



## 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/library/4297>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/16 16:20 +03

الموسوعة السياسية 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 السياسية – Encyclopedia Political – يرجى التواصل على [info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – 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 السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.



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

الدكتور محمد قرباش\*

همام القوصي\*\*

(تاریخ الإیادع 28 / 3 / 2010. قُبِل للنشر في 18 / 4 / 2011)

### □ ملخص □

يدرس هذا البحث موضوع الالتزام القانوني بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، والتي تعطي المتعامل في السوق إمكانية اتخاذ قراره الاستثماري. حيث إنّ المشرع يريد أن يَتَّخذ المستثمر قراره على بينة ودراسة المركز المالي الحقيقي المتعلق بمصدر الأوراق المالية، وأن لا يتم التغیر به، وخداعه بمعلومات مُضللة، ولذلك قام المشرع بإقرار الالتزام القانوني بالإفصاح عن المعلومات التي تهم المستثمرين، ووضعه على عاتق جميع مصدري الأوراق المالية المدرجين في السوق. ولذلك، سوف نقوم بدراسة هذا الالتزام القانوني بالإفصاح، من حيث مفهومه العام، ونفصّلاته، كما ندرس أنواعه وذلك من وجهاً نظر المشرع السوري، ومدى توفيقه بوضع هذه القواعد القانونية، لنصل في النهاية إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

ومن أهم الاستنتاجات التي توصلنا إليها: تعريف قانوني خاص بالإفصاح، وضرورة اشتراط صفة التأثير على معلومات الإفصاح، وإقرار إلزامية الإفصاح الربع سنوي، واستخدام الوسائل الإلكترونية فيما يتعلق بالإفصاح الفوري الطارئ، وأن الإفصاح كالالتزام قانوني أكثر صرامة من الشفافية. وقد تم 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.

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

Dr. Mohamed Karabash\*  
Humam Alquissi\*\*

(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.

**Key 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 مصدري هذه الأوراق (مثل الشركات المساهمة)، وعدد من أدوات التداول التي يتم إصدارها، ويكون المتعامل في السوق حُرًّا في قيامه بأي عملية تداول، سواءً بشراء هذه الأوراق المالية أم ببيعها أو مجرد الاحتفاظ بها.

ولذلك، يَتَحَدَّدُ المتعامل قراره الاستثماري الخاص بإحدى الأوراق المالية عبر دراسة جميع المعلومات والبيانات المتعلقة بمصدر هذه الأوراق المالية، وبهذه الأوراق بالذات، وبهذا يحاول الوصول إلى تحليل مالي مدروس يساعد 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 إلاً بوجود التزام قانوني على عائق مصدر 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 المصدر 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 عائق عدد من الأشخاص بالسوق، ومعرفة حقوق جمهور المتعاملين في السوق بالحصول على المعلومات وبالبيانات اللازمة لقيامهم باستثمار واعي، وكذلك تظهر أهمية خاصة بهذا الموضوع، تتمثل بأنَّه يشكل الأساس في ضمان وجود سوق مالية خالية من احتكار القلة للمعلومات الجوهرية.

تتمثل أهداف البحث بالدراسة المعمقة للالتزام القانوني بالإفصاح في ظل القانون والقرارات الصادرة من المشرع السوري، بهدف الوصول إلى نص قانوني خالي من التغيرات، يسمح لجمهور المستثمرين بالتمتع 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 تتعلق به من بعض النواحي.

وعلى هذا سوف نقوم بتقسيم البحث إلى مبحثين ندرس فيما 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 مُقرّة لهم وفق القانون بغير علم، ولذلك علينا أن نزيل ما يحيط بهذا المفهوم من غموض وليس.

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 إنّ 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 المصدرة 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 المشرع السوري في قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم 22 لعام 2005 على تعريف للإفصاح.

إلاً أنه اعتبر في المادة الثالثة منه أنّ من الأهداف الأساسية للهيئة تحقيق الشفافية في السوق، كما أنه 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، لأنّه كله كله بتنظيمه ومراقبته.

