مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقاً للتشريع السوري (مفهومه وأنواعه)
اسم الكاتب: د. محمد قرباش، همام القوصي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4297
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 10:25 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (33) العدد (4) 2011
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (33) No. (4) 2011

الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية وفقاً للتشريع السوري (مفهومه وأنواعه)

الدكتور محمد قرباش*
همام القوصي**

(تاريخ الإيداع 28 / 3 / 2010. قُبِل للنشر في 18 / 4 / 2011)

□ ملخّص □

يدرس هذا البحث موضوع الالتزام القانوني بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية المؤثِّرة في سوق الأوراق المالية، والتي تعطي المتعامل في السوق إمكانية اتخاذ قراره الاستثماري.

حيث إنَّ المشرع يريد أن يتَّخذ المستثمر قراره على بيِّنة ودراسة للمركز المالي الحقيقي المتعلِّق بمُصدر الأوراق المالية، وأن لا يتم التغرير به، وخداعه بمعلومات مُضلِّلة، ولذلك قام المشرع بإقرار الالتزام القانوني بالإفصاح عن المعلومات التي تهم المستثمرين، ووضعه على عاتق جميع مُصدري الأوراق المالية المُدرجين في السوق.

ولذلك، سوف نقوم بدراسة هذا الالتزام القانوني بالإفصاح، من حيث مفهومه العام، وتفصيلاته، كما ندرس أنواعه وذلك من وجهة نظر المشرع السوري، ومدى توفيقه بوضع هذه القواعد القانونية، لنصل في النهاية إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

ومن أهم الاستنتاجات التي توصَّلنا إليها: تعريف قانوني خاص بالإفصاح، وضرورة اشتراط صفة التأثير على معلومات الإفصاح، وإقرار إلزامية الإفصاح الربع سنوي، واستخدام الوسائل الإلكترونية فيما يتعلَّق بالإفصاح الفوري الطارئ، وأنَّ الإفصاح كالتزام قانوني أكثر صرامة من الشفافية.

وقد تمَّ إجراء البحث في مدينة حلب، واستغرق شهراً لإعداده.

الكلمات المفتاحية: التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية، الإفصاح، الشفافية.

* **مدرس– قسم القانون التجاري– كلية الحقوق– جامعة حلب– حلب– سورية.**
** **طالب دراسات عليا (ماجستير)– قسم القانون التجاري– كلية الحقوق– جامعة حلب– حلب– سورية.**

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (33) العدد (4) 2011
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (33) No. (4) 2011

The Legal Obligation to Disclose in the Securities Exchange in Accordance with Syrian Legislation (Concept and Types)

Dr. Mohamed Karabash*
Humam Alqussi**

(Received 28 / 3 / 2010. Accepted 18 / 4 / 2011)

□ ABSTRACT □

This research examines the subject of the legal obligation to disclose material affecting information on the securities exchange, and which gives the ability to the trader at the market to take his investment decision.

That is, the legislator wants the trader to take his decision on aware of a study of the financial position on the issuer of securities, and not be seduced by, and misled with false information, and for that reason the legislator issue an obligation to disclose all material information which makes a difference for investors.

Therefore, we will study the legal obligation to disclose, in terms of common sense, and its specificity, as we study different forms from the perspective of Syrian law, and how to the extent of successfulness of making this legal rules, and finally reach to a set of conclusions and recommendations.

One of the main conclusions we reached is the following: a legal definition of disclosure, the necessity of conditioning the effect of the disclosure information, the adoption of obligatory disclosure of quarterly, the use of electronic means with the immediate disclosure, and that the disclosure as a legal obligation is more stringent than the transparency.

The research was conducted in the city of Aleppo, and it took months to prepare.

Kay words: Securities Exchange Legal Regulation, Disclosure, Transparency**.**

*Assistant, Faculty of Commercial Law, College of Law, Aleppo University, Aleppo, Syria
**Postgraduate Student, Faculty of Commercial Law, College of Law, Aleppo University, Aleppo, Syria.

مقدمة:

تحتوي سوق الأوراق المالية على عدد من مُصْدِرِي هذه الأوراق (مثل الشركات المساهمة)، وعدد من أدوات التداول التي يتم إصدارها، ويكون المتعامل في السوق حُرَّاً في قيامه بأي عملية تداول، سواءً بشراء هذه الأوراق المالية أم ببيعها أم مجرد الاحتفاظ بها.

ولذلك، يتَّخذ المتعامل قراره الاستثماري الخاص بإحدى الأوراق المالية عبر دراسة جميع المعلومات والبيانات المتعلِّقة بمُصدر هذه الأوراق المالية، وبهذه الأوراق بالذات، وبهذا يحاول الوصول إلى تحليل مالي مدروس يساعده في استشفاف المستقبل واتخاذ القرار الصحيح.

