

## "العلاقة بين افصاح مدراء الشركات وحالات الاتجار الداخلي"

م.م. شيماء غالب العزاوي

مدرس القانون التجاري المساعد- كلية الحقوق / جامعة الموصل

shaymaarz@outlook.com

### الملخص:

يعد الافصاح والشفافية احد الركائز الاساسية لحوكمة الشركات، وهي اي الحوكمة نظام نشأ وتطور في انظمة القانون العام Common law (القوانين الانكليزية والامريكية) وليس من قبيل الصدفة ان يكون لهذا النظام اساس قضائي وتشريعي ففي هذه الانظمة بدأت الحوكمة كتطبيقات قضائية، ثم تطورت لاحقا لتكون فصلاً مستقلاً للشركات وتنعون في انظمة القانون العام تحت اسم حوكمة الشركات، فالبعد القانوني للمصطلح اعلم بكثير من تصور البعض، والسبب في نشوء تصور مشابه، ان انظمة البلدان العربية القانونية التي في معظمها متأثرة بالمدرسة اللاتينية (بشقها الفرنسي) تفصل القانون عن الاعمال في حين ان انظمة القانون العام تركز لفكرة قوانين الاعمال ومن ضمنها بكل تأكيد الحوكمة بكل محاورها، سنحاول في هذا البحث لقاء الضوء على واجب الافصاح الذي يضطلع به مدراء الشركات في انظمة القانون العام، ومخالفتهم اياه يعد تشجيع للأفكار الاحتكارية والتعاملات السرية غير المشروعة في الاسواق والبورصات، من خلال استعراض سريع للواجبات الانتمائية على عاتق المدراء وادارة الشركة وهي ( واجب الولاء وواجب العناية او الرعاية) وهما الواجب الاساسيان ثم اضافة القضاء والفقه الأمريكي الكلاسيكي واجبين جديدين هما واجب الافصاح، وواجب بذل المزيد من العناية وهو تشديد للواجب الاول عندما تكون الشركة معرضة لحالة اندماج او استحواذ، فقيام المديرين والموظفين في الشركات باي تصرف من شأنه ان يضر بمصالح المساهمين او الاقلية يعد مخالفة لهذه المبادئ الانتمائية كعمليات اتجار المديرين والادارة والموظفين بالمعلومات وهو ما يسمى "بالاتجار الداخلي" او عدم الافصاح عن معلومات مادية غير معلنة الا لأغراض تحقيق ترويج او كسب شخصي، وسيتم مناقشة هذه الافكار من خلال تقسيم البحث الى مطلبين كما مدرج في الخطة.

### پوختی :

ناشگرا کردن و شفافیت داده‌نریت به یه‌کیک لی پایه سهره‌کیه‌کانی هه‌که‌مه‌ی کۆمپانیاکان. هه‌که‌مه‌ی سیسته‌می‌که پیکهات و گه‌شه‌ی کرد له ناو سیسته‌می یاسای گشتی (Common law). ئه‌مه رووداو نیه که ئه‌م سیسته‌مه بنه‌ره‌تیکی دادوهری و ته‌شرعی هه‌بیّت، له‌م سیسته‌مانه‌دا هه‌که‌مه وه‌ک ته‌تبییکی دادوهری ده‌ستی پیکرد. و دوا‌ی ئه‌وه پیکهاتوتی به‌خویه‌وه ببنی که بووه به‌شیکی سهره‌خو له ناو کومپانیاکان و ناوی ده‌بریت له زیر سیسته‌می یاسای گشتی به‌ ناوی هه‌که‌مه‌ی کۆمپانیاکان. واته لایه‌نه یاسایه‌که‌ی ئه‌و ناو هی‌ئانه زور قول‌زهر له باوهری هه‌ندی که‌س. و هویه‌که‌ی ده‌گه‌ره‌ته‌وه بو دروستبوونی باوهریکی له یه‌که‌جوو. زۆربه‌ی ئه‌و سیسته‌مه یاسایانه‌ی ولاته‌ه‌ره‌به‌یه‌کان که له‌زیر کاریگه‌ری خو‌ئنده‌گه‌ی لاتینی (به‌شه‌ه‌ره‌نسیه‌که‌ی)دان یاسا له کار جیا ده‌کاته‌وه. له کاتی‌که‌دا سیسته‌می یاسای گشتی ته‌رخان کراوه بو بیرۆکه‌ی

ياسای کارهکان که بی گومان چه و که مەشی له ناودایه به هه موو میحوهره گانیوه. له م توژیینه وهیه دا هه ول ددهین که تیشک بیهینه سه ر ئه رک و گرنگی ئاشکرا کردن که به پویه بهری کۆمپانیاکان پیی ئاشنان (بسطع به) له سیسته می یاسای گشتی و سه ریچیکردنی داده نریت به هاندانیك بۆ بیروکه ئیحتیکاریه کان و مامه له نهینیه قه دهغه کراوه کان له بازار و بۆرسه کاندایه. له ریگای خسته نه روویه کی خیرا بۆ ئه و ئه رکه ئینتیمانیه انه ی له سه ر شانی به پویه به ران و کارگیچی کۆمپانیاکه یه (ئه رکی وه لاء و ئه رکی چاودیچی و پیکهینان) ئه وهیش د وو ئه رکه بنه رته یه کهن، و دوا ی دادوهری بۆ زیاد کرا و هه روه ها فیه یی ئه مریکی کلاسیکی دوو ئه رکی تازه یان زیاد کرد که ئه رکی ئاشکرا کردنه، و ئه رکی هه ول دانی چاودیچی زیاتره که ئه مەش سووریونه له سه ر ئه رکی یه که م کاتیک کۆمپانیای به ره رووی حالته ی یه کگرتن و ده سته سه رگرتن ده بیته وه. هه ستانی به پویه به ر و فه رمانبه ری کۆمپانیاکان به هه ر کاریک که زه ره ر به به رژه وهندی پشک هه لگره کان یان که مینه کان بگه ییت به سه ریچی ئه و بیروباوه ر ئینتیمانیه داده نریت وه کو بازگانی کردنی به پویه به ر و فه رمانبه ره کان به زانیاریه کان، که پیی ده ورتیت (بازگانی ناوخوی) یاخود ئاشکرانه کردنی زانیاری ماددی پلانه کراو ئه گه ر بۆ مه به ستی ده سکه وتی که سی نه بیته. ئه و بیروکانه باس ده کریت له ریگای دابه ش کردنی ئه م توژیینه وه ی بۆ دوو داواکراو وه کو که له پلانه کدا هاتوه.

