

” الإفصاح والشفافية في مواجهة الممارسات غير الأخلاقية

في سوق الأوراق المالية”

د / ياسر عوض عبد الرسول

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة المساعد

للمشاركة في فعاليات المؤتمر العلمي الخامس لكلية الحقوق جامعة طنطا

بعنوان "القانون والشائعات"

(المنعقد خلال الفترة ٢٢ - ٢٣ / ٤ / ٢٠١٩)

ملخص البحث

يحظى موضوع الإفصاح والشفافية في المعلومات المتاحة ببورصة الأوراق المالية على اهتمام كافة المتعاملين بها، وكلما كان مستوى الإفصاح والشفافية للمعلومات المتاحة بالبورصة متقدماً كانت قرارات المستثمرين صائبة ، وهو ما من شأنه رفع كفاءة البورصة ، ذلك أن مبدأ الإفصاح والشفافية يعد حجر الزاوية في تحقيق سلامة وعدالة التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة ، فضلاً عن أنه يعد معياراً تقاس على أساسه كفاءة أي بورصة ، بالإضافة إلى أنه يقطع الطريق أمام ما يستهدف البورصة من مظاهر وممارسات غير مشروعة غرضها النيل من البورصة ومن المتعاملين فيها تحقيق أرباح غير مشروعة.

وقد كانت الممارسات غير القانونية لبعض المتعاملين بالبورصات المالية سبباً رئيسياً لحدوث العديد من الكوارث والأزمات المالية بسوق الأوراق المالية، الأمر الذي لفت انتباه كافة لضرورة محاربة هذه الممارسات غير الأخلاقية لما لها من اثار ضارة على عمليات البورصة المالية بوجه خاص والأداء الاقتصادي بوجه عام.

مقدمه

يتزايد استخدام عبارة الإفصاح والشفافية بشكل واضح في عالم اليوم، وبصفة خاصة في أسواق المال، حيث تلعب المعلومات دوراً حاسماً في التأثير في قرارات المتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ. وتفترض نظريات كفاءة سوق الأوراق المالية أن جميع المعلومات عن السوق والشركات المسجلة فيها متاحة بشكل عام، وأن المتعاملين في السوق لديهم حرية وصول إلى هذه المعلومات دون تكلفة، أو بتكلفة زهيدة، غير أنه من الناحية العملية يعد حصول جميع المستثمرين على المعلومات اللازمة لتقييم القرار الاستثماري أحد التحديات التي يمكن أن تواجه أي سوق للأوراق المالية، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تمثلها المعلومات بالنسبة إلى استقرار السوق ونمو المعاملات فيها وتدعيم ثقة المتعاملين فيها.

ومن ناحية أخرى فإن غياب قوانين الإفصاح والشفافية تشيع حالة من عدم العدالة في المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي غياب مثل هذه القوانين إلى توفير كل الدوافع اللازمة للعب بمقدرات السوق، ومن ثم استئثار فئات محددة من المتعاملين، خصوصاً الذين لديهم حرية الوصول إلى المعلومات الداخلية غير المتاحة للعامة، أو الذين يمكنهم من أن يشيعوا في السوق معلومات خاطئة، أو يتمكنوا من تسريب معلومات صحيحة تحقق لهم أرباحاً ضخمة في حال دخول تلك المعلومات في قرارات المتعاملين، بالجانب الأكبر من الأرباح التي يمكن أن تتحقق من المعاملات في السوق، وذلك على حساب باقي المتعاملين الذين ليس لديهم حرية الوصول إلى مثل هذه المعلومات.

ولا شك أن أسواق الأوراق المالية تشغل حيزاً كبيراً من اقتصاد الدول والأفراد، ومن ثم صار لقضاياها أهمية كبيرة على المستويين المحلي والعالمي، ومن أبرز هذه القضايا الممارسات غير المشروعة التي تقع بها، لاسيما عمليات التلاعب بأسعار الأوراق المالية التي تتم من خلال التأثير على آلية السوق بطرق مصطنعة ووسائل احتيالية، فتتحدد أسعار الأوراق المالية بطريقة غير عادلة لا تعكس القيمة الحقيقية لها وذلك كله لتحقيق أرباح طائلة على حساب باقي المتعاملين في السوق، وتتعدد صور وطرق التلاعب لدرجة أنه لا يمكن لهذه الصور أو تلك الطرق أن تقع تحت حصر، وذلك بسبب ما تتميز به من تغير وتطور مستمرين، وهو ما جعل جُل التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية لا تذكر صوراً محددة للتلاعب، وإنما اكتفت بذكر الضوابط التي تجعل المعاملة نوعاً من أنواع التلاعب.

وقد أفرزت الأزمة المالية العالمية العديد من المستجدات حول الضوابط الخاصة بأسواق المال والرقابة ، وأصبح العالم كله يبحث عن قواعد جديدة لحماية المستثمرين والاستفادة من دروس الأزمة المالية العالمية ، وإعادة النظر في بعض الأدوات المالية عالية المخاطر ، ومثلت الأزمة جرس إنذار للجهات الرقابية في أسواق المال بضرورة وجود إجراءات أكثر صرامة لمنع التلاعب ، كما أظهرت الدور الحيوي لمراقبي الحسابات

ودورهم الفاعل في أسواق المال ، كما بينت بشكل واضح خطورة الاعتماد علي رؤوس الأموال الأجنبية وترويج الشائعات المضللة عن الأسهم المتداولة لبعض الشركات داخل البورصة ، والتي قد تكون سببا مباشرا في ضرب الأسواق بشدة وجرها إلي حافة الانهيار كما حدث في السوق المصري .

ولا شك أن التلاعب في البورصة لا يقتصر على البورصات الناشئة فحسب، بل يوجد في البورصات المتقدمة والناشئة على السواء، ويترتب عليه العديد من الآثار الاقتصادية الضارة، إذ يؤثر على حسن سير العمل بالبورصات وسلامة التعاملات فيها، كما أن له تأثيرا سلبيا على المستوى العام لأداء البورصات وعلى المتعاملين فيها، وكذلك على الاقتصادات القومية، وعلى الرغم من الآثار السيئة للتلاعب . سواء على البورصات، أو المتعاملين فيها، أو الاقتصادات القومية . فإنه لم يلق ما يستحقه من الدراسات الأكاديمية المتخصصة.

وجدير بالذكر أن هناك ارتباط واضح بين نشأة البورصة ونشأة الأسواق حيث يتم فيها بيع وشراء نوع معين من السلع، وهناك نوعان من البورصات هما: بورصات السلع ، وتسمى أيضاً البورصات التجارية أو بورصات العقود ، وهي التي يجري التعامل فيها على بضائع معينة مثل الصوف والقطن والسكر والكاكاو والبتروول والنحاس ... الخ^(١) ، وتعتبر بورصات السلع الامتداد الطبيعي للأسواق العادية ، الا أنها تخصص في سلعة معينة، وهي أقدم أنواع البورصات المعروفة ، والنوع الثاني من البورصات هي التي يتم التداول فيها على صكوك مالية مثل الأسهم والسندات، ويطلق عليها "بورصات الأوراق المالية".

وتعتمد عمليات البورصة على بعض الأوامر التي يصدرها العملاء إلى الوسطاء لتنفيذها في البورصة وفق شروط العملاء وتحت إشراف لجان البورصة، وتتعدد صور عمليات البورصة بحسب شروط العملاء في إصدار الأوامر، فإذا كان الأمر الصادر يطلب التنفيذ حالاً كانت العمليات حاضرة أو فورية وإذا كان الأمر يطلب التنفيذ مؤجلاً كانت العمليات آجلة. حيث يتم تنفيذ أوامر البورصة وفق الأسعار التي يحددها العملاء للسماسة وحسب آلية العرض والطلب، فإذا توافق سعر البيع للورقة المالية مع سعر الشراء لذات الورقة انعقد البيع وتم تنفيذ الأمر، أما إذا لم يتلاقيا فلا ينعقد البيع ولا يتم تنفيذ أمر البورصة حتى يحدث تعديل وتوافق وفقاً لآلية العرض والطلب، ويطلق على الأسعار في السوق "بأسعار البورصة"^(٢).

ومع تغير المعلومات المتداولة عن الأوراق المالية المقيدة بالبورصة أو المعلومات المتداولة عن الشركات المصدرة لتلك الأوراق تتغير أسعار البورصة باستمرار، كما تتدخل عوامل كثيرة في تحديد أسعار

^١ - عبد الفضيل محمد أحمد: "بورصات الأوراق المالية"، مكتبة الجلاء بالمنصورة، بدون سنة، ص ٤.

^٢ - طاهر شوقي مؤمن: "عقد بيع الأوراق المالية في البورصة"، دار النهضة العربية، سنة ٢٠٠٧، ص ١٦٨.

البورصة، وتؤثر عليها بالارتفاع أو الانخفاض حسب طبيعة المعلومات المتداولة وحسب العوامل المؤثرة على التداول بوجه عام.

وهناك عدة عوامل تؤثر على عمليات البورصة بوجه عام ، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى نوعين^(٣): عوامل داخلية ناتجة من داخل البورصة: تتمثل في المعلومات الصادرة عن الشركات المقيد لها أوراق مالية والتي تحدد المركز المالي للشركة وما حققته الشركة من أرباح أو خسائر، كما تشمل العوامل الداخلية كذلك عمليات المضاربة، وهي عمليات البيع والشراء للأوراق المالية التي تتم اعتماداً على توقعات تقلبات الأسعار والحصول على فروق هذه الأسعار كأرباح. والنوع الثاني من العوامل المؤثرة على البورصة: العوامل الخارجية والتي ترجع لأسباب خارجة عن إطار عمليات التداول داخل البورصة، وتشمل عوامل سياسية تتمثل في تغيير الوزارات والمخاطر السياسية بالدولة، وعوامل اقتصادية تتمثل في نوعية النظام الاقتصادي وسعر الفائدة وسعر الصرف للعملة الوطنية أمام العملات الأجنبية وحالة التضخم والسياسة الضريبية، وأخيراً عوامل نفسية والتي تؤثر على نفسية المتعاملين في البورصة. ومن العوامل النفسية المؤثرة على عمليات البورصة هو انتشار الشائعات، وتتمثل الشائعات في معلومات غير صحيحة وغير مؤكدة عن الشركات أو الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

وتمثل العدالة في وصول المعلومات الدقيقة والشفافية والإفصاح للمتعاملين بالبورصة ثقلًا كبيراً ، لأن اتخاذ القرار الاستثماري يتوقف بشكل كبير عليها ، وتقدم البورصة صورة عن المجتمع بأكمله في هذا الإطار من ناحية غياب العدالة وتسريب المعلومات لكبار اللاعبين في السوق من مستثمرين ومؤسسات قبل صغار المستثمرين ، فأغلب القرارات الهامة سواء استحوذات أو نتائج أعمال يتم تسريبها لكبار المستثمرين عن طريق إما مجالس الإدارات أو مراقبي الحسابات أو المستشارين الماليين ، وأصبح القرار الاستثماري لصغار المتعاملين مبني على الشائعات ، وفي كثير من الأحيان يتم التأكد بعد ذلك أن الشائعة معلومة صحيحة ولا يتخذ أي قرار عقابي علي من سرب المعلومة أو المتلاعبين.

اشكالية البحث:

تدور إشكالية هذا البحث في ابراز أهمية الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية، والآثار والمشاكل المترتبة على عدم الالتزام بهما ، وايضاح ابرز صور الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية ، والسلبيات المترتبة عليها ، وآليه وسبل معالجة تلك الممارسات غير القانونية.

٣ - محمد عبد الحليم عمر "التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية"، بحث في المنتدى الاقتصادي الثالث بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي عن أزمة البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧، جامعة الأزهر، في ٢٢ نوفمبر ١٩٩٧، ص ٩٩.

فرضيات البحث:

يفترض هذا البحث أن جميع العمليات والاورام المالية التي تحدث داخل أسواق الأوراق المالية متسمة بالالتزام بالإفصاح والشفافية بكافة صورته وأشكاله المختلفة، وأن عدم الالتزام بذلك يترتب عليه العديد من الاخطار والاثار الاقتصادية والمالية المدمرة التي تؤدي إلى حدوث الازمات المالية الطاحنة التي تحطم الكيانات الاقتصادية الصغيرة والكبيرة على حد سواء.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى ابراز ماهية وأهمية الإفصاح والشفافية في ممارسات سوق الأوراق المالية وآليات وطرق الإفصاح، وما يترتب على ذلك من إيجابيات للمناخ الاستثماري بوجه عام. كما يهدف البحث لبيان طبيعة ونوعية المعلومات محل الإفصاح، والأساليب والصور المختلفة للممارسات غير المشروعة، والاثار الاقتصادية للممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية. وكيفية الرقابة على تلك الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية.

أهمية البحث:

يكتسب البحث أهميته من عدة نواح على النحو التالي:

- انه يتعلق بأكثر وأهم أسواق المال حيوية وفعالية وتأثيراً في الأداء الاقتصادي والمناخ الاستثماري بوجه عام وهو سوق الأوراق المالية، وما ينبغي توافره من افصاح وشفافية لكافة المتعاملين فيها. سيما وأن الإفصاح والشفافية يشكلان الضمانة الأساسية لضبط لسلوك ومنع انحرافه، كما انه يساعد في تقييم الإجراءات والنتائج بموضوعية وواقعية والذي من خلاله يمكن السيطرة على العوامل السلبية أو العوامل غير المرغوبة.
- كما ان المعلومات المالية في المجال الاقتصادي تلعب دوراً بارزاً وذلك لأن هذا النشاط يعتمد على الكثير من المتغيرات التي لا يمكن السيطرة عليها ما يدعو المشتغلين بهذا النشاط الى استخدام الاحتمالات والتوقعات المستقبلية واجراء التقييمات ووضع الخطط مستنديين الى تلك التوقعات.
- كما ان الإفصاح عن المعلومات في مجال الاستثمارات المالية وفي أسواق الأوراق المالية تحديداً يلعب الدور الأبرز فيرفع جودة الاستثمارات وتنشيط بينها ويساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم على أسس علمية ومهنية سليمة.

- ضرورة الالتزام بمبادئ الإفصاح والشفافية تفادياً للممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية التي تؤدي لحدوث الازمات المالية، مثل الازمات المالية التي هزت العالم، منذ أزمة الكساد العظيم ١٩٢٩، وأزمة الاثنين الأسود في الولايات المتحدة الامريكية عام ١٩٨٧ وما أعقبها من أزمات حتى أزمة القروض العقارية ٢٠٠٨ وانهيار بنك "ليمان برازرز" من أكبر البنوك الامريكية.

منهج البحث:

يعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بالاستناد إلى واقع المعلومات والنشرات والدراسات والدوريات العلمية ومصادر المعلومات الالكترونية المتوفرة .

زمن ومكان البحث:

- زمن البحث: يمتد زمن البحث لقرابة التسعون عاماً الأخيرة، حيث يبدأ زمن البحث منذ حادث الكساد العظيم ١٩٢٩ أكبر وأضخم الازمات المالية العالمية وحتى تاريخ اعداد البحث.
- مكان البحث: ينطلق البحث بدراسة الإفصاح والشفافية كظاهرة اقتصادية ضرورية ولازمة لمواجهة الممارسات غير القانونية بأسواق الأوراق المالية في بلدان العالم المختلفة استرشاداً بالازمات المالية العالمية ، مع التركيز على واقع سوق الأوراق المالية المصري.

خطة البحث:

وعلى ما تقدم يتناول البحث تغطية موضوعاته من خلال الخطة التالية:

- المبحث الأول: الإفصاح والشفافية في سوق الاوراق المالية.
- المبحث الثاني: طبيعة المعلومات محل الإفصاح.
- المبحث الثالث: صور الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية.
- المبحث الرابع: أثار الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية.
- المبحث الخامس: الرقابة الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول

الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية

يعتبر الإفصاح والشفافية أساس اتخاذ القرار الاستثماري سواء على المستوى الكلي أو الجزئي، وتعتبر الشفافية بمثابة النظام والقاعدة والإجراءات التي تنظم وتتيح الإفصاح عن المعلومات، وتعكس الشفافية القواعد المؤسسية، كما تمثل حصول المواطن على جميع حقوقه في المشاركة والتأثير في عملية صنع القرار من خلال حصوله على المعلومات. بينما يمثل الإفصاح المعلومات التي يتم نشرها.

والإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتؤثر في سعر الورقة المالية ، لذا ينبغي ان يكون عاماً وموجه للجمهور كافة وليس فقط لحملة الأوراق المالية . ويتم عن طرق الصحف اليومية والنشرات التي تصدرها الشركات^(٤).

أولاً: تعريف الشفافية والإفصاح:

تعرف الشفافية بأنها: "قيام الحكومة بنشر معلومات عن السياسة المالية وقطاع الأعمال والخطط المستقبلية وكذلك التكلفة والعائد للأنشطة الحكومية والتوقعات المستقبلية." وعلى المستوى الكلي يتوقف قيام الحكومة بإدارة السياسات الاقتصادية على مدى توافر المعلومات الدقيقة، لأن السياسة الاقتصادية المثلى تعني قدرة الإجراءات التي تتخذها الحكومة على تحقيق الأهداف التي تعظم من المصالح العامة في المجتمع"^(٥).

كما يعرف الإفصاح لغة من كلمة "فصح" ويقال أفصح الأمر: وضح كما جاء أيضاً بأنه "هو إظهار الشيء بحيث يكون معلوماً وواضحاً"^(٦).

٤ - منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات"، ٢٠٠٤، ص ٤٠.

⁵ - George Kopits and Jon Craig, "Transparency in Government Operations", International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 158, January, 1998, p 1.

٦ - سالم عبود: الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث بالمؤتمر العلمي الثالث بالأردن، في الفترة ٢٨ :

٢٩/٤/٢٠٠٩، ص ١١، على الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com>

والإفصاح اصطلاحاً هو: "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر على سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين، وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومات جديدة"^(٧).

ثانياً: أنواع الإفصاح:

يشير البعض (^٨) الى تقسيم الإفصاح على المستويين الكلي والجزئي إلى ثلاثة أنواع هي:

- الإفصاح الشامل.
- الإفصاح الوقائي.
- الإفصاح التثقيفي أو الإعلامي.

كما يشير البعض الاخر (^٩) الى تقسيم الإفصاح الى نوعين هما:

☒ الإفصاح الدوري: وهو الذي يتم بصفة دورية وفي مواعيد محددة، ويتم ذلك من خلال إصدار الشركة لتقريرها السنوي والربع سنوي متضمن الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر وغيرها من المعلومات.

☒ الإفصاح الفوري: وهو الذي يتم بصفة فورية في حالة وجود أحداث طارئة جوهرية تؤثر على المركز المالي للشركة أو تؤثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

كما يشير البعض الثالث (^{١٠}) الى إمكانية تقسيم الإفصاح الى نوعين أساسيين هما الإفصاح المثالي والافصاح الواقعي:

١- الإفصاح المثالي: ويلزم لتحقيقه الشروط التالية:

- أن تكون القوائم المالية المنشورة على درجة عالية من التفصيل.

٧- محمد الجيلاني: دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية، على الموقع الإلكتروني: [http:// world.acc.net](http://world.acc.net)

٨ - إيهاب الدسوقي " قياس الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية " ، مقال منشور بالأهرام الاقتصادي ، بتاريخ ٢٤/٣/٢٠١٤ ، على الموقع الإلكتروني : <http://ik.ahram.org.eg>

٩ - سالم عبود، المرجع السابق، ص ١٢.

١٠ - محمد مطر واخرون "التحليل المالي والائتمان، الأساليب، والأدوات، والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٠، ص ٤١٧.

- أن تكون القوائم المالية على درجة عالية من الدقة والمصادقية.
- أن يتم عرض القوائم المالية بالصورة وفي الوقت الذي يتناسب مع احتياجات ورغبات كل طرف من الأطراف ذات المصلحة.

٢- الإفصاح الواقعي: وهو الذي يركز على الموازنة ما بين الفائدة والعائد الذي سيتحقق من المعلومات في حال الإفصاح عنها وبين كلفة نشر تلك المعلومات ، ويمكن تعريفه بأنه الإفصاح الممكن أو المتاح ، ومعيار هذا الإفصاح هو المرونة في اطار عناصره الرئيسية التي تشمل طبيعة المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في القوائم المالية ثم الأطراف التي سوف تستخدم هذه المعلومات.

كما يقسمه البعض^(١١) إلى الإفصاح الاختياري والإفصاح الاجباري:

١- الإفصاح الاختياري:

وهو الإفصاح الذي يتم وفقاً لسلوك الإدارة، حيث تتوافر لدى الإدارة كافة المعلومات المالية وغير المالية، فقد ترى حجب بعض المعلومات عن نشاط الشركة بما يكفل حماية الشركة في المستقبل، وخوفاً من تسرب بعض المعلومات او انتشارها للشركة المنافسة.

٢- الإفصاح الاجباري:

وهو الإفصاح القائم على تعليمات وتشريعات الأجهزة المعنية التي تجبر الشركات أو المنشآت على الإفصاح عن المعلومات التي تحاول الإدارة حجبها.

ثالثاً: خصائص المعلومات المفصح عنها:

☒ أن تكون المعلومة صحيحة: وتكون كذلك إذا كانت خالية من الأخطاء ومضبوطة، وذلك وفقاً لما ذكره الفقه والقضاء الفرنسي^(١٢).

☒ أن تكون المعلومة محددة: بأن تشمل جميع العناصر المتعلقة بمحل الاتصال، وتحديد المعلومة لا يترك مكان آخر للشك، ويمتنع على كل شخص نشر معلومات غير محددة^(١٣).

١١ - صفوت عبد السلام "الشفافية والإفصاح عن كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص ٨.

١٢ - سالم عيود، المرجع السابق، ص ١٢.

١٣ - محمد الجيلاني ، المرجع السابق.

☒ أن تكون المعلومة صادقة: عندما تشمل كافة العناصر الإيجابية والعناصر السلبية للموضوع، وتوافر هذه الخاصية يؤكد على ضرورة توافر الثقة ومبدأ حسن النية في علاقات الأعمال، ويمتنع على كل شخص أن ينشر معلومات خادعة تتعلق بالأدوات المالية^(١٤).

