



## دور شفافية المعلومات المالية في الحد من إساءة استخدامها في أسواق الرساميل

The role of financial information transparency in limiting its misuse in capital markets

جميلة الزرداوي

باحثة بسلك الدكتوراه تخصص قانون أعمال بجامعة محمد الخامس بالرباط.

محكمة ووسيلة قانونية تخصص قانون تجاري معتمدة من وزارة العدل

### ملخص:

تمثل شفافية نشر المعلومات المالية حجر الأساس لضبط السوق المالي وضمان المساواة بين المستثمرين، إذ يتيح الإفصاح الدقيق والمنتظم الحد من عدم تماثل المعلومات وتحقيق السعر العادل للأوراق المالية. وهو ما فرض على المشرع المغربي موازنة بالتشريعات المقارنة تعزيز هذا المبدأ عبر تحديث المنظومة القانونية المنظمة لبورصة القيم وهيئة الإشراف على سوق الرساميل انسجاما ضرورة الملاءمة مع معايير الحكامة الدولية. بالمقابل، يشكل حضر الاستغلال التعسفي للمعلومات المتميزة ضرورة لحماية نزاهة السوق، خاصة وأن التداول بناء على معلومات داخلية يهدد كفاءته واستقراره لذلك اعتمد التشريع آليات تنظيمية وزجرية لردع هذا السلوك وتقوية شفافية المعاملات، لكن يظل التحدي قائما في قياس مدى قدرة هذه المقتضيات على تحقيق توازن فعلي بين متطلبات الإفصاح وحماية المصلحة الاقتصادية للسوق في ظل التحولات والتحديات الواقعية.

**الكلمات المفتاحية:** شفافية المعلومات- السوق المالي- الهيئة المغربية لسوق الرساميل- كفاءة السوق- المعلومات المتميزة

### Abstract

Transparency in the disclosure of financial information constitutes the cornerstone for regulating the financial market and ensuring equality among investors. Accurate and regular disclosure helps reduce information asymmetry and enables the fair valuation of financial securities. This has prompted the Moroccan legislator alongside comparative legal systems to reinforce this principle by updating the legal framework governing the stock exchange and the authority supervising the capital market, in line with international governance standards. Conversely, prohibiting the abusive use of privileged information is essential to safeguarding market integrity, as trading based on insider information threatens both market efficiency and stability. For this reason, the legislator has adopted regulatory and punitive mechanisms to deter such practices and strengthen transaction transparency. However, the central challenge remains assessing the extent to which these legal provisions can achieve a real balance between the requirements of disclosure and the protection of the market's economic interests amid ongoing practical transformations and challenges.

**Keywords :** information Transparency- Financial Market- Moroccan Capital Market Authority- Market Efficiency- Privileged Information.



## مقدمة

تعتمد كفاءة السوق المالي على تفاعل مجموعة من العوامل المتنوعة سواء أكانت تنظيمية أو مؤسسية أو أخلاقية أو تكنولوجية<sup>682</sup>، غير أن شفافية الإفصاح عن المعلومات بالنسبة للشركات تظل العامل المحوري الذي يمنح لها الفعالية، بحيث تكون مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف تداولها من خلال احترام شروط المساواة التي تعد دعامة أخرى لا غنى عنها لتحقيق التنمية في الاقتصاديات المعاصرة<sup>683</sup>. علاوة على ذلك، يتحقق مؤشر السوق الكفاء حينما لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للأسهم والتي تمثل سعر التوازن، مما يعكس بالمقابل خطورة التعامل على أوراق مالية بناء على معلومات داخلية لا تتاح إلا لعدد محدود من الأشخاص يمتلكون أسراراً كاملة عن الشركة يمكن استخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، مما سيكون من شأنه أن يقوض النظام العادل للاستثمار في البورصة بما يمثله من مخاطر على كافة الأطراف الفاعلة في السوق وبالتبعية على الاقتصاد الوطني<sup>684</sup>.

وبذلك يبرز الدور المحوري للمعلومات في تحقيق السعر العادل للأدوات المالية المتداولة، حيث تساعد على ترشيد القرارات بالنسبة للمستثمرين والمحليلين المستقبليين من خلال توضيح الرؤية عن طبيعة المركز المالي والاقتصادي للجهة المصدرة، مما يجعل المعلومات المنشورة مؤشراً لفهم مزايا المشروع والمخاطر المحيطة به تحقيقاً لفلسفة الأمن المالي والقانوني الناتجين عن الشفافية المطلوبة. وقد تم ربط ذلك بمؤشر الحكامة التنظيمية بناء على نتائج دراسة قام بها الاقتصاديان "Das & Quintyn (RGI)" حيث حاولا قياس مدى تطبيق الدول المتقدمة والانتقالية والنامية للاستقلالية والمحاسبة والشفافية والنزاهة بهذا المؤشر فتبين أن الدول المتقدمة يلتزمون أكثر من غيرهم بتطبيق هذه الخصائص وهذا ما فسره تصدرها لقيم أعلى ضمن هذا المؤشر<sup>685</sup>. "بناء على ذلك، يصبح الرهان على ترسيخ مبدأ الشفافية في المعلومات المالية<sup>686</sup> حجر الزاوية في النظام العام البورصوي<sup>687</sup> باعتباره مؤشراً على فعالية السوق وكفاءته، إذ أصبح الإفصاح المالي التزاماً يتحتم على جميع الشركات والجهات المعنية احترامه، كما ويرى العديد من المحللين أن غياب هذا المبدأ يساهم بشكل مباشر في إضعاف الأداء المالي خصوصاً وأنه كان من بين الأسباب الجوهرية لعدد من الأزمات المالية الإقليمية في السنوات الأخيرة.

وفي إطار الملاءمة مع الحاجيات الاقتصادية الوطنية اتجه المشرع إلى إصلاح مقومات التنمية الاقتصادية بتحويل الاقتصاد المغربي من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق<sup>688</sup>، فكان لهذه المتطلبات أثر حاسم في التعجيل بإصلاح شمولي في كل المجالات شملت القانون المنظم لشركات المساهمة<sup>689</sup> ومدونة التجارة والحرص على تحديث السوق المالي بإصدار مجموعة من القوانين في محاولة

11. P.,2001, *Journal of Accounting and Economics*, K. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets. P. & Palepu.Healy 682

08.,P , (1970), *Journal of Finance*,A Review of Theory and Empirical Work. E. F. Efficient Capital Markets. Fama683

684 عبد الرزاق محمد خليفة، "حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقاً للمعلومات داخلية"، مجلة البحوث الإدارية، 2019، ص 26.

685 العمري صفية، "سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، السنة الجامعية: 2017-2018، ص 179.

686 تعرف المعلومات المالية على أنها تلك المعطيات والبيانات الخاصة بإعلام الجمهور.

687 النظام العام البورصوي، هو أحد مكونات النظام العام الاقتصادي، وقد عرفه أحد الباحثين على أنها مجموعة القواعد الأمرة التي تفرضها النصوص القانونية الملزمة في قوانين البورصة بمعناها الضيق، وهو أيضاً النظام المستقر الذي يجب أن يسير التداول والمضمون بصلاحيات الإدارة والضبط بمعناه المرن الواسع، والتي يجب إنفاذها وإن اتجهت إرادة المستثمرين إلى خلافها.

- هشام القوصي، "تأثير النظام العام البورصوي على تغيير القواعد العامة والمبادئ البورصوية (من تغيير التراث القانوني بفعل الخصوصية الواقعية إلى اصطناع البورصة)" - دراسة في القانون اللبناني والنظام الداخلي لبورصة بيروت، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعقدة العدد 23، مارس 2018، ص 93.

688 سمير أوخليفة، "تداول الحقوق المرتبطة بالقيم المنقولة داخل البورصة"، أطروحة لنيل الدكتوراه في قانون الأعمال، جامعة محمد الخامس، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، أكادال، الرباط، السنة الجامعية 2002-2002، ص 5.

689 - القانون رقم 95-17 المتعلق بشركات المساهمة الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 124.96.1 صادر في 14 من ربيع الآخر 1417 (30 أغسطس 1996)، منشور بالجريدة الرسمية عدد 4422 بتاريخ 4 جمادى الآخر 1417 (17 أكتوبر 1996)، ص 2320، كما تم تعديله وتتميمه بالقانون رقم 20.05 الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 18.08 بتاريخ



لتدراك الهفوات التي أبانت عليها القوانين السابقة ومنها القانونين المتعلقين ببورصة القيم وبمجلس القيم المنقولة وغيرها من القوانين المؤطرة للمجال الاقتصادي.

واستجابة لمرونة قانون السوق المالي، فقد اعتبر الالتزام بالإخبار التزاما قانونيا قديما إلا أن التركيز على أهميته لم يظهر إلا مطلع التسعينات مع صدور الظهير الشريف رقم 1.93.212 ويصبح أكثر تأطيرا مع صدور القانون 44.12 الذي جاء موازيا لاهتمامه بالبعد الأخلاقي في محاولة لحضر الاستغلال غير المشروع وكذا القانون 43.12<sup>690</sup> فضلا عن الإصلاح التشريعي للقانون 19.14<sup>691</sup> الذي يروم حماية الادخار الموظف بحضر استغلال المعلومات المتميزة تحقيقا لرهان حكامه السوق.

وبالنظر إلى أهمية تحديد محددات الشفافية المطلوبة في الإفصاح عن المعلومات المالية بوصفها مؤشرات أساسية لاستقرار السوق، يصبح من الضروري أولا ضبط هذا المفهوم وتحديد أبعاده بما يتيح اعتماده على نحو واضح وبذلك، اعتبر جمال عبد العزيز العثمان الشفافية " تعهدا من الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن أنشطتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات الرقابية على بورصة الأوراق المالية وذلك بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دوليا، عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها، إضافة إلى حضر التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات داخلية، سواء كانت لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال مقابل منفعة معينة أم بدونها.<sup>692</sup> بالمقابل عرفه خالد أمين بأنها " إظهار القوائم المالية وجميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع والتي تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة<sup>693</sup> موازاة مع ذلك، أكد عبد الخالق سلام، " قيام الشركات بتوفير بيانات المعلومات والتقارير للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية وفقا لمركز مالي حقيقي يمكنهم من تحديد النشاط الحالي والمستقبلي للشركة من خلال تحديد اقتصاديات العمليات التي يجريها؛ مع بيان الإيضاحات اللازمة لهذه المعلومات والبيانات والتقارير وفقا لمعايير محاسبية سليمة معترف بها مع حق الشركة أو الجهة في حجب المعلومات والبيانات التي يكون لها مساس بتنافسيته<sup>694</sup>"، وبذلك؛ إذا كانت الشفافية هي قدرة المساهمين على متابعة المعلومات من خلال عملية التداول بشكل أكثر موثوقية وعدلا، بالمقابل فالإفصاح هو نشر البيانات والتقارير التي تكون ركيزة نحو اتخاذ المستثمرين الحاليين والمحتملين للقرارات الاستثمارية الصائبة والإعلان عنها وحملها للجهات الرقابية بالوسائل التي حددها القانون التي تمكنهم من الاطلاع عليها بسرعة وبصفة دورية وكذا في الحالات الاستثنائية الطارئة التي تتعرض لها الشركة أو الجهة المتعلقة بها هذه البيانات والمعلومات والتقارير، مما يؤكد على أن تعزيز الشفافية والإفصاح يشكلان آلية محورية للحد من مشكلة «عدم تماثل المعلومات» بين الشركة والمستثمرين.

وقد أوضحت دراسة قام بها " Bushman & Smit " على أن توفير معلومات مالية وغير مالية دقيقة واضحة ودقيقة يقلص المجال أمام السلوك الانتهازي للإدارة ويعزز قدرة المستثمرين على تقييم الأداء بصورة موضوعية مما يجعل هذا الإقبال ينعكس إلى ضغط

23 ماي 2008 منشور بالجريدة الرسمية عدد 5639 بتاريخ 16 يونيو)2015(2008)، ص 1359. بتاريخ 2008 والقانون رقم 106.15.1 بتاريخ 12 من شوال 1436 (29 يوليو الجريدة الرسمية عدد 6330 مكرر بتاريخ 12 ذو القعدة 1436 (28 أغسطس 2015)، ص 7416 مكرر. تم بالظهير الشريف رقم 1.23.16 صادر في 19 من رجب 1444 (10 فبراير 2023) بتنفيذ القانون رقم 96.21 الذي غير وتم القانون 17.95 المتعلق بشركات المساهمة وسن أحكام انتقالية خاصة بتحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية، ج ر عدد ، 7173، ص 2244.