#### **Abstract:**

Disclosure and transparency is one of the Basic elements of corporate governance. corporate governance is a system developed in common law systems (English and American laws). It is no coincidence that this system has a legal and legislative basis. These systems started as judicial applications and later evolved into a separate chapter for companies laws. and titled under the name of corporate governance, the legal dimension of the term is much deeper than the perception of some, and the reason for the emergence of a similar perception, that the systems of civil law, which are mostly affected by the Latin school (in French law) separate the law from the business, while the common law systems are devoted to the idea of business laws, including, of course, corporate governance in all of its aspects, In this paper We will try to shed light on the duty of disclosure ,Which is the responsibility of the company's managers, and their violation is to encourage monopolistic actions and Insider Dealing in the markets and stock exchanges, through a quick review of Fiduciary duties. The requirements is duty of loyalty and the duty of care), Then the American jurisprudence added new duties: (the duty of disclosure, extra care when your company is a takeover target, or Mergers, when managers and employees in the companies do any behavior that would harm the interests of shareholders or minority, is contrary to these principles of credit transactions such as Insider trading, or not disclose material information for the purposes of achieving profit Or personal gain.

### 1:هدف البحث:

اثبات العلاقة بين الافصاح وحالات الاتجار الداخلي، واثباته نسبي عموماً، وبلاقي معارضة من بعض الكتاب على اعتبار ان الاساس الذي يقوم عليه تجريم الاتجار الداخلي هو معيار اخلاقي اكثر من كونه معياراً قانونياً، واهماله على الرغم من جانبه الاخلاقي يؤدي الى استثناء حالات الاتجار الداخلي في بُنية الشركات وسوق التعامل باسمهم الشركات وسنداتها.

### 2:منهجية البحث:

تستند منهجية البحث على التحليل الموضوعي لنصوص القانون وعلى قرارات المحاكم، ومن خلال هذا التحليل يتم التوصل الى ربط فعلي وعملي ومجدي بين الافصاح من جهة وحالات الاتجار الداخلي من جهة اخرى وذلك من خلال استعراض قرارات قضائية اصبحت سوابق ملزمة تفرض ارتباطاً مشابهاً.

### 3:اهمية البحث:

ترتكز اهمية البحث بالأساس على ان طروحات مدرسة الشريعة العامة (الانكليزية الامريكية) اكثر عملية ومنطقية وتربط الاقتصاد بالقانون بشكل واضح، نفتقد الى هذا الوضوح في مدرسة القانون اللاتيني المدني التي ينتمي لها العراق وغيره من الدول العربية (مصر، لبنان) وعدم امكانية وجود ترابط او لغة (حوار) مشتركة يزيد التعارض في الطروحات، فأخذت المدرسة اللاتينية تأخذ بعض الافكار من مدرسة الشرائع العامة كالحوكمة والشفافية والافصاح، لكن كممارسات طوعية، وكمواضيع هامشية في جانب فلسفي ومن غير المقدر لها ان تصل للقضاء.

### 4:خطة البحث:

مقدمة

المطلب الاول: مفهوم الافصاح

الفرع الاول: مفهوم الافصاح كواجب ائتماني على عاتق مدراء الشركات

الفرع الثاني: اوجه الافصاح

المطلب الثاني: الاتجار الداخلي

الفرع الاول: مفهوم الاتجار الداخلي

الفرع الثاني: تطبيقات قضائية للعلاقة بين حالات الاتجار الداخلي و افصاح ادارة الشركة

قضية: UNITED STATES ضد CHIARELLA

قضية: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION ضد DIRKS

خاتمة

## مقدمة

يشكل الافصاح مع الشفافية احد الركائز الاساسية لحوكمة الشركات (Hermalin, Benjamin E., and (2012) Michael S. Weisbach)، ولما اصبحت حوكمة الشركات احد الموضوعات الأساسية للقانون في دول انظمة الشرائع العامة **Common Law** (وبقصد بها كل من انكلترا والولايات المتحدة) (Companies Act (2006)، فلم يعد تناول الافصاح والشفافية من منظور محاسبي او اقتصادي دون العودة الى الاساس الذي بني في القانون ايضاً، فالنظرة القانونية للإفصاح **Disclosure** هو واجب انتماني يقع على عاتق مدراء الشركة وادارتها وموظفيها ((Mallor, Jane, A. James Barnes, L. Thomas Bowers, and Arlen Langvardt (2012)، وغالباً عند غياب هذا الواجب تستشري حالات الاتجار الداخلي **Insider Dealing**، وحالات التربح من الاتجار الداخلي ((Etebari, Ahmad, Alireza Tourani-Rad, and Aaron Gilbert (2004).

ويبدو كلا المصطلحين الافصاح كواجب انتماني والاتجار الداخلي من المصطلحات الجديدة نسبياً على المدارس القانونية الكلاسيكية الا انها من صلب القوانين التجارية في انظمة الشرائع العامة، لذا سنحاول في هذا البحث ان نبين العلاقة بين افصاح المديرين وعلاقته بحالات الاتجار الداخلي في الشركات في انظمة الشرائع العامة. من خلال تقسيم البحث الى مطلبين الاول يبحث في مفهوم الافصاح، والثاني في الاتجار الداخلي.

المطلب الاول: مفهوم الافصاح

المطلب الثاني: الاتجار الداخلي

## المطلب الاول

### مفهوم الافصاح

قبل الخوض في مفهوم الافصاح لابد من الاشارة الى ان الشركة في انظمة الشرائع العامة (الانكليزية والامريكية) تُعد مؤسسة تتكون كرأس مال من اموال (حملة الاسهم) او المساهمين، وتدار من قبل الادارة التي هي هيئة مهمتها ادارة الشركة وتحقيق اعلى ربحية يطمح اليها المساهمون، هذا الادارة تتكون من مدير تنفيذي او مدير غير تنفيذي زائداً مجلس الادارة بالإضافة الى العاملين في الشركة من موظفين وغيرهم، يكون المدير مع المجلس من الاعضاء المطلعين على معلومات ذات طبيعة تصنف بأنها لا تنشر للعامة وذلك لأغراض حسن ادارة الشركة، فيطلق عليهم (الداخليون او المطلعون) او (**The Insider**)، اما غيرهم فلا قدرة لهم على الولوج الى هكذا نوع من المعلومات تصنف انها غير منشورة للعامة، حتى وان كانوا من حملة الاسهم او المساهمين، وهم الملاك الحقيقيون للشركة، الا انهم لا يتدخلون في ادارتها مباشرة لكثرة عددهم عادةً وقلة خبرتهم في امور الادارة، هذا التكليف من قبلهم لإدارة تدبير الشركة نيابة عنهم يدعى "معضلة الوكالة" فمن خلال هذه الوكالة قد يتصرف هؤلاء المدراء بطريقة يسعون فيها لتحقيق ربحية على حساب المساهمين من خلال المخاطرة بأموالهم او من خلال التراجع عن صفقات معينة تحقق ارباحاً للمساهمين اما لعدم قدرتهم على ادارة هكذا صفقات او لعدم معرفتهم فيها.