رابعاً: شروط تحقق الإفصاح:

يعد الإفصاح عن المعلومات أحد الالتزامات المفروضة بقوة القانون على الشركات المقيد لها أوراق مالية في البورصة، وهو التزام مقرر لمصلحة المساهمين وأصحاب المصالح والمهتمين بالاستثمار في البورصة بغرض الوقوف على المركز المالي الصحيح للشركات المصدرة للأوراق المالية، ويشترط لتحقيق الإفصاح الآتي:

١ - الالتزام بحسن توفير المعلومات للجمهور:

ومقتضاه التزام الشركات بحسن توفير المعلومات وفقاً لمبدأ حسن النية في تنفيذ الالتزامات، وهو ما يقتضي في المعلومات أن يتوافر بها خصائصها الثلاث، بأن تكون صحيحة ومحددة وصادقة، وأن تكون موضوعية ذات أهمية ومتصلة بنشاط الشركة، والالتزام الشركة بواجب الحذر عند الإدلاء بالمعلومات فلا تبالغ فيه ولا تبتسر فيه ، وبالتالي يجب عليها تحري الدقة بحيث تكون خالية من الأخطاء والعمل على تحقيق الثقة بالسوق^(١٥).

٢ - أن يتم الإفصاح للكافة في وقت واحد:

حيث يلزم أن تصل المعلومات للجمهور في نفس الوقت، فلا يتميز بعض المساهمين أو المستثمرين بالحصول على المعلومات قبل باقي الجمهور وإلا تحققت جريمة استغلال المعلومات الخاصة، ولكي يتم الإفصاح للكافة لذا يجب نقل المعلومات للجمهور بأي وسيلة نشر متاحة بحيث تصل لعدد كبير من الجمهور تحقيقاً لمبدأ المساواة في الحصول على المعلومات^(١٦).

١٤ - سالم عبود ، المرجع السابق ، ص ١٣ .

١٥ - سالم عبود ، المرجع السابق ، ص ١٤ .

١٦ - صالح البربري "الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية" ، مركز المساندة القانونية، سنة ٢٠٠١، ص ٢٠ .

وجدير بالذكر أن عدم توافر المعلومات الدقيقة يعني علي الفور اتخاذ إجراءات اقتصادية تحول دون تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية وبالتالي انخفاض النمو الاقتصادي. ولذلك أصبحت المعلومات أساس بناء المجتمعات الحديثة وجزءاً أساسياً من المداخل الحديثة في التنمية الاقتصادية. وتقدر الدراسات أن أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي في دول منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية يستند إلي إنتاج المعرفة وتوزيعها^(١٧).

كما يؤدي توافر المعلومات في السوق - بوجه عام ، وسوق الأوراق المالية بوجه خاص - إلي تعريف المستهلك (المضارب) بظروف السوق وتوسيع القاعدة المعرفية بالمجتمع وإنماء أذواق المستهلك (والمضاربين)، وبالتالي تنعكس سيادة المنافسة علي اتساع دائرة الاختيار أمام المستهلك (المضارب)، ومن المؤكد أن اتساع وزيادة الاختيار في السوق أمام المضارب يعني تحسناً في نوعية الأداء والمناخ الاقتصادي^(١٨). وكلما زادت وتوافرت المعلومات والتحليلات أدي ذلك إلي إمكانية وجود أجهزة إنذار تستطيع أن تتوقع الازمات والتعامل معها.

وعلى المستوى الجزئي ساهم في زيادة الحاجة للشفافية والإفصاح انفصال الملكية عن الإدارة، ومن ثم باتت الشفافية حقا أصيلاً لأصحاب الملكية ورأس المال. ويؤدي توافر المعلومات أمام جميع الأطراف إلي نجاح آليات السوق في القيام بمهامها. فالمنتج يتخذ القرار بناء علي تحليل مؤشرات البيئة الاقتصادية مثل الدخل القومي وسعر الفائدة وحجم الطلب سواء في الوقت الحاضر أو في المستقبل إلي جانب المؤشرات القطاعية الخاصة بالصناعة التي ينتمي إليها المشروع مثل معدل الربحية ونموها. كما يحتاج المستثمر إلي معلومات عن الظروف والتطورات العالمية في ظل التغيرات الهائلة في تكنولوجيا الاتصال والمعلومات، والانفتاح الاقتصادي بين دول العالم التي تجعل كل دولة تتأثر بما يحدث في الدول الأخرى. ويتأثر التحليل الدقيق بالمعلومات لأن المغالطة في نقل المعلومات تؤدي إلي انعدام المصادقية في مصادر المعلومات وعدم جدوي القرارات^(١٩).

ويتأثر توافر الإفصاح بمدى وجود تشريعات ملزمة للمنشآت، والالتزام بتطبيق القانون، ودرجة تطور وكفاءة سوق رأس المال، وكذلك مدى تطور الشركات المساهمة ووعي المساهمين الذي يضغط لمزيد من الشفافية والإفصاح لأنه يحقق مصلحة المساهمين والمنشأة في نفس الوقت. ويشترط في الإفصاح أن يتسم

١٧- وتتمثل الإجراءات التي تتخذها الحكومة في: إجراءات نوعية تهدف إلي تغيير بعض القواعد والقوانين الاقتصادية، وإجراءات كمية تتمثل في العمل علي تغيير بعض الأهداف الاقتصادية مثل زيادة حجم الاستثمار ومعدل النمو الاقتصادي.... للمزيد راجع: إيهاب الدسوقي، المقال السابق.

18- P. Wesley Schultz "Environmental Attitudes and Behaviors Across Cultures" , California State University, San Marcos 8-2002, p 12 .

١٩ - عصام حنفي محمود "التزام الشركات بالشفافية والإفصاح" ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٦ ، ص ٦٤ .

بالسرعة والدقة وانخفاض التكلفة. وترتبط زيادة الإفصاح على المستوى الكلي ارتباطاً معنوياً وقوياً بزيادة الإفصاح على المستوى الجزئي.

وتتمثل مستويات الإفصاح بالنسبة للمؤسسات فيما يلي^(٢٠):

الإفصاح الكافي: يشير إلى الحد الأدنى من المعلومات الواجب الإفصاح عنها التي يجب أن تتضمنها القوائم المالية حتى لا تكون مضللة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

الإفصاح العادل: يقدم المعلومات التي تفي باحتياجات الأطراف المعنية بطريقة تضمن معاملة متساوية لجميع المستخدمين، وهو ما يؤدي أيضاً للمنافسة العادلة.

الإفصاح الكامل: تحتوي القوائم المالية على المعلومات الكاملة لتوضيح جميع الحقائق، وتمكن من توضيح صورة واضحة عن المؤسسة إلى جانب توفير المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي.

وتتوقف درجة الإفصاح والشفافية على القوانين والتشريعات السائدة بالإضافة إلى الممارسات العملية ومدى التزام المؤسسات بالقوانين التي ترتبط بمدى قيام هيئات الرقابة المالية بتطبيق القانون وعقاب الشركات غير الملتزمة. كما أن توافر المعلومات لا بد أن يتسم بالدقة والسرعة وانخفاض التكلفة.

وقد ظهرت نماذج عديدة تفصح عن معلومات متكاملة سواء مالية أو اقتصادية متنوعة، منها^(٢١):

أ - نموذج الإفصاح المالي (ROSCs): يصدره صندوق النقد الدولي وهو كود للإفصاح المالي للمعلومات الجيدة يغطي أربع مجموعات من ممارسات الشفافية المالية، وهي: ضمانات البيانات، والموازنة علي المدى المتوسط، وتقارير التنفيذ للموازنة والكشف عن المخاطر المالية.

ب - مؤشر الحوكمة: ظهرت مبادئ الحوكمة من خلال منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، حيث أصدرت هذه المنظمة في عام ١٩٩٩ خمسة مبادئ لمعايير تقييم الحوكمة. وفي عام ٢٠٠٢ دعا الاجتماع الوزاري للمنظمة لتقييم المبادئ الصادرة في عام ١٩٩٩ وتحديث وتطوير هذه المبادئ، وقد شارك في عملية التقييم مؤسسات عديدة مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية. وأصدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام ٢٠٠٤ المبادئ الحديثة للحوكمة التي تتضمن الإفصاح والشفافية إلى جانب حقوق المساهمين، والمعاملة المتساوية لهم، ودور أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة، ومسئوليات مجلس الإدارة.

٢٠ - إيهاب الدسوقي، المقال السابق.

٢١ - إيهاب الدسوقي، المقال السابق.

ج - ومؤشر المكتب القومي للبحوث الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، الذي يقدم ثلاثة أنواع من المؤشرات وهي المؤشرات السابقة للأحداث والمؤشرات المواكبة، والمؤشرات اللاحقة. وتضم المؤشرات السابقة للأحداث مؤشرات عديدة من أهمها عدد الشركات الجديدة، ومؤشر تصاريح البناء، والأوامر الجديدة للسلع الاستهلاكية، ونسبة التغير في الأصول السائلة، وتطور المبيعات، واستيراد الآلات، وتوازن الطلب والعرض علي النقود. أما المؤشرات المواكبة للأحداث فتضم مؤشرات الإنتاج الصناعي، والمبيعات الصناعية والتجارية، ودخل الفرد. وتضم أهم المؤشرات اللاحقة تطور المخزون الصناعي والتجاري، ومتوسط البقاء في العمل، وتكلفة العمالة للوحدة المنتجة وحجم القروض للصناعة والتجارة، ومعدل التغير في الفائدة علي القروض^(٢٢).

أهمية الشفافية والإفصاح.

تكمن أهمية الشفافية والإفصاح في توفير القدرة على التنبؤ والعدالة وخلق فرص متساوية للمستثمر مما يدعم مناخ الاستثمار الإيجابي ، وتتمثل أهمية الشفافية في أنها تعمل علي زيادة المعلومات التي تؤدي لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، حيث إن عدم توفر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم في وضع خاطئ من حيث اتخاذ قرارات غير رشيدة. كذلك عدم توفر هذه المعلومات يؤدي إلى ارتفاع وهمي في الأسعار وزيادة المضاربة، وبالتالي خلق نوع من التقلبات الذي يمكن أن يؤدي إلى فوضى في أداء السوق.

وبالتالي يمكن القول أن الشفافية تؤدي إلى الحد من تأثير الشائعات حتى لا تتاح الفرصة أمام بعض السماسرة المضاربين للحصول علي معلومات غير متاحة للآخرين.

ويمكن تحديد أهم مزايا الشفافية والإفصاح فيما يلي^(٢٣):

- ☒ توضيح قيم البنوك التي تحتويها القوائم المالية بدقة.
- ☒ تقليل درجة التقلب في أسعار الأوراق المالية لضمان الاستقرار المالي.
- ☒ جعل استجابة المشاركين في السوق للأخبار إيجابية، مما يقترب بالسعر إلى السعر الحقيقي الذي يعكس مستقبل المؤسسة.
- ☒ المساعدة على التوقع بناء على معلومات حقيقية.
- ☒ العمل على القضاء على ظاهرة عدم تماثل المعلومات **Asymmetric Information**.
- ☒ الحد من ميل الأسواق للتركيز على عدد قليل من الشركات المسجلة في البورصة.

²² - P. Wesley Schultz. Op cit, p 13.

^{٢٣} - عصام حنفي محمود ، المرجع السابق، ص ص ٦٤ - ٦٨ .

كما انتشر ما يسمى بـ "الهندسة المالية financial Engineering" وهي مزيج من الرياضيات والإحصاء وعلم الحسابات التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحيانا، من أجل تقييم مستويات المخاطرة والعائد ومن ثم الحكم علي قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ للأصول المالية، وأصبح المتعاملون في البورصات يعلمون وفق صيغ رياضية جامدة لتوقيتات البيع والشراء، وشاعت بينهم مصطلحات مثل "بيتا" و"جاما" و"سيجما" وما شابه ذلك. ولا يمكن الاعتماد على نتائج هذه الصيغ إذا كانت المعلومات المتاحة غير صحيحة أو لا تتسم بالشفافية^(٢٤).

وتساهم قواعد الشفافية في التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها. كما أن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو ضرورة إتاحتها لجموع المتعاملين في البورصة بصورة متوازنة ومحيدة وخالية من أي تحيز مثلما يحدث في البورصة الألمانية، بحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع.

كما أن ضخامة الآثار المالية التي تترتب على أي تغير ولو بسيط في مؤشر البورصة يمكن أن تنعكس على القطاع الحقيقي في المجتمع فكل أزمة مالية غالبا ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي نظرا لانتشار التوقعات التشاؤمية، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وحالات الانهيار الاقتصادي، لذا فمن الضروري الالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح^(٢٥).

وتعزي أزمات الأسواق إلى أسباب متعددة من أهمها انخفاض الشفافية والإفصاح إلى جانب سوء الاختيار والمخاطر ونزوح الأموال للخارج. ويصبح السوق غير قادر علي توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية، وينشأ العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة 'الفقاعة Bubble'. حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، ويكون الارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل والأوراق المالية مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى. وهو ما يبرز أهمية الشفافية والإفصاح التي تعمل علي خفض فرص الأزمات المالية لأن القرار يكون بناء علي معلومات^(٢٦).

24 - P. Wesley Schultz. op cit . p14.

25- P. Wesley Schultz. op cit . p14.

26 - Michael Bordo and Barry Eichengreen, "Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone, World Bank. 1999.

نظراً للآثار الضارة التي تسببها الشائعات على عمليات البورصة، لذا سعت كافة دول العالم إلى مواجهة هذه الآثار، وذلك من خلال إلزام الشركات المقيد لها أوراق مالية بالإفصاح عن كافة المعلومات، ووجود هيئة إدارية تراقب أداء المتعاملين في البورصة بهدف ضبط المعاملات، وتوقيع عقوبات إدارية وجنائية لمن ينشر معلومات غير صحيحة أو شائعات.

تطبيق مبادئ الإفصاح والشفافية

يتضمن تقييم تطبيق مبادئ الإفصاح والشفافية كافة جوانب الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأعمال الشركة ودور مراقب الحسابات. ويتضح ذلك في النقاط التالية:

أولاً: الإفصاح عن المعلومات الهامة^(٢٧):

تلتزم كل شركة مقيدة بالبورصة بالإفصاح عن مركزها المالي وأدائها التشغيلي لكل من هيئة سوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية، ويتم هذا الإفصاح بصورة دورية سنوية أو ربع سنوية، وتمثل المعلومات الإلزامية التي يجب الإفصاح عنها في قائمة المركز المالي وقوائم الدخل، والتغير في حقوق الملكية، والتدفقات النقدية، والإيضاحات المتممة لهذه القوائم، وتقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات الخارجي.

وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بفحص القوائم المالية للتأكد من مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح ومدى اتفاق القوائم المالية وإعدادها والمعايير المحاسبية المصرية. وتلتزم الشركات بنشر ملخص وافي لتقاريرها السنوية ونصف السنوية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار بحيث تكون إحداها على الأقل باللغة العربية.

ومن أهم ما تنص عليه قواعد الإفصاح الجديدة ما يلي^(٢٨):

☒ تلتزم الشركة بإخطار البورصة بأي أحداث هامة تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أو تؤثر على تداول أسهمها على أن تفصح الشركة عن تلك الأحداث فوراً بإخطار البورصة في موعد يسمح للبورصة بنشر هذه الأحداث على شاشات التداول فوراً أو قبل أول جلسة تداول تالية لوقت وقوع الأحداث وفي أول عدد للنشرة الدورية للبورصة.

٢٧- صلاح زين الدين " دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية" ، بحث منشور ضمن أبحاث "المؤتمر

العلمي الأول" حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي ، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق ، المنعقد خلال يومي ١٥ -

١٦ تشرين الأول أكتوبر ٢٠٠٨ م. ، ص ٣٣.

٢٨ - صلاح زين الدين، المرجع السابق، ص ٣٤.

☒ يتم نشر الأحداث الهامة بالتنسيق بين الشركة وإدارة البورصة ولا يتم النشر أثناء ساعات التداول ما لم تكن المعلومات واجبة النشر الفوري وفي تلك الحالة يتم إيقاف التعامل على الورقة المالية لمدة يحددها رئيس البورصة على ألا تزيد عن ساعة.

☒ تلتزم الشركة باتخاذ الإجراءات الكفيلة لضمان سرية البيانات المالية ومنع تسرب أية معلومات سواء بقصد أو بغير قصد قبل إعلانها للمتعاملين في السوق.

ثانياً: التأكيد على دور مراقب الحسابات والمراجع المالي:

تلتزم الشركات بتقديم القوائم المالية السنوية ونصف السنوية بعد مراجعتها واعتمادها من مراقب الحسابات. بينما تقدم قوائم الحسابات ربع السنوية ومرفق بها تقرير فحص محدود، فقد ألزمت قواعد القيد الجديدة كل من الإدارة العليا والمدير التنفيذي والمدير المالي للشركة بتقديم إقرار بعدم وجود معلومات غير مسجلة وتؤثر على المركز المالي للشركة، وكذلك عدم وجود قضايا مرفوعة على الشركة من شأنها أن تتطلب تكوين مخصصات إضافية بخلاف المخصصات بالقوائم المالية.

وللجمعية العامة السنوية سلطة وصلاحيات تعيين مراقبي الحسابات، وكذلك تحديد أتعابهم. وقواعد الاستقلالية الجديدة تلزم مراقب الحسابات بعدم تقديم أي استشارات للشركة التي يقوم بمراقبة ومراجعة حساباتها إلا بعد الحصول على ترخيص من لجنة المراجعة، ولا يجب أن يكون مراقب الحسابات من ضمن المؤسسين، أو أعضاء مجلس الإدارة، أو الموظفين أو يرتبط بأي شكل آخر بالشركة أو مجلس الإدارة. كما ألزمت قواعد القيد الجديدة الشركات بتكوين لجان للمراجعة الداخلية والإفصاح عنها للمجتمع المالي، على أن يكون جميع أعضاء هذه اللجان من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، مع إمكان أن يعين في اللجنة أعضاء من خارج مجلس الإدارة ومن ذوي الخبرة.

ثالثاً: الإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم:

طبقاً لقانون القيد والإيداع المركزي، يعد في شركة المقاصة سجلاً لقيد بيانات الملاك المستفيدين والتي تحصل عليها الشركة من الملاك المسجلين، ولا يجوز الاطلاع على هذا السجل لغير مصدري الأوراق المالية والجهات التي يصرح لها بذلك وفي حدود ما يخصها من بيانات السجل. ويلزم القانون الملاك المسجلين بالإفصاح للشركة عن بيانات الملاك المستفيدين.

وتحتفظ الشركات بسجل للمساهمين يتم تحديثه بصفة مستمرة، ويجب عليها عرض هذا السجل على اجتماع الجمعية العامة السنوية، ويحق للمساهمين مراجعة محضر اجتماع الجمعية السنوية والذي يتضمن

ملحقاً بأسماء جميع الملاك المسجلين وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم، وتتاح هذه المعلومات أيضاً في هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال بالهيئة العامة للاستثمار والشركات القابضة.

رابعاً: الإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين^(٢٩):

وفقاً للنظام الأساسي للشركة يتم تحديد درجة الإفصاح الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة التي يجب عرضها على الجمعية، مثلاً يتم الإفصاح عن أسماء أعضاء مجلس الإدارة ومكافآتهم في الجمعية العامة السنوية ولكن لا تنشر هذه المعلومات في التقرير السنوي. وشمل مكافآت أعضاء مجلس الإدارة بدل الحضور ونفقات السفر من ناحية وحصّة سنوية في الأرباح لا تتجاوز عشرة في المائة من صافي الدخل بعد خصم خمسة في المائة لتكوين الاحتياطي القانوني وخمسة في المائة في رأس المال المدفوع كأرباح قابلة للتوزيع. ولا يتم الكشف عن مكافآت المديرين التنفيذيين. وتطلب هيئة سوق المال من الشركات أن تقدم سنوياً قائمة بأسماء وجنسيات أعضاء مجلس الإدارة وكبار مسؤولي الإدارة وكذلك أي تفاصيل وبيانات أخرى تتعلق بهم. كما يجب إخطار هيئة سوق المال فوراً بأي تغيير في هذه البيانات.

يجب على أعضاء مجلس الإدارة الإفصاح عن أي تعارض في المصلحة وكذلك عدم اشتراكهم في التصويت على قرارات المجلس التي تتعلق بهذا التعارض، ويقوم المجلس بإبلاغ هذه المعلومات للجمعية العامة السنوية، ويجب أن يحصل أعضاء مجلس الإدارة على تفويض خاص من الجمعية العامة السنوية بالمتاجرة والتداول لحسابهم الخاص في نفس قطاع الأعمال أو بأن يكونوا طرفاً في أي عقد يقدم للمجلس للموافقة عليه. لا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة الدخول في عقود تدر عليهم أتعاباً مع شركات يكون زملائهم من أعضاء المجلس مديريين فيها أو مديريين تنفيذيين بها.

خامساً: الإفصاح عن معلومات أخرى^(٣٠):

يقوم عدد قليل نسبياً من الشركات بنشر تقرير سنوي رسمي بالإضافة إلى المتطلبات المنصوص عليها في قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١ وقانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢. وطبقاً لقانون سوق المال رقم ٩٥ يجب أن تحصل الشركة التي تصدر سندات بمبالغ أكبر من صافي قيمة أصولها على تصنيف من إحدى مؤسسات التصنيف المعتمدة لدى هيئة سوق المال، وأن يتم ذلك سنوياً.

سادساً: الشفافية والإفصاح حسب قواعد الحوكمة لشركات القطاع العام في مصر:

²⁹ - P. Wesley Schultz. op cit . p16.

³⁰ - P. Wesley Schultz. op cit . p18.

نظرا لأهمية توافر المعلومات في اتخاذ القرارات وفي تقييم الأداء والتعرف على أوضاع الشركات والتأكيد على مصداقية الشركات أمام المتعاملين معها، تتطلب قواعد حوكمة الشركات العامة التزام شركات قطاع الأعمال العام بمبادئ الشفافية والإفصاح^(٣١).