وعلى هذا، يبدو لنا أنَّ تواجد المعلومات الكافية والصحيحة في سوق الأوراق المالية يعد من أركان قيام سوق عادل وشفاف، ولذلك يسعى المشرع على الدوام بإحاطة المستثمرين في السوق بأحدث وأوثق المعلومات الخاصة بالأوراق المالية المُدرجة فيه.

ولن يتم هذا الأمر إلاَّ بوجود التزام قانوني على عاتق مُصدر الأوراق المالية وغيره من الأشخاص بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية الهامة والتي يمكن أن تؤثر على قرار المستثمرين،... فما هو الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية من وجهة نظر المشرع السوري، وكيف يتم اعتبار المُصدر وغيره من الملتزمين قانوناً بالإفصاح في موقع الكاتم للمعلومات والمنتهك لواجب الإفصاح والمخالف للقانون وبالتالي المستحق للعقوبة؟، هذا ما سوف نجيب عنه من خلال هذا البحث.

أهمية البحث وأهدافه:

تظهر أهمية البحث في الالتزام القانوني بالإفصاح بضرورة معرفة حدود المسؤولية الملقاة على عاتق عدد من الأشخاص بالسوق، ومعرفة حقوق جمهور المتعاملين في السوق بالحصول على المعلومات وبالبيانات اللازمة لقيامهم باستثمار واعي، وكذلك تظهر أهمية خاصة بهذا الموضوع، تتمثَّل بأنَّه يشكل الأساس في ضمان وجود سوق مالية خالية من احتكار القِلَّة للمعلومات الجوهرية.

تتمثَّل أهداف البحث بالدراسة المتعمِّقة للالتزام القانوني بالإفصاح في ظل القانون والقرارات الصادرة من المشرع السوري، بهدف الوصول إلى نص قانوني خالي من الثغرات، يسمح لجمهور المستثمرين بالتمتُّع بمبدأ المساواة في الحصول على المعلومة في سوق الأوراق المالية.

منهجية البحث:

سيتم اتخاذ المنهج الوصفي التحليلي بشكل أساسي لحل إشكالية البحث وذلك بدراسة الموضوع من خلال الدراسات السابقة للموضوع، أو التي تتعلَّق به من بعض النواحي.

وعلى هذا سوف نقوم بتقسيم البحث إلى مبحثين ندرس فيهما مفهوم الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، وندرس بعدها أنواع هذا الإفصاح الذي أقرَّ القانون وجوبه.

المبحث الأول: مفهوم الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية:

يُعدُّ الإفصاح فيما يخص سوق الأوراق المالية، من أهم المفاهيم التي يحيطها الغموض والتعقيد والأهمية.

وقد لا يعرف جمهور المستثمرين ما يعنيه هذا المفهوم بالضبط، ولذلك قد يتنازلون عن حقوق مُقرَّة لهم وفق القانون بغير علم، ولذلك علينا أن نزيل ما يحيط بهذا المفهوم من غموض ولبس.

ولتحقيق هذا الهدف سوف نبحث في تعريف الالتزام القانوني بالإفصاح، وفي تفريق هذا الالتزام عن غيره من المفاهيم المشابهة، في الفقرتين التاليتين.

المطلب الأول: تعريف الالتزام القانوني بالإفصاح:

للوصول إلى رؤية شاملة فيما يخص تعريف الإفصاح كالتزام قانوني موجود في سوق الأوراق المالية لحماية مصالح المستثمرين ولتحقيق المساواة بين المتعاملين فيه، حيث إنَّ من شروط نشر الحرية في السوق وضمان تكافؤ الفرص والقضاء على محاولات التلاعب والغش فيه، توفير المعلومات والبيانات للعموم[1]، وعدم وجود تفاوت في المعلومات بين الشركة المُصدرة وأصحاب المصالح فيها[2].

وعلينا البحث في ماهية الإفصاح وشروط المعلومات التي تتضمنه حتى نحيط مفهوم الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، وذلك في الفقرتين التاليتين.

أولاً: ماهية الإفصاح:

لم ينص المشرِّع السوري في قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم 22 لعام 2005 على تعريف للإفصاح.

إلاَّ أنَّه اعتبر في المادة الثالثة منه أنَّ من الأهداف الأساسية للهيئة تحقيق الشفافية في السوق، كما أنَّه أعطى الهيئة صلاحية تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

وعلى هذا فقد أوضح قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية الطابع الإلزامي للإفصاح الكامل، لأنَّه كلَّف الهيئة بتنظيمه ومراقبته.

ولكن القانون السابق اكتفى بذكر الإفصاح الكامل المُتَعَلِّق بالأوراق المالية، دون ذكر تفاصيل هذا الإفصاح وأنواعه.

