



الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني

دراسة مقارنة

**Disclouse Under Kuwaiti Jordanian Capital Market Authority
Legislations
A Comparative Study**

إعداد الطالب

نايف عبد العزيز حمد العنزي

إشراف الأستاذ الدكتور

مصلح احمد الطراونة

رسالة ماجستير مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون الخاص

قسم القانون الخاص

كلية الحقوق

جامعة الشرق الأوسط

2012

التفويض

أنا الطالب نايف عبد العزيز حمد العنزي أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً
والكترونياً للمكتبات، أو المنظمات، أو الهيئات والمؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند
طلبها.

الاسم: نايف عبد العزيز حمد العنزي

التاريخ: ٢٠١٢/٦/٢٥




التوقيع: 

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها: الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني: دراسة مقارنة.

وقد أجازت بتاريخ 2012 / 6 / 6

أعضاء لجنة المناقشة

<u>التوقيع</u>	<u>الاسم</u>
..... 	1. الدكتور مصلح الطراونة (مشرفاً ورئيساً)
..... 	2. الدكتور محمود العبابنة (عضواً)
..... 	3. الدكتور باسل النوايسة (ممتحناً خارجياً)

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي بعث فينا محمداً صلى الله عليه وسلم - هادياً وبشيراً. الحمد لله على ما أسبغ علينا من نعم ظاهرة وباطنة، فلك الحمد يا رب كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك. أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للمشرف الفاضل الأستاذ الدكتور مصلح أحمد الطراونة بالإشراف على هذه الرسالة، وما بذل معي من جهد وإرشاد، ولما منحني من علمه ووقته طوال إعداد هذه الرسالة حتى بدت كما هي عليه، فله مني كل الشكر والتقدير والاحترام.

جزاكم الله جميعاً عني كل خير وسدد على طريق الحق خطاكم

الإهداء

إلى والدي ووالدتي أطال الله في عمرهما، اللذين أفهماني بعفوية صادقة أن العلم هو الحياة،

وأنارا أمام عيني شموع الأمل.

أهدي رسالتي هذه رمزاً للمحبة والوفاء واعترافاً مني بفضلهما عليّ.

وإليكم يا من تزالون بجانبني ترقبون نجاحي وتقدمي، وتقدمون لي كل الوقت...

وكل الحب....وكل الدعم....

إلى إخواني وأخواتي وأصدقائي الأعزاء

لهم جميعاً أهدي عملي المتواضع هذا

مع المحبة والعرفان

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
	التفويض
	قرار لجنة المناقشة
	الشكر والتقدير
	الإهداء
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الملاحق
	ملخص الدراسة باللغة العربية
	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية
	الفصل التمهيدي
	المقدمة والإطار النظري
	1. تمهيد
	2. مشكلة الدراسة
	3. أسئلة الدراسة
	4. هدف الدراسة
	5. أهمية الدراسة
	6. حدود الدراسة
	7. محددات الدراسة
	8. المصطلحات الإجرائية
	9. الإطار النظري والدراسات السابقة
	10. منهج الدراسة
	الفصل الأول
	نشأة السوق المالي في دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية
	تمهيد:
	المبحث الأول: ماهية السوق المالي.
	المطلب الأول: مفهوم السوق المالي.

	المطلب الثاني: الوظائف التي يقوم فيها السوق المالي.
	المبحث الثاني: سوق الكويت المالي.
	المطلب الأول: نشأة سوق الكويت المالي .
	المطلب الثاني: سمات سوق الكويت المالي .
	المبحث الثالث: سوق عمان المالي.
	المطلب الأول: نشأة سوق عمان المالي .
	المطلب الثاني: أهداف ونظم سوق عمان المالي .
	المطلب الثالث: القوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكم سوق عمان المالي
	الفصل الثاني
	ماهية الإفصاح وطبيعته القانونية
	تمهيد:
	المبحث الأول: الإفصاح في الأسواق المالية.
	المبحث الثاني: قواعد الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية الكويتي.
	المبحث الثالث: قواعد الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية الأردني.
	الفصل الثالث
	الآثار المترتبة على تطبيق الإفصاح في هيئة الأوراق المالية
	تمهيد:
	المبحث الأول: حدود تطبيق مبدأ الإفصاح عن المعلومات ومدى الشفافية فيها في القانون الكويتي والأردني.
	المطلب الأول: النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية.
	المطلب الثاني: النطاق الشخصي للإفصاح والشفافية.
	المبحث الثاني: جزاء الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية في الكويت والأردن والوسائل الكفيلة بمواجهتها.
	المطلب الأول: مظاهر الإخلال بالالتزام بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهتها.
	المطلب الثاني: الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهتها.

	الفصل الرابع الخاتمة والنتائج والتوصيات
	أولاً: الخاتمة
	ثانياً: النتائج
	ثانياً: التوصيات
	المراجع

الفصل التمهيدي

المقدمة والإطار النظري

1. تمهيد:

إن حماية المستثمر تعد إحدى الركائز الأساسية المكونة لتنظيم أسواق المال، حيث يتم تطبيق مجموعة من القوانين واللوائح والتعليمات التي تنصب في مجملها على تحقيق هذا الغرض، ولعل مبادئ الإفصاح والشفافية تأتي على رأس الأولويات الهادفة لغرض تحقيق حماية المستثمر، حيث نصت الفقرة (5) من المادة (3) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010) على ما يلي: "تهدف الهيئة إلي تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية".

وكذلك نصت الفقرة (ب) من المادة (8) من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم (76) لسنة (2002) على ما يلي :

تتولى هيئة الأوراق المالية في سبيل تحقيق أهدافها المهمات والصلاحيات الرئيسية الآتية :

1. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها .
 2. ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالاصدارات العامة للأوراق المالية .
 3. تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون.
- والإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون عاماً وللجمهور كافة وليس فقط لحملة الأوراق المالية، ويتم ذلك عن طريق

الصحف اليومية من خلال تصريح أو إعلان من قبل الجهة المختصة⁽¹⁾، والإفصاح إما أن يكون⁽²⁾:

1. إفصاحاً دورياً يتم خلال فترات محددة مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة. أو

2. إفصاحاً فورياً ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.

إن سياسة الإفصاح كجزء أساسي من السياسة العامة للحوكمة لا بد أن تبنى على ركيزتين

أساسيتين⁽³⁾:

أولاً: الإعلان عن معلومات صحيحة سليمة منتظمة موثوق بها ومرتبطة بالموضوعات الأساسية والمهمة في العمل المصرفي بالمنشأة سواء تعلقت بالمركز المالي والأداء العام، حقوق الملكية، المعلومات الجوهرية تعاملات الأشخاص المطلعين في البنك بما في ذلك أعضاء مجالس الإدارة و الإدارة التنفيذية العليا في الأوراق المالية المصدرة من قبل البنك وتعاملات الأطراف ذوي العلاقة، والامتيازات التي يتمتع بها أعضاء المجلس والإدارة التنفيذية العليا إضافة إلى التقارير الدورية للبنك وسياسة الحوكمة المتبعة فيه؛ ليقوموا مدى إشراف الإدارة وبهذا يمكنهم اتخاذ قرارات مدروسة عن تقييم البنك والملكية وتصويت الأسهم.

ثانياً: أن تتم عملية الإعلان في الوقت المناسب وبصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة، وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات النافذة مما يمكن المساهمين والمستثمرين من اتخاذ قراراتهم.

وقد تناول المشرع الكويتي من خلال قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن هيئة أسواق المال

تنظيم عمليات الإفصاح في الفصل العاشر خصوصاً في المواد (100) إلى (107) وجاءت اللائحة

(¹) عضيات، فرح (2009). حوكمة البنوك في الأردن بين النص القانوني والتطبيق، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، ص32.

(²) هيئة الأوراق المالية الأردنية (2009). قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، ص23.

(³) منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004). مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، ص40.

التنفيذية للقانون حيث عرفت الشخص المستفيد وشكل الإفصاح والتزامات الشركات وكذلك حددت المصالح الأخرى . وقد صدر في الأردن قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 المعدل بالقانون رقم (76) لسنة 2002 من خلال المواد الواردة فيه، والتي تنظم التعامل في هيئة الأوراق المالية الأردني .

لذلك تأتي هذه الدراسة لبحث موضوع الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في القانون الكويتي والأردني .

2. مشكلة الدراسة:

توجّهت كل من دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية في العقد الأخير إلى تشجيع المستثمرين من خلال حمايتهم من الفشل والخديعة الناتجة عن نقص المعلومات، ولهذا الغرض تم إنشاء هيئة الأوراق المالية كمشروع ومراقب على أعمال البورصة بموجب قانون الإفصاح عن المصالح في الشركات المساهمة الكويتي رقم (2) لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، التي قامت بدورها بتحديد بنود الإفصاح الإجمالي، أما في المملكة الأردنية الهاشمية فقد توجّهت الحكومة الأردنية إلى إنشاء هيئة الأوراق المالية كمنظم ومراقب على أعمال بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 المعدل بالقانون رقم (76) لعام 2002، وبالرغم من ذلك فقد لوحظ من خلال مسيرة التعاملات المالية في السوق الرأسمالي الكويتي والأردني عدم وجود مثل تلك اللوائح والأنظمة التي تكفل تمتع المستثمر بمعلومات عادلة بشأن تركيبة مساهمي الشركات المدرجة في السوق الكويتي والأردني، الأمر الذي أسهم في اجتهاد الجهات المعنية لاقتراح وإقرار قانون الإفصاح في أواخر العقد الماضي، وبالرغم من هذه الجهود إلا أن القانونين الأردني والكويتي يعدان أداة محبطة

للمستثمر من حيث عدم وضوح بنوده، وصعوبة تفسيرها أو فهمها، سواء من قبل الشركات المتوجب عليها الإفصاح أو من قبل المستثمر المتلقي لتلك المعلومات.

لذلك تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة عن السؤال الرئيسي التالي: هل حقق النظام القانوني

للإفصاح في الكويت والأردن النتائج المرجوة منه؟

3. أسئلة الدراسة:

تأتي الدراسة للإجابة عن الأسئلة التالية:

1. ما مفهوم الإفصاح في القانون؟
2. ما أنواع الإفصاح وما مرتكزاته؟
3. كيف نظم القانون الكويتي والأردني تعليمات الإفصاح؟
4. هل حقق القانون الكويتي والأردني المتعلق بالإفصاح النتائج المرجوة منه؟
5. ما أثر الإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات؟
6. ما الآثار المترتبة على الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في دولة الكويت والأردن؟

4. هدف الدراسة:

الهدف من الدراسة الكشف عن الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في القانون الكويتي والأردني.

5. أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة من الناحية النظرية من طبيعة المعلومات التي سيتم الحصول عليها والتي تتعلق بالإفصاح في هيئة الأوراق المالية في القانون الكويتي والأردني. وتتبع أهمية الدراسة من المستجدات التشريعية والقضائية والتباين بين تشريعات الدول واجتهاداتها القضائية في خصوص الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في القانون الكويتي والأردني والآثار المترتبة عليه. وهذا سيتطلب من الباحث الجهد الكبير لتغطية موضوع الدراسة.

وتتمثل أهمية الدراسة من الناحية العملية من إمكانية استفادة الفئات التالية منها:

1- المهتمون بالقانون التجاري وقانون الشركات والمتعاملون في هيئة الأوراق المالية في دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية.

2- المشرعون في الكويت والأردن وفي الدول الأخرى عامة وذلك للتعرف على طبيعة الإفصاح في هيئة الأوراق المالية.

3- الباحثون من خلال جعل هذه الدراسة نواة لدراسات أخرى مشابهة.

6. حدود الدراسة:

الحدود المكانية: دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية.

الحدود الزمانية: لغاية 2012/4/30

7. محددات الدراسة:

تتخصر هذه الدراسة في المقارنة والتأصيل بين القانون الكويتي والأردني والقوانين الأخرى بخصوص الإفصاح في هيئة الأوراق المالية وأثر ذلك على عمل الشركات ووضع المستثمرين.

8. المصطلحات الإجرائية:

الإفصاح: هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون عاماً وللجمهور كافة وليس فقط لحملة الأوراق المالية، ويتم عن طريق الصحف اليومية من خلال تصريح أو إعلان من قبل الجهة صاحبة العلاقة⁽¹⁾.

هيئة الأوراق المالية: هي الهيئة التابعة لدولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية والتي يتم فيها إدراج أسهم الشركات وتداولها.

(¹) عضيبات، فرح، مرجع سابق، ص32.

9. الإطار النظري والدراسات السابقة:

أولاً: الإطار النظري:

يستعرض الباحث من خلال الإطار النظري جملة من الموضوعات ذات العلاقة بموضوع الدراسة للوقوف على حقيقة الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في القانون الكويتي والأردني، أما الفصل التمهيدي فيتناول من خلال المقدمة موضوع الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في القانون الكويتي والأردني ومشكلة الدراسة وهدفها وأهميتها وحدودها ومحدداتها والمصطلحات الإجرائية. أما الفصل الأول فيتناول نشأة السوق المالي في دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية، والقوانين الصادرة والمنظمة لهيئة الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فيتناول ماهية الإفصاح وطبيعته القانونية.

أما الفصل الثالث فيتناول الآثار المترتبة على تطبيق الإفصاح في هيئة الأوراق المالية في دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية. ثم يبرز الباحث خاتمة البحث ويستعرض أبرز التوصيات.

ثانياً: - الدراسات السابقة

فيما يلي عرض للدراسات السابقة ذات الصلة:

1- دراسة جمال الهبيل (2003)، بعنوان "مدى ملاءمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن"⁽¹⁾.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى ملاءمة وكفاية تعليمات الإفصاح رقم (1) لسنة 1998 الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية بموجب قانون الأوراق المالية رقم (23) لعام 1997 لقرارات المستثمرين في الأوراق المالية في بورصة عمان، وبيان مدى التزام الشركات

(¹) الهبيل، جمال خالد (2003). مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، المفرق.

الأردنية المدرجة في بورصة عمان لتعليمات الإفصاح عند إعداد تقاريرها المالية المقدمة للمستثمرين، والتعرف على أثر تلك التعليمات على جودة المعلومات المحاسبية المقدمة من قبل الشركات المساهمة وبالتالي على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

قام الباحث في هذه الدراسة بتصميم استبانة معتمدة في إعدادها على تعليمات الإفصاح رقم (1) لسنة 1998، ثم قام بتوزيعها على عينة من شركات الخدمات المالية المرخصة لدى هيئة الأوراق المالية، بالإضافة إلى عينة من المستثمرين والمضاربين المتواجدين في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد استخدم الباحث عدداً من الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات الواردة في الاستبانة، ومن أبرزها: مقاييس النزعة المركزية، ومقاييس التشتت، واختبار T.

وأظهرت نتائج الدراسة ملاءمة تعليمات الإفصاح السابقة الذكر بدرجة كبيرة لخدمة قرار الاستثمار في الأوراق المالية في بورصة عمان بالرغم من عدم كفايتها، كما بينت النتائج التزام الشركات المساهمة المدرجة لدى بورصة عمان لتعليمات الإفصاح لدى إعدادها التقارير المالية المقدمة للمستثمر في سوق الأوراق المالية، كما أظهرت أن هناك أثراً لتعليمات الإفصاح على جودة المعلومات المحاسبية المنشورة، وتأثير ذلك على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان للأوراق المالية.

2- دراسة محمد أبو نصار وعلي ذنبيات (2005) بعنوان: "أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية"⁽¹⁾.

هدفت الدراسة إلى التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية للعام 1998 والخاصة بالبيانات الدورية للشركات المساهمة العامة في الأردن، وذلك من

(¹) أبو نصار، محمد حسين؛ وذنبيات، علي (2005)، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 32، العلوم الإدارية، العدد 1، كانون الثاني، ص ص115-140.

وجهة نظر المدققين الخارجيين ومعدّي البيانات المالية والمستثمرين. كما هدفت الدراسة إلى معرفة وجهة نظر عينة الدراسة حول مدى كفاية هذه التعليمات ومساهمتها في تحسين عملية اتخاذ القرارات من قبل مستخدمي البيانات المالية.

لتحقيق أهداف الدراسة قام الباحثان في هذه الدراسة بتصميم استبانة وجهت إلى عينات من المدققين ومعدّي البيانات والمستثمرين، وقد استخدم الباحث أساليب الإحصاء الوصفي بالإضافة إلى الاختبارات Kruskal-Wallis and Mann-Whitney لاختبار فرضيات الدراسة. وتبين من نتائج الدراسة إجماع كل من المدققين ومعدّي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تضمنتها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية.

3- دراسة Frost and Pownall (1994) بعنوان: "تطبيقات الإفصاح في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة"⁽¹⁾.

هي دراسة مقارنة شاملة بين الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا من أبرز أهدافها: معرفة مدى تقييد الشركات في كلا الدولتين بقواعد الإفصاح المحاسبي والاختياري، ومعرفة مدى كفاية الإفصاح في تقارير الشركات المالية من وجهة نظر المستثمرين.

تناولت الدراسة 214 شركة من 14 دولة قسمت إلى ثلاث مجموعات: منها ما هو مدرج في السوق المالية الأمريكي فقط، ومنها ما هو مدرج في السوق المالي البريطاني فقط، ومنها ما هو مدرج في السوقين، ومن خلال دراسة تقارير هذه الشركات توصل الباحثان إلى عدة نتائج أبرزها: أن هناك عدم تطبيق فعلي لقواعد الإفصاح في التقارير الدورية والسنوية للشركات تحت الدراسة مع وجود أفضلية لتلك الشركات المدرجة في السوق الأمريكي، كما توصلت الدراسة

(¹) Frost, Carol A. and Pownall, Grace (1994). Accounting Disclosure Practices in the United States and United Kingdom, Journal of Accounting Research, Vol.32, No.1 Spring 1994, p.75-102.

إلى أن المستثمرين وفي كلا الدولتين ما زالوا يطالبون بمزيد من الإفصاح من الشركات الأجنبية.

10. منهج الدراسة:

المنهج الوصفي التحليلي من خلال تناول نصوص القوانين في الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية بالعرض والتأصيل وتحليل هذه القوانين وصولاً إلى النتائج المرجوة منها.

الفصل الأول

نشأة السوق المالي في دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية

تمهيد:

للسوق المالي دور كبير في تسهيل تدفق الأموال من وإلى وحدات مختلفة ذات احتياجات مختلفة، ويمكن تعريف السوق المالي على أنه الآلية التي يتم من خلالها التقاء الوحدات ذات العجز المالي أو المقترضون (Deficit Units) مع الوحدات ذات الفائض المالي أو المقرضون (Surplus Units) ليقوم كل منهم بتحقيق غايته، وهي إما توظيف المال الفائض أو اقتراض المال⁽¹⁾.

إن التطور العلمي والتكنولوجي كان له عظيم الأثر في ميادين المواصلات والاتصالات والمعلوماتية، وكانت العولمة هي حصاد هذا التطور المذهل والذي شكّل تواسلاً دائماً بين الأسواق المالية وعلاقات وثيقة أدت إلى عالمية الأسواق المالية، وكانت الحركة الدولية لرؤوس الأموال، وتخفيف القيود المفروضة على الصرف الأجنبي واستحداث قنوات جديدة مثل المقايضة النقدية والخيارات في سوق الأوراق المالية وأسواق المستقبل وتصكيك الالتزامات المالية وبروز المصارف المتعددة الوظائف، كلها عوامل أسهمت في تطور الأسواق المالية⁽²⁾.

ولمزيد من التوضيح سيتم تناول الفصل من خلال المباحث التالية: المبحث الأول: ماهية السوق المالي. المبحث الثاني: نشأة السوق المالي في دولة الكويت. المبحث الثالث: نشأة السوق المالي في المملكة الأردنية الهاشمية.

(¹) حلمي، خالد (2010). التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي، مجلس النشر العلمي، جامعة

الكويت، الكويت، ص9

(²) الهيتي، نورزاد (1998). مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، ص17.

المبحث الأول

ماهية السوق المالي

إن أهمية السوق المالي تظهر من خلال المهام التي يقوم فيها والآثار الناتجة عن هذه المهام والوظائف وهي كالآتي⁽¹⁾:

1. تمويل خطط التنمية الاقتصادية، ولأن الدولة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لعمليات التنمية، فبدلاً من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي ومساوئه الجلية في تراكم المديونية وتزايدها، بالأخص بالنسبة للدول النامية التي تقوم بطرح مشاريعها التنموية المالية المنظمة. فتشرك الدولة القطاع العام من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب العام.
2. تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك، أو القروض الخارجية، فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بإعمال التمويل متوسطة الأجل لأسباب منها مشكلات التضخم ومشكلات المخاطرة، خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي التي منها تحديد سعر الفائدة.
3. سهوله تحويل الأوراق المالية المتداولة إلى نقدية بدون تحمل خسائر والذي له دور واضح في التوجه إلى الاستثمار وتقليص عمليات الادخار والاكتناز والذي يشكل ضرراً لعدم استغلال هذه الأموال المجمدة.
4. تعمل على زيادة إيرادات الحكومة من خلال إيرادات تكلفة الصفقات التجارية سواءً من قبل المؤسسات أو الأشخاص.

(¹) الجمل، جمال جويدان (2002). الأسواق المالية والنقدية، دار الصفا للنشر، عمان ، ص20.

5. يتم التعامل بالأوراق المالية القابل للتداول بالعملة القابلة للتحويل، ويترتب على ذلك تحويل الأسواق المحلية إلى أسواق دولية أو إقليمية بحيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات لشركات من مختلف الجنسيات.

6. تسمح الأسواق المالية وتتيح الفرصة بتحريك الأموال من مالكيها الذين ليس لديهم فرص استثمارية. ويشكل منهم الكثير من صغار المستثمرين، والتي تكون صغيرة بمفردها ولكن كبيرة بمجموعتها، إلى زيادة الإنتاج والكفاءة الاقتصادية وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع⁽¹⁾.

7. تحقق سوق الأوراق المالية التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد ويكون ذلك بالتوفيق بين الوحدات التي تحقق فائضاً (Surplus units) والوحدات التي تعاني من العجز (Deficient Units)، فيتحقق التوازن بين الطلب والعرض المالي من خلال هذا السوق ويحقق كفاءة في إدارة الأموال⁽²⁾.

لا بد أن يشير الباحث إلى أن السوق المالي يمتلك وحدات خاصة للفائض وأخرى للعجز وهذه الوحدات تعد مسئولة عن استقرار النظام المالي برمته.

8. لا يقتصر دور الأسواق المالية على حماية المستثمرين والمتعاملين فيها، وإنما لها دور أكبر في ضمان وحماية الاقتصاد الوطني والنظام المالي السائد، ويتباين ذلك الدور بمدى قدرة وكفاءة إدارة السوق المالي ونظامه، وتوفر البيئة المناسبة من خلال وجود سياسة اقتصادية رشيدة واستقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية والضريبية، كذلك وفرة المدخرات والثروات مع وجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالي وتوفير الكوادر الفنية المتخصصة بعملها.

(¹) الزرري، عبد النافع عبد الله، وآخرون (2001). الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، ص 22.

(²) الزبيدي، حمزة محمود (2001). الاستثمار في الأوراق المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص 136.

9. تحقق الأسواق المالية والبورصات عدالة للأسعار من خلال التقاء وتجميع الطلب والعرض في مكان واحد وتحقق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة فيها (المسجلة طبقاً للوائح بعض الأسواق) بإعطائها معلومات كافية وحقيقية عن وضعها المالي وبالتالي هي تقلل من تدهور الأسعار بامتصاص هذا الفائض من العرض وشرائه والعكس كذلك عند الارتفاع المفاجئ للأسعار⁽¹⁾.

10. إن تأسيس الأسواق المالية وتكاملها وارتباطها بالأسواق العالمية يؤدي إلى تزايد تدفق الأموال من الدول الصناعية إلى الدول التي في طور النمو⁽²⁾.

ولكن يجب الإشارة إلى جذب التدفقات النقدية في هذه الدول سواء كان باستثمارات أو مشروعات لشركات متعددة الجنسية أو قروض أو إعانات من خلال عقود الترخيص والتسويق والتصنيع واتفاقيات الوكالات وغيرها، يجب أن يكون ضمن محاذير وقيود، بحيث أن لا يكون جلب النقود (رؤوس الأموال الأجنبية) إلى الدول العربية هو هدف بحد ذاته، وإنما يجب أن يسبق ذلك نظرة مستقبلية لما وراء اندفاعات الجهات الأجنبية للاستثمارات⁽³⁾.

مما تقدم يرى الباحث أن التمويل الخارجي للدول النامية لا يمثل بالضرورة صالحها، وإنما له الآثار السلبية التي تبرز في عدة مواطن أهمها بروز تنامي رصيد الديون القائمة والالتزامات الرأسمالية إلى الدول الأجنبية بسبب حصول هذه الدول (النامية) على تدفقات رأسمالية ضخمة، ويسبب ذلك إشكالاً لدى هذه الدول بما يسمى بالتحول المعاكس (Reverse Transfer) ويقصد به إعادة تحويل رؤوس الأموال التي حصلت عليها الدول النامية للخارج لصالح الدول المتقدمة الدائنة وليس العكس، حتى أن بعضهم يقول إنه منذ عام 1984

(1) الهيتي، نورزاد، مرجع سابق، ص 22.

(2) هندي، منير إبراهيم (1997). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 34.

(3) أبو قحف، عبد السلام (1989). نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص

أصبح صافي التحويل (Net Transfer) سالباً ويشمل ذلك مدفوعات خدمة الدين وتحويلات الاستثمار الأجنبي المباشر وغيرها.

ولمزيد من التوضيح سيتم تناول المبحث من خلال المطالبين التاليين:

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي.

المطلب الثاني: الوظائف التي يقوم فيها السوق المالي.

المطلب الأول

مفهوم السوق المالي

هناك عدة تعريفات للسوق المالي (سوق الأوراق المالية) نجملها فيما يلي:

- **سوق الأوراق المالية:** هو عبارة عن (نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو أصل مالي معين)⁽¹⁾.
- **السوق المالي :** (على أنه مجموع العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء أكان موضوع الصفقة حاضراً "وجود عينة منه" أم غائباً عن مكان العقد أو حتى لا وجود له أثناء التعاقد (معدوم) لكن يمكن أن يوجد)⁽²⁾.
- **السوق المالي:** (هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال)⁽³⁾.

(1) حنفي، عبد الغفار (2001). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، القاهرة: الدار الجامعية، ص16.

(2) هارون، محمد صبري (1999). أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، عمان، ص 24.

(3) قريفاص، رسمية (1999). أسواق المال الدار الجامعية، الإسكندري، ص26.

▪ **السوق المالي:** (هو سوق منظم يقام في مكان ثابت، يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمه المتعاملون في الأوراق المالية من الراغبين في الاستثمار)⁽¹⁾.

▪ **السوق المالي:** (أحد المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية وهي " موقع جغرافي أو لا جغرافي " لعرض أو طلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عمليات التداول بيعاً وشراءً، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي)⁽²⁾.

- **السوق المالي:** (الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبين أو المقترضين الذين في حاجة لتلك الأموال لفترة طويلة بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين والمتخصصين)⁽³⁾.

- **السوق المالي:** (هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل سواءً أكانت أسهماً أم سندات)⁽⁴⁾.

- **السوق المالي:** (هو السوق الذي يتم من خلاله المتاجرة بالأدوات المالية، وعمليات الإقراض والاقتراض قصيرة الأجل)⁽⁵⁾.

(1) الداغر، محمود (2005). الأسواق المالية، مؤسسات، بورصات، أوراق، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ص 88.

(2) بني هاني، حسين (2002). الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، المؤلف، عمان، ص 42.

(3) البناء، محمد (1996). أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعملية، زهران الشرق، عمان، ص 52.

(4) الشبلي، طارق (2000). مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، ص 17.

(5) حبش، محمد محمود (1998). الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، عمان، ص 62.

- **السوق المالي** : (هو سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة)⁽¹⁾.

- **السوق المالي** : (هو عبارة عن وسيط بين الأفراد والمصارف ومؤسسات الادخار المختلفة التي تتجمع فيها الادخارات وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويلها)⁽²⁾.

مما تقدم يرى الباحث أن مفهوم السوق المالي (Financial Market) يُستمد من مفهوم السوق بشكل عام فالسوق هو المكان الذي يتم فيه تبادل السلع والتعامل بها وقد تغيرت تلك السلع ووسائل وأساليب تبادلها مع مرور الزمن وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعاً لاحتياجات الأفراد والمؤسسات. وبالتالي يمكن أن يعرف السوق المالي على أنه ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث يجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأيئة ورقة مالية متداولة فيه.

المطلب الثاني

الوظائف التي يقوم فيها السوق المالي

يقوم السوق المالي بعدة وظائف وهي⁽³⁾:

1. توفر هذه السوق تنوعاً في المحافظ الاستثمارية للمستثمرين سواء من حيث نوعها أو أجلها.

(1) السبيسي، صلاح الدين حسن (1998). بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، ص 7.

(2) مطر، محمد (1999). إدارة الاستثمارات، المؤسسة الصحفية الأردنية، عمان، ص 73.

(3) الجمل، جمال جويدان، مرجع سابق، ص 53.

2. توفير الاتصالات بين البائعين والمشتريين وكذلك نشر المعلومات اليومية عن الأسهم المباعة والأسعار الحقيقية للتعامل.

3. تقديم المعلومات المتعلقة بالأصول المالية الموجودة والمتوفرة في السوق بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وتعد الأسواق المالية من أفضل الوسائل للحصول على المعلومات المالية والعريقة المتخصصة بمعلومات الصرف، كما أنها تقدم النصيحة والرشد لبيوت الاستثمار والمستثمرين الكبار والصغار والذي أدى إلى تقليص حالات الإفلاس أو إشهار الإفلاس في العقدين الأخيرين من القرن العشرين بنسبة 85%.

4. تعمل على مساعدة المنشآت في التمويل طويل الأجل، وتفادي التقلبات العنيفة للأسعار وهي ضمانه كبيرة ضد الإفلاس والهزات المالية المدمرة⁽¹⁾.

5. تهيئ عنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار والتي تزيد من نشاط وفاعلية هذا السوق، فهي تحمي المتعاملين في السوق من محاولات الغش والاحتيال من خلال وضع قواعد مترابط صارمة لتداول الأوراق المالية فيها⁽²⁾.

إن الادخارات التي تصب في الأسواق المالية لا تتحول جميعها بالضرورة إلى استثمارات حقيقية، وتكوين رأسمال حقيقي، وذلك لأن جزءاً من هذه الادخارات يستخدم لأغراض الاستثمار المالي الذي يهدف إلى تحقيق مكاسب من فروقات الأسعار التي يعمل فيها المضاربون والتي لا تكون رأسمال حقيقي لأنها عمليات غير منتجة، وتسمى بالمراجحة (Arbitrage)⁽³⁾.

(1) الهيتي، نورزاد، مرجع سابق، ص 21.

(2) قريفاص، رسمية، مرجع سابق، ص 47.

(3) علي، عبد المنعم وآخرون (2004). النقود والمصاريف والأسواق المالية، الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ص 68.

المبحث الثاني

سوق الكويت المالي

تقتضي دراسة سوق الكويت المالي والتعرف على قواعد وأسس وسماته ضرورة تقسيم هذا

المبحث إلي مطلبين

المطلب الأول : نشأة سوق الكويت المالي.

المطلب الثاني : سمات سوق الكويت المالي.