690 القانون 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.13.21 صادر في فاتح جمادى الأولى 1434 (13 مارس 2013)، الجريدة الرسمية عدد 6142 بتاريخ 30 جمادى الأولى 1434 (11 أبريل 2013)، ص 3157.

691 القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.16.151 صادر في 21 من ذي القعدة 1437 (25 أغسطس 2016)، الجريدة الرسمية عدد 6501، 17 ذو الحجة 1437 (19 سبتمبر 2016)، ص 6681.

692 جمال عبد العزيز العثمان، " الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة"، مرجع سابق، ص 138.

693 خالد أمين عبد الله، " الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية العربية"، مجلة الحاسب القانوني العربي، العدد 92، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الأردن، 1995، ص 38.

694 خالد أمين عبد الله، " الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية العربية"، مرجع سابق، ص 28.



إيجابي على سعر السهم بارتفاع قيمته السوقية وتحسن مكانة الشركة داخل السوق المالي،<sup>695</sup> يصبح معه هذا المبدأ على المستوى الواقعي ليس فقط حتمية اقتصادية بل واجب أخلاقي<sup>696</sup> وهوما حتم على الجهات التشريعية التدخل لتحديد أسس المعلومات الإلزامية الواجب على الشركات والهيئات الإفصاح عنها من خلال تأطيرها بنصوص قانونية وتنظيمية صادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل، وهو ما يجعلنا في هذا المقام ملزمين بدراسة أهم الإشكالات الناجمة عن ضعف منسوب الشفافية التي قد تقوض الحكامة وتنتج الأزمات المالية.

وبذلك تبرز أهمية ترسيخ مبدأ شفافية السوق المالي كأداة محورية للحد من ممارسات إساءة استخدام السوق خاصة وأن هذه العملية تتقاطع فيها العديد من التوجهات القانونية والاقتصادية والتقنية والأخلاقية، مما يستجلي الغموض بالتحليل والضبط التشريعي لهذه العملية والعمل على تفكيك موجبات ضمان التوازن بين مصالح متعارضة في السوق المالي، كما تأتي أهمية الموضوع عمليا في رصد التحديات الواقعية التي تعيق تحقيق الردع لاستغلال معلومات متميزة.

وبذلك يطرح إشكال محوري حول حدود مساهمة المقتضيات القانونية الوطنية في ضمان الشفافية وفعالية مكافحة إساءة استخدام المعلومات المتميزة في السوق المالي في ظل التحديات الواقعية؟

**الفقرة الأولى: محددات شفافية نشر المعلومات المالية ضابط للحد من إساءة استخدام السوق المالي.**

تعتبر درجة الشفافية أساسا متنوعا للمعلومات الخاصة؛ وبذلك لا يتطلب أن تعامل هذه الأخيرة والمعلومات على أساس أنهما شيء واحد لمعظم الأغراض. وأيا كان الأمر، فإن المعرفة العامة لدى المستثمرين تنتشر بالشفافية، كما أن التركيب العام الذي يكون بالآثار والانعكاسات الشفافة يؤدي إلى التقدم المادي والأخلاقي في البورصة ككل، وهو ما جعل البعض<sup>697</sup> يؤكد على أن تزايد عدد الشركات المقيدة في البورصة وارتفاع قيمة الأموال عامة مرده للالتزام الطوعي والإجباري لهذا المبدأ يجعل منه معطى الذي يتعين مراعاته في جميع المعاملات.

وفي ظل التحولات المالية التي يشهدها العالم اليوم، باتت الحاجة ملحة إلى تعزيز الوعي ونشر ثقافة الحكامة داخل الشركات المدرجة أو تلك التي تدعو الجمهور للاكتتاب، ويواكب ذلك تزايد أهمية تقوية الالتزامات المتعلقة بالإفصاح والإعلام المالي المفروضة على المقاولات، سيما وأن الولوج إلى سوق البورصة أصبح محصورا على الهيئات التي تتوفر على الشروط والإمكانات التنظيمية والبشرية الكفيلة بتمكينها من الاستجابة للمعايير الصارمة التي يفرضها سوق المال<sup>698</sup> ومن هذا المنطلق، تبرز ضرورة الوقوف عند أهم محددات شفافية نشر المعلومات المالية باعتبارها أداة جوهرية للحد من ممارسات إساءة استخدام السوق وتعزيز نزاهته واستقراره.

### **المحدد الأول: حكاما الشركات شرط لشفافية نشر المعلومات المالية**

يرتكز مفهوم حكاما الشركات على قيم الشفافية والمساءلة، فهي التي تضبط الحقوق والمسؤوليات الخاصة بالفئات المؤثرة والمتأثرة بعمل الشركة وأصحاب المصالح والتأكد من أن حقوقهم خاضعة للحماية المطبقة عمليا على أرض الواقع، وهو ما يجعلها مزيج من الأنظمة الخارجية كقوانين الشركات وقوانين الأسواق المالية والاستثمار والخصوصية والمعايير المحاسبية والمراجعة وغيرها من الأنظمة ذات العلاقة بتحسين الأداء في قطاع الأعمال والأنظمة الداخلية التي تتبعها الشركة لإدارة وتوجيه أعمالها. ولعل رهان تحقيق مبدأ الشفافية كأبرز محددات القرار الاستثماري يبقى رهين بالعمل على اتباع سياسة الوضوح الكامل للكشف عن المعلومات التي تتضمن البيانات المالية وتقارير مراقبي الحسابات تتبع المعايير الدولية وبلورتها في القوائم المالية حتى يمكن

<sup>695</sup> "Journal of Accounting and, Robert M., and Abbie J. Smith. "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Bushman695 P. 168.,2004,Economics 37, no. 2

<sup>696</sup> جمال عبد العزيز العثمان، "الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة"، دراسة قانونية مقارنة مرجع سابق، ص 126.

<sup>697</sup> غلال فالي، "مفهوم رأس المال في شركة المساهمة، الطبعة الثانية"، مطبعة دار السلام، الرباط، 2013، ص 573.

<sup>698</sup> ربيعة غيت، "دور الهيئة المغربية لسوق الرساميل في حماية تداول الأدوات المالية"، مجلة القانون التجاري- العدد 2020-2021، ص 9.



للمستثمرين المقارنة بسهولة بين الاستثمارات المحتملة، كما ويبقى الحق في الإخبار التزاما جوهريا لتحقيق هذا المبدأ وإن لم يكن حقا ماديا مخولا للمساهمين طبقا لمقتضيات قانون شركات المساهمة باعتبارها من حقوق حاملي سندات الشركات؛ إلا أن قانون السوق المالي جعله حقا غير محصور في مساهمي الشركة بل حقا مكفولا لجمهور المدخرين تقتضي معها تعزيز الرقابة الداخلية على الشركات التي تدعو الجمهور للاكتتاب في أسهمها وسنداتها تستند على شرعية المعاملات المالية، وهو ما تمت بلورته من خلال حماية المصالح في شركات المساهمة عبر تعزيز أدوات الإعلام المباشر أو غير المباشر بمنح الفئات التي تمثل الأقلية والجمهور عامة مجموعة من الضمانات التي تمكنها من التعرف على الوضعية الحقيقية للمقولة؛ بحيث لم تعد المعلومة حكر على الأغلبية المسيرة، بل أضحت الإعلام المالي القانوني بمثابة آلية تقلل من تحكم الأغلبية في المعلومات التي بحوزتها، زد على ذلك مساهمة الفصل بين الملكية والإدارة في تحقيق نوع من التوازن بين صناع القرار ومالكي القرار والمساهمين وهكذا أصبحت المعلومات تقوم بدور مهم في إعادة توزيع السلطة داخل الشركات مما يجعل تركيز هيكل الملكية ينتج عنه نقص في المعلومات المنشورة<sup>699</sup>.

وهو ما جعل واجب الإفصاح 700 أهم مقومات كفاءة السوق المالي، استدعى معه الإبلاغ عن أي معلومات جوهريّة قد تؤثر على قرارات المستثمرين إيجابا أو سلبا بالنظر لمنسوب الشفافية في الإفصاح عنها، حيث ثم تقييد<sup>701</sup> الشركات التي تدعو الجمهور للاكتتاب بإلزام أعضاء مجلس إدارة الشركة الجماعية أو مجلس الرقابة فيها أو أحد المساهمين الذي يملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من 5% بإخبار مجلس الرقابة بالعناصر التي تسمح بتقدير مصالحهم المرتبطة بإبرام الاتفاقيات لاسيما طبيعة العلاقات والأسباب الاقتصادية المبررة لإبرامها، وهو ما يبرز أن المشرع ألزم نشر المعلومات حول الاتفاقيات المهمة التي قد يكون لأعضاء الإدارة مصالح فيها قد ينتج عن إخفاء اتفاقيات يكون لها تأثير على وضع الشركة المالي أو ناتجة عن أية روابط شخصية أو مالية قد تؤثر على نزاهة الاتفاقية بتوضيح الأسباب الاقتصادية وراء إبرام هذه الأخيرة وتضمن الخصائص المرتبطة بها التي تشمل تفاصيل الشروط المالية والالتزامات وكذا المخاطر المحتملة، مما تجعل معها مجلس الرقابة يقيم مدى ملاءمة الاتفاقية لمصلحة الشركة والمساهمين ضمنا للحد من الممارسات غير مشروعة التي قد تعيق التوازن المفروض.

وفي السياق ذاته، راهن المشرع على تكريس قواعد الحكامة الجيدة من خلال تعزيز دور مجلس الرقابة داخل شركات المساهمة التي تدعو الجمهور للاكتتاب للسهر على ضمان أن الاتفاقيات المهمة تتم وفقا للضوابط المفروضة، حيث ألزم بعرض كل اتفاق بين الشركة أو بواسطة وسيط وأحد متصرفيها أو مديرها العام المنتدب أو المدير العام المنتدب أو أحد المساهمين فيها الذي يملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من 5% من رأسمال أو من حقوق التصويت وذلك بالحصول على ترخيص مسبق على الاتفاق<sup>702</sup> يجنب وضعية تضارب المصالح الناتجة عن شروط تفضيلية أو أسعار غير عادلة على حساب المصلحة العامة للشركة لضمان أن جميع المساهمين خاصة فئة الأقلية تمكنهم من الاطلاع على التعاملات غير المشروعة، كما أنه وتجسيدا لمبدأ المساءلة أكد المشرع من خلال مقتضيات المادة 58<sup>703</sup> "على أنه يتعين على المتصرف أو المدير العام المنتدب أو المساهم المعني بالأمر إطلاع رئيس المجلس على كل اتفاق بمجرد علمه بوجوده، مقابل إلزام مجلس الإدارة بإخبار مراقب الحسابات بالاتفاقات المرخص بها داخل أجل 30 يوما تبتدئ من تاريخ إبرامها بحيث يلزم عرضها على موافقة الجمعية العامة العادية المقبلة، مما يضمن أن جميع الاتفاقيات موثقة وتخضع أيضا لمراقبة خارجية مستقلة، وهو ما يحيلنا على أن هناك تسلسلا رقابيا على التعامل تبرز من خلال مرحلة الإبلاغ الداخلي الفوري مرورا بالتدقيق المستقل لمراقب الحسابات باعتباره جهازا يفترض فيه الموضوعية والحياد عن الأجهزة التنفيذية لشركات المساهمة التي تدعو الجمهور للاكتتاب، إذ أن هذا الأخير ملزم بوضع تقرير خاص متعلق بالاتفاقات تراعى فيه الشروط

699 محمد حاجي، " التنظيم القانوني للمعلومات المالية داخل بورصة القيم"، مرجع سابق، ص 135.

700 اصطلاح عليه في قانون شركات المساهمة واجب الإخبار

701 المادة 97 مكرر من القانون 17.95 من شركات المساهمة المغير والمتمم.

702 المادة 56 من القانون 17.95 من شركات المساهمة.

703 المادة 58 من القانون 17.95 من شركات المساهمة.