ولذلك نصَّت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق السورية لعام 2006 على تعريف صريح للإفصاح في المادة الأولى منها، حيث اعتبرت هذه التعليمات أنَّ الإفصاح هو: "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمَّنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية...".

ومن الواضح أنَّ التعريف السابق قد وضع مفهوماً عاماً للإفصاح، وبعض الحالات التفصيلية التي يتضمَّنها.

فالإفصاح بشكل عام إذاً هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، وبهذا تمَّ تضمين واجب الإفصاح عن المركز المالي لمُصدري الأوراق المالية بالإضافة إلى المعلومات التي تخص هذه الأوراق.

ثانياً- ماهية معلومات الإفصاح:

كمثال لهذه المعلومات ذكرت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق السورية لعام 2006 البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات، وهي من أهم مصادر المعلومات التي تعطي المستثمر الذي يُحَلِّلها معرفة شاملة للمركز المالي لمُصدر الأوراق المالية. كما أنَّها قد تجذب المستثمرين الجدد وتعطي رؤية واضحة لأعمال الشركة وبشكل خاص الوضع المالي لها[1].

ومن الجيد اشتراط أن تكون المعلومات موضوع الالتزام بالإفصاح، مؤثِّرة على سعر الأوراق المالية، لأنَّ في ذلك توضيحاً لحدود الالتزام بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية التي قد تؤثِّر في قرار المستثمر.

فالمعلومة التي يجب أن يتم الإفصاح عنها لكي يستطيع المستثمر أن يتَّخذ قراراً سليماً، هي المعلومة التي يحتمل أن تؤثِّر على القيمة السوقية للورقة المالية[3]، وذلك يمنع استغلال المعلومات وتحويلها إلى ميزة شخصية[4].

وقد شدَّد مفهوم الإفصاح حسب التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق المالية على ضرورة تعميم الكشف عن المعلومات للجمهور، وأن لا يقتصر على فئة محددة.

فالمعلومات ليست مخصَّصة للمساهمين في الشركة فقط بل فهناك أشخاص يتتبَّعون أخبار الشركات التي تعرض أسهمها عليهم[1]، وهم المستثمرون المحتملون[5].

وقد نوَّه نظام الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2010 في الفقرة ب من المادة الثانية منه على ضرورة التحقق من أنَّ المستثمرين المحتملين يحصلون على معلومات كافية تمكنهم من القيام بالتقدير المناسب والدقيق لطبيعة الورقة المالية المزمع إدراجها.

وفي هذا حماية لجمهور المستثمرين والذين قد ينوون التعامل على إحدى الأوراق المالية، وهو تكريس لمبدأ المساواة في الحصول على المعلومة في سوق الأوراق المالية. ويصبح عندها السوق كفئاً لأنَّ أسعاره ستعكس كل المعلومات المتاحة[6].

ولكي نعرف الإفصاح جيداً ونحدد ملامحه كالتزام قانوني، يجب أن نظهر المفاهيم القانونية التي تتقارب معه ببعض الأمور لكنها تختلف عنه، وذلك في الفقرة القادمة.

المطلب الثاني: تمييز الإفصاح عن غيره من المفاهيم:

يرتبط الإفصاح بشكل خاص مع مفهومي الشفافية والتضليل وسوف نقوم بإظهار الفرق بين هذه المفاهيم في الفقرتين التاليتين.

أولاً: تمييز الإفصاح عن الشفافية:

تعتبر سوق الأوراق المالية أنَّه ذو كفاءة كاملة إذا كانت المعلومات المؤثِّرة متاحة فيه، في وقت واحد وبدون تكاليف[7].

وهذا يضع على عاتق الملتزم بالإفصاح أن يتعهَّد بتقديم المعلومات وإيصالها بشكل دوري، حتى في الحالات الاستثنائية، وذلك إلى الجهات الرقابية، بالإضافة إلى التزامها بتعميم هذه المعلومات على المساهمين والجمهور، وهذا هو جوهر الالتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية[5].

أمَّا الشفافية فهي عدم حجب المعلومات وإتاحة الفرصة للراغبين بالإطلاع عليها، وذلك باستثناء المعلومات التي قد تضر الشخص المُفصح عنها، فيجوز عندئذ الاحتفاظ بسريتها[5]، وينتج عن انتشار الشفافية في السوق تخصيص مدخرات المستثمرين بالشكل الصحيح والأمثل مع مرور الوقت[4].

ولم تغفل التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام 2006 اعتبار تحقيق الشفافية من أهداف الهيئة، وذلك في الفقرة الأولى من المادة الثانية من هذه التعليمات.