المطلب الأول

نشأة سوق الكويت المالي

في عام 1976م صدر أول قرار وزاري خاص بتنظيم تداول الأوراق المالية في دولة الكويت، وقد تشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية لتتولى كافة الأعمال التي تؤدي إلى انتظام التعامل وحماية مصالح المتعاملين، وقد تحددت مهمات اللجنة بالآتي⁽¹⁾:

- 1- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بتداول الأوراق المالية
- 2- تسجيل الشركات التي يجوز التعامل في أوراقها.
- 3- وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دورياً من الشركات التي يجري التعامل في أوراقها.
- 4- تنظيم مهنة الوساطة بالأوراق المالية.
- 5- تقديم الدراسات الخاصة بإنشاء سوق مالي دائم للأوراق المالية، واقتراح مشاريع القوانين اللازمة له.

(1) جابر، محمد صالح (1999). الاستثمار بالأسهم والسندات، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية المجلد السابع، العدد الرابع، السنة السابعة، أيلول 1999م، ص 16.

بتاريخ 1977/4/2م تم الافتتاح الرسمي لبورصة الكويت، وذلك بعد الانتهاء من الدراسات الخاصة باقتراح مشروعات القوانين اللازمة لها، وفي بداية عام 1981م توسعت بورصة الكويت، وأصبح التداول فيها يشمل تداول أسهم بعض الشركات الخليجية المؤسسة خارج الكويت، وفق شروط وضعتها وزارة التجارة والصناعة.⁽¹⁾

وفي عام 1978 تم صدور قرار مجلس الوزراء رقم 15 بشأن تجرئة أسعار الأسهم إلى دينار واحد إذ يعدّ عنصراً مهماً لدعم إنشاء بورصة الأوراق المالية الكويتية ، وإيجاد توازن في أسعار الأسهم المتداولة وتوسيع قاعدة المتعاملين في هذه الأسهم من المواطنين وحتى يكون أيضاً توحيد القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة القائمة مع القيمة السوقية التي أصدرت بها أسهم الشركات المؤسسة في أواخر عام 1975⁽²⁾

في الرابع عشر من شهر آب عام 1983م صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم سوق الأوراق المالية، كهيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية، وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب والظروف الاقتصادية للبلاد، وكان من أهم النصوص التي استحدثها المرسوم المذكور ما يلي:⁽³⁾

1- الأشخاص المرخص لهم بالعمل في الوساطة في بورصة الكويت هم :

أ. الوسيط:

هو الشخص الذي يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية، علماً بأن عمليات الوساطة في السوق تقتصر على الشركات، المرخص لها بذلك.

(1) سوق الكويت للأوراق المالية، دليل السوق، إبريل 2005، ص 3
(2) القلاف، فاضل ناصر، دون سنة نشر، بورصة الأوراق المالية الكويتية تنميتها وتطورها، مؤسسة دار الكتب للنشر والتوزيع، الكويت، ص55
(3) المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم سوق الأوراق المالية كهيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية، الصادرة في الرابع عشر من شهر آب، 1983

ب. ممثل الوسيط :

هو الشخص الذي تقوم شركة الوساطة بتعيينه لكي ينوب عنها في القيام بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية.

أ. معاون الوسيط:

هو الشخص الذي يتبع الوسيط ويعاون ممثله في أعمال الوساطة.

2- على الوسطاء الماليين في الموعد أقصاه يوم العمل التالي ليوم التداول اتخاذ جميع الإجراءات المتعلقة بتحويل ملكية الأسهم وتسديد أثمانها إلى عملائهم، وفقاً لنظام التقاضي الذي تحدده إدارة السوق، ويتحمل الوسطاء كامل المسؤولية عن جميع الصفقات التي قاموا بإبرامها إن لم تنفذ خلال الموعد المذكور.

3- لا يجوز لأية شركة من شركات الوساطة المالية التوسط في بيع أو شراء الأوراق المالية المقبولة لدى السوق، لحساب أي عضو من أعضاء مجلس إدارتها، أو مديرها أو أحد موظفيها أو أزواجهم أو أقاربهم من الدرجة الأولى، ويجوز لهؤلاء البيع أو الشراء من خلال شركة وساطة مالية أخرى.

4- يجوز للجنة الأوراق المالية الكويتية وعند الضرورة تحديد نسب تقلبات الأسعار بما يؤدي إلى تجاوز النسب المحددة، ولمدة تزيد على ثلاثة أيام عمل لكل حالة، وقد حددت إدارة السوق وحدات تغيير الأسعار بنسب تتراوح بين 0.4% - 0.5%.

5- يجب على الوسيط أن يتصرف وفقاً للأوامر الصادرة إليه من عملائه، وأن لا يتصرف وفقاً لرأيه المطلق ما لم يكن مفوضاً بذلك.

لأسباب معروفة فإن بورصة الكويت توقفت عن العمل منذ 1990/8/2م، بتاريخ

1992/9/28م. أعيد افتتاحها إلا أن حركة التداول في تلك الفترة اتسمت بالضعف بسبب خسائر

الشركات، إلا أنها في عام 1993م ارتفعت معدلات التداول في بورصة الكويت نتيجة بدء الشركات في تحقيق الأرباح. وقد ساهم في ذلك قيام الحكومة بطرح مشاريعها الخاصة بإعادة الأعمار، وإقرار القانون الخاص بالمديونيات الصعبة، وما نتج عنه من خصم ممنوح مقابل عملية السداد الفوري، وفي عام 1994م عاد أداء السوق المالي الكويتي إلى التراجع بسبب تخوف المستثمرين من انخفاض أسعار الأسهم والعقارات، عند بدء المدينين بتسييل أصولهم، وذلك لسداد مديونياتهم خلال فترة السنتين حسب ما نص عليه القانون.⁽¹⁾

خلال عام 1995م، بدأت السوق المالي بتطبيق نظام التداول الإلكتروني، الأمر الذي ساعد على تلاشي الكثير من نقاط الضعف التي كانت في النظام السابق، وبالتالي المساهمة في جذب العديد من المستثمرين إلى السوق.

في عام 1996م استمر السوق في نشاطه نتيجة قيام الحكومة بتنفيذ برنامج الخصخصة، وبسبب توجه العديد من الشركات المساهمة للاستثمار في السوق المحلي، وفي عام 1997م استطاع سوق الأوراق المالية أن يحقق أرقاماً قياسية لم يحققها في تاريخه، كما استطاع أن يحقق نمواً كبيراً في جميع مؤشرات الرئسية، لدرجة أن قيمة التداول زادت بنسبة 82% عما كانت عليه في العام الذي سبقه، وخلال نفس العام (1997م) أصدر البنك المركزي الكويتي قراراً بإيقاف منح قروض الهامش، أما في عام 1998 فقد انخفض أداء سوق الكويت للأوراق المالية، فاقداً بذلك إنجازاته التي تحققت خلال عامي 1996، 1997م، نتيجة لعوامل كثيرة منها:

- عمليات التسييل التي صاحبت قرار البنك المركزي بإيقاف منح قروض الهامش
- الأزمة السياسية التي نشبت بين الحكومة ومجلس الأمة، وما نتج عنها من استقالة الحكومة.
- الانخفاض الملحوظ في أسعار النفط والذي بدوره أدى إلى تراجع إيرادات الدولة والعجز في

الموازنة العامة.

(1) دليل سوق الأوراق المالية، طبعة 2008، ص17

في الثالث من تشرين الأول من عام 1998م، أدخل سوق الكويت المالي التعامل بالمستقبلات وعلى نطاق محدود من خلال صندوق سلفه الاستثمار الكويتي الذي يضم (12) شركة من أصل (80) شركة مدرجة في السوق النظامي، والصندوق المذكور هو الوحيد الذي يحق له تداول المستقبلات في السوق، ولمدة تجريبية محددة أجلها ستة أشهر.

أما عام 1999م فقد اتسم بالتراجع الحاد في مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية، ويرجع السبب في ذلك إلى تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين نتيجة عدم وضوح الرؤية بالنسبة للاقتصاد المحلي بشكل عام، وسوق الكويت للأوراق المالية بشكل خاص، وفي عام 2000م اتسم أداء السوق بالحذر الواضح الممزوج بالتخوف من قبل بالتخوف من قبل المتعاملين الذين كانوا يرون أن أسعار الأسهم قد وصلت إلى مستويات مغرية جداً للشراء، ولا تعكس الوضع الحقيقي لكثير من الشركات، الأمر الذي أسهم في توجه العديد من المستثمرين إلى التركيز على الشركات ذات الأداء الجيد والمتنامي.

المطلب الثاني

سمات سوق الكويت للأوراق المالية

تشير النتائج المستخلصة من التحليل الإحصائية المختلفة بأن التعامل في السوق الكويت للأوراق المالية يكاد يقتصر على الأسهم فقط، والذي تعمل الدولة على تنظيم تداوله وإخضاعه للرقابة والإشراف.

أما السندات فقد كان إصدارها ضئيلاً، وامتازت بارتفاع أسعار فوائدها، كما أن معظم الاكتتاب فيها تم بواسطة الشركات والمؤسسات، والتي قامت بضمها إلى محفظة الأوراق المالية

الخاصة بها للحصول على عوائدها إلا أنه يؤخذ من مجموع الآراء المكتوبة للعاملين في مجال الأسواق المالي أن سوق الكويت للأوراق المالية يتسم بالسمات التالية: (1)

1. ضيق نطاق السوق:

يرجع ذلك إلى قلة عدد الشركات المساهمة المتداول أسهمها فيه، إذ لا يتجاوز عددها 33 شركة كويتية، باستثناء شركة واحدة هي شركة " الملاحة البحرية" التي تأسست برأس مال عربي مشترك، وللكويتيين فقط الحق في شراء أسهم الشركات الكويتية، كما يلاحظ أن عدد المساهمين هناك ضئيل جداً، إذ إن معظم الشركات تصدر أسهماً اسمية وليس لحاملها، هذا بالإضافة إلى أن معظم المستثمرين في الشركات من أثرياء القوم، وأن الهدف الرئيسي من شراء الأوراق المالية لا يتمثل أساساً في انتظار تحقيق عائد منها، بل في إعادة بيعها للحصول على أرباح مالية، أما الذين يهتمون بالحصول على عائد من الأوراق المالية، فهم الذين يتجهون لشراء هذه الأوراق من الأسواق الأجنبية. (2)

2. موسمية التعامل :

إن التعامل في سوق للأوراق المالية، ليس على نفس الدرجة من المستوى طوال العام، فهناك فترات يزداد فيها التعامل وينشط، وفي فترات أخرى ينكمش فيها التعامل إلى أدنى درجاته، وهذه هي سمة الأسواق المالية بشكل عام، ويبدو ذلك بوضوح من خلال الظواهر التالية:

أ- يحدث ركود كبير في التعامل خلال أشهر الصيف (حزيران، تموز، آب) إذ يكون حجم التداول في حدوده الدنيا خلال الأشهر الثلاثة المذكورة، وهذا ما تؤكد الإحصائيات المتعلقة بذلك.

(1) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، (2005) أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها أدواتها، وأوضاع التعامل فيها، ص 200 - 205.

(2) حلمي، خالد، مرجع سابق، ص 170

ب- يكاد ينعدم التعامل في سوق الأوراق المالية في يوم الخميس من كل أسبوع، وهو اليوم السابق للعطلة الأسبوعية، كذلك في أيام المواسم والأعياد الدينية.

ج- يبلغ نشاط السوق أقصى دورته في شهر أيلول، حيث ينتهي بانتهائه السنة المالية للشركات المساهمة، وتوزع الأرباح بعد ذلك، ويبلغ أقل حجم للتعامل في شهر حزيران حيث تزداد درجة الحرارة، ويسافر معظم الكويتيين لقضاء إجازاتهم في الخارج.

3. حساسية السوق:

ترجع هذه الحساسية لصغر حجم السوق، والذي توضحه حجم المعاملات فيه، وإلى ارتباط سوق الأوراق المالية الوثيق بالأحداث الاقتصادية العالمية التي تنعكس على السوق وتؤثر فيه تأثيراً بالغاً، فترتفع أسعار الأسهم ويزداد حجم التعامل كلما انخفضت أسعار الفائدة في الخارج، أو اضطربت الأسواق المالية العالمية، نتيجة تخفيض إحدى العملات الرئيسية. أو نتيجة أزمات النقد العالمي التي تلاحقت في السنوات الأخيرة، فيعود إلى الكويت تحت هذه الظروف جلباً لرؤوس الأموال التي اتجهت إلى الخارج بصورة مؤقتة سعياً وراء أسعار فائدة مرتفعة.

4. المضاربة :

المضاربة تبدو واضحة في ارتفاع أسعار الأسهم لعدد من الشركات وبما لا يتفق مع عائد أسهمها، بل وبما لا يتفق والمركز المالي لتلك الشركات، وخاصة وأنها حديثة العهد، وتأسست منذ فترات وجيزة، كما أن أسعار بعض أسهم الشركات يتضاعف قبل تداولها، الأمر الذي يؤكد أن عنصر المضاربة في سوق الأوراق المالية الكويتي له فعاليته وقوته بل وخطورته. (1)

لقد كانت لموارد الكويت المالية وخاصة النفطية منها، وما شهدته هذا القطاع من ارتفاع متسارع، والدور الكبير في ظهور سوق الكويت للأوراق المالية، إذ تم تأسيس عدد من الشركات

(1) حلمي، خالد، مرجع سابق، 171

المساهمة الكويتية، وكان أول هذه الشركات "بنك الكويت الوطني" الذي تم إنشاؤه في العام 1952م، ثم توالى الشركات في التأسيس، وهي الشركات المساهمة العامة، الأمر الذي ساعد على ظهور النشاطات الاقتصادية المالية المتعلقة بسوق الأسهم⁽¹⁾.

وقد شهدت حركة تداول الأسهم بعد عام 1975 ارتفاعاً ونشاطاً كبيراً، إلا أنه في العام 1982 تعرضت سوق الأسهم لانتكاسة كبيرة عرفت بأزمة سوق المناخ، نتجت عن عدة عوامل، منها التوقعات الخاطئة لجهود المستثمرين بخصوص توزيعات الأرباح، وكذلك بسبب الحجم الكبير لعمليات البيع الآجل وعلى أثر تلك الانتكاسة التي تعرضت لها سوق الأسهم قامت الحكومة الكويتية بمجموعة من الإجراءات الإيجابية ساعدت على انتعاش نشاط التداول⁽²⁾.

وقد بدأ التنظيم التشريعي للأوراق المالية في الكويت بصدور قانون الشركات التجارية رقم 15 لسنة 1960، ثم تلاه صدور عدد من التشريعات الخاصة بتنظيم تداول الأوراق المالية، وفي العام 1972 أنشئ مكتب للأوراق المالية بالمركز التجاري بمدينة الكويت، إذ تركزت مهماته على تلقي المعلومات المتعلقة ببيانات تداول الأسهم من السماسرة، ومن ثم نشرها في الصحف الكويتية اليومية، وفي العام 1974 قام مجلس الوزراء بتشكيل لجنة لدراسة أوضاع الشركات المساهمة، والتي أوصت في نهاية أعمالها بإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية وفي العام 1976، صدر قرار مجلس الوزراء رقم (61) بتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية التي تعد بمثابة لائحة تنظيمية، وفي عام 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، كما صدر في

(1) البيلوي، حازم، وفهمي، رائد (1982). سوق الأسهم الكويتية، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد السادس، الكويت، ص 24-27.

(2) صرخوه، يعقوب يوسف (1982). الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، القاهرة، ص 9-14.

عام 1983 المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق بوصفها هيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية، مهمتها وضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم البورصة⁽¹⁾.

ومن أبرز التشريعات الكويتية الحديثة في تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية القانون رقم (2) لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن الإفصاح عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، الذي كان له الأثر البارز في ترسيخ مبدأ الإفصاح والشفافية في هذه السوق، بالإضافة إلى إصدار لجنة السوق القرار رقم (5) لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في الشركات المساهمة⁽²⁾.

وبعد ذلك صدر القانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، وقد تناول الفصل الثاني من هذا القانون هيئة سوق المال، إذ نصت المادة (2) منه على أنه: "تتشأ هيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية الاعتبارية يشرف عليها وزير التجارة والصناعة، تسمى (هيئة أسواق المال). كما نصت المادة (3) منه على أنه: "تهدف الهيئة إلى ما يلي: 1- تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية. 2- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تنميته. 3- توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية. 4- تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية. 5- تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية. 6- العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط الأوراق المالية"، كما نصت المادة (5) منه على أنه: "تقوم الهيئة بما يلي: 1- رفع الدعاوى المدنية والتجارية المتعلقة بمخالفة أحكام هذا القانون واللوائح

(¹) العثمان، جمال (2010). الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص40.

(²) صرخوه، يعقوب يوسف، مرجع سابق، ص10.

الصادرة بموجب أو تلك التي تكون للهيئة مصلحة فيها. 2- تلقي الشكاوي المقدمة بشأن المخالفات والجرائم المنصوص عليها في هذا القانون والتحقيق الإداري فيها، وإحالتها إلى مجلس التأديب إذا قررت ذلك...⁽¹⁾.

كما تناول الفصل الثالث من القانون بورصات الأوراق المالية من خلال عدداً من المواد، إذ نصت المادة (31) من القانون على أنه: "يقصد ببورصة أوراق مالية السوق المخصص للتوفيق بين عروض البيع وطلبات الشراء في الأوراق المالية ويتبع الإجراءات الخاصة بالتداول ويؤدي الوظائف المعتاد أدائها من قبل الأسواق المالية"، كما نصت المادة (32) على أنه: "لا يجوز لأي شخص تأسيس أو تشغيل أو المساعدة على تأسيس أو تشغيل بورصة الأوراق المالية إلا بعد الحصول على ترخيص بموجب هذا القانون وفقاً للنظم واللوائح التي تعتمدها الهيئة وتختص الهيئة دون غيرها بإصدار هذا الترخيص وينشر في الجريدة الرسمية"، كما نصت المادة (34) من نفس القانون على أنه: "تحدد اللائحة التنفيذية للقانون الإجراءات والقواعد والنظم التي يتعين على البورصة المرخص لها اتباعها لتداول ونقل ملكية الأوراق المالية الكويتية غير المدرجة في البورصة"⁽²⁾.

⁽¹⁾ نصوص المواد (2، 3، 5) من قانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.
⁽²⁾ نصوص المواد (31، 32، 34) من قانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

المبحث الثالث

سوق عمان المالي

تقتضي دراسة سوق عمان المالي والتعرف على أسسه ضرورة تقسيم هذا المبحث إلى

ثلاثة مطالب .

المطلب الأول : نشأة وتطور سوق عمان المالي.

المطلب الثاني : أهداف ونظم سوق عمان المالي.

المطلب الثالث : القوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكم سوق عمان المالي.

المطلب الأول

نشأة وتطور سوق عمان المالي

بدأ الاكتتاب بالأسهم والتداول بها في المملكة الأردنية الهاشمية، منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي. فقد بدأ ذلك منذ أوائل الثلاثينات مع إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات، إذ تم تأسيس البنك العربي عام 1930م كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931م وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938م وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951م، وتم إصدار إسناد القرض في الأردن في الستينات ونتيجة لظهور هذه التعاملات ظهرت الأسواق المالية غير المنظمة من خلال مكاتب غير متخصصة، مما أدى إلى تفكير الجهات الحكومية بإنشاء سوق لتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية، وذلك لضمان سهولة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرين والمستثمرين بهذه الأوراق، وإيجاد أسعار عادلة للأوراق المالية التي تعتمد على العرض والطلب⁽¹⁾.

(1) التميمي، ارشد فواد وأسامة عزمي سلام (2004). الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، دار المسيرة للنشر، ص 155.

فقد تم وبدعم من الحكومة والتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية. إذ قام البنك المركزي الأردني خلال عامي 1975-1976م وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation IFC)، والتابعة للبنك الدولي بإجراء الدراسات الخاصة بإنشاء السوق المنظمة للأوراق المالية، إذ تم التوصل إلى إمكانية إنشاء مثل هذا السوق، وذلك بالاعتماد على حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة، وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين. كما أن من المتوقع أن تضيف إلى السوق المالي أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي مواكبتها لحصد المزيد من النشاط الاقتصادي، ونظراً لذلك صدر القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976م، الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي، وقد تم بقرار من مجلس الوزراء تشكيل لجنة لإدارة السوق بتاريخ 16/3/1977م، وقد باشر سوق عمان المالي أعماله بتاريخ 1/1/1978م⁽¹⁾.

لقد حددت أهداف السوق بمقتضى قانون سوق عمان المالي. الذي يقتضي تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل حماية هذا التعامل بسرعة وسهولة بما يتناسب مع مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين. بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. وقد أوكل للسوق في ذلك الوقت القيام بالأعمال التالية:

- دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال. (Securities & Exchange Commission)
(SEC).

- دور البورصة التقليدية للأوراق لمالية (Stock Exchange).

(¹) الداغر، محمود محمد، مرجع سابق، ص 12.

لقد سعت الحكومة الأردنية إلى إحداث الإصلاحات والتطورات في سوق عمان المالي منذ إنشائه إلى الآن، وذلك من أجل تعزيز نمو القطاع الأهلي، وتوسيع قاعدة الاقتصاد الأردني وتنويعها سعياً للوصول إلى المعايير الدولية في تنظيم أسواق الأوراق المالية.⁽¹⁾

من أهم التطورات الحاصلة في سوق عمان المالي، التطورات التي تسعى للعولمة والانفتاح على العالم الخارجي، وهي استخدام أنظمة التداول الإلكترونية وتقوية الرقابة على السوق وإزالة كافة معوقات الاستثمار للوصول إلى مستويات مرتفعة من الشفافية. ويمثل صدور قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم 23 لسنة 1997م نقطة تحول مهمة في سوق رأس المال الأردني، إذ تضمن إعادة هيكلة للسوق وفصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي واستبدال سوق عمان المالي بثلاثة مؤسسات جديدة وهي:

- هيئة الأوراق المالية، وهي المؤسسة التي تتولى الدور الرقابي والتشريعي.
- بورصة عمان، سوق الأوراق المالية.
- مركز إيداع الأوراق المالية، وهما المؤسسات اللتان تتوليان الدور التنفيذي.

أ- هيئة الأوراق المالية⁽²⁾:

تتمتع الهيئة باستقلال مالي وإداري، وترتبط برئيس الوزراء مما يعزز من دورها ويمكنها من تحقيق أهدافها بكفاءة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، ويتمتع المجلس بصلاحيات الإشراف والرقابة على الأوراق المالية بخصوص تعاملاتها والعمولات الخاصة بتلك التعاملات وإصدار الأوراق المالية وإعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية، كما تقوم بالموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة ومركز إيداع الأوراق المالية.

(1) نشرة سوق عمان المالي ، 2010

(2) محمد، شامل (1998). كيف تتعامل في البورصة، القاهرة: دار الكتب الجامعية، ص 2.

ب- مركز إيداع الأوراق المالية:

يعدّ المركز شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري غير هادفة للربح وخاضع لرقابة هيئة الأوراق المالية. إذ تم إنشاؤه في 10/5/1999م، بهدف الحفاظ على الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، كما يقوم بتسوية ثمن الأوراق المالية فيما بين الوسطاء.

ج- بورصة عمان:

بدأت البورصة أعمالها كمؤسسة أهلية ذات استقلال إداري ومالي بتاريخ 11/3/1999م وهي مؤسسة غير ربحية، كما تعدّ الجهة الوحيدة في المملكة الأردنية الهاشمية المصرح لها القيام بالتعاملات كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، وذلك وفقاً إلى قانون الأوراق المالية الأردني رقم 23 لسنة 1997م، ثم سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في الأردن بموجب قانون الأوراق المالية الجديد رقم 76 لسنة 2002م.

المطلب الثاني

أهداف سوق عمان المالي

يهدف سوق عمان المالي إلى ترسيخ مبادئ العدالة والشفافية وتحقيق الكفاءة، كما تسعى إلى توفير البيئة الملائمة لضمان تفاعل قوى العرض والطلب في تداول الأوراق المالية وتوفير الحماية للمتعاملين بها، ولتحقيق ذلك قام سوق عمان المالي بتطبيق الإجراءات والقوانين التي تتماشى مع المعايير العالمية، وتوفير الأنظمة الإلكترونية التي تشكل نقطة الاتصال مع العالم الخارجي، وتجهيز قاعات التداول بأحدث التقنيات الحديثة، وكذلك فرض الرقابة على عمليات التداول بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية وفرض العقوبات التأديبية على الأعضاء والأشخاص المخالفين لأحكام القانون والأنظمة السائدة كما تسعى إلى نشر المعلومات والتقارير المتعلقة بأنشطة سوق عمان المالي

باستمرار وإمكانية إيصالها إلى المهتمين بنفس الوقت. كما يحرص سوق عمان المالي على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات الدولية والمشاركة بالمؤتمرات والندوات العربية والعالمية⁽¹⁾.

تقسيمات سوق الأوراق المالية:

السوق الثانوي: وهو السوق المختص بتداولات الأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة الخاصة بالأوراق المالية. ويقسم إلى السوق الأول والسوق الثاني، وهما السوقان اللذان يختصان بتعاملات الأوراق المالية، كل منهما حسب شروط ومعايير محددة حيث يختصان بتداولات الأسهم.

سوق السندات: يختص هذا السوق بالتعامل بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.

التحويلات خارج القاعة: وهو السوق الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية والعائلية.

(¹) الحميد، آمال جاسر عبد (2005). أثر التجارة الإلكترونية على الرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي (1996-2005م)، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، ص 50. حيث أصبح سوق عمان المالي عضواً فاعلاً في المنظمات والاتحادات التالية:

اتحاد أسواق المال العربية.

اتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية (FEAS)

الاتحاد الدولي للبورصات (WFE)

المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)

وقع سوق عمان المالي مذكرات تفاهم وتعاون مشترك مع عدد من البورصات العربية والعالمية.

أ- وقع اتفاقية إدراك مشترك مع بورصة الكويت في عام 2000م.

ب- وقع اتفاقية إدراك مشترك مع سوق البحرين للأوراق المالية.

ت- اتفاقية تعاون مشترك مع بورصة سالونيك في عام 2003م.

ترأس سوق عمان المالي لجنة التسويق في اتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية.

ترأس سوق عمان المالي لجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي (NSC-Unix).

أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي:

وقد حددت أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق عمان المالي بموجب قانون

الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002م ولذا فإن تعريف الأوراق المالية يشمل⁽¹⁾:

- أ- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- ب- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة والبلديات.
- ج- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.
- د- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- هـ- إسناد خيار المساهمة.
- و- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- ز- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.
- ح- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

المطلب الثالث

القوانين والأنظمة والتعليمات بالتي تحكم سوق عمان المالي:

لا بد من الإشارة إلى القوانين والأنظمة التي تحكم سوق عمان المالي وهذا يتطلب الحديث

عن مجموعة من القوانين التي لها دور مهم وأثر كبير في قيام سوق عمان المالي وعن علاقة هذه

القوانين بقانون الأوراق المالية ومن أهم هذه القوانين قانون الشركات وقانون ضريبة الدخل، قانون

(1) أنظر في ذلك المادة 3 من قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (76) لسنة (2002) وأنظر أيضاً المطوري، عبد الكريم (1996). فحص الكفاءة شبه القوي في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، ص37.

الدين عام، قانون الجمارك قانون تشجيع الاستثمار، قانون التأمين، إذ تلعب دوراً كبيراً في توفير البنية الأساسية للسوق، وفيما يلي أهم هذه القوانين⁽¹⁾.

1- قانون الشركات الأردني :

جاء الاهتمام بقانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997م كونه القانون المنظم لقيام الشركات المساهمة العامة بصفتها الشركات الرئيسية المصدرة للأوراق المالية. كذلك يعدّ هذا القانون المنظم لقيام الشركات الأردنية بكافة أنواعها ويعطي هذا القانون الشركة الشخصية المعنوية والأهلية القانونية لمباشرة عملها، وقد نص هذا القانون على أن يكون رأس مال الشركات من أسهم نقدية أو عينية أو عادية أو ممتازة وكذلك نص القانون على أن تكون الأسهم اسمية ومتساوية القيمة وقابلة للتداول ويتم طرحها للاكتتاب العام، وأن يكون رأس مالها بالدينار الأردني ولا يقل رأس مال الشركة المصرح به عن 500000 دينار أردني ورأس المال المكتتب به لا يقل عن 100000 دينار أردني أو 20% من رأس المال المصرح به.

لقد نص القانون بمقتضى الفقرة (ب) من المادة (99) من قانون الشركات الأردني ان يتم دعوة الجمهور للاكتتاب العام باسم الشركات المساهمة العامة من خلال نشرة إصدار منظمة أحكامها التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية وذلك تطبيقاً للمادة رقم 73/ج من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم 23 لسنة 1997م⁽²⁾.

حسب قانون الأوراق المالية الأردني لا بد لكل شركة تريد إصدار أوراق مالية من أن تتقدم إلي الهيئة بطلب لتسجيل تلك الأوراق المالية مرفقاً بها نشرة إصدارها المعدة من قبل الشركة، وبالتالي ساعد هذا القانون هيئة الأوراق المالية لتأخذ دور المنظم للعروض العامة لشراء أسهم

(1) التميمي، ارشد فؤاد، مرجع سابق، ص 163.

(2) قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.

الشركات المساهمة العامة، بحيث تعدّ نافذة بعد مرور 30 يوماً على إيداعها في الهيئة ما لم يعلن مجلس الهيئة رفضها خلال هذه المدة⁽¹⁾.

2- قانون تشجيع الاستثمار الأردني :

يعدّ قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم (16) لسنة 1995م وتعديلاته لسنة (2000) من القوانين التي تسهم في تشجيع عملية الاستثمار وتوفير الظروف الملائمة لذلك. حيث تهدف مؤسسة تشجيع الاستثمار إلى تسهيل إجراءات التسجيل والترخيص للمشاريع الاستثمارية والعمل على إنشاء نافذة استثمارية تتولي ترخيص مشاريع الاستثمار والحصول على الموافقات من الجهات الأخرى حسب القانون، وأعطى القانون وزير المالية صلاحية إصدار قرار ترخيص المشروع ما لم تصدر الوزارات والمؤسسات العامة قرارها المبرر لهذا الترخيص وذلك خلال ثلاثين يوماً من تقديم الترخيص من قبل المستثمر. وكذلك أسهم هذا القانون في توسيع دائرة الاستثمارات والتنمية من خلال الإعفاءات الممنوحة للمناطق التنموية التي تقع فيها هذه المشاريع وذلك لتشجيع المستثمرين على الاستثمار في مختلف مناطق المملكة الأردنية الهاشمية.

من الجدير بالذكر أن هذا القانون أسهم في تطوير سوق الأوراق المالية الأردني وذلك بتوفير المناخ الاستثماري الملائم حيث عمل على تشجيع وتحفيز الشركات المصدرة للأوراق المالية وتوسيعها عن طريق مزيج من الإصدارات المالية المتنوعة على الجمهور⁽²⁾.

3- قانون ضريبة الدخل الأردني :

أسهم قانون ضريبة الدخل الأردني رقم (57) لسنة 1985م والمعدل من قانون رقم (14) لسنة 1995م المعدل بالقانون المؤقت رقم (28) لسنة 2009 والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبها مساهمات جادة في قيام الشركات المساهمة العامة نظراً لما منحه هذا القانون من إعفاءات حيث

(1) التقرير السنوي لسوق عمان المالي لعام 2007م.

