



كلية الحقوق

قسم القانون التجاري والبحري

المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق

من الباحث

فهد خالد ابداح بوردن

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

أ.د/ سميحة مصطفى القليوبي (رئيساً)

أستاذ القانون التجاري والبحري - وكلية كلية الحقوق الأسبق - جامعة القاهرة

أ.د/ هاني صلاح سري الدين (مشرفاً وعضواً)

أستاذ القانون التجاري والبحري المساعد - كلية الحقوق - جامعة القاهرة

المستشار/ خالد النشار (عضواً)

مساعد وزير العدل - نائب رئيس البورصة المصرية سابقاً - نائب رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية سابقاً

١٤٣٨هـ - ٢٠١٧م



كلية الحقوق

قسم القانون التجاري والبحري

صفحة العنوان

اسم الباحث : فهد خالد ابداح بوردين
عنوان الرسالة : المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق
الأوراق المالية (دراسة مقارنة)
الدرجة العلمية : دكتوراه
القسم التابع له : القانون التجاري والبحري
اسم الكلية : كلية الحقوق.
الجامعة : القاهرة.
سنة التخرج :
سنة المنح : ٢٠١٧



كلية الحقوق

قسم القانون التجاري والبحري

رسالة دكتوراه

اسم الباحث : فهد خالد ابداح بوردين

عنوان الرسالة: المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق
الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

أ.د/ **سميحة مصطفى القليوبي** (رئيساً)

أستاذ القانون التجاري والبحري - وكلية الحقوق الأسبق - جامعة القاهرة

أ.د/ **هاني صلاح سري الدين** (مشرفاً وعضواً)

أستاذ القانون التجاري والبحري المساعد - كلية الحقوق - جامعة القاهرة

المستشار/ خالد النشار (عضواً)

مساعد وزير العدل - نائب رئيس البورصة المصرية سابقاً - نائب رئيس الهيئة العامة للرقابة
المالية سابقاً

الدراسات العليا

بتاريخ / /

أجيزت الرسالة:

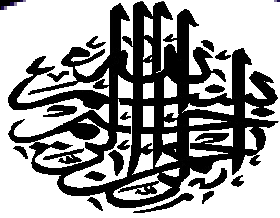
ختم الإجازة:

موافقة مجلس الجامعة

بتاريخ / /

موافقة مجلس الكلية

بتاريخ / /



يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ

بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ

تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ

إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا



(سورة النساء - الآية ٢٩)

إهداء

أهدي هذا البحث المتواضع إلى روح والدي، حيث كان دائم الحرص على مواصلة تعليمي إلى أعلى درجاته وهو ما حاولت قدر استطاعتي أن أبلغ قدراً منه، وإلى والدتي أطل الله في عمرها، حيث كانت وما زالت هي مصدر إلهامي نحو التفوق والتحصيل.

ولا أنسى في هذا المقام أن أهدي عملي هذا إلى زوجتي الحنون التي تحملت الكثير من البعد عنها والاعتراب خارج الوطن لإتمام هذا العمل وحتى يظهر إلى النور بالشكل الذي يلقي قبول أساتذتي الأجلاء.

كما لا يفوتني أن أهدي جهدي هذا إلى فلذات كبدي أولادي ليكون نبزاساً لهم يهتدوا بهديه حتى يكملوا مسيرة أباهم على رب العلم والتفوق.

وأخيراً فإنني أهدي هذه الدراسة إلى كل من مد إلي يد العون والمساعدة ووقف بجانبني حتى أتممت دراستي المتواضعة على هذا النحو.