التي يتم تحديدها من قبل الهيئة المغربية لسوق الرساميل باعتبارها جهة للرقابة الخارجية على الشركات التي تدعو الجمهور للاكتتاب وإشراك الجمعية العامة في الموافقة الجماعية تخول معها الحق لكافة المساهمين خاصة الأقلية منهم بتقييم تأثير الاتفاقيات على قيمة أسهمهم. موازاة مع ذلك، فالمشرع لم يكتف في سياق تدعيم آليات مكافحة التلاعب المالي بحظر الاتفاقيات المباشرة التي قد تقوض سلامة المعاملات، بل عمد إلى تجريم مختلف صور الاتفاقيات غير المباشرة التي ترم عبر الوسطاء، خصوصاً وأن المقاربة العملية أكدت أنه يتم لجوء بعض المسؤولين لإدخال طرف ثالث قصد حجب صلتهم الفعلية بالمعاملة. وبذلك، فإن توسيع دائرة المنع يجسد إرادة المشرع لضبط مسالك التعاقد وضمان الكشف عن أي تأثير غير مشروع قد يمس نزاهة القرار المالي. والملاحظ أن الاتفاقيات المنصوص عليها سالفاً تنتج آثارها اتجاه الأعيان سواء وافقت عليها الجمعية العامة أم لم توافق على ذلك باستثناء إذا ترتب عليها نتائج ضارة بالشركة فيتم إبطالها في حالة الغش مع ترتيب مسؤولية المتصرف والمدير العام المنتدب والمساهم الذي يملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة على أكثر من 5%. وذلك حفاظاً على مبدأ القوة الملزمة للعقد ومطلب حماية مبدأ استقرار المعاملات التجارية حينما تتعاقد الشركة مع الأعيان؛ حيث أن هؤلاء ليسوا ملزمين بمتابعة الإجراءات الداخلية للشركة إذ يفترض أن الأطراف الثالثة تتعاقد مع الشركة بناء على المعلومات المتاحة لها وليس بناء على إجراءات الجمعية العامة الداخلية. بالمقابل قد يثار إشكال في الواقع العملي إذا تم السماح بإلغاء الاتفاقيات التي لم تحصل على موافقة الجمعية العامة، حيث قد يؤدي إلى أضرار جسيمة بحقوق الأعيان الذين أبرموا العقود بحسن نية وهو ما يبرر مرونة المشرع للحفاظ على مبدأ استقرار المعاملات من خلال إعطاء إمكانية إجراء تصحيح الوضعية وتفادي الإبطال في الحالة التي يتم تصويت الجمعية العامة بعد عرض تقرير خاص من طرف مراقبي الحسابات وإبراز الأسباب المعقولة التي حالت دون الحصول على ذلك واستثناء من ذلك فالمشرع أعطى إمكانية إبطال الاتفاقيات المبرمة دون الحصول على ترخيص إذا ترتب عليها نتائج ضارة للشركة ومنه بإبطال تلك الاتفاقيات يكون وسيلة لتصحيح الوضع وحماية مصالح المساهمين وإذا ثبت العكس فيتم إقرار جزاء البطلان من مجلس الرقابة<sup>704</sup>، مما يعزز نظام المساءلة داخل الشركة بحيث يصبح كل قرار مالي خاضعاً لمراجعة قانونية دقيقة قد تحمل المسؤولين عن توقيع الاتفاقيات غير المرخصة المسؤولية الشخصية عن الأضرار الناتجة.

علاوة على ذلك، وإمعاناً من المشرع في رسم معالم التواصل المالي فقد تم إقحام المساهمين أيضاً في هذه المنظومة؛ بحيث ألزمهم بالتواصل حول وضعياتهم المالية سواء حين تجاوز هذه الوضعية للحدود المرسومة قانوناً أو نزولاً عن هذه الحدود، وفي هذا الصدد يقع على كل مساهم<sup>705</sup> واجب التصريح للهيئة المغربية لسوق الرساميل والشركة المسيرة، بتجاوز مساهمته سواء انخفاضاً أو صعوداً، لنسبية نصف العشر 20/1 أو العشر 10/1 أو الخمس 5/1 أو الثلث 3/1 أو النصف 2/1 أو الثلثين 3/2 من رأس مال أو حقوق تصويت شركة مقيدة في بورصة القيم، داخل أجل خمسة أيام ابتداء من تاريخ تجاوز حد من حدود المساهمة المذكورة<sup>706</sup>، كما يلزم المساهم بإخبار نفس الجهة المذكورة وداخل نفس الأجل بما يعتزم القيام به أو بأي تغيير قد يطرأ على ما ينوي القيام به خلال الستة أشهر الموالية لتاريخ تجاوز حد من الحدود المذكور أو الانخفاض عن هاته الحدود<sup>707</sup>، وتفصيلاً لهذا المقتضى تم منح رئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل صلاحية إصدار عقوبة مالية من 5.000 إلى 200.000 درهم ضد كل مساهم وذلك عند عدم احترامه للواجبات المذكورة سلفاً<sup>708</sup>، مما يبرز أن المشرع استهدف من خلال هذه الآليات تعزيز مبدأ الشفافية باعتبارها حجر

704 وتجدر الإشارة إلى أن المشرع أعطى إمكانية رفع دعوى الإبطال داخل أجل 3 سنوات ابتداء من تاريخ إبرام العقد تحت طائلة تقادم الدعوى، لكن في حالة كتمان وجود اتفاق فالمشرع اعتبر أجل التقادم يبتدئ من تاريخ اكتشاف وجوده. كما أنه رغم أن العقد يظل سارياً تجاه الأعيان، فإن ذلك لا يعفي أعضاء مجلس الإدارة من المسؤولية الداخلية في حالة عدم الحصول على الموافقة المطلوبة.

705 سواء كان شخص طبيعي أو اعتباري يتصرف بمفرده أو باتفاق مع الغير.

706 الفقرة الأولى من المادة 97 والمادة 98 من القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.

707 الفقرتين الثانية والثالثة المادة 97 من القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.

708 المادتين 108 و109 من القانون رقم 19.14 المتعلق ببورصة القيم وشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي.



الزاوية في تنظيم المعاملات داخل سوق الرساميل، من خلال فرض الإخبار عن التغيرات المهمة في الحصص أو المساهمات داخل الشركات المدرجة، بما يدعم انضباط السوق ويحد من أي ممارسات قد تخل بنزاهته و يعزز مراقبة التحركات المالية و ضمان الشفافية التي تعد عنصرا جوهريا لبناء منسوب الثقة خصوصا وأن المدخر يحتاج إلى معلومات دقيقة وموثوقة لاتخاذ قراراته الاستثمارية ، مما يمكن معه فرض جزاءات من قبل رئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل على عدم الامتثال للضوابط المفروضة لاستقرار السوق.

### المحدد الثاني: امتثال الشركات لضوابط نشر المعلومات في سوق الإصدار:

سبقت الإشارة أن كفاءة سوق الأوراق المالية أصبحت تتوقف على قدر ما توفره من معلومات للمتعاملين والثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المنشورة تحقيقا لمبدأي الشفافية والإفصاح المطلوبين في السوق، لكن ذلك لن يتأتى عمليا إلا بضمان امتثال الشركات في سوق الإصدار لضوابط نشر المعلومات الدقيقة والموثوقة في المرحلة التي تُبنى فيها قرارات المستثمرين الأولى، فاحترام قواعد الإفصاح خلال هذه المرحلة لا يعزز فقط مصداقية الشركة وثقة الجمهور، بل يشكل ركيزة لضمان عدالة الولوج للمعلومات والحد من الممارسات التي قد تخل بنزاهة السوق مما يجعل هذا الامتثال عنصرا حاسما يستدعي ضرورة تحديد المقومات القانونية والفنية الواجب التقيد بها لضمان بلوغ هذه الكفاءة.

وفي هذا الإطار تتعدد صور الإفصاح عن المعلومات فهناك الإفصاح التمهيدي الذي يتم قبل إدراج الجهة المصدرة أوراقها المالية في البورصة، مقابل الإفصاح الدوري الذي يكون في فترات محددة تكون مرتبطة بالسنة المالية للجهة المصدرة، مقابل إلزامية التعهد بالإفصاح الفوري الذي يتم عند تحقق معلومة معينة لها تأثير في سعر الورقة المالية وهو ما يبرهن أن الشركات التي ترغب في الولوج إلى البورصة في إطار عزمها لعملية دعوة الجمهور للاكتتاب<sup>709</sup> تقبل ضمنا الالتزام بنظام قانوني وتنظيمي خاص ينبني على الشفافية في علاقتها مع الجمهور وجميع فاعلي السوق فهذه الشركات ملزمة بالتواصل ونشر المعلومات الضرورية للجمهور<sup>710</sup>.

والملاحظ أن الهيئة المغربية لسوق الرساميل حددت في الدورية رقم 03/19<sup>711</sup> كيفية إعداد المنشور وفق النموذج النوعي المحدد في الملحق 1.B . III، مشفوعا بملف يضم المستندات والوثائق التي حددت قائمتها في الملحق 1. A . III، وذلك في أجل أقصاه شهران قبل التاريخ المزمع الحصول فيه على الموافقة بالتأشير، كما يلاحظ أن المشرع أعطى صلاحية إعداد المنشور في وثيقة واحدة أو في وثائق متعددة حيث يشمل المنشور في الحالة الأخيرة على الوثيقة المرجعية المشار إليها في المادة 1.8 من ذات الدورية وكذا التصحيحات المحتملة المسجلة لدى الهيئة الناظمة للسوق المالي باعتبارها الجهة المكلفة بالرقابة على الالتزام بالضوابط القانونية المفروضة على الأشخاص والهيئات التي تدعو الجمهور للاكتتاب. علاوة على ذلك، فالشركة ملزمة بتقديم تقرير من مجلس الإدارة يستعرض فيه الموقف المالي والتشغيلي للشركة وسياساتها المستقبلية والمخاطر المحيطة بأنشطتها، مما جعل بعض الفقه يعتبر أن الالتزام بمعايير المحاسبة من خلال إعداد وعرض والإفصاح بالقوائم المالية قد لا يكون كافيا في حد ذاته لإعطاء صورة كاملة عن الموقف المالي والتشغيلي للشركة وهو ما قد يكون مؤشرا على ضعف الرقابة الداخلية وإجراءات الالتزام بقواعد الحكامة.<sup>712</sup> وفي نفس السياق اعتبر الأستاذ فالي على أن المحاسبة القانونية والمحاسبة الاقتصادية لا تشكل انعكاسا لحقيقة الوضعية

709 وتجدر الإشارة أننا نكون أمام دعوة الجمهور للاكتتاب حسب المادة الأولى للقانون 44.12 عندما تقوم الشركات بإدراج أداة مالية في بورصة القيم (القيد في البورصة) أو إصدار أو تفويت أداة مالية إلى الجمهور مع اللجوء بصفة مباشرة أو غير مباشرة إلى السعي أو الإشهار أو بواسطة وسيط مالي، وبذلك فكل شخص يعتمد القيام بعملية دعوة الجمهور للاكتتاب في سوق الإصدار ملزم إلى إعداد بيان المنشور وعرضه على الهيئة المغربية لسوق الرساميل للتأشير عليه.

710 حيث تنص المادة 5 من القانون 44.12 على ما يلي: مع مراعاة المادة 8 يلزم كل شخص معنوي و هيئة تدعو الجمهور للاكتتاب في أسهمه أو سنداته بإعداد بيان معلومات حسب الكيفيات التي تحددها الهيئة المغربية لسوق الرساميل، يجب أن يؤشر هذه الأخيرة على بيان المعلومات المذكور قبل نشره وتوزيعه.

711 دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 19/03 الصادرة في 20 فبراير 2019 المتعلقة بالعمليات والمعلومات المالية، الجريدة الرسمية عدد 6784 مكرر، الصادرة في 3 شوال 1440 (7 يونيو 2019)، ص 3721.

712 مصطفى حسن بسيوني، " مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات"، مرجع سابق، ص 8.



الاقتصادية والصحية للمقولة، فغالبا ما تتضمن هذه المحاسبات الإشارة إلى تحقيقها لنتائج مشجعة، لأنها تعلم أن المعلومة التي تنقلها للأغيار يستعملها هؤلاء لتحديد نوع الخطر الذي يمكن أن تواجهه المقولة، لذلك تلجأ إلى اختيار نوع معين من تقديم الحسابات يكون لفائدتها ولصالحها، من أجل الحفاظ على ثقة المتعاملين معها كشرط ضروري لاستمرارية نشاطها وتجاوزا للخلافات والتصادمات التي تثيرها الثقة والائتمان<sup>713</sup>؛ خصوصا وأن ضمان معرفة الأغيار للوضعية الاقتصادية الحقيقية للمقولة ومستوى الأموال التي توظفها، لا يتم باطلاعهم على محاسبة اقتصادية حقيقية للمقولة التي يتعاملون معها أو التي أقرضوها أموالهم أو يحاولون ذلك، لأن أهمية ذلك تكون محدودة نسبيا ولا تضمن استمرار هذه الوضعية بعد تقديم هذه المحاسبة، بحيث لا بد من معطيات ومكنات أخرى تساعد على إعطاءهم المعلومات الصحيحة والحقيقية عن وضعية الطرف الذي يتعاملون معه<sup>714</sup>.