(2) قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم 16 لسنة 1995م

نص على إعفاء أرباح التعامل بالأسهم والسندات من ضريبة الأرباح الرأسمالية وكذلك أبقى هذا القانون فوائد أذونات الخزينة المعفاة بموجب قانون الدين العام الأردني وسندات التتمية وإسناد قرض الخزينة وسندات المؤسسات العامة وإسناد قرض الشركات المساهمة العامة، لذلك كان لهذا القانون أثر كبير في تنشيط سوق الأوراق المالية إذ إنه عمل على تشجيع المواطنين على الإقبال على شراء أسهم الشركات المساهمة العامة⁽¹⁾.

4- قانون الدين العام الأردني :

نص قانون الدين الأردني العام رقم (1) لسنة 1971م والمعدل بالقانون رقم (59) لسنة 1976م المعدل بالقانون رقم (26) لسنة 2001 على أسلوبين للاقتراض الحكومي أولهما عن طريق إصدار أذونات الخزينة والثاني بإصدار سندات الدين العام الاسمية أو لحاملها ويقوم بإصدار هذه الأوراق البنك المركزي الأردني. ويستخدم هذا القانون كإحدى السياسات النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية والنقدية قصيرة وبعيدة المدى، إذ إنه يهدف إلى خلق سوق رأس مال أردني يتم من خلاله استعمال الأوراق المالية كأدوات لتمويل المشاريع الإنتاجية برأس مال محلي، وتعد الأوراق المالية الصادرة بموجب هذا القانون من أهم أدوات سوق الأوراق المالية الأردني، وبالتالي يؤدي ذلك إلى تنشيط سوق الأوراق المالية الأردنية لأن المستثمرين يقبلون على شراء هذه الأوراق المالية أكثر من غيرها إذ إنها مضمونة من قبل الدولة⁽²⁾.

5- قانون الجمارك الأردني :

لقد منح قانون الجمارك الأردني رقم (20) لسنة 1998م والمعدل بالقانون المؤقت رقم (24) لسنة 2010 الشركات الكثير من الإعفاءات فيما يتعلق بالمواد الأولية الداخلة في الصناعة مما

(1) قانون ضريبة الدخل الأردني رقم 57 لسنة 1985م المعدل بالقانون رقم 14 لسنة 1995م.

(2) قانون الدين العام المؤقت الأردني رقم 59 لسنة 1976م المعدل بالقانون رقم (26) لسنة 2001

يوفر لها القدرة التنافسية محلياً وإقليمياً أكثر من المنتجات الأخرى المستوردة مما يساعد هذه الشركات علي تحقيق النسب المعقولة من الأرباح.

ينعكس دور هذا القانون علي سوق الأوراق المالية إذ إنه يعدّ منشطاً للشركات المساهمة العامة المصدرة للأوراق المالية، وبالتالي تحقق هذه الشركات أرباحاً أكبر مما يؤدي إلى زيادة رأس مال هذه الشركات وتوسعها في أعمالها والذي بدوره يؤدي إلى إصدار أسهم جديدة تذهب إلي سوق الأوراق المالية الأردني⁽¹⁾.

6- قانون الأوراق المالية الأردني:

صدر قانون الأوراق المالية الأردني رقم (23) لسنة 1997م المعدل بالقانون رقم (76) لسنة 2002 الذي يهدف إلى إعادة هيكلة سوق رأس المال الوطني، وتوفير الخدمات المالية الضرورية ورفع سوية الموجود منها وتوفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية، ومن أهم ما أشار إليه هذا القانون ما يلي:

1- تم إنشاء ثلاث مؤسسات هي هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية.

2- فصل الدول الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي والذي كان يقوم بها سوق عمان المالي، إذ أوكلت مهمة الرقابة والتشريع إلى هيئة الأوراق المالية ومهمة الدور التنفيذي لبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية.

3- وضع القانون الإطار العام التشريعي والعملي لإيجاد شركات الخدمات المالية المختلفة وصناديق الاستثمار.

(¹) قانون الجمارك رقم 20 لسنة 1998م. والمعدل بالقانون المؤقت رقم 24 لسنة 1998

4- ساعد القانون في إيجاد أدوات مالية جديدة، مثل العقود الآجلة والبيع على المكشوف، فقد أوكل

القانون إلى هيئة الأوراق المالية المهمات التالية⁽¹⁾:

أ- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها.

ب- تنظيم أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة ومراقبتها وهي:

- بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)

- مراكز إيداع الأوراق المالية.

- معتمدة الهيئة المالية.

- شركات الخدمات المالية.

- صناديق الاستثمار.

- الشركات المساهمة العامة.

ج- تنظيم ومراقبة عملية الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

د- تنظيم عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية.

هـ- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

كذلك بين هذا قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (67) لسنة (2002) الأوراق المالية التي تطرح

في بورصة عمان وهي⁽²⁾:

1- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

2- إسناد القرض الصادر عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات.

3- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.

4- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

(1) هيئة الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية، عملها، أهدافها، دائرة البحوث، ص 1.

(2) المادة 3 من قانون الأوراق المالية المؤقت (76) لسنة (2002).

5- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

6- أية أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها من قبل المجلس.

لقد نص القانون على إنشاء سوق تداول الأوراق المالية تسمى (بورصة عمان)، وتتمتع هذه البورصة بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وتكون هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية وهي مؤسسة غير ربحية ولا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بأعمال تجارية أو تملك أوراقاً مالية.⁽¹⁾

ومن أهم ما ورد بقانون الأوراق المالية الأردني رقم (76) لسنة 2002م⁽²⁾:

- 1- تعزيز صلاحيات الهيئة الرقابية والتشريعية فيما يتعلق بالتحقيق والتفتيش وفرض الغرامات.
- 2- إلزام المصدرين بتسجيل الأوراق المالية الصادرة عنهم وإلزام الشركات بتشكيل لجنة تدقيق للحسابات.
- 3- وضع الإطار القانوني لإنشاء أكثر من سوق مالي في المملكة، ومنح البورصة صلاحيات إعادة هيكلة نفسها.
- 4- دعم عملية الإفصاح واعتبار تقديم معلومات غير صحيحة مخالفة للقانون وتصديق مدقق الحسابات على بيانات غير صحيحة مخالفة أيضاً.
- 5- تعزيز الأطر التشريعية المتعلقة بتقديم الخدمات المالية وتعزيز سيادة القانون بخصوص المخالفات والعقوبات.
- 6- إنشاء جمعية معتمدي سوق رأس المال.

⁽¹⁾ انظر في ذلك المادة 65 من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم (76) لسنة (2002).

⁽²⁾ منشورات دائرة البحوث لهيئة الأوراق المالية الأردنية، آذار 2006م، ص 13-15.

من خلال ما سبق يرى الباحث أن قانون الأوراق المالية الأردني يلعب دوراً مهماً في تاريخ سوق المال الوطني وذلك من خلال فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وإنشاء مؤسسات متخصصة، والعمل على حماية المستثمر وتوفير المناخ الاستثماري الملائم للتعامل في الأوراق المالية سواء من قبل الشركات المساهمة التي تعدّ مصدرة للأوراق المالية أو من قبل الجمهور المشتري لتلك الأوراق للنهوض بسوق الأوراق المالية، ورفع سوية الاقتصاد الوطني الأردني.

الفصل الثاني

ماهية الإفصاح وطبيعته القانونية

تمهيد:

الإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتؤثر في سعر الورقة المالية. ويجب أن يكون عاماً وللجمهور كافة وليس فقط لحملة الأوراق المالية، ويتم عن طريق الصحف اليومية من خلال تصريح أو إعلان من قبل الجهة المختصة⁽¹⁾، والإفصاح إما إن يكون⁽²⁾:

1- إفصاحاً دورياً يتم خلال فترات محددة مرتبطة بالنسبة المالية للجهة ذات العلاقة. أو"

2- إفصاحاً فورياً ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.

إن سياسة الإفصاح والشفافية كجزء أساسي من السياسة العامة لحوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة لا بد أن تبنى على ركيزتين أساسيتين⁽³⁾:

أولاً: الإعلان عن معلومات صحيحة سليمة منتظمة موثوق بها ومرتبطة بالموضوعات الأساسية والمهمة في العمل المصرفي بالمنشأة سواء تعلق بالمركز المالي والأداء العام، حقوق الملكية، المعلومات الجوهرية تعاملات الأشخاص المطلعين في البنك بما في ذلك أعضاء مجالس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا في الأوراق المالية المصدرة من قبل البنك، وتعاملات الأطراف ذوي العلاقة، والامتيازات التي يتمتع بها أعضاء المجلس والإدارة التنفيذية العليا في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة، وتعاملات الأطراف ذوي العلاقة، والامتيازات التي يتمتع بها أعضاء المجلس والإدارة التنفيذية العليا إضافة إلى التقارير الدورية لشركة

(1) "أ. يقصد بالإعلان لغايات تطبيق هذه التعليمات نشر المعلومات والبيانات المعنية لمرة واحدة في صحيفة يومية واحدة على الأقل باللغة العربية ب. يقصد بالتصريح لغايات تطبيق هذه التعليمات، الإذلاء ببيان ينشر في صحيفة يومية واحدة على الأقل ج. تكون مسؤولية الإعلان والتصريح ومضمونها على رئيس مجلس الإدارة أو أي شخص مكلف أو مفوض من قبله بذلك خطياً" (المادة 22 من تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية الخاضعة لرقابة هيئة الأوراق المالية لسنة 2004).

(2) هيئة الأوراق المالية (2008) قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، ص 23.

(3) منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004). مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، ص 40.

وسياسة الحكومة المتبعة فيه؛ ليقوموا مدى إشراف الإدارة وبهذا يمكنهم اتخاذ قرارات مدروسة عن تقييم الشركة والملكية وتصويت الأسهم.

ثانياً: أن تتم عملية الإعلان في الوقت المناسب وبصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة، وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات النافذة مما يمكن المساهمين والمستثمرين من اتخاذ قراراتهم.

إن وجود نظام إفصاح قوي يشجع على الشفافية يثري عملية ترسيخ الحكومة من عدة

نواحٍ:(1)

1- يعدّ أحد الملامح المحورية للإشراف على البنوك، فمن شأن الإفصاح تمكين الجهات الإشرافية من مراقبة عمليات البنك المختلفة والتأكد من منع التعامل الداخلي(2).

2- يعدّ وسيلة رئيسية لممارسة المساهمين حقوق ملكياتهم على أسس مدروسة، فهو يؤدي إلى الحد من التعامل الداخلي وبالتالي توفير المعلومات للجميع وبنفس الوقت فتتعدم إمكانية استفادة أحد الأشخاص قبل غيره من المعلومة.

3- التأثير على السلوك الإداري والتوجه الاقتصادي لعموم البنوك والشركات الأخرى بالإضافة إلى دوره في حماية المستثمرين، فعدم كفاية المعلومات و/أو وضوحها يؤدي إلى إعاقة قدرة

(1) منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004). مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، ص 41
(2) يعرف التعامل الداخلي بأنه: استغلال المعلومات الداخلية من قبل الأشخاص المطلعين أو غير المطلعين ممن آلت إليهم أي معلومات داخلية - أي المعلومات غير المعلن عنها والتي قد تؤثر على سعر أي أوراق مالية في حال الإعلان عنها - في تحقيق مكاسب مادية أو معنوية. ويعرف الأشخاص المطلعين بأنهم الأشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم وظائفهم وعملهم ويشمل ذلك إدارة البنك وموظفيه ومستشاريه. وقد منع التعامل الداخلي:

- لأنه يصر بمصالح حملة الأوراق المالية.
- لأنه ينطوي على تعامل مبني على غش وخداع.
- لأنه يسيء إلى المناخ الاستثماري العام.

الأسواق على العمل وزيادة تكلفة رأس المال وضعف في تخصيص الموارد. وفق ما كشفتته التجربة الدولية لدول التي تتمتع بأسواق أسهم ضخمة ونشيطة.

4- ويمكن لنظام الإفصاح القوي أن يساعد على اجتذاب رأس المال والمحافظة على الثقة في أسواق رأس المال، فالإفصاح ضرورية أساسية للتسعير العادل للورقة المالية إذ يؤدي توفر المعلومات بشكل كامل إلى إمكانية التقييم السليم لسعر الورقة المالية.

5- تحسين فهم الجمهور لهيكل ونواحي نشاط المنشأة وسياساتها وأدائها فيما يتعلق بالمعايير البيئية والأخلاقية وعلاقات المنشأة مع المجتمعات المحلية⁽¹⁾.

وعادة ما تقوم الشركة بوضع إجراءات عمل خطية وفقاً لسياسة الإفصاح المعتمدة من قبل مجلس الإدارة لتنظيم شؤون الإفصاح عن المعلومات ومتابعة تطبيقها وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات النافذة. دون أن يترتب على ذلك تعارض مع الحفاظ على الأسرار التجارية المتعلقة بعمل الشركة والتي قد تؤثر على قدرته التنافسية. فلا يتوقع أن تفرض متطلبات الإفصاح أية أعباء إدارية أو مالية أو أن تؤدي إلى إفصاح عن معلومات قد تسبب خطراً أو تهدد مركزها التنافسي إلا ما كان ضرورياً لتوفير المعلومات الكاملة لاتخاذ القرارات الاستثمارية ولتجنب تضليل المستثمر وفقاً للمتطلبات التشريعية⁽²⁾.

ولتقرير طبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها كحد أدنى فإن كثيراً من دول OECD تطبق معيار المادية أو الأهمية (Materiality)؛ والمعلومات المادية أو المهمة يمكن تعريفها بأنها

(1) ولإرشادات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الخاصة بالمنشآت متعددة الجنسيات دور مهم في ترسيخ مفهوم سياسة الإفصاح وتمتين علاقة المنشأة التجارية بالمجتمع المحلي. انظر موقع المنظمة على شبكة الانترنت: www.OECD.org

(2) وتأكيداً على ذلك فقد نص دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان على أنه لا يجوز لأي شخص مطلع في الشركة إفشاء المعلومات الداخلية المتعلقة للشركة لغير المرجع المختص أو القضاء كما لا يجوز تداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركة أو حمل الغير على تداولها بناء على معلومات داخلية أو استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مالية أو معنوية.

المعلومات التي قد يؤدي حذفها أو تحريفها إلى التأثير على القرارات الاقتصادية التي اتخذها مستخدمو المعلومات.

وعلى إدارة الشركة في سبيل تحقيق حوكمة داخلية ممنهجة وحصيفة اتباع التالي⁽¹⁾:

1. الإفصاح عن النتائج المالية ونتائج عمليات البنك، وتتضمن بشكل أساسي:

أ- أهداف البنك.

ب- الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت.

ج- سياسة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين والمعلومات عن أعضاء مجلس

الإدارة بما في ذلك مؤهلاتهم وعملية الاختيار والمديرين الآخرين في الشركة وما إذا كان

يتم النظر إليهم باعتبارهم مستقلين.

د- العمليات المتصلة بأطراف من الشركة أو أقاربهم.

هـ- عوامل المخاطرة المتوقعة.

و- الموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين.

ز- هياكل وسياسات الحوكمة وبصفة خاصة ما يحتويه أي نظام أو سياسة الحوكمة والعمليات

التي يتم تنفيذها بموجبها.

2. إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي

وغير المالي، فعلى البنك تنظيم حساباته وحفظ سجلاته ودفاتره وفق المعايير الدولية الخاصة

بإعداد التقارير المالية (IFRS).⁽²⁾

إن تطبيق معايير ذات مستوى مرتفع يؤدي إلى تحسين قدرة المستثمرين وغيرهم من

أصحاب المصالح على الإشراف على البنك من خلال تقديم تقارير دورية موثقة قابلة للمقارنة، ومن

(1) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، ص16.

(2) أنظر الي دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان ، ص19

شأن الالتزام بتقديم تقارير دورية وفقاً للمعايير الدولية المعترف بها تحسين النظرة إلى أداء البنك من قبل المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء، وتعتمد نوعية المعلومات إلى درجة كبيرة على المعايير التي يجري بناء عليها جمع المعلومات والإفصاح عنها.

3. القيام بمراجعة خارجية سنوية مستقلة بواسطة مراجع مستقل وكفاء ومؤهل يقدم تأكيدات موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل المركز المالي والأداء الحقيقي للبنك. ولا بد لتقرير المدقق الخارجي (تقرير التدقيق) أن يشمل تقييمه للطريقة التي تم بموجبها إعداد وتقديم التقارير السنوية، بهدف تحسين بيئة الرقابة في الشركة. (1)

وقد أدخلت الكثير من الدول إجراءات لتحسين استقلال المدققين وتشديد قابليتهم للمساءلة أمام المساهمين ويقوم عدد من الدول بتشديد إشراف التدقيق من خلال منشأة مستقلة وبالفعل فإن مبادئ إشراف المدقق التي أصدرتها المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO) في عام 2002 تنص على أن الإشراف الفعال للمدقق لا بد أن يبين بصفة عامة آليات الإشراف والمعايير المعتمدة فيه كما تؤكد على ضرورة إخضاع المحاسبين الخارجيين إلى رقابة هيئة مستقلة (2).

ويتزايد شيوع التوصية باستخدام المدققين الخارجيين من قبل لجنة مراجعة مستقلة تابعة لمجلس الإدارة أو ما يعادلها على أن يتم التعيين الفعلي بواسطة تلك اللجنة أو ما يعادلها أو من جانب المساهمين مباشرة وفضلاً عن هذا فإن IOSCO تقرّر في المبادئ استقلال المدقق ودور حوكمة الشركات في الإشراف على استقلال المراجع (Principles of Auditor Independence)

(1) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، ص 45

(2) وفي الأردن نصت المادة (17) من تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية لسنة 2004 يشترط في مدقق حسابات أي جهة من الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة ما يلي :

أ أن يكون حاصلاً على إجازة مزاولة المهنة سارية المفعول.

ب أن يكون عضواً في جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين

ج أن يكون مصنفاً بالفئة (أ) وفقاً لنظام تصنيف المدققين المعمول به

د أن يكون قد مارس المهنة بشكل متفرغ لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل بعد حصوله على إجازة مزاولة مهنة تدقيق الحسابات

ه أن يشاركه أو يعمل في مكتبة مدقق واحد أو أكثر ممن تتوفر فيهم الشروط السابقة

and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence) إن معايير استقلال المدقق ينبغي أن تنشئ إطار مبادئ يدعمه مزيج من الممنوعات والقيود والسياسات والإجراءات الأخرى ونواحي الإفصاح كما يتناول على الأقل التهديدات التالية للاستقلال: المصلحة الشخصية والاستعراض الذاتي والدفاع والاعتیاد والإكراه بالتهديد. نظراً لحساسية الوظيفة التي يشغلها والتي من شأنها اطلاعها على معلومات دقيقة وحساسة من شأن إفشائها إلحاق بليغ الضرر بسير عمل المنشأة المصرفية⁽¹⁾. وغالباً ما يتم تحديد لجنة التدقيق أو ما يعادلها باعتبارها توفر الإشراف على نواحي نشاط التدقيق الداخلي والإشراف على العلاقات الشاملة مع المدققين الخارجيين. ولضمان استقلالية المدققين الخارجيين نادت عدد من الدول بضرورة الإفصاح عن المبالغ المدفوعة للمدققين الخارجيين مقابل الخدمات غير المتعلقة بالتدقيق. واتخاذ إجراءات تنظيمية مباشرة لتحديد نسبة مئوية للدخل الذي يمكن للمدقق الخارجي أن يحصل عليه مقابل الأعمال الخارجية عن الأعمال التي تتطلبها وظيفة التدقيق والتي يقوم بها لمصلحة عميل محدد أو تحديد النسبة المئوية الإجمالية من دخل المدققين التي يمكن أن يحصلوا عليها من عميل واحد.⁽²⁾

⁽¹⁾ نص دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان الصادر عن هيئة الأوراق المالية الواجبات التي يقوم بها المحاسب لمراقبة أعمال الشركة وهي: - أن يمارس الأعمال الموكلة إليه باستقلال وحيادية. - مراقبة أعمال الشركة. - تدقيق حسابات الشركة وفقاً للمعايير الدولية والقواعد المهنية المتعارف عليها. - فحص الأنظمة الإدارية والمالية للشركة وأنظمة الرقابة الداخلية وإيداء الرأي بخصوص فاعليتها، والتأكد من ملاءمتها لحسن سير أعمال الشركة والمحافظة على أموالها. - التحقق من ملكية الشركة لموجوداتها وقانونية الالتزامات المترتبة على الشركة. - حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة. - الإجابة على أسئلة واستفسارات مساهمي الشركة بخصوص البيانات المالية والحسابات الختامية خلال اجتماعات الهيئة العامة. - إيداء الرأي في عدالة البيانات المالية للشركة وطلب تعديلها إذا كان هناك ما يؤثر على عدالتها. - التبليغ عن أي مخالفة للتشريعات النافذة أو أي أمور مالية أو إدارية ذات أثر سلبي على أوضاع الشركة إلى الجهات المختصة. انظر دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان الصادر عن هيئة الأوراق المالية ص 23 متوفر عبر موقع هيئة الأوراق المالية www.jsc.gov.jo

⁽²⁾ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004). مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، ص 47

وفي الأردن يمارس مدقق حسابات الشركة الخارجي واجباته لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد على أن لا يتم التجديد له أكثر من أربع سنوات متتالية ولا يجوز إعادة انتخابه إلا بعد مرور سنتين على الأقل. كما يشترط: (1)

- أ- أن لا يكون مدقق حسابات الشركة الخارجي مؤسساً أو مساهماً أو عضواً في مجلس إدارتها أو أن يكون شريكاً لأي عضو أو موظف لديه.
- ب- أن لا يقوم بأية أعمال إضافية أخرى لصالح الشركة كتقديم الاستشارات الإدارية والفنية.
- ج- أن يتمتع المدقق بالاستقلالية وفقاً لمعايير التدقيق الدولية.
- د- قيام المدقق بعمله بحياد وعدم تدخل مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية بهذا العمل.
- هـ- كما لا يجوز تعيين أي من موظفي مكتب مدقق الحسابات الخارجي في الإدارة العليا للبنك إلا بعد مرور سنتين على الأقل من تركه العمل لدى المكتب. (2)

4. إفساح المجال لمساءلة المدققين الخارجيين ومحاسبتهم أمام الهيئة العامة للمساهمين والتأكيد على واجبهم الرئيسي اتجاه الشركة وهو ممارسة واجباتهم ومتطلباتهم الوظيفية وفق ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية التدقيق، ولاشك أن تعيين المدققين الخارجيين من قبل الهيئة العامة للمساهمين، سواء تم هذا التعيين بالتنسيب من لجنة التدقيق أو مباشرة من قبل المساهمين، يؤكد مبدأ مساءلة المدققين أمام المساهمين وضرورة التزامهم بواجب العناية المهنية الواجبة اتجاه الشركة وليس اتجاه أي فرد أو مجموعة من مديري الشركة الذين قد يتعاملون معهم بمناسبة قيامهم بأعمالهم. (3)

5. ينبغي أن تكون قنوات بث المعلومات على نفس درجة أهمية ما تحتويه هذه المعلومات ذاتها. ومع أن الإفصاح عن المعلومات غالباً ما ينص عليه في التشريعات فإن حفظ المعلومات وإمكان

(1) دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، ص22

(2) دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، ص23

(3) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، 2004، ص16

الوصول إليها قد يكون أمراً معقداً ومكلفاً وقد تحسن حفظ التقارير القانونية بدرجة كبيرة في بعض الدول بواسطة نظم الحفظ الإلكتروني وطرق استعادة البيانات لهذا فإن الشركات في الأردن يقع عليها واجب نشر التقارير الدورية والإعلانات والتصاريح الصادرة عن مجلس إدارتها على موقعها الإلكتروني إضافة إلى قيام هيئة الأوراق المالية بنشره على موقعها الإلكتروني ونشره في الصحف اليومية، وفيما يتعلق بالإفصاح المستمر أو الجاري فإن الممارسة الجيدة تنادي بالإفصاح "العاجل" عن التطورات المهمة سواء أكان هذا يعني "بأسرع ما يمكن" أم كان يعني في خلال عدد أقصى محدد من الأيام. وتقدم المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية IOSCO في المبادئ الخاصة بإعداد التقارير بواسطة المنشآت المفيدة عن الإفصاح المستمر والتطورات المادية بياناً على المبادئ المشتركة عن الإفصاح المستمر والتطورات المادية والمهمة بالنسبة للشركات المقيدة.⁽¹⁾

6. على مجلس إدارة الشركة استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسامسة ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون بعيداً عن أي تعارض مهمه في المصلحة التي يؤدي إلى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.⁽²⁾

إن تسهيل الإفصاح عن المعلومات في الوقت المناسب واشتراط استقلال ونزاهة المدققين بالإضافة إلى تنظيم مهنة المحاسبة القانونية فضمان نزاهة هذه المهنة، يلعب دوراً مهماً في توفير حوافز الشركات ومجالس إدارتها لاتباع ممارسات جيدة لحوكمة الشركات وكل هذه الجهود قد يهددها ما يعرف بتناقض المصالح والذي يحدث عادة نتيجة اطلاع أشخاص معينين بمناسبة

(1) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، 48، وكذلك انظر الي دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان ص19.

(2) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، ص17.

مناصبهم و/أو سلطاتهم على معلومات خطيرة من شأن التلاعب بها تهديد حقوق أصحاب المصالح والمساهمة في الشركة ، إن تعارض المصالح كان هو السبب الحقيقي لظهور مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة منذ أوائل ظهور الثورة الصناعية أي في نهاية القرن الثامن عشر وتطوره ليقولب مع مرور الزمن وتطور النشاطات الاقتصادية المختلفة في قالب الحوكمة، لهذا نجد الكثير من الدول نظمت عملية الإفصاح التام عن تناقضات المصالح والكيفية التي تختارها المنشأة للتعامل معها، ويعد الإفصاح عن أي تعارض في المصالح حاصل أو محتمل واجب قانوني على مجالس إدارة الشركات .

ولمزيد من التوضيح سيتم تناول الفصل من خلال الباحثين التاليين:

المبحث الأول: الإفصاح في الأسواق المالية.

المبحث الثاني: قواعد الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية الكويتي .

المبحث الثالث : قواعد الشفافية والإفصاح في سوق الاوراق المالية الاردني .

المبحث الأول

الإفصاح في الأسواق المالية

يشكل الإفصاح في الأسواق المالية الضمانة الأساسية لضبط السلوك ومنع انحرافه ويساعد في تقييم الإجراءات والنتائج بموضوعية وواقعية والذي من خلاله يمكن السيطرة على العوامل السلبية أو العوامل غير المرغوبة.

ففي المجال الاقتصادي، فإن المعلومات المالية تلعب دوراً بارزاً وذلك لأن هذا النشاط يعتمد على الكثير من المتغيرات التي لا يمكن السيطرة عليها، مما يدعو المشتغلين بهذا النشاط إلى استخدام الاحتمالات والتوقعات المستقبلية وإجراء التقييمات ووضع الخطط مستندين إلى هذه التوقعات، والتي تحقق النجاح كلما كانت دقيقة وقريبة من النتائج الفعلية، وتتحقق الدقة والموضوعية لهذه التوقعات من خلال توفر البيانات ذات المحتوى المعلوماتي المناسب، التي من خلالها يمكن اتخاذ القرارات الصحيحة، ويقصد بالمحتوى المعلوماتي قيمة ما تحتويه هذه التقارير أو القوائم من معلومات اقتصادية من وجهة نظر مستخدميها في اتخاذ قرارات اقتصادية ذات علاقة بالمشروع⁽¹⁾.

كما أن الإفصاح عن المعلومات في مجال الاستثمارات المالية وفي أسواق الأوراق المالية تحديداً يلعب الدور الأبرز في رفع سوية الاستثمارات وتنشيط بيئتها وتساعد المستثمرين من اتخاذ قراراتهم على أسس علمية ومهنية سليمة، فالمعلومات في الأسواق المالية تمثل المحرك الأساسي للأسعار، فتسعير الورقة المالية ينبع أساساً من التقييمات المختلفة لسعرها والتي تنعكس بدورها بصورة عرض أو طلب ليأخذ مكانة على شاشات التداول في البورصات أما عن سبب الاختلاف بين هذه التقييمات لسعر الورقة المالية الواحدة، فيعود لاختلاف وجهات النظر الشخصية لنفس

(1) مطر، محمد وآخرون (2000). التحليل المالي والائتمان، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ص 417.

المعلومات بين المستثمرين والتي تتباين بين مستمر وآخر نتيجة للأسلوب الذي اعتمده في تحليل وتقييم سعر هذه الورقة والتطلعات المستقبلية المتفائلة أو المتشائمة حولها⁽¹⁾.

وبالتالي فإن القيمة المركزية بالنسبة لمستثمر ما تختلف عن القيمة المركزية لمستثمر آخر، إذ إن خلفية وافتراضات كل واحد منهما تختلف عن الآخر، فلا يوجد هناك إجماع بين فئات المستثمرين على هذه القيمة ولو حدث ذلك فإن الفرق بين هذه القيمة والسعر السوقي سوف يختفي، والسبب في ذلك أن القيمة المركزية لا تحسب من واقع أرقام ومعادلات ثابتة، بل من واقع افتراضات وتوقعات ومشاعر تختلف عن مستثمر لآخر⁽²⁾.

وقد تزايد الاهتمام بالمعلومات المحاسبية مع ظهور نظرية الاتصالات ونظريات الاستثمار الحديثة مثل فروض نظرية السوق الكفاء (Efficient market hypothesis) ونظرية محفظة الأوراق المالية (Portfolio theory) ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية (The capital assets pricing model)، ونموذج السوق (Market model) الأمر الذي أدى إلى دراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية وبين أسعار الأوراق المالية وكذلك أثر هذه المعلومات في أسعار الأسهم والسندات وبيان كيفية استخدامها في قرارات الاستثمار وتقدير العائد والمخاطرة من وراء الاستثمار⁽³⁾.

والجدير بالذكر أن مفهوم الإفصاح المحاسبي في الأسواق المالية، قد تطور بشكل ملحوظ. ونتيجة لتجارب عديدة مرت بها الأسواق المالية المختلفة، فمنذ أزمة الكساد الكبير في عام 1929 وأزمة سوق المناخ في الكويت عام 1982، وأزمة الاثنين الأسود في الولايات المتحدة الأمريكية

(1) رابعة، عبد الرؤوف (2001). الإفصاح في سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر مدقي الحسابات والمسؤوليات المهنية والقانونية والاجتماعية، عمان، ص403.

(2) أبو جابر، محمد صالح (1989). الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، ط2، عمان، ص16.

(3) تركي، محمد خليل (1995). تحليل التقارير المالية، ط2، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، ص219.

عام 1987، والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في العقد الماضي، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي مؤخراً من الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال عام 2002، فقد كانت الدراسات المتعمقة لأسباب هذه الأزمات ودوافعها، وتدوين التوصيات بضرورة زيادة مستوى الإفصاح المحاسبي (The CAPA Executive Committee, Internet).

ويشير مطر إلى أن هناك دراسات أجريت عام 1990، لقياس مستوى الإفصاح في بعض الدول أعضاء اللجنة الدولية للمعايير المحاسبية (International Accounting Standard Committee- IASC)، وأوضحت الدراسة أن المعدل العام لمستوى الإفصاح عن المعلومات التي توفرها الشركات العاملة في الدول النامية، أعضاء المنظمة ضمن البيانات المالية المنشورة لا يتجاوز 49% من الحد الأدنى لمستوى الإفصاح المطلوب بموجب معايير المحاسبة الدولية، في حين يصل هذا المستوى إلى 66% في الدول المتقدمة من أعضاء المنظمة⁽¹⁾.

