المختص أو القضاء كما لا يجوز تداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركة أو حمل الغير على تداولها بناء على معلوات داخلية أو استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية"، أن مثل هذا التصرف من شأنه أن يؤدي إلى احتكار بعض الأوراق وعدم عرضها للتداول وذلك إذا كانت المعلومات التي بيد حائزها تكشف عن أن أسعارها في طريقها إلى الارتفاع كما، وهذا يؤثر على كفاءة الأداء في السوق من ناحية ثانية ويكون اهدر مبدأ تكافؤ الفرص والمساواة في الحصول على المعلومات مما يحدث إخلالاً في قانون العرض والطلب مما سيؤدي الى تأثير في كفاءة وثقة سوق الأوراق المالية من الناحية السلبية الذي سيؤثر بشكل مباشر على الاقتصاد الوطني فضلاً عن الإخلال القانوني المعاقب عليه[2]

أما إذا ما تم التعامل من خلال معلومات توصل لها البعض من خلال استنتاجات مبنية على دراسات وتحاليل وتم اتخاذ القرار على هذا الاساس لا يعد مثل هذا التصرف من قبيل العمل المحظور[3].

المطلب الثاني: المسؤولية القانونية عن الافصاح بالمعلومات الداخلية

وازن المنظم السعودي والمشرع الأردني في الحماية القانونية للمستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية في حالة الإخلال بالإفصاح القانوني أو استغلال المعلومات داخلية، حيثعمل كل منهماعلى تأمين المستثمرين بكل طرق الحماية الممكنة، وذلك لخطورة الإخلال بالإفصاح أو استغلال المعلومات الداخلية وأثره على الاقتصاد الوطني، لذلك تقوم المسؤولية القانونية على الجهات المسؤولة عن الاخلال

(1) عرفت تعليمات حوكمة الشركات المساهمة لسنة 2017 الشخص المطلع بأنه "الشخص الذي يطلع على المعلومات الداخلية بحكم منصبة أو وظيفته في الشركة بما في ذلك رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدير العام والمدير المالي والمدقق الداخلي ومدقق الحسابات الخارجي وممثل الشخص الاعتباري وأمين سر المجلس وأقرباء الأطراف المشار اليها "وذات المادة حددت أقرباء وهم الأب والأم والزوج والزوجة والأخت والأخ والأولاد أي الدرجة الأولى فقط، انظر نص المادة(50/أ) من نظام السوق المالي السعودي.

(2) مصطفى، عمر، مرجع سابق، ص 94.

(3) انظر نص المادة (2) من تعليمات الإفصاح والشفافية الأردنية، الحربي محمد، مرجع سابق، ص 130.

بالإفصاح أو استغلال المعلومات الداخلية بطريقة غير مشروعة. ولهذا سوف نتناول أولاً الجزاء المترتب على هذا الإخلال، وثانيا المسؤولية الإدراية وذلك على النحو الآتي:

الفرع الأول: المسؤولية الجزائية

رتب المشرع الأردني جزاء في حالة الافصاح الاجباري بشكل غير سليم أو استغلال افشاء معلومات داخلية مسؤولية جزائية حيث نص قانون الأوراق المالية الأردني[1] على عقوبة جزائية وهى الحبس مدة لا تزيد عن سنة في حالة السماح لأي شخص باستغلال معلومات قبل الإفصاح عنها، أو حمل الغير على تداول ورقة مالية بناء على معلومات داخلية أو أفشى معلومات لغير المرجع المختص، هذا ويعاقب كل من يخالف ايا من أحكام هذا القانون أو الانظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه بغرامة لا تزيد على (100000) مائة ألف دينار إضافة الى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه أو ضعف الخسارة التي تجنبها على أن لا تزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة. إذا ما أفصح بمعلومات مضللة أو غير صحيحة، كما تضمنت المادة (110/ب/1) من القانون ذاته عقوبة الحبس مدة لا تزيد على ثلاثة سنوات مع عدمِ الإخلال بأي عقوبة أشد ورد النص عليها في أي تشريع آخر إلا أن حكم المشرع الأردني لم يكن باتا بل منح السلطة الجوازيه للمحكمة المختصة بأن لاتحكم بعقوبة الحبس إذا كانت المخالفة التي ارتكبها المخالف للمرة الأولى، أو إذا أودع المخالف لصندوق المحكمة أو للهيئة مبلغا كافيا لدفع قيمة الغرامات التي قد يحكم بها، شريطة دفعها قبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية. أما ما أفصح لمصدر ما بطريقة غير صحيحة يعاقب بغرامة حسب نص المادة (63) من قانون الأوراق المالية.