ويضرب كُتَّاب القانون والاقتصاد على قدم المساواة العديد من الامثلة حول الموضوع منها عدم اقدام المدراء على صفقات اندماج او استحواذ او المخاطرة في صفقات غير مجدية، او قيامهم باستغلال ولوجهم الى كم كبير من المعلومات لتحقيق اغراض شخصية وهو ما يسمى بالإتجار الداخلي او "Insider Dealing" او يسمى احيانا "Insider Trading"

لذا يُقر الكُتَّاب ان الافصاح هو احد ثمرات حوكمة الشركات، اذ تُلزم القوانين التي تبنتها دول انظمة الشرائع العامة، المطلعين في الشركات بقيود تلزمهم على الافصاح، وجاء ذلك من خلال تشريعات واضحة نصت على الافصاح الكامل، اذ تبنى قانون الاوراق المالية الامريكي عام 1933 الافصاح الكامل لمدراء الشركات المطلعين على المعلومات (Corporate Insiders)، هذا التدخل الفدرالي جاء نتيجة ردة فعل لما حدث سابقاً من تصرفات من مدراء بعض الشركات ادى الى الكساد الكبير عام 1929، فكان لابد من تشريع فدرالي كاسح يُلزم المدراء بالافصاح الكامل وخصوصاً في توقيعات معينة، هذا الالتزام يمنع المدراء من التكبسب من الثروة المقدمة من المساهمين وحملة الاسهم، كما انه يمنح هؤلاء حق الحصول على الادلة لمواجهة ادارة الشركة امام المحاكم (Goulding, Simon (1995)). وبعد نظام الافصاح الاتحادي الامريكي وسيلة انفاذ قوية تسمح للمساهمين رفع الدعاوى ومقاضاة ادارة الشركة (Bebchuk, Lucian A., and Assaf Hamdani (2006)).

يبدأ الافصاح بالنسبة للشركات من المراحل الاولى لتأسيسها فهي تفصح عن معلومات تخص الشركة لا تفصح عادة عنها للعامة لكنها تفصح لمسجل الشركات والجهات الرسمية الاخرى عن بيانات معينة وخصوصاً ما يتعلق بالضررائب، مع هذا فإن هذا الافصاح عند تأسيس الشركة ليس بمجمل غير معروض للعامة (اي للجمهور) بل هناك وثائق من الشركة لابد ان يتم الافصاح عنها للجمهور (Goulding, p11)، ويستمر هذا الواجب على عاتق الشركة وادارتها. ويُشير الكُتَّاب الا ان افضل من عبر عن الافصاح كواجب هو القاضي الامريكي Brandeis اذ استخدم اسلوباً مجازياً للتعبير عن اهمية الافصاح بالقول "ضوء الشمس افضل من المعقّمات" بالإشارة الى ضرورة قيام الشركة بالافصاح الصحيح بدل اللجوء الى علاجات نتيجة لعدم الافصاح، وأشارت المذكرة الاصلاحية لقانون الشركات الانكليزي عام 1973 الى ذات الفكرة بالقول، ان الافصاح عن المعلومات هو افضل ضمانة للتعامل العادل وافضل علاج لحالات انعدام الثقة. لذا فإن السبب المنطقي وراء وجود مطلب او واجب الافصاح هو الحد من الاحتيال وسوء التصرف والتي يقف وراءها عادة المدراء ومن هم في ادارة الشركة، اذ لابد من الكشف عن تصرفاتهم من خلال افصاح علني لحماية المستثمرين وحملة الاسهم الذين عادة هم من يضعون اموالهم لتكوين رأس مال الشركة وتصبح هذه الاموال محط تعامل من قبل ادارتها ومدراءها (Goulding, p11)، كما استخدمت القوانين الفدرالية الامريكية المسؤولية الجنائية لأنفاذ واجبات الافصاح، ولمنع التداول او الاتجار الداخلي من قبل المطلعين (Bebchuk & Hamdani, p 28).

لذا عُرف الافصاح من قبل جانب من الكُتَّاب بأنه: من اهم الادوات التي تستخدمها الشركات للتواصل مع (اصحاب المصالح)، ويشكل الافصاح عنصراً حاسماً في ضمان التوزيع الفاعل للموارد في المجتمع وتقليل التباين في المعلومات بين الشركة واصحاب المصالح فيها، وتستخدم الشركات عادة لنشر المعلومات نوعين من الافصاح، الافصاح الطوعي والافصاح الالزامي في توقيعات معينة وينظر اليهما كأدوات تقلل عدم التماثل المعلوماتي بين مدراء الشركة واصحاب المصالح فيها (Adina, Popa, and Peres Ion (2008)).

## الفرع الاول

### مفهوم الافصاح كواجب انتماني على عاتق مدراء الشركات

تُعد الواجبات الائتمانية او فكرة الائتمان، كمفهوم في قوانين الشريعة العامة، مفهوم متطور يشمل مجموعة واسعة من العلاقات، فتظهر في القانون التجاري في علاقات بعينها كالوكالة والشركات التضامنية والشركات المساهمة، وترتب هذه العلاقات دون ادنى شك علاقات تعاقدية بين الاطراف، كالعلاقة بين المقرضين والمقرضين، وجميعها علاقات عقدية، ومع هذا رغم وجودها في اكثر من علاقة الا انه لا يعني انها متطابقة، بمعنى ان الواجب الائتماني المفروض في كل علاقة يفرض تطبيقاً يختلف عن ما يفرضه في علاقة اخرى، وبالتالي يختلف من حيث الجزاء الذي يُفرض نتيجة لخرق العلاقات العقدية الائتمانية (Brudney, Victor (1997)).

وتعني كلمة (Fiduciary)، In a position of trust، الشخص الذي في موقع الثقة، فالمكلف بالواجب الائتماني (Fiduciary Duties) هو المكلف بواجب وفي موقع الثقة (A Plain English Guide to Legal Terms (2003))، فعلى هذا الاساس هو يشبه "الترست" وهي فكرة موجودة في القانون الانكليزي (حسني المصري (1985))، ونص قانون الافلاس الامريكي في فصله 11، صراحة على الواجبات الائتمانية، واعتبر المدراء بموقع (الامناء) اي "الترست" في هذا القانون (Cieri, Richard M., Patrick F. Sullivan, and Heather (1994)). في حين نص قانون الشركات الانكليزي صراحة على تقنين الواجبات الائتمانية في قانون 2006 وهو يعد -اي النص قانوناً عليها في بلد قائم على السوابق القضائية- تغيير جذري في قانون الشركات الانكليزي حيال مدراء الشركة (Arden, Mary (2007)).