وفي عام 2001 قام مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) بتشكيل عمل تضم (14) عضواً لدراسة متطلبات الإفصاح المحاسبي في المعايير المحاسبية الدولية، لتقليل الازدواجية بين هذه المتطلبات وذلك حرصاً منه على توفير الجهود، وتحسين نوعية البيانات الواجبة الإفصاح، حيث قامت هذه المجموعة بمراجعة شاملة لمعايير المحاسبة الدولية ومتطلبات الإفصاح في هيئة الأوراق المالية الأمريكية وقدمت توصياتها للمجلس بالخصوص.

(GAAP – SEC Disclosure Requirements, FASB website: www.fasb.org)

وفي الولايات المتحدة بعد إفلاس شركة (World Com) للاتصالات والذي مثل صدمة كبيرة لأسواق المال داخل الولايات المتحدة وخارجها، حث الرئيس الأمريكي الكونجرس على صياغة قانون يفرض عقوبات على الشركات ويعزز الرقابة على أنشطتها المحاسبية، وفي الخامس

(¹) مطر، محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 80.

والعشرين من تموز عام 2002، أقرت لجنة مشتركة من مجلس الشيوخ والنواب مشروع القانون الجديد الذي يدور حول إصلاح المعايير المحاسبية وتثديد العقوبات على المديرين التنفيذيين المتورطين والمهتمين بإخفاء أو تزوير بيانات الشركات لتصل إلى عشرين عاماً وهو ما عادل خمسة أضعاف المدى السابقة، كما نص القانون على إنشاء هيئة مستقلة للإشراف على شركات التدقيق المحاسبية وتتولى تحديد قواعد العمل والتحقق وتنظيم نشاط جميع الشركات الأمريكية، ووضع القواعد الخاصة بعدم استفادة أعضاء مجالس إدارة الشركات ومديريها من مناصبهم في تحقيق مكسب استثمارية خاصة. ومن المقرر أن تشرف لجنة سوق الأوراق المالية على الهيئة الجديدة غير أن الهيئة ستتمتع بالاستقلال التام فيما يتعلق بالتمويل واختيار الأعضاء وفي السادس والعشرين من الشهر نفسه، أقر مجلس الشيوخ الأمريكي مشروع القانون بالإجماع وذلك بعد موافقة مجلس النواب بأغلبية بلغت 423 صوتاً ومعارضة 3 أصوات فقط، وأطلق عليه قانون الإصلاح⁽¹⁾.

وكانت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي أصدرت في عام 1999 مبادئ الحاكمية المؤسسية والتي جرى تعديلها في عام 2004 قد أفردت باباً كاملاً للإفصاح والشفافية ليشكل أحد مبادئها الخمسة ومما جاء فيه أنه ينبغي أن يكفل إطار الحاكمية المؤسسية تحقق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بالشركات ومن بينها الموقف المالي، والأداء والملكية وأسلوب حوكمتها.⁽²⁾

أ- ومن ذلك يجب أن يتضمن الإفصاح على المعلومات الجوهرية التالية دون أن يكون محددًا بها:

1- النتائج المالية والتشغيلية للشركة.

2- أهداف الشركة.

(¹) (Lyman Johns & Mark. A. Sides). (Sarbanes-Oxley Act – Internet)

(²) مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، 16

- 3- حق الأغلبية من حيث المساهمة وحقوق التصويت.
- 4- أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الرؤساء ومؤهلاتهم وأسس اختيارهم والمرتبات والمزايا الممنوحة لهم.
- 5- العمليات المرتبطة بالأطراف ذات العلاقة.
- 6- عوامل المخاطرة المنظورة.
- 7- المسائل المادية المتصلة بالعاملين وبغيرهم من أصحاب المصالح.
- 8- هياكل وسياسات الحاكمة.
- ب- ينبغي إعداد وتدقيق المعلومات وكذلك الإفصاح عنها بأسلوب يتفق ومعايير المحاسبة المعترف بها دولياً وذات الجودة العالية سواء بالإفصاح المالي أو غير المالي.
- ج- يجب القيام بعملية التدقيق السنوية عن طريق مدقق مستقل مدرب ومؤهل بهدف تقديم تأكيد خارجي وموضوعي لمجلس الإدارة والمساهمين بطريقة إعداد وعرض القوائم المالية.
- د- على المدقق الخارجي إبداء العناية المهنية الكاملة عند تدقيقه حسابات الشركة ويكون مسؤولاً أمام مجلس الإدارة والمساهمين.
- هـ- ينبغي أن تكفل قنوات توزيع المعلومات إمكانية حصول مستخدمي المعلومات عليها في الوقت الملائم وبالتكلفة المناسبة.
- و- يجب على المحللين والوسطاء وغيرهم ممن يقدم التحليل والنصح لمتخذي القرار من المستثمرين الإفصاح عن أية أمور جوهرية قد ينشأ عنها تضارب في المصالح التي قد تمس أمانتهم تجاه تحليلاتهم ونصحهم وعليهم كذلك الإفصاح عن الإجراءات المتبعة في إدارة هذا النزاع⁽¹⁾.

⁽¹⁾ OECD Principles of Corporate Governance, 2004, Internet

أنواع الإفصاح:

يمكن تقسيم الإفصاح إلى نوعين أساسيين هما الإفصاح المثالي والإفصاح الواقعي⁽¹⁾:

أولاً: الإفصاح المثالي: وهو الإفصاح الذي لا يتحقق إلا بالشروط التالية:

- 1- أن تكون القوائم المالية المنشورة على درجة عالية من التفصيل.
- 2- أن تكون أرقام القوائم المالية على درجة عالية من الدقة والمصادقية.
- 3- أن يتم عرض القوائم المالية بالصورة وفي الوقت الذي يتناسب مع احتياجات ورغبات كل طرف من الأطراف ذات المصلحة⁽²⁾.

ثانياً: الإفصاح الواقعي:

وهو الذي يركز على الموازنة ما بين الفائدة أو العائد الذي سيتحقق من المعلومات في حال الإفصاح عنها وبين كلفة نشر تلك المعلومات، ويمكن تعريفه بأنه الإفصاح الممكن أو المتاح، ومعيار هذا الإفصاح هو المرونة في إطار عناصره الرئيسية التي تشمل طبيعة المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في القوائم المالية ثم الأطراف التي سوف تستخدم هذه المعلومات، بمعنى أنه يجب على التقارير المحاسبية أن تفصح عن جميع المعلومات الضرورية الكفيلة بجعلها غير مظلمة. ونلاحظ أن هناك اتجاهاً نحو زيادة حجم المعلومات المفصح عنها، والتركيز على المعلومات التي تحتاج إلى دراية وخبرة في استخدامها وخاصة تلك التي يحتاجها المحللون الماليون ووسطاء الاستثمار بحيث يقوم هذا المفهوم على الركائز التالية:⁽³⁾

1- المبادئ والأصول المحاسبية.

2- السياسات الإدارية.

(1) ربابعة، عبد الرؤوف، مرجع سابق، ص404.

(2) مطر، محمد وآخرون، مرجع سابق، ص116.

(3) مطر، محمد وآخرون، مرجع سابق، ص116.

3- توجيهات ولوائح الإشراف والرقابة من جهة وأدلة التدقيق ومصالح الأطراف التي

ستستخدم تلك البيانات من جهة أخرى.

ويتبين من تعريف الإفصاح الواقعي بأنه سهل المنال في الواقع العملي أكثر من مفهوم

الإفصاح المثالي وأنه يتضمن مفاهيم الإفصاح الثلاثة وهي الإفصاح المناسب والعادل والكافي وهذه

المفاهيم يمكن تعريفها كما يلي:

أ- الإفصاح المناسب: وهو الحد الأدنى من الإفصاح الذي يجب أن تتضمنه القوائم المالية حتى

لا تكون مضللة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة.

ب- الإفصاح العادل: ويتضمن تزويد جميع مستخدمي المعلومات المالية بنفس كمية المعلومات

في وقت واحد.

ج- الإفصاح الكافي: وهو تزويد الفئات المختلفة بالمعلومات التي تعدّ مفيدة لاتخاذ القرارات

الرشيده، إذ إن المعلومات الكثيرة التي ليس لها معنى أو دلالة تؤدي إلى ضياع المعلومات

المهمة والمفيدة مما يضلل مستخدمي البيانات المالية عند اتخاذ أي من القرارات المختلفة.

ويعتمد احتفاظ التقارير المالية بدورها كأداة لنشر البيانات ونجاحها في هذه المهمة على مدى

مواكبتها للتطور في البيئة الاقتصادية، وقدرتها على استيعاب احتياجات مستخدميها من المعلومات،

بذلك يفترض أن يمتد مفهوم الإفصاح ليعطي مجالات عديدة لم تكن تقع ضمن إطاره في السابق،

ولكنها أصبحت ضرورية لاتخاذ القرارات الاقتصادية⁽¹⁾.

ويتأثر أسلوب العرض والإفصاح عن المعلومات المحاسبية بالتشريعات واللوائح المنظمة

المعمول بها وعلى ذلك يمكن تقسيم الإفصاح إلى:

1- الإفصاح الاختياري:

(¹) تركي، محمود، مرجع سابق، ص220.

وهو الإفصاح الذي يتم وفقاً لسلوك الإدارة، فمن المعلوم أن الإدارة تتوافر لديها كافة المعلومات المالية وغير المالية فقد ترى حجب بعض المعلومات عن نشاط الشركة بما يكفل حماية الشركة في المستقبل، وخوفاً من تسرب بعض المعلومات أو انتشارها للشركات المنافسة، غير أن هذا التصرف يشوبه الكثير من الشكوك حول رغبة المديرين بحفظ هذه المعلومات لتحقيق مصالح ذاتية، أو أنه يمثل قصر نظر بشأن المعلومات بأسمهم الشركة في البورصة، لأن الإفصاح عن المعلومات الخاصة كالموازنات التخطيطية والتسويقية والتدفقات النقدية المتوقعة من شأنه التأثير على أسعار أسهم الشركة، إذ إن الإفصاح عن الأنباء الجيدة في التقارير المالية من شأنه زرع الطمأنينة في نفوس المستثمرين تجاه معاملاتهم في أسهم الشركة.

2- الإفصاح الإيجابي:

نظراً لعدم وجود اتفاق حول مدى الإفصاح الذي يلبي رغبات المستفيدين من المعلومات المنشورة في التقارير المالية وغيرها، ونظراً لتضارب المصالح بين مختلف الأطراف، فإن ذلك دعا الجهات الرسمية المعنية بالإفصاح في التقارير إلى التدخل في زيادة محتوى المعلومات المنشورة في القوائم المالية.

فالإفصاح الإيجابي قائم على تشريعات وتعليمات الأجهزة المعنية التي تجبر الشركات أو المنشآت على الإفصاح عن المعلومات التي تحاول الإدارة حجبها⁽¹⁾.

وتعد الشفافية والإفصاح من المصطلحات التي أصبحت تتردد كثيراً في أسواق المال نظراً لأهميتها الشديدة حيث تتوقف عليها كفاءة سوق رأس المال⁽²⁾.

(1) حميدة، صفوت، ورشاد، محمد (1998). متطلبات معايير الإفصاح في منشآت التأمين، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد53، صص276-383.

(2) عبد السلام، صفوت (2006). الشفافية والإفصاح على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ص8.

ويقصد بالشفافية في المعنى الاصطلاحي قيام الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد الإطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك⁽¹⁾.

أما الإفصاح فيقصد به اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية المهمة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع⁽²⁾.

ويجب على الشركات الإفصاح عن المعلومات المهمة والتي يترتب على عدم الإفصاح عنها تغير واختلاف جوهري في اتخاذ قرارات مستخدمي القوائم المالية، ولذلك اهتمت الجهات التي تضع المعايير المحاسبية الدولية بموضوع الإفصاح ووضعت المعايير الكفيلة بتحقيق الحد الأدنى والضروري من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها مع تطوير ذلك باستمرار ليناسب التغيرات البيئية المتلاحقة⁽³⁾.

ويأخذ الإفصاح عدة أشكال أقواها إدخال المعلومة في القوائم المالية، كما يعد التبويب داخل القوائم المالية أحد الأشكال المهمة للإفصاح، ويتم تقديم كم كبير من المعلومات مرتبطة بالقوائم المالية، ولكنها خارج القائمة، وتصنف هذه المعلومات كملاحظات للقوائم المالية وتشمل معلومات رقمية ونصوص تمد مستخدمي القوائم المالية بالأمر التي ظهرت ملخصة في القوائم التي استبعدت منها كلية، والهدف من البيانات المالية هو توفير معلومات عن الوضع المالي للشركة ونتيجة

(¹) البربري، صالح (2001). الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ص18.

(²) عبد السلام، صفوت، مرجع سابق، ص8.

(³) حماد، طارق (2001). التحليل الفني والأساسي لأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص80.

أعمالها والتغيرات في حقوق المساهمين وتدفقاتها النقدية والتي يستفيد منها قطاع عريض من مستخدميها في اتخاذ القرارات الاستثمارية⁽¹⁾.

وتتفق معظم التشريعات المنظمة لأسواق المال على أهمية الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح ولكنها قد تختلف حول المعايير التي يجب استخدامها في تطبيق هذا المبدأ⁽²⁾.

وتتمثل أهم المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في البورصات العالمية فيما يلي⁽³⁾:

1- معلومات عامة: وتشمل:

- أ- عرض مختصر لتاريخ المنشأة.
- ب- قائمة بأهداف المنشأة وتوقعاتها المستقبلية.
- ج- وصف الممتلكات الرئيسية، ويشمل موقعها، وظائفها، وحجمها.
- د- وصف للمنتجات الرئيسية يشمل المنتجات الجديدة.
- هـ- معلومات عن المحتوى الأساسي للعقود الهامة.
- و- معلومات عن أي اندماج حديث أو مخطط.

2- معلومات عن الإدارة وتشمل:

- أ- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة.
- ب- معلومات عن المديرين.
- ج- معلومات عن المتعاملين الرئيسيين مع أعضاء مجلس الإدارة.

3- معلومات عن رأس مال الشركة⁽⁴⁾:

(1) سوق الكويت للأوراق المالية، دليل قراءة البيانات والتقارير المالية، إبريل 2005، ص16.

(2) محمد، عصام حنفي (2006). التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث "الجوانب القانونية والاقتصادية للاستثمار في مصر"، كلية الحقوق، جامعة بنها مول ، 17-18 إبريل، ص7-19.

(3) عبد السلام، صفوت، مرجع سابق، ص11.

(4) سلام، عمان صالح (2002). إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، ص437-438.

- أ- معلومات عامة عن تمويل رأس المال.
- ب- قائمة مختصرة بالتغيرات في أسعار الأسهم.
- ج- معلومات عن المساهمين أعدادهم وحجم ملكياتهم.
- د- معلومات عن الأطراف التي تملك عدد كبير من الأسهم بدرجة كافية للتأثير على الرقابة على أعمال المنشأة.
- ه- معلومات عن عقود الاختيار والضمانات.
- 4- معلومات مالية:
- أ- ملخص تاريخي للبيانات المالية.
- ب- معلومات عن الاندماج والقوائم الموحدة.
- ج- معلومات عن الاستثمار في المنشأة.
- د- عرض نتائج الشركة في العام الماضي.
- ب- التطورات الحديثة والمتوقعة:
- أ- معلومات عامة عن اتجاه أعمال المنشأة منذ آخر تاريخ للقوائم المالية.
- ب- أية معلومات جوهرية ربما تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة.
- ج- معلومات عن الإفصاح البيئي: كشفت العديد من الدراسات⁽¹⁾ التي أجريت في الدول المتقدمة عن زيادة عدد الشركات التي تفصح عن المعلومات البيئية استجابة لحاجة المستثمرين المتزايدة وباقي الأطراف المهمة.

(¹) Deegan, C., and Gorden B., "A study of the environmental disclosure practices of Austral", Accounting and Business Research, Vol.26, pp.187-199.

المبحث الثاني

قواعد الشفافية والإفصاح في سوق الكويت للأوراق المالية

قام المشرع الكويتي بقانون رقم (7) لسنة (2010) الخاص بإنشاء هيئة سوق المال بإضافة فصل جديد يتعلق بالإفصاح عن المصالح عوضاً عن قانون رقم (2) لسنة (1999) ، حيث نظم الفصل العاشر تعريف الإفصاح وأحكامه والمخاطبين بهذه الأحكام وكذلك قرر المسؤولية المدنية لصالح المتضررين و ما فعله المشرع تمثل خطوة جيدة إذ إن الإفصاح أهم مظهر من مظاهر تحقيق الشفافية ويمنع تعترض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية .⁽¹⁾

من أهم ما جاء بالقانون رقم (7) لسنة (2010) الذي ألغى العمل بالقانون رقم (2) لسنة (1999) قيام المشرع في محاولة للتخفيف عن العبء على الهيكل المختص بتلقي الإفصاحات وكذلك علي الشخص المفصح ، حيث ما عادت كل عملية تغيير بالنسبة (5%) المملوكة من الشخص المطالب بالإفصاح تستدعي الإفصاح (أصبحت تسمى المصلحة محل الإفصاح) إذ أصبح الإفصاح مطلوباً عند أي تغيير جوهري يطرأ على قيمة المصلحة ويعد تغييراً جوهرياً في ملكية الورقة المالية المبلغ عنها أي تغيير يزيد عن (5%) من قيمة المصلحة بخلاف القانون القديم الذي أوجب الإفصاح عن أي تغيير يطرأ علي نسبة (5%) المملوكة من المطالب بالإفصاح ولو كانت تمثل فلساً واحداً يفوق (5%) أما في القانون الجديد فصاحب المصلحة لا يفصح عن التغييرات البسيطة أو الغير جوهريه التي تقل عن نسبه (5,0%) من قيمة تلك المصلحة ويبقي الإفصاح ملزماً لأي تغيير سواء كان إيجابياً بزيادة النسبة في المصلحة المطلوب الإفصاح عنها أو سلبياً عندما يؤدي التغيير إلي انخفاض المصلحة عن نسبة (5%)⁽²⁾.

(1) الفقرة (5) من المادة (3) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

(2) المادة (102) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

كما شدد القانون علي مسؤولية المديرين في الشركات المساهمة المدرجة إذ أُستحدث نص جديد حيث أُلزم من خلاله مديري الشركات المدرجة بالإفصاح عن أية مصلحة للمدير في الأوراق المالية الخاصة بالشركة التي يعمل بها أو أي شركة زميلة أو تابعة ويسري هذا الالتزام على كل مصلحة قائمة للأقارب من الدرجة الأولى والزوج دون تحديد نسبة هذه المصلحة إلي رأس مال الشركة ، ففي ظل القانون القديم رقم 2 لسنة 1999 فإن المطالبين بالإفصاح هم الشركات المساهمة والمساهمون أما المديرون كالمدير العام أو المدير التنفيذي علي سبيل المثال فليسوا مطالبين بالإفصاح (1).

يجب على المدير بالإفصاح عن أي ممارسة لحق ممنوح له من الشركة أو أي شركة تابعة لها بأي اكتتاب في الأوراق المالية للشركة أو شركاتها التابعة أو الزميلة وكذلك أن يفصح عن أية ممارسة لحق ممنوح له من أي شركة أخرى بالاكتتاب في الأوراق المالية لهذه الشركة (2)

وقد أُلزم القانون الجديد رقم 7 لسنة 2010 الشركات المساهمة المدرجة الاحتفاظ بسجل خاص بإفصاح أعضاء مجالس الإدارات والإدارة التنفيذية والمديرين ويدير في هذا السجل كل البيانات والمعلومات التي تقررها الهيئة وكذلك البيانات المتعلقة بالمكافآت والرواتب والحوافز وغيرها من المزايا الأخرى وتورد هذه البيانات في تقارير الجمعية العمومية وأعطي المشرع لأصحاب الشأن حق الاطلاع على هذا السجل خلال ساعات العمل المعتادة وفقاً للمادة 105

ويجب على البورصة المسجلة أن تعلن عن المعلومات التي تلقتها بشأن الإفصاحات عن المصالح فور تلقيها المعلومات وذلك وفقاً لما تحدده اللائحة التنفيذية (3)

ورتب القانون الجديد رقم 7 لسنة 2010 في المادة (121) عقوبة الغرامة بشأن مخالفة

أحكام الفصل العاشر الخاص بالإفصاح إذ نصت المادة ((يعاقب بغرامة لا تقل عن ألف دينار ولا

(1) المادة (103) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

(2) الفقرة (2،3) من المادة (104) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

(3) المادة (105) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

تتجاوز مائة ألف دينار كل من خالف أي من أحكام الفصل العاشر في شأن الإفصاح عن المصالح)) وعن المقارنة بالقانون القديم رقم 2 لسنة 1999 أورد عقوبتين لمخالفة أحكام الإفصاح الأولي وجوبية وهي استبعاد الأسهم محل المخالفة من نصاب انعقاد الجمعية العمومية والحرمان من التصويت لدورتين انتخابيتين والثانية عقوبة جوازية وهي الحرمان من الترشح لعضوية مجلس الإدارة لدورتين انتخابيتين.

وكذلك استحدث المشرع نصاً خاصاً قرر به قيام المسؤولية المدنية في حق المتخلف عن تطبيق أحكام الإفصاح إذ نصت المادة (107) من القانون رقم 7 لسنة 2010 ((يتحمل الملزم بالإفصاح المسؤولية عن أية إضرار تلحق بالهيئة أو البورصة أو الغير جراء عدم إفصاحهم عن مصالحهم وفقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية)) وهذا يفتح الباب للمتضرر من عدم الإفصاح بالرجوع بدعوى التعويض على من أوجب عليه القانون الإفصاح عن المصلحة محل الإفصاح والمحال لإحكام الإفصاح الأمر الذي يستلزم قيام أركان المسؤولية من خطأ وضرر يلحق بالشخص المضروب وقيام العلاقة السببية من الخطأ المتمثل في مخالفة أحكام الفصل العاشر واللوائح وبين ما الحق المضروب من ضرر.

وفيما يلي عرض لنصوص القانون المتعلقة بالإفصاح في سوق الكويت للأوراق المالية

وهو القانون رقم 7 لسنة 2010 في بشأن هيئة أسواق المال ، ونستعرضه بمواد هذا القانون:

المادة (100):

يقصد بالشخص المستفيد كل من له مصلحة تمثل خمسة بالمائة (5%) فأكثر من رأسمال شركة مدرجة في البورصة سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالتحالف مع آخرين .
وتنظم اللائحة التنفيذية المقصود بالشخص المستفيد سواء بشكل مباشر أو غير مباشر كما تضع تحديداً للشخص المستفيد عندما يعمل شخص أو أكثر كمجموعة قد تعد مالكا مستفيداً ، كما تضع

تحديداً للمصالح الأخرى التي يتعين الإفصاح عنها ، وتحدد الإجراءات المتعلقة بأسلوب وتوقيت الإفصاح .

المادة (102):

يجب على الشخص المستفيد ، خلال مدة لا تتجاوز خمسة أيام عمل من تحقق المصلحة ، إرسال بيان معتمد إلي البورصة التي يتم تداول الأوراق المالية فيها والجهة المصدرة للأوراق المالية علي أن يحتوي البيان على المعلومات التي تحددها اللائحة .

كما يجب على الشركات المساهمة المدرجة في البورصة أن تفصح عن أسماء مساهميها الذين تمثل نسبة التغيير إلي انخفاض المصلحة عن خمسة بالمائة من رأس المال .

المادة (103):

على كل مدير لشركة مساهمة مدرجة ، أن يفصح للهيئة والبورصة والشركة عن أي مصلحة له في الأوراق المالية الخاصة بالشركة التي يعمل بها أو أي شركة تابعة لها أو شركة زميلة بغض النظر عن نسبة هذه المصلحة إلي رأسمال الشركة .

ويسري هذا الالتزام على كل مصلحة قائمة لأقاربه من الدرجة الأولى أو لزوجه .

المادة (104):

يجب على كل مدير ينطبق عليه نص المادة السابقة أن يفصح عن الأمور الآتية

- 1- أي تغيير يطرأ على المصلحة الملزم الإفصاح عنها وفقاً للمادة السابقة .
- 2- ممارسته لحق ممنوح له من الشركة أو أي شركة تابعة لها بأي اكتتاب في الأوراق المالية للشركة أو شركاتها التابعة أو الزميلة.
- 3- ممارسته لحق ممنوح له من أي شركة أخرى بالاكتتاب في الأوراق المالية لهذه الشركة.

المادة (105):

يجب على كل شركة مساهمة مدرجة أن تحتفظ بسجل خاص بإفصاح أعضاء مجالس الإدارات والإدارة التنفيذية والمديرين يحتوي على كل البيانات والمعلومات التي تقررها الهيئة ، كما يحتوي على كل البيانات المتعلقة بالمكافآت والرواتب والحوافز وغيرها من المزايا المالية الأخرى وتضمن في تقارير الجمعية العمومية ، ويكون من حق أصحاب الشأن الاطلاع على هذا السجل خلال ساعات العمل المعتادة .

المادة (106):

يتعين على البورصة المدرجة بها الورقة المالية أن تعلن عن المعلومات التي تلقتها بشأن الإفصاحات عن المصالح فور تلقيها المعلومات بالشكل الذي تحدده اللائحة التنفيذية .

المادة (107):

يتحمل الملزم بالإفصاح المسؤولية عن أية أضرار تلحق بالهيئة أو البورصة أو الغير جراء عدم إفصاحهم عن مصالحهم وفقاً لأحكام هذا القانون.

بعد استعراض لمواد الفصل العاشر من قانون هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم (7) لسنة (2010) يمكن بيان قواعد الشفافية والإفصاح في سوق الكويت للأوراق المالي كما يلي:

أولاً: المعلومات المتعلقة بسوق الإصدار:

طبقاً للقواعد المنظمة لسوق الكويت للأوراق المالية⁽¹⁾، يجب على كل شركة تطلب تسجيلها في السوق أن تقوم بإعداد ما يعرف "بالنشرة التمهيدية". وتعد النشرة التمهيدية مصدر البيانات الرئيسي للمستثمر من حيث توفير كافة المعلومات المتعلقة بالشركة التي تطلب تسجيلها في السوق، ويجب توفيرها لكل شخص يرغب في الاطلاع عليها.

(¹) سوق الكويت للأوراق المالية، دليل البيانات والتقارير المالية، إبريل 2005، ص 125-126.

وتتضمن النشرة التمهيدية على تقرير مراقب الحسابات، وإقرار مجلس الإدارة، معلومات عامة عن الشركة، أغراض الشركة، الإجراءات القانونية والقضائية التي اتخذت ضد الشركة، التغييرات التي طرأت على أوضاع الشركة... الخ. وسوف نعرض فيما يلي بإيجاز لأهم البنود التي تتضمنها النشرة التمهيدية بصفة عامة.

- **تقرير مراقب الحسابات:** ضمناً لصحة وعدالة المعلومات الواردة في النشرة التمهيدية يتطلب سوق الكويت للأوراق المالية ضرورة أن يتم مراجعة كافة المعلومات المتضمنة في النشرة التمهيدية من قبل أحد مراقبي الحسابات على أن يقوم بإصدار تقريره حول ذلك.
- **إقرار مجلس الإدارة:** بالإضافة إلى تقرير المراجعة الصادرة عن مراقب الحسابات، يجب أن يتم بيان إقرار من مجلس الإدارة يفيد فيه أنه قد تمت مراجعة النشرة من قبل مجلس إدارة الشركة تأكيداً على أنها تتضمن المعلومات التي يراها مجلس الإدارة هامة، وأن هذه المعلومات صحيحة من كافة الجوانب الأساسية.
- **معلومات عامة عن الشركة:** يجب أن توفر النشرة معلومات عامة عن الشركة وخاصة تلك التي تهم المستثمرين مثل رأس المال المصرح به والمصدر، عدد الأسهم المصدرة، مراقب الحسابات، هذا بالإضافة إلى العنوان البريدي للشركة، وموقع المركز الرئيسي للشركة.
- **أغراض الشركة:** توضح النشرة الأغراض التي تأسست من أجلها الشركة، ووصف عام لأنشطتها المختلفة وأية تغييرات تكون قد طرأت على أوضاع الشركة، ووصف عام لأنشطتها المختلفة وأية تغييرات تكون قد طرأت على أوضاع الشركة، مع بيان مختصر للقضايا المادية المرفوعة من أو ضد الشركة وشركاتها التابعة للأسباب المتعلقة بنشاطها (إن وجدت)، كما يجب على الشركة أن تعرض بيانات مالية مقارنة لآخر خمس سنوات على الأقل مع وصف شامل لممتلكات الشركة.

- **أسهم الشركة المطلوب تسجيلها وتوزيعها:** يجب أن تتضمن النشرة على معلومات عن أسهم الشركة وقيمتها الاسمية، وعدد الأسهم المطلوب تسجيلها وعدد المساهمين الحاليين. فضلاً عن ذلك يجب أن تبين الشركة تفاصيل التوزيعات التي أجرتها في آخر ثلاث سنوات على الأقل سواء كانت توزيعات أرباح نقدية أو في شكل إصدار أسهم منحة. ويساعد هذا الإجراء المستثمرين في تقييم الوضع المالي للشركة.
- **مؤشرات البيانات المالية ونتائج الأعمال المجمعة:** يجب أن تبين الشركة النتائج المحققة مع بيان بعض النسب التحليلية، ورأي الإدارة حول تلك النتائج والأسباب التي أدت إليها وأية مخططات مستقبلية للنهوض بالشركة وتوقعات الإدارة حولها.
- **الإجراءات القضائية:** يجب أن تبين النشرة التمهيدية أيضاً ملخصاً بالقضايا القائمة والمرفوعة لصالح أو ضد الشركة مع بيان موضوع القضية، مبلغ المطالبة، الوضع الحالي للقضية، وأية ملاحظات للإدارة والمستشار القانوني للشركة.
- **أعضاء مجلس الإدارة:** يجب أن تتضمن النشرة التمهيدية أسماء رئيس وأعضاء مجلس الإدارة وكذلك عدد الأسهم التي يملكونها في الشركة، ونسبة الملكية، وكذلك معلومات كاملة عن أعضاء الإدارة التنفيذية بالشركة وخبراتهم السابقة والمنصب الحالي في الشركة.
- **البيانات المالية المدققة:** يجب أن تتضمن النشرة على نسخة كاملة من البيانات المالية المدققة للشركة بما فيها الإيضاحات حول تلك البيانات المالية وذلك للسنوات الثلاثة الأخيرة على الأقل لغرض مساعدة المستثمرين المحتملين في التعرف على الوضع المالي للشركة، وكذلك رأي مراقب الحسابات حول تلك البيانات وما إذا كانت تظهر بصورة عادلة المركز المالي للشركة ونتائج أعمالها.

- **معلومات عامة:**

- كما يجب أن تتضمن النشرة على معلومات أخرى تهم المستثمرين ومنها:
- أسماء الأشخاص أو الشركات الذين يملكون أكثر من 5% من رأس مال الشركة المكتتب بها.
- أسماء الأشخاص المخولين بالتوقيع عن الشركة.
- بيان العقود الكبيرة المتوقع للشركة إبرامها.
- أسباب تغيير مراقب الحسابات خلال السنوات الخمس الأخيرة.
- الخطط المقترحة لإعادة تنظيم الشركة.
- الخطط المقررة لتملك شركات أخرى.
- العقود الموقعة مع الشركة لتقديم خدمات إدارية أو استشارية لها.
- بيان مختصر عن المعاملات القائمة التي تمت بين أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والشركة خلال الثلاث سنوات السابقة على تقديم طلب التسجيل.
- الحد الأعلى لعدد الأسهم التي يمكن للشخص أن يمتلكها.
- بيان مختصر للعمليات التي تمت بين الشركة والمساهمين ممن يملكون أكثر من 10% من أسهمها.