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

ولذلك نصّت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق السورية لعام 2006 على تعريف صريح للإفصاح في المادة الأولى منها، حيث اعتبرت هذه التعليمات أنّ الإفصاح هو: "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها 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 أنّ التعريف السابق قد وضع مفهوماً عاماً للإفصاح، وبعض الحالات التفصيلية التي يتضمنها. فالإفصاح بشكل عام إذاً هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، وبهذا تمّ تضمين واجب الإفصاح عن المركز المالي لمصدر 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 يُحلّها معرفة شاملة للمركز المالي لمصدر الأوراق المالية. كما أنها قد تجنب المستثمرين الجد وتعطي رؤية واضحة لأعمال الشركة وبشكل خاص الوضع المالي لها[1].

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

فالملوّنة التي يجب أن يتم الإفصاح عنها لكي يستطيع المستثمر أن يتخذ قراراً سليماً، هي المعلومة التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية[3]، وذلك يمنع استغلال المعلومات وتحويلها إلى ميزة شخصية[4]. وقد شدّد مفهوم الإفصاح حسب التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق المالية على ضرورة تعليم الكشف عن المعلومات للجمهور، وأن لا يقتصر على فئة محددة.

فالملوّنة ليست مخصصة للمساهمين في الشركة فقط بل هناك أشخاص يتبعون أخبار الشركات التي تعرض أسهمها عليهم[1]، وهم المستثمرون المحتملون[5].

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

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

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

#### **المطلب الثاني: تميز الإفصاح عن غيره من المفاهيم:**

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

#### **أولاً: تميز الإفصاح عن الشفافية:**

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

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

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

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

ومن الواضح أنّ الإفصاح كالالتزام قانوني أكثر صرامة من الشفافية، وذلك لأنّه يضع على عاتق الملتم به واجبات ثقيلة من حمل المعلومات الجوهرية لجمهور المستثمرين.

وبهذا يتخطى 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، فإن مصدر الأوراق المالية الذي يقوم بمتطلبات الإفصاح بشكل كامل وفي الوقت المناسب يعد قد أوفى بمتطلبات الشفافية، ولكن ليس من الضروري للمصدر الشفاف أن يكون قد قام بكل واجباته التي يفرضها عليه الالتزام بالإفصاح.

ولذلك يعد كل شخص مُفصح شفافاً، ولكن لا يعد كل شخص شفافاً 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 بأنه: "أي بيان غير صحيح يتعلق بمعلومة جوهرية أو أي حذف لمعلومة جوهرية أو أي إخفاء لمعلومة أخرى لازمة".

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

وهنا تظهر خطورة التضليل الفعلية، حيث إن المستثمرين يتلقون المعلومات على اعتبار أنها إفصاح صادق عن المركز المالي للمصدر أو عن معلومة حساسة، ولكن الحقيقة هي أن هذا الإفصاح ما هو إلا تضليل يستهدف دفع المتعاملين في السوق إلى اتخاذ قرار استثماري يخدم مصلحة الجهة المضللة.

ولذلك يعد التضليل عبر الإفصاح المشوه 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 تعرّفنا 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 المصدرة للأوراق المالية بوضع سياسة مكتوبة للإفصاح والاحتفاظ بها، وذلك للإيفاء بمتطلبات الإفصاح، ولكن الالتزام بالإفصاح له أنواع مختلفة يتوجّب على الملزمين القيام بها.

ونستطيع فرز أنواع الإفصاح إلى مجموعتين رئيسيتين، 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:

يسّمى الإفصاح المالي بهذا الاسم لأنّه يتمثّل بالمعلومات التي تتعلّق بالمركز المالي لمُصدر الأوراق المالية ونتائج أعمالها، وذلك عبر البيانات المالية الخاصة 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 المتعلقة ببيانات المالية.

فهذه البيانات يجب أن تدقّق 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 التأكيد 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 المصدرة تضمين التقرير السنوي لها بثلاثة إقرارات مذكورة في الفقرة ه من المادة السابعة من هذا النظام.

