

## دراسة تحليلية لمعرفة أثر تسريب المعلومات الداخلية على الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين في البورصة المصرية

نيرة إسماعيل محمود الطحاوي

مدرس مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة ،  
كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس

المشرفين

أ.د/ أحمد زكي حسين متولي

أستاذ المراجعة ورئيس جامعة قناة السويس

د/ محمد إبراهيم أبو العلاء

مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة

أ.د/ عبدالفتاح احمد على خليل

أستاذ المحاسبة المتفرغ

### الملخص:

استهدف البحث التعرف بشكل مفصل على أثر تسريب المعلومات الداخلية على الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالبورصة المصرية وذلك من خلال دراسة ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية وتحديد المسئول عنها وكيفية الحد من المضاربات الناشئة عنها وأثارها الأقتصادية الناجمة عنها ، وقامت الباحثة بالتركيز على الأسواق المالية نظراً لدورها الفعال في رفع كفاءة المشروعات بالشكل الذي يسهم في تفعيل نشاط الأقتصاد ، إذ إنه لا يمكن إلغاء العلاقة الوطيدة بين نمو الإقتصاد وتطوره ونمو السوق المالي وزيادة كفاءته ، ومن ثم تبرز أهمية ووزن المعلومة بالنسبة لتلك الأسواق ، إذ تلعب المعلومات دوراً كبيراً في التأثير على القرارات الإستثمارية وهو ما يُحمل إدارة السوق المالي مسؤولية توفير المعلومات الضرورية عن الشركات المُدرجة في السوق وذلك من خلال وضع و ضبط تشريعات و قوانين تعمل على زيادة درجة الإفصاح و الشفافية في الأسواق المالية ، ومن هنا تزايد الإهتمام بدور الإفصاح المحاسبي في أسواق المال بشكل واضح في الآونة الأخيرة ، إذ أنه يلعب دوراً حاسماً في زيادة كفاءة سوق رأس المال وذلك لما يوفره من معلومات تؤثر على قرارات المتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو بالاحتفاظ ، وخلصت الباحثة إلى أن كفاءة السوق المالي تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين

فى توقيت واحد ، وهذا ما لا يحدث عند تفضى ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية وتداولها المبني على الغش والخداع ، حيث يُعد من أشد الأضرار على الأسواق المالية ، كما إنه يضر بمصالح حملة الأوراق المالية فضلاً عن إنه يسبب إلى المناخ الأستثمارى العام .  
الكلمات الدالة: تسريب المعلومات الداخلية – الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين .

### **Abstract:**

The research aimed to identify in detail the impact of leaking inside information on the information gap between investors in the Egyptian Stock Exchange, by studying the phenomenon of leaking inside information and determining who is responsible for it and how to reduce speculation arising from it and its economic effects resulting from it, and the researcher focused on the financial markets due to its effective role in raising The efficiency of projects in a way that contributes to activating the activity of the economy, as it is not possible to cancel the close relationship between the growth and development of the economy and the growth of the financial market and increase its efficiency. The management of the financial market is responsible for providing the necessary information about the companies listed in the market, through the development and control of legislation and laws that increase the degree of disclosure and transparency in the financial markets. It plays a crucial role in increasing the efficiency of the capital market because it provides information that affects the decisions of dealers in the market Selling, buying or keeping, and the researcher concluded that the efficiency of the financial market

depends on the availability of information to all investors at one time, and this does not happen when the phenomenon of leakage of internal information and its circulation based on fraud and deception, which is considered one of the most harmful to the financial markets, It also harms the interests of stockholders, as well as harms the general investment climate.

**Keywords:** inside information leakage - the information gap between investors.

## الإطار العام للبحث

### أولاً: مقدمة وطبيعة المشكلة :

يجب أن تتمتع الأسواق المالية بأعلى مستوى من ثقة المستثمرين ذلك بالإضافة إلى ضرورة توفر المعلومات وإتاحتها في الوقت المناسب ووصولها إلى مجموع المتعاملين في السوق المالي ، حيث تتطلب قوانين الأوراق المالية معاملات حرة ونزيهة ومفتوحة ، غير أنه من الناحية العملية نجد أن بعض المتعاملين (الأطراف الداخلية) تتوافر لديهم معلومات خاصة تعرف ( بالمعلومات الداخلية وهي عباره عن معلومات جوهرية لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين و التي قد تؤثر جوهرياً علي أسعار الأوراق المالية لأحدي الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية بالبورصة ) مما يتيح لهم تقييم القرار الاستثماري بشكل أفضل وتحقيق أرباح أو تفادي خسائر مستقبلية من وراء استغلال تلك المعلومات في عمليات بيع و شراء الأسهم ، الأمر الذي قد يهدد استقرار السوق ونمو المعاملات فيه وإهدار ثقة المتعاملين ، فعلى سبيل المثال يتمتع مديري الشركات المسجلة بالبورصة بميزة معلوماتية تتبع من معرفتهم العميقة بعمليات الشركة لقيامهم بأخذ القرارات اليومية التي تؤثر علي النتائج الحالية و التوقعات المستقبلية للشركة. و يعتبر حيازة المديرين

لهذه المعلومات الداخلية أمر طبيعي بحكم وظائفهم ، غير أن قيام هؤلاء المديرين باستغلال تلك المعلومات الداخلية لتحقيق منافع شخصية يُعد خرق لواجبات المديرين و إخلال لمبدأ المساواة في الحصول علي المعلومات بين المتعاملين من ناحية كمية المعلومات و نوعها ، و كذلك توقيت الحصول عليها .

وبالتالي وفي ضوء ما سبق تتبلور فكرة البحث في الآتي:

تحليل العلاقة بين ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية والفجوة المعلوماتية بين المستثمرين في البورصة المصرية ، وذلك نظراً لتأثير تلك العلاقة المباشر على رفع كفاءة الأسواق المالية ، إذ يترتب على انتشار تلك الظاهرة إتساع للفجوة المعلوماتية بين المستثمرين ، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى إنسحاب الأطراف التي لا تملك معلومات فيصغر بذلك حجم السوق المالي ، مما يؤثر سلباً على حركة الأستثمار والتنمية الأقتصادية.

#### أهداف البحث :

1. التعرف على إنعكاسات ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية على كفاءة الأسواق المالية .
2. استخلاص الدور التأثيرى لظاهرة تسريب المعلومات الداخلية وإنعكاساتها على الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين في البورصة المصرية .

أهمية البحث : تتمثل أهمية البحث فيما يلي:

أهمية علمية : على الرغم من وجود الدراسات التي تناولت موضوع تسريب المعلومات الداخلية إلا أنه وفي حدود علم الباحثة تتخلص الأهمية العلمية فيما يلي : تعد الدراسة الحالية إضافة للدراسات السابقة كونها تتناول أثر ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية على الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالأسواق المالية ، ذلك بالإضافة إلى تناولها تأثير هذه العلاقة وإنعكاساتها على كفاءة الأسواق المالية .

**أهمية عملية :** تعتبر هذه الدراسة امتدادا للمحاولات السابقة التي تتلخص فيما يلي:

١. دراسة و فهم المضاربات التي تحدث في الأسواق المالية باستخدام المعلومات الداخلية ، وما ينتج عن المضاربة بها من تعاملات داخلية تذبذب من ثقة المتعاملين في السوق المالي .

٢. التعرف على إنعكاس المعلومات الداخلية على السوق المالي المصري وكذلك التشريعات المصرية لتجريم التعاملات الداخلية و أثرها علي سلوك المتعاملين الداخليين.

### **فرضية البحث :**

تأثير ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية على الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالبورصة المصرية .

### **منهج البحث :**

**المنهج الإستقرائي :** وهو منهج الصعود من الجزئيات إلى العموميات ، ويعتبر هذا البحث من البحوث الصياغية الوصفية حيث تم تحديد وصياغة أبعاد الظاهرة، كما تم وصف متغيرات ومسببات الظاهرة، وحتى يحقق البحث أهدافه فقد تم الإعتماد على المنهج الإستقرائي وذلك عن طريق عدة خطوات تمثلت في ملاحظة الظاهرة وهي ( تزايد ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية في الأسواق المالية)، وقد تم الإعتماد في هذا البحث على الملاحظة العلمية الكمية عن طريق توضيح وتحديد أبعاد ومكونات هذه الظاهرة وبالتالي الكشف عن العلاقات الخفية التي توجد بين مكوناتها وذلك بالإطلاع على الدراسات العلمية ذات الصلة بموضوع البحث، ثم تكوين الإطار النظري للبحث والذي تم تقسيمه هنا إلى عدة محاور، وبناءا عليه تم صياغة افتراض البحث، ومنه تم التوصل إلى العديد من النتائج والتي يمكن تعميمها.