ثانياً: المعلومات المتعلقة بسوق التداول:

طبقاً للقواعد المنظمة للسوق⁽¹⁾، يجب على كل شركة مساهمة طرحت أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام أن تقوم بإعداد التقرير المالي السنوي. وتعد البيانات المالية أهم محتويات هذا التقرير، ويتم تدقيق تلك البيانات من قبل عدد (2) من مراقبي الحسابات أو أكثر وذلك بالنسبة للشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ويرفق بها تقرير مراقبي الحسابات حول تلك

(1) سوق الكويت للأوراق المالية، دليل البيانات والتقارير المالية، إبريل 2005، ص14-15.

البيانات. وتعرض البيانات المالية ملخصاً للوضع المالي للشركة في نهاية السنة المالية ونتائج أعمالها والتغيرات في حقوق المساهمين وتدفقاتها النقدية عن السنة المنتهية، كذلك تتضمن تلك البيانات الإيضاحات اللازمة حول جميع البنود المادية الواردة فيها وتفاصيل تلك الحسابات. كذلك قد يتضمن التقرير السنوي تحليلاً لأهم التغيرات في البيانات المالية عن السنة أو السنوات السابقة لغرض تعريف المساهمين والمتعاملين بالتطورات الحاصلة في الشركة، وفيما إذا كانت تلك التطورات إيجابية أم سلبية.

البيانات المالية:

يتم إعداد البيانات المالية وعرضها للمستخدمين الخارجيين من قبل العديد من الشركات حول العامل. ومع أن البيانات المالية تبدو متشابهة من بلد إلى آخر، إلا أن هناك بعض الفروق بينها والتي ترجع في الغالب إلى الاختلاف في الظروف الاجتماعية، الاقتصادية والقانونية، وكذلك الاختلاف من دولة إلى أخرى والتي تأخذ في الاعتبار احتياجات المستثمرين الخارجيين عندما تقرر تعليماتها المحلية.

وتحرص لجنة معايير المحاسبة الدولية على تضييق تلك الفروق عن طريق إصدار تعليمات متناسقة، وكذلك إصدار المعايير المحاسبية والإجراءات المتعلقة بإعداد وعرض البيانات المالية.

الإفصاح عن المصالح في أسهم شركات المساهمة في القانون الكويتي

استكمالاً لقواعد الشفافية في السوق المالي الكويتي، أصدر المشرع القانون رقم 2 لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 في شأن الإفصاح عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، والذي ألزم كل شخص مستفيد له مصلحة تمثل نسبة 5% فأكثر من رأسمال شركة مدرجة في البورصة سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر بالإفصاح عن مصالحه في أسهم هذه الشركة إلى سوق الكويت للأوراق المالية وإلى الشركة خلال فترة زمنية معينة، وترجع الحكمة

من الإفصاح عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة إلى توفير الشفافية والمعلومات الكافية في سوق الأوراق المالية ومن ثم حماية المستثمر والمتعامل في السوق عن طريق تمكينه من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم. فمن الأمور ذات الأهمية بالنسبة للمستثمر الوقوف على شخصية المساهمين الذين يملكون نسبة كبيرة في رأس مال الشركة، من أجل إعلام المستثمر إلى احتمال إحداث تغيير في مجلس إدارة الشركة أو في نظامها الأساسي.

ويمثل الغرض من الإفصاح عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة خلال فترة وجيزة أو بشكل فوري ولا يوجد إخلال بمبدأ سرية المهنة لأن الشراء يكون علناً وفي البورصة إلى جانب أن الأسهم تكون أسمية⁽¹⁾

وهذا الغرض يمثل في ثلاثة أمور رئيسة تسهم جميعها في زيادة الشفافية في السوق وتحسين كفاءته، وهي أولاً: حماية المستثمر، ثانياً: ضمان سلامة المعاملات، ثالثاً: بث الثقة في السوق، وذلك على التفصيل التالي:

أولاً: حماية المستثمر:

يهدف قانون الإفصاح عن المصالح إلى جذب انتباه المساهمين الآخرين في الشركة إلى المساهم الجديد أو المساهم الذي زاد من نسبة ملكيته في الشركة، فقد تكون مصلحته في تغيير أمر جوهري في الشركة، مثلاً تغيير في مجلس الإدارة أو في النظام الأساسي للشركة، فيؤدي الإفصاح عن المصالح إلى جذب انتباه المساهمين الآخرين إلى المساهم الجديد من أجل تدبر أمورهم واتخاذ الإجراءات الكفيلة بحماية مصالحهم في الشركة.⁽²⁾

(¹) المادة 101 من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم (15) لسنة (1960)
 (²) الملحم ، احمد عبدالرحمن ، (د.ت) ، تعليق على القانون رقم 2 لسنة 1999 في شأن الاعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة في ضوء القانون المقارن ، مجلة الحقوق ، كلية الحقوق ، جامعة الكويت ، الكويت ، ص9،10

ثانياً: ضمان سلامة المعاملات:

يؤدي الإفصاح عن المصالح إلى ضمان سلامة المعاملات في السوق، لأن الإفصاح عن المصالح يستلزم توضيح شخصية المالك الحقيقي للأسهم، ومن ثم فإنه يساعد على عدم استغلال البورصة في إبرام صفقات غير مشروعة، مثل عمليات غسل الأموال⁽¹⁾.

ثالثاً: تحسين كفاءة السوق:

يساعد الإفصاح عن المصالح على تحسين كفاءة السوق ومن ثم زيادة ثقة المستثمر فيه، حيث يطمئن المستثمر في السوق إلى أن الثمن الذي أداه لشراء الأسهم أو الذي قبضه في البيع هو الثمن الحقيقي للسهم، لأن المعلومات المتعلقة بهذه الأسهم معلنة للجميع وتعكس القيمة الحقيقية للأسهم، فإذا قام أحد المستثمرين بشراء كمية كبيرة من أسهم إحدى الشركات المساهمة ولم يعلن عن المصلحة فيها فإن الصفقات التالية في بيع هذه الأسهم أو شرائها تكون تمت بناء على معلومات غير كاملة، مما يجعل الأسعار لا تعكس القيمة الحقيقية للسهم، ومن ثم يفقد المتعاملون في السوق الثقة به. وفضلاً عن ذلك فإن شراء كمية كبيرة من أسهم الشركة يخلق حافزاً لديها للإفصاح عن هوية المساهم الجديد صاحب القيمة الكبيرة في رأس المال بغية أن تتعكس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعامل العادل في الأوراق المالية.

وقد نصت المادة (101) من القانون هيئة سوق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010 (يجب علي الشخص المستفيد خلال مدة لا تتجاوز خمسة أيام عمل من تحقق المصلحة ، إرسال بيان معتمد وموقع منه إلي البورصة التي يتم تداول الأوراق المالية فيها والجهة المصدرة للأوراق المالية علي أن يحتوي البيان على المعلومات التي تحددها اللائحة . كما أوجب المشرع على الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أن تفصح عن أسماء مساهميها الذين

(1) عبد السلام، صفوت (2003). الآثار الاقتصادية لعمليات غسل الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، ص 59-64.

تمثل نسبة مساهمتهم فيها خمسة بالمائة أو أكثر من رأسمالها في أي وقت من الأوقات وكل تغيير يطرأ على هذه النسبة. واستكمالاً لجوانب هذه المادة نصت المادة الثانية من قرار لجنة السوق رقم (5) لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة على أنه "يجب على كل شخص تصل نسبة ما يملكه سواء بطريق مباشر أو غير مباشر إلى 5% أو أكثر من رأس مال شركة مساهمة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أن يخطر إدارة السوق ومجلس إدارة الشركة بعدد السهم التي يمتلكها وبكل تغيير يطرأ عليها زيادة أو نقصاً بموجب كتاب مسجل بعلم الوصول.

ويتضح مما تقدم أنه يجب تحقق أربعة شروط لقيام الالتزام بالإفصاح: عن المصالح في أسهم شركات المساهمة:

الأول: هو المساهم، الثاني: شركة المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، والثالث: التصرف الذي يتحقق به نسبة الملكية المطلوبة، والرابع: هو نسبة ملكية 5% أو أكثر من رأس مال الشركة. وتوجد عدة ملاحظات على هذه الشروط تتمثل فيما يلي:

1- بالنسبة للشروط الأول: وهو المساهم، يلاحظ أن المشرع فرض الالتزام بالإفصاح على "المساهم"، على الرغم من أن سبب الالتزام بالإفصاح عن المصلحة قد يتحقق قبل أن يكتسب الشخص صفة المساهم، مثال ذلك ارتباط الشخص في اتفاق يتضمن خيارات شراء الأسهم⁽¹⁾.

وبالرغم من أن قرار لجنة السوق رقم (5) لسنة (1999) بشأن الإفصاح عن المصالح قد تدارك هذا الوضع وفرض الالتزام بالإفصاح على كل شخص... "وبذلك فقد تفادت البورصة إشكالية قصر الالتزام بالإفصاح عن المصلحة على المساهم، فإن قرار لجنة السوق يتسم بعدم المشروعية لأنه

(1) الملحم، أحمد عبد الرحمن (2005). تعليق على القانون رقم 2 لسنة 1999 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، مؤتمر أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية، الكويت، ص 77.

وسع من نطاق سريان القانون بالمخالفة لمقتضيات الحق في الخصوصية بالرغم من أن الخروج على هذا المبدأ يكون أمراً استثنائياً ولا يتسع فيه.

وقد عالج المشرع الكويتي هذا القصور في قانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة (2010) حيث نصت المادة (383) من اللائحة التنفيذية للقانون

يعتبر من قبيل المصالح الأخرى التي يتعين على الشخص المستفيد الإفصاح عنها ما يلي :

أ- الاتفاق مع الغير على استعمال حقوق التصويت المترتبة على ملكية تلك النسبة لصالح شخص أو أشخاص معينين .

ب- شراء أو الاتفاق على شراء نسبة المشار إليها بالأجل أو الاتفاق على شرائها مستقبلاً

ت- ملكية الشخص سواء بطريق مباشر أو غير مباشر عن طريق محافظ تدار من قبل الغير لنسبة 30% أو أكثر من رأسمال أي شخص اعتباري أو وجود مصلحة له تعادل هذه النسبة إذا كان هذا الشخص يمتلك ما نسبته 5% أو أكثر من رأسمال شركة مساهمة مدرجة في البورصة .

ث- تملك الشخص للنسبة المشار إليها لحساب الغير سواء كان لمصلحة شخص واحد أو عدة أشخاص

2- وبخصوص نسبة الملكية المطلوبة في رأس مال الشركة: فقد نصت المادة (100) من

قانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة 2010 على أنه يجب الإفصاح عن المصالح متى كانت المساهمة في الشركة "تمثل خمسة بالمائة أو أكثر من رأس مالها".

ويلاحظ بالنسبة لهذه المادة أن المشرع فرض الحد الأدنى لنسبة الملكية في رأس مال الشركة في قانون الإفصاح عن المصالح⁽¹⁾، وأن أساس تحديد نسبة الخمسة بالمائة من رأس مال هو إمكانية إحداث المساهم تغيير في مجلس الإدارة أو نظام الشركة الأساسي، ولكن المساهم تغييراً في مجلس الإدارة أو نظام الشركة الأساسي، إلا أنه يلاحظ أن المشرع حدد هذه النسبة بالنظر إلى رأس المال أو إلى الأسهم وليس بالنسبة إلى حقوق التصويت، وذلك بفرض أن لكل سهم صوتاً واحداً، وهذه مفارقة غريبة تؤدي إلى ثغرة كبيرة في القانون إذ لم يفتن المشرع إلى إمكانية عدم اتفاق عدد الأسهم مع حقوق التصويت المنبثقة عنها، فقد تصدر الشركة المساهمة أسهماً ممتازة يكون للسهم الواحد صوتان أو ثلاثة، ففي هذه الحالة إذا تم الإفصاح عن المصالح بالنظر إلى نسبة الملكية في رأس مال الشركة فإن ذلك قد يؤدي إلى إفراغ النص من مضمونه، لأنه من المتصور أن يحصل الشخص على نسبة ملكية في رأس المال أقل من 5%، ولكن مع عدد أصوات يصل إلى 10% من حقوق التصويت، ومع هذا لا يلزم بالإفصاح عن مصالحه، الأمر الذي يمكنه من أحداث تغيير جوهري في إدارة الشركة أو في نظامها الأساسي، وبذلك يؤدي هذا الوضع إلى عدم توفير الحماية الكافية للمستثمرين.

وقد عالج المشرع الكويتي هذا القصور في القانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة (2010) إذ نصت المادة (380) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (7) لسنة (2010) "يقصد بالشخص المستفيد كل من له مصلحة تمثل خمسة بالمائة 5% فأكثر من أي فئة من فئات الأسهم ذات الحق في التصويت في شركة مدرجة في البورصة، سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالتحالف مع آخرين .

(¹) راجع أيضاً نص المادة رقم (2) من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم (5) لسنة 1999 بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة، والتي أكدت نفس المعنى الوارد بالمادة الأولى من قانون الإفصاح عن المصالح في الشركات المساهمة دون تدارك الثغرات الموجودة بالمادة الأولى من القانون رقم (2) لسنة 1999.

3- كذلك فإنه يجب ملاحظة أن المساهم يتعين عليه أن يضع في اعتباره احتمال زيادة نسبة ملكيته في رأس مال الشركة ووصولها إلى خمسة بالمائة من رأس مال الشركة وهو في "موقف سلبي"، أي دون أن يحصل على أسهم جديدة أو يتكفل مع مساهمين آخرين، وذلك عندما تقوم الشركة بشراء نسبة معينة (10% مثلاً) من أسهمها من السوق. وتتطلب معالجة هذا الوضع أن تقوم الشركة بالإفصاح بشكل دوري من خلال البورصة، بخصوص كمية الأسهم المشتراة بواسطتها ونسبة عدد هذه الأسهم إلى رأس المال، وضرورة تنبيه المساهم إلى الوقوف على نسبة ملكيته إلى رأس المال.

وقد عالج المشرع الكويتي في قانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة (2010) هذا القصور حيث

نصت المادة (383) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (7) لسنة (2010)

حيث نصت " إذا تجاوزت ملكيات شركات تابعة أو زميلة لأسهم شركة مدرجة مجتمعة نسبة 5%

أو أكثر فإنه يجب معاملتها على أساس أنها تمثل مصلحة شخص مستفيد خاضع لأحكام الفصل

العاشر من القانون رقم 2010/7

التزامات الشخص المستفيد

يقصد بالشخص المستفيد هو كل من له مصلحة تمثل خمسة بالمائة (5%) فأكثر من أي فئة من فئات الأسهم ذات الحق في التصويت في شركة مدرجة في البورصة، سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالتحالف مع آخرين⁽¹⁾

فرض المشرع على الشخص المستفيد عدة التزامات من ضمنها⁽²⁾

أ- أن يبلغ الشخص المستفيد الهيئة والبورصة والمصدر عن تحقيقه للمصلحة خلال مدة خمسة أيام عنمل من تحقق المصلحة

ب - أن يبلغ الشخص المستفيد الهيئة والبورصة والمصدر بأي تغيير في هذه المصلحة يتجاوز نصف الواحد بالمائة من رأسمال الجهة المصدرة ، وذلك خلال مدة لا تتجاوز خمسة أيام عمل من نهاية يوم التداول الذي وصل فيه التغيير إلي هذه النسبة ، ويبقى هذا التبليغ واجباً عندما يؤدي التغيير إلي إنخفاض المصلحة عن خمسة بالمائة من رأس المال

ج - في حال تغيير هدف التملك الذي سبق الإفصاح عنه يجب على الشخص المعني إشعار الهيئة والبورصة والمصدر فوراً بهذا التغيير ولا يجوز له التصرف بأي من أسهم المصدر إلا بعد هذا الإفصاح

د - يجب على الشخص المستفيد أو الشركة تزويد الهيئة وبالسرية الممكنة بأي معلومات أو تفسيرات تطلبها للتحقق من صحة ودقة بيانات الإفصاح

- شكل الإفصاح

يكون الإفصاح عن المصلحة من قبل الشخص المستفيد وفقاً للنماذج التي تقررها الهيئة لهذا

الغرض، والتي تشمل بحد أدنى:⁽³⁾

(1) المادة (380) من الانحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).
 (2) المادة (384 ، 345 ، 346) من الانحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).
 (3) المادة (388) من الانحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

- 1- اسم الشخص المستفيد وأسماء أي أشخاص آخرين أسهموا في تحقق المصلحة.
- 2- تفاصيل عن أي دعم مادي من شخص آخر لعملية التملك أو قروض تمويل.
- 3- بيان الهدف من التملك إذا ما كان الاستحواذ على الشركة، أو الاستثمار فيها أو غير ذلك.
- 4- مجموع الأسهم ذات الصلة مع تفصيل ما كان يملكه قبل التصرف وإجمالي عدد الأسهم التي يملكها بعد التصرف والنسبة التي تمثلها من رأسمال الشركة.
- 5- طبيعة التصرف والأساس القانوني للإفصاح .

- واجبات البورصة

عرفت المادة 1 من قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 البورصة وهي بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية ومن واجبات البورصة ما يلي: (1)

- 1- تقوم باتخاذ الإجراءات اللازمة للتحقق من صحة البيانات التي تتلقاها من الشركات المساهمة أو أصحاب المصلحة ولها في سبيل ذلك أن تطلب من أي منهم تزويدها بأي بيانات أخرى
- 2- أن تعلن عن المعلومات التي تلقتها بشأن الإفصاحات عن المصالح فور تلقيها المعلومات على لوحة إعلانات السوق وموقع السوق الإلكتروني وأي وسائل إعلان تستجد لإعلان البيانات في بورصة الأوراق المالية
- 3- يجب على البورصة أن تخطر الهيئة مباشرة بكل إفصاح يقدم لها بعد التحقق من صحة البيانات

(1) المواد (390 ، 391 ، 392 ، 393) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

4- يجب على إدارة البورصة أن تعد سجلاً خاصاً يتضمن بياناً لما تتلقاه من إفصاحات .
ويكون لذوي الشأن حق الاطلاع على هذا السجل بناء على طلب يقدم لإدارة البورصة بعد سداد الرسم .

- التزامات الشركات

تلتزم الشركة وفقاً لللائحة التنفيذية لقانون هيئة الأوراق المالية بما يلي: (1)

1 - يجب على كل شركة مساهمة مدرجة أن تحتفظ بسجل خاص بإفصاحات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية يحتوي على كل البيانات والمعلومات المطلوب الإفصاح عنها وفقاً لهذه اللائحة ، و يجب أن يحتوي على كل البيانات المتعلقة بالمكافآت والرواتب والحوافز وغيرها من المزايا المالية الأخرى وتضمن في تقارير الجمعية العامة ، ويكون من حق أصحاب الشأن الاطلاع على هذا السجل خلال ساعات العمل المعتادة .

2- يجب على الشركات المساهمة المدرجة في البورصة أن تفصح عن اسم أي من مساهميها تصل نسبة ملكيته إلى 5% أو أكثر من رأسمالها في أي وقت من الأوقات وكل تغيير يطرأ على هذه النسبة .

3- يجب أن تسمي كل شركة مدرجة شخصاً مسؤولاً فيها للرد على استفسارات الهيئة بهذا الشأن.

- التزامات أعضاء الإدارة التنفيذية

على كل من العضو المنتدب والرئيس التنفيذي ونوابه والمدير المالي ومن في حكمهم، أن يفصح للهيئة والبورصة والشركة فور توليه مهامه عن الآتي: (2)

(1) المواد (394 ، 395 ، 396) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة (2010).

(2) المادة 397 من لائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010

1- أي مصلحة له ، أو لزوجته والأولياء القصر ، في الأوراق المالية الخاصة بالشركة التي يعمل بها أو أي شركة تابعة لها أو شركة زميلة بغض النظر عن نسبة هذه المصلحة الى رأسمال الشركة

2- أي تغيير يطرأ على هذه المصلحة ويجب أن يتم الإفصاح قبل القيام بأي تصرف في الأوراق المالية

3- ممارسته لحق ممنوح له من الشركة أو أي شركة تابعة لها أو زميلة بأي اكتتاب في الأوراق المالية للشركة أو شركاتها التابعة أو الزميلة

4- ممارسته لحق ممنوح له من أي شركة أخرى بالاكتتاب في الأوراق المالية لهذه الشركة وكذلك يجب أن يقدم الإفصاح المشار إليه في المادة السابقة خلال خمسة أيام عمل من تاريخ التصرف ، على أن يتضمن ما يلي (1)

1- اسم مدير الشركة أو أي شخص على علاقة معه ودرجة القرابة .

2- سبب الإفصاح عن التصرف .

3- كمية وطبيعة الأوراق المالية المفصح عنها وسعرها إن وجد .

4- طبيعة التصرف

4- تاريخ ومكان التصرف

- الإفصاح الخاص

يجوز للهيئة إلزام أي شخص ذي صلة بأنشطة الأوراق المالية الإفصاح العلني أو الخاص وتقديم أية بيانات ذات صلة بنشاطها ، ولها في سبيل القيام بواجباتها أن تأمر بإجراء أي تحقيق ترى ضرورة إجرائه تطبيقاً لأحكام القانون وهذه اللائحة (2)

(1) المادة 398 من لائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010

(2) المادة 399 من لائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010

المبحث الثالث

قواعد الشفافية والإفصاح في قانون الأوراق المالية الأردني

قطعت الأردن شوطاً في تطبيق الحوكمة المؤسسية لعلاج مشاكل شركاتها، إلا أن النتائج المحققة أقل من التوقعات، مما يعني أن هناك أسباباً أخرى لذلك لم يتم اكتشافها أو لم يتم معالجتها بدقة، وهي مشاكل ومعيقات قانونية تجعل من تحقيق الشفافية في معالجة مشاكل الشركة وفي تحقيق الموازنة بين مصالح جمهورها فيها بحاجة إلى بذل مزيد من الجهد والإجراءات، مثل الفصل بين الملكية والإدارة في المنشآت الأردنية وضرورة تداول السلطة في مجلس الإدارة، كذلك البدء بمساءلة مساعلة مجلس الإدارة عن أخطائه، وتحقيق الفصل بين وظيفة رئاسة مجلس الإدارة ونائب رئيس المجلس، والسماح بنشر تقارير واقعية ومدققي الحسابات عن أداء الشركات الأردنية، وهي أساسيات وبدائيات الحوكمة المؤسسية. لا خلاف من الناحيتين: القانونية والأخلاقية في صحة وجواز القيام بعمليات بيع الأسهم وشرائها، بناءً على معلومات تم جمعها من السوق المالي، أو من الشركة المساهمة العامة المصدرة لتلك الأسهم، فالأعمال، أساساً، تقوم وتستمر من خلال المعلومات التجارية والمالية، وكذلك القرارات، لا تتخذ إلا بناءً على المعلومات⁽¹⁾.

ولكن المشكلة تنشأ عندما تكون هذه المعلومات قد أتت من خلال مصادر سرية، وأن هنالك القليل من الأشخاص على اطلاع عليها، وذلك بحكم موقعهم، أو من خلال ارتباطهم بصفة ما مع أشخاص مطلعين عليها، وهذا يؤدي إلى انتهاك وانتقاص في عدالة السوق المالي، لأن سبب تفاوت المعلومات لم يكن عائداً إلى طبيعة الشخص، ومقدار الجهد المبذول من قبله لمعرفة مدى تأثير هذه المعلومات في أسعار الأسهم، وإنما يعود -أي سبب تفاوت المعلومات- إلى منصب، أو وظيفة البائع أو المشتري في الشركة، أو منصب، أو وظيفة ذات علاقة بالشركة، وتمت عملية بيع الأسهم

(¹) الخشروم، عبدالله (1999) واقع الحماية القانونية للتعامل الداخلي بين قانون الأوراق المالية وتعليمات الإفصاح، منشورة في صحيفة الرأي الأردنية، ص 17.

أو شرائها بناءً على معلومات كان المنصب أو الوظيفة سبباً في الحصول عليها، مما يؤدي إلى جمع أرباح على حساب أشخاص ليس لديهم اطلاع على المعلومات، الأمر الذي يقوض الثقة بسوق الأوراق المالية، مما يؤدي، أيضاً، إلى إحجام أشخاص كثيرين عن الاستثمار في الأسهم، وبالتالي انخفاض قيمتها، والمحصلة النهائية عرقلة النمو الاقتصادي، إضافة إلى رغبة الشركات في أن يتعامل بأسهمها عدد غير قليل من الأشخاص، لرغبتها في ارتفاع أسعار أسهمه⁽¹⁾.

كما اتجه المشرع الأردني إلى حظر التعامل بأسهم الشركات المساهمة العامة وتجريمه على الوجه المذكور، وقد كانت البداية في قانون الشركات رقم (12) لسنة 1964م، ثم في قانون الشركات المؤقت رقم (1) لسنة 1989م، ثم قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997م⁽²⁾، ثم جاء قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997م، ثم قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (76) لسنة 2002م.

وقد حظرت المادة (166) من قانون الشركات الأردني على رئيس مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة وأعضائها، والمدير العام للشركة، وأي موظف فيها أن يتعامل بأسهم الشركة بصورة مباشرة، أو غير مباشرة، بناءً على معلومات اطلع عليها بحكم منصبه، أو عمله في الشركة، كما حظرت عليهم أن ينقلوا هذه المعلومات لأي شخص آخر بقصد إحداث تأثير في أسعار أسهم هذه الشركة، أو أي شركة تابعة، أو قابضة، أو حليفة للشركة التي هو عضو أو موظف فيها، أو إذا كان من شأن النقل إحداث ذلك التأثير، دون تعريف المعلومات نفسها التي يحظر التعامل

(1) فتحي، حسين (2003) تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، 1996م، ص51. وللمزيد حول مفهوم أسرار التجارة وشروط حمايتها انظر: حسام الدين عبد الغني الصغير، حماية المعلومات غير المفصح عنها والتحديات التي تواجه الصناعات الدوائية في الدول النامية، دار الفكر الجامعي، ص15-33.

(2) تم نشر هذا القانون على الصفحة 2038 من عدد الجريدة الرسمية رقم 4204 الصادر بتاريخ 15/5/1997م، وتم تعديله بموجب

القانون المؤقت المعدل رقم (4) لسنة 2002م المنشور على الصفحة 373 من عدد الجريدة الرسمية رقم 4533 الصادر بتاريخ

2/17/2002م، وعدل بالقانون المؤقت رقم (40) لسنة 2002 المنشور على الصفحة 3319 من عدد الجريدة الرسمية رقم 4556 الصادر

بتاريخ 16/7/2002م، وعدل بالقانون المؤقت رقم (74) لسنة 2002م، المنشور على الصفحة 6204 من عدد الجريدة الرسمية رقم 4577

الصادر بتاريخ 23/12/2002م، وعدل بالقانون المؤقت رقم (17) لسنة 2003م المنشور على الصفحة 1201 من عدد الجريدة الرسمية

رقم 4589 الصادر بتاريخ 16/3/2003م.

بالأسهم بناءً عليها، إلا أن في هذا النص ما يفيد بيان طبيعة المعلومات التي يتم التعامل بالأسهم بناءً عليها، وكيفية الحصول على هذه المعلومات.

ومن خلال نص المادة (166) المذكورة، يمكن لنا القول بأن المعلومات المحظور استغلالها هي المعلومات التي اطلع عليها رئيس مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة وأعضاؤها، والمدير العام للشركة، وأي موظف فيها بحكم مهنتهم أو صنعتهم، والتي يجب أن تبقى مكتومة وقبل إعلانها للغير بأي وسيلة من الوسائل، بمعنى أن تكون هذه المعلومات داخلية غير معلنة، ولا مصرح بها.

(1)

وبالرجوع إلى نص المادة الثانية من قانون الأوراق المالية نجدها قد عرفت المعلومات الداخلية بأنها: ((المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر، أو بورصة مالية أو أكثر، والتي قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبينة على الدراسات، والبحوث، والتحليل الاقتصادية المالية)).

وبالرجوع كذلك إلى نص المادة (22) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق لسنة 2004م نجدها قد بينت ما هو المقصود بالإعلان والتصريح، حيث جاء نص هذه المادة على النحو التالي:

أ- يقصد بالإعلان لغايات تطبيق هذه التعليمات، نشر المعلومات والبيانات المعنية لمرة واحدة في صحيفة يومية محلية على الأقل باللغة العربية.

ب- يقصد بالتصريح لغايات تطبيق هذه التعليمات، الإدلاء ببيان صحفي ينشر في صحيفة يومية واحدة على الأقل.

وإننا في ضوء ما سبق، يمكن لنا أن نتلمس تعريفاً للمعلومات محل الحظر بأنها: المعلومات التي اطلع عليها رئيس مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة وأعضاؤها، والمدير العام للشركة، وأي موظف فيها، وأي شخص يقرر القانون اعتباره مطلعاً بحكم منصبه أو وظيفته، والتي قد تؤثر على سعر الأسهم، والتي لم يتم الإعلان عنها بنشرها لمرة واحدة في صحيفة يومية محلية على الأقل باللغة العربية، أو بالتصريح عنها بالإدلاء بها ببيان صحفي منشور في صحيفة يومية واحدة على الأقل، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات، والبحوث، والتحليل الاقتصادي والمالية.¹

يتضح من تعريف المعلومات محل الاستغلال، أنه يتضمن أربعة أركان تتجسد أولاً: في كون المعلومات غير معلنة، وثانياً: في كون المعلومات صحيحة، وثالثاً: من شأنها أن تؤثر على الأسعار، وأخيراً: في كونها تتعلق بالأسهم، أو بمصدري تلك الأسهم، ونعرض هذه الأركان من خلال الفروع التالية:

معلومات غير معلنة: Non-Disclosed Information:

يتعين أن تكون المعلومات محل الاستغلال غير معلنة، أي سرية (Confidential) ويُعرف السر لغوياً بأنه: ما يكتُم ويخفي، أو هو ما يكتُمه الإنسان في نفسه وعكسه الإفشاء⁽²⁾، أي الانتشار بمعنى، إذا كانت المعلومات عن الأسهم غير معلومة للكافة، وقام المطلع أو غيره من المتصلين به، سواء بحكم القرابة أو الصداقة، باستغلال هذه المعلومات عند البيع أو الشراء لأسهم الشركة فعندها تقوم المسؤولية. أما إذا تم الإفشاء للمعلومات ذات الطبيعة السرية وإيصالها إلى

(1) الخشروم، عبدالله، مرجع سابق، ص142

(2) الأنيس إبراهيم وآخرون، المعجم الوسيط، الجزء الأول، ص426، والمنجد في اللغة والأعلام، دار الشروق، الطبعة الثانية،

ص328. ود. جبران مسعود، رائد الطلاب، دار العلم للملايين، الطبعة الأولى، بيروت، 1967م، ص504

الكافة، بالإعلان عن هذه المعلومات، وتم التعامل بالأسهم بناءً عليها فلا يعقل أن تقوم المسؤولية⁽¹⁾.