ويتعلق ذلك بمكونات الإفصاح وطريقة الإفصاح والرقابة على الشركات، كما يلي^(٣٢):

أ) مكونات الإفصاح:

يجب على كل شركة من شركات قطاع الأعمال العام أن تحدد الأهداف الرئيسية التي تسعى لتحقيقها وأن تفصح عن ذلك أمام المجتمع. وعلى الشركة القابضة أن تتأكد من أن القوائم المالية الخاصة بشركاتها التابعة والإيضاحات المتممة لها وتقرير مراقب الحسابات وتقرير مجلس الإدارة يتم نشرها سنوياً، ويجب على شركات قطاع الأعمال العام أن تفصح عن قيمة الحوافز والمرتبات والمكافآت التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين.

ب) طريقة الإفصاح:

يجب على شركات قطاع الأعمال العام أن تفصح عن بياناتها المالية وغير المالية بالطريقة نفسها التي يتبعها القطاع الخاص، وبغض النظر عن كون هذه الشركات مسجلة بسوق رأس المال من عدمه، وكذا الالتزام بمعايير المحاسبة المقبولة دولياً.

ج) الرقابة على الشركات:

يجب على الشركة القابضة التأكد من وجود إدارة للمراجعة الداخلية داخل كل شركة من شركاتها التابعة، علي أن تكون تابعة مباشرة لمجلس الإدارة مما يساعد علي وضع منهج منظم لتحسين إدارة المخاطر والمراقبة المالية والإجراءات المختلفة الخاصة بنظم العمل.

^{٣١} - أنظر في ذلك: "مركز المديرين: دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية"، القاهرة، يوليو ٢٠٠٦.

^{٣٢} - حول تفصيل المعلومات التي يشملها حظر إفشاء اسرار اسهم الشركة والتلاعب بها ، راجع : حسين فتحي "تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٩٦ ، ص ص ٤٥ - ٥٢ .

المبحث الثاني

طبيعة المعلومات محل الشفافية والإفصاح

يستهدف المستثمرون بسوق الأوراق المالية بعض المعلومات بعينها دون غيرها ، وهي المعلومات الداخلية المؤثرة في القرارات الاستثمارية . كما ان القانون لم يعتبر أي معلومة جوهرية معلومة داخلية الا بشروط بعضها يتعلق بموضوع المعلومات أي بذاتها والبعض الاخر يتعلق بالظروف المحيطة بتلك المعلومات والتي ينبغي توافرها لاعتبار المعلومات داخلية وهامة.

أولاً : الشروط الموضوعية للمعلومات الداخلية محل الإفصاح:

١ - سرية المعلومات:

ينبغي أن تتصف المعلومة الداخلية محل الإفصاح والشفافية بالبورصة بالسرية وتدعى "المعلومات السرية" أي تلك التي يقتصر الاشخاص المطلعين عليها على فئة محدودة تختلف أسباب حيازتهم لهذه المعلومات، فيجب بالضرورة الا يكون قد أفصح عن المعلومات للجمهور^(٣٣).

٣٣ - مايكل كوفل "اسرار البورصة" ترجمة رشا جمال ، الدار العربية للعلوم ، دار بيروت للنشر ، لبنان ، ٢٠٠٧ ص ٢٨.

وتعتبر المعلومة السرية حقيقة مخفية عن الجمهور وتتعلق بالأوراق المالية أو بالتداول عليها أو بمصدرها ، فهي تتصف بقلّة عددها وقوة تأثيرها وغلاء سعرها وضرورة الإفصاح عنها ، ومن ثم فإن صفة السرية يجب أن تعطي الأفضلية للمتعامل على أساسها فهي تجعله يأخذ قرارا استثمارياً ناجحاً لأنه وببساطة لا يوجد أحد يعلم بهذه المعلومة ، أو أن هناك من يعلم بها ولكن خشيته من سلطان القانون منعه من استغلالها على نحو يوقعه تحت طائلة القانون. وقد اعتبر نظام العضوية في البورصة المصرية أن المعلومات الداخلية هي المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين^(٣٤).

وقد اشترطت أغلب الأنظمة القانونية شرط سرية المعلومات الداخلية تاركة تقدير الأمور التفصيلية للقضاء.

وينبغي التفرقة بين سرية المعلومات كشرط من شروط المعلومات الداخلية محل ممارسة الاستغلال وبين المعلومات السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها فالمعلومات الداخلية هي معلومات سرية الى حين الإفصاح عنها الى جمهور المشاركين في السوق . طالما المعلومات السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها فهي معلومات منع القانون الاطلاع عليها ، ولم يجز الإفصاح عنها تحت طائلة المسؤولية القانونية، واطلق عليها قانون انشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية تعبير المعلومات السرية ، واعتبرها محلاً محتملاً لاستغلال المعلومات الداخلية^(٣٥).

وتعتبر المعلومات سرية حتى ولو لم يكن المطلع هو الوحيد الذي يعلم بها طالما كانت في حيازة عدد محدد مقارنة بباقي المشاركين في السوق، فهي بالتأكيد قد تكون معلنة ضمن نطاق محدود من الأشخاص، فاذا تم الإفصاح بطريقة لا تجعل المعلومات السرية معروفة لعموم المستثمرين وانما لعدد محدد، فلا يؤثر هذا بتوصيفها كمعلومات سرية طالما عرفت بينهم انها سرية^(٣٦) ، طالما حافظوا عليها ولم يعلنوها.

٣٤ - قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال المصري ، رقم ٤٢ الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً) الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦ ، مادة ١ ، فقرة ١٢ .

٣٥ - صالح البربري "الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية" ، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، عام ٢٠٠١ ، الطبعة الأولى ، ص ٢١٩ .

٣٦ - احمد عبد الرحمن الملحم "حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية" ، مطبوعات جامعة الكويت ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، مجلس النشر العلمي ، الكويت ، ١٩٩٨ ، ص ١٦ .

والفارق بين سرية المعلومات وعدم سريتها هو الإعلان الرسمي عنها من الشركة، أو النشر في وسائل الاعلام المالية العامة المخصصة لذلك، مما يعد افساحاً حسبما يتطلبه القانون عبر القنوات الرسمية لإعلان المعلومات للمساهمين، ويجب ان يكون الإعلان موجهاً الى عدد غير معروف من الجمهور^(٣٧).

ولا تندرج الوقائع السرية فحسب ضمن المعلومات السرية، بل تشمل ايضاً النقاشات او الدراسات الجارية التي سيتم اتخاذ قرارات نهائية بحقها لاحقاً فهي تعتبر معلومات جوهرية، لأنها تمثل بذاتها معلومات جوهرية، وبالتالي فحتى مفاوضات العقود المهمة، ومسودة القرارات غير العادية تعتبر معلومات سرية جوهرية^(٣٨).

٢- جوهرية المعلومات:

يلزم ان تكون المعلومات جوهرية ومؤثرة، أي تتمتع بقدر من الأهمية والتأثير، يخولها تحريك أسعار الأوراق المالية سلباً أو ايجاباً ، حيث أن قيمة المعلومات تأتي من الحدث الجوهري المؤثر الذي يمثلها. بأن تؤدي إلى رفع أو خفض أسعار الأوراق المالية اذا تم إعلانها وأذاعتها للجمهور^(٣٩).

وقد اعتبر نظام العضوية في البورصة المصرية أن المعلومات الجوهرية تتحول الى داخلية مع توافر شروطها بأن يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة للتداول، أو على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها ، أو التأثير على اتجاهات التعامل في السوق ، مما يوضح أهمية تأثير المعلومات على أسعار الأوراق المالية^(٤٠).

وينبغي أن تكون المعلومات الداخلية ذات تأثير حقيقي أيضاً ، أي ناتج حتماً عن معلومات حقيقية ، فالتأثير المشترك حتى تكون المعلومات داخلية وصالحة كمحل لممارسة الاستغلال هو التأثير الطبيعي في الاسعار أي التأثير غير المفتعل الناتج عن معلومات حقيقية ، فيشمل هذا الشرط أن تكون المعلومات مؤثرة بما فيه الكفاية ، وان تكون حقيقية . ويمكن استشفاف قيام استغلال المعلومات الداخلية استناداً الى

٣٧ - عمر سالم "الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٩ ، الطبعة الأولى ، ص ٦٦ .

٣٨ - احمد عبد الرحمن الملحم ، المرجع السابق ، ص ١٧ .

٣٩ - عمر سالم ، المرجع السابق ، ص ٦٧ .

٤٠ - قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢ ، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً) الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦ ، مادة ٢ ، فقرة ١١ .

معلومات مؤثرة وحقيقية اذا كان حجم التعامل على الأوراق المالية كبيراً ، حيث أن ذلك يعطينا دليلاً على ان المعلومات التي تعامل على أساسها الشخص كانت جوهرية من وجهة نظره^(٤١).

ولا تعتبر الشائعات من المعلومات الداخلية لأن الشائعة لا تعطي تأثيراً حقيقياً في السوق وإنما تأثيراً مؤقتاً ومفتعلاً ، بالإضافة إلى أن السوق عرضه للشائعات والتعامل على أساسها قد لا يرتب مسئولية ، وهذا النوع لا يرق لمرتبة المعلومة الداخلية ، فينبغي أن يكون ممارس الاستغلال قد تحصل على المعلومات الداخلية ، مثل معرفة الخسائر أو تأكيد تنبؤات توزيع الأرباح من علاقته بالشركة أو بمطلع على الشركة أو من شخص يبيع المعلومات مثلاً ، وأن يستغل هذه المعلومات ويتاجر على أساسها في السوق ، ويجب ان بالتالي ان تؤدي التعاملات بناء على معلومات داخلية الى أضرار محققة للقيم الحقيقية لأسعار الأسهم بالفعل^(٤٢).

وقد انتهى بروتكول منع تداول المطلعين المدرج ضمن ميثاق الأمم المتحدة لحوكمة الشركات على أن المعلومات الداخلية هي معلومات دقيقة ، ولا يمكن اعتبار الشائعات كذلك لأنها غامضة وغير دقيقة ، كما أن المعلومات لا يجب أن تكون قد حدثت أو أنها ستحدث بالتأكيد ولكن من المحتمل بشكل واضح أنها ستحدث ، وان كانت هذه الامكانية نادرة التوقع^(٤٣).

وبالنسبة للمعلومات الداخلية التي لا يعرف مثلاً أنها ستكون ذات تأثير إيجابي سيعصد بأسعار الأسهم أم سلبي سيخفض أسعارها الخ وغيرها من المعلومات الحقيقية ذات التأثير الطبيعي في السوق والتي لا يمكن تحديد تأثيرها، فلا يمكن اعتبارها معلومات داخلية لأنها لا تفيد ممارس الاستغلال ، فلن يستطيع اتخاذ قراره شبه المضمون بناء عليها ، وبالتالي لن يستطيع استغلالها^(٤٤).

ثانياً : الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية في سوق المال:

ترتبط عملية الإفصاح مباشرة بموضوع الإفصاح عن نشرة الاكتتاب في السوق الأولية ، وإعلان مفرداتها للجمهور بشكل تكون فيه متاحة للكافة ، مما يتيح للجمهور الاطلاع عليها لاتخاذ القرار المناسب في الاستثمار بالأوراق المالية المطروحة للاكتتاب^(٤٥).

٤١ - عمر سالم ، المرجع السابق ، ص ٦٢ .

٤٢ - حسين فتحي ، المرجع السابق ، ص ٤٥ .

٤٣ - حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٤٥ .

٤٤ - صالح البريري ، المرجع السابق ، ص ٢١٨ .

٤٥ - مصطفى كمال طه "القانون التجاري ، الشركات التجارية . الاحكام العامة الشركات . شركات الأشخاص . شركات الأموال" دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، ١٩٩٨ ، ص ١٦٢ .

وهذا الارتباط يقتضي بالضرورة ان يكون الاكتتاب صحيحاً مستوفياً شروطه الشكلية والموضوعية ، من الشروط الشكلية الحصول على موافقة الجهة المختصة في اصدار أوراق مالية وطرحها للاكتتاب العام ، وتقديم نشرة الاكتتاب لهيئة الاوراق المالية لغرض اعتمادها قبل إعلانها للجمهور ، ومن الشروط الموضوعية أن يكون الاكتتاب في رأس المال المصدر كاملاً^(٤٦).

ويلزم الإفصاح عن نشرة الاكتتاب لإمكانية ادراج الأوراق المالية في سوق المال ، حيث يلجأ مؤسسو الشركة عند انشائها إلى طرح أسهمها في اكتتاب عام عن طريق نشرة اكتتاب بغرض تجميع اكبر قدر ممكن من رأس مال الشركة. على أن تكون نشرة الاكتتاب مستوفية لكافة البيانات عن عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي ، والحد الأقصى لعدد الأسهم عند الاكتتاب ، وعدد الأسهم التي يشترط تملكها للحصول على العضوية في مجلس الإدارة ، وميعاد الاكتتاب ومكانه وشروطه ، والمسائل التي من شأنها التأثير في المركز المالي للشركة.

ويشترط لصحة الاكتتاب ما يلي^(٤٧):

- أن يكون الاكتتاب كاملاً ، أي في جميع رأس مال الشركة.
- أن يكون الاكتتاب باتاً لا رجعة فيه.
- أن يكون الاكتتاب جدياً.

ثالثاً : الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في سوق المال ، ويشمل:

- الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية:

وهو الإفصاح عن التقارير والبيانات والمعلومات والقوائم المالية الدورية التي هي بطبيعتها لا تؤثر بشكل مباشر أو في ذات وقت الإعلان عنها في سعر الورقة المالية^(٤٨).

- الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية:

ويتم ذلك من خلال الاطلاع على مضمون الإفصاح الفوري ثم الاطلاع على الإجراءات المتبعة في هذا النوع من الإفصاح، اذ تلتزم الجهة المصدرة للأوراق المالية بإخطار الجهات الإشرافية على أسواق المال

٤٦ - احمد محرز "النظام القانوني للخصخصة" ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ص ٨٦ - ٨٩ .

٤٧ - احمد محرز ، المرجع السابق ، ص ٨٨ .

٤٨ - عصام حنفي محمود "التزام الشركات بالشفافية والإفصاح" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص ٦٤ .

عن أي تطورات جوهرية تؤثر في أسعار تلك الأوراق حال وقوفها عليها. وان تتخذ الإجراءات الكفيلة بتوصيل المعلومات من الجهات الملزمة بالإفصاح الى الجهات المستفيدة منه^(٤٩).

- الإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية للجهة المصدرة:

حيث تلتزم الشركات المدرجة في سوق المال بإخطار الهيئة العامة لسوق المال بتلك الاجتماعات وبجدول اعمالها قبل مدة كافية من تلك الاجتماعات، حتى يتمكن المساهمون من لوقوف على المسائل المطروحة على جدول اعمال الجمعية العمومية^(٥٠).

- الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية:

حيث يلزم الإفصاح عن المصلحة المشتركة مع اخرين في أسهم المنشأة، أو أي اتفاق مع الغير يترتب بموجبه التزام او قيد على أطرافه فيما يتعلق بملكيتهم المشتركة للأسهم. أو ارتباط الشخص بعقد شراء اسهم بالأجل ، او اتفاق تناول خيارات شراء اسهم^(٥١).

- الإفصاح في ظل مواجهة عمليات غسل الأموال في البورصة:

اهتمت كافة التشريعات بمواجهة جرائم غسل الأموال، وإبراز مخاطرها واثارها السلبية، ووضعت الضوابط والقواعد اللازمة للكشف عن هوية العملية والمتعامل من خلال تطبيق مبدأ "اعرف عميلك" لدى البنوك والشركات وأسواق المال، بما يتطلب مستوى ال من الشفافية والإفصاح.

رابعاً: الإطار المكاني والزمني للمعلومات الداخلية:

١- الإطار المكاني:

ينبغي ان تكون المعلومات الداخلية مكتملة الشروط في مكان السوق الذي ستتم به ممارسة الاستغلال، أي ان المعلومات يجب ان تكون سرية، وأن تؤثر في أسعار الأوراق المالية العائدة للمصدرين المسجلين في مكان السوق، وبالتالي قد تفقد هذه المعلومات سريتها او تأثيرها في مكان اخر، وان كان المصدر قد أدرج اسمه فيه. ومعنى ذلك أن استغلال المعلومات في أحد الأسواق قد يعد استعمالاً مشروعاً لمعلومات مفصح

٤٩ - أحمد عبد الرحمن الملحم، مرجع سابق ، ص ٢٢ .

٥٠ - عصام حنفي محمود، المرجع السابق، ص ٦٥ .

٥١ - صالح البربري، مرجع سابق، ص ٢١٩ .

عنها في سوق آخر، وذلك لأن المعلومات المتميزة حسب هيئة الأسواق المالية الفرنسية هي عبارة عن مجموعة من الظروف والاحداث التي حدثت أو التي قد تحدث ، والتي قد تؤثر على أسعار الأدوات المالية، وهذه الظروف والاحداث قد تختلف بين فروع نفس الشركة لاختلاف موطنها والسوق الوطنية المدرجة بها^(٢).

فالشرط المكاني إذن يتمثل في ضرورة أن تكون المعلومة سرية وجوهية التأثير في مكان السوق الذي استغلت فيه حتى تكون معلومات داخلية، ولا يؤثر في المعنى السابق أن تكون المعلومات داخلية في عدة أسواق مرتبطة مع بعضها لأن السوق أصبح يعني مجموعة المعاملات وليس مكاناً جغرافياً، خاصة وأن العالم الحديث بدأ يتطور باتجاه تشكيل حيز اقتصادي محلي موحد ، ونتج عن ذلك تأثر أسواق الأوراق المالية ببعضها بشكل كبير، حيث أن أي ازمة تحدث لسوق ما سوف تؤثر موجاتها في غيرها من الأسواق الأخرى المرتبطة بها لا محاله^(٣).

وقد نتج عن هذا التشابك والتداخل والترابط العالمي بين أسواق الأوراق المالية والتأثير المتبادل بينها الى جانب تطور وسائل الاتصال وتشابه الاستراتيجيات الاستثمارية نتج عنه انخفاض أهمية الشرط المكاني للمعلومات الداخلية بين الأسواق المرتبطة ، حيث أصبح المكان يشمل أسواق مالية كثيرة قد ارتبطت ببعضها ، وأصبحت المعلومات الداخلية في سوق ما تحظى بنفس الوصف في الأسواق المرتبطة بها، وان كانت الاعتبارات السابقة لم تلغ هذا الشرط بعد ، فلا تزال الكثير من الأسواق منفصلة عن بعضها خوفاً من الارتباط الذي سيجر لها تبعية في التأثيرات المالية السلبية. ومن ثم يلزم النص على الشرط المكاني للمعلومات الداخلية، حيث تنص أغلب الدول في نطاق تطبيق قانون سوق الأوراق المالية على انها تعني بـ "السوق" سوقها المالية الوطنية كما ذكرت اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية"^(٤)

ولهذا فإن تحديد الدول لسوقها المالية على أنه الملتزم الوحيد بقوانينها يؤدي إلى اختلاف المعلومات الداخلية التي تعد محلاً صالحاً لممارسة الاستغلال من سوق إلى آخر، وبالتالي يظهر الشرط المكاني للمعلومات الداخلية كركن ضروري لاعتبارات المعلومات التي تم استغلالها داخلية ، لأنها في مكان السوق ، وتعتبر داخلية.

ب - الاطار الزمني:

٥٢ - احمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سابق ، ص ٢٢ .

٥٣ - صالح البريري ، المرجع السابق ، ص ٢١٨ .

٥٤ - قرار وزير التجارة والزراعة البحريني رقم ١٣ الخاص بإصدار اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية، الصادر

بتاريخ ١٩٨٨/١٢/٢٤ ، مادة ١ .

يلعب الزمن دوراً هاماً في تكوين قيمة وخطورة المعلومات الداخلية، فالمعلومات لن تكون داخلية إلا لفترة محدودة، وهذا يعني أنه قبل هذه الفترة وبعدها تفقد المعلومات صفة الداخلية، فالزمن يلعب دائماً لمصلحة من يستغله بأسرع ما يمكن وبالأسلوب الصحيح، وعلى هذا فإن المطلعين على المعلومات الداخلية لديهم ميزة الاطلاع ولكن لبعض الوقت، فإذا ما قاموا باستغلال هذه الميزة في وقتها تحدث مخالفة للقانون. وبالتالي يظهر أن هناك خيطاً رفيعاً بين الاستخدام القانوني وغير القانوني للمعلومات الداخلية، وهو استغلال المعلومات قبل تعميمها للكافة^(٥٥).

والفترة الحاسمة لاعتبار المعلومات داخلية هي: الفترة التي تفصل بين علم المطلع بالمعلومات وبين الإفصاح العام عنها والإمكانية الفعلية لعموم المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء عليها، وعلى العكس فإن المعلومات لا تبقى داخلية بعد الإفصاح عنها للجمهور وإباحة استعمالها للكافة^(٥٦).

والحقيقة أن توقيت حصول المستثمر على المعلومة يعد ذا تأثير هام عليه، ولذا يفضل في حالة نشوء معلومة جوهرية أن يتم الإفصاح عنها بسرعة وبدون تباطؤ لأن ذلك يضيق المسافة الزمنية المتاحة أمام المطلع الداخلي عليها لكي يستغلها ولهذا يعتبر توفير هيكل تكنولوجي معلوماتي من مستلزمات أسواق الأوراق المالية لأن المعلومات الآتية من هذا السوق تفقد قيمتها مع مرور الزمن. والاصل أن يتم نشر المعلومات الداخلية للعموم فور اطلاع من يحوزها عليها أو عدم القيام بأي عملية بناء عليها^(٥٧).

وتتجلى أهمية الشرط الزمني من كون العبرة بتأثير المعلومات الداخلية كشرط لها هو في وقت إعطاء امر التداول وليس في وقت تنفيذه، أي إن المستغل للمعلومات الداخلية كان يعلم إن المعلومات التي يستغلها هي داخلية وجوهرية التأثير وقت إعطاء الامر، أما وقت التنفيذ فلا يهم بقاء المعلومات داخلية أم فقدانها لصفقتها في هذا الوقت، لأن المستغل لها قد قام بكل أركان ممارسة الاستغلال ولكنه فشل^(٥٨).