الباحث



قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من لا يشكر الناس لا يشكر الله".
انطلق من هذا المبدأ الإسلامي، فأتقدم بكل الشكر والعرفان والتقدير إلى من
منحني فرصة مواصلة مسيرتي في طلب العلم، وكل من قدم لي شمعة أضاءت طريقي،
وكل من مد لي يمينه فدفعتني للأمام، وكل من وجهني بكلمة صادرة من قلب مخلص
فتحت لي آفاقاً غفلت عنها، ولكل من ساعدني في هذه المسيرة العلمية التي بدأت
بموافقة الأستاذة الفاضلة **الدكتورة/ سميحة مصطفى القليوبي** أستاذ القانون التجاري
ووكيلة كلية الحقوق-جامعة القاهرة الأسبق، الشكر لقبول سيادتها الإشراف على هذه
الرسالة، رغم مسئوليات سيادتها الكثيرة، فوجدت من سيادتها عظيم المن والعطاء،
وكانت لي خير الموجه والمعين بعلمها، وإرشادها، وتوجيهها، مما أعانني على حل
الكثير من مشكلات هذا البحث، وكان لها عظيم الأثر في الانتهاء من هذه الدراسة.
فإليك مني أستاذتي العظيمة في تواضعها، الكبيرة في ترفعها، العالمة في فكرها،
أسمى تقدير وأصدق مشاعر الود والاحترام، سائلاً الله أن يمدّها بالصحة والعافية.
كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ **الدكتور/ هاني صلاح سري**
الدين أستاذ القانون التجاري والبحري المساعد بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، لتفضله
بالموافقة على المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة رغم كثرة مشاغله.
والشكر موصول إلى **المستشار/ خالد النشار** مساعد وزير العدل، نائب رئيس
البورصة المصرية، ونائب رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية، لتكرمه بالموافقة على
المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة، وتحمله مشقة مراجعة الرسالة رغم
كثرة التزاماته.
ولا يفوتني في هذه المناسبة، أن أتوجه بالشكر والعرفان إلى كل من ساهم
بتوفير المراجع العلمية اللازمة لإعداد هذه الدراسة، وإلى إدارة جامعة القاهرة
وبالأخص إدارة كلية الحقوق بالجامعة وجميع العاملين بها، لما قدموه لي من دعم
ومساندة وتذليل كافة الصعاب من أجل إخراج العمل بالصورة الماثلة.
وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

الباحث

المقدمة

التعريف بموضوع البحث:

تقوم الأسواق المالية بدور هام في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المعاصرة، فهي تعمل من خلال ما تنتجه من أدوات استثمارية عديدة ومتنوعة على حشد وتعبئة المدخرات مما لديهم فائض في هذه الأموال (قطاعات الفائض) وتوجيهها إلى الشركات والمشاريع الاستثمارية (قطاعات العجز)، فهي مصدر الفرص الاستثمارية بالنسبة لقطاعات الفائض ومصدر التمويل بالنسبة لقطاعات العجز. ولذا فإن السوق المالي يعد بمثابة قناة اتصال هامة بين أصحاب المدخرات وأصحاب الفرص الاستثمارية، وقيام السوق بأداء دوره بنجاح في هذا المجال يساعد على تحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، بمعنى توزيع هذه الموارد على أفضل الاستخدامات الإنتاجية لها. فضلاً عن ذلك يعد السوق الكفء بمثابة عامل جذب للاستثمارات المحلية والأجنبية، ومن ثم يساعد على توفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية والإنمائية وسد الفجوة التمويلية وفجوة النقد الأجنبي خاصة بالنسبة للدول النامية والتي تعاني من عجز شديد في المدخرات المحلية وقصورها عن توفير المستوى اللازم لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ولذا فإن كفاءة الأسواق المالية وتطورها ينعكس مباشرة على كفاءة وتطور الاقتصاد القومي ككل^(١).

وقد شهدت الأسواق المالية العالمية في السنوات القليلة الماضية ظهور العديد من الأدوات المالية الجديدة التي لم تكن معروفة من قبل والتي ترجع أساساً إلى الأسواق المالية واتجاهها نحو التدويل، وكذلك إلى تطور النظام النقدي العالمي ومن أهم تلك الأدوات هي الاتجاه نحو تحويل القروض إلى صكوك مالية في إطار ما يعرف باسم التوريق Securitization وتدويل الأسواق المالية وتربطها عالمياً في إطار ظاهرة العولمة (Globalization) حيث أصبح العالم كله بمثابة

(١) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس

المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، دار النهضة العربية، نسعة

٢٠٠٦م، ص ١.

سوق مالية واحدة تتلاشى فيها الحدود الجغرافية والسياسية. هذا فضلا عن زيادة الأهمية النسبية للأنشطة والعمليات المالية التي تجري خارج ميزانية البنك مثل عمليات البيع أو الشراء الآجل (Forward) وغيرها، ولكي يتمكن السوق من تحقيق أهدافه الاقتصادية بكفاءة فينبغي أن يتمتع هو نفسه بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأوراق المالية فيه كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأوراق المالية. ففي السوق الكفاء تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة، ويمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار في السوق تؤدي إلى تطبيق التوزيع الكفاء للموارد الاقتصادية وضمان عدم استغلال طرف لطرف آخر في السوق^(١).

وتعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام، وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل أن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدرة ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها. وهكذا فإن كفاءة سوق رأس المال تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق، أي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة المعنية^(٢).

موضوع البحث:

لأهمية المعلومات والشفافية والإفصاح وأنظمة المضاربة على كفاءة أسواق المال فكان اختيارنا لموضوع رسالتنا المعنون "المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة".