**خطة البحث :** قامت الباحثة في ضوء تحقيق أهداف البحث بتقسيم الخطة على النحو التالي:

**المحور الأول:** الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالأسواق المالية .

**المحور الثاني:** ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية .

**المحور الثالث:** التداول الداخلى القائم على استغلال المعلومات الداخلية .

**المحور الرابع:** الدور التأثيرى لظاهرة تسريب المعلومات الداخلية على الأسواق المالية .

**المحور الخامس:** إنعكاسات المعلومات الداخلية على السوق المالى المصرى .

**المحور الأول:** الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالأسواق المالية .

يُعد كل ما تنتجه المنشأة من معلومات هو من قبيل المعلومات الداخليه ومنها المعلومات التى تعدها الإداره بشكل دورى لتساعدها فى أداء الوظائف الإداريه المختلفه ، ومع إنفصال الملكيه عن الإداره فإن الإداره فى مواجهه المستثمرين تكون فى وضع معلوماتى أفضل قد يساعدها على تحقيق بعض المكاسب على حساب المستثمرين ، وبناءاً عليه فإن أختلاف حجم المعلومات الداخليه عن المعلومات العامه المتاحه عن الشركه يجعل هناك فجوة دائمه للمعلومات بين أطراف أصحاب المصالح ، وهذه الفجوة لاتتير أى نوع من المشاكل إذا لم تكن بصدد موقف تتعارض فيه مصالح حائزى المعلومات ، أما فى حاله حدوث مقابله مالىه بين طرفين على الاقل بشرط أن تتعارض فيها مصالح كلا الطرفين فهنا تظهر الفجوة المعلوماتية بين الأطراف الخارجيه والأطراف الداخليه ، حيث يستطيع فيها الأطراف الداخليه إستخدام ما لديهم من معلومات لتحقيق عوائد غير عاديه على حساب الأطراف الخارجيه .

و عرف ( Rudnak , I . (2019) ) الفجوة المعلوماتية بأنها " الحالة التى تحدث عندما يمتلك طرفاً واحداً فى المعامله معلومات أفضل وأكثر من الأطراف الأخرى وهو بصدد إتخاذ قرارات إستثماريه ، وتؤدى هذه المشكله إلى جعل معظم مستخدمى المعلومات المحاسبية غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التى يحتاجون إليها فى عملية إتخاذ القرارات " .

بينما عرفها ( Tatyannikov , V . ,& Ivanitskiy , V. (2018) ) على انها " مقدار الأختلاف فى حجم المعلومات المتاحه للأطراف المتنوعه المختلفه بشأن المعاملات ، والتى لا تجعلهم على قدم المساواه فى إتمام الصفقات " .

## وفي سياق ماسبق يمكن القول :

" بأن الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين تشير إلى موقف لاتتعادل فيه المعلومات المتاحة لكافة الأطراف في وقت التداول أو التفاوض أو أى نوع من أنواع المقابلة التي يترتب عليها نتائج مالية ، حيث تنشأ بسبب إختلاف المعلومات الخاصة التي يتوصل إليها كل مستثمر مستخدماً في ذلك المعلومات الداخلية أو إى معلومات أخرى ويترتب عليها إمكانية أن يحقق من لدية معلومات أفضل مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين الاخرين " .

وفيما يلي سوف يتم تناول أشكال الفجوة المعلوماتية :

- **الأول :** يتضمن عدم التماثل أو عدم المساواة بين الإدارة والأطراف الداخلية من المديرين الذين يمتلكون حصة من جهه ، والأطراف الخارجية الأخرى .
- **الثاني :** يتضمن عدم التماثل أو عدم المساواة بين الأطراف الخارجية بعضها البعض ، كعدم التماثل بين المستثمرين المحليين من جهه والمستثمرين الأجانب من جهة أخرى .

وهنا يجب الأقتصار الفجوة المعلوماتية على العلاقة بين الإدارة وبين المستثمرين فقط ، فقد تحدث الفجوة بين المستثمرين وبعضهم عندما يتم حصول بعض المستثمرين على معلومات داخلية لا تتاح للآخرين وبالتالي تستطيع هذه المجموعة أن تحقق بإستخدام هذه المعلومات مكاسب غير عادية على حساب الآخرين ، ومن ناحية أخرى كثيراً ما يحصل أكثر من مستثمر واحد على نفس المعلومات الداخلية ولكن تختلف النتيجة التي يتوصل إليها كلاً منهما من هذه المعلومة وتنشأ مرة أخرى الفجوة المعلوماتية بسبب حيازة فئة من المستثمرين لمعلومات داخلية عن قيمة الشركة في حين لا تتوافر تلك المعلومات لآخرين وهم بصدد اتخاذ القرارات الأستثمارية .

، وعلية فإن وجود ميزة معلوماتية لأحد طرفي التعامل يؤدي بدوره إلى عدم العدالة في إتمام الصفقات وكذلك يتسبب في حدوث العديد من المشاكل الأخرى والمتمثلة في الآتى :

### • مشكلة الاختيار المعاكس (*Adverse Selection*):

حيث تظهر مشكلة الإختيار المعاكس فى ظل وجود فئة معينة يكون لديها معلومات مميزة دون غيرها ، وهذه الظروف تحدث بين بائع ومشتري فى عملية تؤدى إلى حدوث خسائر لطرف منهما ، فعندما يكون لدى مالك الشركة معلومات بشأن تدهور سعر السهم مستقبلاً وفى المقابل المشتري لا يعلم بتلك المعلومات ، فى مثل تلك الظروف سوف يحقق المشتري خسائر نتيجة التعامل على السهم .

ومن ثم يمكن القول بأن الإختيار المعاكس يمثل الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين وبعضهم حيث يركز على العلاقة بين الملاك ، اى أن عدم توافر المعلومات لدى المستثمرين تجعلهم غير قادرين على تحديد اى من الوحدات الاقتصادية ذات معدلات عائد متوقعة مرتفعة ومخاطر منخفضة وأيها ذات معدلات عائد متوقعة منخفضة ومخاطر مرتفعة ، الأمر الذى يؤدى بدوره إلى آثار سلبية ليس فقط على أداء الأسواق المالية، ولكن أيضاً على أداء الاقتصاد القومى ، وذلك لعدم فاعلية هذه الأسواق على تعبئة المدخرات وتوجيهها للوحدات الاقتصادية الجيدة التى تتوفر لديها فرص استثمارية منتجة تسهم فى زيادة النمو الإقتصادى للمجتمع .

### • مشكلة المخاطر الأخلاقية أو التخلخل الأخلاقى (*Moral Hazard*):

حيث وجد أن الفجوة المعلوماتية بين مديرى الوحدات الاقتصادية وحملة الأسهم العادية يُعرض حملة الأسهم لهذا النوع من المشكلات ، بعبارة أخرى إن عدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديرى الشركات يجعلهم عُرضة لهذه المشكلة ، فأنفصال الملكية عن الإدارة داخل الشركات المساهمة يزيد من احتمال قيام المدراء فى هذه الشركات بإستخدام أموال المستثمرين فى القيام بأنشطة استثمارية غير منتجة وليس من شأنها زيادة الربحية ، الأمر الذى يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية تجاه أصحاب الأموال .



ومن ثم يمكن القول بأن المخاطر الأخلاقية تمثل الفجوة المعلوماتية بين الإدارة العليا والمستثمرين ( الملاك ) ، والتي تنشأ نتيجة إسناد إدارة الشركة إلى وكيل عن الملاك ، وفي هذه الحالة يقوم المدير بدور الوكيل عن الملاك في إدارة الموارد بقصد تعظيم الثروة ، ونتيجة لفقد المعلومات الكافية وعدم القدرة على متابعة أنشطة الإدارة بجانب وجود تعارض في المصالح بين المديرين والملاك ، فإن المديرين ربما يحاولوا تعظيم مصالحهم من خلال تدعيم مكانتهم أو زيادة نفوذهم .