ومن الواضح أنَّ الإفصاح كالتزام قانوني أكثر صرامة من الشفافية، وذلك لأنَّه يضع على عاتق الملتزم به واجبات ثقيلة من حمل المعلومات الجوهرية لجمهور المستثمرين.

وبهذا يتخطَّى الالتزام بالإفصاح مرحلة الشفافية، التي تعني ببساطة أن يكون الشخص شفافاً لما يحدث في داخله، ولذلك يعني الإفصاح لدى بعضهم أن تكون الشركة شفافة[8].

وعلى هذا، فإنَّ مُصدر الأوراق المالية الذي يقوم بمتطلَّبات الإفصاح بشكل كامل وفي الوقت المناسب يعد قد أوفى بمتطلَّبات الشفافية، ولكن ليس من الضروري للمُصدر الشفاف أن يكون قد قام بكل واجباته التي يفرضها عليه الالتزام بالإفصاح.

ولذلك يعد كل شخص مُفصح شفَّافاً، ولكن لا يعد كل شخص شفَّاف مُفصحاً.

ثانياً: تمييز الإفصاح عن التضليل:

ومن جهة أخرى، يظهر لنا مفهوم التضليل كمفهوم معاكس للإفصاح الحقيقي، حيث قامت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام 2006 في المادة الأولى، بتعريفه بأنَّه: "أي بيان غير صحيح يتعلَّق بمعلومة جوهرية أو أي حذف لمعلومة جوهرية أو أي إخفاء لمعلومة أخرى لازمة".

وعلى هذا، قد يظهر الإفصاح بمظهر حقيقي، ولكنَّه في الواقع ما هو إلاَّ تضليل، ولذلك يجب أن يكون المستثمر حذراً عند تحليل المعلومات لأنَّ بعض المنشآت تعطي مظهراً خادعاً لمركزها المالي[7].

وهنا تظهر خطورة التضليل الفعليَّة، حيث إنَّ المستثمرين يتلقون المعلومات على اعتبار أنَّها إفصاح صادق عن المركز المالي للمُصدر أو عن معلومة حساسة، ولكن الحقيقة هي أنَّ هذا الإفصاح ما هو إلاَّ تضليل يستهدف دفع المتعاملين في السوق إلى اتخاذ قرار استثماري يخدم مصلحة الجهة المُضلِّلة.

ولذلك يعد التضليل عبر الإفصاح المشوَّه مخالفة لأحكام القانون، وقد وضع لها قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام 2005 في المادة الثامنة عشرة له بعد تعديله بالمرسوم رقم 50 لعام 2009، عقوبة جزائية قد تصل للحبس ثلاثة سنوات والغرامة ثلاثة ملايين ليرة سورية.

وبعد أن تعرَّفنا على مفهوم الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية علينا الآن أن نبحث في أنواع الإفصاح موضوع هذا الالتزام، وذلك في المبحث التالي.

المبحث الثاني: أنواع الإفصاح في سوق الأوراق المالية:

ألزم قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم 55 لعام 2006 في الفقرة أ من المادة الخامسة والستين منه جميع الشركات المُصدرة للأوراق المالية بوضع سياسة مكتوبة للإفصاح والاحتفاظ بها، وذلك للإيفاء بمتطلبات الإفصاح، ولكن الالتزام بالإفصاح له أنواع مختلفة يتوجَّب على الملتزمين القيام بها.

ونستطيع فرز أنواع الإفصاح إلى مجموعتين رئيستين، تضم كل منهما نوعين من الإفصاح، المجموعة الأولى هي أنواع الإفصاح بالنسبة لطبيعة معلوماته، والثانية هي أنواع الإفصاح بالنسبة لوقته، وسوف ندرس هاتين المجموعتين في الفقرتين التاليتين.

المطلب الأول: أنواع الإفصاح بالنسبة لطبيعة معلوماته:

ينقسم الإفصاح بحسب طبيعة المعلومات الواردة فيه إلى إفصاح عن معلومات مالية (الإفصاح المالي)، وإفصاح عن معلومات غير مالية (الإفصاح غير المالي)، وسوف ندرسهم في الفقرتين التاليتين.

أولاً: الإفصاح المالي:

يسمَّى الإفصاح المالي بهذا الاسم لأنَّه يتمثَّل بالمعلومات التي تتعلَّق بالمركز المالي لمُصدر الأوراق المالية ونتاج أعمالها، وذلك عبر البيانات المالية الخاصَّة بالمُصدر.

وبالنسبة للشركات المساهمة، يعد إفصاحاً مالياً على سبيل المثال الإعلان عن الميزانية العامة أو حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل) أو قائمة التدفق النقدي أو بيان التغيرات في حقوق المساهمين، بالإضافة إلى الإيضاحات المتعلِّقة بالبيانات المالية.