وتفرض بعض القوانين فترة زمنية معقولة بين علم المطلع بالمعلومات الداخلية وبين تعامله على أساسها، على اعتبار أن الفاصل الزمني بين واقعة العلم وواقعة الاستغلال يجب أن تكون معقولة وغير مبالغ فيها وهذه العملية تضع نقطتين من الزمن يجب أن يتم استغلال المعلومات خلالهما، أولهما العلم بالمعلومات الداخلية، وثانيهما نهاية الفترة التي اعتبرها القانون الحد الأقصى لإمكانية استغلال المعلومة،

٥٥ - اسماء فريز "كل شيء عن البورصة" حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جريب، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، ص ٢٥٤.

٥٦ - اسماء فريز، المرجع السابق، ص ٢٥٣.

٥٧ - عمر سالم، المرجع السابق، ص ٦٤.

٥٨ - احمد عبد الرحمن الملحم، المرجع السابق، ص ٢٥.

بينما لم تحدد بعض القوانين الأخرى تلك المدة كالقانون المصري والسوري ، والبعض الآخر حددها بمدة معينة لا يمكن بعدها اعتبار المطلع قد تاجر على أساس المعلومات ، مثل قانون تعاملات المطلعين البريطاني الذي يعتبر استغلال المعلومات محظور بين اتصالها بعلم المطلع ولغاية ستة أشهر، فالتقارب الزمني بين الاطلاع على المعلومات الداخلية واستغلالها مشروط لاعتبار المستغل أنه قد استند على هذه المعلومات التي لم تعلن للجمهور^(٥٩).

وحسناً فعل المشرع المصري بعدم وضع حد أقصى من الزمن لاعتبار المعلومات داخلية فالمهم هو ملاحقة المستغل للمعلومات الذي اتخذ قراراً استثمارياً صائباً بفضل معلومات داخلية ، فالمهم هو ملاحقة المستغل للمعلومات الذي اتخذ قراراً استثمارياً صائباً بفضل معلومات داخلية اذا بقيت مستوفية لشروطها ومهما بلغت مدة حيازه لها .

خامساً : الجهات الملزمة بالإفصاح والشفافية^(٦٠):

١ - الجهات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو الحسابات:

ويقصد بالجهات المصدرة الأشخاص الاعتبارية التي تصدر أوراقاً مالية أو تعلن عن الرغبة في إصدارها ، ويعد مجلس الإدارة هو الجهة الأولى المسئولة في الإفصاح عن المعلومات ، أما الجهة التي تراقب أعمال مجلس الإدارة فهي الجمعية العمومية لجميع الأعضاء المساهمين ، فيلتزم مجلس الإدارة أن يبلغ المجلس عن أي مصلحة تتعارض مع مصلحة الشركة ، كما يلتزم بإعداد ميزانية سنوية شاملة الأرباح والخسائر. ويلزم أن يكون لكل جهة مصدرة مراجع حسابات.

٢ - الهيئات العامة وادارات بورصات الأوراق المالية:

تعتبر الهيئة العامة لسوق المال هي الجهة الرقابية على بورصة الأوراق المالية في مصر، ولها الحق في التأكد من تطبيق قواعد الشفافية والإفصاح. كما يعتبر مجلس إدارة بورصة الأوراق المالية مسئولاً عن تطبيق قواعد الشفافية والإفصاح داخل البورصة لكافة المتعاملين على السواء،

٣ - شركات الوساطة المالية:

حيث تلتزم شركات لوساطة المالية التي هي العصب الرئيسي الذي يربط بين المستثمرين والبورصة بكافة قواعد الإفصاح والشفافية طبقاً للقانون.

٥٩ - عمر سالم ، المرجع السابق ، ص ٦٥ .

٦٠ - حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ص ٤٦ - ٥٠ .

٤ - المتعاملون في الأوراق المالية:

ويشمل مفهوم المتعاملون بالبورصة الشخص الطبيعي أو الاعتباري على السواء ، حيث يلتزمون في حالات معينة بضرورة الإفصاح ، مثل حالات الإفصاح عند تجاوز نصاب ملكية المساهمين للأوراق المالية في شركات المساهمة ، وشركات التوصية بالأسهم ، وكذلك حالات المصالح التي تتحقق لدى متعامل أو أكثر في أسهم شركة معينة بما يعرف بالعرض العام للشراء.

المبحث الثالث

صور الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية

تتعدد صور الممارسات غير الأخلاقية في بورصة الأوراق المالية ما بين جرائم البورصة والتجاوزات التي كانت سبباً في انهيار العديد من بورصات الأوراق المالية العالمية، وبين الاخلال بقواعد الإفصاح والشفافية، بالإضافة الى غير ذلك من صور الممارسات غير القانونية ونعرض لها على النحو التالي:

أولاً : الممارسات غير القانونية التي أدت لانهيار بورصات عالمية:

أثناء فترة الكساد العظيم (١٩٢٩ - ١٩٣٣) ثار تساؤل عن أيهما تسبب في حدوث الآخر هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد العظيم أم أن الكساد العظيم هو الذي تسبب في حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية؟

ووقع اللوم في النهاية على أسواق رأس المال، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث بعض التجاوزات كانت السبب الرئيس في الأزمة من بين هذه التجاوزات^(١١): البيع المظهري أو الصوري، الشراء لغرض الاحتكار، استغلال السماسرة لثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب.... وغيرها ، وهو ما نعرض له تباعاً:

أ- البيع الصوري أو المظهري^(١٢):

يقصد بالبيع الصوري أو المظهري "wash sale" خلق تعامل مظهري نشط عن سهم ما في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صورياً لابنه أو أحد أفراد أسرته ، ومن صورته كذلك قيام ذات الشخص بشراء وبيع ذات الورقة في ذات اليوم لشخص يتفق معه على ذلك ، وتتم العملية بأن يقوم المشتري بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي سبق أن اشتراها منه وذلك في نفس الوقت اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق .

ويهدف البيع الصوري إلى إيهام المتعاملين أن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية ، وأن تعاملنا نشطاً يجري عليها وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق الربح ولما كانت البورصات تقوم بنشر كافة المعلومات بشأن الصفقات التي تبرم فإن هذه السلسلة من البيوع للأوراق المالية من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية بشكل يوحى للمتعاملين تدهور حالة المنشأة المصدرة لها ، وهنا قد يصاب البعض بالذعر مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكونه من هذه الأسهم الأمر الذي يترتب عليه مزيد من الهبوط في الأسعار لزيادة العرض على الطلب ، وعندئذ يتدخل المستثمر المخادع مشترياً ، وكذلك في حالة الشراء^(١٣) .

ب- الشراء بغرض الاحتكار:

٦١ - استار تايمز "بعض التعاملات غير الأخلاقية في البورصة". مقال الكتروني بتاريخ ٢٩/١/٢٠٠٩، على الموقع

الالكتروني: <http://www.startimes.com>

٦٢ - منير إبراهيم هندي "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف بالإسكندرية ، ١٩٩٧ ، ص ٣٧٩ .

٦٣ - عطية فياض " الضوابط الشرعية للتعامل في البورصة : المشروع والمنهي عنه شرعاً" ، كلية الشريعة والقانون ، بجامعة الأزهر ، بدون ناشر او سنة نشر ، ص ٤٤ .

يقصد بالشراء لغرض الاحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل أو معظم الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه ، أو للانفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدرة للأوراق المالية" .

وقد يحدث الاحتكار من شخص بمفرده أو بالتعاون مع أعوانه أو أفراد أسرته . والاحتكار الذي يضر بالغير إهدار لحرية التجارة والصناعة وتحكم في الأسواق يستطيع معه المحتكر أن يفرض ما يشاء من الأسعار على المتعاملين فيرهقهم في معاشهم وكسبهم . كما أن الأسعار التي يفرضها المحتكر أسعار غير عادلة وليست نتيجة لتلاقي قوى العرض والطلب وبالتالي يفسد السوق^(٦٤) .

ج - استغلال ثقة العملاء:

كما هو معلوم أن السمسار يأخذ العمولة على الصفقة التي يقوم بتنفيذها سواء كانت هذه الصفقة مربحة أو خاسرة ، وعليه فكلما زاد عدد الصفقات كلما زاد عائد السمسار ولأجل هذا السبب قد يستغل هذا الأخير ثقة عملائه فيشجعهم على إبرام صفقات على أساس معلومات مضللة، هذا وعلى الرغم من أن التشريعات تحرم هذا النوع من الممارسات غير الأخلاقية فإن الواقع كشف عن صعوبة إثباتها.

د - اتفاقيات التلاعب^(٦٥):

وتحدث بواسطة شخص أو أكثر، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، وتنقسم هذه الاتفاقيات إلى قسمين:

١ - اتفاقيات المتاجرة trading pool :

ويقصد بها تلك الاتفاقيات التي يسعى من ورائها التنظيم إلى اكتساب أكبر عدد من الأوراق و ذلك من خلال ترويج شائعات عن سوء حال المنشأة المعنية ويمكن أن يحدث كذلك من خلال استغلال السمسرة أعضاء التنظيم لثقة عملائهم فيدفعونهم إلى التخلص من تلك الورقة ، وفي ظل هذا المناخ الذي يتسم بزيادة العرض يُتوقع أن تتجه القيمة السوقية للمنشأة للانخفاض حتى تصل إلى أدنى مستوى لها وحينئذ يسعى التنظيم إلى شرائها في سرية وهدوء من دون ضوضاء، وبعد امتلاك جميع الأوراق يسعى هذا التنظيم إلى إحداث جو مشجع لشراء تلك الأوراق وذلك من خلال نشر معلومات كاذبة، استغلال ثقة العملاء، البيع الظاهري، وفي ظل هذه الظروف تتجه القيمة السوقية للورقة للارتفاع حتى تصل إلى أعلى مستوى لها فيقوم التنظيم عندها ببيع أوراقه بدون ضجة تذكر ويحقق بذلك أرباح طائلة.

٦٤ - عطية فياض ، المرجع السابق ، ص ٤١ .

٦٥ - منير إبراهيم هندي ، المرجع السابق ، ص ٣٨٢ .

وهنا عادة ما يكون بعض أفراد التنظيم في مجلس إدارة المنشأة وذلك من أجل تمكين التنظيم من شراء حق اختيار يعطيه الحق في شراء كمية من الأوراق في وقت لاحق بالسعر الحالي، وبعد الحصول على هذا الحق يسعى التنظيم لترويج معلومات عن تحسن حالة المنشأة، ويمكن كذلك أن يقوم بعمليات البيع الظاهري، كما يمكن أن يقوم برشوة بعض وسائل الإعلام من أجل ترويج هذه المعلومات. وفي ظل هذه الظروف تبدأ القيمة السوقية للورقة في التحسن حتى تصل إلى أعلى مستوى لها فيقوم التنظيم عندها بتنفيذ حق الشراء ويحقق أرباح طائلة بذلك^(٦٦).

ثانياً : جرائم التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات:

أدى عدم الالتزام بالإفصاح والشفافية من قبل العديد من الشركات، وتطبيق مبادئ الحوكمة الى ظهور العديد من الممارسات غير القانونية في تعاملات تلك الشركات مع سوق الأوراق المالية. رغم تطبيق بعض الغرامات لعدم الالتزام.

كما أن تكافؤ الغرامات المالية والبالغة ١٥ ألف جنيه فقط مع أحجام الشركات المتعاملة بالبورصة، مما أفقد هذا الإجراء جدواه في ردع المخالفين. كما أن ضآلة قيم الغرامات المالية الموقعة على الشركات المخالفة لقواعد الإفصاح، موضحاً أنه حتى ولو تمت مضاعفة قيم تلك الغرامات، فإنها ستظل ضئيلة مقارنة بأحجام الشركات المقيدة، التي يتهاون بعضها في تطبيق شروط الإفصاح والشفافية بسبب عدم جدوى أساليب العقاب. كما أن تأخر الشركات في تسليم القوائم المالية في ظل وجود فترة كافية لإرسالها دون تعدي الفترة المحددة، ومع ذلك فإن العديد من الشركات تتجاهل الالتزام بالفترة المحددة وتقوم بتحمل غرامات التأخير.

كما أن احتمالية تعمد بعض أعضاء مجالس إدارات الشركات عدم الالتزام بمعايير الإفصاح لخدمة مصالحهم الشخصية، مما قد يكون السبب وراء تأخر الشركات في إرسال القوائم المالية يكمن في اشتراط حظر تعامل الداخلين أو أعضاء مجالس الإدارات على الأسهم لمدة ٣ أيام قبل تسليم القوائم و ٣ أيام أخري بعد تسليمها، ومن ثم تتأخر الشركات في إرسال القوائم بسبب رغبة أعضاء مجالس الإدارة في الاستفادة من فرص استثمارية متاحة خلال تلك الفترة، خاصة في ظل طبيعة سوق المال التي تتسم بالتغير المستمر.

استفادة بعض المطلعين الداخليين بالشركات من تأخير الإفصاح عن بعض الأحداث الجوهرية من خلال تجميع كميات من الأسهم لبيعها عند إعلان الحدث الجوهري.

^{٦٦} - منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ٣٨٣ .

ويمكن القول ان بورصات الأوراق المالية تعاني بشكل عام من مظاهر عدم الإفصاح عن المعلومات مما يشكل خطراً على استقرار البورصة ، وفي نفس الوقت اضراما بالمتعاملين فيها سواء كانوا مساهمين حاليين أم محتملين ، نظراً لكون تلك المعلومات من العناصر الأساسية التي يعتمد عليها المتعامل في اتخاذ قراره الاستثماري^(٦٧).

وتتعدد صور ومظاهر الاخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ما بين التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات ، والإفصاح الكاذب او المضلل ، والتعامل الداخلي المخالف ، واستغلال المعلومات الداخلية السرية ، وهي جميعها تمثل جرائم التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات ، ونشير اليها على النحو التالي:

أ - التأخير وعدم الإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات:

فأي تقصير من أي جهة من الجهات المصدرة للأوراق المالية في هذا الجانب يعد اخلالاً بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، الامر الذي يستوجب اتباع الإجراءات المناسبة لمواجهة هذه الصور من الاخلال ، وإيقاع الجزاء المناسب عليها^(٦٨)، ويتم ذلك بإحدى الصور الآتية:

١ - التأخير وعدم الإفصاح الدوري عن المعلومات:

تجمع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على تأكيد وجوب تقديم تلك البيانات من قبل الجهات الملزمة بالإفصاح خلال المواعيد المحددة لها ، والا تعرضت تلك الجهات ومن يمثلها للجزاء لأن في ذلك أثراً سلبياً في قرارات المستثمرين بالبورصة^(٦٩).

٢ - التأخير وعدم الإفصاح الفوري عن المعلومات^(٧٠):

يشكل التأخير وعدم الإفصاح الفوري عن المعلومات خرقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص والتشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام ، بغض النظر عن نية الجهة المتسببة في هذا المنع وفي هذا

٦٧ - منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ٣٧٩ - ٣٨٦.

٦٨ - بلال بدوي "الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص ٣٠.

٦٩ - جمال عثمان " الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية في البورصة" ، دراسة قانونية مقارنة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠١٠ ، ص ٢٧٦.

٧٠ - محمد فاروق عبد الرسول "الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية" ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧ ، ص ٤٠.

التأخير في الإفصاح سواء كان عن عمد أم مجرد خطأ ناتج عن اهمال وتقصير في واجبات أطراف تلك العملية ، لذلك تشدد التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية بوجوب التقيد بالإفصاح الفوري عن المعلومات .

وتتحقق هذه الصورة من الاخلال بغض النظر عن طبيعة واهمية هذه المعلومات ، وفيما اذا كان هذا الاخلال بشكل كامل التفاصيل للمعلومة او جزء منها . فصغر أو كبر الاخلال لا يؤثر في طبيعة المخالفة وفي الجزاء الذي ينتظر مرتكبيها ما دام ان المعلومة تدخل ضمن المعلومات التي اوجب المشرع الإفصاح عنها.

ب . التأخير وعدم الإفصاح عن المصالح وملكية الاواق المالية:

بات ضرورياً الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية من الأمور المهمة لدى المستثمرين في بورصة الأوراق المالية لاحتمالات التغيير في مجلس إدارات تلك الجهات او تغيير سياساتها المستقبلية واتخاذ القرارات التي قد تؤثر في حقوق المساهمين بالبورصة^(٧١).

ج - عدم الإفصاح في جرائم غسل الأموال:

هناك اجماع عام على مستوى كافة التشريعات في الدول المختلفة على ضرورة الإفصاح في مجال مواجهة جرائم غسل الأموال وشرعوا لهذه المواجهة الإجراءات والضوابط الكفيلة بهذا النوع من الإفصاح ،والابلاغ للجهات المختصة بما فيها المصارف المركزية والهيئات العامة للأوراق المالية ،وادارات بورصات الأوراق المالية بالحالات المشتبه بها ،ومن بين تلك القوانين القانون المصري^(٧٢).

د - عدم تمكين الغير من الاطلاع على المعلومات:

يحظر القانون تمكين الغير من الاطلاع على المعلومات ، حيث ضمن لأشخاص وجهات معينة الحق في الاطلاع على المعلومات والبيانات والوثائق الخاصة بالجهات المصدرة للأوراق المالية ، ومن ثم يسأل قانوناً كل من يخرق هذا الحظر ، كأن يمتنع عن تمكين أطراف معينة من الاطلاع على المعلومات والبيانات والوثائق الخاصة بالشركة او يعمل على عرقلة أداء مهامها^(٧٣).

ثانياً : الإفصاح الكاذب أو المضلل عن المعلومات:

٧١ - احمد عبد الرحمن الملحم ، مرجع سابق ، ص ٧٥ .

٧٢ - جمال عثمان ، المرجع السابق ، ص ٢٨٧ .

٧٣ - هالة حلمي السعيد "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة " ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، العدد ٥٨ ، الكويت ، ص ٣٢ .

تؤكد التشريعات في الدول المختلفة على اصباح الحماية القانونية على بورصة الأوراق المالية، وعلى المتعاملين فيها من خلال جملة من الاحكام والقواعد القانونية التي تحد من الممارسات غير المشروعة ، ومنها المتعلقة بتجريم الإفصاح الكاذب وما يتعلق بها من تقديم معلومات مضللة ، ويقرر تبعاً لذلك على من تصدر عنه تلك المعلومات الجزاء المناسب ، حماية منه للثقة في تعاملات بورصات الأوراق المالية وضماناً لاستقرارها ولحقوق المتعاملين فيها جميعاً^(٧٤).

وهو عملية نشر معلومات زائفة أو مغلوطة في السوق تخص حالة المصدر أو إستشرافاتها المستقبلية لغرض التلاعب في الأسعار أو دفع خسارة محتملة للشركة.

وقد واجهت مصر خلال السنوات الماضية تحدياً ربما يكون من أخطر التحديات التي فرضت على الدولة في تاريخها الحديث، فقد تعرضت لنحو ٢١ الف ساعة خلال ثلاثة اشهر فقط، وذلك بمثابة ناقوس الخطر لما يتعرض له المجتمع المصري حالياً من مخاطر تهدف إلى هدم النسيج الاجتماعي والوطني عبر نشر الشائعات وترويج الأكاذيب بهدف خلق البلبلة والإحباط لدى افراد المجتمع، وقد انتشرت هذه الظاهرة بشدة مع الزيادة الكبيرة في البرامج الحوارية ووسائل الاعلام الجديدة مثل شبكات التواصل الاجتماعي وغيرها، مما يساعد في انتشار الشائعات والبلبله وإحداث الفوضى^(٧٥).

كما بات الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية واجباً مقرر على فئات وجهات معينة حددها القانون ، ووضع الجزاء المناسب على من يخل بهذا الواجب ، وبالرغم من عناية التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية في جميع الدول لهذا الواجب في الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، الا انه تبقى هناك من الثغرات التي قد يستغلها بعضهم من المستثمرين لغرض الاستحواذ على نسب كبيرة من اسهم الشركة المصدرة مما يتيح لهم السيطرة على الجمعية العمومية ، ومن ثم الهيمنة في اتخاذ القرارات فيها من خلال امتلاكهم الأغلبية في الأصوات^(٧٦).

وعلى مستوى قوانين الشركات فقد جاءت احكامها جنباً الى جنب مع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية لتحقيق اهداف ترمي الى حماية مصالح متعددة تتمثل فيما يلي:

٧٤ - جمال عثمان ، المرجع السابق ، ص ٢٩١ .

٧٥ - حيث يترتب على نشر بيانات ومعلومات خاطئة خلق جو من عدم الثقة وانعدام اليقين في أي إجراءات او سياسات او مؤشرات يمكن ان يعتمد عليها الأفراد، وهو ما يؤدي في النهاية إلى إفساد المناخ العام طالما ان الأمور ضبابية وغير واضحة، ولأسف التعامل مع المشكلة يشوبه العديد من النقص والأخطاء ... للمزيد راجع : عبد الفتاح الجبالي " الشائعات .. آثارها وسبل مواجهتها" ، مقال منشور بجريدة الاهرام المصرية ، الأربعاء ٢٥ يوليو ٢٠١٨ السنة ١٤٢ العدد ٤٨٠٧٨ .

٧٦ - صفوت عبد السلام "الشفافية والإفصاح على كفاءة رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص ٦٥ .

- حماية الجمهور من تأثير الوسائل الترويجية المستخدمة من قبل مؤسسي ومديري الجهات المصدرة للأوراق المالية عند الاكتتاب.
- ضمان الثقة التي يوليها الجمهور في وسائل الإفصاح المتعددة.
- تشجيع الادخار العام والاستثمار وضمان ثقة الجمهور بوسائل وأدوات ذلك الادخار والاستثمار.

تأثير المعلومات الكاذبة والمضللة على مراحل الإفصاح:

١ - الكذب في الإفصاح السابق على ادراج الأوراق المالية في البورصة:

المعلومات الكاذبة قد ترد في نوع الشركة ، كما لو قامت شركة ذات مسؤولية محدودة بالدعوة الى الاكتتاب العام في أسهم أو سندات لحسابها مما يؤدي الى تعرض المؤسسين أو المديرين الذين قاموا بتوجيه الدعوة الى الجمهور للاكتتاب وكل من عرض هذه الأوراق لحساب الشركة للعقاب ، وقد يتعلق الكذب بالمعلومات المتعلقة بالشركاء ، كما قد يكون في المعلومات المتضمنة في النشرات الإعلامية للشركة^(٧٧).