وقد عدت المادة (108/ب) من قانون الأوراق المالية الأردني قيام أي شخص باستغلال معلومات داخلية أو سرية، لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له، أو لغيره، بما في ذلك أعضاء مجلس إدارة السوق المالي، ومركز إيداع الأوراق المالية، وموظفو كل منهما مخالفة لأحكام القانون. ولم يحدد قانون الأوراق المالية الأردني كيفية الإعلان عن المعلومات حتى يتم الكشف عنها والتعامل من قبل الجمهور بناءً عليها، ومن خلال الرجوع إلى تعليمات إفصاح الشركات المصدرة، والمعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق، يمكننا القول بأن المعلومات تعدّ معلنة والتعامل بالأسهم، بناءً عليها، لا يرتب المسؤولية إذا:

1) نشرت هذه المعلومات والبيانات المعنية لمرة واحدة في صحيفة يومية محلية على الأقل باللغة العربية⁽²⁾. الإدلاء بها ببيان صحفي ينشر في صحيفة يومية واحدة على الأقل⁽³⁾. إذا زودت بها هيئة الأوراق المالية، وكانت ضمن التقرير الصادر عن مجلس إدارة الشركة⁽⁴⁾، أو تم إعلام الهيئة بها إذا نشرت ضمن نتائج أعمال الشركة الأولية بعد قيام مدقق حساباتها بإجراء عملية المراجعة الأولية لها إذا وردت ضمن التقرير السنوي، أو نصف السنوي الذي أعده مجلس إدارة الشركة، وزودت به هيئة الأوراق المالية⁽⁵⁾.

ويفترض، كقاعدة عامة، أن البيانات والوثائق والمعلومات التي يتم تداولها وفحصها في مجالس إدارات الشركات المساهمة العامة، وفي وثائق مراجعي الحسابات والمفتشين، وأجهزة الرقابة على الشركات، هي من المعلومات السرية، استناداً للواجب الائتماني الملقى على عاتق

(1) الخشروم، عبدالله، مرجع سابق، ص 143، وكذلك انظر الملحم، أحمد عبد الرحمن (1998) حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مطبوعات جامعة الكويت، ص 77.

(2) المادة (22/أ) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة، والمعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق لسنة 2004.

(3) المادة (22/ب) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة، والمعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق لسنة 2004.

(4) المادة (4) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة، والمعايير المحاسبية، ومعايير التدقيق لسنة 2004.

(5) فتحي، حسين، مرجع سابق، ص 15-33.

المطلع، ولا يغير من الأمر شيئاً ما وقر في ذهن المطلع عند تلقيه لها أو نقلها وما إذا كان قد اعتقد بسريتها أم لا. وإننا نعتقد ضرورة قيام رئيس مجلس إدارة الشركة بتبنيه أعضاء المجلس لضرورة المحافظة على سرية بيانات المجلس ومعلوماته.

بيد أن السؤال الذي يثار في هذا الصدد يتمثل في قيام صاحب المعلومة السرية بالإفصاح عنها إلى المتعاقد الآخر، فهل من شأن ذلك جعل المعلومة معلنة، ومن ثم يصبح التعامل مشروعاً؟ نعتقد أن الإجابة عن هذا التساؤل تكمن في الغاية التي يتوخاها المشرعان: الأردني والبريطاني من حظر استغلال المعلومات في التعامل بالأسهم، وطريقة اعتدادهما بالنشر المحدد وفقاً للقانون، ذلك أن المشرعين: الأردني والبريطاني يرميان إلى إرساء مبدأ المساواة في العلم بتلك المعلومات، وتحقيق العدالة في المعاملات، ولكنهما يختلفان في الاعتداد بطريقة النشر لغايات العلم بتلك المعلومة، وحيث سبق أن بينا المقصود بالإعلان أو التصريح عن المعلومة الداخلية، وفقاً للتشريعين: الأردني والبريطاني، فإنه يمكننا القول إنه، وفقاً للقانون البريطاني لا تعدّ -من حيث المبدأ- المعلومة سرية عند الإفصاح عنها إلى المتعاقد الآخر، بينما قد يختلف الوضع في القانون الأردني، إذ إنه لا يعتد إلا بالنشر المحدد وفقاً للقانون، وليس بالنشر الفردي للمعلومات⁽¹⁾.

ومن الممكن أن تظل المعلومات غير معلنة، على الرغم من نشرها، طالما أنه لم تمض المدة الكافية للعلم بها من قبل المستثمرين. لذا، على من بحوزته تلك المعلومات أن ينتظر ريثما تتاح للمستثمرين فرصة العلم بها، ومن الصعوبة بمكان كبير أن تحدد المدة الفاصلة بين نشر المعلومات، وافترض العلم بها من المستثمرين، ومن ثم قيامهم بردة الفعل المناسبة لتحديد الأسعار، لأن الوضع يختلف باختلاف المعلومات وباختلاف الأسواق، والأزمان، ووسيلة النشر، ومدى انتشار الشركة في السوق، ومثال ذلك الشركة المساهمة العامة التي تحظى بحصة سوقية كبيرة وعدد كثير من

(1) الملحم، أحمد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 88

المساهمين، ربما تمضي ساعات قليلة فقط وتصبح المعلومات عامة، بينما قد تستغرق مدة أكبر عندما تحتاج المعلومات إلى تحليل اقتصادي أو مالي بعد نشرها، حتى يمكن أن تحدث تأثيراً جوهرياً على الأسعار¹

معلومات صحيحة Precise Information:

لا يكفي أن تكون المعلومات غير معلنة، بل يتعين أن تكون صحيحة، ومن ثم فإن الإشاعة (Rumor) لا تعدُّ - في حال التعامل بناءً عليها- من قبيل استغلال المعلومات، لأن مصطلح معلومات يفترض صحة المعلومة، وقد أخذ المشرع البريطاني بذلك، حيث اشترطت المادة (56) من قانون العدالة الجنائية البريطاني، في المعلومات حتى تكون داخلية أن تكون دقيقة، أو محددة.⁽²⁾

وما قلناه يسري، أيضاً، في الأردن، إذ إنه بالرجوع إلى نص المادة (166) من قانون الشركات الأردني، نجد أن النص يفترض أن تكون المعلومة صحيحة، أو حقيقية، وذلك لأن عدم الصحة لا يصدق عليه وصف المعلومة، بل تكون بمنزلة الإشاعة غير الصادقة، لذا يتعين أن تكون المعلومة صحيحة حتى تصلح لأن تكون محلاً للاستغلال، ثم إن النص يشترط أن ترد المعلومة إلى رئيس أو عضو مجلس الإدارة بحكم منصبه، مما يوحي بصدقها. ومن ثم فإن النص لا يسري على استغلال الإشاعة، لأنه يشترك الجميع بالعلم بها، بينما المعلومة التي تصلح للاستغلال لا يعلمها إلا نفر قليل، وردت إليهم بحكم عملهم بالشركة، وعلى ذلك فإن الإشاعة لا تتحقق بها صفة المعلومة

(1) الخشروم، عبدالله، مرجع سابق، ص146

(2) كذلك ورد النص على أن تكون المعلومة صحيحة في Section 142 of the Company Securities (Insider Dealing) Act 1985.

Interpretative notes to the company securities

وانظر Blackstones law questions p.142&answer company

غير المعلنة. وسماع الإشاعات وتحديد درجة التفاعل معها من المسائل اللصيقة بأسواق المال التي قد تتأثر بها لفترة وجيزة، ومن ثم لا يمكن حكمها أو السيطرة عليها، أو حظرها⁽¹⁾.

معلومات من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم:

إن المعلومات التي يحظر التعامل بالأسهم استناداً إليها، لا بد أن تكون ذات علاقة بأسهم الشركة المساهمة العامة، باعتبارها أهم الأوراق المالية، وأكثرها تبادلاً، وأوسعها انتشاراً، وأن تكون كذلك ذات تأثير على أسعار هذه الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً في حال الإعلان عنها، وهذا ما يمكن لنا أن نستخلصه من نص المادة (166) من قانون الشركات الأردني التي تبحث حالة التعامل بالأسهم، وما يمكن أن يؤدي إليه نقل هذه المعلومات إلى الغير من تأثير على أسعار تلك الأسهم. كما أن المعلومات أو البيانات الأخرى غير المرتبطة بالأسهم، والتي ليس لها تأثير على أسعارها، والمتعلقة بالشركة تطبق عليها أحكام المادة (158) من قانون الشركات الأردني، التي تبحث في مسؤولية رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة، ومديرها العام وموظفيها، عن إفشاء أي معلومات أو بيانات تتعلق بالشركة، وتعدُّ ذات طبيعة سرية بالنسبة لها، سواء تم هذا الإفشاء إلى أي مساهم في الشركة أو إلى غيره، وهذه المعلومات تبعد بنا عن موضوع الدراسة. وحتى تكون المعلومات ذات تأثير على أسعار أسهم الشركة المساهمة العامة فإنه يتعين أن تكون ذات فعالية تقترن بحد أدنى من الجودة، يمكن أن يصل إلى تغيير القيمة السوقية للأسهم، وبالتالي التأثير في قرارات المستثمرين⁽²⁾.

ويتطلب القانون الأردني وجود تأثيرٍ على الأسعار دون أن يكون هذا التأثير جوهرياً⁽³⁾، وفي الحقيقة إن منهج القانون الأردني يمثل توسعاً لا مسوِّغ له؛ لأنه من المتوقع أن يحوز العاملون في

(1) فتحي، حسين، مرجع سابق، ص 19-33.

(2) الخشروم، عبدالله، مرجع سابق، ص 16

(3) المادة (166) من قانون الشركات الاردني، وهذا هو منهج القانون الدنماركي انظر: Blyt and clausen. Insider Trading in Denmark. p51

الشركة، أو من لهم صلة بها معلومات غير معلنة، وقد تحدث تأثيراً بسيطاً على أسعار الأسهم، مما لا يستحق معه أعمال آية القانون وتوقيع العقوبات الجزائية، لأن القانون لا يُعنى بالتوافه.

تعلق المعلومات بالأسهم أو بمصدر تلك الأسهم (الشركات):

لا يكفي أن تكون المعلومات غير معلنة، وحقيقية أو صحيحة، وذات تأثير جوهري على الأسعار إثر إعلانها، وإنما لا بد أن تتعلق المعلومات بالأسهم أو بمصدر تلك الأسهم (الشركة). والمعلومات المتعلقة بمصدر الأسهم إما أن تكون خارجية، أو داخلية، ومثال الأولى، الإيجاب المقدم للشركة المصدرة للأسهم من شركة أخرى لإدارتها، أو الاندماج معها، ومثال الأخرى، الإعلان عن تحقيق مزيد من الأرباح. أما إذا كانت هذه المعلومات تتعلق بالشركات عامة، وليس بشركة معينة أو شركات معينة، فإن التعامل بالأسهم بناءً عليها لا يعد مخالفة⁽¹⁾.

بيد أن ذلك لا يسري إلا على الأسهم التي يتم تداولها في سوق منظمة (البورصات)، أو موازية لها؛ أي ثانوية، ومن ثم لا يحظى المتعاملون في الأسواق الأخرى بالحماية المقررة، ولا سيما تطبيق العقوبات الجزائية على المخالفين، ويكون للمضروب في هذه الحالة الركون إلى القواعد العامة في المسؤولية المدنية.

وجدير بالذكر القول إن الشخص الذي يطلع بحكم منصبه، أو وظيفته في الشركة المساهمة العامة على معلومات داخلية مرتبطة بأسهم الشركة، وذات تأثير مباشر أو غير مباشر في القيمة السوقية لهذه الأسهم، ويقوم بالتعامل بأسهم الشركة، بناءً على هذه المعلومات، يكون بصدد حالة تعامل محظور، وفقاً للمادة (166) من قانون الشركات الأردني.

(1) الملحم، أحمد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 89

أما الأشخاص الذين يحصلون على المعلومات الداخلية ذات الوصف المبين أعلاه، بطريقة أخرى لا يكون للمنصب أو الوظيفة شأن بها، وإنما بوصفهم أحد أفراد الجمهور، يجعلهم بمنأى عن تطبيق المادة (166) من قانون الشركات الأردني. فمثلاً إذا اطّلع رئيس مجلس إدارة إحدى الشركات المساهمة العامة، أو أي من أعضاء مجلس إدارتها، أو مديرها العام، أو أي موظف فيها على معلومات في حفل عشاء أقامه أحد الأصدقاء، وتطرق إلى مسامع أي منهم نبأ اعتزام الدولة استملاك الأراضي العائدة للشركة، والتي تعتمد عليها الشركة في استخراج المعادن التي تستعملها في صناعتها، وتم بناءً على ذلك بيع عدد كبير من أسهم الشركة قبل أن ينخفض سعرها في السوق، فلا مجال للقول بوجود حالة تعامل محظور بالأسهم، وسبب ذلك عائد إلى أن المعلومات لم تكن بحكم المنصب في الشركة⁽¹⁾.

وإننا نعتقد إمكانية تطبيق نص المادة (166) من قانون الشركات الأردني على المثال السابق، ذلك أن المعلومات التي تم الاطلاع عليها في حفل العشاء ما زالت في إطار السرية، ولم يتم الكشف عنها للجمهور، وهناك إمكانية لتلافي تطبيق نص المادة (166) في حال الكشف عن هذه المعلومات للجمهور حتى تنتفي عنها صفة السرية، وما نراه يعدّ ضرورياً لحماية المستثمرين.

كما تجدر الإشارة بالقول إلى أن حصول أي شخص على معلومات داخلية ناشئة عن استنتاجات مبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية، وتم التعامل بأسهم الشركة بناءً عليها، لا يعدّ تعاملاً محظوراً استناداً إلى نص المادة (2) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق، التي عرفت المعلومات الداخلية بأنها: المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر، أو بورصة مالية أو أكثر، والتي قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية

(1) الخشروم، عبدالله، مرجع سابق، ص 17.

كذلك يجب على أي شخص يمتلك أو يقع تحت تصرفه 5% أو أكثر للمرة الأولى من أي ورقة مالية لشركة مصدره واحدة إعلام الهيئة خطياً خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك . وعليه أن يقوم بإعلام الهيئة خطياً عند تملكه لأي نسبة تبلغ 1% إضافية خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك والإفصاح عن نبيته من الشراء عند الوصول إلى نسبة 10%¹

- واجبات الشركة لتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية (2)

1- تضع الشركة إجراءات عمل خطية وفقاً لسياسة الإفصاح المعتمدة من قبل مجلس الإدارة لتنظيم شؤون الإفصاح عن المعلومات ومتابعة تطبيقها وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات النافذة

2- على الشركة أن توفر المعلومات الإفصاحية للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة ، وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات النافذة مما يمكنهم من اتخاذ قراراتهم . بما في ذلك الإفصاحات المتعلقة بما يلي:

أ. التقارير الدورية والمعلومات الجوهرية.

ب. ملكيات الأشخاص المطلعين وأقاربهم في الشركة بما في ذلك أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا ، من الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة.

ج. تعاملات الأطراف ذوي العلاقة مع الشركة

عرف دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان في الفصل الأول باب

التعريفات الأطراف ذوي العلاقة : أي صفقات أو عقود تتجاوز قيمتها مبلغ 5000 دينار يتم

إبرامها بين الشركة أو أي مما يلي من الأطراف ذوي العلاقة وهم

- الشركات الحليفة للشركة

- أعضاء مجلس الإدارة و الإدارة التنفيذية العليا للشركة

(1) المادة 13 من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق
(2) دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان

- أعضاء مجلس الإدارة أو هيئة المديرين والإدارة التنفيذية العليا للشركة الحليفة
 - أي شخص يمتلك 5% أو أكثر من أسهم الشركة أو إحدى شركاتها الحليفة
 - أقارب وشركاء الأطراف المشار إليهم أعلاه
 - صناديق الادخار للعاملين في الشركة
 - المشاريع والمنشآت المشتركة للشركة مع أي جهة أخرى (Joint Ventures)
- هـ الامتيازات التي يتمتع بها أعضاء مجلس والإدارة التنفيذية العليا .
- 3- الشركات المسيطر عليها من قبل أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا وأقاربهم (IFRS)
- 4- على الشركة استخدام موقعها الإلكتروني على شبكة الإنترنت لتعزيز الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات
- 5- على الشركة أن تفصح عن سياساتها وبرامجها تجاه المجتمع المحلي والبيئة.
- 6- لا يجوز لأي شخص مطلع في الشركة إفشاء المعلومات الداخلية المتعلقة بالشركة لغير المرجع المختص أو القضاء ، كما لا يجوز تداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركة أو حمل الغير على تداولها بناء على معلومات داخلية أو استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية .

الفصل الثالث

الآثار المترتبة على تطبيق الإفصاح في هيئة الأوراق المالية

تمهيد:

تعدّ الشفافية والإفصاح من المصطلحات التي أصبحت تتردد كثيراً في أسواق رأس المال نظراً لأهميتها الشديدة، إذ تتوقف عليها كفاءة سوق رأس المال، ويقصد بالشفافية قيام الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، فيما عدا ذلك تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها مثل أسرار الصناعة وغير ذلك⁽¹⁾. ويقصد بالإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعند عليها الأطراف المهمة بالمشروع، فالإفصاح يعني ليس فقط مجرد توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها، بل أن تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، بل وتلتزم أيضاً أن أحملها إلى علم المساهمين وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين⁽²⁾. وتعد المعلومات في بورصة الأوراق المالية الركيزة الأولى التي يقوم عليها التعامل في الأوراق المالية، فيقدر توفر المعلومات ونوعيتها والوقت الذي تتوفر فيه يكون القرار الاستثماري للتعامل صائباً، ويصنف بعض الباحثين المعلومات في مجال التعامل بالأوراق المالية إلى ثلاثة أصناف، الصنف الأول هي المعلومات التاريخية، والتي تعبر عن الحالة السابقة للمنشأة كأسعار الأوراق المالية لتلك المنشأة وعوائد تلك الأوراق، والصنف الثاني من المعلومات هي المعلومات العامة التي تكون متاحة للجميع وتعبر عن الظروف الحالية

(1) البربري، صالح، مرجع سابق، ص18.

(2) عبد السلام، صفوت، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق، ص8.

المتعلقة بالاقتصاد والاستثمار في الدولة والمنطقة، وكذلك الظروف الحالية للجهة المصدرة للأوراق المالية، أما الصنف الأخير من المعلومات فهي المعلومات الخاصة التي تكون متاحة لاطلاع فئات معينة ككبار المتعاملين في الشركة⁽¹⁾. إن أهم ما تنسم به المعلومات هو سرعة انتقالها ومصداقيتها، إلا أنه قد تنشر أحياناً بعض المعلومات الكاذبة أو الخادعة عن وضع أو مستقبل الشركات المصدرة لأسهم للجمهور، وما يتعلق بتطور حالة الأوراق المالية المسجلة بالبورصة، بهدف التأثير على سعر السوق وإثارة موجة ارتفاع أو انخفاض في أسعار أسهم تلك الشركات، كما يعد النشر، أيّاً كانت الطريقة المستخدمة، وسيلة مستقلة للتأثير على أسعار الأوراق المالية. كما أنه يعد عنصراً مكماً بالنسبة للوسائل الأخرى، فهو الإطار الضروري لكل العمليات المالية أيّاً كان نوعها⁽²⁾.

وليس الإفصاح والشفافية مجرد التزام أو واجب قانوني تتحمله جهات معينة في نطاق بورصة الأوراق المالية فقط، بل يمتد إلى أبعد من ذلك فهو يبدأ من تأسيس الشركة أو الجهة المصدرة حتى اتخاذ القرار بحلها، وهذه المسائل غائبة عن تفكير الكثيرين⁽³⁾.

ولمزيد من التفاصيل سيتم تناول هذا الفصل من خلال المبحثين التاليين:

المبحث الأول: حدود تطبيق مبدأ الإفصاح عن المعلومات ومدى الشفافية فيها في القانون الكويتي والأردني.

المبحث الثاني: جزاء الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية في الكويت والأردن والوسائل الكفيلة بمواجهتها.

(1) الحناوي، محمد ومصطفى، نهال وإسماعيل، السيدة، والصيفي، السيد (2007). الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص 92-93.

(2) البربري، صالح، مرجع سابق، ص 253.

(3) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص 144.

المبحث الأول

حدود تطبيق مبدأ الإفصاح عن المعلومات ومدى الشفافية فيها في القانون الكويتي والأردني

يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في

أموالها وإدارتها، وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على

الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق⁽¹⁾.

وكذلك سوق بورصة عمان يتمتع بالشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها حق

التقاضي وترتبط برئيس الوزراء⁽²⁾.

وتتفق جميع التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على أهمية الالتزام بمبدأ الشفافية

والإفصاح، لكنها تختلف حول المعايير التي يجب استخدامها في تطبيق هذا المبدأ، خصوصاً نقطة

التوازن بين حق الشركة في الاحتفاظ بأسرارها، وبين حق المساهمين والجمهور في الحصول على

المعلومات الخاصة بالشركة، وكذلك من حيث الرقابة والإشراف على التطبيق⁽³⁾.

ولمزيد من التوضيح سيتم تناول المبحث من خلال المطالبين التاليين:

المطلب الأول: النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية.

المطلب الثاني: النطاق الشخصي للإفصاح والشفافية.

(1) حلمي، خالد (2010). التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي، مع دراسة أثر الأزمة المالية

العالمية على أسواق المال العربية، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، الكويت، ص157.

(2) المادة (7) من قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 76 لسنة 2002.

(3) البربري، صالح، مرجع سابق، ص23.

المطلب الأول

النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية

يمكن الإشارة إلى وجود كم هائل من الموضوعات التي تحتاج إلى الإفصاح والإعلان، ليتمكن من له مصلحة في الاطلاع عليها وذلك في سبيل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، من حيث الاستثمار أو عدمه في سوق المال، إضافة إلى معرفة حقوقه كمالك الورقة المالية تجاه الجهة المصدرة لها، وتجاه الغير من حملة الأوراق المالية، ولبيان مدى التزام الأطراف بتنفيذ هذا المبدأ⁽¹⁾، ولمزيد من التفصيل سيتم تناول المطلب من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها في بورصة الأوراق المالية.

الفرع الثاني: حدود تطبيق مبدأ الإفصاح عن المعلومات ومدى الشفافية فيها.

الفرع الأول

المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها في بورصة الأوراق المالية

توجد في سوق المال عدة متطلبات حتى يتمكن مصدر الأوراق المالية من إدراجها، ومن تلك المتطلبات: الإفصاح عن نشرة الاكتتاب في السوق الأولية، ثم الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية ويشمل الإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات والبيانات المالية، والإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية، والإفصاح في ظل مواجهة عمليات غسل الأموال في البورصة وغير ذلك⁽²⁾.

(1) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص144.

(2) هيل، مايكل (2004). أثر المعلومات في المجتمع، سلسلة دراسات مترجمة، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص37.

أولاً: الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية في سوق المال:

إن عملية الإفصاح السابق إنما ترتبط مباشرة بموضوع الإفصاح عن نشرة الاكتتاب في السوق الأولية، وإعلان مفرداتها للجمهور، بشكل تكون فيه متاحة للكافة، مما يتيح للجمهور الإطلاع عليها لاتخاذ القرار المناسب في الاستثمار بالأوراق المالية المطروحة للاكتتاب⁽¹⁾. وهذا الارتباط يقتضي بالضرورة أن يكون الاكتتاب صحيحاً مستوفياً شروطه وبالتالي تنقسم شروط صحة الاكتتاب إلى قسمين: شروط شكلية، وشروط موضوعية، ومن الشروط الشكلية الحصول على موافقة الجهة المختصة في إصدار أوراق مالية وطرحها للاكتتاب العام، وتقديم نشرة الاكتتاب لهيئة الأوراق المالية لغرض اعتمادها قبل إعلانها للجمهور⁽²⁾ ومن الشروط الموضوعية أن يكون الاكتتاب في رأس المال المصدر كاملاً.

وبشكل عام لا بد لنا أن نتناول الموضوعات التالية ضمن إطار الإفصاح السابق لإدراج

الأوراق المالية في سوق المال وهي:

1- الإفصاح عن نشرة الاكتتاب:

من المعلوم أنه عند صدور القرار من الجهة المختصة بتأسيس شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ونشره في الجريدة الرسمية، يقوم المؤسسون بمرحلة جديدة هي مرحلة الاكتتاب في رأس مال الشركة لغرض تجميع الجزء الأكبر منه⁽³⁾.

(1) طه، مصطفى كمال (1998). القانون التجاري، الشركات التجارية - الأحكام العامة للشركات - شركات الأشخاص - شركات الأموال، دار الجامعة الجديد للنشر، الإسكندرية، مصر، ص162.

(2) محرز، أحمد (2003). النظام القانوني للخصخصة، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص86-89.

(3) رضوان، فايز نعيم (2006). الشركات التجارية وفقاً للقانون الاتحادي رقم 8 لسنة 1984 وتعديلاته بدولة الإمارات العربية المتحدة، أكاديمية شرطة دبي، مطابع البيان التجارية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص274.

وتعرّف نشرة الاكتتاب على أنها: "ذلك المستند القانوني الذي يتضمن معلومات وبيانات محددة، وذلك لتمكين المستثمرين ومساعدتهم على اتخاذ القرار المناسب للإقدام أو العدول عن شراء الأوراق المالية المقصودة في نشرة الاكتتاب"⁽¹⁾.

وقد اشترط المشرع الكويتي في المادة (3/70) شركات أن تكون نشرة الاكتتاب مقيّدة بالغرض الذي وجدت من أجله وليس لها أن تتعداه والفرض المقصود هو شرط الوحدة والتخصيص⁽²⁾. ويعدّ هذا الغرض على جانب كبير من الأهمية لأن بواسطته يتحدد مدى ما تتمتع به الشركة من الحق في الاستغلال التجاري والصناعي، ومدى ما يتمتع على الشركات تحقيقه من الأغراض الأخرى الخارجة عن عرض الشركة⁽³⁾.

وينبغي التذكير بأنه وتحقيقاً للشفافية لتمكين الجمهور من الاطلاع والإحالة بالتفاصيل الكاملة للشركة، أوجب المشرع على المؤسسين أن يقوموا بتضمين نشرة الاكتتاب في أسهمها عند تأسيسها جملة من البيانات والمعلومات عن تلك الشركة والأسهم المطروحة للاكتتاب العام على الجمهور⁽⁴⁾.

2- بيانات نشرة الاكتتاب:

حدد المشرع الكويتي من خلال المادة (76) من قانون الشركات الكويتي بيانات نشرة الاكتتاب بحيث تتضمن البيانات ما يلي⁽⁵⁾:

(1) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص 149.
 (2) صرخوه، يعقوب يوسف (1993). الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي: دراسة مقارنة في القوانين العربية والفرنسية والانجليزية، مؤسسة دار الكتب، الكويت، ص 55.
 (3) القليوبي، سميحة (1975). الشركات التجارية وفقاً للقانون الكويتي، مؤسسة دار الكتب، الكويت، ص 76.
 (4) العريني، محمد فريد (1999). القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 48.
 (5) نص المادة (76) من قانون الشركات الكويتي، وتقابلها المادة (36) من القانون المصري الجديد.

1- ملخصاً لعقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي تذكر فيه أغراض الشركة وأسماء مؤسسيها ومقدار رأس المال وعدد أسهمها وقيمة السهم والمبلغ الواجب دفعه من هذه القيمة ومقدار النفقات والأجور التي صرفت في تأسيس الشركة.

2- الحد الأعلى لعدد الأسهم عند الاكتتاب.

3- عدد الأسهم التي يشترط تملكها للحصول على العضوية في مجلس الإدارة.

4- ميعاد الاكتتاب ومكانه وشروطه.

5- المسائل التي من شأنها التأثير في المركز المالي للشركة.

كما حدد المشرع الكويتي في المادة (78) من قانون الشركات الكويتي شكل الاكتتاب، بحيث يتم الاكتتاب على شكل ورقة يذكر فيها المكتتب عدد الأسهم التي يكتب بها وقبوله لعقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي، والموطن الذي يختاره على أن يكون الاكتتاب في الكويت⁽¹⁾.

كما حدد المشرع الاردني في المادة (7) من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها لسنة

(2005) حدد الإصدار العام للأوراق المالية بأسلوبين

1- اكتتاب الجمهور بها من خلال البنوك وفقاً لما يلي :-

أ- أن يتم الاكتتاب على نماذج الاكتتاب المرفقة بنشرة الإصدار .

ب- على البنوك التي يجري الاكتتاب لديها تسليم المكتتب نسخة من نشرة الإصدار قبل قبول طلب الاكتتاب

ج- أن يتم الاكتتاب وفق السعر المبين في نشرة الإصدار والمحدد من قبل المصدر.

د- يكون الحد الأدنى لعدد الأسهم في طلب الاكتتاب الواحد ما بين 100-500 سهم مع

مراعاة تثبيت ذلك في نشرة الإصدار.

(¹) المادة (78) من قانون الشركات الكويتي.

هـ- على البنوك التي يجري الاكتتاب لديها التأكد من صحة عمليات الاكتتاب وأهلية المكتتب وفقاً للوثائق الرسمية

3- بيعها للجمهور وفق إجراءات التداول المعمول بها لدى السوق مع مراعاة ما يلي:

أ- على الوسيط المشتري تسليم عملية نشرة الإصدار قبل قبول أمر الشراء
ب- لا يجوز للوسيط البائع بين أوراق مالية تزيد على العدد المنوي إصداره والمبين في نشرة الإصدار .

ج- لا يجوز البدء بإجراءات البيع من خلال السوق إلا بعد استكمال إجراءات تسجيل

الأوراق المالية لدى المركز وإجراءات إدراجها لدى السوق وفق التعليمات المعمول بها

د- تعدّ نشرة الإصدار نافذة المفعول بديلاً عن المعلومات المطلوبة لأغراض إدراج

الأوراق المالية وتستوفي البورصة متطلبات الإدراج الأخرى وفق الإجراءات المعمول بها.

كما نصّ المشرع الكويتي في المادة (77) من قانون الشركات على مدة الاكتتاب بقوله: "إنه

يجب أن يظل باب الاكتتاب مفتوحاً مدة لا تقل عن عشرة أيام ولا تزيد على ثلاثة أشهر"⁽¹⁾.

ويثار هنا السؤال حول الحكم في حالة عدم تغطية جميع الأسهم المطروحة خلال فترة

الاكتتاب؟

إذ تصدّت المادة (82) من قانون الشركات الكويتي لهذا التساؤل بالإجابة عنه حيث أجاز

للمؤسسين مد الميعاد مدة أخرى لا تتجاوز ثلاثة أشهر، فإذا لم يستنفذ الاكتتاب كل الأسهم في نهاية

الميعاد الجديد وجب على المؤسسين إما الرجوع عن تأسيس الشركة أو إنقاص رأسمالها.

(¹) المادة (77) من قانون الشركات الكويتي.

وفي حال قرر المؤسسون الرجوع عن التأسيس فإن عليهم رد المبالغ المدفوعة من المكتتبين إلى أصحابها كاملة، ويعدّ المؤسسون مسؤولين بالتضامن عن رد هذه المبالغ وعن كافة المصروفات التي أنفقت في تأسيس الشركة⁽¹⁾.

أما في حال قرر المؤسسون إنقاص رأس المال فإن للمكتتبين الحق في الرجوع عن اكتتابهم في ميعاد لا يقل عن مدة الاكتتاب الأول، فإذا لم يرجعوا عن الاكتتاب خلال هذه المدة اعتبر اكتتابهم نهائياً⁽²⁾.

وحتى يقع الاكتتاب صحيحاً فلا بد أن تتوافر فيه جملة من الشروط هي⁽³⁾:

أ- أن يكون الاكتتاب كاملاً: أي في جميع رأس المال والقصد من ذلك هو أن تجد الأسهم من يتعهد بدفع قيمتها⁽⁴⁾.