(١) د. صفوت عبد السلام عوض الله، المرجع السابق، ص ١-٢.

(٢) د. صفوت عبد السلام عوض الله، المرجع السابق، ص ٢.

حيث يقصد بالمضاربة:

في الاقتصاد: عملية بيع أو شراء يقوم بها أشخاص لديهم خبرة بالسوق للانتفاع من فروق الأسعار، ويقال ضارب في السوق، اشترى في الرخص وتربص حتى يرتفع السعر ليبيع وقد يهبط السعر فيصاب بخسارة^(١).

في الشرع: عقد شركة في الربح بمال من رجل وعمل من آخر^(٢).
ويقصد بالتلاعب بالأسعار اتخاذ وسائل غير مشروعة للتأثير على سعر ورقة مالية ما لكي يتم تداولها بسعر أعلى أو أقل من السعر الذي يسفر عنه العرض والطلب في الظروف الطبيعية^(٣).

والتلاعب في الأسواق المالية وجد منذ نشأتها وليس حديث العهد في وجوده فهو قديم قدم الأسواق المالية (البورصات).

أهمية موضوع البحث وسبب اختياره:

أولاً: للمضاربة المشروعة أهمية كبرى على النحو الآتي:

المضاربة المشروعة هي القوة المنشطة لسوق رأس المال وبدونها تظل السوق راكدة. كما أن المضاربة المشروعة هي التي تحد من التقلبات والتموجات الشديدة في الأسعار، فالمضاربة هي التي تحد من الآثار الحادة للصعود أو الهبوط في الأسعار لأن حركات الصعود والهبوط العنيفة من شأنها أن تهز الأسواق وتخل بتوازنها وتلحق بالمتعاملين في السوق الضرر الكبير^(٤).

(١) د. محمد إسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٤٤.

(٢) د. وهبة الزحيلي، العقود المسماه في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني، ط١، دار الفكر، دمشق، سوريا، ١٩٨٧م، ص ١٨٨.

(٣) د. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، سنة ٢٠٠٧م، ص ١٢٢.

(٤) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، ط١، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ٢٠٠١م، ص ٢٨٢.

ليس هذا فحسب، بل إنها تحد من الجموح في الصعود والهبوط على السواء فيمنع ذلك الشعور بالذعر الذي يستولى على السوق في ساعات الشدة من أن يقنف بالأسعار إلى الحضيض^(١).

ولكل هذه الأمور فإن المضاربة المشروعة توفق بين العرض والطلب حيث إنه عندما تنخفض الأسعار في البورصة يتدخل المضاربون بالشراء وينتج عن ذلك الحد من استمرار الانخفاض نتيجة زيادة الطلب على الأوراق المالية، وعند ارتفاع الأسعار يتدخل المضاربون لبيعوا ما بحوزتهم من أوراق وينتج عن ذلك الحد من الاستمرار في ارتفاع الأسعار بسبب زيادة المعروض من الأوراق المالية وبذلك تعمل المضاربة على تقليل الفوارق بين الأسعار^(٢).

إن المضاربة تزيد وتنشج حركة التداول بالنسبة لكميات كبيرة من الأوراق المالية مما يزيد من ازدهار البورصة ويتعاضد دورها^(٣).

وحيث إن المضاربين يهدفون إلى الحصول على الربح الناتج عن فروق الأسعار، فإن ذلك يدفعهم إلى البيع والشراء عند أقل تغيير في السوق لكي يستغلوا كل عامل جديد من شأنه أن يؤدي لإعادة التوازن للأسعار فيتسع نطاق المعاملات ويعظم نشاط السوق وتزداد مرونتها وتحقق لها صفة الاستمرار الأمر الذي يؤدي إلى سهولة استبدال الصكوك بنقود والنقود بصكوك أي توفير السيولة دون إحداث هزات عنيفة في الأسعار، كما أن سهولة وسرعة تحول الصكوك إلى نقد يعتبر ميزة جوهرية لا تصلح سوق الأوراق المالية بدونها كأداة لجذب الادخار^(٤).

وللمضاربة دور هام في تنشيط السوق الأولية وتغطية الاكتتاب العام: فقد يقبل جمهور المستثمرين على الاكتتاب في أسهم الشركات التي يتوافر الثقة فيها والتي تحظى بدعاية وإعلان متميز وعند ذلك تغطي هذه السهم بالكامل، ولكن

(١) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص ٢٨٣

(٢) د. محمد إسماعيل هاشم، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة بين النظامين المصري والأمريكي، ٢٠١١م، ص ٤٤٥، ٤٤٦.

(٣) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص ٢٨٣.