٢ - الكذب في الإفصاح اللاحق لأدراج الأوراق المالية في البورصة:

تبدو انتهاكات مبدأ الإفصاح والشفافية ظاهرة في هذا الجانب من خلال تقديم معلومات وبيانات كاذبة ومضللة في جميع صور الإفصاح بعد ادراج الأوراق المالية في البورصة ، ومن هنا لا يؤثر في المسؤولية المترتبة على الإفصاح الكاذب ، إذ ان هذا الكذب قد امتد الى مرحلة الافصاح الفوري او الإفصاح عن ملكية الأوراق المالية^(٧٨).

ب - صور وأدوات الإفصاح الكاذب:

١ - صور الكذب في المعلومات المفصح عنها:

- الكذب في المعلومات المتعلقة بنوع الشركة^(٧٩):

٧٧ - غنام محمد غنام "تجريم الكذب على المساهمين في شركات المساهمة في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي" ، مجلس النشر العلمي ، لجنة التأليف والنشر ، جامعة الكويت ، الكويت ، ١٩٩٦ ، ص ٦٣.

٧٨ - جمال عثمان ، المرجع السابق نص ٢٩٦ .

٧٩ - جمال عثمان ، المرجع السابق ، ص ٣٠٠ .

حيث يشترط للاكتتاب في الأسهم ان تصدر من شركة مساهمة عامة أو من شركة توصية بالأسهم، ولا يجوز ان يدعي للاكتتاب في أسهم شركة ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامنية أو غير ذلك من أنواع الشركات.

• الكذب في المعلومات المتعلقة بالشركاء:

وتأخذ هذه الحالة اكثر من صورة على النحو التالي:

- الكذب في تقويم الحصص العينية: ضماناً لحقوق جميع المساهمين وحماية لمصالحهم فقد قررت التشريعات التي اجازت تقديم الحصص العينية مقابل المساهم في رأس المال وضع الضوابط في عملية تقدير تلك الحصص. وقد يحدث أن يغالى في تقدير الحصص العينية فيشكل ذلك مخالفة صريحة للقانون وتعدياً واضحاً على حقوق المساهمين ودائني الشركة ، الامر الذي جعل قوانين الشركات تقرر تجريم من يعمل على هذا التقدير عن قصد^(٨٠).

- الاكتتاب الصوري: لم يعد في معظم القوانين حظر الاكتتاب الصوري، ولا معاقبة من يقوم بهذا الفعل.

• الكذب المتمثل بالإعلان عن وجود مشروع وهمي^(٨١):

وبحكم المسئولية في هذه الصورة من الكذب القواعد العامة في قانون العقوبات المتعلقة بجريمة النصب، وعلى هذا الأساس تخضع هذه الصورة للعقاب في كافة القوانين العقابية المقارنة.

• الكذب المتمثل بالإفصاح عن توزيع أرباح صورية^(٨٢):

ويتمثل ذلك في فعلين الأول صورة توزيع أرباح صورية، ثم صورة المصادقة على هذا التوزيع، وتشترط قوانين الشركات على تحقيق هذين الفعلين لقيام المسئولية ومن ثم العقاب على مرتكبيها.

٢ - الأدوات المستخدمة في الإفصاح الكاذب:

يتم خرق الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية من خلال أدوات تصنع المعلومات الكاذبة أو المضللة وتوجه المستخدمين لها . وخاصة المستثمرين منهم . الى اتجاه معين كان الغاية من وراء اهار تلك المعلومات بمظهرها غير الحقيقي ، ومن هذه الأدوات:

٨٠ - عباس العبيدي "الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة" ، الناشر دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ١٩٩٨ ، ص ٧٢ .

٨١ - جمال عثمان ، مرجع سابق ، ص ٣٠٣ .

٨٢ - غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٩٤ .

١ - الكذب في التقارير المالية^(٨٣):

تتمثل صورة الكذب التي قد ترد في التقارير المالية في حالة الإعلان عن توزيع أرباح صورية ، وقد نصت بعض القوانين صراحة على فرض عقوبة على من يقوم بإعداد التقارير المالية اذا ما تضمنت تلك التقارير بيانات كاذبة.

٢ - الكذب في الميزانية^(٨٤):

يتحقق الكذب في الميزانية من خلال نوعين من الأفعال: فقد يتحقق في صورة فعل إيجابي ، وذلك بتضمين الميزانية بيانات كاذبة عن واقع المنشأة مغاير للحقيقة ، كما قد يتحقق في صورة فعل سلبي ، أي بإغفال وقائع جوهرية من مفردات الميزانية ، وقد اكدت اغلب التشريعات على مسئولية من يقوم بهذا الفعل وعاقبت مرتكبي تلك الصور من الكذب في مستندات المنشأة.

٣ - الكذب في النشرات الإعلامية^(٨٥):

قد يرد الكذب في النشرات الإعلامية فيما ورد بها من بيانات ومعلومات غير صحيحة ، فتقع المسئولية على من تثبت مشاركته في تضمين تلك النشرات لأي معلومات او بيانات كاذبة ، وقد نصت قوانين لشركات التجارية على مسئولية اولئك الأشخاص وفرضت لعقوبة المناسبة ليهم.

رابعاً: التعامل الداخلي:

أحياناً يتضمن التعامل الداخلي المتعلق بالأوراق المالية الاخلال بواجبين اذ يتمثل الاخلال الأول بفعل سلبي بإخفاء معلومات جوهرية عن الجمهور تكون مؤثرة في رفع أو خفض سعر الورقة المالية ، اما الاخلال الثاني فانه يتمثل بفعل إيجابي من جانب الحائز للمعلومة الداخلية غير المعلنة في استخدام تلك المعلومة سواء من جنب الشخص المطلع او الشخص المتلقي ، وذلك بالتعامل بناء على المعلومة التي حصلت عليها لتحقيق أرباح غير قانونية^(٨٦).

٨٣ - جمال عثمان ، مرجع سابق ، ص ٣٠٥ .

٨٤ - غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٨٢ .

٨٥ - جمال عثمان ، مرجع سابق ، ص ٣٠٥ .

٨٦ - محمد فاروق عبد الرسول ، المرجع السابق ، ص ٤٤ .

والمعلومات الداخلية هي المعلومات غير المتاحة للجميع والتي لو عرفت لكان من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق ، وتتراوح الدول في النص في تشريعاتها المالية على خطر التعاملات الداخلية بين التوسع والاقتراب ، حيث اقرت التعليمات المتعلقة باستعمال المعلومات الداخلية لأول مرة في البحرين^(٨٧).

وقد واجهت القوانين المنظمة لبورصات الأوراق المالية لحالات التعامل الداخلي في الأوراق المالية بالنص على خطرها ومعاقبة مرتكبيها الا انه لم تكن تلك التشريعات على درجة واحدة في قوة مواجهتها لهذه الصورة من الاخلال^(٨٨).

ومن صور الجرائم والتعاملات الداخلية غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية ما يلي:

١- جرائم استغلال المعلومات الداخلية السرية:

حيث ان جرائم استغلال المعلومات الداخلية السرية تجارية كانت أم تقنية أو مالية، يمكن لها أن تؤثر إيجاباً أو سلباً على سعر الورقة المالية المصدرة من الشركة إذا نشرت هذه المعلومات في السوق. واستعمال هذه المعلومات السرية معاقب عليه قانوناً سواء كان الشخص قد مارس فعلته مباشرة أو باستخدام شخص آخر لغرض تحقيق ربح أو دفع خسارة محتملة^(٨٩).

٢- جرائم التأثير على الأسعار:

وهي كل عملية أو محاولة للتمويه للتأثير على الأسعار، سواء برفعها أو خفضها وذلك بالقيام بإيداع أوامر شراء أو بيع ضخمة وبصفة متتالية لتمويه السوق بإمكانية حدوث أمر مهم جد محتمل. ويمكن وصف تلك الجرائم بجرائم التلاعب بأسعار الأوراق المالية أو ما يطلق عليها المضاربة غير المشروعة في سوق الأوراق المالية^(٩٠).

خامساً: نشر وترويج الشائعات في بورصة الأوراق المالية:

-
- ٨٧ - بالقرار رقم ٣ لسنة ١٩٩٠ .. راجع منير بوريشة "المسئولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة"، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ص ١٣٧ .
- ٨٨ - جمال عثمان ، مرجع سابق ، ص ٣٦٢ .
- ٨٩ - حسين فتحي، المرجع السابق، ص ٤٤ - ٦٥ .
- ٩٠ - عمار عباس الحسين، عمار كريم فاضل "الركن الخاص في جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (دراسة مقارنة)" ، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية ، العدد الرابع ، ٢٠١٧ ، ص ٢٢٢ .

يعتبر انتشار الشائعات من العوامل النفسية المؤثرة على عمليات البورصة ، وتمثل الشائعات في معلومات غير صحيحة وغير مؤكدة عن الشركات أو الأوراق المالية المتداولة في البورصة. يترتب عليها تغيير اليات العرض والطلب على تداول الأوراق المالية بالبورصة تأثراً بتلك الشائعات.

وفي الأوقات التي يضيف فيها دور الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ينشط تأثير الشائعات وتصبح البورصة مكاناً خصباً لهذه الشائعات المدمرة التي يستخدمها المتلاعبون للتأثير في صغار المستثمرين من اجل جني الأرباح غير المشروعة على حساب الآخرين ، وتبدو العلاقة بين المعلومات المتداولة في البورصات والشائعات ، في ان أساس التعامل في الأوراق المالية يقوم على المعلومات المتداولة بين القنوات المرخصة لتداول تلك المعلومات ، فاذا ما اختلت الرابطة نشأت من جانب اخر الرابطة الأخرى بين المستثمر وأطاف أخرى يقوى دورها في ظل ضعف الرابطة الأولى. ونظراً للخطورة التي تمثلها الحالات المتضمنة نشر وترويج الشائعات فقد حظرت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية تلك الحالات التي تعمل على التأثير في البورصة وفرضت العقوبات المناسبة على مرتكبي تلك الأفعال^(٩١).

سادساً : المضاربات غير المشروعة:

يترتب على الضعف في أداء بورصة الأوراق المالية وما يحدث فيها من اخلال في تطبيق التشريعات المنظمة لها وخاصة ما يتعلق منها بمبدأ الإفصاح والشفافية ظهور بعض الممارسات غير المشروعة ومن تلك الممارسات ما يحدث من مضاربات غير مشروعة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة بشكل يؤدي الى ضعف كفاءتها واحداث اضطراب في تداول الاسهم وأسعار الأوراق المالية.

والمضاربة في سوق الأوراق المالية تعني "التعاقد في عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مريحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها ، حيث يرصد المضارب الفرص المتوقعة وينتهازها لتحقيق مكسب ملائم^(٩٢)."

وجدير بالذكر ان المضاربة في بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة ودور متميز في تحقيق العديد من الأهداف ، وهي:

- العمل على تحقيق التوازن في أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- تعتبر من الوسائل الفعالة في توجيه المستثمرين الى مواطن الاستثمار المفيدة.

٩١ - جمال عثمان ، مرجع سابق، ص ٣٧٨.

٩٢ - عبد الباسط محمد حسن "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق اهداف تحويل مشروعات قطاع الاعمال العام الى الملكية الخاصة" ، دار النهضة العربية ، القاهرة مصر ، ص ٨٤.

- تساعد في توفير عدد كبير من المضاربيين في البورصة.

إلا أن الإفراط في المضاربة له مساوئه، فإذا ما تحولت بورصة الأوراق المالية بأجمعها إلى سوق مضاربة، وأصبح الاستثمار هو الاستثناء ففي هذه الحالة سوف يعاني الاقتصاد بكافة قطاعاته من ازمت صعبة تعيق البورصة في تأدية وظائفها الاقتصادية المنوطة بها^(٩٣).

وتهدف المضاربات غير المشروعة إلى التأثير في الاداء الطبيعي لبورصة الأوراق المالية من خلال عدد من الحيل والأساليب المحظورة التي تستحوذ على عقول البسطاء من المتعاملين في ظل غياب أو خلل في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية^(٩٤).

وبالنظر للخطورة الكبيرة التي تمثلها المضاربات غير المشروعة على استقرار بورصات الأوراق المالية ، فقد تصدت التشريعات المنظمة لهذه البورصات لمواجهة المضاربات غير المشروعة ، بفرض الجزاءات المناسبة على هذه الممارسة من ناحية أولى، ومنح الأجهزة المشرفة والرقابية على أنشطة البورصة دوراً كبيراً في رصد تلك المضاربات ومعاينة المتورطين فيها من ناحية ثانية^(٩٥).

المبحث الرابع

٩٣ - عبد المجيد المهيلمي "التحليل الفني للأسواق المالية"، طبعة ٢ ، البلاغ للنشر والطباعة والتوزيع ، القاهرة، ٢٠١٦ ، ص ٢٨.

٩٤ - جمال عثمان ، مرجع سابق ، ص ٣٨٨.

٩٥ - عبد الباسط محمد حسن ، مرجع سابق ، ص ٨٥.

أثر الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية

تتدخل عوامل كثيرة في تحديد أسعار الأوراق المالية، ومن هذه العوامل وجود مؤثرات نفسية على المتعاملين في البورصة، والتي تتمثل في وجود معلومات غير صحيحة وغير مؤكدة تتعلق بالشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة، وتداول هذه المعلومات يعد بمثابة شائعات تؤثر على حركة واتجاه أسعار الأوراق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وقد يستمر الانخفاض فترة زمنية تؤدي إلى حدوث أزمة مالية.

وعليه فإن أثر الشائعات على عمليات البورصة يتمثل في تحريك أسعار الأوراق المالية وحدوث أزمات مالية، نوضحهما فيما يلي^(٩٦):

أولاً : تحريك أسعار الأوراق المالية بشكل غير طبيعي:

يقصد بتحريك أسعار الأوراق المالية هو العمل على رفع أو خفض الأسعار خارج الإطار الطبيعي لسير السوق، أو التدخل في آلية العرض والطلب على الأوراق بخلق عرض أو طلب وهمي أو مفتعل بقصد رفع الأسعار أو خفضها، فالمضاربين لا يرضون بالأرباح القليلة من التقلب الطبيعي للأسعار ، بل يعمدوا إلى أساليب غير مشروعة لخلق طلب زائف بشراء كمية كبيرة من الورقة المالية ، مما يوحي بوجود طلب كبير وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر الورقة، وقد يعمدوا إلى خلق عرض زائف ببيع كمية كبيرة من الورقة المالية مما يوحي بوجود عرض كثير وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر الورقة.

ومن هذه الأساليب غير المشروعة نشر وبث أخبار غير صحيحة عن الورقة المالية، والهدف من ذلك هو تعظيم الأرباح بصورة كبيرة، وبالتالي فإن الشائعات تؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادلة للمستفيدين من ترويجها، ومقابل ذلك تؤدي إلى تحقيق خسائر غير عادلة للمتضررين الذين تعرضوا لخداع المروجين للشائعات^(٩٧).

وعليه يتضح أن الشائعات وهي معلومات أو أخبار غير صحيحة وغير مؤكدة تؤثر على حركة أسعار الأوراق المالية بالبورصة، وهي حركة عادة ما تأخذ أحد اتجاهين هما:

- اتجاه صعودي بارتفاع أسعار الأوراق المالية متى كانت الشائعات ذات أثر إيجابي على التداول بالبورصة، ومن أمثلة الأخبار الإيجابية ذكر أن الشركة المصدرة للورقة سوف تشتري أصول جديدة كأراضي أو مشروعات أخرى أو تتوسع في مشروعاتها القائمة أو الإعلان عن شراء حصة في شركة أخرى أو تسريب أخبار عن النية لتقديم عرض شراء بقصد الاستحواذ على شركات أخرى، أو تسريب

^{٩٦} - لمزيد من الايضاح ، راجع : منير براهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ٣٨٦.

^{٩٧} - P. Wesley Schultz. op cit . p19.

أخبار عن تحقيق أرباح قبل الإصدار الرسمي للتقرير السنوي، أو نية زيادة رأس مال الشركة في القريب^(٩٨).

• اتجاه هبوطي بانخفاض أسعار الأوراق المالية متى كانت الشائعات ذات أثر سلبي على التداول مثل وجود نية للاستحواذ على الشركة أو بيعها أو تداول أخبار عن وجود خسائر بالشركة أو احتمالية تعرض الشركة أو البنك للإفلاس، ومثل نشر خبر عن أن أحد عملاء البنك أخذ قروض بمبالغ كبيرة وهرب، فيهرب باقي العملاء إلى البنك لسحب ودائعهم وبالتالي ينخفض سعر سهم البنك، فمثل هذه الأخبار تؤدي إلى هبوط أسعار التداول بالبورصة.

وقد حدث انهيار لسوق الأسهم السعودي في عام ٢٠٠٦ وأشارت المصادر أن السبب الرئيسي وجود إشاعات بقرب تغييرات إدارية على مستوى رفيع في هيئة السوق المالية وهو الأمر الذي نفته الهيئة بشكل قاطع متهمة بعض مواقع الأسهم بذلك^(٩٩)، وذكر البعض أن من أسباب الانهيار في عام ٢٠٠٦ هو ضعف الشفافية وصعوبة الحصول على المعلومة الصادقة في ظل سرعة انتشار الشائعات^(١٠٠).

ثانياً : المشاركة في إحداث الأزمات المالية:

لا يقتصر أثر الشائعات على تحريك أسعار البورصة فقط، سواء ارتفاعاً أو هبوطاً، إنما أحياناً ما يكون هبوط الأسعار كبيراً وهو الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمات مالية.

ويترتب على حدوث الأزمات المالية انهيار الشركات أو البنوك وإعلان إفلاس الكثير من المشروعات، ففي أزمة الكساد العظيم Great Crash والتي بدأت عندما أقفل مؤشر "Dow Jones" في ٣ سبتمبر عام ١٩٢٩ عند ٣٨١ نقطة وفي ٢ أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل ٤٩ نقطة واستمر انخفاض

٩٨- كما قضت محكمة القاهرة الاقتصادية في الجنحة رقم ١١٩ لسنة ٢٠١١ جنح مستأنف بإلغاء عقوبة حبس رئيس الشركة وتغريمه ٢٠ مليون جنيه لقيامه بعمليات مضاربة على سهم الشركة بناء على خلق أخبار جوهريّة من بينها اللجوء إلى اتخاذ قرار لمجلس الإدارة بتجزئة السهم ، وهو ما أدى إلى ارتفاع السهم خلال أربعة شهور من يونيو حتى أكتوبر ٢٠٠٩ من ٥٢ جنيه للسهم إلى ٩٦ جنيه، كما جاء في الوثائق أيضاً وجود تداول لأخبار عن نية الشركة في الاستحواذ على شركات سعودية مع زيادة رأس المال المصدر إلى مليارين ومائتي مليون جنيه وتقسيم القيمة الاسمية، كما ذكر مدير علاقات المستثمرين بالشركة في وسائل الإعلام أن سعر السهم سيصل إلى ١٥٠ جنيه كحد أدنى وهي أخبار أثرت على سعر سهم الشركة بالسوق .. راجع الخبر على الموقع: www.koloonline.com/posts ، بدون تاريخ.

٩٩- راجع جريدة الرياض بالعدد ١٣٧٦٢ في ٢٧ فبراير ٢٠٠٦ على الموقع: www.alriyadh.com .

١٠٠ - رأي د. سعود المطير في محاضرة ألقاها في ٢٠/٦/٢٠١٠ بجامعة الإمام محمد، راجع الموقع:

أسعار الأوراق المالية لمدة ثلاث سنوات حيث أقفل المؤشر في ٨ يوليو عام ١٩٣٢ عند ٤١ نقطة، وخلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات وانتشرت البطالة وانخفض الطلب على السلع والخدمات وانخفضت معها أسعارها وفشل المدينين في الوفاء بما عليهم من التزامات للبنوك، وواجهت البنوك صعوبة في تحصيل مستحقاتها، وفشلت في تلبية طلبات العملاء في سحب ودائعهم، وتم إعلان إفلاس الكثير من البنوك، ففي الولايات المتحدة وحدها تم إعلان إفلاس حوالي ٥٠٠٠ بنك، وكشفت التحقيقات عن حدوث انحراف في أسواق رأس المال، ووجود ممارسات غير أخلاقية انطوت على غش وخداع وتضليل للمستثمرين، ومن هذه الممارسات استغلال ثقة العملاء بقيام السماسرة بتزويدهم بمعلومات مضللة يترتب عليها تشجيعه على إبرام صفقات بيع أو شراء، وحدثت اتفاقيات تلاعب في أسعار الأوراق المالية تتم بواسطة شخصين أو أكثر بهدف إحداث تغييرات مفتعلة في الأسعار بغرض تحقيق الربح ويتم ذلك من خلال ترويج الإشاعات عن سوء حالة المنشأة أو الشركة المعنية^(١٠١).

وفي أزمة عام ١٩٨٧ . وكانت بانهييار بورصة وول استريت بنيويورك . وقد بدأت باستمرار ارتفاع مؤشر "داو جونز" بناء على دعايات غير صحيحة بداية من أول يناير ١٩٨٧ وحتى حدوث الأزمة في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، وقيل في أسباب حدوث الأزمة عدة أسباب منها أن ارتفاع الأسعار قبل حدوث الأزمة كان بناء على معلومات مضللة وأن بداية الانهيار كانت بشائعات مغرضة تحدثت عن انخفاض وشيك في قيمة الأوراق المالية جعلت المستثمرين يهرولون كالقطيع للتخلص مما في حوزتهم من صكوك، وفي رأي البعض أن السبب الرئيسي للأزمة هو وجود معلومات مضللة وشائعات بالإضافة إلى توافر أسباب أخرى، وساعد على حدوث الانهيار الظروف الاقتصادية والمالية العالمية المصاحبة في ذلك الوقت^(١٠٢).