فهذه البيانات يجب أن تدقَّق من مفتش حسابات الشركة مقارنة مع السنة السابقة، وذلك حسب الفقرة ج من المادة السابعة من نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام 2006.

وفي سبيل التأكُّد من صحة المعلومات وحماية جمهور المستثمرين من التضليل عبر الإفصاح المالي، وبشكل خاص التلاعب بالتقارير المالية[4]، أوجب نظام الإفصاح المذكور أيضاً على مجلس إدارة الشركة المُصدرة تضمين التقرير السنوي لها بثلاثة إقرارات مذكورة في الفقرة هـ من المادة السابعة من هذا النظام.

ويتعلَّق الإقرار الأوَّل بعدم وجود أسباب جوهرية قد تؤثر على استمرارية الشركة خلال السنة المالية التالية، وهو ما يضمن عدم وجود سبب محتمل قد يؤدي إلى انتهاء الشركة.

أمَّا الإقرار الثاني فيقر فيه مجلس إدارة الشركة المُصدرة بمسؤوليته عن إعداد البيانات المالية وتوفير نظام رقابة فعَّال في الشركة، وهو يضع كل المسؤولية عن نشر المعلومات المُضلِّلة على مجلس إدارة الشركة.

بينما يجب أن ينص الإقرار الثالث على صحة ودقة واكتمال المعلومات والبيانات الواردة في التقرير موقع من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والمدير المالي للشركة، وهو ما يؤكد مسؤولية مسيِّري الشركة على صحة إفصاحها المالي.

وبذلك يتم التأكيد على الرأي الذي يستوجب أن تتم حركة سوق الأوراق المالية في ظل المنافسة الحرة بشكلها التام[9].

ثانياً: الإفصاح غير المالي:

يعني الإفصاح غير المالي نشر معلومات تتعلَّق بنشاط الشركة ومعلومات مسيِّريها وكبار المستثمرين فيها.

وبالتالي يعد إفصاحاً غير مالي وصف أنشطة الشركة الرئيسية وأماكنها الجغرافية والوضع التنافسي للشركة، وكذلك أسماء أعضاء مجلس الإدارة، والمساهمين بأكثر من 5% فأكثر من الأسهم المُصدرة من الشركة مقارنة مع السنة التي قبلها[9].

وهذه المعلومات يُلزم المُصدر على الإفصاح عنها ليس بهدف إظهار المركز المالي للشركة، ولكن بهدف إيضاح بعض النقاط المهمة التي يجب إطلاع جمهور المستثمرين عليها.

فالإفصاح عن أسماء أعضاء مجلس الإدارة وكبار المساهمين في الشركة على سبيل المثال، يساعد في مراقبة تعاملاتهم في سوق الأوراق المالية.

وهذا ما يطرح الشفافية في السوق ويجعل تعاملات هؤلاء الأشخاص غير المشروعة من الوضوح بحيث تسهل ملاحقة القائم بها ومحاسبته.

ومن الواضح أنَّ الإفصاح غير المالي، والذي لا يتضمَّن معلومات مالية فنيَّة، يساعد المستثمر على اتخاذ قراره فيما يخص التعامل على الأوراق المالية، فعلى الرغم من أنَّ هذه المعلومات لا تدخل في تفاصيل الأرقام الخاصة بالمعلومات المالية، إلاَّ أنَّها قد تكون أكثر أهمية منها في بعض الحالات.

كما يُخشى من استفادة المُصدر منها عندما يقوم بشراء أسهمه في أوقات هبوط أسعارها[8]، فيقوم عندئذ باستغلال معلوماته الداخلية لمصلحته، ويخشى كذلك قيامه بالإدعاء بقوة مركزه المالي عبر معلومات كاذبة ومضللة[10].

ولذلك يُلزم المُصدر أن يقوم بالإفصاح السليم عن هذه المعلومات للعموم قبل دخوله للسوق مشترياً أوراقه المالية.

ولا تقتصر أنواع الإفصاح على مجموعة المعلومات المالية وغير المالية، حيث تبرز مجموعة أخرى من أنواع الإفصاح تتعلَّق بوقت الالتزام بالإفصاح سوف ندرسها في الفقرة التالية.

المطلب الثاني: أنواع الإفصاح بالنسبة لوقت الالتزام به:

ينقسم الإفصاح بحسب وقت الالتزام به إلى إفصاح دوري اعتيادي وإلى إفصاح فوري يجب نشر المعلومات من خلاله بشكل طارئ، وسوف ندرس هذين النوعين في الفقرتين التاليتين.

أولاً: الإفصاح الدوري:

يمكننا تعريف الإفصاح الدوري بالإفصاح المالي الذي يجب أن يتم كل فترة زمنية معينة.