بناءً عليه تنقسم الواجبات الائتمانية لمدراء الشركة الى قسمين اساسيين هما واجب "العناية" (Duty of Care) والواجب الثاني واجب "الولاء" (Duty of Loyalty)، ووضعت هذه الواجبات بالاساس من قبل القضاء (Black, Bernard S. (2001))، ويركز الكتاب عند طرحهم لهذه الواجبات على مجال تطبيقها في عمل مدراء الشركة وموظفيها (Eisenberg, Melvin A. (1999))، لأنها مصطلحات كما قدمنا تقبل اكثر من تطبيق وفي اكثر من علاقة عقدية، ثم اضيفت واجبات اخرى للواجبين الاساسيين والواجبات الاخرى هي واجب الافصاح (Duty of Disclosure) والواجب الثاني هو بذل المزيد من العناية عندما تكون الشركة عرضة للاستحواذ (Black, p1)..(extra care when your company is a takeover target).

ويعني واجب العناية حسب وجهة نظر القضاء في قرار سابق ومشهور تسمى قضية (Van Gorkom) لمحكمة ديلوير العليا، اذ قررت المحكمة في تلك القضية ان المدراء خرقوا واجبهم في العناية بسبب فشلهم في الافصاح "المعقول" عن معلومات متوفرة لديهم، والتي اعلانها كان من الممكن ان يؤدي الى ربح مستقبلي لحملة الاسهم (Lubben, Stephen J., and. Darnell, Alana J. (2006)). مما اتاح هذا القرار وما تبعته للمساهمين ان يقاضوا الادارة في الشركة بناءً على خرق هذا الالتزام، اما الواجب الثاني، فهو واجب الولاء او واجب الوفاء بالائتمان (Duty of Loyalty)، فهو ايضا احد الواجبات الائتمانية التي تقع على عاتق مدير الشركة وادارتها وموظفيها ويعني الولاء للشركة والامتناع عن الاتجار الداخلي وتحقيق نفع شخصي على حساب حملة الاسهم، الا انه يلاحظ ان جانب من الكتاب يرى ان هناك احجام بين صفوف المدرسة الأنجلو امريكية عن استخدام مصطلح واجب

الولاء واستبدل بمصطلح اخر وهو "Duty of Fair Dealing"، باعتباره مرادف لواجب الولاء (Beveridge (Jr, Norwood P. (1991).

والحقيقة اننا نرى ان هذه الواجبات رغم استخدام اكثر من مصطلح للدلالة عليها فهي بالأخير تصب في فكرة ان لا يتعامل المدراء او الموظفون داخل الشركة اي تعامل او يبرموا اي صفقة الا من خلال ترجيح مصلحة حملة الاسهم على مصالحهم، واكتشاف هذا الامر-اي ترجيح مصالحهم- مسألة بالغة الصعوبة اذ تبقى عناصر عديدة تحيط بتصرف المدير او الادارة والموظفين قد لا تعني في ظاهرها خرقاً للالتزام الا انها تبدو كذلك فيتحمل المدراء تبعات اي قرار ولو كان يصب في مصلحة الشركة، الا ان القضاء حاول تخفيف ضغط هذا الامر من خلال قرن تصرف المدراء بحسن النية فاذا ما كان تصرفهم نابع عن حسن نية لكن ادى الى خسائر او تفويت ربحية على المساهمين فلا يمكن القول بخرقهم لواجباتهم الائتمانية، ويذهب (J Lubben Stephen) الى نقد الفكرة برمتها بالقول ان العلاقة بين مدراء الشركة والمساهمين علاقة عقدية بموجب فكرة الوكالة، فمن الذي يبرر للقضاء التدخل في عقد ابرمه طرفين او اكثر، فهذا التدخل غير مبرر وغير مقبول (Lubben, p630). مع هذا رغم الانتقادات وسع القضاء الامريكي من الواجبات الائتمانية بإضافة واجبين جديدين كما قدمنا.

ويعرف (Black) معنى واجب الإفصاح بالقول، هو الإفصاح عن معلومات مادية، عند طلب المساهمون او حملة الاسهم، وفي حالات تضارب المصالح، ويتم التعويض عن الاخلال بواجب الإفصاح بإفصاح مصحح (Black, p2).

ويلزم واجب الإفصاح وفق القانونين الأمريكي والانكليزي وكذا في قانون الشركات الأمريكي وقانون السندات الأمريكية، المدراء والادارة والموظفون بالإفصاح الكامل في حالتين الأولى في حالة تصويت المساهمين على موضوع معين يعرض امام الجمعية العامة، ومبرر هذا الإفصاح الكامل ان لا بد للمساهمين من الاطلاع الكافي على كل تفاصيل الموضوع او القضية او الصفقة المعروضة للتصويت، اما المسألة الثانية فهي في حالة وجود "تضارب للمصالح" (Conflict-of-Interest)، ويعني تضارب المصالح ان يكون لإدارة الشركة مصلحة مخالفة لمصالح حملة الاسهم، فيفضلون مصالحهم على مصالح حملة الاسهم، فلا بد ايضاً من افصاح كامل اما تبريره فلكي يتمكن المساهمون من مقاضاة الشركة، هذا اولاً اما ثانياً فلمنع بعض الممارسات التي تنتج عن تضارب المصالح (كالإتجار الداخلي)، ويرى الكاتب ان الصعوبة تكمن في طريقة التعويض عن الاخلال بواجب الإفصاح الذي يقع على عاتق المديرين، فإذا كان النقص في الإفصاح قد تم الكشف عنه مبكراً، يمكن ان يتبع بإفصاح مكمل او افصاح مُصَحَّح، اما فرضية ان يتم كشف نقص الإفصاح بعد التصويت او في حالة تضارب المصالح ففي هذه الحالة يصعب -وهذا رأي الكاتب- وضع قاعدة او معيار يمكن ان يعتمد بل تستند كل القضية على المحامين وما هي المرافعات التي سيقدمونها او الحجج التي ستساق في معرض القضية عندما ترفع للقضاء (Black, p9).

مع هذا يوجه جانب من الكُتّاب انتقادات للقضاء في قضايا خرق الواجبات الائتمانية، اذ يقول البعض ان من الصعب العثور على قضية يكون المديرين او غيرهم من المطلعين مسؤولين مسؤولية مباشرة عن خرق الواجبات الائتمانية، اذ لم تحدد وبدقة الوظيفة التي نشأت عن هذه الواجبات (Carter, John C. (1987)).