وفيما يلي سوف يتم التعرض لأهم الآثار السلبية المترتبة على إتساع الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين والتي تعتبر من أهم أسباب إنخفاض كفاءة الأسواق المالية ومنها :

- ١- عدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب الشركة ، فعدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم عن كيفية إستخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم أكثر عرضة لعدم التخصيص السليم لأموالهم مثل إحتمال قيام هذه الشركات بإستخدام أموال حملة الأسهم في القيام بأنشطة استثمارية غير منتجة بالنسبة لحملة الأسهم .
- ٢- التوجية الخاطيء للأستثمارات من جانب المستثمر ، فقد يحدث قبل الأستثمار ونتيجة لوجود الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين إما الإحجام عن الأستثمار من قبل المستثمر ، أو عرض أسعار خاطئة للأوراق المالية .
- ٣- ذلك بالإضافة إلى أن شيوع تلك الفجوة المعلوماتية يشجع على إدارة الأرباح " وهي العملية التي يستعمل فيها المديرين أحكامهم الشخصية في الإبلاغ المالي بهدف تعديل التقارير المالية والتي تؤدي إلى تضليل المستثمرين حول الأداء الأقتصادي ، أو التأثير في النتائج التعاقدية التي تعتمد على الأرقام المحاسبية المقرر عنها " .
- ٤- تؤثر الفجوة المعلوماتية بالسلب على حجم التداول ، فعند شعور المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات ، تنخفض دوافعهم نحو تنفيذ أوامر الشراء أو البيع بكميات كبيرة لتجنب التعرض للخسارة حال التبادل مع المستثمرين ذوي

المعلومات ، وهو ما يؤدي إلى انخفاض عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها أو بيعها .

٥- كما تؤدي تلك الفجوة المعلوماتية إلى ظهور مخاطر غير مرغوبة متمثلة في الآتي :

- تخفيض درجة السيولة للأوراق المالية .
  - زيادة تكاليف العمليات وأعباء التمويل .
  - صغر حجم السوق ( بمعنى قلة عدد الأوراق المالية المعروضة للبيع أو الشراء ) .
  - ظهور مخاطر سوء الفهم وسوء التفسير وسوء الأستنتاج والأستدال .
- وبالتالي يظهر تأثير تلك الفجوة المعلوماتية على السوق المالي والأقتصاد القومي ككل ، فالأطراف بدون المعلومات سوف تلجأ إلى أساليب دفاعية لتحمي نفسها من استغلال الأطراف ذوى المعلومات ، مثل الأنسحاب من السوق المالي كلياً مما يؤدي إلى صغر حجم السوق المالي وزيادة تكلفة العمليات ، وهو ما يؤدي إلى تخفيض سيولة الأسهم ، مما يؤثر سلباً على حركة الأستثمار والتنمية الأقتصادية .

### وفى ضوء العرض السابق يمكن أستخلاص التالى :

- ١- أن الفجوة المعلوماتية تمثل سلوك متعمد من قبل الأطراف التي تمتلك ميزة معلوماتية بهدف تحقيق عائد غير عادى ، فقد تلجأ الإدارة إلى ذلك بقصد تحقيق منافع شخصية مباشرة أو غير مباشرة من خلال عدم الأضرار بمركز الشركة التنافسى ، كما قد يلجأ إليها بعض المستثمرين ذوى المعلومات الداخلية لتحقيق عائد غير عادى على حساب مستثمرين لم تصل إليهم المعلومات الداخلية أو على حساب الإدارة .
- ٢- إن أستفادة أى طرف على حساب الطرف الأخر يمكن أن يتم من خلال الأستفادة من توقيت توفير المعلومات ، حيث يتم الحصول على المعلومات وإستخدامها قبل نشرها بشكل عام ، أو قد يتم حجبها تماماً عن الطرف الثانى ، وبعبارة أخرى فإن وجود الفجوة المعلوماتية مرتبط أساساً بالتقسيم الشائع للمعلومات إلى معلومات عامة ومعلومات داخلية .

وبالتالي ترى الباحثة أن حصول أي من الاطراف الخارجية على معلومات داخلية بصورة غير قانونية واستخدام هذه المعلومات عند إتخاذ القرار الأستثماري يخلق موقفاً لاتتمائل فية المعلومات بين الأطراف المتعاقدة ، وهذا يعنى أن تسريب المعلومات الداخلية إلى أحد الأطراف الخارجية يُعد حالة من حالات عدم تماثل المعلومات إذا سمحت البيئه القانونيه والتنظيميه بذلك ، ومن ثم تمثل ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية أساساً لحدوث وتفاقم الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين وهم بصدد إتخاذ القرارات الأستثمارية .

و يمكن تلخيص الأثار الناجمة عن الممارسات غير السليمة بإستخدام المعلومات الداخلية في قيام بعض الأطراف الداخلية بالشركات مثل الإدارة والرؤساء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة بتسريب المعلومات الداخلية الخاصة بالشركة قبل الإفصاح المحاسبى عنها بفترات طويلة لبعض المستثمرين ، الأمر الذى يترتب عليه تحقيق البعض عوائد غير عادية على حساب الآخرين ويهدد أستقرار ونمو الأسواق المالية نحو تحقيق الأهداف الأقتصادية والمالية المرجوة ، وهو ما توضحه النقاط التالية :

### المحور الثانى: ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية .

من المفترض أن تتحرك الأسعار فى الأسواق المالية وفقاً للمعلومات بصفة عامه ووفقاً للمعلومات المحاسبية بصفة خاصة ، فإذا ما أُتحت هذه المعلومات لفئة محدودة من المستثمرين قبل نشرها فى السوق عامة ، فمن هنا تبدأ مشاكل السوق نتيجة لحدوث فجوة معلوماتية بين المستثمرين لأى سبب من الأسباب ، وعلى هذا الأساس يتم ربط تحركات الأسعار التى يمكن ملاحظتها قبل نشر المعلومات المحاسبية بتسريب المعلومات الداخلية .

ومن الجدير بالذكر بأن تسريب المعلومات الداخلية له واجهتين :

- **الأولى أخلاقية :** وترتبط " بالإفصاح حسب الطلب " وهذا الإفصاح يتم تحت إلحاح المستثمرين نتيجة الضغوط التى يمارسونها للحصول على المعلومات .

- **والثانية غير أخلاقية :** وترتبط " بالإفصاح المقصود " وعادة ما يقوم بتحقيق منافع مباشرة أو غير مباشرة لمن يقوم بالإفصاح من الداخلين .  
فكثيراً ما يقوم المسئولون عن الشركات بإبلاغ ذويهم وأقاربهم والمقربون منهم بما لديهم من معلومات داخلية كنوع من إضفاء الأهمية وتقديم الخدمات في مقابل كسب الود والاحترام وتوطيد العلاقات المتبادلة . كما قد يبلغ ذلك ذروته عندما يكون الإفصاح مادي ملموس ، وفي كل الأحوال وأياً كانت المسميات فإن مثل هذه الظواهر تؤدي إلى نتائج غير مرغوبة في الأسواق المالية .  
وبشكل عام يوجد نوعان لتسريب المعلومات من القوائم المالية :

- **النوع الأول من تسريب المعلومات يركز على " المعلومات المالية ذات الصفة المحاسبية "**

وتلك المعلومات قد تكون قابلة للتغيير خصوصاً قبل صدور القوائم المالية من قبل الشركة والمصادقة عليها من قبل المراجع الخارجي ، وعند تسريبها فإنها تعمل على حدوث خلل في أعمال الشركة من حيث الإفصاح المحاسبى والشفافية والالتزام بالمعايير المحاسبية وإحكام الرقابة الداخلية للشركة ، إذ أصبح هنالك تقصير في تطبيق هذه الأدوات ، وبالتالي قد ينتج عن تلك المعلومات آثار سلبية على الشركة أو على مجموعة المساهمين المتعاملين في سوق الأسهم .