وعليه، فإن المعلومة التي يجب نشرها سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول وتكون صحيحة ودقيقة وصادقة<sup>715</sup> تحت طائلة فرض جزاءات تأديبية ومالية يصدرها رئيس الهيئة المغربية لسوق الرساميل في حق الأشخاص المعنويين أو الهيئات والمتمثلة في عقوبة الإنذار أو التوبيخ مع عقوبة مالية لا تتجاوز 200.000 درهم في حالة عدم احترامها للالتزامات الواقعة عليها، كما يمكن أن تصل هذه العقوبات إلى خمس مرات مبلغ الأرباح إذا تم تحقيقها خصوصا وأن عدم احترام مقومات نشر المعلومة يعد مساسا حقيقيا بمبدأ إعلام الجمهور إذا تم النشر لغرض معين، وهو ما يبرر إلزام كل مصدر أن يحمل إلى علم الجميع نفس القدر الكافي من المعلومات التي يقوم بنشرها ضمنا لمبدأ المساواة في الحصول على المعلومات اللازمة من الشركة التي يجري التعامل في أسهمها بين جميع المساهمين الحاليين والمحتملين، مع ضمان الإفصاح عنها في نفس الوقت وبنفس القدر مقابل حقها بالاحتفاظ بأسرارها التي يمكن أن يؤدي إفشاؤها الإضرار بمركزها المالي ومصالحها والمتعاملين بل وسائر الجمهور.

وفي هذا الإطار يحق للهيئة المغربية أن تطلب من الأشخاص المعنوية التي تتقدم بمشاريع بيانات المعلومات كل الإيضاحات أو المعلومات التكميلية اللازمة لجعلها مطابقة للنصوص التنظيمية الجاري بها العمل، كما يجوز لها انتداب خبير مستقل عن المبادر للقيام لحسابه وعلى نفقته بالمراجعات التقنية للمعلومة الممنوحة في بيان المعلومات ليتم تحديد البيانات الواجب تغييرها والمعلومات التكميلية قصد جعلها مطابقة، وتجدر الإشارة إلى أن تقديم طلب الحصول على التأشيرة التي يحدد فيه التحفيزات الرئيسية المزمع القيام بها أثناء الاجتماع المنعقد لهذه الغاية من قبل الهيئة بحضور المصدر ومراقبي الحسابات باعتبار هؤلاء مطالبين بتفعيل معايير الجودة العالية للمحاسبة تدعم إعداد التقارير المالية الشفافة ضمنا لتكريس مبدأ الحكامة بالنسبة للشركات كأهم شرط للقيود في البورصة، خاصة وأن المستثمر يطالب بتقارير مالية شفافة توفر له معلومات حيوية للدائنين من خلال السندات وللمستثمرين في الأسهم مما يتيح لهم تحديد تقرير المخاطر والمزايا التي تتضمنها استثماراتهم بطريقة آمنة، موازاة مع ذلك، يجب احترام المدة الزمنية للقبول أو الرفض على التأشير في حالة عدم المطابقة واحترام الضوابط المفروضة وذلك داخل أجل شهرين من تاريخ تسلم الملف كاملا من قبل الهيئة المشرفة على سوق الرساميل، مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذا الأجل يوقف في حالة طلب تصحيح الوضعية.

وبذلك فرض المشرع الالتزام بنشر مستخرج من بيان المعلومات من قبل كل شخص اعتباري أو هيئة تدعو الجمهور للاكتتاب في إحدى الجرائد المخول لها نشر الإعلانات القانونية أو أية وسيلة نشر محددة قانونا، كما يمنع القيام بنشر أي معلومة في الفترة الممتدة بين إيداع بيان المعلومات ونشره إلا بعد الحصول على تأشيرة الهيئة المغربية لسوق الرساميل، بالمقابل ثم إعفاء بعض الحالات التي لا تلزم بتقديم بيان المعلومات من خلال المادة 8 من القانون 44.12 حيث تشمل:

713 غلال فالي، " مفهوم رأس المال في شركة المساهمة"، مرجع سابق، ص 572

714 غلال فالي، " مفهوم رأس المال في شركة المساهمة"، مرجع سابق، ص 570.

715 المادة 4 من القانون 44.12: " حيث أنه يخضع كل شخص أو هيئة لواجب الإخبار حين دعوة الجمهور للاكتتاب، وطالما ظلت السندات بين عدد من المساهمين أو حاملي الحصص محدد من طرف الإدارة بعد استطلاع رأي الهيئة المغربية لسوق الرساميل كما فرض المشرع أن تكون المعلومات صحيحة ودقيقة وصادقة."



إصدار أو تفويت سندات تضمينها الدولة.  
 المنح المجاني لسندات رأس المال بإدماج الاحتياطات أو الأرباح أو المكافآت عن الإصدار.  
 إصدار سندات رأس المال نتيجة تحويل أو تسديد سندات دين صادرة بواسطة دعوة الجمهور للاكتتاب في أسهم أو سندات.

إصدار أسهم معوضة لأسهم من نفس النوع سبق إصدارها إذا لم يؤد الإصدار إلى زيادة في رأسمال المصدر.  
 وهو ما يبرر أن هذا الإعفاء يأتي لتبسيط الإجراءات في الحالات التي لا تكون فيها المخاطر كبيرة بحيث تكون فيها العمليات محمية أو ذات طابع داخلي ولا تشمل تغييرا جوهريا في هيكل الشركة، شريطة الحصول على موافقة الهيئة المغربية لسوق الرساميل والتقيد بالتعليق في حالة الرفض على طلب الإعفاء مما يجعله استثناء مبررا وليس قاعدة تستخدم للتحايل من قبل بعض الشركات التي قد تتجه لاستغلال هذا الإجراء للهروب من الرقابة، كما أن مطلب التأكد من استيفاء الشروط القانونية من قبل جهة الإشراف على السوق المالي، تساعد في التأكد من أن العملية تندرج فعلا ضمن الحالات المنصوص عليها في المادة 8، وأنها لا تؤدي إلى أي تأثير سلبي على السوق أو مساهمي الشركة. بالمقابل ألزم المشرع بتحيين المعلومات عندما تقع أحداث ملموسة ما بين تاريخ التأشير وتاريخ إقفال العملية المرتقبة ليتم عرضه لإعادة التأشير عليه من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل. وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجوز أن يقل الأجل الفاصل بين منح التأشير على المنشور وافتتاح فترة الاكتتاب أو اقتناء المستندات موضوع العملية المرتقبة مدة 7 أيام، كما لا يجوز أن يتعدى الأجل الفاصل بين منح التأشير على المنشور وافتتاح فترة اكتتاب أو اقتناء السندات موضوع العملية المزمعة مدة شهرين إلا بموافقة مسبقة من الهيئة المذكورة أعلاه، ابتداء من تاريخ التأشير النهائية عندما تكون المسطرة على مرحلتين هي المتبعة، غير أن صلاحية التأشير الأولية لا يمكن أن تتجاوز عند الاقتضاء تاريخ الحسابات السنوية الجديدة<sup>716</sup>. وفي هذه الحالة يجب تحيين المنشور قصد إدراج الحسابات السنوية أو نصف السنوية عند الاقتضاء بعد أن يتم على التوالي الإشهاد عليها أو إخضاعها لفحص محدود من طرف مراجع الحسابات.  
 نستشف أن المشرع أوكل للهيئة المغربية لسوق الرساميل سلطة رقابة واسعة تضمن امتثال الشركات والهيئات التي تدعو الجمهور للاكتتاب في أسهمها وسنداتهما واحترامها لضوابط الإخبار وصحة البيانات المنشورة ومصداقيتها ومطابقتها تحت طائلة رفض التأشير الذي يكون معللا. بالمقابل تبقى للهيئة سلطة تقديرية واسعة لطلب وقف دعوة الجمهور للاكتتاب إذا تبين له لم يتم إعداد إحدى البيانات المعلومات أو لم يحصل بيان المعلومات على تأشير الهيئة؛ وهو ما يبرز الأهمية القصوى للتأشير كشكلية جوهريه ينتج عن غيابها التشكيك في عملية الدعوة للاكتتاب بكاملها. ونتيجة لذلك، فإنه يمكن للهيئة المغربية أو لكل شخص يعنيه الأمر أن يطلبوا من القضاء إبطال إحدى أو كل المعاملات إذا أنجزت عملية دعوة الجمهور إلى الاكتتاب قبل التأشير عليها من الهيئة الناظمة للسوق المالي.<sup>717</sup>

### المحدد الثالث: ضمان التزام الشركات المدرجة في سوق التداول بنشر المعلومات الدورية:

يعتبر الإفصاح الدوري الإلزامي أحد المرتكزات الأساسية التي تقوم عليها البنية التنظيمية لسوق الأوراق المالية، نظرا لدوره المحوري في ترسيخ مبدأ الشفافية وتعزيز انضباط الشركات المدرجة. فالتقارير الدورية وما تتضمنه من معطيات مالية وتديرية موثوقة تمكن المستثمرين من تكوين رؤية دقيقة حول الأداء الفعلي للشركات، الأمر الذي يساهم في تقليص فجوة المعلومات بين

716- المادة 22.1 من الدورية رقم 3/19 المتعلقة بالعمليات والمعلومات المالية.

717 الفقرة الأولى من المادة 27 من القانون 44.12 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب وبالمعلومات المطلوب إلى الأشخاص الاعتبارية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتهما.



مختلف الفاعلين داخل السوق والحد من الممارسات القائمة على امتياز المعلومات أو التداول بناء على معطيات داخلية غير متاحة للعموم.718.

والراجح أن جل التشريعات ومنها التشريع المغربي تجمع على إلزام الهيئات المصدرة بنشر معلومات دورية حول وضعيتها لتمكين المستثمرين والجهة المشرفة على سوق الرساميل المغربية من متابعة الأداء المالي والتشغيلي ووثيرة تطور الهيئة المدرجة بسوق البورصة وقيمة أدائها، غير أن تحقيق هذه الغاية يظل رهينا بمدى فعالية الدور الرقابي للهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالي719، بالنظر للسلطات الرقابية الموكلة لها لضمان احترام الشركات المدرجة لالتزاماتها القانونية والتنظيمية المتعلقة بالإفصاح من خلال وضع قواعد واضحة للنشر ومراقبة جودة المعلومات المدلى بها والتأكد من اتساقها مع المعايير المحاسبية وأطر الحكامة المعتمدة.

وبذلك يمكن التمييز في هذا المستوى بين الوثائق السنوية وما يلحقها من تعديلات من جهة والوثائق النصف السنوية من جهة أخرى، فحسب المادة 2.18 من الدورية 19/3، وطبقا لأحكام المادة 16 من القانون 44.12 فإنه يجب إرسال المعلومات الدورية والدائمة في وقت متزامن مع نشرها إلى الهيئة المغربية لسوق الرساميل وفقا للطريقة والشكل المنصوص عليهما في الملحق III.2.7 من هذه الدورية، كما أكدت المادة 9.2 من الدورية 19/3 وتطبيقا لأحكام المادتين 10 و 13 من القانون السالف الذكر، على أنه يلزم جميع المصدرين بالنشر في الأربعة (4) الأشهر الموالية على أبعد تقدير لإغلاق كل سنة محاسبية وبالتزامن، حيث تشمل:

للمراجعين المالي سنوي على الموقع الإلكتروني الخاص بهم، بلاغ صحفي في جريدة مخول لها نشر الإعلانات القانونية يحتوي على الأقل على الموازنات وحسابات العائدات والتكاليف وكذلك المجمع للشركة وعند الاقتضاء التعليق على الإنجازات وتقارير مراجعي حسابات الشركة المراجعة مع الإشارة بوضوح إلى الرابط الإلكتروني الذي يتيح الولوج إلى التقرير المالي السنوي.

للمراجعين السنوية المراجعة الكاملة مرفقة بتقرير مراجعي الحسابات وفقا للنموذج المنصوص عليه في الملحق 2.0 III. التقرير الخاص لمراجعي الحسابات عن الاتفاقيات المنظمة المنصوص عليها في المادتين 58 و 97 من القانون السالف الذكر رقم 17.95.

للمراجعين المدفوعة لمراجعي الحسابات يتم إعدادها وفقا للملحق III.2.N؛ تقرير التسيير الذي يحتوي على الأقل على المعلومات المذكورة في المادتين 142 و 155 من القانون السالف الذكر 17.95. وتعليقات المسيرين التي تحتوي على تقديم موجز للمصدر وأهم الأحداث التي شهدتها السنة المحاسبية والإنجازات الرئيسية من حيث النشاط وتأثيرها على الحسابات مع تفسير أهم التغيرات التي طرأت على الحسابات المذكورة.