أما المنظم السعودي فقد جعل المنازعات المتعلقة بالأوراق المالية من اختصاص لجنة فصل المنازعات الأوراق المالية حيث نصت المادة (57/ج) من نظام السوق المالية على أنه "بالإضافة إلى الغرامات والتعويضات المالية المنصوص عليها في هذا النظام يجوز للجنة بناء على دعوى مقامة من الهيئة معاقبة من يخالف المادتين (49,50) من هذا النظام بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات" بالإضافة إلى غرامة مالية تفرض من اللجنة لا تقل عن عشرة آلاف ريال ولا تزيد على مائة الف ريال (م49)، كما نص المنظم السعودي في م (64) على إمكانية عقد صلح بين مستغل المعلومات الداخلية والمتهم بأن يدفع ثلاثة أضعاف الأرباح التي حققها أو ثلاثة أضعاف الخسائر التي تجنبها، وبذلك يكون النظام السعودي والقانون الأردني متقاربين من ذات المسؤولية والعقوبة.

الفرع الثاني: المسؤولية الادارية

(1) انظر نصوص المواد (110،109،108) من قانون الأوراق المالية الأردني.

لم يكتف المشرع الأردني بإيقاع الجزاء الجنائي بحق المخالف لقواعد الافصاح بل منح حق إيقاع عقوبة من قبل الجهات الإدارية التي تقوم بسلطة الاشراف والرقابة على الأوراق المالية، وذلك من خلال هيئة الأوراق المالية وذلك تحقيقا لحماية المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية والسوق المالي بشكل عام، فقد منح المشرع الأردني للهيئة إمكانية إيقاف تداول الأوراق المالية للمدة التي يراها مناسبة إذا ثبتت مخالفته لقواعد الإفصاح [1]. وهذا ما نهج عليه النظام السعودي حيث نص في المادة (36) من قواعد الإدراج، حيث يجوز لهيئة السوق المالية تعليق أو إلغاء إدراج أوراق مالية كعقوبة لمصدرها في حالات معينة منها إذا اطلعت الهيئة على معلومات أو ظروف تتعلق بالمصدر ومن شأنها التأثير في السوق أو المس في حماية المستثمرين.

كما مكن المشرع الأردني في المادة (22) من ذات القانون لمجلس هيئة الأوراق المالية إيقاع غرامات مالية على أن لا تتجاوز خمسون الف دينار على أي شخص ارتكب مخالفة لنصوص قانون الأوراق المالية والتعليمات المعول بها أو أدلى أو تسبب بالأدلاء أو قدم معلومات غير صحيحة أو مضللة تتعلق بمعلومات جوهرية أو اخفى معلومات تتعلق بمعلومات جوهرية كان يتوجب عليه ذكرها، إذا ما تم ارتكاب مخالفة لأحكام قانون الهيئة بصورة عمدية على تقديم معلومات غير صحيحة او مضللة أو إخفاء معلومات جوهرية كان يتوجب ذكرها في الإعلان، (21/22/ب/4) قانون الأوراق المالية، وهذا ما أخذ به المشرع السعودي في المادة(49/أ) بإيقاع غرامة مالية على الأشخاص المسؤولين عن المخالفات العمدية لأحكام ولوائح السوق المالية بحيث لا تقل الغرامة عن عشرة الآف ريال ولا تزيد عن مائة الف ريال عن كل مخالفة.