وأما في حالة ما اذا كانت الشركة قد طبقت الأنظمة والقوانين المتعلقة بنظامها ولوائحها والنواحي الرقابية المحاسبية ، فإنها تجعل درجة المخاطرة في تلك المعلومات نسبية ولا تُعرض الشركة للمساءلة القانونية ، وكذلك الحال إذا ما تم بذل جهداً بعناية مهنية من قبل المراجعة الداخلية والمراجع الخارجي فسوف يعمل ذلك على تقليل أية آثار سلبية لتلك المعلومات .

• أما النوع الثاني من تسريب المعلومات يتركز على " المعلومات المستقبلية "

و تتعلق تلك المعلومات بخطوات الشركة المستقبلية وقد يتم تسريبها بسرية تامة من قبل مجلس إدارة الشركة ، ومن ثم فإن آثارها يشكل خطورة على أوضاع سوق المال والمساهمين ، نظراً لأن تلك المعلومات قد تعتمد على خطط مستقبلية قد تنفذ أو لا تنفذ ، ويصاحب تنفيذها كثير من عوامل التعثر والتغيير ، ومن ثم يمكن القول بأن هذه المعلومات قد تؤثر على فئة المساهمين وأسواق المال دون معرفة الكم الأكبر من المتعاملين .

وإضافة إلى ما سبق فإنه لا يمكن إغفال دور الجهات الحكومية ذات العلاقة بطلب الموافقة أو المشورة بتفعيل المعلومة في التأثير على تسريب المعلومات الداخلية والقوائم المالية ، وتتمثل آثارها الأولية في عمليات المضاربة بالأسهم في حرمان الآخرين من الاستفادة من استخدام الفرص المتاحة .

وفي سياق العرض السابق يمكن تعريف تسريب المعلومات الداخلية على أنها "

ظاهرة عامه في كثير من الأسواق المالية المتقدمة منها والناشئة ، بمقتضاها تقوم الإدارة أو المديرين بتسريب المعلومات الداخلية لبعض المستثمرين مما يترتب عليه تحقيق البعض عوائد غير عادية على حساب الآخرين وذلك قبل الإفصاح المحاسبي للمعلومات بوقت طويل ، الأمر الذي بدوره يؤدي إلى نقل الثروة من العامة إلى الخاصة "

وإدراكاً للمشاكل التي تتسببها ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية في الأسواق المالية كان لابد من تحديد المسئول عن حدوث تلك الظاهرة .

حيث وجد أن مسؤولية تسريب المعلومات الداخلية تقع على عاتق الإدارة حيث تعد هي المسئول الرئيسي عن حدوث تلك الظاهرة نظراً للأسباب التالية :-

- تُعد الإدارة مسئولة مسئولية مطلقة عند أعداد القوائم المالية والإفصاح عنها وفقاً لمعايير المحاسبة المقبولة ، ومن ثم فإن المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم تكون متاحة للإدارة قبل أن تتاح لكافة المستثمرين عامه .
  - تعتبر الإدارة في مركز معلوماتي أفضل من كافة الأطراف الأخرى ومنهم المستثمرين وذلك نظراً لما تحصل عليه من معلومات داخلية أولاً بأول وخاصة المعلومات المحاسبية ، ومن ثم فإنها سوف تقوم باستخدام ما لديها من معلومات لتحقيق مستويات مُرضية من الحوافز عند التعاقد عليها .
  - محاولات الإدارة الدائمة للحفاظ على هذا التميز المعلوماتي بكل ما لديها من أدوات حتى إن أُضطر الأمر إلى تحمل بعض التكاليف في سبيل ذلك ، يؤدي بدوره إلى جعل الفجوة المعلوماتية مشكلة مُزمنة في العلاقة بين الإدارة والمستثمرين .
  - يساهم الإفصاح المحاسبي الرسمي في تدنية الفجوة المعلوماتية جزئياً من خلال تحقيقه قدرأً من توازن المعلومات إلا أن هذا الحل الجزئي الذي يقدمه الإفصاح الرسمي سرعان ما يتلاشى نتيجة تدفق معلومات أحدث للإدارة ، إذ أن الحاجة للمعلومات تُعد حاجة وقتية وبذلك يجب أن تكون المعلومات حديثة لأن المعلومات المحاسبية تفقد قيمتها مع مرور الوقت .
  - وبالرغم من إضافة الإفصاح المحاسبي الاختياري قدرأً آخر في تدنية الفجوة المعلوماتية إلا إنه يتوقف على مدى استفادة الإدارة من هذا الإفصاح متمثلة تلك الاستفادة فيما يحصل عليه المدير من حوافز .
  - وأخيراً وجد إنه في ظل تدنى مستويات الحوافز ، سوف تحاول الإدارة تعظيم عوائدها باستخدام المعلومات الداخلية ، إما مباشرة عن طريق المضاربة بها أو بصورة غير مباشرة عن طريق الكشف عنها وتسريبها لبعض المستثمرين دون غيرهم نظير عوائد مباشرة أو غير مباشرة .
- وفي ضوء ما قد سبق يمكن القول :-**

بان عدم مشاركة المستثمر لما يكون لدى الإدارة من معلومات داخلية قد يحقق بعض المكاسب الوقتية للإدارة على حساب بعض المستثمرين ولكنه لايعظم

ثروة الإدارة على المدى الطويل ، إذ تتسلم الإدارة معلومات وقتية عن نتائج العمليات أولاً بأول ولا تصل كل هذه المعلومات إلى المستثمرين بنفس الكم ، وحتى ما يصل منها لهم لا يتم في نفس توقيت حصول المدير عليها ، الأمر الذي يترتب عليه قيام فئات معينة من المستثمرين بالسعى الدائم للحصول على المعلومات الداخلية التي تساعدهم في إتخاذ قراراتهم فيما يتعلق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ واستخدام تلك المعلومات الداخلية في عمليات المضاربة لتحقيق عوائد غير عادية ، الأمر الذي يعرف بالمضاربة بالمعلومات الداخلية ) من خلال تداول أسهم الشركة العامة أو الأوراق المالية الأخرى بواسطة الأطراف الداخلية الذين لديهم إمكانية الوصول إلى معلومات غير عادية عن الشركة واستغلالها لأغراض غير لائقة متمثلة في تحقيق منفعة شخصية ، ومن هنا جاءت أهمية تناول التداول باستخدام المعلومات الداخلية بنوع من التفصيل كالتالي :-

### المحور الثالث: التداول الداخلي القائم على استغلال المعلومات الداخلية

يُعد التداول القائم على المعلومات الداخلية أحد السلوكيات المخالفة لنُظم الأسواق المالية كونه يخل بمبدأ العدالة والشفافية وعدم تكافؤ الفرص بالنسبة لعموم المتداولين ، كما إنه يؤدي إلى وقوع العديد من الممارسات غير المشروعة لأخلاقيات العمل والتي تتسبب في إحداث التلاعب و الأحتيال عند التداول ، لذا يُحظر على كل من الشخص المطلع وغير المطلع التداول بناء على المعلومات الداخلية .

ومن المعروف أن القواعد التي تحكم التداول الداخلي تتفاوت بشكل كبير من بلد إلى آخر ، وعليه تم تقسيم التداول الداخلي إلى نوعين كالتالي :-

#### (١)النطاق غير القانوني للتداول الداخلي :-

ويعرف على إنه " نوع من التداول الغير قانوني الذي يتم عبر استغلال أحد التنفيذيين الكبار أو مالكي الشركات أو الموظفين في شركة ما للمعلومات غير العامة التي لايعلمها الا العاملون في الشركة واستخدام تلك المعلومات لشراء أو بيع الأسهم بما يحقق مصلحة شخصية " .

وعليه يرى البعض أن التداول الداخلي الغير قانوني يرفع تكلفة رأس المال مما يقلل النمو الإقتصادي العام ، ذلك لأنه يعتبر غير عادل للمستثمرين الذين ليس لديهم إمكانية للوصول إلى المعلومات الداخلية ، الأمر الذي يترتب عليه تحقيق المستثمر الذي يمتلك ميزة معلوماتية من خلال معرفته بمعلومات داخلية أرباحاً أكبر بكثير لا يمكن لمستثمر آخر أن يحققها .