(٤) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص ٢٨٤.

هناك العديد من الأسهم التي لم تتضح مزاياها للمستثمرين لضعف الدعاية والإعلان عنها ولعدم وصول المزايا الحقيقية لهذه الأسهم إلى جمهور المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى عدم تغطية الاكتتاب بالكامل فيقوم المضاربون بشراء هذه الأسهم التي لم يتم الاكتتاب فيها والاحتفاظ بها حتى يتمكنوا من بيعها بيعاً مربحاً إلى المستثمرين عندما تتوافر ثقتهم فيها^(١).

لكل ما سبق كان اختيارنا للشطر الأول من رسالتنا وهو المضاربة على التفصيل الذي سنبينه أثناء القيام بالدراسة.

ثانياً: التلاعب بالأسعار وهي ما يسمى بالمضاربة غير المشروعة:

ولها أضرار وآثار سلبية على أسواق المال، ويعني التلاعب بالأسعار على النحو الذي سنوضحه تفصيلاً فيما بعد. قيام متداول أو تواطؤ مجموعة من المتداولين بالتدخل في قوى السوق (العرض والطلب) لتحقيق مصلحة خاصة مما يؤثر بالسلب على كفاءة السوق، لأنه يقوم باستدراج بقية المتداولين لتوفير السيولة وتنفيذ الصفقات عند أسعار بعيدة بدرجة أو بأخرى عن القيم الفعلية للأوراق المالية.

وفي الأجل الطويل يؤدي انتشار التلاعب في السوق إلى زيادة احتمال وقوع غبن في التداول فنقل الثقة في السوق من جانب المتداولين الأمر الذي يجعلهم ينصرفون عن هذه السوق مما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

يؤدي التلاعب بالأسعار إلى زيادة حدة تقلب الأسعار والكميات المعروضة والمطلوبة من الأوراق المالية، فالأصل أن "البورصة هي مرآة الاقتصاد" فإذا كانت أسعار الأوراق المالية فيها ليست حقيقية وإنما أسعار مصطنعة فإنها تكون صورة زائفة غير حقيقية عن وضع الاقتصاد.

وينتج عن الوضع السيء الناتج عن التلاعب بالأسعار وضعف الثقة في البورصة المصرية أن يفقد صغار المستثمرين الجانب الأكبر من رؤوس أموالهم

(١) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص ٢٨٤.

التي استولى عليها المتلاعبون بالأسعار مما يساهم بالتالي في حدة الركود ونقص السيولة.

كما ينتج عن جشع المتلاعبين بالأسعار ومناورات المقامرین اهتزاز السوق واستفحال أمرها.

ليس هذا فحسب بل قد يؤدي التلاعب بالأسعار إلى آثار معنوية سيئة حيث إن التحول المفاجئ إلى الثراء وتضخم الثروة دون جهد أو سبب جدي ظاهر، قد يؤدي بالناس إلى عدم الجد والمثابرة، وربما تكون دعوة صريحة للمقامرة خصوصا لدى الشباب خاصة العاطلين من خريجي الجامعات^(١).

وعلى المستوى العالمي، فإن إعادة هيكلة المؤسسات المالية العالمية والأسواق المالية سارع بتكوين ثروات هائلة ناتجة غالبا عن المضاربات غير المشروعة، وفي الولايات المتحدة الأمريكية وحدها ارتفع عدد المليارديرات من ١٣ عام ١٩٨٢ إلى ١٤٩ عام ١٩٩٦، وأن نادي المليارديرات في الكرة الأرضية يضم حاليا ٤٥٠ عضوا يملكون ثروة تفوق قيمة الناتج القومي الإجمالي لمجموعة الدول الفقيرة في العالم حيث يعيش ٥٦% من شعوب العالم ومدلول ذلك غاية في الخطورة إذ يعني أن تلك المؤسسات تتمتع بمقدرة مالية تفوق كل مؤسسات الإصدار في العالم أجمع التي لا تستطيع سواء فرادى أو مجتمعين أن تكافح ضد المضاربة غير المشروعة التي تقوم بها هذه المؤسسات. ويمكن أن يتحول المال في أيدي هذه المؤسسات إلى أسلحة الدمار الاقتصادي الشامل إذا استخدم بطريقة منحرفة^(٢).

لهذا الأسباب جرمت كافة التشريعات ومنها التشريع المصري كافة صور المضاربات غير المشروعة، وأهمها التلاعب بالأسعار، ولعل أحد أهم آليات محاربة ظاهرة التلاعب بالأسعار، وتحقيق الكفاءة لسوق المال هو إقرار مبدأ الشفافية والإفصاح.