الفرع الثالث: المسؤولية المدنية

تضمن قانون الأوراق المالية جزاء مدنيا على الجهة المرتكبة إخلالاً في الافصاح حيث منح المتضرر حق طلب التعويض إذا حدث له ضرر بسبب الإخلال عن الافصاح بشرط أن يثبت المتضرر بانه تعامل بالورقة المالية على اساس الافصاح الذي صدر عن الشركة بطريقة غير قانونية أو بسبب عدم كفايته وحصلت له خسارة سواء بالشراء أو بالبيع، كما أجاز القانون للشخص المتضرر من الافصاح الخاطئ أو غير الصحيح طلب البطلان إذا أمكن (م 194 شركات، 110/ب/1) والمادة (166) من قانون الشركات ولكل ذي مصلحة أن يتمسك بالبطلان وللمحكمة أن تحكم من تلقاء ذاتها بالبطلان [2].

(1) انظر نصوص المواد (19، 21/ب) من قانون هيئة الأوراق المالية الأردني.
(2) زايد، أحمد، مرجع سابق، ص 152.

حيث تقوم مسؤولية على جميع المطلعين [1] والمعنيين بالإفصاح أو بالمحافظة على المعلومات الداخلية مسؤولية تقصيريه بسبب الاخلال بالتزام قانوني والالتزام هو تحقيق نتيجة وليس ببذل عناية وهي عدم إفشاء معلومات داخلية أو إفصاح غير قانوني ويعتبر باطلاً كل اتفاق خلاف ذلك لأنه يعتبر من النظام العام فلا يجوز مخالفته.

تقوم المسؤولية المدنية قبل المتسبب في ارتكاب هذه المخالفة فيكون للمتضرر من مثل هذه الأفعال اللجوء للتقاضي لتعويضه عما لحق به من إضرار بشرط إن يثبت إن ما لحق به من ضرر قد نشأ عن هذا الخطأ، وذلك لا يتأتى إلا إذا قام بإثبات إن قيامه بعملية البيع أو الشراء على النحو الذي الحق به ضررا إنما كان نظرا لاعتماده على ما قامت الشركة بإعلانه من بيانات ومعلومات كاذبة أو مضللة[2].

المنظم السعودي نص(49/أ/4) على تعويض المتضرر بناء معلومات داخلية أو افصاح غير صحيح بالتعويض في الفرق بين السعر الذي دفع بالفعل لشراء الورقة وبين قيمة الورقة في تاريخ الدعوى أو السعر الذي كان من الممكن التصرف به في الورقة في السوق قبل رفع الدعوى أمام اللجنة.

الخاتمة:

بعد أن انتهينا من دراسة إشكالية عدم الافصاح وحق الشركة بالاحتفاظ بالمعلومات الداخلية وما يتصل به من موضوعات، فإننا توصلنا إلى عدد من النتائج والتوصيات، والتي سنعرض لها على النحو الآتي:

أولاً: النتائج

1- تبين من الدراسة بانهيجب على الشركة الإفصاح الفوري عند حدوث أمر جوهري للشركة سواء أكان هذا الحدث يوثر مالياً على الشركة أم لا. وقد حددت الأنظمة مواعيد معينة يجب على الشركة أن تعلن فيها عن بعض المعلومات المالية والإدارية لجميع المهتمين بأسرع الوسائل الممكنة التي تمكن من الاطلاع عليها بسهولة وفي مواعيد دورية ومحددة كما يجب أن تكون المعلومة صادقة واضحة ويمكن فهمها ببساطة.

(1) انظر نص المادة (108) من قانون الأوراق المالية الأردني.

(2) محمد تنوير، مرجع سابق، ص 549.

2- حظرت التشريعات على الشركات المصدرة الإدلاء بأي معلومات توثر على قيمة الورقة السوقية بطريقة مخالفة أو غير حقيقية، أو قدمت المعلومات لجهة مستفيدة قبل أن يتم الإعلان عنها وفقا لأحكام الإفصاح.

3- عند احتمال حدوث أمر ولم يصل إلى درجة التمام وترغب الشركة بالمحافظة على هذه المعلومة بأن لا يعلم بها المستثمرين والمنافسين يجوز للشركة الاحتفاظ بها بشرط ان تتخذ التدابير اللازمة للمحافظة على مثل هذه المعلومة وعدم استغلالها، وبخلاف ذلك لا تستطيع الشركة الإدعاء بخصوصية هذه المعلومة. وهذه المعلومات تكون مجهولة لفترة معينة، ومن ثم لا بد للشركة التصريح بها.