وبالإضافة إلى الإفصاح الدوري السنوي، يتوجَّب على الشركات حسب الفقرة أ من المادة 12 من نظام الإفصاح في سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2006 إعداد وتزويد هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بتقرير نصف سنوي مقارن ونشره خلال فترة لا تتجاوز الشهر من انتهاء هذه الفترة.

وفي الحقيقة يعد الإفصاح السنوي مرجعاً مالياً هامَّاً للمستثمر حتى يتخذ قراره السليم بعد دراسته ومقارنته مع السنوات السابقة، بينما يظهر الإفصاح نصف السنوي كإفصاح ضروري لإظهار تطور أعمال الشركة منذ آخر إفصاح سنوي لها.

والإفصاح عن البيانات هذه بالإضافة إلى تحقيقه درجة عالية من العدالة، فإنَّه يمنع تشكُّل سعر بعيد عن الواقع للورقة المالية، فيتشكَّل أفضل سعر بالنسبة لبائع الورقة المالية ولمشتريها[11].

وهو سعر التوازن الذي ينشأ بفضل الإفصاح السليم عن معلومات الشركة المالية بصفة خاصة، والتي تقوم شركات نشر المعلومات المالية فيها بدور البطولة فيما يخص تحليل وتداول المعلومات التجارية[10].

ومن الجيد أنَّ نظام الإفصاح السوري قد أخذ بإلزامية الإفصاح نصف السنوي، لأنَّ المستثمر بدونه سيبقى عاماً كاملاً بدون معلومات مالية تُظهر ما يجري في الشركة المُصدرة.

ولم يكتف نظام الإفصاح بذلك، بل أعطى هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية أيضاً في الفقرة ج من المادة 12 منه صلاحية الطلب من أي شركة بتقديم تقرير ربع سنوي مقارن لنتائج أعمالها ونشر هذا التقرير في فترة لا تتجاوز شهراً من تاريخ تلك الفترة، مشيرةً إلى ماهية البيانات والمعلومات التي يجب أن يتضمنها هذا التقرير.

وبالتالي تستطيع الهيئة إيضاح تفاصيل أعمال بعض الشركات التي تختارها الهيئة، وذلك لكي تُطلع المستثمر على أحدث التطورات فيها كل ربع سنة، وهي مدة جيدة لمراقبة بيانات الشركة ومقارنتها.

لذلك نقترح جعل الإفصاح الربع سنوي إلزامي مثل الإفصاح السنوي والنصف سنوي، وهو ما أخذ فيه مؤخراً نظام قواعد وشروط إدراج الأوراق المالية في سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2010 إذا كانت الشركة مُدرجة في السوق النظامية، وذلك في الفقرة ج من المادة الثانية والثلاثين منه، وننتقل الآن لشرح نوع آخر من الإفصاح وهو الإفصاح الفوري أو الطارئ.

ثانياً: الإفصاح الفوري (الطارئ):

وهو الإفصاح عن المعلومات والقرارات الصادرة عن الشركة المُدرجة لأورقها المالية أصولاً والتي قد تؤثِّر على أسعار أوراقها المالية وذلك فور حدوثها أو اتخاذها حسب الفقرة د من المادة 32 من نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2010، ويتميَّز الإفصاح الفوري بالأحداث الجوهرية الطارئة.

والمعلومات الجوهرية تُعَرَّف بحسب المادة الأولى من التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام 2006 بـ"أي واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها".

وعلى هذا فالإفصاح الفوري الطارئ هو برأينا "الإفصاح غير مُحَدَّد الزمن عن المعلومات الجوهرية"، وبالتالي كلما حصلت أحداث جوهرية لمُصدر الأوراق المالية كلما ازدادت واجباته بالإفصاح الفوري، وكلَّما قلَّت هذه الأحداث أو انعدمت كلَّما قلَّت واجبات المُصدر تجاه هذا الالتزام أو انعدمت.

وفي الواقع، يُعد الإفصاح الفوري الطارئ من أهم أنواع الإفصاح بالنسبة للمتعاملين في السوق، حيث يسمح لهم بالتعرف على أهم المعلومات الحديثة عن مُصدر الأوراق المالية بشكل يساعد على اتخاذ قرار استثماري سليم في الوقت المناسب.

وذلك لأنَّ تأثير العوامل السيكولوجية مباشر وفعَّال على عمليات السوق لأنَّها ترتبط بالتنبُّؤات والتوقعات في المستقبل القريب[10]، ويقوم الإفصاح الفوري هنا بقطع الشك باليقين، وبدعم ثقة الجمهور بالمُصدر ويعطيه مصداقية أكبر[2].

ويجب من وجهة نظرنا استخدام الوسائل الالكترونية في مجال الالتزام بالإفصاح الفوري، وذلك لأنَّ من طبيعة هذا الإفصاح مفاجأة الجمهور وقت حدوثه، وتظهر صعوبة وصول معلوماته بشكل سريع وكامل عبر الوسائل التقليدية لنشر المعلومات.

