جامعة البحرين

كلية الحقوق قسم القانون الخاص

مبدأ الشفافية والافصاح وأثره على عمليات الاستحواذ في حوكمة الشركات

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون التجاري من كلية الحقوق بجامعة البحرين

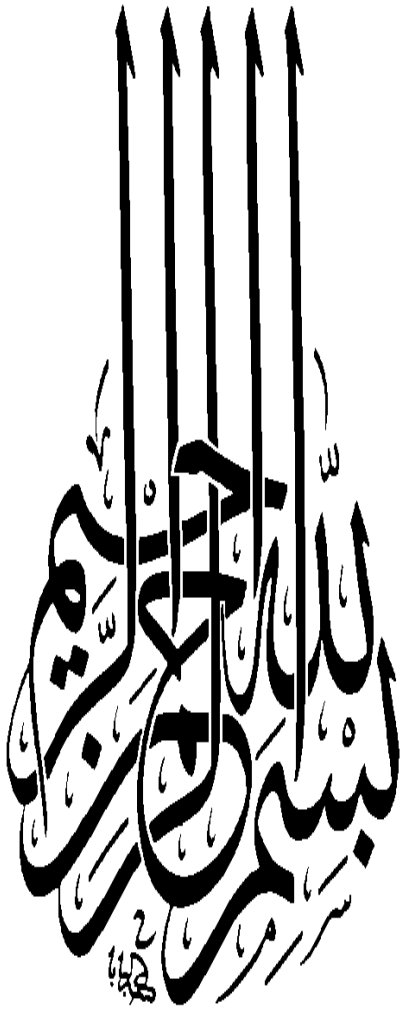
إعداد الطالبة
ريم فهد الدوسري

الرقم الجامعي:

20161289

إشراف الدكتور
محمد سعود العنزي

جامعة البحرين
ديسمبر 2020


بسم الله الرحمن الرحيم

استمارة إيداع البحث

اسم الباحث:	ريم فهد الدوسري		
عنوان البحث:	مبدأ الشفافية والافصاح واثره على عمليات الاستحواذ في حوكمة الشركات		
سنة النشر:	**2021**		
الكلية:	**كلية الحقوق**	القسم:	**قسم القانون الخاص**
ذالبريد الإلكتروني:	**Reem.aldousrii@hotmail.com**	رقم الاتصال:	**0096560725555**

إقرار الباحث بالموافقة على الشروط التالية:

يحق لجامعة البحرين إتاحة وتوفير الرسالة أو الأطروحة المذكورة أعلاه في مكتبة الجامعة أو من خلال موقع الإسهامات البحثية للجامعة أو على نطاق أوسع في الخارج؛ كما ويمكن إعادة طباعة الرسالة إذا اقتضت الحاجة لذلك أو رقمنتها مع إتاحتها على شبكة الأنترنت وذلك حسب تقدير إدارة الجامعة.

تنطبق هذه الشروط على جميع النسخ بما في ذلك النسخ الإلكترونية

تعتبر هذه الرسالة أو الأطروحة من المواد المحمية والتي تخضع إلى حقوق النشر والتأليف، ولا يجوز نشر أي اقتباس من الرسالة بدون توثيق المصدر.

توقيع الباحث: Click here to enter text. التاريخ: Click here to enter text.

جامعة البحرين

كلية الحقوق

قسم القانون العام/ الخاص

برنامج الماجستير

نموذج رقم (2)

صفحة الاعتماد من قبل لجنة التحكيم

ناقش الطالب م/ مهد محمد الدوسري رقم جامعي 20161289 الأطروحة التي استكمل بها متطلبات الحصول على درجة الماجستير في (القانون الخاص) والمعنونة (مبدأ الشفافية والافصاح وأثره على عمليات الاستحواذ في حوكمة الشركات)

وذلك في يوم الاربعاء الموافق ٢٧ يناير ٢٠٢١م

وتوصي اللجنة بمنحه درجة الماجستير، بتقدير B

(لجنة المناقشة)

الاسم		التوقيع
د. محمد سعود العنزي	مشرفاً	
أ. د. عماد عبد الرحيم الدحيات	ممتحناً خارجياً	
د. فاضل صالح الزعابي	ممتحناً داخلياً	

الختم

كلية الحقوق
قسم القانون الخاص
COLLEGE OF LAW
PRIVATE LAW
DEPARTMENT
UNIVERSITY OF BAHRAIN

ملخص الدراسة:

ينظر الى الإفصاح والشفافية كأحد المكونات الأساسية لمبادئ حوكمة الشركات الجيدة الصادرة عن المنظمات الدولية اذ تعد محرك لا غنى عنه في الاقتصاد.