مع هذا نجد انه لا يمكن فعلاً ان تدار الشركة دون حد ادنى من الافصاح للمساهمين عن الكيفية التي تسير بها الامور داخل الشركة، ونميل لتأييد تدخل القضاء في فرض او حتى تفسير الواجبات الائتمانية لسبب بسيط ان اغلب القضايا والكتابات تشير الى مصطلح "افصاح معقول" اي عناية الرجل العادي، وبقدر معقول من المعلومات التي يحتاجها المساهم ليبنى عليها قراره، فلا يتوقع من المدراء الكشف عن معلومات سرية او تنافسية انما الغرض هو وقف حالات مشبوهة للإتجار الداخلي والتلاعب بالمعلومات، حتى وان كانت هذه "الواجبات الائتمانية" تستخدم بطريقة سيئة من المساهمين تدفعهم كلما شاءوا لمقاضاة الشركة، فهي تبقى رادعاً لكل مدير متلاعب.

## الفرع الثاني

### أوجه الافصاح

للإفصاح عدة وجوه الا انه من خلال بحثنا وجدنا ان ابرز وجهين للإفصاح هما الافصاح الالزامي، والثاني الافصاح الطوعي.

**الافصاح الالزامي:** وهو الزام الشركة بالإفصاح عن معلومات تهم حملة الاسهم، ويجزم جانب من الكتاب (Cheng, (2006) Qiang, and Kin Lo) ان لا وجود لنظام افصاح الزامي، لذا يقترحون هذا النوع من الافصاح، وان كان هناك افصاح كامل كما اشرنا في تعريفنا للإفصاح، الا انه ليس الزامياً حتماً، ويقر جانب من الكتاب ان لا يمكن الزام الشركات بالإفصاح فأن شأنت افصحت عما تشاء من معلومات ولا امكانية لإلزامها بالإفصاح، ما عدا بعض انواع الافصاح في وقت وزمان معين كما اشرنا في الافصاح الكامل، اما ما عداه فلا الزام فعلي على الشركة، فللشركات ان تفصح بالطريقة التي تراها مناسبة على شرط ان لا يكون افصاحها كاذباً لأنه سيدخل تحت اعمال الاحتيال والغش (Easterbrook, Frank H., and Daniel R. Fischel (1984)). ومع ان لا نص صريح على الافصاح الالزامي الى ان اغلب الممارسات الطوعية تحت على توسيع الافصاح لأنه يجذب للشركات حملة اسهم جدد وحملة اسهم محتملين، كما ويعزز الثقة بالشركة ونشاطها ومقدار شفافيته للغير (ايرا م. ميلليستين و جي. دي (2003)).

**الافصاح الطوعي:** وهو الافصاح الذي يقوم به المدراء طواعيةً دون الزام قانوني، وينظر الكتاب الى الافصاح الطوعي بعين الريبة، على الرغم من ان لا دليل لديهم على ان الافصاح الطوعي هو وجه من اوجه الاتجار الداخلي، الا ان (CHENG) و (KIN LO) يطرحان فكرة مفادها ان الافصاح الطوعي وسيلة الغرض منه تحقيق ارباح المدراء من خلال الفكرة الاتية، فهما يفترضان ان المدراء عند رغبتهم بشراء الاسهم فمن مصلحتهم خفض السعر فينشرون افصاح عن معلومات سيئة، بينما حينما يرغبون بالبيع (وبالطبع بسعر عالٍ) يقومون بنشر معلومات جيدة، فيرتفع على اساسها قيمة السهم فيحققون ارباح مرتفعة، والحقيقة ان لا مشكلة في تحقيق الارباح انما المشكلة في التضليل اذ عندما يفصحون عن معلومات جيدة فبالأكيد هم يخفون معلومات سيئة وبالعكس، بمعنى ان اغلب الافصاح الطوعي يستخدمه المديرون لزيادة ثروتهم لا على العكس، لذا يقترح هذا الجانب من الكتاب ان لا يعتمد الافصاح الطوعي كاستراتيجية للشركة خارج نظام الشركة (اي استراتيجية خارجية)، بل يقترح ان تعتمد (تنبؤات الادارة) اي توقعاتها لتحقيق الربح محل اعتماد الافصاح الطوعي، التوقعات التي عادة ما يضعها مجلس الادارة او المدير تنفيذي او غير تنفيذي حيال صفقة ما، ومقدار الربح الذي يتوقع، هي اكثر فائدة واستراتيجية سليمة تعتمد عليها الشركة محل اعتمادها على الافصاح الطوعي حيال عمليات الاتجار الداخلي، وهي فكرة منطقية من حيث استنادها



على توقعات الادارة فهذه التوقعات المفروض ان تكون مدروسة وناتجة عن خبرة ولغرض زيادة ثروة الشركة ورفاهية حملة الاسهم، بدلاً عن افصاحهم عن استراتيجيتهم مما ينمي من حالات الاتجار الداخلي، لذا يفرض قانون السندات الامريكي والقضاء الامريكي تبعات على هذا النوع من الافصاح "الانتهازي" (Cheng, Qiang, and Kin Lo, p7).

## المطلب الثاني

### الاتجار الداخلي

لا ينكر الكتاب ابدأ وجود نقاش طويل وغير حاسم بين القانون وبين الاقتصاد في العلاقة بين الاتجار الداخلي للمدراء وبين اطلاع المدراء على معلومات حساسة وخاصة قد لا تكون متاحة الا لهم (BENY, LAURA)، الا ان فعلياً يوجد علاقة وطيدة بين الاتجار الداخلي وكم ما يحصل عليه المدراء من معلومات اذ عبر (Macey) عن الفكرة بالقول "ان المخاوف الاساسية بشأن الاتجار الداخلي او الاتجار من الداخل هي مخاوف قائمة بالأساس بشأن التوزيع الامثل للمعلومات بين الاطراف" ادارة الشركة من جهة وحملة الاسهم من جهة اخرى، بحيث يحقق هذا التوزيع العدالة بين هذه الاطراف. (Macey, Jonathan R. (1984)).

لأنها -اي العلاقة بين (الادارة والمساهمين)- علاقة عقدية محكومة بعلاقة الوكالة، فالإدارة هي وكيل عن المساهمين في ادارة الشركة.

كما يطرح جانب اخر من الكتاب فكرة "ان وجود الاتجار من الداخل هو حافز لتقديم افصاح في الوقت المناسب" (Cheng, and Kin Lo, p2)، اذن فوجود العلاقة بين الافصاح والاتجار الداخلي قائمة بالأساس على احتكار المعلومة من قبل الادارة، ومن ثم التصرف فيها فيما يخدم مصالحها مما يؤدي الى تضارب المصالح، لذا يحاول المدراء تقليل معلومات الافصاح اذا كانت هذه المعلومات المفصح عنها ستقلل من امتيازاتهم او من سيطرتهم على الشركة، فلا يتوقع من المديرون الافصاح الا ان كان هذا الافصاح سيؤدي الى تحقيق مصالح خاصة (Cheng, and Kin Lo, p1).