ولذلك يجب تفعيل أسلوب الإفصاح السليم على الموقع الإلكتروني للمُصدر والسوق والهيئة على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت).

النتائج والمناقشة:

من أهم النتائج التي توصَّلنا إليها عبر البحث في الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، هو ضرورة وضع تعريف واضح وبسيط للإفصاح، بشكل يُظهر المعلومات التي يتطلَّبها الإفصاح السليم وبحسب نوعه.

ويجب أن يقوم تعريف الإفصاح بإظهار أركان وخصائص هذا المفهوم بشكل يبعد عنه غيره من المفاهيم المشابهة وبشكل خاص الشفافية والتضليل.

كما أنَّ أنواع الإفصاح تختلف بحسب المعلومات التي يجب أن يحتويها إلى إفصاح يتناول معلومات مالية، وآخر يتناول معلومات غير مالية، والنوعان السابقان في غاية الأهمية بالنسبة للمستثمر الواعي.

وينقسم الإفصاح بحسب الزمن الذي يجب أن يتم فيه، إلى إفصاح دوري وآخر فوري (طارئ)، ولا يمكن إعطاء أحد النوعين أهمية خاصة على حساب الآخر لأنَّهما في غاية الأهمية لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح في الوقت المناسب.

وفي الواقع، فقد اعتادت الشركات المساهمة بشكل خاص على القيام بإصدار بياناتها المالية حتى قبل نشوء سوق الأوراق المالية وإدراجها فيه.

ولكن الوضع يتغيَّر إذا أدرجت مثل هذه الشركات أوراقها المالية في السوق، فمتطلبات الإفصاح أكثر صرامة كما أنَّ معلوماتها ستكون أكثر انتشاراً وأكثر تأثيراً على المستثمرين.

ممَّا يستتبع ضرورة اهتمام هذه الشركات باستيفاء متطلَّبات الإفصاح قبل إدراجها في السوق كي لا تقع في مخالفات قانونية قد تظهر عدم استحقاقها لوجودها فيه.

الاستنتاجات والتوصيات:

إنَّ من أهم الاستنتاجات التي توصَّلنا إليها من خلال هذا البحث أنَّ الإفصاح بشكل عام هو "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين والتي تؤثر في سعر الورقة المالية".

وهو ما يعني ضرورة عمل مُصدري الأوراق المالية بشكل علني وواضح، وعدم إخفاء أي معلومة تهم المتعاملين في السوق إلاَّ في حدود ضيقة جداً تتعلَّق بأسرار الشركة التجارية.

واستنتجنا أنَّه يجب اشتراط كون المعلومات التي يتناولها الإفصاح هي المعلومات المؤثرة على سعر الأوراق المالية، لأنَّ في ذلك توضيحاً لحدود الالتزام بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية التي تؤثر في قرار المستثمر، فالمعلومات الجوهرية هي التي تستحق بالفعل أن يتم الإفصاح عنها لأنَّها توضح الأمور أمام المستثمر.

ووصلنا إلى نتيجة مفادها أنَّ الإفصاح كالتزام قانوني أكثر صرامة من الشفافية، وذلك لأنَّه يضع على عاتق الملتزم به واجبات ثقيلة من حمل المعلومات الجوهرية لجمهور المستثمرين.

وبهذا يتخطَّى الالتزام بالإفصاح مرحلة الشفافية، التي تعني ببساطة أن يكون الشخص شفافاً لما يحدث في داخله، ولهذا يعد كل شخص مُفصح شفَّافاً، ولكن لا يعد كل شخص شفَّاف مُفصحاً.

ومن جهة الإفصاح المالي فيعد إفصاحاً مالياً على سبيل المثال الإعلان عن الميزانية العامة أو حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل) أو قائمة التدفق النقدي ...الخ، أمَّا الإفصاح غير المالي فمثله وصف أنشطة الشركة الرئيسة وأماكنها الجغرافية والوضع التنافسي للشركة، وكذلك أسماء أعضاء مجلس الإدارة، وهي معلومات وبيانات في غاية الأهمية.

وبالنسبة للإفصاح الدوري فمن الجيد جعل الإفصاح الربع سنوي إلزامي مثل الإفصاح السنوي والنصف سنوي، وذلك للوصول إلى إفصاح شامل لكل أحداث المُصدرين –الشركات المساهمة خاصة– والتي تجري في فترات زمنية مترابطة.

كما استنتجنا ضرورة استخدام الوسائل الإلكترونية فيما يتعلَّق بالإفصاح الفوري الطارئ، وهو ما يقودنا نحو ضرورة مراقبة المواقع الإلكترونية التي تفصح عن هذه المعلومات للتأكد من التزامها بالقيام بالإفصاح الفوري بشكل سريع وصحيح غير مُضلِّل.