كما يساهم المستوى العالي من شفافية الإفصاح في ترسيخ الثقة لدى أسواق المال ويساهم في تدفق الاستثمار الأجنبي الى الدولة، ويعزز وجهة النظر هذه ما ألت اليه الشركات من فضائح وازمات مالية نتيجة عدم فهم أثر الشفافية والافصاح وتفعيلها في حوكمة الشركات.

لذلك يشكل الإطار النظري لتأثير الشفافية والافصاح على كل من حوكمة الشركات وعمليات الاستحواذ أساس هذا البحث. اذ تعد أساس جيد لقياس الحوكمة الجيدة في الشركة ووضوحها، وما جانب اخر تعد مفتاح لقبول الاستحواذ واتمامه.

كان لابد من الإصلاح الاقتصادي ووضع إطار تنظيمي من خلال تركيز فكرة الإفصاح عن المعلومات والوضوح بتقديمها لتنظيم سلوك السوق المالي وحماية مصالح المساهمين، وتشجيع الشركات عن الإفصاح الطوعي والمتكافئ لما لها من تأثير مادي على قرارت المستثمر وأصحاب المصلحة. ونجد ان الشركات تعمل في إطار اجتماعي يؤثر ويتأثر بإنجازاتها والعمليات التي تقوم بها بحيث تكون الشركة مسؤولة امام المساهمين على نحو يمكنهم من مساءلتها عن النتائج المترتبة على ما تقوم به من أنشطة وعمليات (عملية الاستحواذ) قد تؤثر على مصالحهم او مراكزهم.

فقط من خلال الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها سيكون من الممكن ارجاء عمليات الاحتيال وغيرها من الفضائح المالية وهو امر بالغ الأهمية يتعين على الشركات التمسك به بحيث يمكنها من الإدارة بشكل أفضل وإصدار احكام مستنيرة حول مخاطر او فوائد الاستثمار او الاستحواذ

إهداء:

الى من شرفني بحمل اسمه، والدي

الى نور عيني ومهجة حياتي، امي

الى السند والعضد والساعد، اخي واخواتي

الى من كانت برفقتي ولم تدخر جهدا في مساعدتي، صديقتي

شكر وتقدير:

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على الأنبياء والمرسلين نبينا محمد وعلى أله وصحبه اجمعين.

فأنني اشكر الله ان وفقني، وأمدني بالصبر والإرادة، واعانني على إتمام هذه الرسالة فله الحمد حتى يبلغ منتهاه.

ثم أوجه الشكر والعرفان الى الدكتور. محمد سعود العنزي المشرف على الرسالة وكان لرحابة صدره وسمو خلقه ومتابعته للرسالة أكبر الأثر في إتمام هذا العمل.

كما اتقدم بالشكر الى كل من كان له مساهمة في هذه الرسالة ولو بسيطة وخروجها بأفضل حال

قائمة المحتويات :

الموضوع	رقم الصفحة
استمارة ايداع البحث	**ج**
اعتماد لجنة المناقشة	**د**
ملخص الرسالة	**ه**
الاهداء	**و**
الشكر والتقدير	**ز**
قائمة المحتويات	**ح**
المقدمة	**1**
خطة البحث	**4**
الدراسات السابقة	**5**
دراسات باللغة العربية	**5**
دراسات باللغة الإنجليزية	**8**
الفصل الأول : مبدأ الشفافية والإفصاح في أعمال الشركات	**12**
المبحث الأول : ماهية الشفافية والإفصاح في عمليات الشركات	13
المطلب الأول : مفهوم الشفافية	15
المطلب الثاني : مفهوم الأفصاح وتمييزه عن الشفافية	17
التمييز بين الشفافية والأفصاح	18
الملتزم بالافصاح	19
مسئولية الإخلال عن الأفصاح	20
أولا : عدم الإفصاح نهائيا عن المعلومات	20
ثانيا : نشر معلومات كاذبة أو خادعة	21
ثالثا : المسئولية المدنية	22
المبحث الثاني : ماهية المعلومات المفصح عنها بخصوص الشركات	23
المطلب الأول : مفهوم المعلومات ومصادره	23
أولا : المعلومات لغة وأصطلاحا	23