(١) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص ٣٠٠، ٣٠١.

(٢) د. صالح البربري، المرجع السابق، ص ٣١١.

ثالثاً: ظاهرة استغلال المعلومات الداخلية في الشركات المساهمة في بورصة الأوراق المالية:

يعد استغلال المعلومات الداخلية من أهم صور المضاربة غير المشروعة، ويعد انتشار هذا المسلك المجرم يشكل مساساً وتهديداً لهيئة القانون ومن ثم هيئة الدولة^(١).

وينحصر النشاط المؤثم الذي يقوم به المطلع على أسرار أسهم الشركات في أشخاص محددين، باعتبار أن السمة المميزة للمطلع هي قدرته - من خلال موقعه الوظيفي داخل الشركة - على التوصل إلى المعلومات غير المعانة للمساهمين أو لأسواق المتعاملين في الأوراق المالية.

ويقصد بالمطلعين الأشخاص الذين تتوافر لديهم بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها أو بحكم صلاتهم معلومات هامة لا تتوافر لغيرهم ويكون لتلك المعلومات عند إعلانها تأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة^(٢).

والمعلومة الداخلية تعني كافة المعلومات الجوهرية التي لم يتم الإعلان عنها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بالعرض أو أعمال الشركة^(٣).

وحيث إن ظاهرة استغلال المعلومات الداخلية أصبحت أمراً معتاداً في الشركات المساهمة ومن ثم أصبح ذلك المسلك غير المشروع يقع تحت طائلة القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في مادته ٢٠ مكرر.

رابعاً: مبدأ الشفافية والإفصاح ومدى ارتباطه بالمضاربة في سوق الأوراق المالية:

(١) د. عصام حجاب، جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركات المساهمة، دراسة مقارنة في ضوء تشريعات سوق رأس المال وأحكام القضاء وتعليق الفقه في مصر وفرنسا، رسالة دكتوراه سنة ٢٠١٣، دار النهضة العربية، ص(ب).

(٢) د. محمد إسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٦٩.

(٣) د. هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، ط ٢، ٢٠١٣م، ص ١١٥.

إن ظاهرة التلاعب بالأسعار والمضاربات غير المشروعة، تعد من أهم الظواهر والعوامل التي تقف حائلاً منيعاً ضد الأداء الطبيعي والمعتاد لبورصة الأوراق المالية وذلك بسبب مجموعة من الأساليب المحظورة وغير المشروعة التي تؤثر تأثيراً واضحاً على تفكير المتعاملين في السوق نتيجة لغياب أو الخلل في تطبيق مبدأ من أهم المبادئ المؤثرة في أنشطة البورصات وهو مبدأ الشفافية والإفصاح، نظراً لأن التطور والتقدم في بورصة الأوراق المالية ومدى كفاءتها يقوم في الأساس على ما يتوافر من معلومات تتاح لجمهور المستثمرين بشكل يؤدي لتحقيق العدالة والمساواة في وقت واحد. وكل هذا لا يتحقق دون أن يكون هناك تطبيق سليم كامل لمبدأ الشفافية والإفصاح بحسب ما قرره التشريعات التي تنظم أسواق المال (البورصات) ^(١).

ويقصد بالشفافية تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على بورصة الأوراق المالية بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دولياً وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الاطلاع عليها، عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها ^(٢)، بالإضافة إلى حظر التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات داخلية سواء كانت لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال مقابل منفعة معينة أو بدونها ^(٣).

(١) أ. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٠م، ص ٣٨٨.

(٢) د. عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ٢٠٠٦، ص ١٩.

(٣) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية "دراسة مقارنة"، ط ١، جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، دولة الكويت، ١٩٩٨، ص ٢٩ وما بعدها.

أما الإفصاح فهو تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بنشر وإعلان البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية وتقديمها بصفة دورية - وكذلك في الحالات الاستثنائية - للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات وحملها إلى علم الجمهور وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين والمحتملين وغيرهم بكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليها^(١).

وتعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات الرئيسية المساندة لتطور ونضوج أسواق رأس المال بصفة عامة وبورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، وأصبحت كفاءة هذه الأسواق تعتمد أساساً على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى قدر الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات عديدة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها^(٢).

وتتوقف كفاءة السوق بدرجة كبيرة على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف سوق تداولها بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة المعنية. كما تؤدي المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية^(٣).

(١) د. عصام حنفي محمود، المرجع السابق، ص ١٩.

(٢) د. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦م، ص ١١.

(٣) د. صفوت عبد السلام عوض الله، المرجع السابق، ص ٣٥.