في حين أوضحت دراسة ( Kodongo , O . , & Ojah , K. (2020) ) إنة في اطار النطاق غير القانوني للتداول الداخلي يتم تعريف الأطراف الداخلية على إنهم أعضاء مجلس الإدارة والمديرون والمساهمون ممن يملكون (١٠%) فأكثر من أسهم الشركة ، وتعتبر الصفقات التي يقوم بها هؤلاء الأطراف استناداً إلى المعلومات الداخلية غير قانونية نظراً لقيامهم بانتهاك الواجبات الائتمانية التي يدينون بها للمساهمين ، وعليه عند قيام الداخليون بشراء أو بيع على أساس المعلومات الداخلية ، فإنهم يخلوا بالتزامهم تجاه المساهمين الأمر الذي يترتب عليه إهدار أهداف ومبادئ التنظيم الجيد للأسواق المالية والمتمثلة في :-

- حماية المستثمر والتي تقضى بضرورة حماية المستثمرين من الممارسات المضللة أو الاحتيالية ، بما في ذلك التداول من الداخل أو التداول بواسطة العملاء وإساءة استخدام أصول العملاء .
- التأكد من أن الأسواق عادلة وفعالة وشفافة .
- الحد من المخاطر النظامية .

ومن الجدير بالذكر إن تسريب المعلومات الداخلية للأقارب أو الأصدقاء أو أى مستفيدين آخرين ليشتروا أو يبيعوا الأسهم بناءً عليها يعتبر من أوجه التداول الداخلي غير المسموح به في القانون ، حيث أنه لايمكن تجنب المسؤولية عن أنتهاكات التداول الداخلي وأن كان بالوكالة عن طريق تمرير معلومات غير عامه من المرجح أن يكون لها تأثير على سعر سهم الشركة على هيئة نصائح من الداخل إلى صديق أو شخص ليس من داخل الشركة للتداول فيها لكي لاتوضع الأطراف الداخلية في



الصورة العامة ، وعليه يمكن القول بأنه لا يقتصر المطلعين فقط على مسئولى الشركات والمساهمين فيما يتعلق بالتداول غير المشروع من الداخل ، ولكن يمكن أن يشمل أى فرد يُتاجر بالأسهم استناداً إلى معلومات مادية غير علنية لأغرض غير لائقة متمثلة فى انتهاك حقوق الشركة ، الأمر سوف يؤدي بدوره إلى تلاشى وجود سوق ماليه فعاله منظمة بالإضافة إلى ان مثل هذا الأرتفاع أو الإنخفاض فى الأسعار المقصورة عوائده على فئه معينة من المضاربين المستغلين للمعلومات الداخلية من دون غيرهم يناقض أبسط مفاهيم العدالة والشفافية .

وبشكل عام يمكن تناول سلبيات التداول الداخلى الغير قانونى على قرارات المستثمرين فى الأسواق المالية فى النقاط التالية :-

■ التداول الداخلى بإعتباره قائماً على معلومات داخلية غير عامة فإنه يمنح قلة من المستثمرين الذين يملكون تلك المعلومات الحصول على كل الأرباح وتفادى الخسائر ويقضى على عامل المخاطرة الذى يعتبر أساسياً فى التداول النزيه فى الاسواق ، فيما سيجنى باقى المستثمرين الذين لا يملكون تلك المعلومات بالخسائر كلها ، فإذا ماكانت هناك شركة ما على وشك إعلان استحواذ كبير على شركة أخرى ، وأن هذا الاستحواذ سوف يؤدي لأرتفاع سهمها بشكل كبير ، فى هذه الحالة فإن المستثمر

الذى يملك معلومات عن ذلك الاستحواذ قبل إعلانه للعامة سوف يشتري الأسهم بناء على معلوماته ويحقق مكسباً كبيراً ، فى حين أن المستثمر الذى لا يملك تلك المعلومات قد يبيع أسهمه ويخسر ربحاً كان سيناله لو أحتفظ بأسهمه فى حال امتلاك تلك المعلومات .

■ يؤدي التداول الداخلى بدوره إلى الدفع بالمستثمرين الذين لا يملكون معلومات داخلية إلى الإنسحاب من السوق وعدم المشاركة فى أى عمليات بيع وشراء يشترك فيها الأشخاص مالكو المعلومات ، وهذا يعنى أن التداول الداخلى فى مرحلة ما يقوم بتعطيل العمل فى السوق وإقصاء نفسه كذلك .

وتُعد جميع الحالات السابقة بمثابة مخالفات قانونية يتم محاسبة كل من يتورط بها من موظفين وتنفيذيين ومن يقومون بتسريب تلك المعلومات .

وترى الباحثة بالإتفاق مع دراسة ( Roger , M. ( 2019 )

" ضرورة دراسة ضبط عمليات المتاجرة بالإسهم ذات التأثير على القرارات الأستثمارية في السوق المالية التي تتم بناءً على ما يصل للبعض من معلومات داخلية ، وذلك من خلال فرض رقابة صارمة على أي نوع من التداول الداخلي نظراً لما يعقبة من مخاطر على نزاهة العمل في السوق المالي ولكون هذه العمليات تضر بالعمل في السوق ككل وتفسد مبادئ التداول العادل والتساوي التي تفرضها الهيئه العامه لسوق المال والبورصة ، كان لا بد من منعة وبشكل صارم وهذا المنع يتم عن طريق اجراءات يقوم بها طرف العملية المتمثلة في الشركات التي قد تسرب المعلومات الداخلية وكذلك الجهات المنظمة للسوق التي يفترض أن تعرف عن تلك المعلومات "

وفيما يلي سوف يتم تناول كيفية الحد من المضاربات الناشئة عن تسريب المعلومات الداخلية وذلك من خلال التعرف على أساليب كشف ومنع التداول الداخلي بالنسبة للجهات المنظمة للسوق والمتمثلة في التالي:-

- **الأسلوب الأول :-** وبمقتضاه تقوم الجهات المنظمة للسوق بمراقبة العمل في السوق خصوصاً في الفترات التي قد تشهد صعود أسهم شركة ما كإعلان الأرباح وصفقات الأستحواذ وغيرها ، وهنا يستطيع نظام المراقبة أكتشاف أي صفقة كبيرة غير نظامية في تلك الأحداث ، وبناء على التحقيق يتم معرفة مدى قانونية مثل تلك العمليات .
- **الأسلوب الثاني :-** متمثل في الشكاوى التي يقدمها المتداولون عند تعرضهم لخسارات كبيرة ، وبذلك فهي تساعد الجهات المنظمة للسوق على كشف التلاعبات التي تتم عن طريق التداول الداخلي ، وبالتالي فإن إستقبال شكاوى عن أرباح هائلة لمتداول ما تعطى الجهات المنظمة إنذاراً لبدء التحقيق حول تلك الصفقات .

• **الاسلوب الثالث :-** يتمثل في التسريبات التي تُرد للجهات المنظمة من داخل الشركة ، ويعرف الأشخاص الذين يقدمون تلك المعلومات بإسم ( *whistle Blowers* ) ، حيث يقوم هؤلاء بتقديم معلوماتهم للجهات المسئولة عن إمكانية وجود عملية تداول داخلي في شركة ما ، حيث يحصلون على نسبة ١٠% إلى ٣٠% من الضرائب التي يتم جبايتها في حال ثبتت العملية وتم كشفها وضبطها .

وعلى الجانب الآخر فإن الشركات تتخذ العديد من الإجراءات لمنع التداول الداخلي قبل أن تتطور الأمور وتصل للجهات المنظمة التي قد تتخذ عقوبات بحق الشركة ، وأهم هذه الأساليب :-

- ١- هو قيام الشركات بتطبيق فترات منع يتم فيها منع المدراء والتنفيدين وغيرهم في الشركة من شراء أو بيع الأسهم ، وغالباً ما تكون تلك الفترة قبل إعلانات الأرباح .
- ٢- وكذلك تفرض الشركات على موظفيها والتنفيدين فيها مشاركة كل المعلومات حول شرائهم أو بيعهم لأسهم الشركة مع مدير الشؤون القانونية فيها ، وذلك لتلافي أي مخالفات قانونية قد تُعرض الشخص والشركة لمشاكل .
- ٣- وأخيراً كثيراً ما تقوم الشركات بتقديم محاضرات وبرامج تعليمية لموظفيها لتمكينهم من معرفة الأساليب التي تساعد على عدم التورط في أي صفقة تداول داخلي ، ومعرفة المعلومات غير العامة التي لا يحق لهم مشاركتها مع الآخرين كي لا يتم استخدامها في التداول الداخلي .