ثانيا : مصادر المعلومات	23
1- المصادر الرسمية للمعلومات	24
2- المصادر غير الرسمية للمعلومات	25
المطلب الثاني : أنواع المعلومات	25
المطلب الثاثي : أهمية المعلومات	27
الفصل الثاني : تأثير الشفافية والأفصاح علي عمليات الحوكمة والأستحواذ	**28**
المبحث الأول : تأثير الشفافية والأفصاح علي عمليات حوكمة الشركات	28
تمهيد وتقسيم	29
أولا : مفهوم حوكمة الشركات	32
ثانيا : العناصر المرتبطة بمفهوم حوكمة الشركات	33
خامسا : الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات	35
سادسا : الأضرار المترتبة على عدم الالتزام بحوكمة الشركات	36
سابعا : مدى إلزامية مبادئ حوكمة الشركات (الطبيعة القانونية)	37
ثامنا : أهمية حوكمة الشركات	39
أهمية حوكمة لتحسين عمل الشركات	39
أهمية حوكمة الشركات لاستقطاب الاستثمار الأجنبي	40
الأهمية النابعة من طبيعة نظام الحوكمة	41
تاسعا : مبادئ حوكمة الشركات	43
أولا: مبدأ حماية حقوق المساهمين	43
ثانيا: مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة	44
ثالثا: مبدأ دور أصحاب المصالح في الحوكمة	44
رابعا: مبدأ الإفصاح والشفافية	45
خامسا: مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة	45
المطلب الأول : آثر الشفافية والأفصاح في أسواق المال أو البورصة	50
آثر الشفافية والأفصاح في الوقاية من جرائم البورصة	53
ضمان النزاهة المالية في أسواق المال	54
الشفافية والأفصاح معيارا لكفاءة الأسواق المالية	56

معرفة المركز المالي للشركة مصدرة الأوراق المالية	57
تحقيق المساواة بين المتعاملين في سوق الأموال	57
تطوير وتحديث الشركة المصدرة للأوراق المالية	58
آثر الشفافية والأفصاح في الجودة وزيادة الأنتاج	58
آثر الشفافية والأفصاح في قرارات المستثمرين وأستقطابهم للأستثمار	59
آثر الشفافية والأفصاح في إدارة المخاطر	61
آثر الشفافية والأفصاح في الحد من نشر الشائعات	63
تحقيق الصالح العام للدولة	63
تحقيق العدالة للمدخرين	64
المطلب الثاني : آثر الشفافية والأفصاح في محاربة الفساد	65
مراقبة الجهاز الإداري	65
المساعدة في أختيار القيادات	65
تعزيز القيم الأخلاقية	66
تفادى المعوقات الإدارية والحد منها	66
المطلب الثالث : آثر الشفافية في مجال العقود التي تبرمها الشركة	67
تلافي بطلان العقود	67
حماية الأطراف المتعاقدة	67
تحقيق الرضا للأطراف المتعاقدة	68
المبحث الثاني : تأثير الشفافية والأفصاح علي عمليات الأستحواذ	69
تمهيد وتقسيم	69
مفهوم الأستحواذ في التشريع المصري	69
مفهوم الأستحواذ في التشريع الفرنسى	70
مفهوم الأستحواذ في التشريع الكويتي	71
مفهوم الأندماج والتمييز بينه وبين الأستحواذ	73
أولا : مفهوم الأندماج	73
ثانيا : التمييز بين الأستحواذ والأندماج	75
2- من حيث النشأة	75
3- من حيث الشكل القانوني	75