للمراجعين البيئية والمجتمع والحكامة المشار إليه في المادة 2.59 أدناه والمحدد محتواه في الملحق III.2 الدورية. قائمة البلاغات الصحفية الصادرة عن المصدر خلال السنة، وموازاة مع ذلك وتطبيقا لأحكام المادتين 11 و 13<sup>720</sup> من القانون السالف التي أكدت على أنه " يجب على أي مصدر نشر خلال الثلاثة (3) أشهر الموالية لنهاية النصف الأول من كل سنة محاسبية وبشكل متزامن ما يلي:

للمراجعين المالي نصف سنوي على موقعه الإلكتروني وبلاغ صحفي في إحدى الجرائد المخول لها نشر الإعلانات القانونية، يشمل على الأقل الموازنات وحسابات العائدات والتكاليف وكذلك الحسابات المراجعة للشركة والتعليقات على الإنجازات وشهادات مراجعي الحسابات مع الإشارة بوضوح إلى الرابط الإلكتروني الذي يتيح الولوج إلى التقرير المالي نصف السنوي.

للمراجعين تقرير مالي نصف سنوي على موقعه الإلكتروني وبلاغ صحفي في إحدى الجرائد المخول لها نشر الإعلانات القانونية، يشمل على الأقل الموازنات وحسابات العائدات والتكاليف وكذلك الحسابات المراجعة للشركة والتعليقات على الإنجازات وشهادات مراجعي الحسابات مع الإشارة بوضوح إلى الرابط الإلكتروني الذي يتيح الولوج إلى التقرير المالي نصف السنوي.

.09.(2010). P, Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities. IOSCO Publication), International Organization of Securities Commissions (IOSCO 718

P. 13. Healy. P. & Palepu, K. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets. Journal of Accounting and Economics. 2001.719

720 المادة 11 و 13 من 44.12 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب وبالمعلومات المطلوب إلى الأشخاص الاعتبارية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها.



كما حددت أيضا المادة 11.2<sup>721</sup> من نفس الدورية على ضرورة نشر تقارير نصف سنوية من قبل الشركات المصدرة حيث حددت الدورية طبيعة البيانات الواجب نشرها في التقرير أن يشمل التقرير المالي نصف السنوي المنشور ما يلي:

لـ البيانات المالية نصف السنوية مرفقة بشهادة مراجعي الحسابات.  
لـ تعليقات المسيرين التي تشمل تقديمًا موجزا للمصدر وأهم الأحداث المسجلة في نصف السنة والإنجازات الرئيسية من حيث النشاط وتأثيرها على الحسابات، وتفسير التغيرات الرئيسية التي طرأت على الحسابات المذكورة، كما أنه عندما لا يعتمد المصدر معايير المحاسبية الدولية، فإن البيانات المالية نصف السنوية تشمل على الأقل العناصر المحددة في الملحق 2.1.3 من هذه الدورية.

بالمقابل ألزم المشرع في المؤشرات ربع سنوية وفقا للمادتين 12 و13 من القانون 44.12 أي مصدر بنشر في شهرين بعد نهاية كل ثلاثة أشهر بلاغا صحفيا يشمل المؤشرات المحددة في الملحق 1.2.1 من هذه الدورية، حيث يتم نشر البلاغ الصحفي المذكور بالتزامن في جريدة مخول لها نشر الإعلانات القانونية وعلى الموقع الإلكتروني للمصدر وفي حالة ما إذا تم تدقيق المؤشرات من قبل مراجعي الحسابات يتعين ذكر ذلك ونشر الشهادة المتعلقة بهذا التدقيق.

والملاحظ أن المشرع ألزم الشركات المدرجة بجانب من الشفافية من خلال تبني استراتيجية الكشف عن المعلومات الدورية طواعية، وفي إطار صعوبة تحديد شفافية المعلومات أو مراقبتها بدقة، فقد اعتبر بعض الفقه أن هذا المتغير معقد بالنظر لجودة العمل الذي تقوم به الشركات فيما يتعلق بالمعلومات المالية التي يتم الكشف عنها من خلال تقارير سنوية وعبر موقعها الإلكتروني، وبالنظر لتعزيز ثقافة الشفافية لدى الفاعلين في السوق المالي فقد أثبتت دراسة إلى أن هناك تحسنا ملموسا في درجة الامتثال للأحكام القانونية والتنظيمية المتعلقة بالاتصال ونشر المعلومات.<sup>722</sup>

وبناء على هذه التفاعلات ودور المعلومات الدورية في تمثيل الواقع يبقى دور الهيئة المغربية لسوق الرساميل في مرحلة التأكد من صحة المعلومات جوهريا إلا أنه ينحصر في فحص الأوراق والوثائق المقدمة إليها على المطابقة فقط هو ما يمكن اعتباره قاصرا ومحدودا جدا لا يغطي سوى بيان المعلومات، خصوصا وأن وضعية الشركة في تطور مستمر ومن المحتمل أن تطرأ بعض الأحداث غير المشمولة بهذا البيان قبل التأشير عليه، كما يطرح تساؤل بخصوص مدى سلطة الهيئة المغربية لسوق الرساميل بطلب التوضيحات عندما يكون بيان المعلومات غير مطابق للنصوص والقرارات التنظيمية أم أن هذه السلطة تمتد إلى الحالات التي تكون فيها البيانات تتضمن إخلالا بالقواعد التشريعية فتخرج عن سلطة الهيئة ويجب مطالبتها أمام القضاء؟

والواضح أن سلوك الإفصاح للشركات يختلف بشكل كبير عندما لا تكون المعلومات مطلوبة قانونا، حيث يقتصر على توفير الحد الأدنى المطلوب في حين يستبعد البعض منهم للشفافية ويحاولون الكشف عن كل المعلومات المفيدة للمستخدمين في إطار الإفصاح الطوعي الذي يعد فصاحات تتجاوز ما هو مطلوب بموجب القانون، وتمثل خيارات حرة من جانب إدارة الشركة من أجل توفير المعلومات المحاسبية وغيرها التي تعتبر ذات صلة لمستخدمي التقرير السنوي<sup>723</sup>. وقد أبرزت أعمال شوستر وأوكينيل وجود فجوة معلوماتية بين المعلومات الطوعية المنشورة في التقارير السنوية والمعلومات الطوعية التي يحتاجها مستخدموها.<sup>724</sup>

وتجدر الإشارة أن المشرع قد رتب جزاء على خرق التزام الشركات والهيئات المصدرة بنشر المعلومات المالية الدورية (سنوية، نصف سنوية، كل ثلاثة أشهر) بموجب المادة 25 من القانون 44.12، إذ تتمثل في عقوبات تأديبية " الإنذار أو التوبيخ " مع عقوبة مالية

721 المادة 11.2 من الدورية الصادرة عن الهيئة رقم 13/19 المتعلق بالعمليات والمعلومات المالية.

722 ISSAM IZZA, «Transparence de l'information financière et décision d'investissement cas des sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca », thèse 722 2 11. Décembre 2011.P, de doctorat en sciences de gestion, Université Nice Sophia Antipolis

723 إن تقديم المعلومات طواعية ليس سلوكا عشوائيا أو مرتبطا بعدم معرفة الإطار القانوني للنشر، بل على العكس من ذلك يتم استخدامه من قبل الشركة من أجل تحقيق أهداف محددة، في الواقع، فإن فهم الأسباب التي تدفع الشركات إلى الكشف الطوعي عن المعلومات يعد مفيدا لمستخدمي المعلومات المحاسبية وواضعي المعايير المحاسبية.

ISSAM IZZA. Transparence de l'information financière et décision d'investissement cas des sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca, Op.cit. 724 .P. 114



أو دونها لا تتجاوز مائتي ألف درهم ويمكن أن تصل إلى خمس مرات الأرباح إذا تم تحقيقها، وقد أصدرت الهيئة المغربية قرار العقوبة بالتوبيخ ضد شركة RG ASSET Management بعد إحالة الملف المتعلق بالوقائع للتحقيق وإبداء الرأي من طرف المجلس التأديبي لعدم وجود إجراءات إلزامية للحد الأدنى للمعلومات.<sup>725</sup> وفي نفس السياق صدر قرار بعقوبة مالية قدرها 30.000 ألف درهم في حق شركة "Softgroup" بتاريخ 11 يوليوز 2024، نتج عن عدم الالتزام بالأجل الأقصى للإخبار بتجاوز حد مساهمة 5% صعودا (5,23%) في رأسمال الشركة المذكورة M2M المدرجة في بورصة الدار البيضاء والذي جرى بتاريخ 6 يونيو 2023<sup>726</sup>. كما صدر قرار عقوبة بالتوبيخ مع عقوبة مالية قدرها 200.000 درهم في حق CDG Capital Gestion نتيجة عدم احترام قواعد المتعلقة بتدبير العلاقة مع الهيئة المغربية لسوق الرساميل وذلك لعدم موافقتها ببعض المعلومات أو التصريح بمعلومات خاطئة أو أوجه قصور في شرح تجاوز بعض عتبات القواعد الاحترازية في إطار تسيير هيئات التوظيف الجماعي مقابل عدم التقيد بقواعد الشراء وإعادة اقتناء حصص المنصوص عليها في بيان المعلومات مع عدم احترام القواعد المتعلقة بمنظومة المراقبة والأخلاقيات المتعلقة بعدم موافاة الهيئة ببعض المعلومات المتعلقة بتغييرات جوهرية.

وعليه نستشف من خلال الاطلاع على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة المغربية لسوق الرساميل الناتجة عن عدم التقيد بالضوابط المفروضة لنشر المعلومات المالية في الحالات المحددة قانونا، أن النظام الجزري المطبق في حالات الإخلال بقواعد الإفصاح يعتمد مقارنة تقوم على التدرج بين العقوبات التأديبية (الإنذار والتوبيخ) والعقوبات المالية التي قد تصل إلى مائتي ألف درهم، بل ويمكن رفعها إلى خمس مرات الأرباح المتحققة، غير أن قراءة تطبيقية لسقف العقوبات القانونية تكشف عن محدودية قدرتها على تحقيق الردع الكامل لا يعكس حجم الأثر المحتمل على المستثمرين والسوق بالنظر إلى خطورة الاختلالات المرتبطة بالإعلام المالي وتأثيرها المباشر على شفافية السوق وعدالة الولوج إليه، الأمر الذي يفرض تعزيز النظام الجزري كضرورة ملحة للحد من المخاطر الناتجة عن تداول معلومات غير متكافئة.

#### الفقرة الثانية: الحماية الجنائية للمعلومات المتميزة وتحديات ضمان شفافية السوق المالي

مما لا شك فيه أن المعلومة في عصر الرقمنة تعد بمثابة رأسمال لامادي بالنسبة للمستثمر التي تقوم بمساعدته على اتخاذ قرارات حكيمة وعدم الخسارة نتيجة الاعتماد على لعبة الحظ<sup>727</sup> بالمقابل فإن إساءة استخدام السوق عن طريق استغلال معلومات متميزة يعد أحد الجرائم الرمزية لجنوح ذوي الياقات البيضاء، إذ لا يتعلق الأمر فقط بمديري الشركات والأشخاص الذين لديهم معلومات متميزة أثناء أداء وظائفهم ولكن أيضا أي شخص يستخدم هذه المعلومات شريطة أن يكونوا على دراية بطبيعتها المميزة ومن هذا المنظور سعى التشريع قدر الإمكان إلى معاقبة جميع الهجمات على شفافية سوق الأوراق المالية رغم أن الواقع أبان عن تحديات جوهرية تعيق استقرار هذه السوق.

#### أولا: الحماية الجنائية من الاستغلال التعسفي للمعلومة المتميزة ضابط لشفافية السوق المالي

يخضع التداول بناء على معلومات متميزة من حيث التنظيم القانوني إلى القانون 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، ولهذا الغرض يبدو أن تدخل المشرع لإرساء نظام ضبطي في هذا المجال يجسد الأساس لإمكانية وضع قانون جنائي خاص مستقل. علاوة على ذلك، فإن فكرة تطبيق القانون الجنائي في شؤون سوق الأوراق المالية في حداتها محل جدل إلى حد أن المعارضين يرون في تدخلها عائقا أمام الاستثمار ويعيق المسار الطبيعي للسوق. بالمقابل هناك فريق يؤيد معاقبة أي مخالفة لقوانين البورصة التي لا تهدد المصالح الفردية فحسب بل تزعزع على نطاق أوسع هيكل السوق، وهو ما يجعلنا نطرح تساؤلا بخصوص مدى تقويض

Décision de sanction N° DS-02 /23 du 22 Mars 2023 prononcé à l'encontre de « IRG Asset Management »<sup>725</sup>

726 قرار عقوبة رقم DS-04 /24 صادر في حق شركة SOFTGROUP بتاريخ 11 يوليوز 2024.