وترى الباحثة بالإتفاق مع دراسة ( *David , T. (2017)* )

" إنه ليس كل التداول بإستخدام معلومات داخلية هو تداول غير مشروع قانونياً حيث ينبغي السماح بالتداول من الداخل ، إذ يدعى البعض أن التداول الداخلي على أساس المعلومات المادية غير العامه يمكن في الواقع أن يفيد المستثمرين بشكل عام عن طريق إدخال معلومات جديدة بشكل أكبر في السوق ، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على الأسواق المالية " .

## (٢) النطاق القانوني للتداول الداخلي :-

ويعرف على إنه " قيام التنفيذيين والموظفين المطلعين في الشركات بشراء أو بيع الأسهم التي تطرحها شركتهم بشرط أن تتم هذه العمليات بعلم الهيئة التي تقوم بدورها بإبراز تلك المعلومات لعامة المستثمرين " .

وعليه يُعد هذا النوع من التداول الداخلي قانونياً ويُسمح به من قبل بعض المعنيين مثل الموظفين طالما إنه لايعتمد على معلومات جوهرية غير متاحة في الملكية العامة ، فالمبدأ هنا إنه من غير القانوني الإتجار على أساس معلومات حساسة للسوق غير معروفة عموماً ، حيث تتطلب العديد من الدول الإبلاغ عن مثل هذا التداول الذي يقوم به موظفوا الشركة الأساسيين أو المديرين أو المساهمين الهامين بحيث يتم مراقبة تلك المعاملات من قبل الجهة التنظيمية التي تقوم بالإفصاح عنها علناً .

بينما أوضحت دراسة ( *Gavrilova , A . , Grachev , N . I . , & Rostovshchikov , I . V . (2019)* ) إنه في إطار النطاق القانوني للتداول الداخلي تُعد الصفقات القانونية بواسطة المطلعين على المعلومات الداخلية شائعة ، حيث أن الصفقات على أساس الخطة الأصلية قد لا تشكل التجارة الداخلية المحظورة بمعنى إنه اذا كان بإمكان المطلع أن يثبت أن الصفقات التي أُجريت بالنيابة عن المطلعين قد أُجريت كجزء من عقد موجود مسبقاً أو خطة ملزمة مكتوبة للتداول في المستقبل فإن ذلك يُعد دفاعاً إيجابياً وكافياً لاثبات عدم إنتهاك الداخلين للمعلومات الداخلية المادية غير المعلنة عند إجراء هذه الصفقات .

فعلى الرغم من أن هذا النوع من التداول يعتبر قانونياً ويتم عرضه للعامة لكن لايمكن للتنفيذيين وموظفي الشركات القيام به إلا في فترات زمنية معينة عندما لا يكون هناك معلومات ملموسة غير مكشوفة للعامة قد تؤثر في عملية البيع أو الشراء ، ومن ثم تتمثل معايير التداول الداخلي القانوني في التالي :-

١- التداول الداخلي هو قانوني طالما بمقتضاه يتم الكشف عن حيازات وتداول الأوراق المالية للشركة من قبل الداخليين ، بحيث يكشف أى شخص آخر مرتبط أو مجموعة من الأشخاص المتصلين عن ممتلكاتهم بموجب هذه اللائحة .

٢- يتمركز جوهر هذه القواعد فى أنه لايمكن أن يتم تداول هذه المعلومات الغير علنية حتى يتم الكشف عن هذه المعلومات ولا يمكن إبعاد الناس عن استخدام المعلومات غير العامه .

ومن أمثله التداول الداخلى القانونى :-

قيام المدير بالكشف عن جميع المعلومات الداخلية التى يمتلكها للمساهم والتى من شأنها أن تؤثر على قيمة أسهم الشركة وذلك قبل أن يقوم أى من المساهمين بشراء هذه الاسهم ، وذلك تحت مسمى ( نظرية تكافؤ الفرص ) للتداول الداخلى والتى يتعين بمقتضاها على أى شخص بحوزته معلومات داخلية أن يكشف عن تلك المعلومات أو يمتنع عن التداول والذى من شأنه يعمل على تحقيق الارباح عن طريق شراء المديرين لأسهم الشركة .

وبما أن الداخليين مطالبون بالإبلاغ عن صفقاتهم ، وغالباً مايقوم المستثمرين بتتبع هؤلاء الداخليين ومن هنا تنتج المخاطرة وذلك من خلال قيام أحد المطلعين داخلياً بالشراء خصيصاً لزيادة ثقة المستثمرين أو إجراء عملية بيع لأسباب لاعلاقة لها بالشركة ( مثل الرغبة فى توظيف الأموال أو دفع مصروفات شخصية ) ، فمن هنا يمكن القول إنه وعلى الرغم من وجود العديد من الاصوات التى تعتبر التداول الداخلى القانونى له تأثيراً إيجابياً بجعل السوق أكثر فعالية عبر استخدام المعلومات العامه وغير العامه كذلك إلا أن الغالبية تقف ضد هذا النوع من التداول وتعتبر أنه يخالف مبادئ التداول النزيه فى السوق .

وفى سياق العرض السابق ترى الباحثة بالإتفاق مع دراسة ( *Tawakol , F . , & Albanna , H 2018* ) " إنه وعلى أثر المضاربات التى تحدث فى السوق بإستخدام هذه المعلومات الداخلية فمن المؤكد الوصول إلى حالة من حالات فشل

السوق في تخصيص الموارد المالية على الشركات نتيجة لتحول المدخرات إلى مجالات أخرى خارج السوق " .

ومن هنا جاءت حتمية الإشارة إلى :-

" إى مدى تصل استجابة السوق المالى وتحديداً السوق المالى المصرى لظاهرة تسريب المعلومات الداخلية والمضاربة بإستخدامها " .

#### المحور الرابع: الدور التأثيرى لظاهرة تسريب المعلومات الداخلية على الأسواق المالية

إن تسريب المعلومات الداخلية وتداولها يُعد من أشد الأضرار على الأسواق المالية ، حيث يفترض أن مشكلة عدم تماثل المعلومات ترجع إلى أن كافة المعلومات الداخلية عن أداء الشركة هى معلومات تصدر من قبل بعض الأطراف المشاركة فى صنع تلك المعلومات فى مجالس الإدارات والإدارات التنفيذية والمستشارين الماليين والمحاسبين القانونيين وغيرهم ، ومن ثم فإن تلك المعلومات تكون لدى طرف واحد ممثلاً فى الإدارة ، أما المستثمر الخارجى فإن كل مالدية من معلومات هى عن أداء السوق بشكل عام ، وبناءً على ممارسات كلاً من الإدارة والمستثمرين فإن شراء حصة من أسهم الشركة بناءً على المعلومات المتاحة لدى كلاً منهما لا تحقق التوازن الممكن ، حيث توجد قناعة لدى المستثمرين بوجود المعلومات الداخلية لدى الإدارة قبل الإفصاح عنها بوقت كبير .

ومن ثم فإن ميول الإدارة نحو الإستفادة من تلك المعلومات تجعلهم يتحملون قدراً من التكاليف للحصول عليها من غيرهم وذلك لتحقيق عوائد غير عادية من المضاربة بإستخدامها ، وتنقسم هذه التكاليف إلى التكاليف المباشرة وتتمثل فى التكاليف النقدية الفورية ، والتكاليف غير المباشرة وترتبط بالمسؤولية القانونية المحتملة التى قد تنجح نتيجة المضاربة بالمعلومات الداخلية ، ومن ثم فإن إنتشار المضاربة القائم على أساس المعلومات الداخلية سوف يؤدي إلى إستنثار فئة محدودة من المتعاملين فى سوق الأسهم ، وبالتالي فإن المستفيدين من تسريب المعلومات الداخلية هم فئة المضاربين

بالأسهم ، مما يؤثر على حجم التداول والقيمة السوقية للسهم سواء كان هذا التأثير إيجابياً أو سلبياً ، إلا أن اكتشاف مدى استفادة الشخص أو المستثمر الذي حصل على المعلومة بطريقة غير مباشرة ، فإنة من الناحية العملية يصعب إثبات ذلك ، حيث يتعامل ملايين من الأشخاص في البورصة ، ومن ثم فإنة من الصعوبة التعرف على جميع العمليات المبنية على معلومات داخلية .