4- من حيث الشخصية القانونية	76
5- من حيث الشروط	77
المطلب الأول : آثر الشفافية في حماية أسواق المال عند الأستحواذ .	82
منع التلاعب بأسعار الأوراق المالية	83
الرقابة علي تحركات رأس المال وآثره علي الأستحواذ	85
توفير الحماية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية عند الأستحواذ علي الشركة	86
تحقيق الثقة وبثها في سوق المال	87
جذب الأستثمارات	87
زيادة فاعلية نظام آليات السوق	90
تحقيق السلامة في التعاملات	90
المطلب الثاني : تحقيق المساواة العادلة بين مساهمى الشركة المستهدفة من العرض .	92
المساواة بين المساهمين في المعلومات المرتبطة بعروض الأستحواذ	92
المساواة بين أصحاب عروض الأستحواذ	93
المساواة في التعامل بين المساهمين	94
حماية أقلية المساهمين	94
الحد من استغلال المعلومات الداخلية وتعرض المصالح	97
المطلب الثالث : آثر الشفافية والأفصاح علي عرض الأستحواذ	99
الأخطارات والأفصاحات الخاصة بالتداول خلال فترة سريان عرض الأستحواذ	101
آثر الشفافية والأفصاح علي الشركات المستهدفة	102
إصلاح الجهاز الإداري بالشركة المستهدفة	104
الخاتمة " النتائج والتوصيات "	**105**
قائمة المراجع	**109**
ملخص الدراسة باللغة الانجليزية	**A**

المقدمة:

تسعى التشريعات في مختلف دول العالم العربي والغربي الى محاربة مظاهر الفساد والتخلص منها والمتمثلة الغش وعدم الجودة في الأداء وضعفه وزيادة المحسوبية واللامبالاة من قبل البعض وغياب عنصر التنسيق والمحاباة وغيرها من مظاهر الفساد التي تعكس سلبا على الدول وتحول دون تطورها ونموها.

ولمواجهة تلك المشاكل لابد من وجود ألية وأدوات قانونية يتم تفعيلها وتأتي في مقدمتها ضروري الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية كأهم وسائل مواجهة مشكلات الفقر والفساد الإداري، على هذا باتت هذا السياسة الحل الأمثل للحد من المشاكل والتقليل منها.

وفي ظل تعدد وجهات النظر حول الشفافية نرى انها حق لابد من تمكين الفرد او المستهلك بالتمتع به وهي مسألة مرتبطة بتدفق المعلومات ووصولها ومعرفتها، ويؤكد ذلك ما نصت عليه المادة (1) من العهد الدولي للحقوق المدنية والسياسية.

وفضلا عن ذلك فأن الحق في تدفق المعلومات ومعرفتها لا يمكن ان ينفصل عن مبادئ حوكمة الشركات واهمها مبدأ الإفصاح والشفافية، ان من حق المتعامل الحصول على تلك المعرفة لحماية مصالحه من جهة ومصالح المؤسسة من جهة أخرى وتقليل الاضرار بقدر الإمكان. فلابد من الإفصاح عن العناصر التي من شأنها إعمال رقابة المستهلك على تدعيم مكانة الشركات وتعظيم ربحيتها وجميع هذه العناصر من شأن الإفصاح عنها ان يتيح للمستهلك حق المعرفة الذي يمكنه ن حماية باقي حقوقه ومصالحه الحيوية المشروعة حتى يكون مؤهلا لاتخاذ قراراته عن وعي وبصيرة اسهاما منه في تطوير وخدمة وتقدم مجمعه [1].

واستشعارا بأهمية الإفصاح والشفافية في تقديم العديد من الحلول فقد شرعنا بكتابة هذا البحث عن مدى تأثير الالتزام بالافصاح والشفافية في اطار عمليات الحوكمة وعمليات الاستحواذ.

---

[1] الحكم الصادر من محكمة القضاء الإداري دائرة المنازعات الاقتصادية والاستثمار في الدعوى رقم 46717 لسنة 62ق والدعوى رقم 19250 لسنة 63ق المنعقدة في 16-5-2009

ونظرا لتعدد مزايا الشفافية واهمية الإفصاح التي يحققها كل منهم فنرى انها تؤدي الى معرفة المركز المالي للشركة والجهة التي تصدر الأوراق المالية حيث تؤدي الى معرفة النشاط الذي تمارسه وحقيقة أرباحها على نحو واضح.

كما يؤدي الى فهم المخاطر المتوقعة للمشروع، وهذا ما أكدته كافة التشريعات والقوانين ذات الصلة.

كما تساعد الشفافية المستثمرين في سوق الأوراق المالية الى اتخاذ القرار الصائب وتحقيق العدالة والمساواة بين كافة المتعاملين مع الشركة.

ولهذه الالية (الإفصاح والشفافية) أهميــة وآثــر في إطــار العقـود في ظل حوكمة الشركات حيث تؤدي الى رضا الأطراف وحماية الطرف الضعيف من خلال توفير المعلومات لتفادي أسباب بطلان العقد او فسخه.