وفي أزمة البورصات الآسيوية عام ١٩٩٧ جاء في تحليل أسبابها توافر عدة عوامل اقتصادية ونقدية وسياسية، بالإضافة إلى وجود عوامل نفسية والإشاعات، وأن طبيعة المقامرة تجعل المضاربين وهم أكثرية المتعاملين في البورصة يتلقون أية معلومات ولو مجرد شائعات ويتصرفون على أساسها دون تفكير، وأن انتقال الأزمة من تايلاند إلى باقي بورصات دول النمر الآسيوية وباقي دول العالم، بسبب العامل النفسي والإشاعات^(١٠٣).

١٠١- منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ص ١٧٣ : ١٧٩ .

١٠٢- نصر علي أحمد طاحون: "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة، بدون سنة نشر ، ص ص ١٧٥ : ١٨١ .

١٠٣- محمد عبدالحليم عمر: التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية، المنتدى الاقتصادي الثالث المنعقد في ٢٢ نوفمبر ١٩٩٧ بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي عن أزمة البورصات العالمية، ص ١٠٣ : ١٠٤ .

وعليه يتضح من كل ما سبق أن الشائعات تعد أحد العوامل المؤثرة على عمليات البورصة، فلا يمكن تصور أن عامل واحد يؤثر على العمليات وإنما هي مجموعة عوامل منها الشائعات، ويتمثل أثر الشائعات في تحريك أسعار الأوراق المالية والمشاركة في حدوث الأزمات المالية.

ثالثاً: تحليل المستثمرين عند اتخاذ قرارات الاستثمار:

أدى انتشار ما يسمى بـ "الهندسة المالية Financial engineering"، وهي مزيج من الرياضيات والإحصاء وعلم الحاسوب التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحياناً، وذلك لتقييم مستويات المخاطرة والعائد ومن ثم الحكم على قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ للأصول المالية، ونتيجة لاتساع انتشار "الهندسة المالية" اختلفت استراتيجيات المتعاملين في السوق بشكل واضح، حيث أصبح المتعاملون في البورصات يعملون وفق صيغ رياضية جامدة لتوقيتات البيع والشراء، وشاع بينهم مصطلحات مثل بيتا وجاما وسيجما وما شابه ذلك من دون إدراك طبيعة الفروض التي بنيت عليها مثل هذه النماذج التي تدعو إلى الإعجاب، وتتجه أصابع الاتهام إلى الهندسة المالية في الأزمة المالية العالمية الأخيرة بأنها المسؤولة عن اضطرابات الأسعار في أسواق الأوراق المالية^(١٠٤).

ويمكن القول بأن الصيغ الرياضية قد فشلت في أن تقدم تقييماً مناسباً للمخاطرة للمتعاملين في الأسواق، عندما أصبح من السهل تعميم نتائج هذه الصيغ إذا لم تكن المعلومات المتاحة صحيحة أو لا تتسم بالشفافية والصدق. وستقدم النماذج الرياضية المستخدمة حالياً من قبل المتعاملين في السوق أو الرسوم البيانية القائمة عليها ستقدم نتائج محددة حول مدى مناسبة توقيت الشراء أو البيع، ونقاط الدعم ... إلخ، وإذا لم تكن تلك النماذج قائمة على معلومات صحيحة فإنها ستؤدي إلى استنتاجات خاطئة، وهو ما يؤدي إلى اضطراب السوق المالي .

رابعاً: الاضرار بصغار المستثمرين بالبورصة:

يعتبر صغار المستثمرين هم الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعداداً لتحمل ما يترتب على تغيرات أسعار الأوراق المالية من خسائر، كما أن آثار تقلب أسعار الأسهم على صغار المستثمرين تكون مدمرة نظراً لأنهم غالباً ما يضاربون بكل ثروتهم أو بثروات الغير. ونظراً لضعف القدرات الفنية لهؤلاء نتيجة خلفيتهم المتواضعة في مجال التحليل المالي، فإنهم لا يهتمون

^{١٠٤} - فكثير من هذه النماذج الرياضية المصممة لقياس درجة الخطر انتهت إلى نتيجة أن كثيرا من الأوراق المالية آمنة، بينما هي في واقع الأمر في منتهى الخطورة، إلى الدرجة التي دعت "وارن بوفيت" الملياردير الأمريكي الشهير أن يصرح في أحد لقاءاته احذروا من المهووسين الذين يحملون صيغا رياضية... للمزيد، راجع : محمد إبراهيم السقا " لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟" ، جريدة الاقتصادية الإلكترونية ، ٢٠١٠/٣/١٨ م ، على الموقع الإلكتروني : <http://www.aleqt.com>

بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليل الأسهم، فضلا عن عدم قدرتهم على الوصول إلى مصادر المعلومات الداخلية، ومن ثم فإنهم لا يدركون حجم المخاطر التي يمكن أن تحيط بهم في ظل سوق مال يغيب فيها الإفصاح والشفافية عن المتعاملين^(١٠٥).

ولذلك نجد أن أغلبية هؤلاء يميلون إلى اتباع استراتيجية "سلوك القطيع Herd behavior"، وهي استراتيجية مستقاة من عالم الحيوان، حيث تميل الحيوانات إلى التجمع جنبا إلى جنب والجري في اتجاه واحد كاستراتيجية دفاع جماعي لمواجهة أي هجوم من الحيوانات المفترسة، ويتم ذلك في سوق الأوراق المالية من خلال تكثيف عمليات البيع عندما تميل الأسعار نحو التراجع، أو تكثيف عمليات الشراء عندما تميل الأسعار نحو الارتفاع، أو من خلال تقليد بعض الشخصيات أو المتعاملين في البورصة الذين يمثلون المستثمرين الرئيسيين في البورصة، أو المؤسسات المالية الرئيسية، الأمر الذي يزيد حدة التقلبات التي تتعرض لها سوق الأوراق المالية^(١٠٦).

فإذا كان المتعاملون في السوق يتبعون استراتيجية سلوك القطيع، فمن الممكن تضليل المتعاملين في السوق بسهولة، وذلك عندما ينحرف المتعاملون الرئيسون في السوق أو الذين ينظر إليهم على أنهم مفتاح البورصة. المشكلة الأساسية هي أنه في حال تعرض صغار المستثمرين لخسائر حادة نتيجة ممارسات غير قانونية فإنها ستؤدي إلى عزوف هؤلاء المستثمرين عن الدخول مرة أخرى إلى البورصة نظراً لحالة انعدام الثقة التي ستتكون لدى هؤلاء حول السوق بشكل عام^(١٠٧).

وبمعنى آخر فإن توفير الشفافية وضمان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني. السبب الثالث هو أن هناك تغييراً هيكلياً في طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية واستراتيجياتهم في عالم اليوم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية أقرب إلى صالات للمضاربة أو القمار منها إلى كونها ساحات للاستثمار. على سبيل المثال تشير أحدث البيانات المتاحة إلى أن متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم في سوق الأوراق المالية في نيويورك يدور حالياً حول مدى زمني طوله ستة أشهر فقط، ويعني ذلك أن سرعة دوران الأسهم في السوق أصبحت عالية للغاية، وأن العوامل التي تتحكم في توقيت الشراء والبيع أصبحت متقلبة بصورة تدعو إلى القلق، لأن ارتفاع معدل دوران الأسهم يؤدي في النهاية إلى انهيار السوق، حيث إن قصر متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم تعد من مسببات

١٠٥ - نصر علي احمد طاحون ن المرجع السابق ، ص ١٨٠.

١٠٦ - محمد إبراهيم السقا ، المقال السابق.

١٠٧ - نصر علي طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٨٣.

طفرة التداول، وهذا ما يثبتته الشكل، ذلك أن السنوات التي يميل فيها متوسط فترة الاحتفاظ إلى التراجع غالباً ما كان تتبعها أزمة في سوق الأوراق المالية.

كما أن قصر متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم إلى هذا الحد توحى بأن البورصات أصبحت اليوم أقرب إلى صالات القمار، إذ ماذا يفعل مستثمر يحتفظ بالسهم في المتوسط لمدة ستة أشهر؟ من المؤكد أننا لا يمكن أن نطلق على مثل هذا المتعامل لقب "مستثمر"، إنه يتاجر أو يضارب أو يقامر لكنه لا يقوم بالاستثمار، في ظل هذه السلوكيات الاستثمارية ستكون درجة تقلب السوق مرتفعة للغاية، إنه السلوك نفسه الذي سبق انهيار بورصة نيويورك في ١٩٢٩ والذي كان مقدمة لحدوث الكساد العالمي الكبير، حيث بلغ متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم نحو عام في ذلك الوقت. باختصار، الأسواق المالية أصبحت الآن أكثر تقلباً، ومن ثم فإنها في حاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى توافر المعلومات بشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق^(١٠٨).

كما أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو المضاربة غير المشروعة، أو إشاعة الأخبار الكاذبة والعمل على نشرها لتوجيه السوق نحو اتجاه محدد، إلى غير ذلك من الممارسات غير القانونية يمثل جريمة لا بد من أن يعاقب عليها القانون بصرامة كي يمنع من تسول له نفسه من القيام بذلك، وكما يحمي السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية، أو غيرها من الممارسات التي ترفع درجة عدم استقرار السوق وتحول دون أدائه وظيفته الأساسية كساحة لتعبئة مدخرات الجمهور وتوجيهها نحو الاستخدامات الاستثمارية الصحيحة، وليس نحو المضاربة. ومن ثم فإن قوانين الإفصاح في البورصة ينبغي أن تكون شاملة وتسد كل الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق البورصة على نحو يضر باستقرارها.

خامساً : التدخل الدائم للدولة لضبط استقرار البورصة^(١٠٩):

تعمل قوانين الإفصاح التي تضمن استقرار السوق على تقليل الحاجة إلى تدخل الدولة من وقت إلى آخر لضمان استقراره. إذ غالباً ما تدعى الدولة إلى التدخل في حال حدوث انهيار في سوق الأوراق المالية وتراجع مستويات الثقة بها، وذلك حفاظاً على مصالح المتعاملين فيها، بصفة خاصة صغار المستثمرين وذلك من خلال إنشاء المحافظ الاستثمارية المناسبة لإنقاذ السوق من التردّي. وعندما تتوافر الموارد المالية للدولة يسهل تكوين مثل هذه المحافظ، أما عندما تشح تلك الموارد تعجز الدولة عن التدخل على النحو المناسب ما يزيد من عدم استقرار السوق، أما عندما تكون السوق مقننة بحزمة متكاملة من قوانين الإفصاح والشفافية

المدعمة بالعقوبات الصارمة في حالة المخالفة، فإن احتمالات تعرض السوق للتقلب تقل، من ثم تقل تكلفة تدخل الدولة في السوق من الناحية المالية.

سادساً : صعوبة التعرف على اتجاهات أداء البورصة:

تسهل قوانين الإفصاح والشفافية التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها، أما عندما تتغير الأسعار لأسباب غير مفهومة وتجرى تعاملات لا ندري من أين مولت أو إلى أين ستذهب، فإن أبواب التلاعب بالسوق تنفتح على مصراعها وتكون النتيجة ضياع ثروات الناس لمصلحة المتلاعبين بالبورصة. إن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساو لجموع المتعاملين في البورصة، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحيدة وخالية من أي تحيز، وبحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع^(١٠).

سابعاً : ضخامة الآثار الضارة على القطاع الاقتصادي الحقيقي^(١١):

يعتبر من الآثار الضارة على الممارسات غير الأخلاقية في البورصة وغياب الإفصاح والشفافية ضخامة الآثار المالية التي تترتب على أي تغير ولو بسيط في مؤشر البورصة، وعظم الآثار التي يمكن أن تنعكس من البورصة (أي من القطاع المالي) على القطاع الحقيقي في الاقتصاد، ذلك أن التجارب السابقة في العالم تشير إلى أن أي أزمة مالية غالباً ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي في الاقتصاد نظراً لانتشار التوقعات التشاؤمية، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وازدياد حالات البؤس الاقتصادي والفقير.

وباختصار فإن أسواق الأوراق المالية في أمس الحاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى قانون محكم للإفصاح والشفافية يعالج أوجه قصور النظم الحالية للبورصات، وبصفة خاصة تلك المرتبطة بحرية التدفق المستمر والآني للمعلومات عن المعاملات التي تتم في البورصة وإمكانية تتبع مصادر التمويل للصفقات المختلفة، بحيث يسهل الكشف عن العمليات المشبوهة التي تهدف إلى الضغط على أسهم معينة ودفعها نحو الارتفاع أو دفعها نحو الانخفاض، ويسهل بالتالي كشف حقيقة ما يتم من تعاملات داخل السوق، للتأكد من أن المعاملات لا تتم لمصلحة أطراف محددة، وأن هذه التعاملات تؤول في النهاية إلى أيدي من نص العقد عليهم، وبحيث يمكن التفرقة بين الصفقات التي تتم بدوافع استثمارية بحتة هدفها الأساسي تعظيم الربح وتدنية المخاطرة والمرتكزة إلى التحليل الفني الصحيح، والصفقات التي تتم بدوافع انتهازية تهدف إلى التلاعب

١١٠ - نصر على طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٨٤ .

١١١ - محمد إبراهيم السقا ، مقال سابق .

بالسوق وخلق حالة من عدم الاستقرار فيها حتى تسنح الفرصة لتحقيق أرباح غير عادية تضر بالسوق وباستقرارها وبمصلحة المتعاملين فيها، ويدفع ثمنها صغار المتعاملين في السوق، وبحيث تتمكن إدارة البورصات من التدخل المباشر والحاسم لمنع تطور الأحداث داخل البورصات نحو التدهور الذي يضر بمصالح المتعاملين^(١٢).

المبحث الخامس

¹¹² – P. Wesley Schultz. op cit . p14.

الرقابة على الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية المصرية من "الأسواق الصاعدة" في الدول النامية ، وتعرف "مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation" الأسواق المالية الصاعدة بأنها: "أسواق مالية في الدول منخفضة ومتوسطة النمو حسب تقسيم البنك الدولي"، وتتسم عمليات التغيير والنمو في الحجم بها بالتعقيد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم^(١١٣) . وأهم خصائص الأسواق المالية الصاعدة زيادة معدل النمو الاقتصادي، وزيادة معدلات الاستثمار والارباح وزيادة حجم التعامل الإجمالي في الأوراق المالية ونسبته إلى إجمالي الناتج القومي.

وقد أدرجت مصر ضمن الأسواق المالية الصاعدة منذ تسعينيات القرن العشرين، ومما يدعم مكانتها ضمن الأسواق المالية الصاعدة تنفيذ برنامج للإصلاح الاقتصادي، ولجوء الشركات إلى سوقي الإصدار والتداول بدلاً من الالتجاء إلى الاقتراض من الجهاز المصرفي، وإعادة تنظيم سوق المال من الناحية المؤسسية، وتوفير إطار قانوني جيد لسوق المال^(١١٤).

ونظراً لحساسية سوق الأوراق المالية فإنه لا بد وأن تكون الأطراف المتعاملة فيه على درجة عالية من الكفاءة والخبرة وحسن السمعة، وبالتالي لا بد من الحصول على التراخيص والموافقات من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية للدخول في هذا السوق. التي تباشر دورها الرقابي الصارم على الشركات المتعاملة بالبورصة المالية ، وكذا الرقابة على البورصة المالية ذاتها ، بغية تحقيق مستوى عال من الشفافية والافصاح ، وحماية المتعاملين بسوق الأوراق المالية.

وتناول عبر هذا المبحث الحديث عن الرقابة المالية على الممارسات غير الأخلاقية في أسواق الأوراق المالية والشركات المتعاملة بها على النحو التالي:

أولاً : الرقابة على عمليات البورصة:

^{١١٣} - راجع في ذلك:

International Finance Corporation (IFC): "Central Capital Markets Department: Quarterly Review of Emerging Stock Markets", 2. Quarter 1993.

^{١١٤} - راجع في ذلك، صلاح زين الدين "سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموي المنشود، دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها". بحث منشور في المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين: تمويل التنمية في ظل اقتصاديات السوق، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع، القاهرة، ٧-٩ أبريل ١٩٩٤ .

يعتبر وجود جهة رقابية على تداول المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المقيدة بالبورصة، أو متعلقة بالشركات المصدرة لهذه الأوراق من أهم سبل مواجهة آثار الشائعات ، وهذه الجهة هي هيئة الرقابة المالية في مصر.

أهم المؤسسات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية المصرية:

تعتبر الهيئة العامة لسوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية من أهم المؤسسات التي تراقب تطبيق قواعد حوكمة الشركات في مصر. لذلك تقوم البورصة المصرية بتطوير قواعد القيد الخاصة بالشركات، وذلك لكي تفرق بين الشركات المقيدة التي تلتزم بممارسات وقواعد حوكمة الشركات وغيرها من الشركات التي لا تلتزم بذلك، وهذا ما تقوم به بورصات عديدة مثل البورصة الألمانية، وبورصة كوالالمبور، والبورصة المكسيكية(١١٥).

سنوضح فيما يلي أهم المؤسسات العاملة في مجال تنشيط البورصة المصرية.

أ - الهيئة العامة لسوق المال:

من أهم الخطوات التي اتخذت لتنشيط سوق الأوراق المالية كانت انشاء الهيئة العامة لسوق المال والتي تؤثر في سوقي الاصدار والتداول وتعمل على تطوير بورصة الأوراق المالية، وايضا التنسيق بين قانون الشركات المساهمة وقانون الاستثمار وتوحيد الاشراف على المشروعات الاستثمارية، وتحقيق بعض الاصلاحات لبورصة الأوراق المالية.

ويمكن حصرها مهام الهيئة العامة لسوق المال فيما يلي(١١٦):

- ١- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.
- ٢- تنظيم والإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به.
- ٣- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.
- ٤- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية.
- ٥- اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له.

١١٥ - أنظر في ذلك: شهيرة عبد الشهيد: قواعد إدارة الشركات تصبح سعيًا دوليًا..... القاهرة، سبتمبر ٢٠٠١.

١١٦ - نص المادة ٤٣ من الباب الرابع من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال.

ويكون لموظفي الهيئة العامة لسوق المال، الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع وزير الاقتصاد، صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولهم في سبيل ذلك الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التي توجد بها، وبذلك أعطى القانون لهيئة سوق المال القوة اللازمة لتنفيذ أحكامه كما حدد وسائل تسوية المنازعات، وحق التظلم من قرارات الهيئة وحدده بثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار أو العلم به^(١٧).

وتعتبر الهيئة الجهة المسؤولة عن تنفيذ قانون سوق المال، وعن الإشراف على تطوير السوق وتنظيم ومراقبة كافة أنشطة السوق. كما تتمتع هيئة سوق المال بصلاحيات للعقوبات الإدارية، شاملة الإنذارات، والشطب من الجداول، ووقف العمل بالتراخيص أو إلغائها، وإلغاء العمليات أو الصفقات حتى بعد التسوية إذا ما كان قد حدث أي تصرف أو عمل غير قانوني، وإجراء عمليات تفتيش ومعاينة، ووقف قرارات الجمعية العامة لمدة خمسة عشرة يوماً في حالة إثبات الإضرار بحقوق الأقلية.

وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بالتأثير في سوقي الإصدار والتداول كما يلي:

١ - التأثير في سوق الإصدار:

بمقتضى قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ للهيئة الحق في الرقابة على انشاء الشركات بمقتضى الاختصاصات التي حددها القانون في الآتي:

- رئاسة وعضوية الهيئة للجنة المشكلة لتأسيس الشركات المصرية، وتعرض على هذه اللجنة كل المستندات وعقود التأسيس والنظم الاساسية لكل شركة، وذلك حتى تحصل على الموافقة التأسيس.
- وجوب حصول الشركات المساهمة والتي تطرح أسهما للاكتتاب العام على موافقة الهيئة على النشرة التي توجه للجمهور، وذلك للتأكد من البيانات التي ستنتشر ومدى كفايتها وتضمنها كل الحقائق المتعلقة بالشركة.

حصول الشركات المساهمة الجديدة أو القائمة على موافقة الهيئة على مبلغ مصاريف وعلاوة الإصدار التي تضيفها الى القيمة الاسمية للسهم.

- قيام الهيئة بتولي التحقق من ان الحصة العينية التي تقدم في رؤوس اموال الشركات قد قومت تقويماً صحيحاً وذلك عن طريق تشكيل لجنة لتقويم كل حصة عينية.
- وجوب ارسال الشركات صوراً من كل المستندات التي ترسل الى المساهمين او الشركاء لتقوم الهيئة بمراجعتها وتحليلها للوقوف على مدى مطابقتها لأحكام القانون.

^{١٧} - المادة رقم ٤٩ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

- حق الهيئة في حضور الجمعيات العامة التي تعقدها الشركات، ووضع التقارير عنها، مع حق الاعتراض على أي قرار أو تصرف لا يتفق مع مقتضى القانون واللائحة.
- قيام الهيئة بتقييم اصول وخصوم الشركات الراغبة في الاندماج.
- التزام الهيئة بالتحقيق في الشكاوى التي تقدم من المساهمين أو اصحاب المصلحة واتخاذ قرار بشأنها في حدود ما ينص عليه القانون.
- تأكيد حق كل ذي مصلحة من المساهمين أو الشركاء أو غيرهم في الاطلاع لدى الهيئة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة وجواز الحصول على صور من هذه الوثائق.

٢- التأثير في سوق التداول:

فقد حدد القرار الجمهوري الخاص بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال دورها في الرقابة وتنمية سوق التداول كما يلي:

- تشجيع وتنمية سوق التعامل على الاوراق المالية المصدرة او الموجودة، وكذلك الجائز اصدارها او التي يسمح بها لزيادة رأس المال والعمل على هذه الاوراق لتوفير أكبر قدر من السيولة للأوراق المالية.
- تشجيع وتأهيل وسطاء الاوراق المالية وغيرهم من العاملين في اسواق المال ومدعم بالتسهيلات التدريبية لرفع مستواهم المهني.
- اعداد الدراسات والمقترحات لمختلف الاجهزة الحكومية لاستحداث التعديلات الواجب ادخالها في القوانين واللوائح المعمول بها لاستصدار التشريعات اللازمة لتنمية وتنظيم سوق المال.
- الاشراف على توفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الاوراق المالية والجهات المصدرة لها، وعن وسطاء السوق وغيرهم، والتأكد من سلامة هذه المعلومات والبيانات وجعلها متاحة بصفة منتظمة ودورية لتحقيق الغرض من توفيرها. ومراقبة سوق الاوراق المالية للتأكد من ان التعامل في الاوراق المالية غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية، ومن ان كل المعاملات على هذه الاوراق قد تمت من خلال بورصة الاوراق المالية.