لذا بما اننا قدمنا لمفهوم الافصاح سنبحث مفهوم الاتجار الداخلي ثم نفصل في بعض الامثلة الحية التي تعكس حقيقة الارتباط العملي بين الافصاح وحالات الاتجار الداخلي من تطبيق واقعي عملي، وليس من جانب نظري كما اعتادت اغلب الدراسات.

## الفرع الاول

### مفهوم الاتجار الداخلي

يعرف الاتجار الداخلي:

"هو استخدام معلومات سرية (بيعاً وشراءً)، مصدرها العمل في شركة او في سوق الاوراق المالية، اذ تبني عمليات البيع والشراء على معلومات غير معلنة تؤدي الى ارتفاع او انخفاض الاسعار، الضحية في عمليات الاتجار الداخلي هم المستثمرين غير المطمئنين، ويعتبر هذا الفعل جريمة وفقاً لقانون السندات الامريكي" (Burton's Legal

Thesaurus, 2017). وتذهب **The Conduct of Company Directors**، وهي تشريع انكليزي، الى ذات التعريف تقريباً من حيث الاسس، من حيث الفعل ووصفه ومن حيث تجريمه ايضاً (Goulding, p231).

لذا تسعى قوانين السندات الامريكية الى ضمان توفير الوصول الى المعلومات بشكل متساوي، من باب العدالة ومن باب ان التعامل بالمعلومات المتوفرة، وتتنظر لأعمال الاتجار الداخلي على انها من اعمال الغش وخيانة الائتمان (Boyle, James. (1992)). اذ نص قانون السندات المالية الامريكي لعام 1934 على منع الاتجار الداخلي وتجريمه بعده عملاً غير قانوني، كما نصت على ذلك تعديلات قانون ويليامز لعام 1966، وجاء نص قانون السندات الامريكي في المادة (b)10 لعام 1934 على ان:

"على المطلع (الداخلي)، ان يفصح عن المعلومات الداخلية المادية او ان يتمتع عن الاتجار بها". ووفقاً لنص المادة فالمطلع ليس حكماً ان يكونوا داخل الشركة، انما اي شخص ممكن ان يحصل على معلومات مادية سواء من مصدر داخل الشركة، او من خلال سرقة هذه المعلومات من مصدر اخر، على شرط ان تعتبر هذه المعلومات جوهرية بالنسبة للمستثمرين وتؤثر على قرار المستثمر وحملة الاسهم، وان تكون لدى هذا الشخص النية للخداع والتلاعب والاحتيال، ليعتبر فعله خرقاً وفق قانون السندات الامريكي بموجب المادة انفاً (Meulbroek, Lisa (1992)).

وذهب القانون العام الانكليزي **Common Law**، وهو قانون السابقة القضائية، الى القول وهو (تبرير لعلاقة الاتجار بالإفصاح)، ان اي اتجار داخلي من قبل المدراء او العاملين في الشركة او الموظفين هو خرق لواجبات انتمائية تقع على عاتق هؤلاء، وكان الطريق الاكثر وضوحاً في السوابق القضائية هو انتهاك المدراء للواجبات الائتمانية (منها الإفصاح) من اجل تحقيق الربح من خلال الاتجار، الا ان تطوير هذا التوجه تم إيقافه في سابقة مشهورة هي سابقة **Percival v Wright** (Goulding, p232).

وتتضمن قواعد التسجيل في البورصة الانكليزية **(The Stock Exchange's Listing Rules)**، نصاً صريحاً يتضمن منع المديرين من استخدام المعلومات الداخلية لتحقيق مكاسب خاصة (Goulding, p 233).

ويذهب جانب اخر من الكُتّاب (واغلبهم من الاقتصاديون) الى القول انه على الرغم من تجريم الاتجار الداخلي الى ان لا احد يحدد السبب بوضوح، ويقول ان حتى قرارات المحاكم لا توحى بذلك القدر من الادعاء بأن الاتجار الداخلي ضار جداً، ويبرر من وجهة نظره على الاقل، لماذا يكون الاتجار الداخلي غير قانوني على الاطلاق ويُنتقد من حيث ان العالم يعيش في عالم اقتصادي يقوم بالأساس على القوة بالمعلومة، وهذه القوة غير متساوية، فالبعض قادر على تحويل معلومات معينة الى قدرة على الكسب، ويرى ان الاتجار الداخلي لا يختلف عن مفاهيم السوق العامة (Boyle, p 1429, 1488)، ويعتبر كتاب الاقتصاد تجريم الاتجار الداخلي مسألة تقوم برمتها على قاعدة اخلاقية مئوس من فاعليتها في التطبيق، وتتجاهل هذه القاعدة الاخلاقية اهداف السوق الاساسية القائمة على عدم كفاءة الفرص وعلى عدم تساوي الحصول على المعلومات (Langevoort, Donald C. (1982)).

في حين يبرر القانون في المدرسة الانكولو-امريكية المنع من الاتجار الداخلي بعدّه مستند على قاعدة مفادها ان بعض الاشخاص الذين لديهم معرفة بمعلومات مادية غير معلنة تتعلق بأسهم الشركة اما ان يتمتعوا عن الاتجار بها او يقوموا بإعلانها للعامة، باعتبارها قاعدة لمكافحة الاحتيال (Langevoort, p1). في حين يستند التشريع في المملكة

المتحدة وكذلك القضاء مبرراً مشابهاً تقريباً، بالقول ان السبب في تجريم الاتجار الداخلي هو حماية النزاهة وحماية الثقة العامة في السوق (Goulding, p 234).

ونميل الى رفض فكرة كتاب الاقتصاد جملَةً وتفصيلاً، فالتنافس الاقتصادي واستغلال المعلومة وتحقيق مكاسب في السوق المفتوح، يختلف كلياً عن استغلال معلومات متوفرة لفئة بحكم كونها مدراء لشركة او موظفين فيها، وفق علاقة وكالة عقدية، وتقوم الروابط بينهم على الائتمان، فلا مجال للمقارنة بين الحالتين.

## الفرع الثاني

### تطبيقات قضائية للعلاقة بين حالات الاتجار الداخلي و افصاح ادارة الشركة

#### أ: قضية: CHIARELLA ضد UNITED STATES

تعتبر قضية شياريلا من اهم قضايا الاتجار الداخلي في نطاق المحاكم الامريكية، ومن اهميتها يؤرخ الباحثون التغيرات القانونية قبل القضية ومن ثم ما حدث بعد صدور القرار فيها، اذ نظرت قرار الاستئناف المحكمة العليا الامريكية في العام 1980-1979 (*Chiarella v. United States*, (1980))، ويحدد الكتاب انعكاسات مهمة للقضية منها انها جعلت الواجبات الانتمائية محل اهمية قصوى عند النظر الى من يخرقها من قبل القضاء الامريكي، كما انها اثارت الكثير من التساؤلات حول مدى صحة العديد من الافتراضات الخاصة بما هو ممنوع من اعمال الاتجار الداخلي (Langevoort, p 11).