ويتعلّق الإقرار الأوّل بعدم وجود أسباب جوهرية قد تؤثّر على استمرارية الشركة خلال السنة المالية التالية، وهو ما يضمن عدم وجود سبب محتمل قد يؤدّي إلى انتهاء الشركة.

أمّا الإقرار الثاني فيقر فيه مجلس إدارة الشركة المصدرة بمسؤوليته عن إعداد البيانات المالية وتوفير نظام رقابة فعّال في الشركة، وهو يضع كل المسؤولية عن نشر المعلومات المُضلّلة على مجلس إدارة الشركة.

بينما يجب أن ينص الإقرار الثالث على صحة ودقة واتكمال المعلومات والبيانات الواردة في التقرير موقع من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والمدير المالي للشركة، وهو ما يؤكد مسؤولية مسّيري 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 تتعلّق بنشاط الشركة ومعلومات مسّيرها 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 يتضمن معلومات مالية فنية، 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، إلا أنَّها قد تكون أكثر أهمية منها في بعض الحالات.

كما يُخشى من استفادة المصدر منها عندما يقوم بشراء أسهمه في أوقات هبوط أسعارها<sup>[8]</sup>، فيقوم عنده باستغلال معلوماته الداخلية لمصلحته، ويُخشى كذلك قيامه بالإدعاء بقوة مركزه المالي عبر معلومات كاذبة ومضللة<sup>[10]</sup>.

ولذلك يُلزم المصدر 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 تتعلق 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 طاري، وسوف ندرس هذين النوعين في الفترتين 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 هاماً للمستثمر حتى يتخد 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، فيتشكُّل أفضل سعر بالنسبة لبائع الورقة المالية ولمشتريها<sup>[11]</sup>.

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<sup>[10]</sup>.

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

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 تقديم 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 إيصال تفاصيل أعمال بعض الشركات التي تخذلها الهيئة، وذلك لكي تطلع 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 مدرجة في السوق النظامية، وذلك في الفقرة ج من المادة الثانية والثلاثين منه، وتنقل الآن لشرح نوع آخر من الإفصاح وهو الإفصاح الفوري أو الطارئ.

#### ثانياً: الإفصاح الفوري (الطارئ):

وهو الإفصاح عن المعلومات والقرارات الصادرة عن الشركة المدرجة لأورقها المالية أصولاً والتي قد تؤثر 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، ويتميّز الإفصاح الفوري بالأحداث الجوهرية الطارئة.

والمعلومات الجوهرية تُعرَّف 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 مُحدّد الزمن عن المعلومات الجوهرية"، وبالتالي كلما حصلت أحداث جوهرية لمصدر الأوراق المالية كلما ازدادت واجباته بالإفصاح الفوري، وكلما قلت هذه الأحداث أو انعدمت كلما قلت واجبات المصدر 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 مصدر الأوراق المالية بشكل يساعد على اتخاذ قرار استثماري سليم في الوقت المناسب.

وذلك لأن تأثير العوامل السيكولوجية مباشر وفعال على عمليات السوق لأنها ترتبط بالتوقعات والتوقعات في المستقبل القريب [10]، ويقوم الإفصاح الفوري هنا بقطع الشك باليقين، ويدعم ثقة الجمهور بالمصدر ويعطيه مصداقية أكبر [2].

ويجب من وجهة نظرنا استخدام الوسائل الالكترونية مباشرةً وفعلاً على عمليات السوق لأنها ترتبط بالتوقعات والتوقعات في 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 للمصدر والسوق والهيئة على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت).

#### النتائج والمناقشة:

من أهم النتائج التي توصلنا إليها عبر البحث في الالتزام القانوني بالإفصاح في سوق الأوراق المالية، هو ضرورة وضع تعريف واضح وبسيط للإفصاح، بشكل يُظهر المعلومات التي يتطلّبها 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، وأخر يتناول معلومات غير مالية، والنوعان السابقان في غاية الأهمية بالنسبة للمستثمر الواعي. وينقسم الإفصاح بحسب الزمن الذي يجب أن يتم فيه، إلى إفصاح دوري وأخر 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 يتغير إذا أدرجت مثل هذه الشركات أوراقها المالية في السوق، فمتطلبات الإفصاح أكثر صرامة كما أنَّ معلوماتها ستكون أكثر انتشاراً وأكثر تأثيراً على المستثمرين. مما يستتبع ضرورة اهتمام هذه الشركات باستيفاء متطلبات الإفصاح قبل إدراجها في السوق كي لا تقع في مخالفات قانونية قد تظهر عدم استحقاقها لوجودها فيه.