ب- أن يكون الاكتتاب باتاً لا رجعة فيه: وبذلك لا يعتد بأي اكتتاب مضاف إلى أجل أو معلق على شرط واقف أو فاسخ⁽⁵⁾.

ج- يلزم أن يكون الاكتتاب جدياً: وعليه يقع باطلاً كل اكتتاب يتم بأسماء وهمية أو من غير علم أصحابه أو الذي يتم مجاملة⁽⁶⁾.

وقد قضت المادة (85) من القانون التجاري الكويتي بأنه لا يجوز لأي شخص أن يكتتب أكثر من مرة واحدة بشركة مساهمة، كما يجب أن يكون اكتتاباً جدياً لا سورياً أو وهمياً ويقع باطلاً على اكتتاب مخالف لذلك، وحكم هذا البطلان مطلق، فيجوز لكل ذي مصلحة أن يتمسك به وتقضي به المحكمة من تلقاء نفسها.

(1) المادة (83) من قانون الشركات الكويتي.

(2) المادة (84) من قانون الشركات الكويتي.

(3) صرخوه، يعقوب يوسف، مرجع سابق، ص 64.

(4) نص المادة (82) من قانون الشركات الكويتي.

(5) يونس، علي (1971). القانون التجاري الكويتي، دار الفكر العربي، القاهرة، ص 127.

(6) صرخوه، يعقوب يوسف، مرجع سابق، ص 71.

3- متطلبات الإفصاح لإدراج الأوراق المالية في سوق المال:

طبقاً للقواعد المنظمة لسوق المال يجب على كل جهة مصدرة للأوراق المالية إذا ما باشرت بإجراءات إدراج أوراقها المالية في سوق المال أن تعد ما يعرف بالنشرة التمهيدية التي تعد مصدراً للبيانات الرئيسية للمستثمرين، كونها توفر كافة المعلومات والبيانات الخاصة بالجهة طالبة الإدراج خلال الفترة السابقة على الإدراج وإستراتيجيتها المستقبلية⁽¹⁾.

ثانياً: الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في سوق المال:

وتعدّ هذه المرحلة هي الثانية بعد قبول إدراج الأوراق المالية في سوق المال ويتضمن هذا الموضوع عدداً من الموضوعات الفرعية، سيتم بحثها تباعاً فيما يلي :

1- الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية:

ويقصد بالإفصاح الدوري هو، الإفصاح عن التقارير والبيانات والمعلومات والقوائم المالية الدورية التي هي بطبيعتها لا تؤثر بشكل مباشر أو في ذات وقت الإعلان عنها في سعر الورقة المالية⁽²⁾.

وقد فرض المشرع الأردني على كل جهة مصدرة أن تقدم إلى هيئة الأوراق المالية تقريراً سنوياً يتضمن البيانات المالية مصدقة من مراجع الحسابات وذلك خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للمنشأة⁽³⁾، وعلى مجلس الإدارة إعداد تقرير نصف سنوي وموافاته لهيئة الأوراق المالية على أن يقوم بنشرة خلال فترة لا تتجاوز شهر من تاريخ انتهاء تلك الفترة⁽⁴⁾.

(1) عبد السلام، صفوت، مرجع سابق، ص55.

(2) محمود، عصام حنفي (2006). التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص64.

(3) المادة (43) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

(4) المادة (6) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004.

كما تلتزم الجهات المدرجة في سوق المال بتزويدها بتقرير ربع سنوي مدقق من قبل مراجع الحسابات وذلك من خلال شهر من انتهاء الربع المعين⁽¹⁾.

أما إجراءات الإفصاح الدوري عن المعلومات فتتم خلال القنوات التي توصلها إلى متلقيها من مستثمرين وأطراف فاعلة في سوق المال، وقد نصت جميع القوانين المنظمة لسوق المال على الإجراءات التي تتبع لغرض الإفصاح عن المعلومات والبيانات الدورية من الأطراف الملزمة بها إلى الأطراف المستفيدة منها⁽²⁾.

2- الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية:

ويتم ذلك من خلال الاطلاع على مضمون الإفصاح الفوري، ثم الاطلاع على الإجراءات المتبعة في هذا النوع من الإفصاح، وذلك من خلال الفقرتين التاليتين:

أ- مضمون الإفصاح الفوري عن المعلومات: إذ تلتزم الجهات المصدرة للأوراق المالية وفقاً لواجبها في الإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة بإخطار كل من هيئة الأوراق المالية وإدارة سوق المال عن أية تطورات جوهرية تؤثر في أسعار تلك الأوراق حال وقوعها عليها، وقد أكدت التشريعات المقارنة على واجب الجهات المدرجة في البورصة بالإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة المتعلقة بأحداث جوهرية طارئة، وأن تزود إدارة البورصة بتلك المعلومات حال تحققها، ومن تلك القوانين كل من القانون الكويتي والقانون الأردني والقانون المصري⁽³⁾.

ب- إجراءات الإفصاح الفوري عن المعلومات: تتخذ الإجراءات الكفيلة بتوصيل المعلومات من الجهات الملزمة بالإفصاح إلى الجهات المستفيدة منه، حتى تتحقق الغاية من تقرير مبدأ

(1) المادة (15/ب) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.

(2) العثمان، جمال عبد العزيز، مرجع سابق، ص 167.

(3) المادة (15) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004، والمادة (17) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية والتي أوجبت على جميع الشركات الأعضاء في السوق والشركات التي يجري تداول أسهمها داخل السوق إخطار إدارة السوق بكافة المعلومات والبيانات والقرارات التي من شأنها التأثير في أسعار أوراقها المالية.

الإفصاح والشفافية بشكل عام وعن المعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية بشكل خاص⁽¹⁾.

3- الإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية للجهة المصدرة:

تلتزم الشركات المدرجة في سوق المال بإخطار إدارة سوق المال بتلك الاجتماعات، وبجدول أعمالها قبل مدة كافية من تلك الاجتماعات، وحتى يتمكن المساهمون من الوقوف على المسائل المطروحة على جدول أعمال الجمعية العمومية⁽²⁾.

4- الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية:

توجب التشريعات المتعلقة بأسواق المال على فئات معينة ذات صلة بالتعامل بالأوراق المالية وعلى إدارات سوق المال والجهات المدرجة بالإفصاح عما قد يتحقق لديها من حالات تجاوز النصاب القانوني لتلك الأحكام في قوانينها الصادرة بشأن تنظيم إدراج وتداول الأوراق المالية في البورصة كالقانون الأردني⁽³⁾، بينما أصدرن دول أخرى تشريعات خاصة كما في الكويت⁽⁴⁾. فقد حدد المشرع الكويتي في قانون رقم (2) لسنة (1999) بشأن الاعلان عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة الحالات التي يجب فيها الإفصاح عن المصالح هي⁽⁵⁾:

1- المصلحة المشتركة مع آخرين في أسهم المنشأة.

2- أي اتفاق مع الغير يترتب بموجبه التزام أو قيد على أطرافه فيما يتعلق بملكيتهم المشتركة للأسهم.

(1) أُلزم المشرع الأردني الشركات المدرجة بتزويد البورصة بالتقارير والبيانات والمعلومات والقرارات الصادرة عنها، والتي قد تؤثر في أسعار أوراقها المالية (المادة 15/أ-3) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.

(2) المادة (15/أ-4) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.

(3) المادة (45) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

(4) صدر في دولة الكويت القانون رقم 2 لسنة 1999 بشأن الإعلان عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة.

(5) المادة (2) من القانون رقم (2) لسنة 1999 الكويتي بشأن الإعلان على المصالح في أسهم الشركات المساهمة، والمادة (4) من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم 5 لسنة 1999 بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة.

3- ارتباط الشخص بعقد شراء أسهم بالأجل، أو اتفاق تناول خيارات شراء أسهم.

4- المصلحة القائمة بنسبة 20% من رأس مال أي جهة أو شخص اعتباري إذا كان أيهما يملك أسهماً في المنشأة.

5- المصلحة المباشرة أو غير المباشرة التي تكون للمساهم في أسهم المنشأة، متى كانت نسبة مساهمته تمثل 5% أو أكثر من رأسمالها.

ويؤخذ على المشرع الكويتي أنه لم يحدد في قانون الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة المقصودة بالمصلحة المباشرة والمصلحة غير المباشرة، وحيال هذا السكوت من قبل المشرع الكويتي عن بيان المقصود بهذين المصطلحين جاء الفقه وأيده في ذلك القضاء الكويتي في تفسير المصلحة المباشرة على أنها المنفعة التي تكون للشخص بصفته الشخصية بينما كان التفسير للمصلحة غير المباشرة على أنها المنفعة التي تكون للشخص مع آخرين أو لحساب الغير⁽¹⁾.

وقد تفادى المشرع الكويتي الخطأ إذ نصت المادة (100) من قانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة (2010) على مايلي " يقصد بالشخص المستفيد كل من له مصلحة تمثل خمسة بالمائة (5%) فأكثر من رأسمال شركة مدرجة في البورصة سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالتحالف مع آخرين .

وكذلك حددت المادة (383) من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال 2010/7 على ما يلي:

ويعدّ من قبيل المصالح الأخرى التي يتعين على الشخص المستفيد الإفصاح عنها ما يلي

1- الاتفاق مع الغير على استعمال حقوق التصويت المترتبة على ملكية تلك النسبة لصالح شخص أو أشخاص معينين .

2- شراء أو الاتفاق على شراء نسبة المشار إليها بالأجل أو الاتفاق على شرائها مستقبلاً

(1) الملحم، أحمد (2005). تعليق على القانون رقم 2 لسنة 1999 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية، دولة الكويت، 19 ديسمبر، ص86.

3- ملكية الشخص سواء بطريق مباشر أو غير مباشر عن طريق محافظ تدار من قبل الغير لنسبة 30% أو أكثر من رأسمال أي شخص اعتباري أو وجود مصلحة له تعادل هذه النسبة إذا كان هذا الشخص يمتلك ما نسبته 5% أو أكثر من رأسمال شركة مساهمة مدرجة في البورصة .

4- تملك الشخص للنسبة المشار إليها لحساب الغير سواء كان لمصلحة شخص واحد أو عدة أشخاص

5- أي اتفاق مع الغير يترتب بموجبه التزام أو قيد على أطرافه فيما يتعلق بملكيتهم المشتركة للأسهم.

5- الإفصاح في ظل مواجهة عمليات غسل الأموال في البورصة:

اهتم المشروع في مختلف دول العالم بمواجهة جرائم غسل الأموال ببيان المقصود بها - ابتداءً - وتحديد التي تدخل ضمنها، وتحديد المنشآت التي تكون هدفاً لتلك الجرائم، وفي المقابل الواجبات الملقاة على عاتق تلك المنشآت ومن يمثلها والموظفون فيها في الإبلاغ عن أي عمليات قد تتضمن أموالاً مشبوهة، بالإضافة إلى اهتمام المشرعين في فرض العقوبات المناسبة لتلك الأفعال المحظورة التي تستهدف أغلب الأنشطة الاقتصادية بما فيها التعامل بالأوراق المالية. بل إن بعض المشرعين قد سن التشريعات لمواجهة جرائم غسل الأموال التي تستهدف بورصات الأوراق المالية بشكل خاص من خلال سن النصوص المقررة لإجراءات وقائية وجزاءات تطالب مرتكب تلك الجرائم وكل من يخل بواجب الإبلاغ عنها بالرغم من علمهم بها.⁽¹⁾

(1) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص286

المطلب الثاني

النطاق الشخصي للإفصاح والشفافية

في هذا المطلب سيتم تناول وبيان الأطراف الملزمة بالإفصاح وتقديم المعلومات وشفافيتها

من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: الأطراف الملزمة بالإفصاح والشفافية.

الفرع الثاني: دور الأجهزة الرقابية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية.

الفرع الأول

الأطراف الملزمة بالإفصاح والشفافية

توجد عدة جهات ملزمة بالإفصاح والشفافية وهي:

1- الجهات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو الحسابات:

وتتمثل هذه الجهات بشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ومراجعي حسابات

الشركة والجهات الحكومية المرخص لها بموجب القانون الوطني للدولة بإصدار أوراق مالية لها

خصوصية معينة تؤهلها للإدراج في سوق المال، ومن ثم تداولها بين الأفراد، كالسندات الحكومية

باختلاف صورها⁽¹⁾.

ويقصد بالجهات المصدرة: الأشخاص الاعتبارية التي تصدر أوراقاً مالية أو تعلن عن

الرغبة في إصدارها⁽²⁾.

ويعد مجلس الإدارة الجهة الأولى المسؤولة في الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية

للجهة المصدرة التي يمثلها، أما الجهة التي تراقب أعمال مجلس الإدارة فهي الجمعية العمومية

(1) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص212.

(2) هيئة الأوراق المالية الأردنية (2008)، الدليل الإرشادي، ص32.

المكونة من جميع المساهمين، وذلك من خلال عدد من الحقوق التي منحها القانون للجمعية العمومية، ولكل مساهم في المنشأة، كما يتحمل مجلس إدارة الشركة عدداً من الواجبات هي:

1- يلتزم رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدير بأن يبلغوا المجلس عن أية مصلحة تكون لهم

إذا كانت تتعارض مع مصلحة المنشأة في عملية تعرض على المجلس لإقرارها.

2- كما يلتزم مجلس الإدارة برئيسه وأعضائه بإعداد ميزانية المنشأة وحساب الأرباح والخسائر

وبيان التدفقات النقدية، وعلى مجلس الإدارة أن يبادر بنشر الميزانية السنوية للسنة المالية

المنقضية وقائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء مراقبي الحسابات⁽¹⁾.

ويجب أن يكون لكل جهة مصدرة مراجع حسابات أو أكثر، ترجع مهمة تعيينهم وتحديد

أتعابهم للجمعية العمومية، وتكون فترة التعيين لسنة واحدة قابلة للتجديد، إلا أن مسألة تعيين أول

مراجع حسابات للشركة يكون من قبل المؤسسين إلى حين انعقاد أول اجتماع للجمعية العمومية⁽²⁾.

2- الهيئات العامة وإدارات بورصات الأوراق المالية

تعد الهيئات العامة للأوراق المالية الجهات العليا التي تتولى الإشراف والرقابة على

بورصات الأوراق المالية ورسم السياسات ووضع الأنظمة واللوائح المنظمة لهذا النوع من

البورصات بالشكل الذي يساعد على إشاعة النظام والالتزام بالقواعد المنظمة لها، توجب هيئة

الأوراق المالية والسلع في الدولة على البورصات اتخاذ الإجراءات اللازمة نحو إفصاح الجهات

المدرجة عن أي تطورات تحدث لها، كما يحق للهيئة التأكيد من الشفافية ونظام الإفصاح على النحو

المقرر في التشريعات المنظمة لهذا الواجب⁽³⁾.

(1) المادة (93) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

(2) أشارت إلى ذلك المادة (2/16) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960 التي أوجبت على كل شركة مسجلة في البورصة أن تعين ما لا يقل عن مراجعين اثنين.

(3) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص228.

وتخضع الهيئات العامة للأوراق المالية لرقابة مجلس الوزراء في بعض الدول، ومن ذلك ما قرره المشرع الكويتي على رئيس لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بتقديم تقرير ربع سنوي مفصل عن أنشطة البورصة إلى مجلس الوزراء⁽¹⁾.

ويتولى الإدارة والإشراف على بورصة الأوراق المالية مجلس إدارة يضم عدداً من الأعضاء، لا يجوز أن يكون من بينهم عضو في مجلس إدارة جهة مدرجة أو وسيط مالي، وقد حدد المشرع الأردني الالتزامات الملقاة على عاتق رئيس وأعضاء مجلس الإدارة ومن يمثلهم، ومن بينها⁽²⁾:

1- الإفصاح عن أي مصلحة تخص رئيس أو أعضاء مجلس إدارة البورصة بشأن أي موضوع مطروح للنقاش على المجلس، بحيث يتوجب عليهم ترك جلسة النقاش، والامتناع عن التصويت عند اتخاذ القرار.

2- حظر استغلال المعلومات التي بإمكانهم الحصول عليها بحكم عضويتهم أو تمثيلهم في مجلس الإدارة سواء لمصلحة ذلك العضو أو للغير.

3- شركات الوساطة المالية:

تضطلع شركات الوساطة المالية من بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بدورها في بورصة الأوراق المالية، كونها تعد العصب المهم الذي يربط بين المستثمر والبورصة، فلا تتم أية عملية تداول للأوراق المالية دون تدخل وسيط مالي لتنفيذ أوامر المستثمر بالبيع أو الشراء من خلاله.

ويجب على هذه الشركات الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية، كما تلتزم شركات الوساطة المالية بصفة خاصة تجاه عملائها بالإفصاح لهم عن كافة البيانات المفيدة لهم في

(1) المادة (7) من مرسوم تنظيم الأوراق المالية لسنة 1983.

(2) انظر المادة (5) بفقراتها (أ، ب، ج) من تعليمات الإفصاح الخاص ببورصة عمان لسنة 2004.

تعاملاتهم، إضافة إلى التزامها بالتبصير لأولئك العملاء عن كل ما يتعلق بمعاملات البيع والشراء للأوراق المالية التي ينوون الدخول فيها⁽¹⁾.

4- المتعاملون في الأوراق المالية:

ويقصد بالتعامل في الأوراق المالية التي يجب عليه الإفصاح عن مصالحه المتحققة والتي ستتحقق في أوراق مالية لجهة معينة هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري على حد سواء أو مجموعة من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين تحققت أو ستتحقق لديهم مصلحة في تملك أوراق مالية لجهة مصدره، ويشمل الشخص الطبيعي في هذا الالتزام هو شخصياً بالإضافة إلى زوجته وأبنائه القصر، ويجب على المتعاملين في الأوراق المالية في حالات خاصة أن يقوموا بالإفصاح عن بيانات ومعلومات معينة حددها المشرع ووضع لها ضوابط وشروطاً معينة، وينطبق ذلك على حالات الإفصاح عند تجاوز نصاب ملكية المساهمين للأوراق المالية في شركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم، وكذلك حالات المصالح التي تتحقق لدى متعامل أو أكثر في أسهم شركة معينة بما يعرف بالعرض العام للشراء⁽²⁾.

(1) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص 223.

(2) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص 242.

الفرع الثاني

دور الأجهزة الرقابية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

لكي يجد مبدأ الإفصاح والشفافية مكانه الطبيعي في التطبيق، يجب أن تكون هناك جهات تمارس الرقابة والإشراف على تطبيق هذا المبدأ على أكمل وجه جنباً إلى جنب مع التشريعات المعمول بها في سوق المال، وذلك ضماناً لاستقرار سوق المال وأدائها للوظائف التي أنشئت من أجلها، ومن الأجهزة الرقابية التي تؤدي هذا الدور الفاعل في سوق المال الوزارة المختصة التي تتمثل في الاردن بمجلس الوزراء أما في الكويت تتمثل في وزارة الصناعة والتجارة ، والتي يقرر المشرع في الدولة سلطاتها الرقابية على أنشطة البورصة، وعامة ما تكون وزارات الاقتصاد والرقابة، وكذلك من الأجهزة الرقابية على تلك الأنشطة المصارف المركزية، كما تؤدي الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات سوق المال دوراً رقابياً على هذا النشاط⁽¹⁾.

ونجد أن سلطة الإشراف والرقابة على أنشطة وعمليات البورصة في دولة الكويت موكولة لوزارة التجارة والصناعة، من خلال هيمنتها على سلطة الترخيص لطرح أية أوراق مالية - سواء أكانت كويتية أم غير كويتية - للاكتتاب العام داخل الدولة، حيث لا يجوز طرحها إلا بعد صدور ترخيص من وزير الصناعة والتجارة⁽²⁾، كما لا يجوز مزاوله عمليات بيع وشراء الأوراق المالية غير الكويتية أو حصص في صناديق الاستثمار الأجنبية لحساب الغير إلا بعد صدور ترخيص وزير الصناعة والتجارة⁽³⁾.

(1) سامي، فوزي (1994). شرح القانون التجاري الأردني، ج2، الأوراق التجارية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص40.

(2) المادة (1) من المرسوم بالقانون رقم 31 لسنة 1991 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار في دولة الكويت.

(3) المادة (3) من المرسوم بالقانون رقم 31 لسنة 1991 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار في دولة الكويت.

ونص المشرع الكويتي في التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية على عدد من السلطات للجهات الإدارية في سوق الكويت للأوراق المالية، تتمحور حول الرقابة على التعاملات التي تتم في السوق، ومن تلك السلطات ما قرره المشرع في وجوب حضور مراقب أو أكثر من جهة إدارة السوق في القاعة خلال جلسات التداول وبصورة مستمرة، لغرض إخطار مدير السوق أو من يفوضه بالمعاملات المتنازع بشأنها لاتخاذ ما يلزم من قرارات أو إجراءات⁽¹⁾.

كما يمتلك جهاز التسعير في السوق حق الرقابة على حركة التداول والأسعار بالشكل الذي يؤمن انتظام معاملات التداول واستقرارها⁽²⁾.

وقد تم اتخاذ جملة من السياسات والإجراءات من قبل إدارة سوق الكويت للأوراق المالية لتنظيم العمل في السوق لغرض مواجهة جميع الحالات الاستثنائية وفي عدة مجالات، كان من أهمها تفعيل الدور الرقابي للسوق، حيث قامت الإدارة المذكورة بإنشاء إدارة متخصصة للمتابعة من خلال متابعة الإفصاح اليومي عن أخبار الجهات المدرجة، وتفعيل الرقابة من خلال عدد من الإجراءات التي تصب في تحقيق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من قبل جميع أعضاء السوق⁽³⁾، وتتلخص تلك الإجراءات فيما يلي:

أ- اعتماد النظام الآلي في الرقابة.

ب- الرقابة على إنشاء صناديق الاستثمار، والرقابة على عمليات تداول أوراقها المالية.

ج- الرقابة والتفتيش على عمليات تداول أسهم المحافظ الاستثمارية، والتنسيق مع بنك الكويت المركزي لاعتماد قواعد الرقابة على تلك العمليات.

د- إعداد نماذج جديدة لتقوم الجهات المدرجة بالاستناد عليها في إفصاحها عن نتائجها المالية.

(1) المادة (33) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية لسنة 1983.

(2) المادة (34) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية لسنة 1983.

(3) الصانع، ناصر جاسم (2005). تطوير سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت، برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية، دولة الكويت، ص 13-14.

ومع كل تلك السياسات والإجراءات من قبل إدارة السوق، إلا أنه ينقص سوق الكويت للأوراق المالية هيئة عليا تمارس مهمة الإشراف والرقابة، ويكون لها دور تشريعي في إقرار التشريعات المنظمة للتعاملات فيها، وذلك على غرار ما هو موجود في أغلب الدول.

المبحث الثاني

جزاء الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية في الكويت والأردن والوسائل

الكفيلة بمواجهتها

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لكفاءة أسواق رأس المال بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بحيث أن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قد ما توفره من معلومات للمتعاملين وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة.

وبشكل عام فإن نظام المعلومات في السوق المالي الكويتي يعاني من العديد من الثغرات ونقاط الضعف التي تخفض درجة كفاءة السوق، هذا فضلاً عن ضعف الجوانب الإدارية والمؤسسية في السوق المالي الكويتي، وضعف أنظمة الرقابة على الشفافية والإفصاح في السوق، وضعف وقصور إجراءات حماية صغار المستثمرين من التلاعب في التداول⁽¹⁾.

ويعد تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات في نطاق التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة كلاً لا يتجزأ، فإذا ما أصاب أي عنصر من عناصر هذا المبدأ خلل في التطبيق نتج عنه خلل للمبدأ ككل مما يؤثر سلباً في البورصة بالشكل الذي يمتد أثره إلى الاقتصاد الوطني كلاً، لذلك فإن الحرص على حسن تطبيق هذا المبدأ فيه نفع للجميع⁽²⁾.

وبالرغم من الجهود في سبيل الحد من مظاهر الإخلال باستقرار بورصات الأوراق المالية، فلا يزال هناك من يعمل على تعويض الاستقرار في تلك البورصات من خلال بعض الممارسات التي تشكل إخلالاً بالتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية بشكل عام، ولقواعد الإفصاح

(¹) عبد السلام، صفوت، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 88.

(²) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص 267.

والشفافية بشكل خاص، الأمر الذي دفع المشرعين لإقرار الرقابة على بورصات الأوراق المالية، وذلك لتحقيق الانضباط في التعامل بالأوراق المالية، وخاصة ما يسمى تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية، ومثال على ذلك المشرع في دولة الكويت خاصة بعد وقوع أزمة سوق المناخ، حيث سرعت تلك الأزمة في إقرار الحكومة الكويتية لعدد من التشريعات المنظمة لسوق الكويت للأوراق المالية⁽¹⁾.

ولمزيد من التوضيح سيتم تناول هذا المبحث من خلال المطلبين التاليين:

المطلب الأول: مظاهر الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والوسائل

الكفيلة بمواجهتها.

المطلب الثاني: الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية

والوسائل الكفيلة بمواجهتها.

المطلب الأول

مظاهر الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهتها

سيتم بحث المظاهر التي تمثل إخلالاً بأنظمة الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية

من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات.

الفرع الثاني: الإفصاح الكاذب والمضلل.

الفرع الثالث: التعامل الداخلي.

(1) السعيد، هالة حلمي (2005). الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58، بنك الكويت الصناعي، دولة الكويت، ص30.

الفرع الأول

التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات

تعاني البورصات بشكل عام من مظاهر عدم الإفصاح عن المعلومات مما يشكل خطراً على استقرار البورصة، وفي الوقت نفسه إضراراً بالمتعاملين فيها سواء أكانوا مساهمين حاليين أم محتملين، نظراً لكون تلك المعلومات من العناصر الأساسية التي يعتمد عليها المتعامل في اتخاذ قراره الاستثماري وتوجد عدة حالات لعدم الإفصاح والتأخير في تقديم المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والوسائل الكفيلة في مواجهة هذا التأخير وهي (1):

1- التأخير وعدم الإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات:

إن أي تقصير من الجهات المصدرة للأوراق المالية في هذا الجانب يعد إخلالاً بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية، مما يستوجب اتباع الإجراءات المناسبة لمواجهة هذه الصور من الإخلال، وإيقاع الجزاء المناسب عليها (2)، ويتم ذلك بصور عدة هي:

أ- التأخير وعدم الإفصاح الدوري عن المعلومات: تجمع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على تأكيد وجوب تقديم تلك البيانات من قبل الجهات الملزمة بالإفصاح خلال المواعيد المحددة لها، وإلا تعرضت تلك الجهات ومن يمثلها للجزاء لأن في ذلك أثراً سلبياً في قرارات المستثمرين (3).

وتتشدد القوانين المقارنة في إلزام الجهات المدرجة في البورصة على الإفصاح الدوري للمعلومات والبيانات الخاصة بها بالشكل الذي قرره تلك القوانين، وفرضت على المتخلفين عن هذا

(1) البسام، صادق (1983). بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة الحقوق، العدد الرابع، السنة السابعة، كلية الحقوق، جامعة الكويت، دولة الكويت، ص13.

(2) بدوي، بلال (2006). الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص30.

(3) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص276.

الإفصاح إجراءات وجزاءات تتراوح بين توجيه التنبيه بوجوب الإفصاح في المواعيد المحددة أو الإخطارات والإنذارات إذا ما استمرت تلك الجهات في عدم الإفصاح، وقد يتطور الإجراء إلى حد إيقاف التداول في الأوراق المالية للجهات المخالفة، ومن ذلك اتخاذ القرار بإلغاء الإدراج في حالة استمرار تلك المخالفة مدة معينة نصت عليها تلك القوانين⁽¹⁾.

ب- **التأخير وعدم الإفصاح الفوري عن المعلومات:** وهذا يشكل خرقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص والتشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام، بصرف النظر عن نية الجهة المتسببة في هذا المنع وفي هذا التأخير في الإفصاح سواء أكان عن عمد أم مجرد خطأ ناتج عن إهمال وتقصير في واجبات أطراف تلك العملية، لذلك تشدد التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية بوجوب التقيد بالإفصاح الفوري عن المعلومات، وتتحقق هذه الصورة من الإخلال بصرف النظر عن طبيعة وأهمية هذه المعلومات وفيما إذا كان هذا الإخفاء بشكل كامل التفاصيل للمعلومة أو جزءاً منها، فصغر أو كبر الإخلال لا يؤثر في طبيعة المخالفة وفي الجزاء الذي ينتظر مرتكبيها ما دام أن المعلومة تدخل ضمن المعلومات التي أوجب المشرع الإفصاح عنها⁽²⁾.

2- التأخير وعدم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية:

تعد عملية الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية من الأمور المهمة لدى المستثمرين في بورصة الأوراق المالية لاحتمالات التغيير في مجلس إدارات تلك الجهات، أو تغيير سياساتها المستقبلية واتخاذ القرارات التي قد تؤثر في حقوق المساهمين⁽³⁾.

(1) المادة (60) من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادرة بموجب القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983.
(2) عبد الرسول، محمد فاروق (2007). الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، ص40.

(3) الملحم، أحمد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 75.

ويعد الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية واجباً مقررأ على فئات وجهات معينة حددها القانون، ووضع الجزاء المناسب على من يخل بهذا الواجب، وبالرغم من عناية التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية في جميع الدول لهذا الواجب في الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية، إلا أنه تبقى هناك من الثغرات التي قد يستغلها بعضهم من المستثمرين لغرض الاستحواذ على نسب كبيرة من أسهم الشركة المصدرة مما يتيح لهم السيطرة على الجمعية العمومية، ومن ثم الهيمنة في اتخاذ القرارات فيها من خلال امتلاكهم الأغلبية في الأصوات⁽¹⁾.

وقد نص المشرع الكويتي على إيقاع الجزاء في حال تحقق أي من حالات عدم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية التي حددها في القانون رقم (2) لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، وكذلك في القرار (5) لسنة 1999 المعدل بالقانون رقم 7 لسنة 2010 الصادر عن لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بشأن الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة⁽²⁾.

حيث نصت المادة (121) من قانون رقم 7 لسنة 2010 عقوبة الغرامة بشأن مخالفة الفصل العاشر الخاص بالإفصاح ((يعاقب بغرامة لا تقل عن ألف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار كل من خالف أياً من أحكام الفصل العاشر في شأن الإفصاح عن المصالح))

وكذلك أورد المشرع نصاً خاصاً قرر به المسؤولية المدنية في حق المتخلف عن تطبيق أحكام الإفصاح حيث نصت المادة (107) من القانون رقم 7 لسنة 2010 ((يتحمل الملزم بالإفصاح المسؤولية عن أية أضرار تلحق الهيئة أو البورصة أو الغير جراء عدم إفصاحهم عن مصالحهم وفقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية .

3- عدم الإفصاح في جرائم غسل الأموال:

(1) عبد السلام، صفوت، مرجع سابق، ص65.

(2) المادة (4) ، المادة (5) من القانون المذكور.

قرر المشرعون في جميع الدول واجب الإفصاح في مجال مواجهته جرائم غسل الأموال وشرعوا لهذه المواجهة الإجراءات والضوابط الكفيلة بهذا النوع من الإفصاح، والإبلاغ للجهات المختصة بما فيها المصارف المركزية والهيئات العام للأوراق المالية وإدارات بورصات الأوراق المالية بالحالات المشتبهة بها، ومن بين تلك القوانين القانون الكويتي والقانون المصري وغيرها⁽¹⁾.