وفي جملة القول نؤكد على أثر الشفافية في تحقق الصالح العام للدولة وللمستثمرين في اتخاذ قراراتهم، وأثرها في مكافحة الفساد الإداري.

وعلى صعيد اخر يشكل الإفصاح عنصر الأساس في تعزيز الشفافية والثقة في إطار عملية الاستحواذ حيث تسعى الهيئات المالية ولوائحها التنفيذية الى تدعيم تلك القواعد لما لها من أثر في حماية المساهمين وحفظ حقوقهم لهذا فقد خصص المشرع الكويتي في القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بشأن انشاء هيئة أسواق المال كتاب عن الإفصاح والشفافية وألية ذلك وقواعده.

يمكن القول في نطاق عمليات الاستحواذ يظهر اثر الإفصاح والشفافية على تحركات أسواق المال وحماية المستثمرين وبث الثقة في أسواق المال، والحرص على سلامة التعاملات فيه، واثره على عروض الاستحواذ.

بناء على ما تقدم ونظرا للمزايا والاثار الإيجابية التي تتحقق من الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية قررنا التصدي لهذا الموضوع.

نحاول من خلال هذا الدراسة الى معرفة مدى تأثير الإفصاح والشفافية على الحوكمة وعمليات الاستحواذ، وكذلك ألقاء الضوء على التوجه العالمي الذي أدى إلى أن تُنشأ هيئات مستقلة تتولى الرقابة والتوجيه في لتفعيل هذا المبدأ، على نحو يكفل العدالة والكفاءة وتكافؤ الفرص ويضمن قدراً من المنافسة.

وبما أن العنوان يشمل ثلاث موضوعات اساسية ذات ارتباط وصلة تبدأ من مبدأ الشفافية والإفصاح مروراً بحوكمة الشركات وانتهاء بعمليات الاستحواذ والاندماج، لذلك ستتنوع اهداف البحث لتغطي هذه الموضوعات على النحو التالي:

1. أثر الإفصاح والشفافية على حوكمة الشركات
2. أثر الشفافية والافصاح على عمليات الاستحواذ

أهمية البحث :

وتستمد هذه الدراسة أهميتها باعتبار ان الشفافية والافصاح أحد اهم الالتزامات في مجال عمليات الحوكمة والاستحواذ وتعد من اهم الالتزامات التي تتصل اتصالا وثيقا بالإعلام والالتزام والتبصير والالتزام بالنصح والإرشاد والتعاون [(2)]. كما تعد غاية من الغايات هذا البحث اظهار أثر هذه السياسة التي تسهم بجعل كل من عمليات الاستحواذ وحوكمة الشركات مبنية على العدالة وخالية من مظاهر الفساد او أسباب انهيار الشركات.

مشكلة البحث:

لذلك تنبع مشكلة البحث في عدم وجود اجابات محددة لعدد من القضايا التي تواجه الفكر القانوني المعاصر، فكافة البحوث التي تمت في هذه المجال تحدثت عنه باستفاضة عن أثر حوكمة الشركات وأثر عمليات الاستحواذ دون الالتفاف الى مدى تأثير تطبيق مبدأ الشفافية والافصاح على كل منهما.

من خلال هذا البحث يمكننا دراسة تلك الاثار من خلال طرح التساؤلات البحثية الاتية:

1. هل الافصاح والشفافية يلعب دور كبير في الاستحواذ والحوكمة؟
2. ما هي مشاكل الافصاح باعتباره أحد ركائز حوكمة الشركات؟

[(2)] د.عبدالرازق احمد السنهوري ،الوسيط ، طبعة دار النهضة 1981، ص429

منهج الدراسة:

وأعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، والمنهج المقارن وذلك بالبحث بين القوانين والأحكام المختلفة في عمليات حوكمة الشـركات وأحكام الاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة في قانون هيئة سوق المال في بعض الدول مثل البحرين والكويت ومصر وفرنسا وذلك في محاولة لربط موضوعات البحث الأولية بالنتائج التي تنتج عنها.