4- ما زالت المعلومات الواجب الإفصاح عنها يسودها الكثير من الغموض من حيث كمية المعلومات ونوعيتها، حيث يصعب تحقق الإفصاح المستمر في ظل معايير القياس المعتبرة والمحددة لغاية الآن.

5- كمالم تبين التشريعات بصورة واضحة طبيعة المعلومات الداخلية المحظور التعامل بها والفترة الزمنية لهذا الحظر؛ إلا أنه يمكن استنباط ذلك من نصوص المواد، وتعد هذه المسألة موضوعية يعود أمر تقديرها لقاضي الموضوع، حيث تتعامل المحاكم في مدى اعتبار المعلومة داخلية ما بين الإفصاح وعدم الإفصاح على أساس كل قضية مستقله عن الأخرى وتتخذ بعين الاعتبار العوامل التي وسبق بيانها كدليل على أنها داخلية.

6- حدد المشرع الأردني والمنظم السعودي بأن لا يتم الاحتفاظ بالمعلومات الجوهرية الواجب الإفصاح عنها مدة زمنية أكثر من أسبوع من تاريخ حدوثها، وإلا سوف الشركة تعتبر مرتكبة مخالفة للأنظمة والتشريعات، على العكس من المعلومات الداخلية التي لم يحدد لها وقت وتركت لقرار الشركة في الإفصاح عنها في الوقت المناسب، ولكن منح الحق للقضاء في تقدير الوقت المناسب من عدمه.

7- كما قرر المنظم السعودي والمشرع الأردني المسؤولية القانونية بمختلف أشكالها في حالة تم افصاح غير قانوني، أو تعامل معتمد على معلومات داخلية بطريقة غير مشروعة، كونه يؤدي إلى آثار سلبية بالاستثمار بالأوراق المالية. كما تبين بان المعلومات التي يحصل عليها المستثمرين من التحليلات أو الاستنتاجات لاتعتبر استغلالاً لمعلومات داخلية، أو افصاحا غير قانوني وبالتالي لا تسأل الشركة عن سوء إدارة هذه التحليلات أو التعامل على أساسها.

ثانياً: التوصيات

1- نتمنى على كل من المنظم السعودي والمشرع الأردني وضع معايير محددة، لكي يستعين بها قاضي الموضوع والشركة المصدرة لضبط نوعية، وكمية والوقت المناسب للمعلومة الداخلية، كون الاحتفاظ بمعلومة، أو الإفصاح عنها يخضع للعديد من المتغيرات من الصعب في ظل هذه الاحكام أن يتم تحديدها بدقه.

2- نتمنى على كل من المنظم السعودي والمشرع الأردني أن يتم تحديد المدة التي تحتفظ فيها الشركة بالمعلومة الداخلية بشكل دقيق ومتناسب مع مصلحة المستثمرين والشركة على حد سواء وأن تكون مدة الاحتفاظ بالمعلومة الداخلية لفترة زمنية قصيرة، لكي نحقق التوازن ما بين الشركة والمهتمين بالأسواق المالية.

3- نتمنى على المشرع، وعلى غرار ما أخذ به المشرع الانجليزي، الأخذ بالمعيار الموضوعي للتمييز بين المعلومة الواجب الإفصاح عنها والمعلومة التي يحق للشركة الاحتفاظ بها، واعتبار أن المعلومة تعد داخلية ما دام يمكن الحصول عليها بسهولة، في حين لا تعد المعلومة كذلك، متى كان يصعب الحصول عليها.

4- نتمنى على المشرع الأردني ان يتخلى عن حق هيئة الأوراق المالية في تقرير ما اعتبار المعلومة داخلية أم لا، وأن يترك للشركة المصدرة تقرير ذلك، وأن ينص على مسألة الشركة في حالة عدم الإفصاح عن معلومة على اعتقاد انها داخلية بسوء نية، وأن يتم استغلالها من جانب على حساب جانب آخر.

المراجع

أولًا: باللغة العربية

ارخيص، طاهر خالد، واقع الإفصاح العادل والفعال في سوق الأوراق المالية الليبي، الفكر المحاسبي، مصر، سنة 2016، ديسمبر.