727 فاطمة الزهراء الفيلاي شبيلي، "حماية المنافسة في سوق الرساميل"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة سيدي محمد بن عبد الله، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية بفاس، 2022، ص 324.



المبادئ الأساسية التي تحكم هذه السوق من خلال استغلال المعلومات المتميزة وفرض حماية جنائية لضبط الاستغلال التعسفي لهذه الأخيرة وجريمة إطلاع الغير عليها؟

قبل الإجابة على هذا التساؤل لا بد من الإشارة إلى أن المشرع المغربي حدد مفهوم المعلومات المتميزة في المادة 42 من القانون 43.12، رفعا لأي لبس وغلقا لباب التأويل والتفسير والاجتهاد الفقهي والقضائي وتحديدا في الفقرة الثانية من المادة التي نصت على أنه يراد بالمعلومات المتميزة، " كل معلومة ما زال الجمهور يجهلها والتي تتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بواحد أو أكثر من المصدرين للأدوات المالية أو بواحد أو أكثر من الأدوات المالية والتي إن علمت من لدن الجمهور يحتمل أن يكون لها تأثير على سعر الأدوات المالية المعنية أو المتصلة بهذه الأخيرة، لتضيق الفقرة الثالثة من نفس المادة بأنه يمكن لهذه المعلومات أن تتعلق بالسير التقني أو التجاري أو المالي للشخص المصدر أو بأفاق تطوير أداة مالية مازال الجمهور يجهلها ويمكن أن تؤثر في قرار المستثمر".

وانسجاما مع هذه المعطيات القانونية، يمكن القول أن المشرع المغربي كان أكثر دقة في ضبط مفهوم المعلومات المتميزة بالنظر للمكانة التي تبوؤها هذه الأخيرة في السوق المالي ونظرا للتأثيرات التي لها على المستثمر أو على سعر الورقة المالية<sup>728</sup>. وبالرجوع للمادة 19.2 من الدورية رقم 19/3 للهيئة وكذا الأحكام المادة 15 من القانون السالف الذكر رقم 44.12، فقد أكدت على أنه يتعين على المصدرين أن ينشروا فور علمهم بذلك أي حدث يؤثر في تنظيمهم أو وضعهم التجاري أو التقني أو المالي والذي قد يحتمل تأثيره بشكل كبير على أسعار سنداتهم في سوق البورصة أو على ذمة حاملي السندات بحيث يمكن أن يكون التأثير الهام للحدث أو الأحداث المسجلة إيجابيا أو سلبيا ويعود تقييمه من طرف المصدر وتحت مسؤوليته، كما حدد الملحق 2.3 III من نفس الدورية قائمة إرشادية بالأحداث الممكن تصنيفها كمعلومة هامة، مقابل إلزام أي مصدر فور الانتهاء من اجتماع جهاز الإدارة الذي يحصر الحسابات السنوية أو الحسابات المجمعة أو هما معا للشركة بنشر بلاغ صحفي في جريدة مخول لها نشر الإعلانات القانونية، بحيث يلزم أن يحتوي هذا البلاغ على المؤشرات الرئيسية منها رقم المعاملات وصافي الأرباح مصحوبة بتعليق يفسر الإنجازات المسجلة في هذه الفترة.

والملاحظ من خلال المقتضيات القانونية أن المشرع المغربي لم يحدد نطاق الأشخاص الملزمين بالمنع أو الحظر من استغلال أو استعمال المعلومات المتميزة خلافا لبعض التشريعات المقارنة حيث ترك الصياغة واسعة<sup>729</sup> واعتبر المنع يروم " كل شخص يحصل أثناء مزاولته مهنته أو القيام بمهامه...." مما يحيلنا في هذا المقام على أن نطاق حضر استغلال واستعمال المعلومات المتميزة يشمل فئتين، أولاها أشخاص يكون لهم ارتباط مباشر للاطلاع على المعلومات بحكم مزاولته مهنتهم أو مهامهم، كاطلاع أعضاء الهيئة الناظمة للسوق المالي أو مستخدميها بحكم الصلاحيات الممنوحة لهم في الرقابة على نشر المعلومات والالتزام بالضوابط القانونية وكذا أعضاء أو إحدى المستخدمين في إحدى الهيئات المصدرة وهؤلاء أطلق عليهم الفقه اسم المطلعون من الداخل، بالمقابل تشمل الفئة الثانية الأشخاص المرتبطين بالمعلومات بشكل غير مباشر وهو ما أسماه الفقه المطلعون من الخارج<sup>730</sup>

وبناء على ذلك، فإن دراسة قواعد حظر استغلال المعلومات المتميزة تستدعي تحليلا متعدد الأبعاد، يجمع بين المقاربة الحمائية لضبط استغلال المعلومات المتميزة وتحديد صعوبات تطبيقه واستجلاء دلالاته في تعزيز مبدأ الشفافية وحماية المصلحة العامة الاقتصادية، حيث يستلزم توفر صفة خاصة في مرتكبها إذ اعتبر المشرع المغربي في المادة 42 من القانون 43.12،<sup>731</sup> إنها متوفرة في كل شخص حصل أثناء مزاولته مهنته أو القيام بمهامه على معلومة متميزة يستخدمها لإنجاز أو المساعدة عمدا على إنجاز عملية أو عدة عمليات في السوق سواء بصفة مباشرة أو بواسطة شخص آخر، كما يلاحظ أن المشرع لم يفصل في الفئات المعنية بالحظر،

728 وتعرف هذه الممارسات طبقا للتشريع الأمريكي بـ "Insiders" بالمقابل يطلق عليها المشرع الفرنسي بجرائم « Les Initiés », موازاة مع ذلك اعتبرها المشرع المغربي بجرائم استغلال معلومات متميزة. " Informations privilégiées".

729 المادة 42 من القانون 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.

730 محمد أحمد عبد الخالق سلام، " الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)", مرجع سابق، ص 186.

731 المادة 42 من القانون 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل.



خلافًا للمشرع الفرنسي إذ حدد بمقتضى المادة 1-465 L من القانون النقدي والمالي في المدير العام ورئيس الشركة أو عضو المجلس التنفيذي والمدير وعضو مجلس الرقابة مصدرة المعلومات المتميزة وكل شخص يمارس مهنة مماثلة أو يحوز معلومة متميزة بمناسبة أداء مهامه وكل مشارك في ارتكاب الجريمة، وبذلك يكون المشرع المغربي قد ترك نطاق الأشخاص واسعا مقارنة بالتشريع الفرنسي وذلك لضمان الحماية اللازمة للمعلومة وضمان المساواة بين المستثمرين، لذلك كان لا بد من تحديد خصوصيات الأفعال التي تدخل في دائرة الاستعمال التعسفي للمعلومة المتميزة ومنها ما يميز فعل إطلاع الغير على هذه المعلومة.

#### أ- جريمة الاستعمال التعسفي للمعلومة المتميزة

من المبادئ المستقر عليها أنه إذا كان الركن المادي لا يشكل صعوبة لكون الأفعال محددة بمقتضى النص القانوني، فإن الركن المعنوي يثير صعوبات كثيرة في إثباته أو نفيه خاصة في جرائم استغلال المعلومة المتميزة، إلا أن الركن المادي للمعلومات المتميزة له خصوصيات بحيث يتكون من عدة أفعال فمنها ما يدخل في دائرة الاستعمال التعسفي للمعلومة المتميزة ومنها ما يميز فعل إطلاع الغير على هذه المعلومة. ويشكل الركن المادي لهذه الجريمة ثلاث عناصر أولاها السلوك الإجرامي والنتيجة الإجرامية والعلاقة السببية بينهما وهو نشاط يتخذ صورة البيع أو الشراء للأدوات المالية بالاعتماد على معلومات متميزة لم يتم الإعلان عنها للجمهور سواء قام بها المطلع بنفسه أو بواسطة شخص آخر مسخر لذلك، كما أن النشاط الإجرامي لجريمة استغلال المعلومة المتميزة يتخذ في التشريع المغربي استنادا للفقرة الأولى من المادة 42 من قانون 43.12 الصادر بالتالي:

➤ قيام الجاني بإجراء صفقة أو أكثر بنفسه وهي الحالة التي يستعمل فيها المطلع المعلومة المتميزة بحكم وظيفته أو بمناسبة لفائده الشخصية سواء في تفويت أو اقتناء أدوات مالية.

➤ قيام الجاني بإجراء صفقة أو أكثر بواسطة شخص آخر وتتجسد في قيام المطلع على المعلومة المتميزة بحكم وظيفته أو بمناسبة بتكليف أحد الأعيان لتنفيذ عملية أو أكثر باسم المطلع ولحسابه دون أن يظهر هذا الأخير في الصورة وهي الحالة التي أطلق عليها كل من المشرع الفرنسي والمغربي الاستغلال غير المباشر للمعلومة، ولعل القاسم المشترك بين هذه الصورة والصورة الأولى هو الحصول على المعلومة المتميزة أثناء الأداء الوظيفي أو بمناسبة واستغلالها في الأولى بشكل مباشر وفي الثانية بواسطة فاعل معنوي لفائدة المطلع عليها.

➤ قيام الجاني بالمساعدة على إنجاز صفقة بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر وتتحقق هذه الصورة عند قيام المطلع على المعلومة المتميزة بمد الغير بها حتى يتمكن هذا الأخير من إنجاز صفقة لحسابه مباشرة أو من إنجازها لحسابه بصفة غير مباشرة بواسطة شخص آخر ويمكن تصنيف هذا الفعل ضمن أفعال المشاركة المنصوص عليها في القواعد الجنائية العامة، لكن يبدو أن المشرع المغربي ونظرا لخصوصية القانون الجنائي للأعمال بصفة عامة وجرائم البورصة بصفة خاصة قام بالتنصيص عليها صراحة دون إسنادها للقواعد العامة.

➤ قيام الحائز لمعلومة متميزة عن إدراك بإنجاز صفقة بنفسه وتشمل هذه الحالة كل شخص غير الأشخاص المطلعين الأوليين أو الثانويين، تمكن من الحصول على معلومات متميزة حول آفاق أو وضعية شركة مسعرة سنداتها في البورصة أو حول آفاق تطور أداة مالية وقام بإجراء صفقة أو أكثر بنفسه ولحسابه.

➤ قيام الحائز لمعلومة متميزة عن إدراك بإنجاز صفقة بواسطة الغير، إذ يسند الحائز في هذه الصورة للمعلومة المتميزة للغير مهمة استعمالها في القيام بإنجاز الصفقة في البورصة لحسابه الخاص.

➤ قيام الحائز لمعلومة متميزة عن إدراك بالمساعدة على إنجاز صفقة بصفة مباشرة أو غير مباشرة وهي نفس الصورة الثالثة للفعل الجرمي مع اختلاف في صفة الفاعل إذ لا يتعلق الأمر في هذه الحالة بالمطلع وإنما يتعلق بالحائز للمعلومة المتميزة عن إدراك. وبناء عليه، يلاحظ أن الركن المادي لهذه الجريمة يتحقق بمجرد قيام الشخص المطلع على معلومات متميزة أو الحائز لها بالإنجاز أو المساعدة على إنجاز عمليات في السوق. كما نميز هنا بين نوعين من العمليات وهما استعمال المعلومة الركن المادي لهذه العملية يتمثل في إنجاز العملية من المطلع الحائز شخصيا الذي يتصرف لحسابه الخاص أو بمساعدة وسيط وتتحقق هذه الصورة في



حالة قيام الشخص بحكم المهنة أو الوظيفة أو الحائز للمعلومة المتميزة عن إدراك باستعمال معلومة غير معلنة للكافة سواء لصالحه أو لصالح غيره وسواء في إطار عملية عن طريق وسيط مالي آخر، لكن تجدر الإشارة إلى أنه إذا كان الوسيط حسن النية لا يعرف أنه ينفذ أمرا بالبيع والشراء استنادا لمعلومات تفضيلية فيكون المتهم في هذه الجريمة فاعلا معنويا. بالمقابل فتسريب المعلومة يقوم فيها الفاعل بإعطاء معلومات مميزة لغيره، لكي يتم اعتمادها لإجراء صفقة أو أكثر في السوق المالي مما يجعل المطلع في وضع المشارك يدخل فعله في إطار تقديم المساعدة لشخص لارتكاب جريمة، موازاة مع ذلك فالمشرع المغربي لم يشترط تحقق أي نتيجة في هذه الجريمة بمعنى أن الربح المحقق لا يعتبر من العناصر المادية لقيامها بل يكفي استغلال المعلومة المتميزة فعلا، كما أجمع الفقه على أنه لا يشترط توفر علاقة سببية بين السلوك الإجرامي والنتيجة في جرائم الخطر إذ تقوم هذه الأخيرة بمجرد الإتيان بالسلوك المجرم دون انتظار تحقق أي نتيجة إجرامية وهو ما ينطبق على جريمة استعمال المعلومة المتميزة<sup>732</sup>.