وملخص القضية ان فنسنت شياريلا هو موظف ترميز وطابعة في شركة باندك بريس، بين عامي 1975-1976، وقد ارسلت له ادارة الشركة وثائق تتعلق بخمسة عروض استحواذ، وتم اخفاء اسماء الشركات التي تقدم عروض الاستحواذ ولم ترسل الاسماء كاملة الا ليلة الاعلان الا ان كان بإمكان شياريلا استنتاج اسماء الشركات الخمسة قبل ليلة الاعلان، فعمد الى شراء اسهم الشركات التي كانت مستهدفة بالاستحواذ وكانت قيمة اسهمها متدنية، ثم باع قيمة هذه الاسهم عند الاعلان عن نتائج الاستحواذ فحقق شياريلا بناءً على هذه المعلومات ارباحاً وصلت الى 30.000 دولار في غضون 14 شهراً، وعند تحري لجنة السندات المالية الامريكية عن اعماله اكتشفت عام 1977 عملية الاتجار وبناءً على اتفاق مع اللجنة اعاد المبالغ التي حققها كأرباح الى حساب المساهمين، وغادر الشركة في نفس اليوم، ثم احيل الى المحكمة ووجهت له لائحة اتهام وادين بجميع التهم الموجهة له، واكدت محكمة استئناف الدائرة الثانية قرار الادانة (*Chiarella v. United States*, (1980)).

وكانت التهمة الاساسية الموجه له هو اختلاس معلومات مهمة غير معلنة كافية لتوصف تصرفاته بالاحتيال Fraud، كما ان عدم الافصاح العلني عن المعلومات يعد ايضاً من اعمال الاحتيال، ورغم ان محامي الدفاع قدم للمحكمة ان تصرف شياريلا هو تملك غير مشروع، الا ان لسوء عرضه للفكرة رفضت المحكمة نظرية الدفاع وحكمت بإدانة شياريلا.

وعلى الرغم من الانتقادات التي وجهت للقرار على انه غير متسق ولم يضع اطاراً قانونياً لما يعد من اعمال الاتجار الداخلي (Langevoort, p17)، الا انه يبقى موقف القضاء الامريكي محترماً حيال وقوفه هذا الموقف الصارم من أي عملية تلاعب او احتيال Fraud او استغلالاً للمعلومات كان من الواجب الافصاح عنها لا استغلالها

للمصلحة الخاصة، اما باقي النقاشات فهي نقاشات لتأسيس اطار قانوني وتفاصيل هذا الاطار، وهي ليست محل بحثنا هنا، فما نحاول ان نعرضه من خلال موقف القضاء هو الرابط بين أي معلومة كان من المفترض الافصاح عنها واستخدمها احد من الادارة لتحقيق مصالحه الخاصة، فانه يعد اتجاراً داخلياً غير مشروع.

#### ب: قضية DIRKS ضد SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

تعد قضية دركس اول قضية توضع فيها المحكمة العليا معيار يحدد من يتحمل المسؤولية من الاشخاص الذين ليسوا من المطلعين داخل الشركة، والذين يتلقون معلومات مادية غير معلنة من طرف داخلي، فأن تصرفهم يخضع ضمن اعمال الاحتيال (Hiler, Bruce A.(1984)). نظرت القضية المحكمة العليا في الولايات المتحدة عام 1983 (Dirks v. SEC, (1983)).

اما ملخص القضية فـ(دركس) هو مضارب بالأسهم كما انه محلل في سوق الاوراق المالية في نيويورك، تم رسمياً مراقبته من لجنة السندات المالية الامريكية بسبب قيامه بالحصول على معلومات مادية وغير معلنة من رونالد سكريست وقام بتمرير هذه المعلومات لزملائه ولزبائنه تفيد ان اصول التمويل الخاصة بشركة تمويل امريكية هي اصول مبالغ فيها، وبعد تمرير دركس لهذه المعلومات قام زملائه وزبائنه ببيع اسهم هذه الشركة بمبلغ وصل الى 16 مليون دولار، مما جنبهم خسائر فادحة (Hiler, p 293). فتم تجريم دركس ليس على اساس انه اتجار داخلي لأنه لا يعمل داخل الشركة، انما ما فعله دركس فهو مخالفته بالإفصاح عن معلومات، المفروض ان يلتزم حيالها الصمت، او عدم الاتجار، واعادت المحكمة ذات نهج الحكم الذي اتبعته في قضية شياريلا، باستثناء ان دركس ليس من داخل الشركة مما يعني ان المحكمة وسعت من نطاق الكشف عن معلومات مادية غير معلنة باي شكل يؤدي الى ضرر في السوق، او الى تكسب جهة دون اخرى من المعلومات التي يتم تمريرها، وانصب اهتمام المحكمة في هذا القرار على تعزيز كفاءة السوق وضمان سلامته وحماية المستثمرين من خلال التحديد الدقيق للاستعمال الانتقائي للمعلومات السرية من قبل جميع المطلعين، وان هذا القرار جاء في ضوء قوانين مكافحة الاحتيال في قوانين السندات المالية الامريكية (Hiler, p 298).

بمعنى ان هذا القرار لم يأت منصباً بالأساس على فعل الاتجار الداخلي بقدر تركيزه على الإفصاح، فالإفصاح عن معلومات مادية غير معلنة تؤدي الى تكسب جزء من المستثمرين وخسارة الاخرين، وهو بحد ذاته عمل يجرمه القضاء الامريكي، ونحن نؤيد هذا الموقف رغم اعتراضات الفقه المتعددة في وجوب محاسبة من مرر المعلومة وغيرها من التفاصيل الاخرى.