أمحمد طارق يوسف، لإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، مؤتمر (متطبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، شرم الشيخ، سنة 2007،

البجاد، محمد بن ناصر، النطاق القانوني لحظر المعلومات الداخلية، مجلة الحقوق والبحوث القانونية والاقتصادية، مصر سنة 2007.

البجاوي، عماد، قانون سوق الأرواق المالية وفق نظام السوق المالية السعودي ولوائحه التنفيذية وقرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، ط1، سنة 2019.

البربري، صالح، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات بواسطة العاملين ببواطن الأمور بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية في جامعة الإمارات، مج5، سنة 2006.

بدوي، بلال عبد المطلب، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، دار النهضة العربية، مصر، ط1، سنة 2006.

خضر، أحمد، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.

الخيال، توفيق عبدالمحسن، الافصاح الاختياري ودوره في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي دراسة ميدانية، المجلة العلمية للاقتصاد، جامعة عين شمس، عدد 3، سنة 2009.

زايد، احمد، سليمان حسن، التعامل المحظور باسهم الشركات المساهمة العام: دراسة مقارنة بين القانونين الأردني والانجليزي، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية، 2005.

السويدي، محمد، النظام القانوني لحوكمة الشركات وأثر الافصاح والشفافية عليها، مجلة الدراسات الاجتماعية، اليمن، سنة 2016.

عبابنة، محمود، مدى كفاية نصوص قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته في تحقيق حوكمة الشركات المساهمة العامة، مجلة الدراسات للشرعة والقانون/ الجامعة الأردنية، سنة2018.

العمر، عدنان، الوجيز في الشركات التجارية وأحكام الإفلاس، ط/2، مكتبة الرشد 2017.

العموش، إبراهيم، التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات سرية ذات تأثير على أسعار هذه الأوراق (التعامل المحظور بالأوراق المالية) دراسة مقارنة، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات–العلوم الإنسانية والاجتماعية –الأردن، المجلد/ العدد: مج 12، ع 3، سنة 1997.

قرباش، محمد، القوصي همام، الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقا للتشريع السوري مفهومة وأنواعه مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مج33، عدد4، سنة 2011.

القوصي، همام، الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقا للتشريع السوري مفهومة وأنواعه مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مج 33، عدد4، سنة 2011.

المجالي، احمد عبد الرحمن احمد، حماية الاسرار التجارية في القانون السعودي، مجلة جامعة الملك سعود / الحقوق والعلوم السياسية، سنة 2015.

المحافظة، قيس، الشروط الموضوعية لمفهوم الأسرار التجارية، هل تفي بالغرض، مجلة القانون والعلوم السياسية، مج، 8، عدد،1.

المحافظة، قيس، الآثار القانونية على حماية الأسرار التجارية والاختراعات. مجلة الدراسات، علوم الشريعة والقانون، مج 32، عدد1، ستة 2011.

محمد تنوير الرافعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم مقارنة بأسواق المال الأجنبية دراسة مقارنة، دار النهضة العربية 2007.

مصطفى، محمد فراس عمر، الإفصاح وسيلة لحوكمة الشركات، رسالة ماجستير مقدمه لجامعة جرش، الأردن، سنة 2016.

مواجدة، مراد، الحماية القانونية من التعامل بالأوراق المالية وعلى معلومات داخلية غير معلنة في التشريع الأردني، مجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، جامعة مؤتة، سنة 2017.

يوسف، محمد طارق، الافصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، بحث مقدم إلى مؤتمر شرم الشيخ 2007.

ثانيا: باللغة الفرنسية

Daniel Goyeau et Amine Tarazi, Les marchésboursiers: définition et fonctionnement, La Bourse (2007).

Hubert De Vauplane, J. Pierre Bornet, Droit de la bourse, Paris – éditionslitec, 1994.

Noëlle Duport, ÉricFina et Daniel Goyeau, Diversification des institutions financières et risquesystémique: la priseencompte des risques extremes, Revue économique 2018/3 (Vol. 69).

Pierre-CyrilleHautcœur, Les marchés financiers: périlouopportunité pour l'industrie? Qu elquesen seigne ments d'un épisodeoublié de l'histoire de la Bourse de Paris, Revue d'économiefinancière 2011/4 (N° 104).