ب- جريمة إطلاع الغير على المعلومات المتميزة.

وتعد هذه الأخيرة من أكثر الجرائم انتشارا في الواقع العملي، سواء تمت من طرف المطلعين عن طريق تسريب المعلومة المتميزة أو عن طريق الحائزين عن إدراك للمعلومة المتميزة حيث إن هؤلاء عادة ما يفضلون إبرام الصفقات بطرق غير مشروعة في محاولة للإفلات من المساءلة القانونية والقضائية خاصة مع التطور التقني والفني الذي لحق البورصة، كما وتظهر هذه الصورة في قيام المطلع على المعلومة المتميزة باطلاع الغير خارج الإطار العادي لمهنته أو مهامه عليها، وتتحقق أيضا عند قيام الحائز عن إدراك معلومة متميزة حول آفاق أو وضعية شركة مسعرة سنداتهما في البورصة أو حول آفاق تطور أداة مالية باطلاع الغير على هذه المعلومة قبل إطلاع الجمهور عليها سواء قام هذا الغير باستعمالها حتى ولو لم يحقق ربحا منها أو لم يستعملها. وتجدر الإشارة إلى أن الحائز للمعلومة المتميزة هو غير المنتهي لفئة المطلعين والمشار إليهم في الفقرة الأولى من المادة 42 من القانون 43.12، إذ يمكن اعتباره ذلك الشخص الذي تمكن من الحصول على المعلومة المتميزة بطريقة ما والمدرک تماما لأهميتها ولضرورة عدم استعمالها شخصيا أو بواسطة الغير قبل إطلاع الجمهور عليها من طرف الجهات المختصة للحيلولة دون انتشار الاستعمال التعسفي للمعلومة المتميزة خارج الدائرة المهنية للحائزين.

كما يثار تساؤل حول لحظة تمام هذه الجريمة هل العبرة بإصدار الأمر بالبيع أو الشراء أم يجب تنفيذ الأوامر فعلا حتى تقوم الجريمة؟ وللإجابة على هذا الإشكال ذهب جانب من الفقه<sup>733</sup> إلى اعتبار جريمة استغلال المعلومة المتميزة جريمة مركبة تفترض مجموعة من العناصر وهي الاستحواذ أولا على المعلومة المتميزة، ثم إعطاء الأوامر بالبيع والشراء وأخيرا تنفيذ هذه الأوامر فعلا وبالتالي لا تتم الجريمة إلا بإثبات جميع العناصر المكونة لها وبالتنفيذ الفعلي لأوامر البيع أو الشراء، ويرى الاتجاه الغالب أننا بصدد جريمة بسيطة وقتية تتم بمجرد إصدار الأمر بالبيع أو الشراء وهذه الأخيرة هي التي تركز فكرة علاقة سببية بين استغلال المعلومة المتميزة وبين النشاط المجرم وهو التوجه الذي نهجه المشرع الفرنسي حيث أصبح يعاقب على الشروع في جريمة استغلال معلومة متميزة.

موازاة مع ذلك فإن الركن المعنوي ضروري لقيام الجريمة قانونا، فلا يكفي توافر الركن المادي وإنما يلزم أن تكون الماديات التي يتكون منها هذا الركن لها انعكاس في نفسية الجاني؛ أي يجب أن توجد رابطة نفسية بين النشاط الإجرامي ونتائجه وبين الجاني الذي صدر عنه هذا النشاط وهذه الرابطة النفسية هي التي يعبر عنها بالركن المعنوي.

وبالرجوع للمقتضيات القانونية يلاحظ أن المشرع المغربي في الفقرة الأخيرة من المادة 42 والمادة 43 من القانون 43.12 لم يشير إلى طبيعة الركن المعنوي اللازم توفره في جريمة إطلاع الغير على المعلومة المتميزة، لكن من خلال استقراء عبارة ".... يتوفر عن علم على معلومات متميزة..... يطلع الغير...." أن المطلوب هو القصد الجنائي بعنصره مما يعني معه أن فعل إطلاع الغير على المعلومة

732 فاطمة الزهراء الفيلاي شبيلي، " حماية المنافسة في سوق الرساميل"، مرجع سابق، ص 243.

733 فاطمة الزهراء الفيلاي شبيلي، " حماية المنافسة في سوق الرساميل"، مرجع سابق، ص 250.



المتميزة لا يقع تحت طائلة العقاب إذا جاء نتيجة إهمال أو تقصير أو عدم احتياط، بل يجب أن يكون الفاعل على علم بأهمية المعلومة التي بحوزته وأن تتجه نيته إلى تسريبها.

والواضح مما سبق أنه عندما نتحدث عن الحضر فإننا نتحدث عن العقوبة المطبقة لقمع هذا السوق غير المشروع، حيث أدرج المشرع المغربي عقوبة استغلال المعلومات المتميزة بموجب المادتين 42 و43 من القانون 43.12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل، حيث تتحدث عن الأشخاص المطلعين الأساسيين الذين يستخدمون معلومات غير معلنة لتنفيذ عملية أو أكثر في السوق أو يسمحون عن علم بتنفيذ عملية واحدة أو أكثر، يعاقبون بالحبس لمدة تتراوح بين ثلاثة أشهر وستين وغرامة قدرها بما يصل خمسة أضعاف الربح المحتمل تحقيقه دون أن يقل عن 200.000 درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط ونفس الشيء بالنسبة للمطلعين الثانويين، ومن ناحية أخرى تتم معاقبة المطلعين من الدرجة الثالثة بنفس العقوبات التي يعاقب بها المطلعون الأساسيون والثانيون، في سياق تنفيذ أو السماح بتنفيذ معاملة واحدة أو أكثر في السوق باستخدام معلومات داخلية مع المعرفة الكاملة بالحقائق. بالإضافة إلى ذلك، فإن قيام أي شخص بإبلاغ معلومات سرية إلى طرف ثالث خارج الإطار العادي لمهنته أو وظيفته يعاقب عليه بالحبس من ثلاثة أشهر إلى سنة وغرامة من 20.000 درهم إلى 100.000 درهم.

وبالرجوع للتشريع الفرنسي يلاحظ أن قد تشدد في العقوبة في حالة ثبوت استغلال أو استعمال المعلومات المتميزة من خلال المادة L. 465-1 CMF "إذ يعاقب بالسجن لخمس سنوات وبغرامة مالية قدرها 100 مليون يورو، هذا المبلغ يمكن أن يرفع إلى عشرة أضعاف المردود/المنفعة التي تحققت من الجريمة، شريطة ألا تكون الغرامة أقل من هذا المردود، كل شخص يشغل منصب المدير العام، الرئيس، عضو مجلس الإدارة أو مجلس الإشراف، أو أي شخص يمارس وظيفة معادلة، أو أي شخص يمتلك معلومات داخلية (متميزة) بشأن مصدر (إصدار) أذون/أوراق مالية وذلك إذا استخدم هذه المعلومة، بشكل مباشر أو غير مباشر، لنفسه أو لغيره، في القيام بواحدة أو عدة عمليات، أو من خلال إلغاء أو تعديل أوامر سبق أن أعطاهها قبل أن يمتلك المعلومات المتميزة، هذه العمليات قد تتعلق بالأوراق المالية أو بالأصول المشمولة بالمعلومة المتميزة<sup>734</sup>."

رغم الجهود التي بذلها المشرع المغربي لوضع إطار زجري يحد من استغلال المعلومات المتميزة داخل سوق الأوراق المالية من خلال تجريم الأفعال التي تنطوي على تداول مبني استعمال أو استغلال غير مشروع لمعلومات متميزة، فإن التطبيق العملي لهذا الإطار يبرز جملة من التحديات البنوية التي تضعف فعاليتها.

### ثانياً: الإشكالات العملية لحضر استغلال المعلومات المتميزة.

يقودنا الواقع إلى أن هذه الممارسات غير المشروعة من المهم أن تقع من أي شخص لديه معلومات داخلية أو معلومات متعلقة بالتوقعات المستقبلية لأية شركة من الشركات التي تطرح أسهمها للتداول داخل بورصة الأوراق المالية. وبناء على ما تقدم، فإن هناك طائفتين من المطلعين هما: المطلعون من داخل الشركة، والمطلعون من خارج الشركة ويكون ذلك طبقاً للمعلومات السرية المميزة التي يمكن أن يحصلوا عليها أو تتاح لهم، ومن الناحية العملية تثار صعوبة بشأن كيفية أن طلب من المطلع أن يقوم بإلغاء كل ما في ذمته من معلومات متميزة لإجراء صفقة خاصة به تحقيقاً لمبدأ المساواة والشفافية المطلوبة في سوق الرساميل وضماناً للاستقرار المفروض في هذه التعاملات المعقدة، خاصة وأن الواقع يظهر على أن المطلع على المعلومات الخاصة قد يكون من صناع القرار داخل الشركة ومن ثم يتم اتخاذ هذه الأخيرة باسمها وقرارات أخرى مالية باسمه ومصالحته الخاصة، مما قد يتأثر معه عائد الشركة، مقابل تأثرها بالمعلومات التي تلقاها المدير المطلع المتعامل بناء عليها باسمه أو لمصلحته الخاصة، وهو ما يثير إشكالية تنازع المصالح بين المصلحتين قد ينتج عنه عدم التوازن المفترض بين المصالح المتناقضة، خصوصاً وأن أحد أطرافه ليس له الحق في التعامل في فترة يحضر فيها القانون الحق في التعامل والتي تقدر نهايتها بالإفصاح عن المعلومات الخاصة للجميع، كما تكمن خطورة التعامل بناء على معلومات متميزة يكون مخالفاً للقانون خصوصاً وأن العالم ببواطن الأمور

<sup>734</sup> [https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article\\_lc/LEGIARTI000050369430](https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000050369430) ثم الإطلاع يوم 2025/11/30 على الساعة 11 و45 دقيقة صباحاً.



قد يشارك في القرارات المحددة لتعامل الشركة ذاتها، وهو ما يؤكد على أن هناك علاقة وثيقة بين المعلومات الناتجة من تعاملات المطلعين وبين تعاملات الشركة أو المشروع ذاته في البورصة وهو ما يعد خرقاً لاستغلال المعلومة المتميزة. كما أن الإفصاح عن المعلومة السرية وفقاً لمقتضيات الأعمال على نطاق محصور لا يجعل المعلومة معلنة، بل يحتم لكي تصبح كذلك مرور وقت كافٍ للعلم بها من قبل الطرف الآخر، وهو ما يجعل هذه الفترة نسبية في تأثيرها على طبيعة المعلومة وإمكانية استغلالها لا سيما مع استخدام وسائل الاتصال التقني والتكنولوجي المتطورة والتي تتيح للشركات استخدام هذه المعلومة بصورة أكثر فاعلية في التأثير على أسعار السوق، مما يثير إشكالاً في الواقع العملي لتحديد الفترة الزمنية الفاصلة بين نشر المعلومة وافتراض العلم بها؛ ومنه فمسألة تحديد الفترة الزمنية لنشر المعلومة لكي تصبح معلنة مسألة تقديرية تترك لسطات قاضي الموضوع تبعاً لماهية ونوع المعلومة والدرجة التي تحتاجها عند التحليل ومدى تأثيرها الجوهرية على الأسعار.