وعلى هذا الأساس كان لابد من إيجاد تفسيراً لحدوث العوائد غير العادية قبل الإفصاح العام عن الأرباح المحاسبية في فترة التقرير المالي المحاسبي ، حيث يعتبر ملاحظة حدوث مثل هذه العوائد غير العادية في فترة ما قبل الإفصاح عن التقرير المالي إى في فترة ما قبل النشر العام والرسمي للمعلومات الداخلية ما هو إلا إنعكاس طبيعي لمعلومات داخلية غير متاحة لكافة المستثمرين في نفس التوقيت .

وترى الباحثة أن لعوائد غير العادية التي تُلاحظ قبل الإفصاح المحاسبي ما هي الاعوائد معنوية تعكس أثر المعلومات الداخلية أخذاً في الاعتبار تكلفة الحصول على تلك المعلومات ، وتفسرها أرباح التقرير التالي وعليه فإن كل ما يمكن تسجيله من استجابة مبكرة للسوق لا يرتبط كثيراً بالتقرير المالي السابق وإنما سيفسره الإفصاح المحاسبي عن التقرير اللاحق .

ويمكن القول بأن السبب الرئيسي وراء تحقيق العوائد الغير عادية يرجع إلى تسريب معلومات التقرير المالي المحاسبي قبل نشرة بفترة طويلة ، إذ أن طول فترة التقرير المالي تتسبب في حصول بعض المستثمرين على المعلومات من داخل الشركات من خلال موظفي تلك الشركة أو صلة القرابة أو إى ضغوط أخرى في سبيل الحصول على تلك المعلومات ، ووجد إنة بطريق أو بأخرى سوف تقوم الإدارة بالكشف عن تلك المعلومات الداخلية لبعض المستثمرين حتى لو لم تقم الإدارة بالمضاربة بإستخدام هذه المعلومات الداخلية المتاحة لديها قبل الإفصاح العام ، ومن ثم يظهر أثر تلك المعلومات قبل الإفصاح العام .

وعلى جاءت أهمية وضع تفسير لسلوك المستثمر تجاه قيامه بالسعى وراء الحصول على معلومات القوائم المالية وخاصة الربح المحاسبي في فترة التقرير المحاسبي قبل الإفصاح أو النشر العام لها ، إذ وجد أن حدوث ذلك يرجع إلى التالي :

١- أن المعلومات المحاسبية التي يفترض أن يكون لها التأثير الهام على أسعار الأسهم هي الأرباح المحاسبية التي تقرعها الشركة ، ومن ثم يقوم المستثمر عادة بالسعى للحصول على تلك المعلومات إلى أن يقف على مستوى أرباح العام قبل نشرها ولا يسعى إلى معلومات أخرى ، وبناءً عليه فإن المعلومات الداخلية تستخدم هنا للتعبير عن الأرباح المحاسبية قبل نشرها .

٢- أن رد فعل السوق تجاه الأرباح المحاسبية متمثلة في المعلومات الداخلية لن يكون متزامناً مع نشر القوائم المالية وإنما سوف يسبق ذلك إلى المدى الذي يمكن للمستثمر عنده الحصول على تلك المعلومات .

٣- إن المستثمر عندما يتسلم معلومة جديدة فإنه يعيد صياغة توقعاته عن الأرباح المستقبلية ، الأمر الذي ينعكس على سعر السهم عند الإفصاح ، إذ يكون لدى المستثمر توقعات أفضل عن سعر السهم الذي تنعكس فيه معلومات الربح القادمة ومن ثم يمكن القول أن المعلومات الداخلية متمثلة في ( الأرباح المحاسبية ) تؤثر على أسعار الأسهم ، وتأتي أهمية وقوف المستثمر على أسعار الأسهم ومعرفة الاتجاه العام لتطور هذه الأسعار إذ تساعد على اتخاذ قرارات الإستثمار بشكل سليم .

كما أظهرت دراسة ( *Chiang , H . & Henock , L . (2017)* ) إنه في سبيل تحديد سعر السهم كان لا بد من تناول المعلومات المحاسبية الداخلية نظراً لما لها من تأثير هام على أسعار الأسهم حيث تعد من ضمن عوامل عديدة ذات التأثير على سعر السهم في السوق المالي .



وعلى الجانب الآخر قد أظهرت العديد من الدراسات ارتباط تعاملات المديرين الداخلية بتغيرات لاحقة في سعر السهم ، مما يؤكد على وجود ميزة معلوماتية لديهم تمكنهم من توقع إتجاه التحركات المستقبلية لأسهم الشركة ، حيث وجد ارتفاع ملحوظ بسعر السهم عقب شراء المديرين للأسهم وأيضاً انخفاض ملحوظ بسعر السهم عقب بيع المديرين للأسهم ، مما يؤدي لتحقيق المديرين أرباح غير اعتيادية على حساب باقى المتعاملين .

وأوضحت دراسة ( *Zohaier , M . et al (2017)* ) أن مشكلة عدم تماثل المعلومات تظل قائمة نظراً لأن التقارير المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها لا تنقل كل ما لدى المديرين من معلومات وبالتالي فهي لاتسد جانباً كبيراً من فجوة المعلومات ، بالرغم من أن تحليل تلك التقارير يساعد في أستخلاص بعض الإشارات التي تدل على المعلومات الداخلية التي لدى الإدارة إلا أنها لا تصل إلى كافة المعلومات .

كما يجب الإشارة الى أن تحليل تلك القوائم يحتاج إلى ممارسة من الحكم الشخصي ، الأمر الذى يجعل هناك إختلاف فى المعلومات المشتقة من جراء القيام بتحليل المعلومات الداخلية من مستثمر لآخر ، مما يؤدي إلى تفاوت توقعات المستثمرين ومن ثم السعر الذى يقبله كلاً منهم للحصول على السهم .

وعليه تعتبر استجابة السوق فى الفترة السابقة على الإفصاح عن التقارير المحاسبية هى رد فعل طبيعى لما يتم تسريبه من معلومات فى تلك المرحلة من مراحل التقرير المحاسبى بحيث يشكل أقتراب موعد نشر التقارير المحاسبية فى حد ذاته دافعاً لدى المستثمرين للبحث عن المعلومات الداخلية التى ينقلها هذا التقرير ، حيث أن المستثمر لن يؤخر قراراته حتى تصدر هذه التقارير بصفة رسمية ، ولكنه سوف يسعى للحصول على المعلومات مبكراً وفى ضوء ما يحصل عليه من معلومات سوف يتخذ قراره قبل نشر هذه المعلومات .

وترى الباحثة بالإتفاق مع دراسة ( Cline , B . (2018) )

" إن الدراسة قد ألفت على السوق مسئولية عدم الاستجابة الفورية للتقرير المحاسبي وأعتبرت أن السوق عاجز عن بسط المعلومات الحالية لتعكس توقعاته عن الأرباح المستقبلية ، وبناءً على ذلك فإن السوق سوف يتدرج في أستجابته للمعلومات كلما وصلت إليه معلومة وإنه مع المتوقع أن تحدث الإستجابة بصورة جوهرية مع إقتراب الإفصاح "

ومن هنا جاءت ضرورة تغطية مدى استجابة السوق المالي المصري لظاهرة تسريب المعلومات الداخلية وكذلك الثغرات التي تتصف بها تلك البيئة وتساعد على المضاربة بتلك المعلومات وذلك من خلال مناقشة ما يلي :

#### المحور الخامس : انعكاسات المعلومات الداخلية على السوق المالي المصري

يُعد السوق المالي المصري بمثابة المرآة الحقيقية للأقتصاد المصري ، حيث يعتبر أداءه هامة لتقويم الشركات والمشروعات إذ يساهم في زيادة وعى المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل من خلال معرفة أسعار أسهم الشركات ، حيث أن إنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة ما يمثل دليلاً قاطعاً على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي ، الأمر الذي يتطلب إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها .

وتتمثل أهم مشاكل السوق المالي المصري في التالي :-

- تُعد أهم هذه المشاكل إفتقار السوق إلى المعلومات الوقتية الدقيقة وعدم وجود إفصاح منتظم عن تلك المعلومات ، الأمر الذي يترتب عليه عدم وجود نمط واضح لسلوك الأسعار في السوق .
- أن السوق المالي المصري لا يتمتع بكفاءة كبيرة شأنه في ذلك شأن الأسواق المتقدمة ولكنه يتصف بدرجة عالية من الحساسية تجعله يستجيب بصورة أكثر للمعلومات الداخلية التي ترد إليه عبر القنوات غير الرسمية ، ، وفي هذا الصدد

سوف يتم الأهتمام برد فعل السوق تجاة هذا النوع من المعلومات وذلك من خلال دراسة علاقة الأسعار بالمعلومات التي تنقل أخباراً إما جيدة أو سيئة ويستجيب لها السوق بطريقة تتفق مع طبيعة تلك الأخبار .  
ونظراً لأهمية الدور الذى تلعبه المعلومات الداخلية فى هذا المجال فسوف يتم التعرض لأثر تلك المعلومات الداخلية على السوق المالي المصري وحصرها فى النقاط التالية :

- إذ وجد إنه عند حصول بعض المستثمرين وخصوصاً المؤسسات على معلومات داخلية ، فإن ذلك يدفعهم لتحريك محافظهم المالية بالشراء أو البيع ، ونظراً لأن سلوك مثل هؤلاء المستثمرين دائماً ما يكون ملحوظاً من جانب الآخرين ، فإن باقى المستثمرين يتخذون من معاملات المؤسسات وكبار المستثمرين إشارة على أخبار جديدة ستظهر قريباً ، وبناءً عليه فإن باقى المستثمرين يتخذون قراراتهم الأستثمارية فى نفس إتجاه قرارات المؤسسات وكبار المستثمرين مما ينتج عنه حجم تداول كبير نسبياً .
- إلا أن بعض الدراسات قد درست رد فعل السوق ممثلاً فى تغيرات الأسعار لتعكس الأخبار المحتملة ، ويفترض فى مثل تلك الدراسات أن المستثمر الذى يضارب على المعلومات الداخلية هو مستثمر قصير الأجل أى إنه يقوم بتقييم محفظة المالية كل فترة قصيرة وينظر إلى أرباح المضاربة قصيرة الأجل ، ومثل هذا المستثمر دائم البحث عن المعلومات حتى لو كانت بتكلفة كبيرة ، وإذا ما حصل المستثمر على المعلومات وخصوصاً التي تنقل أخباراً جيدة فإنه يقوم بشراء حصص من الأسهم المعنية مضارباً على ارتفاع أسعارها مع نشر الأخبار الجيدة ليقوم بالبيع مرة أخرى .  
وفى ضوء العرض السابق :

وجد أن إستجابة السوق المالي لا تتزامن مع نشر التقرير المحاسبي بمعنى إنه لا يمكن توقع إستجابة قوية من السوق فور نشر القوائم المالية السنوية ، بل يجب

أكتشاف رد الفعل السوقي قبل تاريخ النشر الفعلي للقوائم وذلك تأكيداً لنظرية تأثير المعلومات الداخلية في أسعار الأسهم وإلا ستكون عملية التقرير المحاسبي بكاملها غير ذى قيمة للمستثمرين وهم بصدد إتخاذ قراراتهم الأستثمارية .

### النتائج والتوصيات:

#### أولاً: النتائج:

- ١- يوجد ارتباط إيجابي بين أنتشار ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية واتساع الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالبورصة المصرية
- ٢- ضروره العمل على الحد من ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية من خلال ضرورة التوجة نحو إصدار قاعدة جديدة تضاف إلى قواعد الإفصاح المحاسبي تقضى بحصول كافة المتعاملين على المعلومات الهامة المادية وغير المادية التى تمكنهم من اتخاذ القرارات الأستثمارية الرشيدة .

**ثانياً: التوصيات:** فى ضوء ما تم استعراضه وما تم التوصل إليه توصى الباحثة بما يلى:

- ١- توصى الدراسة بضرورة إصدار توجية للشركات المُقيدة فى البورصة المصرية لتوسيع عملية الإفصاح لىتضمن الإفصاحات الأستراتيجية وتوسيع التقرير السنوى للشركة بحيث يشتمل على استراتيجيه الشركة والعوامل الداخلية والخارجية المؤثرة عليها .
- ٢- إجراء المزيد من الدراسات المقارنة بين البيئه المصرية والبيئات الأخرى من حيث أثر ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية على الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين بالأسواق المالية .

### مراجع البحث:

- (1) Alastair , B . (2018) . Are Your Employees Leaking Confidential Information. *Journal of The American Financial Association* , P 87
- (2) Chen , Z . , & John , W . (2017) . The Real Effect of The Initial Enforcement of Insider Trading Laws . *Journal of Corporate Finance*, P 687-690.
- (3) Chiang , H . , & Henock , L . ( 2017) . Insider Trading, Stock Return Volatility and The Option Market's Pricing of The Information Content of Insider Trading. *Journal of Banking & Finance*, P 65-73 .
- (4) Christopher , P . (2017) . Minimizing Corporate Leaks and Managing Scandals " , *National Financial Journal* , P 16-20 .
- (5) Chung , Y. , & Kang , S .(2018) . Does Institutional Monitoring Matter ? Evidence From Insider Trading by Information Risk Level . *Investment Analysts Journal* , P 28 .
- (6) Cline , B . (2018) . insider Filing Violations and Purposeful Information Delay . *Pacific – Basin Financial Journal* , P 35 .
- (7) David , T . (2017) . Legal Insider Trading ? This is What It is and How It Affects Investors . *Journal of Banking & Finance* , P 3-12 .
- (8) Gavrilova , A . , Grachev , N . I . , & Rostovshchikov , I . V . (2019) . Information and Iegal Concepts of E-Russia . In Ubiquitous Computing and the Internrt of Things : *Prerequisites for the Development of ICT*. P 115 .
- (9) Klein , T . , & Lambertz , C . (2016) . Market Transparency Adverse Selection and Moral Hazard . *Journal Of Political Economy* , P 52 .
- (10) Kodongo , O . , & Ojah , K . (2020) . Insider Trading Laws and Price Informativeness in Emerging Stock Markets : the South African Case . *Emerging Markets Review* , P 39 .
- (11) Mollah , S . , & Chowdhury , A . (2018) . Insider Trading Discretionary Accruals and Information Asymmetry . *The British Accounting Review* , P 350 .

- (12) Rabiul , S . , & Eberle , W . (2018) . Mining Illegal Insider Trading of Stocks : A proactive Approach . *Journal of European Review* , IEEE International Conferences , P 53 .
- (13) Roger , M . (2019) . Insider Trading : What Really Protects U.S . Investors ? . *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , P 29 .
- (14) Rudnak , I . (2019) . The Communication of Economic Organization in Situation of Asymmetric Information . *Journal Plus Education* , P 76 .
- (15) Ruhani , F . , & Ruhul , M . (2018) . Effect of Financial Market Variables on Stock Prices : AReview on the Literature " , *Journal of Modern Accounting and Auditing* , Nov 2018 , P 598 .
- (16) Senyk , S .(2020) . Problems and Direction of Improvement of Legal Regulation of Activity of Units of National Police of Ukraine in the Sphere of Information Circulation . *Znanstvena Misel Journal* . P 31 .
- (17) Sundaresan , N . , & Hui , X . (2018) . Adverse Selection or Moral Hazard , an Empirical Study . *The Journal of Industrial Economics* , P 31-32 .
- (18) Tatyannikov , V . , & Ivanitskiy , V . (2018) . Information Asymmetry In Financial Market : Challenges and Threats . *The European Journal Of Finance* , P38 .
- (19) Tawakol ,F . & Albanna , H . ( 2018 ) . Market Efficiency and Insider Trading : Evidence From the Egyptian Stock Exchange . *Scientific Journal of Economics and Trade* , Volume (48) , Issue (1) , P 639 .
- (20) Zhang , X . , Zhang , Q . , Chen , D . , & Gu , J .(2019). Financial Integration , Investors Protection and Imbalanced Optimistically Biased Information Timeliness in Emerging Markets . *International Review of Financial Analysis* , P 56 .
- (21) Zouhaier , M . , & Aintablian , S . (2017) . The Role of Toehold on Asymmetric Information in Mergers and Acquisitions . *Economics and Finance Journal* , P 60 .