خطة البحث:

سيتم تقسيم البحث على النحو الاتي:

الفصل الأول: مبدأ الشفافية والافصاح في اعمال الشركات

المبحث الأول: ماهية الشفافية والافصاح

المطلب الأول: مفهوم الشفافية

المطلب الثاني: مفهوم الإفصاح وتمييزه عن الشفافية

المبحث الثاني: ماهية المعلومات ومصادرها

المطلب الأول: مفهوم المعلومات ومصادرها

المطلب الثاني :أنواع المعلومات واهميتها

الفصل الثاني :تأثير الشفافية والافصاح على عمليات الحوكمة والاستحواذ

المبحث الأول : تأثير الشفافية والافصاح على عمليات الحوكمة

المطلب الأول: أثر الشفافية والافصاح في أسواق المال والبورصة

المطلب الثاني: أثر الشفافية والافصاح في محاربة الفساد

المطلب الثالث: أثر الشفافية والافصاح في مجال عقود الشركات

المبحث الثاني: تأثير الشفافية والافصاح في عمليات الاستحواذ

المطلب الأول: أثر الشفافية والافصاح في حماية أسواق المال عند الاستحواذ

المطلب الثاني: تحقيق المساواة العادلة بين مساهمي الشركة الشركة المستهدفة من العرض

المطلب الثالث: أثر الشفافية والافصاح على عرض الاستحواذ

الدراسات السابقة :

من خلال البحث عن الدراسات السابقة ذات الصلة بمجال البحث وجهات نظر مختلفة حول آليات حوكمة الشركات وعلاقتها بكل من قيمة المنشأة وممارسات المسؤولية الاجتماعية، وفيما يلي نعرض بعض هذه الدراسات العربية والغربية:

أولا: دراسات باللغة العربية :

- **استهدفت دراسة محمود عبد الملك وآخرون (٢٠٠٣) :** التعرف على ظاهرة حوكمة الشركات ومدى تأثيرها على أسواق الأوراق المالية ودراسة مدى استيفاء التشريعات الكويتية لمتطلبات حوكمة الشركات، وذلك من خلال :

1- تحليل ظاهرة الحوكمة من خلال بيان الإطار والمفاهيم وأبعاد ومكونات الظاهرة.
2- عرض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الحوكمة.
3- التشريعات الكويتية المعمول بها حاليا وذلك لتحديد أوجه القصور فيما يتعلق بحوكمة الشركات .

وتوصلت الدراسة الى وجود تفاوت في معايير وإجراءات تطبيق حوكمة الشركات فيما بين دول العالم ترجع إلى فلسفات وتوجهات أنظمتها الاقتصادية والتشريعية .

- **وناقشت دراسة ياسر أحمد (2009):** مدى أهمية المحاسبة عن المسئولية الاجتماعية والبيئية لدعم حوكمة الشركات بالتطبيق على الشركات السعودية وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المسئولية والبيئة في المملكة العربية السعودية أمرا اختياريا كما لم تتضمن مبادئ حوكمة الشركات الاجتماعية ما يلزم الشركات بالإفصاح عن مسئوليتها الاجتماعية وتوصلت الدراسة إلى ضرورة تضمين لائحة حوكمة الشركات التقرير عن المسئولية الاجتماعية والبيئية للشركات بحيث تكون الزامية على الشركات .

- **وناقشت دراسة مجبور النمري (2010) :** دراسة وتحليل الدور المعاصر للمراجعين الداخليين في تفعيل حوكمة الشركات المقيدة بهيئة سوق المال السعودي ، وبصفة خاصة وفي ظل المستجدات التشريعية والمهنية في الألفية الثالثة ، حيث أوضحت الدراسة أن الدور المستجد للمراجعين الداخلين في حوكمة الشركات يتمثل في تقديم خدمات إضفاء الثقة بشكل مستقل وموضوعي ، إضافة إلى الخدمات الاستشارية التي تهدف إلى إضافة القيمة وتحسين الأداء المستدام للشركة في مجال العمليات التشغيلية ، وضوابط الرقابة الداخلية ، التقارير المالية وتحسين حوكمة الشركات وبالتالي استعادة ثقة المستخدمين والتي تأثرت بالأزمة المالية العالمية ، وأيضا تعرضت الدراسة إلى توضيح العلاقة بين المراجعين الداخليين ولجنة المراجعة .

- **وناقشت دراسة سهير الطنبلى (٢٠١١) :** دور الحاكمية المؤسسية في تحقيق جودة المعلومات بالتقارير المالية وتوصلت الباحثة إلى أن قواعد الحاكمية المؤسسية تعتبر شريك فاعل في المحاسبية تحقيق الجودة والموثوقية في المعلومات المحاسبية التي تحتويها القوائم المالية، كما أن الحاكمية تدعم وبشدة متطلبات الإفصاح الكافي وقواعد النزاهة والشفافية وهو ما يرسخ لفكر الإدارة المؤسسية الرشيدة للمؤسسات ويدعم دورها في البيئة التنافسية.