### **الاستنتاجات والتوصيات:**

إنَّ من أهم الاستنتاجات التي توصلنا 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 مصدري الأوراق المالية بشكل علني واضح، وعدم إخفاء أي معلومة تهم المتعاملين في السوق إلاً في حدود ضيقة جداً تتعلق بأسرار الشركة التجارية.

واستنطينا أنه 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 كالالتزام قانوني أكثر صرامة من الشفافية، وذلك لأنَّه يضع على عاتق الملتم به واجبات ثقيلة من حمل المعلومات الجوهرية لجمهور المستثمرين.

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

ومن جهة الإفصاح المالي فيعد إفاصحاً مالياً على سبيل المثال الإعلان عن الميزانية العامة أو حساب الأرباح والخسائر (قائمة الدخل) أو قائمة التدفق النقدي ... الخ، أما الإفصاح غير المالي فمثلاً 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 المصدرين - الشركات المساهمة خاصة - والتي تجري في فترات زمنية متربطة.

كما استنتجنا ضرورة استخدام الوسائل الإلكترونية فيما يتعلق بالإفصاح الفوري الطارئ، وهو ما يقودنا نحو ضرورة مراقبة الواقع الإلكتروني التي تقصح عن هذه المعلومات للتأكد من التزامها بالقيام بالإفصاح الفوري بشكل سريع وصحيح غير مضلل.

وفي الختام نوصي باعتماد القواعد التالية كنتيجة لضرورة التزام مصدرى الأوراق المالية في السوق بمتطلبات الإفصاح:

1. تكريس دور السوق والهيئة في نشر المعلومات الجوهرية والتي تهم المستثمرين من خلال دوريات خاصة وعبر الواقع الإلكتروني الرسمي.
2. إقامة ندوات خاصة لشرح متطلبات الإفصاح بالنسبة لمصدرى 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 فعال على سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق، كما أنَّ ازدياد عدد هذا النوع من الشركات سوف يُغنى المنافسة بينها على حسن إيصال المعلومات وهو ما يصب في مصلحة المستثمرين وخاصة الفئة المبتدئة منهم.
4. اعتبار المصدر المُخالف لقواعد التزامه بالإفصاح مستحقاً لعقوبة الإيقاف المؤقت عن العمل، أو ما يسمى بتعليق الإدراج.
5. اعتبار المصدر المكرر لمخالفته لقواعد الإفصاح مستحقاً 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 المصدرين 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 مهمتها التقويم الدوري للقوانين والأنظمة والقرارات الخاصة بالإفصاح، واقتراح التعديلات التي تراها مناسبة على ضوء مستجدات عمل السوق بعد استشارتها أو بدون استشارة.

## المراجع:

- 1- د. هلاي، 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 وأسوق 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. البريري، 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 المالي. الطبعة الأولى، طرابلس-لبنان: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 .528
- 7- د. كنجو، كنجو؛ د. شيخا، أيمن؛ رشيد، مروان. الأسواق المالية. الطبعة الأولى، حلب: منشورات جامعة حلب، 2005 .495
- 8- عبد الحميد، عاشور عبد الجود. بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال دراسة في ت規劃ات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظمتين الفرنسي والأمريكية. الطبعة الأولى، القاهرة: دار النهضة العربية، 1995 .225
- 9- ياسين، محمد يوسف. البورصة عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم. الطبعة الأولى، بيروت: منشورات الحلبي الحقيقة، 2004 .327
- 10- د. مجید، ضياء. البورصات أسواق المال وأنواعها. 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