### خاتمة

يعد الافصاح ركن اساسي ومحوري في القوانين الانكليزية والامريكية، واحد الواجبات الائتمانية على عاتق الشركة مدراءها وادرتها وموظفيها، الا انه اكثر تشريعاً في القوانين الامريكية، في حين لا تزال المملكة المتحدة تتبع نظام السابقة القضائية وقل ميلاً للتشريع، ومع هذا عندما تعلق الامر بالواجبات الائتمانية لمدراء الشركة والموظفين والعاملين فيها فقد سارعت الى تقنينها عام 2006، وبما ان الافصاح احد هذه الواجبات فخرقه يؤدي الى خرق بالواجبات الائتمانية، كما ينتج عن عدم الافصاح علاقة وطيدة بالاتجار الداخلي، ويلاحظ ان النظام القضائي في أنظمة الشرائع العامة لم يجرم افعال المدراء حصراً انما امتد لتجريم افعال كل العاملين في الشركة، وحتى غير العاملين. وهي سابقة للقضاء والقوانين الانكلوسكسونية بشقيها الانكليزي والامريكي في سعيها الى محاسبة ادارة الشركة، وكل المتلاعبين بالأسواق، مما يؤدي الى وجود نظام اقتصادي قوي بعيداً قدر الامكان عن الهزات، وحرى بمشرعينا وقوانيننا ان تنتظر الى ردة الفعل التشريعية القوية والقرارات القضائية الصارمة ومحاولة الاقتباس منها او في حدها الأدنى التأثير بحرصها، وخصوصاً فيما يتعلق بضرورة الافصاح عن معلومات بشكل متساوٍ بين المستثمرين، وتجريم افعال الاتجار بمعلومات مادية غير معلنه لتحقيق ربح وتكسب منها.

### نتائج:

- 1- ان فعل الاتجار الداخلي هو خرق للواجبات الائتمانية على عاتق المدراء والموظفين والعاملين في الشركة، ومنها واجب الافصاح.
- 2- ان الالتزام بالنزاهة وهو جوهر الافصاح امر ملزم قانوناً، يوجب الادانة وليس مجرد اعتبارات اخلاقية لا قيمة لها امام القضاء، وخصوصاً قضاء أنظمة الشرائع العامة.
- 3- تقوم نظرة القضاء وكذلك التشريع في أنظمة الشرائع العامة، على جانب اخلاقي نابع من قضاء العدالة، وهو نوع من انواع القضاء في هذه الأنظمة، ولا يوجد شبيهه او مثيل له في أنظمة القوانين اللاتينية ومنها قوانيننا العربية، وقانوننا العراقي.

### المراجع

#### أ: المراجع باللغة العربية:

1. ايرام. ميلليستين و جي. دي، دور مجالس الإدارة والمساهمين في حوكمة الشركات، الفصل الثاني حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، واشنطن D.C، 2003، ص32.
2. حسني المصري، دراسة حول نظم الترس في قانون الشركات الانجلو-امريكي وقانون التجارة الدولية مع المقارنة بالقانون المصري، مجلة العلوم القانونية والاقتصادية، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد الاول والثاني، 1985.

#### ب: المراجع باللغة الاجنبية:

**الكتب:**

1. **Goulding**, Simon. *Company law*. Cavendish Publishing Limited, 1999. p11.  
Mahoney, Paul G. "Mandatory disclosure as a solution to agency problems." *The University of Chicago Law Review* 62, no. 3 (1995): 1047-1112.
2. **Mallor**, Jane, A. James Barnes, L. Thomas Bowers, and Arlen Langvardt. *Business law*. McGraw-Hill Higher Education, 2012.p1027.

**البحوث:**

1. **Adina**, Popa, and Peres Ion. "Aspects regarding corporate mandatory and voluntary disclosure." *Annals of the University of Oradea: Economic Science* 3, no. 1 (2008): 1407-1411.
2. **Arden**, Mary. "Companies Act 2006 (UK): A New Approach to Directors' Duties." *AUSTL. LJ* 81 (2007): 162-163.
3. **Bebchuk**, Lucian A., and Assaf Hamdani. "Federal Corporate Law: Lessons from History." *Columbia Law Review* (2006): 1793-1838.
4. **BENY**, LAURA. "DO INSIDER TRADING LAWS MATTER? SOME PRELIMINARY COMPARATIVE EVIDENCE." *Ann Arbor* 1001: 48109.
5. **Beveridge Jr**, Norwood P. "The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction." *DePaul L. Rev.* 41 (1991): 655.
6. **Black**, Bernard S. "The Principal Fiduciary Duties of Boards of Directors." *Asia Bus. L. Rev.* 33 (2001): 3-9.
7. **Boyle**, James. "A theory of law and information: Copyright, spleens, blackmail, and insider trading." *California Law Review* (1992): 1413-1540.
8. **Brudney**, Victor. "Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law." *Boston College Law Review* 38, no. 4 (1997): 595.
9. **Carter**, John C. "The Fiduciary Rights of Shareholders." *Wm. & Mary L. Rev.* 29 (1987): 823.
10. **Cheng**, Qiang, and Kin Lo. "Insider trading and voluntary disclosures." *Journal of accounting research* 44, no. 5 (2006): 815-848.
11. **Cieri**, Richard M., Patrick F. Sullivan, and Heather Lennox. "The fiduciary duties of directors of financially troubled companies." *Journal of Bankruptcy Law and Practice* 3, no. 4 (1994): 405-422.

12. **Easterbrook**, Frank H., and Daniel R. Fischel. "Mandatory disclosure and the protection of investors." *Virginia Law Review* (1984): 669-715.
13. **Eisenberg**, Melvin A. "Corporate law and social norms." *Columbia Law Review* (1999): 1253-1292.
14. **Etebari**, Ahmad, Alireza Tourani-Rad, and Aaron Gilbert. "Disclosure regulation and the profitability of insider trading: Evidence from New Zealand." *Pacific-Basin Finance Journal* 12, no. 5 (2004): 479-502..
15. **Hermalin**, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. "Information disclosure and corporate governance." *The Journal of Finance* 67, no. 1 (2012): 195-233.
16. **Hiler**, Bruce A. "Dirks v. SEC-A Study in Cause and Effect." *Md. L. Rev.* 43 (1984): 292.
17. **Langevoort**, Donald C. "Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chiarella Restatement." *California Law Review* 70, no. 1 (1982): 1-53.
18. **Lubben**, Stephen J., and. Darnell, Alana J. "Delaware's Duty of Care." *Del. J. Corp. L.* 31 (2006): 589.
19. **Macey**, Jonathan R. "From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading." *Hofstra L. Rev.* 13 (1984): 9.
20. **Meulbroek**, Lisa K. "An empirical analysis of illegal insider trading." *The Journal of Finance* 47, no. 5 (1992): 1661-1699.

السوابق القضائية:

1. **Chiarella** v. United States, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L. Ed. 2d 348 (1980).
2. **Dirks** v. SEC, 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255, 77 L. Ed. 2d 911 (1983).

المعاجم:

1. **A Plain English Guide to Legal Terms.** National Adult Literacy Agency, 2003, p32.
2. Burton's Legal Thesaurus, 4E. S.v. "insider trading." Retrieved April 19 2017.

التشريعات:

1. Companies Act 2006, Chapter 46, Part 43 Transparency Obligations And Related Matters, article 1269-1273. Available at:  
[www.imolin.org/doc/amlid/UK\\_Companies\\_Act\\_2006.pdf](http://www.imolin.org/doc/amlid/UK_Companies_Act_2006.pdf)