ب - الشركات المساهمة وشركات السمسرة:

١- الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هي المصدر الرئيسي الذي يغذي سوق الإصدار بالأوراق المالية فهي تعتبر المنتج الذي يغذي السوق بالسلع. وقد نصت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في فصلها الأول في مادته الأولى على أن يكون للشركة رأس مال مصدر،

ويجوز أن يحدد النظام الأساسي للشركة رأس مال مرخصاً به، ويقسم رأس مال شركة المساهمة حصة الشركاء غير المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم الى أسهم إسمية متساوية القيمة في كل إصدار، ويحدد نظام الشركة القيمة الإسمية للسهم بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، ويشترط أن يكون رأس المال المصدر مكتتباً فيه بالكامل.

وتشترط اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م لصحة الاكتتاب سواء كان عاماً أو غير عام الشروط الآتية^(١١٨):

- أن يكون كاملاً بأن يغطي جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في شركات المساهمة أو الحصص والأسهم في شركات التوصية بالأسهم.
- أن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الاكتتاب على شرط، بطل الشرط وصح الاكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً الى أجل بطل الأجل وكان الاكتتاب فورياً.
- أن يكون جدياً لا صورياً.
- ألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الإسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة.
- أن تكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة.

كما اشترطت على كل شركة طرحت أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسب المساهمات في رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لانتهاؤ تلك المدة، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتي المركز المالي ونتيجة النشاط مصدقاً على ما ورد بهما من مراقب الحسابات، وذلك طبقاً للنماذج المرفقة بهذه اللائحة وطبقاً للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية^(١١٩).

٢- شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية:

اشترطت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م في مادتها رقم ١٢٤ أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وأوجب عليها إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها، وكانت في مادتها ١٢٠ قد حددت الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنها الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الآتية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.

^{١١٨} - قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٣٤.

^{١١٩} - وقد تم إضافة تعديل على هذه المادة بوجوب تقديم قوائم مالية كل ثلاثة أشهر لإحكام الرقابة على الشركات.

- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- السمسرة في الأوراق المالية.
- الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الاقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة.

كما وضعت اللائحة التنفيذية حد أدنى لرأس المال المصدر لكل شركة من الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة المشار إليها على النحو التالي^(١٢٠):

١ - ٢٥٠ ألف جنيه على الأقل لنشاط السمسرة في الأوراق المالية لا يقل المدفوع منه مقدماً عن الربع.

٢ - ثلاثة ملايين جنيه على الأقل لكل نشاط من الأنشطة التالية لا يقل المدفوع منه عن النصف:

- نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب.
- نشاط الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
- نشاط المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

٣ - خمسة ملايين جنيه على الأقل لنشاط صناديق الاستثمار مدفوعاً بالكامل.

٤ - عشرة ملايين جنيه على الأقل لنشاط رأس المال المخاطر مدفوعاً بالكامل.

وقد وضع الحد الأدنى لرأس مال الشركات لضمان الجدية وحفاظاً على أموال المستثمرين وحمايتهم. ويقتصر التعامل في بورصة الأوراق المالية على السماسرة. وقد يستعين السماسر بنوعين من المساعدين هما: المندوب الرئيسي والوسيط.

ج - شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

تأسست شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي كشركة مساهمة وفقاً لأحكام القانون المنظم لسوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بعد موافقة الهيئة ١٩٩٤. وهي هيئة ذاتية التنظيم تخضع لإشراف الهيئة العامة لسوق المال، وتعد مسؤولة عن تنفيذ قانون الإيداع المركزي رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠. وتتكون

^{١٢٠} - المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، الهيئة العامة للمطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٨٥.

شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي من عضوية شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ الحاصلين على ترخيص مزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق المال، والشركات المصدرة للأوراق المالية، والبنوك والمؤسسات المالية التي ترغب في الاشتراك والتي تزاول نشاط السمسرة أو نشاط أمناء الحفظ.

وتعتبر شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي هي الهيئة المركزية الوحيدة في مصر المخول لها القيام بعمليات المقاصة والتسوية لعمليات البيع والشراء التي تتم ببورصة الأوراق المالية المصرية ، كذلك تتمثل مهمتها في تطبيق نظام الفيد المركزي في مصر بما يتضمنه من تحقيق الحيافة المركزية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحويل التعامل عليها إلى قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين.

د - هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال:

حل قطاع شركات الأموال محل قطاع مصلحة الشركات سابقا، ويشرف على تنفيذ وتطبيق قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١. وقد انتقلت تبعيته بموجب القرار ٤١٥ لسنة ٢٠٠١ إلى الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة بعد أن كان تابعا لوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية. ويخول له سلطة رفض طلبات تأسيس شركات والتصديق على قرارات الجمعية العامة غير العادية بتصفية نشاط. الشركة. وتقوم هيئة الاستثمار بالإشراف على الشركات المؤسسة^(١٢١).

هـ - بعض المؤسسات الخاصة:

بالإضافة إلى الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية، يعمل بالسوق نوعان من المؤسسات الخاصة . النوع الأول هو الهيئات غير الهادفة للربح أو ذاتية التنظيم والتي تساعد على انضباط العمل في سوق المال . والنوع الثاني يضم المؤسسات الخاصة التي تهدف إلى تحقيق الربح.

١ - المؤسسات الخاصة غير الهادفة لتحقيق الربح:

• الجمعية المصرية للأوراق المالية:

تأسست الجمعية المصرية للأوراق المالية عام ١٩٩٦، وهي بمثابة رابطة مهنية للأفراد الذين يعملون في سوق المال، وتضم حوالي ٢٥٠ عضوا يمثلون أغلب الشركات العاملة في سوق المال. ١٥. وتعتبر الجمعية هي الجهة الأساسية التي تنقل آراء العاملين في هذه المهنة للجهات الرقابية لأخذها في الاعتبار عند صياغة اللوائح والقوانين الخاصة بسوق المال. وتقوم الجمعية بتنظيم دورات تدريبية للعاملين، وعقد ندوات لزيادة

^{١٢١} - وفقا للقانون رقم ٨ لعام ١٩٩٧.

الوعي الاستثماري لدى الجمهور . كما تتولى الجمعية فض المنازعات التي تنشأ بين الأعضاء أو بينهم وبين الغير.

• الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار:

تأسست الجمعية في عام ٢٠٠١ ويمثل أعضاؤها مؤسسات مالية واستثمارية وبنوك وشركات تأمين ومديري إدارة الأصول. تعمل الجمعية على رفع كفاءة الأعضاء وتحسين جودة الخدمات التي يقدمونها للمستثمرين عن طريق الدورات التدريبية وتنظيم ورش العمل. كما تمنح الجمعية شهادة لمهنة مديري إدارة المحافظ لضمان جودة وأهلية شاغلي هذه المهنة.

• جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية:

وهي من أقدم الجمعيات المهنية في الشرق الأوسط فقد تأسست في عام ١٩٤٦ وغرضها الرئيسي العمل على رفع المستوى العملي والعلمي في مهنة المحاسبة والمراجعة، والسعي للاحتفاظ بالمهنة بالمستوى اللائق بها محليا ودوليا. كما تشارك الجمعية في الدراسات والآراء الخاصة بالقوانين الاقتصادية والضرائب والاستثمار، وذلك فضلا عن دورها الرئيسي في إعداد معايير المحاسبة والمراجعة والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة الخارجية. وتقتصر العضوية بها على من يجتاز الامتحانات التي تعدها الجمعية للحاصلين على درجات جامعية ودراسات عليا في مجال المحاسبة وذلك بعد قضاء عدد من السنوات في مكاتب محاسبة معتمدة^(١٢٢).

٢- المؤسسات الخاصة الهادفة لتحقيق الربح:

يتعدد الممارسون الذين يهدفون إلى تحقيق الربح بسوق المال في مصر، فتوجد مكاتب للمراجعة والمحاسبة والمحاماة، وشركات التصنيف الائتماني، وشركات التحليل المالي ونشر المعلومات، وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب وإدارة الأصول، ومكاتب المحاماة. وضمانا لجودة ودقة الإفصاح المالي، قامت الهيئة باعتماد مجموعة من مراقبي الحسابات.

ثانياً: الرقابة على الشركات:

^{١٢٢} - جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية تضم ١٣٥٠ عضواً عاملاً من بين ١٨ ألف محاسب مسجل ويتم الحصول على عضويتها بعد أداء امتحانات عالية مستوى. وقد أعدت جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية بالاشتراك مع وزارة المالية ونقابة التجار، والهيئة العامة لسوق المال، والجهاز المركزي للمحاسبة مشروع قانون جديد لتنظيم مزاول مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر لتعديل القانون الحالي رقم ١٣٣ لسنة ١٩٥١. غير أنه للأسف لم تتم مناقشته وإقراره في مجلس الشعب حتى اعداد هذا البحث.

هذا النوع من الرقابة يتم عن بعد، وذلك من خلال مراقبة سلوك الشركة بالسوق (مراقبة التداول) وكذا مراقبة سياسات الشركات من خلال ملفاتها لدى الهيئة والمكاتبات الواردة منها وذلك على النحو التالي^(١٢٣):

١- رقابة تداولات الشركة:

توجد لدى الهيئة إدارة مركزية خاصة بمراقبة التداول متصلة بالتداول اللحظي مباشرة وكذا التاريخي وذلك لمراقبة تصرفات شركات السمسرة بالسوق من خلال متابعة العروض والطلبات المسجلة، وكذا التنفيذات من قبل كل شركة ومدى تأثيرها على الأسعار وذلك لاكتشاف أية تلاعبات بالسوق واتخاذ اللازم بشأنها فوراً بما يضمن خلو التعاملات من أي غش أو نصب أو احتيال وذلك تحقيقاً لاستقرار السوق. علماً بأن البورصة المصرية لديها إدارة متخصصة لمراقبة التداول أثناء الجلسة للتحقق من عدم ارتكاب أية مخالفات وخلو التعاملات من أية تلاعب للتأثير على أسعار التداول وعدم استفادة المتعاملين من المعلومات الداخلية غير المعلنة للعمامة على شاشات البورصة مع إخطار الهيئة بما تجده من مخالفات في هذا الشأن^(١٢٤).

٢- رقابة سياسات وقرارات الشركة:

وذلك يتم مكتبياً من خلال متابعة ملف الشركة والتأكد من استيفاء الشركة لكافة شروط الترخيص سواء للشركة أو فروعها أو العاملين بها فضلاً عن مراجعة كافة القرارات التي تتخذها الشركة من خلال مراجعة محاضر اجتماعات مجالس إدارة الشركات وكذا الجمعيات العامة للمساهمين ، وذلك للتأكد من اتفاقها مع كافة التشريعات المنظمة والمرتبطة بسوق الأوراق المالية.

٣- رقابة الملاءة المالية للشركات:

لم تقف الهيئة عند متابعة القوائم المالية ربع السنوية للشركات بل حرصت على المتابعة المستمرة للمراكز المالية لبعض الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للتعرف على مدى كفاية الموارد المالية للشركة للوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيد استحقاقها، وهو ما يعرف بالملاءة المالية. لذلك فقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي تهدف إلى قياس مدى قدرة هذه الشركات على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعملاءها والأوراق المالية التي تتعامل فيها، بما يزيد من ثقة المتعاملين معها.

١٢٣ - راجع تفصيلاً تقرير بعنوان "دور الهيئة في الرقابة على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية" ، على موقع الهيئة

العمامة للرقابة المالية ، بتاريخ ٢٠١٩/١/٢ ، على الموقع الإلكتروني: <http://www.iinvest.gov.eg>

١٢٤ - راجع في ذلك تفصيلاً : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، المرجع السابق.

وتسرى هذه المعايير على ثلاثة أنشطة فقط وهي شركات السمسرة في الأوراق المالية، والتعامل والوساطة في السندات، أمناء الحفظ، حيث تشترط هذه المعايير توافر الحد الأدنى لرأس المال المصدر والمدفوع بواقع خمسة مليون جنيه مصري للأولي وعشرة مليون جنيه مصري لكل من الثانية والثالثة. فضلا عن التزام هذه الشركات بأن تحتفظ في كل وقت بصافي رأس مال سائل لا يقل عن ١٠% من إجمالي التزاماتها.

وأوجب قرار مجلس إدارة الهيئة على هذه الشركات الالتزام بإعداد بيان بصافي رأس المال السائل يوميا يعتمد من العضو المنتدب والمدير المالي ويحفظ بملف خاص لدى المراقب الداخلي للشركة. على أن توافي به الهيئة والبورصة يوميا (في بعض الحالات)، وأسبوعياً، وشهرياً، وربع سنوي (مع القوائم ربع السنوية)، وسنوياً (مع القوائم المالية السنوية) وتقرير مراقب الحسابات عن مراجعة هذا النموذج، وذلك في المواعيد المحددة على النحو المذكور تفصيلاً بقرار مجلس إدارة الهيئة^(١٢٥).

٤- رقابة القوائم المالية للشركة:

أوجب قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على مجالس إدارة الشركات إعداد قوائم مالية سنوية مشفوعة بتقرير مراقب حسابات عنها وكذا إعداد تقرير عن نشاط الشركة يتم اعتمادهما من الجمعية العامة للشركة خلال ٩٠ يوم من تاريخ انتهاء السنة المالية. وموافاة الهيئة بها رفق الدعوة الموجهة للهيئة لحضور اجتماع الجمعية العامة.

أما قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فقد أوجب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن توافي الهيئة بقوائم مالية نصف سنوية^(١٢٦). ثم وضعت الهيئة قواعد من شأنها تقديم هذه الشركات قوائم مالية ربع سنوية مشفوعة بتقرير فحص محدود من مراقب حسابات الشركة بالإضافة إلى القوائم السنوية. ونظراً لأهمية دور مراقب الحسابات في مراجعة القوائم المالية للشركات فقد وضعت الهيئة شروطاً خاصة بمراقبي الحسابات الذين يرخص لهم مراجعة القوائم المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وأنشأت الهيئة لديها - بموجب تعديلات قانون سوق رأس المال الصادرة بالقانون ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨ - سجلاً خاصاً بمراقبي الحسابات وأوجبت على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن يكون مراقب الحسابات من المسجلين لدى الهيئة.

^{١٢٥} - وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة عدم التزام هذه الشركات بمعايير الملاءة المالية يتم اتخاذ التدابير اللازمة وفقاً لإحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية والقواعد والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما بما في ذلك المنع من مزاولته كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها.

^{١٢٦} - المادة ٥٨ من اللائحة التنفيذية من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

كما يتم متابعة مراقبي الحسابات المسجلين بالهيئة للتأكد من قيامهم بمهامهم وفقا لمعايير المراجعة المصرية والتي أصدرتها الهيئة من خلال وحدة جديدة تم إنشائها بالهيئة تحت مسمى " وحدة الرقابة على جودة أعمال مراقبي الحسابات"، وفي حالة ثبوت إخلال أى من مراقبي الحسابات بمهام وظيفته تتخذ الهيئة الإجراءات اللازمة تجاهه سواء بالإندار أو الشطب من سجل الهيئة فضلا عن اتخاذ الإجراءات القانونية ضده. ويتولى قطاع التمويل والحوكمة بالهيئة متابعة انتظام الشركات في موافاة الهيئة بكافة القوائم المالية، ومراجعتها وكذا مراجعة تقرير مراقب الحسابات عنها، وإبداء ملاحظاته عليهما وإخطار الشركة بها ومتابعة قيام الشركة ومراقب حساباتها بتلافي هذه الملاحظات.

وقد تلاحظ تأخر بعض الشركات في تسليم القوائم المالية في ظل وجود فترة كافية لإرسالها دون تعدي الفترة المحددة، ومع ذلك فإن العديد من الشركات تتجاهل الالتزام بالفترة المحددة وتقوم بتحمل غرامات التأخير.

ثالثاً : التفتيش على الشركات (١٢٧):

تقوم الهيئة بإجراء التفتيش المستمر على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للتأكد من التزامها بالتشريعات المنظمة لسوق المال وذلك بمعرفة الإدارة المركزية للتفتيش والتي تقوم بنوعين من التفتيش:

١- التفتيش الدوري:

هذا النوع من التفتيش يتم وفقا لبرنامج سنوي معتمد من رئيس الهيئة يتضمن مجموعة من الشركات يتم اختيارها بناء على معايير معينة، ويتم تنفيذ هذا البرنامج من خلال لجان يتم تشكيلها وفقا لضوابط معينة بحيث تضم أعضاء من عدة تخصصات (قانوني، محاسبي، معلومات) بما يضمن التفتيش على كافة الجوانب المتعلقة بالشركة. ثم تقوم هذه اللجان بإجراء كافة التحقيقات اللازمة وإعداد تقاريرها بنتائج التفتيش متضمنا كافة المخالفات المنسوبة للشركة يعرض على إدارة الهيئة لاتخاذ الإجراء المناسب تجاه الشركة.

٢- التفتيش المفاجئ:

هذا النوع من التفتيش يتم بناء على وقائع محددة (شكوى أو تلامعات في السوق...إلخ) تتطلب التحقق الميداني منها، للوقوف على حقيقتها، وفي هذه الحالة يتم تشكيل لجنة تضم التخصصات اللازمة لفحص الموضوع وتقوم بمهمتها على وجه السرعة، من حيث الحصول على المستندات الخاصة بالواقعة

١٢٧ - تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق.

وإجراء التحقيقات مع المسؤولين عنها بالشركة وإعداد تقرير بشأنها للعرض على إدارة الهيئة لاتخاذ الإجراء المناسب بشأنها.

رابعاً : مكافحة غسل الأموال(^{١٢٨}):

نظراً للأثار السلبية المترتبة على عمليات غسل الأموال وأهمها إحداث تشوهات في الأسعار وما يترتب على ذلك من عدم استقرار في السوق، لذلك فقد صدر قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٢٠ لسنة ٢٠٠١ بشأن حظر شركات السمسرة استثمار أموالها في أموال غير مشروعة، ثم صدر القانون رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن مكافحة غسل الأموال، والذي أناط بالهيئة مهمة تطبيقه على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

وفي إطار قيام الهيئة بتنفيذ مهامها في هذه الشأن فقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٨٧ لسنة ٢٠٠٨ بشأن ضوابط مكافحة غسل الأموال للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والذي تضمن تحديد هذه الشركات، وما يجب على هذه الشركات مراعاته بشأن الإجراءات التي تتبعها لمعرفة هوية عملاءها وأوضاعهم القانونية والوسائل المتبعة للتأكد من صحة بياناتهم (مبدأ اعرف عميلك).

كما أوجب القرار على هذه الشركات ضرورة وجود مدير مسئول عن شئون مكافحة الأموال ممن يتوافر لديهم المؤهلات العلمية والخبرة العملية الكافية، وأن يشغل إحدى وظائف الإدارة العليا بالشركة، كما حدد القرار التقارير الواجب عملها والتي يجب إخطار الهيئة بها وكذا ما يجب اتخاذه حال الاشتباه في أي من العملاء أو العمليات. وأضاف القرار ضرورة وضع برنامج سنوي (على الأقل) لتدريب العاملين بالشركة في هذا الشأن، وأخيراً إلزام الشركات بالاحتفاظ بالمستندات والسجلات التي تلتزم بإمسакها لمدة لا تقل عن خمس سنوات من تاريخ انتهاء التعامل مع العميل أو من تاريخ قفل الحساب، على أن توضع هذه المستندات والسجلات تحت تصرف الجهات القضائية والجهات المختصة بتطبيق أحكام قانون غسل الأموال عند طلبها.

خامساً: قواعد حوكمة الشركات(^{١٢٩}):

ضماناً للالتزام الشركات بأحكام القوانين المنظمة لسوق المال فقد صدر قرار رئيس الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠٠٧ بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وضرورة التزام هذه الشركة بها كأحد متطلبات استمرار الترخيص لمزاولة النشاط. وقد تمثلت هذه القواعد فيما يلي:

١. مجلس إدارة الشركات:

^{١٢٨} - راجع : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق .

١٢٩ - راجع : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق .

تناولت القواعد مجلس إدارة الشركات من حيث تشكيله، وكيفية عمله، واختصاصاته، والتزامات أعضائه، والتزامه بالإفصاح والشفافية، وكذا لجان المجلس واختصاصاتها.

٢. الجمعيات العامة وحماية حقوق المساهمين:

أكدت القواعد على ضرورة الإفصاح وإتاحة المعلومات للمساهمين، وكذا سياسات توزيع الأرباح، بالإضافة إلى التصويت في الجمعية العامة، وإتاحة المناقشات لكافة المساهمين.

٣. تعارض المصالح وتعاملات المطلعين الداخليين:

فيما يتعلق بتعارض المصالح فقد أوجبت قواعد الحوكمة ضرورة تجنب كل عمل ينشأ عنه تعارض مصالح بين الشركة وأعضاء مجلس إدارتها والعاملين بها. مثل عدم منح قروض لأعضاء مجلس الإدارة، الاشتراك في عمل منافس للشركة أو إجراء عقود معاوضة مع الشركة إلا بموافقة الجمعية العامة...إلخ). أما تعاملات الداخليين فقد حظرت عليهم التعامل على أسهم الشركة استغلال أي معلومات داخلية غير منشورة أو متاحة للكافة أو تسريب المعلومات الداخلية للغير^(١٣٠).