4- عدم تمكين الغير من الإفصاح على المعلومات:

ضمن المشرع لأشخاص وجهات معينة الحق في الاطلاع على المعلومات والبيانات والوثائق الخاصة بالجهات المصدرة للأوراق المالية، وبالتالي يسأل قانوناً كل من يخرق هذا الواجب كأن يمتنع عن تمكين أطراف معينة من الاطلاع على المعلومات والبيانات والوثائق الخاصة بالشركة أو يعمل على عرقلة أداء مهماتها⁽²⁾.

حيث الزم قانون الأوراق المالية الأردني الهيئة بتمكين الجمهور من الاطلاع على المعلومات المقدمة وفق أحكام القانون⁽³⁾

الفرع الثاني

الإفصاح الكاذب أو المضلل

يضي المشرع الحماية القانونية على بورصة الأوراق المالية وعلى المتعاملين فيها من خلال جملة من التشريعات والإجراءات التي تحد من الممارسات غير المشروعة، ومنها المتعلقة بتجريم الإفصاح الكاذب وما يتعلق بها من تقديم معلومات مضللة، ويقرر تبعاً لذلك على من تصدر عنه تلك المعلومات الجزاء المناسب، حماية منه للثقة في بورصات الأوراق المالية وضماناً لاستقرارها ولحقوق المتعاملين فيها⁽⁴⁾.

(1) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص 287.

(2) السعيد، هالة حلمي، مرجع سابق، ص 32.

³ المادة (38/ب) من قانون هيئة الأوراق المالية الاردني المؤقت 76 لعام 2002

(4) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص 291.

ولقد جاءت قوانين الشركات مع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية لتحقيق

أهداف ترمي إلى حماية مصالح متعددة تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

1- حماية الجمهور من تأثير الوسائل الترويجية المستخدمة من قبل مؤسسي ومديري الجهات

المصدرة للأوراق المالية عند الاكتتاب.

2- ضمان الثقة التي بوليها الجمهور في وسائل الإفصاح المتنوعة.

3- تشجيع الادخار العام والاستثمار وضمان ثقة الجمهور بوسائل وأدوات ذلك الادخار

والاستثمار.

أولاً: تأثير المعلومات الكاذبة والمضللة على مراحل الإفصاح:

1- الكذب في الإفصاح السابق على إدراج الأوراق المالية في البورصة: قد ترد المعلومة الكاذبة

في نوع الشركة كما لو قامت شركة ذات مسؤولية محدودة بالدعوة إلى الاكتتاب العام في أسهم

أو سندات لحسابها، مما يؤدي إلى تعرض المؤسسين أو المديرين الذين قاموا بتوجيه الدعوة

إلى الجمهور للاكتتاب وكل من عرض هذه الأوراق لحساب الشركة للعقاب، وقد يتعلق الكذب

بالمعلومات المتعلقة بالشركاء، وقد يكون الكذب في المعلومات المتضمنة في النشرات

الإعلامية للشركة⁽²⁾.

2- الكذب في الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة: قد يتعرض مبدأ الإفصاح

والشفافية في هذا الجانب إلى انتهاكات من خلال تقديم معلومات وبيانات كاذبة ومضللة في

جميع صور الإفصاح بعد إدراج الأوراق المالية في البورصة، ومن هنا لا يؤثر في المسؤولية

(1) غنام، محمد غنام (1996). تحريم الكذب على المساهمين في شركات المساهمة في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي،

مجلس النشر العلمي، لجنة التأليف والنشر، جامعة الكويت، دولة الكويت، ص6.

(2) غنام، محمد غنام، مرجع سابق، ص63.

المرتتبة على الإفصاح الكاذب كون هذا الكذب قد امتد إلى مرحلة الإفصاح الدوري عن المعلومات أو إلى الإفصاح الفوري أو الإفصاح عن ملكية الأوراق المالية⁽¹⁾.

ثانياً: صور وأدوات الإفصاح الكاذب:

1- صور الكذب في المعلومات المفصح عنها:

أ- الكذب في المعلومات المتعلقة بنوع الشركة: يشترط للاكتتاب في الأسهم أن تصدر من شركة مساهمة عامة أو من شركة توصية بالأسهم، ولا يجوز أن يدعى للاكتتاب في أسهم شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامنية أو غير ذلك من أنواع الشركات⁽²⁾.

ب- الكذب في المعلومات المتعلقة بالشركاء:

- الكذب في تقويم الحصص العينية: ضماناً لحقوق جميع المساهمين وحماية لمصالحهم فقد قررت التشريعات التي أجازت تقديم الحصص العينية مقابل المساهم في رأس المال وضع الضوابط في عملية تقدير تلك الحصص⁽³⁾. وقد حصل أن يغالي في تقدير الحصص العينية فيشكل ذلك مخالفة صريحة للقانون وتعدياً واضحاً على حقوق المساهمين ودائني الشركة، الأمر الذي جعل قوانين الشركات تقرر تجريم من يعمل على هذا التقدير عن قصد، وهذا ما ذهب إليه القانون المصري والأردني والكويتي⁽⁴⁾.

- الاكتتاب السوري: لم يرد في معظم القوانين حظر الاكتتاب السوري، ولا معاقبة من يقوم بهذا الفعل، وقد ورد النص في قانون الشركات الكويتي رقم 15 لسنة 1960 على

(1) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص 296.

(2) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص 300.

(3) العبيدي، عباس (1998). الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ص 72.

(4) المادة (2/246) من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

عدم جواز الاكتتاب أكثر من مرة واحدة، وحظر الاكتتاب السوري أو الاكتتاب بأسماء وهمية أو غير ذلك من الطرق⁽¹⁾.

ج- الكذب المتمثل بالإعلان عن وجود مشروع وهمي: ويحكم المسؤولية في هذه الصورة من الكذب القواعد العامة في قانون العقوبات المتعلقة بجريمة النصب، وعلى هذا الأساس تخضع هذه الصورة للعقاب في كافة القوانين العقابية المقارنة⁽²⁾.

د- الكذب المتمثل بالإفصاح عن توزيع أرباح صورية: ويتمثل ذلك في فعلين إجراميين، الأول صورة توزيع أرباح صورية، ثم صورة المصادقة على هذا التوزيع، وتشترط قوانين الشركات على تحقيق هذين الفعلين لقيام المسؤولية ومن ثم العقاب على مرتكبيها⁽³⁾.

وقد قضى الشرع الأردني بمعاقبة كل شخص يقوم بتوزيع أرباح صورية أو غير مطابقة لحالة المنشأة الحقيقية⁽⁴⁾.

2- الأدوات المستخدمة في الإفصاح الكاذب:

بوجود الأدوات تفعل المعلومات الكاذبة أو المضللة فعلها في توجيه المستخدمين لها وخاصة منهم المستثمرين إلى اتجاه معين كان الغاية من وراء إظهار تلك المعلومات بمظهرها غير الحقيقي⁽⁵⁾. ومن هذه الأدوات:

أ- الكذب في التقارير المالية: تتمثل صور الكذب التي قد ترد في التقارير المالية في حالة الإعلان عن توزيع أرباح صورية، وقد نصت بعض القوانين صراحة على فرض عقوبة على من يقوم

(1) المادة (85) مكرر من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

(2) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص 303.

(3) غنام، محمد غنام، مرجع سابق، ص 94.

(4) المادة (5-أ/278) من قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.

(5) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص 305.

بإعداد التقارير المالية إذا ما تضمنت تلك التقارير بيانات كاذبة ومنها القانون المصري والأردني⁽¹⁾.

ب- **الكذب في الميزانية:** يتحقق الكذب في الميزانية من خلال نوعين من الأفعال فقد يتحقق في صورة فعل إيجابي، وذلك بتضمين الميزانية بيانات كاذبة عن واقع المنشأة مغاير للحقيقة، كما قد يتحقق في صورة فعل سلبي، أي بإغفال وقائع جوهرية من مفردات الميزانية، وقد أكدت على مسؤولية من يقدم على هذا الفعل قوانين كثيرة، وعاقبت مرتكبي تلك الصور من الكذب في مستندات المنشأة⁽²⁾.

ج- **الكذب في النشرات الإعلامية:** قد تتضمن المعلومات والبيانات التي تتضمنها النشرات معلومات غير صحيحة، فتقع المسؤولية على من تثبت مشاركته في تضمين تلك النشرات لأي معلومات أو بيانات كاذبة، وقد نصت قوانين الشركات التجارية على مسؤولية أولئك الأشخاص وفرضت العقوبة المناسبة عليهم⁽³⁾.

الفرع الثالث

التعامل الداخلي

قد يتضمن التعامل الداخلي المتعلق بالأوراق المالية الإخلال بواجبين إذ يتمثل الإخلال الأول بفعل سلبي بإخفاء معلومات جوهرية عن الجمهور تكون مؤثرة في رفع أو خفض سعر الورقة المالية، أما الإخلال الثاني فإنه يتمثل بفعل إيجابي من جانب الحائز للمعلومة الداخلية غير

(1) المادة (4/278) من قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.

(2) غنام، محمد غنام، مرجع سابق، ص 82.

(3) لم يرد في قانون الشركات الأردني إشارة إلى هذا الإعلان وشروطه واكتفت المادة (102/ب) بأن يجري الاكتتاب بشكل يتفق مع أحكام هذا القانون والقوانين النافذة الأخرى.

المعلنة في إساءة استخدام تلك المعلومة سواء من جانب الشخص المطلع أو الشخص المتلقي، وذلك بالتعامل بناءً على المعلومة التي حصلت عليها لتحقيق أرباح غير مشروعة⁽¹⁾.

وتعرف المعلومات الداخلية بأنها: "غير المتاحة للجميع والتي لو عرفت لكان من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية"⁽²⁾.

وتتراوح الدول في النص في تشريعاتها المالية على خطر التعاملات الداخلية بين التوسع والاقتضاب، حيث أقرت التعليمات المتعلقة بتعليمات استغلال المعلومات الداخلية لأول مرة في البحرين بالقرار رقم 1990/3 الذي نشر ضمن صفحات جريدة الوقائع الرسمية⁽³⁾.

ولقد تصدت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية لحالات التعامل الداخلي في الأوراق المالية بالنص على خطرهما ومعاقبة مرتكبيها، إلا أنه لم تكن تلك التشريعات على درجة واحدة في قوة مواجهتها لهذه الصورة من الإخلال⁽⁴⁾.

ومن التشريعات العربية التي تصدت لمواجهة حالات التعامل الداخلي القانون الأردني، الذي عد مخالفة أحكام القانون قيام أي شخص بتداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناءً على معلومات داخلية أو استغلال تلك المعلومات لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية للشخص المتعامل أو لغيره أو إنشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه أو القضاء⁽⁵⁾.

(1) عبد الرسول، محمد فاروق، مرجع سابق، ص 44.

(2) راغب، سمير (2006). النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، القاهرة، ص 85.

(3) بوريشه، منير (2002). المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، ص 137.

(4) العثمان، جمال، مرجع سابق، ص 362.

(5) المادة (108) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

المطلب الثاني

الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهتها من الممارسات غير المشروعة التي تعد نتيجة طبيعية للإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في البورصة هي نشر وترويج الشائعات في البورصة، إضافة إلى ظهور حالات من المضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأوراق المالية. وعليه سيتم تناول المطلب من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: نشر وترويج الشائعات في بورصة أوراق المال.

الفرع الثاني: المضاربات غير المشروعة.

الفرع الأول

نشر وترويج الشائعات في بورصة أوراق المال

في الأوقات التي يضيف فيها دور الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ينشط تأثير الشائعات، وتصبح البورصة مكاناً خصباً لهذه الشائعات المدمرة التي يستخدمها المتلاعبون للتأثير في صغار المستثمرين من أجل جني الأرباح غير المشروعة على حساب الآخرين، وتبدو العلاقة بين المعلومات المتداولة في البورصات والشائعات، في أن أساس التعامل في الأوراق المالية يقوم على المعلومات المتداولة بين القنوات المرخصة لتداول تلك المعلومات، فإذا ما اختلت الرابطة نشطت من جانب آخر الرابطة الأخرى بين المستثمر وأطراف أخرى يقوى دورها في ظل ضعف الرابطة الأولى⁽¹⁾.

ونظراً للخطورة التي تمثلها الحالات المتضمنة نشر وترويج الشائعات فقد حظرت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية تلك الحالات التي تعمل على التأثير في البورصة،

(¹) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص378.

وفرضت العقوبات المناسبة على مرتكبي تلك الأفعال، ومن تلك التشريعات قانون الأوراق المالية الأردني حيث قرر ابتداءً حظر بث الشائعات أو ترويجها والتي من شأنها التأثير في سعر أو حجم تداول أي ورقة مالية أو في سمعة أي جهة مصدرة⁽¹⁾.

الفرع الثاني

المضاربات غير المشروعة

يؤدي الضعف في أداء بورصة الأوراق المالية وما يحدث فيها من إخلال في تطبيق التشريعات المنظمة لها وخاصة ما يتعلق منها بمبدأ الإفصاح والشفافية إلى ظهور بعض الممارسات غير المشروعة، ومن تلك الممارسات ما يحدث من مضاربات غير مشروعة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة بشكل يؤدي إلى ضعف كفاءتها وإحداث اضطراب في التداول والأسعار. وتعرف المضاربة في بورصة سوق الأوراق المالية بأنها: "التعاقد في عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مريحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها، حيث يرصد المضارب الفرص المتوقعة وينتجزها لتحقيق مكسب مناسب⁽²⁾. وللمضاربة في بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة ودور متميز في تحقيق العديد من الأهداف وهي⁽³⁾:

- 1- تعمل المضاربة على تحقيق التوازن في أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- 2- تعد المضاربة المشروعة من الوسائل الفاعلة في توجيه المستثمرين إلى مواطن الاستثمار المفيدة.

3- تساعد المضاربة في توفير عدد كبير من المتعاملين في البورصة.

(1) المادة (109/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

(2) الخضيرى، محسن (2001). كيف تعمل البورصة في 24 ساعة، ط2، اتيراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص47.

(3) محمد حسن، عبد الباسط (1996). بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص84.

إلا أن الإفراط في المضاربة له مساوئه، فإذا ما تحولت بورصة الأوراق المالية بأجمعها إلى سوق مضاربة، وأصبح الاستثمار هو الاستثناء، ففي هذه الحالة سوف يعاني الاقتصاد بكافة قطاعاته من أزمات صعبة تعيق البورصة في تأدية وظائفها الاقتصادية المرسومة لها⁽¹⁾.

وتهدف المضاربات غير المشروعة إلى التأثير في الأداء الطبيعي لبورصة الأوراق المالية من خلال عدد من الحيل والأساليب المحظورة التي تستحوذ على عقول البسطاء من المتعاملين في ظل غياب أو خلل في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية⁽²⁾.

ونظراً للخطورة الكبيرة التي تمثلها المضاربات غير المشروعة على استقرار بورصات الأوراق المالية، فقد تصدت التشريعات المنظمة لهذه البورصات لمواجهة المضاربات غير المشروعة، بفرض الجزاءات المناسبة على هذه الممارسة من جهة، ومنح الأجهزة المشرفة والرقابية على أنشطة البورصة دوراً كبيراً في رصد تلك المضاربات ومعاينة المتورطين فيها من جهة أخرى⁽³⁾.

وقد قرر المشرع الأردني العقوبة على كل من يخالف أيّاً من الأحكام التي قررتها التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية بما فيها القانون رقم 76 لسنة 2002 بغرامة لا تزيد على مائة ألف دينار أردني بالإضافة إلى الغرامة التي لا تقل عن ضعف الربح المحقق أو ضعف الخسارة المتجنبة بما لا يزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة⁽⁴⁾، ومع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد في تشريع آخر، فرض المشرع أيضاً على مرتكب هذا الفعل الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات⁽⁵⁾.

(1) المهيملي، عبد المجيد (2005). التحليل الفني للأسواق المالية، ط2، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ص28.

(2) العثمان، جمل، مرجع سابق، ص388.

(3) محمد حسن، عيد الباسط، مرجع سابق، ص85.

(4) المادة (110/أ) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

(5) المادة (110/ب) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

الفصل الرابع

الخاتمة والنتائج والتوصيات

أولاً: الخاتمة:

إن الهدف من الدراسة الحالية هو التعرف على الإفصاح وفق قانون هيئة الأسواق المالية الكويتي والأردني والمقارنة مع القوانين الأخرى.

وتم التوصل إلى أن موضوع الإفصاح والشفافية في المعلومات المتاحة ببورصة الأوراق المالية يحظى الاهتمام بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة، نظراً لما تشكله المعلومات من دور كبير في كفاءة هذا النوع من الأسواق.

وكما كان مستوى الإفصاح وشفافية المعلومات المتاحة في بورصة الأوراق المالية وسهولة وصولها إلى المستثمر عالياً، كانت قرارات المستثمرين صائبة، وهو ما من شأنه رفع كفاءة البورصة، ذلك أن مبدأ الإفصاح والشفافية يعد حجر الزاوية في تحقيق سلامة وعدالة التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة، كما أنه يعد معياراً تقاس على أساسه كفاءة أي بورصة، بالإضافة إلى أنه يقطع الطريق أما ما يستهدف البورصة في مظاهر وممارسات غير مشروعة، غرضها النيل من البورصة ومن المتعاملين فيها وجني أرباح غير مشروعة على حساب الآخرين.

ويعد السوق المالي الكويتي من الأسواق الكفؤة نسبياً، حيث تتواءم معايير الشفافية والإفصاح في سوق الكويت للأوراق المالية إلى حد كبير مع المعايير السائدة في الأسواق العالمية من حيث اتساع قاعدة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداولات فضلاً عن زيادة عدد التقارير التي تقدم معلوماتها وتحليلاتها للسوق والمستثمرين، الأمر الذي خلق جواً من المهنية والوعي الاقتصادي.

كما أن درجة كفاءة السوق المالي الكويتي منخفضة، إذ يعاني نظام المعلومات في السوق المالي الكويتي من العديد من الثغرات ونقاط الضعف التي تخفض كفاءة السوق، هذا فضلاً عن وضعف أنظمة الرقابة على الشفافية والإفصاح في السوق، وضعف وقصور إجراءات حماية صغار المستثمرين من التلاعب في التداول.

ثانياً: النتائج:

تم التوصل إلى النتائج التالية في إطار هذه الدراسة:

- 1- أن الإفصاح والشفافية واجب قانوني مقرر على جميع من له صلة ببورصة الأوراق المالية، ابتداءً من الجهات المصدرة للأوراق المالية إلى أصغر متعامل فيها.
- 2- في مقابل الالتزام بواجب الإفصاح والشفافية يجب أن يصل المشرع إلى درجة كبيرة من التطور في سن القوانين للحد من استخدام الوسائل غير المشروعة في البورصة.
- 3- يهدف السوق المالي في دولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية إلى تحقيق عدة منها:
 - أ. تنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها وزيادة مقدرة الشركات الأعضاء في السوق على تحقيق أغراضها.
 - ب. يقوم السوق بناء ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة قدرتها على تحقيق أغراضها.
 - ج. يعمل السوق على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثمار بين المواطنين وحماية المدخرين.
- 4- عدم فاعلية ضوابط منع التعامل بناءً على معلومات داخلية أو غير معلنة.

ثانياً: التوصيات:

- 1- ضرورة تعزيز وتطوير إجراءات الشفافية من خلال تطبيق المزيد من إجراءات حوكمة الشركات التي تتعلق ببعض قواعد الإدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية وتعمل على رفع كفاءة طريقة عرض المعلومات في الشركات.
- 2- العمل على تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح الملزمة عن المعلومات الأساسية على ضوء المعايير الدولية، بحيث يشمل الإفصاح على كافة المعلومات الأساسية اللازمة لحماية المستثمرين والمحافظة على الثقة في السوق المالي، وذلك مثل الإفصاح البيئي، وأنظمة إدارة المخاطر والالتزامات الاجتماعية للشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، وأنشطة البحوث والتطوير Rand D وغيرها من المعلومات الضرورية في هذا المجال.
- 3- تعميم قواعد الإفصاح والشفافية لتشمل بالإضافة إلى الجهات المدرجة في بورصة الأوراق المالية، الشركات التي لم تنزل خارج نطاق البورصة ولم تدرج أوراقها المالية فيها.
- 4- بحاجة إلى تشريعات تلزم إدارة الشركات المساهمة بمزيد من الإفصاحات التي تبين حالة الشركة المالية وتعلن عن خططها المستقبلية ولاحققته من مكاسب وعقود وإنجازات.
- 5- الزام الشركات المساهمة العامة بالإفصاح عن القضايا المقامة ضدها وعليها وأيضاً الإعلان عن حالات التخلف عن سداد الديون حتي يكون المستثمر على وعي من استثماره بهذه الشركة.
- 6- أن لا يكتفي المشرع فقط ببيان المعلومات والبيانات التي يتوجب الإفصاح عنها، بل لا بد من اهتمام المشرع بوضع تعريفات لكل من الإفصاح والشفافية والمصلحة والمعلومات الداخلية والمعلومات الجوهرية وغير ذلك من المصطلحات الشائعة في سوق المال.

7- إعطاء دور أوسع لرقابة الأجهزة غير الرسمية على تعاملات وأنشطة بورصة الأوراق المالية مثل أجهزة الإعلام المتنوعة، والجمعيات الاقتصادية.

8- ضرورة التعامل مع جميع صور الإخلال في بورصة الأوراق المالية التي ترتكب من قبل أطراف متعددة، بالشكل الذي يؤدي إلى تطبيق كافة التشريعات سواء تلك المتعلقة بأنشطة البورصة، أو ذات الصلة بتلك الأنشطة.

9- ضرورة تعديل النصوص الخاصة بخطر الشائعات والعقاب عليها بحيث لا يقتصر المنع فقط على بيع أو شراء الأوراق المالية، بل ويشمل كل ما له صلة بالبورصة وبالأوراق المالية، وبكل ما له تأثير في استقرار وكفاءة البورصة.

المراجع:

- أبو جابر، محمد صالح (1989). الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، ط2، عمان.
- أبو قحف، عبد السلام (1989). نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- أبو نصار، محمد حسين؛ وذنبيات، علي (2005). "أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، دراسات، المجلد 32، العلوم الإدارية، العدد 1، كانون الثاني، ص ص 115-140.
- البيلاوي، حازم، وفهمي، رائد (1982). سوق الأسهم الكويتية، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد السادس، الكويت.
- بدوي، بلال (2006). الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
- البربري، صالح (2001). الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة.
- البسام، صادق (1983). بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة الحقوق، العدد الرابع، السنة السابعة، كلية الحقوق، جامعة الكويت، دولة الكويت.
- البناء، محمد (1996). أسواق النقد والمال، الأسس النظرية والعملية، عمان: زهران الشرق.
- بني هاني، حسين (2002). الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، عمان: المؤلف.

- بوريشه، منير (2002). المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر.
- تركي، محمد خليل (1995). تحليل التقارير المالية، ط2، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية.
- التميمي، ارشد فواد وأسامة عزمي سلام (2004). الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، دار المسيرة للنشر.
- جابر، محمد صالح (1999). الاستثمار بالأسهم والسندات، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية المجلد السابع، العدد الرابع، السنة السابعة، أيلول 1999م.
- الجمل، جمال جويدان (2002). الأسواق المالية والنقدية، عمان: دار الصفا للنشر.
- حبش، محمد محمود (1998). الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة (تطبيقات عملية)، عمان : دائرة المكتبات والوثائق الوطنية.
- حلمي، خالد (2010). التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي، مع دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، الكويت.
- حماد، طارق (2001). التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- الحميد، أمال جاسر عبد (2005). أثر التجارة الإلكترونية على الرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي (1996-2005م)، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- حميدة، صفوت، ورشاد، محمد (1998). متطلبات معايير الإفصاح في منشآت التأمين، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد53، ص ص276-383.
- الحناوي، محمد ومصطفى، نهال وإسماعيل، السيدة، والصيفي، السيد (2007). الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار (2001). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، القاهرة: الدار الجامعية.
- الخشروم، عبدالله (1999) واقع الحماية القانونية للتعامل الداخلي بين قانون الأوراق المالية وتعليمات الإفصاح، منشورة في صحيفة الرأي الأردنية
- الخضيري، محسن (2001). كيف تعمل البورصة في 24 ساعة، ط2، اتيراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- الداغر، محمود (2005). الأسواق المالية، مؤسسات، بورصات، أوراق، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع.
- راغب، سمير (2006). النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، القاهرة.
- ربابعة، عبد الرؤوف (2001). الإفصاح في سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر مدققي الحسابات والمسؤوليات المهنية والقانونية والاجتماعية، عمان.
- رضوان، فايز نعيم (2006). الشركات التجارية وفقاً للقانون الاتحادي رقم 8 لسنة 1984 وتعديلاته بدولة الإمارات العربية المتحدة، أكاديمية شرطة دبي، مطابع البيان التجارية، دبي، الإمارات العربية المتحدة.
- الزبيدي، حمزة محمود (2001). الاستثمار في الأوراق المالية، عمان: الوراق للنشر والتوزيع.

- الزرري، عبد النافع عبد الله، وآخرون (2001). الأسواق المالية، عمان: دار وائل للنشر.
- سامي، فوزي (1994). شرح القانون التجاري الأردني، ج2، الأوراق التجارية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- السعيد، هالة حلمي (2005). الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58، بنك الكويت الصناعي، دولة الكويت.
- سلام، عمان صالح (2002). إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي.
- السيسي، صلاح الدين حسن (1998). بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، بيروت: دار الوسام للطباعة والنشر.
- الشبلي، طارق (2000). مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، عمان: دائرة المكتبة الوطنية.
- الصانع، ناصر جاسم (2005). تطوير سوق الكويت للأوراق المالية، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت، برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية، دولة الكويت.
- صرخوه، يعقوب يوسف (1982). الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، القاهرة.
- صرخوه، يعقوب يوسف (1993). الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي: دراسة مقارنة في القوانين العربية والفرنسية والانجليزية، مؤسسة دار الكتب، الكويت.
- طه، مصطفى كمال (1998). القانون التجاري (الشركات التجارية - الأحكام العامة للشركات - شركات الأشخاص - شركات الأموال)، دار الجامعة الجديد للنشر، الإسكندرية، مصر.

- عبد الرسول، محمد فاروق (2007). الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.
- عبد السلام، صفوت (2003). الآثار الاقتصادية لعمليات غسيل الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة.
- عبد السلام، صفوت (2006). الشفافية والإفصاح على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- العبيدي، عباس (1998). الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.
- العثمان، جمال (2010). الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة.
- العريني، محمد فريد (1999). القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- عضيبات، فرح (2009). حوكمة البنوك في الأردن بين النص القانوني والتطبيق، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- علي، عبد المنعم وآخرون (2004). النقود والمصاريف والأسواق المالية، عمان: الحامد للنشر والتوزيع.
- غنام، محمد غنام (1996). تحريم الكذب على المساهمين في شركات المساهمة في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي، مجلس النشر العلمي، لجنة التأليف والنشر، جامعة الكويت، دولة الكويت.
- فتحي ، حسين (2003) تعاملات المطلعين على اسرار اسهم الشركة ، دار النهضة العربية
- قرياقص، رسمية (1999). أسواق المال، الإسكندرية: الدار الجامعية.

- القليوبي، سميحة (1975). الشركات التجارية وفقاً للقانون الكويتي، مؤسسة دار الكتب، الكويت.
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، (2005) أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها أدواتها، وأوضاع التعامل فيها، الأردن.
- محرز، أحمد (2003). النظام القانوني للخصخصة، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- محمد حسن، عبد الباسط (1996). بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
- محمد، شامل (1998). كيف تتعامل في البورصة، القاهرة: دار الكتب الجامعية.
- محمد، عصام حنفي (2006). التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث، كلية الحقوق، جامعة بنها مول "الجوانب القانونية والاقتصادية للاستثمار في مصر"، 17-18 إبريل، ص7-19.
- محمود، عصام حنفي (2006). التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
- مطر، محمد (1999). إدارة الاستثمارات، عمان، المؤسسة الصحفية الأردنية.
- مطر، محمد وآخرون (2000). التحليل المالي والائتمان، الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- المطوري، عبد الكريم (1996). فحص الكفاءة شبه القوي في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان.

- الملحم، أحمد (2005). تعليق على القانون رقم 2 لسنة 1999 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية، دولة الكويت، 19 ديسمبر.
- الملحم، أحمد (2005). تعليق على القانون رقم 2 لسنة 1999 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة في ضوء القانون المقارن ، د.ط ، مجلة الحقوق ، كلية الحقوق ، جامعة الكويت ، الكويت بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية، دولة الكويت، 19 ديسمبر.
- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004). مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات.
- المهيملي، عبد المجيد (2005). التحليل الفني للأسواق المالية، ط2، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- هارون، محمد صبري (1999). أحكام الأسواق المالية عمان: دار النفائس.
- الهبيل، جمال خالد (2003). مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، المفرق.
- هندي، منير إبراهيم (1997). الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف.
- الهيتي، نورزاد (1998). مقدمة في الأسواق المالية، طرابلس: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية.

- هيل، مايكل (2004). **أثر المعلومات في المجتمع**، سلسلة دراسات مترجمة، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- يونس، علي (1971). **القانون التجاري الكويتي**، دار الفكر العربي، القاهرة.

المراجع الأجنبية:

- Deegan, C., and Gordon B., "A study of the environmental disclosure practices of Austral", **Accounting and Business Research**, Vol.26, pp.187-199.
- Frost, Carol A. and Pownall, Grace (1994). Accounting Disclosure Practices in the United States and United Kingdom, **Journal of Accounting Research**, Vol.32, No.1 Spring 1994, pp75-102.
- OECD Principles of Corporate Governance, 2004, Internet

القوانين والتشريعات والتعليمات:

- تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004.
- تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004 في الأردن.
- تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية رقم (1) لسنة 1998.
- التقرير السنوي لسوق عمان المالي 2006.
- التقرير السنوي لسوق عمان المالي لعام 2007م.
- دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي، 2008.
- سوق الكويت للأوراق المالية، دليل قراءة البيانات والتقارير المالية، إبريل 2005.
- قانون الإفصاح عن المصالح في الشركات المساهمة رقم (2) لسنة 1999.
- قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.
- قانون الأوراق المالية المؤقت الأردني رقم 22 لسنة 1997م.

- قانون الجمارك الأردني رقم 20 لسنة 1998م.
- قانون الدين العام المؤقت الأردني رقم 59 لسنة 1976م.
- قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.
- قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.
- قانون تشجيع الاستثمار الأردني رقم 16 لسنة 1995م.
- قانون تنظيم مهنة المحاسبة القانونية رقم 73 لسنة 2003.
- قانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.
- القانون رقم 2 لسنة 1999 بشأن الإعلان عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة في دولة الكويت.
- قانون ضريبة الدخل الأردني رقم 57 لسنة 1985م المعدل بالقانون رقم 14 لسنة 1995م.
- قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم (5) لسنة 1999 بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة.
- اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادر بموجب القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983.
- المرسوم بالقانون رقم 31 لسنة 1991 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار في دولة الكويت.
- منشورات دائرة البحوث لهيئة الأوراق المالية الأردنية، آذار 2006م.
- هيئة الأوراق المالية (2008) قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان.
- هيئة الأوراق المالية (2009). قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان.
- هيئة الأوراق المالية الأردنية (2008)، الدليل الإرشادي.