بالإضافة إلى ذلك يبقى استغلال المعلومة المتميزة هي التي تكون غير معلنة وحقيقية والتي يكون لها تأثير جوهرية على الأسعار الخاصة بالأوراق المالية<sup>735</sup>، مما يجعلها مخالفة للقانون وللقواعد الأخلاقية أيضاً بحيث أكد بعض الفقه<sup>736</sup> أن المعلومة الجوهرية تعتمد وقت إبرام العقد لإثبات شرط الجوهرية وليس وقت تنفيذه وهو ما قد يثير إشكالاً إثبات جوهرية المعلومة في تأثيرها على أسعار الأسهم والأوراق المالية ارتفاعاً وانخفاضاً بحيث تبقى من المسائل التقديرية لقاضي الموضوع كما أن التغيير في الأسعار لا يخضع فقط لطبيعة المعلومة غير المعلنة بل لطريقة النشر وفق طبيعة الظروف السائدة في السوق؛ لذلك تحاول التشريعات إلزام الشركات المدرجة في السوق من أجل التأكيد على توفير المعلومة المالية. وفي نفس السياق، يعد تحديد زمن عملية استغلال المعلومة المتميزة أساسياً ومهماً لأن استغلالها قبل تعرف الجمهور عليها هو الذي يعاقب عليه القانون بينما استغلالها بعد تعرف الجمهور عليها ولو بوقت وجيز لا يعد محظوراً، ومن هذا المنطلق فإن القضاة قد يضطرون إلى تحديد زمني دقيق للأحداث ليتمكنوا من البث فيما إذا كان هذا الاستغلال أثناء فترة المنع أم بعدها وبمعنى آخر تجريم هذا الاستغلال (قبل) أو إثبات قانونيته بعد ذلك، لكن يطرح سؤال آخر بالغ الأهمية حتى بعد تحديد جرد زمني دقيق للأحداث، هل مجرد إصدار الأمر بالمعلومة المتميزة يعد نشرها أو تمتد فترة المنع إلى لحظة التنفيذ، وهو ما جعل القضاة يعتبرون أن مجرد إصدار الأمر يرفع حالة المنع وبالتالي فإن التوصل بالمعلومة أو استغلالها بين لحظة إصدار الأمر لحظة التنفيذ لا يجرمه القانون ولهذا وجب على القاضي أن يتحقق من السير الكرونولوجي (الزمني) لسير الأحداث لتحديد الجرم<sup>737</sup>.

كما أن إثبات جريمة استغلال المعلومات المتميزة يظل رهيناً بقدرة الهيئة الرقابية على تتبع مسار المعلومة وإثبات طابعها السري وإقامة الدليل على علاقة السببية بين امتلاك المعلومة وقرار التداول، وهي شروط تتسم بالصعوبة التقنية والواقعية. كما أن الطبيعة المعقدة للمعاملات المالية وغياب مساطر دقيقة للولوج إلى البيانات الرقمية والتحركات المشبوهة داخل السوق، يجعل من الكشف المبكر عن هذه الممارسات مسألة معقدة. وإلى جانب ذلك، تواجه آليات الرقابة إكراهات مرتبطة بمحدودية الموارد البشرية المتخصصة وارتفاع مستوى التحايل المالي وتطور أساليب الإخفاء الرقبي، مما يؤدي في المحصلة إلى فجوة بين النص القانوني والفاعلية العملية في مكافحة هذا النوع من الجرائم. وعليه، فإن حماية السوق من مخاطر استغلال المعلومات المتميزة تستوجب تعزيز أدوات الإثبات وتطوير قدرات الهيئة الرقابية وإرساء آليات تعاون مؤسسي وتقني من شأنها الارتقاء بفاعلية المنظومة الجنائية المخصصة لهذا المجال

وعليه، نستشف أن هناك صعوبات عملية تواجه إثبات قيام الشخص بالتعامل بالشراء أو بالبيع بناء على معلومات سرية متميزة، ويرجع السبب في ذلك إن هذه الحماية أصبحت قاصرة نوعاً ما خاصة وأنها لم تعد مسألة وطنية محدودة بل أضحت تأخذ بعداً دولياً لارتباطها الوثيق بمسائل التداول الدولي للأسهم والأوراق المالية بحيث يمكن أن يؤدي استغلال هذه المعلومات قبل

735 محمد حاجي، " التنظيم القانوني للمعلومات المالية داخل بورصة القيم"، مرجع سابق، ص 4.

736 فاطمة الزهراء الفيلاي شبيلي، " حماية المنافسة في سوق الرساميل"، مرجع سابق، ص 220.

737 فاطمة الزهراء الفيلاي شبيلي، " حماية المنافسة في سوق الرساميل"، مرجع سابق، ص 222.



الإعلان الرسمي عنها إلى تأثيرات سلبية على الأسواق العالمية، وفي صميم للاستجابة لمطالبات متعددة تكمن مشكلة شفافية المعلومات المالية التي أصبحت تشكل عائقا أكبر أمام الشركات وأحد الأهداف الرئيسية التي يتعين تحقيقها من أجل ضمان أكبر قدر من الأمن للمستثمرين في زمن عولمة الأسواق المالية<sup>738</sup>. بالإضافة لذلك هناك تحديات أخرى ناجمة عن التضارب القانوني بين الدول الذي قد يؤثر لا محالة على خلق بيئة غير مستقرة للشركات والمستثمرين الناجمة عن اختلاف معايير الحماية والعقوبات المطبقة من دولة لأخرى، فرغم الاعتراف الدولي بأهمية حماية المعلومات المتميزة إلا أن الجهود المحلية لحماية هذه المعلومات غالبا ما تفتقر للتنسيق والتناغم الناتج عن الاختلاف في التشريعات الوطنية.

وعليه، فإدراكا من الهيئة المغربية لسوق الرساميل بأهمية تجاوز هذه التحديات الناتجة عن الطبيعة العابرة للحدود تحاول الانخراط المستمر وإيلاء أهمية كبيرة للتعاون الدولي لتوحيد الجهود في حماية المعلومات المتميزة من خلال إبرام اتفاقيات دولية في محاولة لتوحيد معايير الحماية وتحديد العقوبات المناسبة لانتهاك السرية مما سييسر من عملية إنفاذ القوانين عبر الحدود وتقلل من التضارب القانوني..

وختاما، يمكن القول، إن المشرع المغربي حاول تنظيم وضع مقارنة قانونية متطورة لضمان مبدأ شفافية كإحدى الركائز الجوهرية لتحقيق المساواة والكفاءة لسوق الرساميل، وذلك بوضع محددات تروم تحديد مقومات حكامه الشركات المدرجة بسوق البورصة لتمكين جميع المدخرين والمستثمرين المستقبلين من الولوج إلى نفس المستوى من المعلومات، والعمل على الحد من هيمنة الفاعلين الذين يمتلكون معلومات متميزة قد تستغل بصورة غير مشروعة. ورغم الجهود والصلاحيات الموكلة للهيئة المغربية لسوق الرساميل في تعزيز الآليات القانونية والرقابية، فقد أبان الواقع العملي أن هناك مجموعة من التحديات التي تعيق تفعيل الحكامة المطلوبة خاصة مع تطور أدوات التداول وتنامي الابتكارات المالية وصعوبة تتبع تدفقات المعلومات في بيئة رقمية سريعة التغير، وهو ما يستدعي مقارنة شمولية تجمع بين القوانين الصارمة والبنيات التقنية المتقدمة وتعزيز التثقيف الأخلاقي لدى مختلف المتدخلين لضمان سوق مالي أكثر شفافية وانضباطا.

وتأسيسا على ذلك، يصبح من الضروري العمل على الأخذ بعين الاعتبار لجملة من التوصيات؛

➤ دعم دور الهيئة المغربية لسوق الرساميل من خلال توسيع آليات المراقبة والتتبع واعتماد تقنيات حديثة كالذكاء الاصطناعي وتحليل البيانات الضخمة.

➤ تحسين جودة الإفصاح لدى الشركات المدرجة بالزامها بنشر معلومات المالية وغير المالية في آجال مناسبة.

➤ ومواجهة الإشكالات الناتجة عن التضارب القانوني بين الدول وما يترتب عنها من بيئة غير مستقرة للشركات والمستثمرين، يصبح من الضروري توحيد الحد الأدنى من القواعد التنظيمية الخاصة بحماية السوق المالي وإساءة استخدام المعلومات المتميزة، من خلال اتفاقيات دولية أو مذكرات تفاهم بين الهيئات الرقابية. الوطنية والدولية.

➤ العمل على تحديث التشريعات المرتبطة بالمعلومات المتميزة وتشديد العقوبات بما يضمن ردع المخالفين، خاصة وأن سقف العقوبات القانونية تكشف عن محدودية قدرتها على تحقيق الردع الكامل بحيث لا يعكس حجم الأثر المحتمل على المستثمرين والسوق بالنظر إلى خطورة الاختلالات المرتبطة بالإعلام المالي وتأثيرها المباشر على شفافية السوق وعدالة الولوج إليه، الأمر الذي يفرض تعزيز النظام الزجري كضرورة ملحة للحد من المخاطر الناتجة عن تداول معلومات غير متكافئة.

➤ رفع مستوى الوعي لدى المستثمرين والمتعاملين عبر تعزيز الثقافة المالية ونشر قيم النزاهة وأخلاقيات التعامل داخل السوق. وأخيرا، فإن تسريع وتيرة التحول الرقمي يمثل رافعة مهمة لضمان نزاهة تدفق المعلومات، سواء عبر منصات رقمية مؤمنة أو تقنيات مبتكرة مثل البلوكشين، بهدف الحد من أي تسريب أو تلاعب قبل الإعلان الرسمي من أجل إرساء سوق مالي أكثر شفافية.

. Op. "Transparence de l'information financière et décision d'investissement cas des sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casa blanca" ISSAM IZZA. 738



## لائحة المصادر باللغة العربية:

## المراجع المتخصصة:

مصطفى بن موسى، حق الحصول على المعلومات العامة، دراسة في متطلبات الشفافية وإكراهات السرية، الطبعة الأولى، الأردن، 2020.

علال فالي، " مفهوم رأس المال في شركة المساهمة، الطبعة الثانية"، مطبعة دار السلام، الرباط، 2013، ص 573

## الطروحات:

نهاد الغوتي، " ضبط المعلومات كآلية لتكريس حرية المنافسة داخل البورصة"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة محمد الخامس بالرباط، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، السنة الجامعية: 2022-2023.

فاطمة الزهراء الفيلاي شبيلي، " حماية المنافسة في سوق الرساميل"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة سيدي محمد بن عبد الله، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية بفاس، 2022.

محمد حاجي، " التنظيم القانوني للمعلومات المالية داخل بورصة القيم، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه"، جامعة محمد الخامس بالرباط، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية السوسية، السنة الجامعية: 2021-2022.

نهاد الغوتي، " ضبط المعلومات كآلية لتكريس حرية المنافسة داخل البورصة"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة محمد الخامس بالرباط، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، السنة الجامعية: 2022-2023.

العمرى صفية، " سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، السنة الجامعية: 2017-2018.

سمير أوخليفة، " تداول الحقوق المرتبطة بالقيم المنقولة داخل البورصة"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في قانون الأعمال، جامعة محمد الخامس، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، أكادال، الرباط، السنة الجامعية 2001-2002.

## المجلات

ربيعة غيت، " دور الهيئة المغربية لسوق الرساميل في حماية تداول الأدوات المالية"، مجلة القانون التجاري- العدد 2020-2021.

عبد الرزاق محمد خليفة، " حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقا لمعلومات داخلية"، مجلة البحوث الإدارية، 2019.

هشام القوصي، " تأثير النظام العام البورصي على تغيير القواعد العامة والمبادئ البورصية (من تغيير التراث القانوني بفعل الخصوصية الواقعية إلى اصطناع البورصة)"- دراسة في القانون اللبناني والنظام الداخلي لبورصة بيروت، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعقدة العدد 23، مارس 2018.

خالد أمين عبد الله، " الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية العربية"، مجلة الحاسب القانوني العربي، العدد 92، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الأردن، 1995

## القرارات:

قرار عقوبة رقم DS-04/24 صادر في حق شركة SOFTGROUP بتاريخ 11 يوليو 2024.

## اللوريات

دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 19/03 الصادرة في 20 فبراير 2019 المتعلقة بالعمليات والمعلومات المالية، الجريدة الرسمية عدد 6784 مكرر، الصادرة في 3 شوال 1440 (7 يونيو 2019)، ص 3721.

## مراجع باللغة الأجنبية:

## Bibliographie.

**Thèse :**

- Laaouim, Khalid. Obligation d'information dans le marché marocain des capitaux: Étude juridique comparée. PhD diss., Université Mohammed V, Rabat, 2019 .
- ISSAM IZZA, «Transparence de l'information financière et décision d'investissement cas des sociétés cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca », thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Nice Sophia Antipolis Décembre 2011.

**Articles :**

- Bushman. Robert M., and Abbie J. Smith. "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance," *Journal of Accounting and Economics* 37, no. 2 ,2004.
- Healy. P. & Palepu. K. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets, *Journal of Accounting and Economics*, 2001.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*. IOSCO Publication,(2010).
- Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature." *Journal of Accounting and Economics* 31, no. 1–3.2001.
- Healy, Paul M., and Krishna G. Palepu. "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature." *Journal of Accounting and Economics* 31, no. 1–3 ,2001.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*. IOSCO Publication,(2010).
- Fama. E. F. Efficient Capital Markets.A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 1970.

**Décision :**

- Décision de sanction N° DS-02 /23 du 22 Mars 2023 prononcé à l'encontre de « IRG Asset Management »

**Site internet**

[https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article\\_lc/LEGIARTI000050369430](https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000050369430)