٤. الشفافية والإفصاح:

شملت قواعد الحوكمة الالتزامات العامة بالإفصاح (الأحداث الجوهرية، هيكل المساهمين، تشكيل مجلس الإدارة...إلخ)، والالتزامات المرتبطة بالإفصاحات الخاصة بكل من الجمعيات العامة ومجالس الإدارة (موافاة الهيئة بمحاضر الاجتماعات، بيان توزيع الأرباح .. إلخ)، أسهم الخزينة (موافاة الهيئة بمبررات ذلك وموقف هذه الأسهم شهريا)، تعاملات الداخليين (الحصول على موافقة الهيئة على العمليات التي تتم على أسهم الشركة،.. إلخ)، القوائم المالية (موافاة الهيئة بالقوائم المالية السنوية والربع سنوية خلال المدة القانونية).

٥. نظم الرقابة والمراجعة الداخلية:

أوجبت قواعد الحوكمة أن يتوافر لدى الشركات نظام متكامل للرقابة الداخلية، يهدف إلى الحد من المخاطر، والتحقق من التزام الشركة والعاملين بها بتطبيق أحكام القوانين واللوائح السارية، ووضع قواعد للمسائلة داخل الشركة، وحماية مواردها ضد سوء الاستخدام. كما أوجبت قواعد الحوكمة أن يكون لدى الشركة إدارة مراجعة داخلية تختص بوضع الإجراءات الرقابية داخل الشركة وتقييمها للتحقق من فعاليتها، كما أوجبت على العاملين بهذه الإدارة الالتزام بالموضوعية وبذل العناية المهنية الملائمة، كما حددت الشروط الواجب توافرها في المدير المسئول عن هذه الإدارة (أن يكون من القيادات الإدارية ومتفرغا لها)، وكذا المهام

^{١٣٠} - راجع تفصيلاً: حسين فتحي، مرجع سابق، ص ١١٥ وما بعدها.

التي يجب عليه القيام بها وأن يكون تعيينه وعزله وتحديد معاملته المالية بقرار من مجلس إدارة الشركة^(١٣١).

٦. مراقب الحسابات:

أكدت قواعد الحوكمة على ضرورة تعيين مراقب حسابات للشركة من بين المقيدین بسجل الهيئة يحدد سنويا بحد أقصى ٦ سنوات يتم تغييره بعد ذلك، مع وجوب استقلاليتته عن الشركة وعن أعضاء مجلس إدارتها، كما تناولت القواعد التزامات مراقب الحسابات المرتبطة بالحوكمة. كما أجازت للهيئة شطب مراقب الحسابات من سجل مراقبي الحسابات بالهيئة حال إخلاله بالتزاماته الواردة بهذه القواعد، وكذا اتخاذ إية إجراءات أخرى ضده وفقاً لأحكام القوانين واللوائح السارية^(١٣٢).

٧. الجزاءات الخاصة بالشركات:

تناولت قواعد الحوكمة أيضاً الجزاءات الخاصة بالشركات حال مخالفة قواعد الحوكمة منها التنبيه على الشركة، نشر عدم التزامها على شاشات البورصة، أي جزاءات أخرى وفقاً للقانون. كما تناولت أيضاً الجزاءات الخاصة بالمسئول عن الإخلال بالتزامات الواردة في قواعد الحوكمة، منها توجيه تنبيه لها أيقافه أو إلغاء الترخيص الممنوح له، وأية جزاءات أخرى وفقاً لأحكام القانون.

وقد تلاحظ ضالّة قيم الغرامات المالية الموقعة على الشركات المخالفة لقواعد الإفصاح، حيث أنه حتى ولو تمت مضاعفة قيم تلك الغرامات، فإنها ستظل ضئيلة مقارنة بأحجام الشركات المقيدة، التي يتهاون بعضها في تطبيق شروط الإفصاح والشفافية بسبب عدم جدوى أساليب العقاب.

سادساً: العقوبات الإدارية للشركات^(١٣٣):

منح القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الهيئة حق توقيع جزاءات إدارية على الشركات التي ترتكب مخالفات أحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً لها :

١. منح رئيس الهيئة حق توقيع عقوبات متدرجة للشركات المخالفة على النحو التالي^(١٣٤):

١٣١ - راجع : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق.

١٣٢ - حول دور مراقب الحسابات في الرقابة على القوائم المالية للشركات راجع : محمد سمير الصبان "أصول المراجعة الخارجية المفاهيم العلمية والإجراءات العملية" ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠١٢ ، ص ٢٣ وما بعدها.

١٣٣ - راجع : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق.

١٣٤ - المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

- إنذار الشركة بإزالة المخالفات خلال مدة محددة.
- وقف نشاط الشركة (حالة عدم إزالة المخالفة خلال المهلة المحددة بالإذار) بقرار من رئيس الهيئة بعد أقصى شهر.
- عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة (إذا لم تقم بإزالة المخالفات خلال فترة الوقف) للنظر في إلغاء الترخيص الممنوح للشركة.

٢. منح مجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين بالشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية^(١٣٥):

- توجيه تنبيه إلى الشركة.
- منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها.
- مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر اجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر من الهيئة.
- تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة وذلك للمدة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.
- حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة.
- إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها.

٣. منح مجلس إدارة الهيئة سلطة إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص^(١٣٦):

- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، و أنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية.
- اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له.

سابعاً : تحريك الدعوى الجنائية ضد الشركة^(١٣٧):

١٣٥ - المادة ٣١ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

١٣٦ - المادة ٤٣ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

١٣٧ - راجع : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق.

تدعيما لدور الهيئة الرقابي على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية . بالإضافة إلى حق توقيع جزاء إداري على الشركات . فقد صدر القانون رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨ والذي تضمن العديد من التعديلات لبعض مواد قانون سوق رأس رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي من شأنها تشديد العقوبات على كل من يرتكب مخالفات لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.

كما ذهب القانون لأكثر من ذلك بإضافة مادة ٦٩ مكرر للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي بموجبها منحت رئيس الهيئة . وحده . حق تحريك الدعوى الجنائية بشأن الجرائم المرتكبة بالمخالفة لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، بل وأجاز له - وحده - حق التصالح في هذه الجرائم في أي مرحلة كانت عليها الدعوى.

ثامناً: تصفية الشركة:

لم يقف دور الهيئة الرقابي عند منح الترخيص للشركة ومتابعتها أثناء ممارسة نشاطها فحسب ولكنه يمتد إلى أبعد من ذلك. فعندما تريد الشركة وقف نشاطها أو تصفية أعمالها فلا بد وأن يتم ذلك بموافقة الهيئة وتحت نظرها، وذلك حرصاً على مصالح كافة الأطراف المتعاملة مع الشركة^(١٣٨).

فقد نصت المادة ٣٣ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "لا يجوز لأية شركة وقف نشاطها أو تصفية عملياتها إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة، وذلك بعد التثبت من أن الشركة أبرأت ذمتها نهائياً من التزاماتها وفقاً للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة".

وفي الختام نود الإشارة إلى أنه بالرغم من صدور قانون سوق رأس المال في عام ١٩٩٢ إلا أنه يتسم بالمرونة الكافية التي تمكن الهيئة من إضافة القواعد والضوابط اللازمة لتحقيق الرقابة الرشيدة وضبط إيقاع السوق وتطويره ودعم استقراره من خلال ما تصدره من قرارات أو من خلال تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، كل ما سبق بهدف الوصول إلى أفضل أداء ممكن للسوق.

١٣٨ - راجع : تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية ، مرجع سابق .

خاتمة

يحظى موضوع الإفصاح والشفافية عن المعلومات المتاحة ببورصة الأوراق المالية على اهتمام كافة المتعاملين ببورصات الأوراق المالية ، وكلما كان مستوى الإفصاح والشفافية للمعلومات المتاحة بالبورصة عالياً كانت قرارات المستثمرين صائبة ، وهو ما من شأنه رفع كفاءة البورصة ، ذلك أن مبدأ الإفصاح والشفافية يعد حجر الزاوية في تحقيق سلامة وعدالة التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة ، فضلاً عن أنه يعد معياراً تقاس على أساسه كفاءة أي بورصة ، بالإضافة إلى أنه يقطع الطريق أمام ما يستهدف البورصة من مظاهر وممارسات غير مشروعة غرضها النيل من البورصة ومن المتعاملين فيها وجني أرباح غير مشروعة على حساب الآخرين.

وقد كانت الممارسات غير القانونية لبعض المتعاملين بالبورصات المالية سبباً رئيساً لحدوث العديد من الكوارث والأزمات المالية بسوق الأوراق المالية، الأمر الذي لفت انتباه كافة لضرورة مواجهة هذه الممارسات غير الأخلاقية لما لها من آثار وخيمة على عمليات البورصة المالية بوجه خاص والأداء الاقتصادي بوجه عام.

وقد خلص البحث الى عدد من النتائج وعدد من التوصيات على النحو التالي:

أهم النتائج:

- أن الإفصاح والشفافية واجب قانوني مقرر على جميع من له صلة ببورصة الأوراق المالية ابتداء من الجهات المصدرة للأوراق المالية إلى أصغر متعامل فيها.
- في مقابل الالتزام بواجب الإفصاح والشفافية يجب أن يصل المشرع إلى درجة كبيرة من التطور في سن القوانين للحد من استخدام الوسائل غير المشروعة في البورصة.
- تلاحظ ضالة قيم الغرامات المالية الموقعة على الشركات المخالفة لقواعد الإفصاح، حيث أنه حتى ولو تمت مضاعفة قيم تلك الغرامات، فإنها ستظل ضئيلة مقارنة بأحجام الشركات المقيدة، التي يتهاون بعضها في تطبيق شروط الإفصاح والشفافية بسبب عدم جدوى أساليب العقاب.

- تأخر الشركات في تسليم القوائم المالية في ظل وجود فترة كافية لإرسالها دون تعدي الفترة المحددة، ومع ذلك فإن العديد من الشركات تتجاهل الالتزام بالفترة المحددة وتقوم بتحمل غرامات التأخير.
- احتمالية تعمد بعض أعضاء مجالس إدارات الشركات عدم الالتزام بمعايير الإفصاح لخدمة مصالحهم الشخصية، مما قد يكون السبب وراء تأخر الشركات في إرسال القوائم المالية يكمن في اشتراط حظر تعامل المطلعين الداخليين أو أعضاء مجالس الإدارات على الأسهم لمدة ٣ أيام قبل تسليم القوائم و٣ أيام أخري بعد تسليمها، ومن ثم تتأخر الشركات في إرسال القوائم بسبب رغبة أعضاء مجالس الإدارة في الاستفادة من فرص استثمارية متاحة خلال تلك الفترة، خاصة في ظل طبيعة سوق المال التي تتسم بالتغير المستمر.
- استفادة بعض الداخليين من تأخير الإفصاح عن بعض الأحداث الجوهرية من خلال تجميع كميات من الأسهم لبيعها عند إعلان الحدث الجوهري.

أهم التوصيات:

- ضرورة تعزيز وتطوير إجراءات الشفافية من خلال تطبيق المزيد من إجراءات حوكمة الشركات التي تتعلق ببعض قواعد إدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية وتعمل على رفع كفاءة طريقة عرض المعلومات في الشركات.
- تعميم قواعد الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية لتشمل بالإضافة الى الجهات المدرجة في بورصة الأوراق المالية، الشركات التي لم تزل خارج نطاق البورصة ولم تدرج اوراقها المالية فيها. وكذا الشركات العامة وغيرها.
- ضرورة تغليظ الغرامات المالية الموقعة على الشركات المخالفة لقواعد الإفصاح والشفافية بالبورصة المصرية، خاصة في ظل تهاون العديد من الشركات المقيدة والمتداولة في الالتزام بهذه المعايير.
- ضرورة إضافة أشكال جديدة من العقوبات لردع الشركات عن مخالفة معايير الإفصاح بخلاف الغرامات المالية، ويأتي في صدارتها التصعيد التدريجي في قيم الغرامات وأنماط العقوبات عند تكرار نفس المخالفة لتصل إلى حد الشطب من جداول البورصة، فضلاً عن إجبار الشركات على عرض قيم المخالفات وأسبابها تفصيلاً على الجمعيات العمومية، وذلك لكي يكون للمساهمين الحق في تقييم أعضاء مجالس إدارات الشركات.
- أن يتم تحميل الغرامات المالية على أعضاء مجالس إدارات الشركات بصفتهم الشخصية، وذلك نظراً لأن المخالفات تنتج عن إهمالهم في الالتزام بقواعد الإفصاح، لذا لا يمكن سداد الغرامات من أموال الشركات المملوكة في الأصل للمساهمين، فضلاً عن احتمالية حدوث المخالفات، بسبب رغبة أعضاء مجالس إدارات الشركات في خدمة مصالحهم الشخصية.

- يجب أن تتم معاقبة أعضاء مجالس إدارات الشركات الذين تثبت مخالفتهم لقواعد الإفصاح والشفافية من خلال حرمانهم من العضوية لفترة محددة.
- تجنب الجهات الرقابية إيقاف تداول الأسهم عند حدوث مخالفات، وذلك على خلفية الخسائر الضخمة التي يتحملها المتعاملون الذين يمثلون المتضرر الرئيسي من عمليات إيقاف الأسهم على الرغم من عدم صلتهم بالمخالفات الناتجة عن عدم التزام الشركات بقواعد الإفصاح..
- يجب أن تتم زيادة قيمة الغرامات، على أن ترتبط نسب الزيادة بنوع المخالفة وبأحجام الشركات ورؤوس أموالها، خاصة في ظل التباين القوي في أحجام الشركات المقيدة بالبورصة، مما يستوجب التعامل معها بسبل مختلفة.
- ضرورة تصعيد العقوبات الموقعة على الشركات تدريجياً، حيث تبدأ بالغرامات المالية ثم تصل إلى الشطب في حال التكرار، وأيضاً ضرورة تنوع أشكال العقوبات مع الابتعاد عن إيقاف تداول الأسهم، الذي يضر بحملة الأسهم بصورة مباشرة، وذلك من خلال معاقبة المتسبب في الإهمال الذي أدي لحدوث مخالفات، بحيث يتم صرف الغرامات من الأموال الشخصية له، وذلك نظراً لأن سدادها من أموال الشركة يعتبر عقاباً غير مباشر للمساهمين الذين ليست لهم علاقة بمخالفات الشركات.
- أن يتم تطبيق نظام النقاط في معاقبة الشركات غير الملتزمة بقواعد الإفصاح، بحيث تحصل الشركات على عدد معين من النقاط عند حدوث أي مخالفة على أن يختلف عدد النقاط التي تحصل عليها الشركات حسب حجم المخالفة ونوعها، ومن ثم يتم تطبيق العقوبات المصاحبة لكل عدد معين من النقاط على الشركات المخالفة لقواعد الإفصاح.
- أن يتم إجبار الشركات على عرض قيم الغرامات التي تحملتها على الجمعيات العمومية، وذلك ليتمكن حملة الأسهم من تقييم أداء مجالس إدارات الشركات ودرجة التزامهم وحرصهم على مصالح المساهمين، ومن ثم سيكون هذا الأمر بمثابة عامل ضغط معنوي على أعضاء مجالس إدارات الشركات لردعهم عن عدم الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية.
- تدعيم دور وفعالية اجتماعات الجمعية العامة، والإفصاح عن المكافآت المخصصة لأعضاء مجلس الإدارة والتشجيع على استخدام المديرين المستقلين.
- إصدار بورصة الأوراق المالية شهادة تفيد الالتزام أو عدم الالتزام بقواعد إدارة الشركات لكل الشركات المقيدة عند صدور ذلك لتشجيع الشركات المقيدة على الالتزام بقواعد وممارسات إدارة الشركة.
- يجب على بورصة الأوراق المالية أن تنشر في نهاية كل شهر في مطبوعاتها سواء كانت ورقية أم إلكترونية أسماء الشركات المقيدة التي تتمسك بممارسات وقواعد إدارة الشركات، وتلك الشركات التي لم تلتزم بها، وهذا على النحو المعمول به في بورصات عديدة مثل البورصة الألمانية، وبورصة كوالالمبور للأوراق المالية.

قائمة المراجع

أولاً : باللغة العربية:

أ . المراجع:

- احمد عبد الرحمن الملحم "حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية" ، مطبوعات جامعة الكويت ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، مجلس النشر العلمي ، الكويت ، ١٩٩٨ .
- احمد محرز "النظام القانوني للخصخصة" ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ .
- استار تايمز "بعض التعاملات غير الأخلاقية في البورصة". مقال الكتروني بتاريخ ٢٩/١/٢٠٠٩ ، على الموقع الالكتروني: <http://www.startimes.com>
- اسماء فريز "كل شيء عن البورصة" ، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير ، الرياض ، الطبعة الأولى ، ٢٠٠٧ .
- إيهاب الدسوقي " قياس الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية" ، مقال منشور بالأهرام الاقتصادي ، بتاريخ ٢٤/٣/٢٠١٤ ، على الموقع الالكتروني : <http://ik.ahram.org.eg>
- بلال بدوي "الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ .
- جمال عثمان " الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية في البورصة" ، دراسة قانونية مقارنة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠١٠ .
- حسين فتحي "تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ١٩٩٦ .
- سالم عبود: الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث بالمؤتمر العلمي الثالث بالأردن، في الفترة ٢٨ : ٢٩/٤/٢٠٠٩ ، على الموقع الالكتروني: <http://iefpedia.com>
- صالح البربري "الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية" ، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، ٢٠٠١ .

- صفوت عبد السلام "الشفافية والافصاح على كفاءة رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ .
- صلاح زين الدين " دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية" ، بحث منشور ضمن أبحاث "المؤتمر العلمي الأول" حوكمة الشركات ودورها في الاصلاح الاقتصادي ، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق ، المنعقد خلال يومي ١٥ - ١٦ تشرين الأول أكتوبر ٢٠٠٨ .
- صلاح زين الدين "سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموي المنشود"، دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها. بحث منشور في المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للاقتصاديين المصريين: تمويل التنمية في ظل اقتصاديات السوق، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع، القاهرة، ٧-٩ أبريل ١٩٩٤ .
- طاهر شوقي مؤمن "عقد بيع الأوراق المالية في البورصة"، دار النهضة العربية، سنة ٢٠٠٧ .
- عباس العبيدي "الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة" ، الناشر دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ١٩٩٨ .
- عبد الباسط محمد حسن "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق اهداف تحويل مشروعات قطاع الاعمال العام الى الملكية الخاصة" ، دار النهضة العربية ، القاهرة مصر .
- عبد الفتاح الجبالي " الشائعات.. آثارها وسبل مواجهتها" ، مقال منشور بجريدة الاهرام المصرية ، الأربعاء ٢٥ يوليو ٢٠١٨ السنة ١٤٢ العدد ٤٨٠٧٨ .
- عبد المجيد المهيلمي "التحليل الفني للأسواق المالية" ، الطبعة الثانية ، البلاغ للنشر والطباعة والتوزيع ، القاهرة، ٢٠١٦ .
- عصام حنفي محمود "التزام الشركات بالشفافية والافصاح" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ .
- عطية فياض " الضوابط الشرعية للتعامل في البورصة : المشروع والمنهي عنه شرعا" ، كلية الشريعة والقانون ، بجامعة الازهر ، بدون ناشر أو سنة نشر .
- عمار عباس الحسين، عمار كريم فاضل "الركن الخاص في جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (دراسة مقارنة)" ، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية ، العدد الرابع ، ٢٠١٧ .
- عمر سالم "الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية" ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٩ ، الطبعة الأولى .
- غنام محمد غنام "تجريم الكذب على المساهمين في شركات المساهمة في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي" ، مجلس النشر العلمي ، لجنة التأليف والنشر ، جامعة الكويت ، الكويت ، بدون سنة نشر .
- مايكل كوفل "اسرار البورصة" ترجمة رشا جمال ، الدار العربية للعلوم ، دار بيروت للنشر ، لبنان ، ٢٠٠٧ .

- محمد إبراهيم السقا " لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟" ، جريدة الاقتصادية الإلكترونية ، ٢٠١٠/٣/١٨ م ، على الموقع الإلكتروني : <http://www.aleqt.com>
 - محمد الجيلاني " دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية" ، على الموقع الإلكتروني : [http:// world.acc.net](http://world.acc.net)
 - محمد سمير الصبان "أصول المراجعة الخارجية المفاهيم العلمية والإجراءات العملية" ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠١٢ .
 - محمد عبد الحليم عمر "التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية" ، بحث في المنتدى الاقتصادي الثالث بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي عن أزمة البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧ ، جامعة الأزهر ، في ٢٢ نوفمبر .
 - محمد فاروق عبد الرسول "الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية" ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧ .
 - محمد مطر واخرون "التحليل المالي والائتمان، الأساليب، والأدوات، والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٠ .
 - مركز المديرين "دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية" ، القاهرة ، يوليو ٢٠٠٦ .
 - مصطفى كمال طه "القانون التجاري، الشركات التجارية . الاحكام العامة الشركات . شركات الأشخاص . شركات الأموال" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، ١٩٩٨ .
 - منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" ، منشأة المعارف بالإسكندرية ، ١٩٩٧ .
 - نصر علي أحمد طاحون "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر" ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، بدون سنة نشر .
 - هالة حلمي السعيد "الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة " ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، العدد ٥٨ ، الكويت ، ١٩٩٩ .
- ب : تقارير وقرارات:

- قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢ الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً) الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦ .
- قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢ ، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً) الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦ .

- قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧.
- قرار وزير التجارة والزراعة البحريني رقم ١٣ الخاص بإصدار اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٩٨٨/١٢/٢٤.
- اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، الهيئة العامة للمطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧.
- تقرير بعنوان "دور الهيئة في الرقابة على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية"، على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية، بتاريخ ٢٠١٩/١/٢، على الموقع الإلكتروني: <http://www.iinvest.gov.eg>
- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات"، ٢٠٠٤.

ثانياً : باللغة الإنجليزية:

- **George Kopits and Jon Craig, "Transparency in Government Operations", International Monetary Fund, Washington DC, Occasional Paper 158, January, 1998.**
- **International Finance Corporation (IFC): "Central Capital Markets Department: Quarterly Review of Emerging Stock Markets", 2. Quarter 1993.**
- **Michael Bordo and Barry Eichengreen, "Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone", World Bank. 1999.**
- **P. Wesley Schultz "Environmental Attitudes and Behaviors Across Cultures", California State University, San Marcos. 8-2002.**