وفي الختام نوصي باعتماد القواعد التالية كنتيجة لضرورة التزام مُصدري الأوراق المالية في السوق بمتطلَّبات الإفصاح:

1. تكريس دور السوق والهيئة في نشر المعلومات الجوهرية والتي تهم المستثمرين من خلال دوريات خاصة وعبر المواقع الإلكترونية الرسمية.

2. إقامة ندوات خاصة لشرح متطلَّبات الإفصاح بالنسبة لمُصدري الأوراق المالية في السوق، وإظهار البيانات الهامة والتي أصبحت أكثر أهمية بعد إدراج الأوراق المالية في السوق، مثل الإفصاح الطارئ.

3. دعم قيام شركات خاصة بنشر وتوزيع المعلومات في سوق الأوراق المالية، لما لدورها من تأثير فعَّال على سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق، كما أنَّ ازدياد عدد هذا النوع من الشركات سوف يُغني المنافسة بينها على حسن إيصال المعلومات وهو ما يصب في مصلحة المستثمرين وخاصة الفئة المبتدئة منهم.

4. اعتبار المُصدر المُخالف لقواعد التزامه بالإفصاح مستحقَّاً لعقوبة الإيقاف المؤقت عن العمل، أو ما يسمَّى بتعليق الإدراج.

5. اعتبار المُصدر المكرر لمخالفة قواعد الإفصاح مستحقَّاً لعقوبة شطب أوراقه المالية من السوق، أو ما يدعى بإلغاء الإدراج.

6. وضع سجل خاص بالمخالفين لقواعد العمل في السوق مثل السجل العدلي، يكتب فيه أسماء الموظفين لدى المُصدرين المخالفين لقواعد الإفصاح أو غيرهم من العاملين في هذا المجال، وهو ما يعطي ردع أكبر على هؤلاء الأشخاص.

7. إعطاء مخالفة كتم الإفصاح أو إخفاء المعلومات الجوهرية عن المتعاملين في السوق أهميتها التي تفرضها خطورتها، واعتبارها بنص صريح من المخالفات التي تستلزم المتابعة القضائية مثلها مثل مخالفة نشر أو توزيع المعلومات الخاطئة والمضللة.

8. ولتطبيق التوصيات نقترح إنشاء لجنة قانونية خاصة بأعمال الإفصاح في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية تكون مهمَّتها التقويم الدوري للقوانين والأنظمة والقرارات الخاصة بالإفصاح، واقتراح التعديلات التي تراها مناسبة على ضوء مستجدَّات عمل السوق بعد استشارتها أو بدون استشارة.

المراجع:

1- د. هلالي، حسين مصطفى. *الشركات المساهمة والبورصات مدخل متكامل*. الطبعة الأولى، القاهرة: دار النهضة العربية، 1999، 435.

2- Popa, Adina; Blidisel, Rodica; Bogdan, Victoria. "Transparency and disclosure between theory and practice. A case study of Romania". *Symposium for Young Researchers*, FIKUSZ 09, (2009): 173-183.

3- د. هندي، منير إبراهيم. *الأوراق المالية وأسواق رأس المال*. الطبعة الأولى، الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999، 752.

4- Li, Yuan; Roge, Joseph N.; Rydl, Les; Crews, Mike. "Information Technology Addresses Transparency: The Potential Effects of XBRL on Financial Disclosure". *Issues in Information Systems*, VII (2), (2006): 241-245.

5- د. البربري، صالح. *الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية دراسة قانونية واقتصادية مقارنة*. الطبعة الأولى، القاهرة: مركز المساندة القانونية، 2001، 383.

6- هندي، خليل؛ الناشف، أنطوان. العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، *المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي*. الطبعة الأولى، طرابلس-لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، 528.

7- د. كنجو، كنجو؛ د. شيحا، أيمن؛ رشيد، مروان. *الأسواق المالية*. الطبعة الأولى، حلب: منشورات جامعة حلب، 2005، 495.

8- عبد الحميد، عاشور عبد الجواد. *بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي*. الطبعة الأولى، القاهرة: دار النهضة العربية، 1995، 225.

9- ياسين، محمد يوسف. *البورصة عمليات البورصة- تنازع القوانين-اختصاص المحاكم*. الطبعة الأولى، بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، 2004، 327.

10- د. مجيد، ضياء. *البورصات أسواق المال وأدواتها*. الطبعة الأولى، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2005، 111.

11- محمد، حسام الدين؛ العطار، حامد. *ألف باء بورصة خبرات مالية وشرعية*. الطبعة الأولى، بيروت: الدار العربية للعلوم، 2006، 174.