- **وناقشت دراسة عبد عسيري (٢٠١١) :** إفصاح شركات المساهمة السعودية عن المسئولية الاجتماعية في تقاريرها المالية - دراسة تطبيقية من خلال عرض الإطار الفكري للمسئولية الاجتماعية

دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة السعودية التي يتم تداول أسهمها في سوق المال بالمملكة السعودية - وتوصلت الدراسة الى ضرورة إصدار معيار محاسبي من قبل الهيئة السعودية

للمحاسبين القانونيين للمحاسبة عن المسئولية الاجتماعية على غرار معيار العرض والافصاح العام ويتضمن هذا عيار تحديد الإطار الفكري للمحاسبة عن المسئولية الاجتماعية وكيفية عرضها وقياسها والإفصاح عنها في التقرير المالي للشركة وكذلك إضافة مادة خاصة بالتقرير عن المسئولية الاجتماعية لـ لائحة حوكمة الشركات.

- **وناقشت دراسة الرفاعي مبارك (٢٠١٢) :** العلاقة بين المراجعة الداخلية وحوكمة الشركات السعودية حيث أن دور المراجعة الداخلية كعامل أساسي لتحقيق الحوكمة الجيدة للشركات المساهمة قد أهملت لفترة طويلة من الزمن، إلا أن وظيفة المراجعة الداخلية أصبح ينظر إليها في الوقت الحالي على أنها أداة مهمة من أدوات الحوكمة تقدم منافع جيدة للشركات. ووصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات تأثير معنوي بين حوكمة الشركات والمراجعة الداخلية، وأن المقدرة المهنية للمراجعين هي الأكثر تأثيرا على دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات في الشركات المساهمة السعودية، بينما لم تثبت الدراسة وجود علاقة بين وجود عملية الحوكمة وكل من الاستقلال وجودة تنفيذ المهام وحجم قسم المراجعة.

- **كما ناقشت دراسة أيمن فتحي الغباري (٢٠١٢) :** تحديد دور المراجعة الداخلية في تفعيل الحوكمة من خلال اشتقاق مجموعة من المهام الواجبة على المراجعة الداخلية لتدعيم فعالية حوكمة الشركات في إطار علاقة تكاملية، وتحسين الأداء وزيادة القدرة التنافسية للشركات وبالتالي تحقيق الحماية الواجبة لحقوق المساهمين. وتوصلت الدراسة لمجموعة من النتائج أهمها:

1- تقوم المراجعة الداخلية بدعم فعالية الحوكمة من خلال مستويين الأول يرتكز على قيام المراجع الداخلي بتقييم مستقل وموضوعي فيما يتعلق بهيكل حوكمة الشركات، بالإضافة إلى تقييم فعالية العمليات

الخاصة بأنشطة الحوكمة، أما المستوى الثاني فيكون للمراجع الداخلي دور العامل المساعد بالنسبة للتغير حيث يقدم التوصيات والاقتراحات بهدف تدعيم وتعزيز ممارسات حوكمة الشركات.

2- تختلف أعمال المراجعة الداخلية بالنسبة لحوكمة الشركات داخل منشآت الأعمال وفقا لدرجة نضج واكتمال هياكل حوكمة الشركات والعمليات الخاصة بكل جهة على حده.

- **كما ناقشت دراسة الدكتور طاهر محمد خليفة (2009):** الدراسة النظرية والتطبيقية عن الاستحواذ على الشركة وفيه تكلم عن ماهية الاستحواذ وصور الاستحواذ وآثار الاستحواذ سواء كانت آثار عامة أو آثار خاصة وقام بعرض بعض الحالات من عمليات للاستحواذ.

- **كما ناقشت دراسة الدكتورة حنان الغر بللي (2015):** إجراءات عمليات الاستحواذ الإلزامي للشركات وكيفية وإجراءات وشروط شراء الأسهم ونتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة.

ثانيا : دراسات باللغة الأجنبية :

- **استهدفت دراسة (Haniffaa,et.al.) (2005) :** دراسة أثر الثقافة والحوكمة بشأن تقديم التقارير الاجتماعية للشركات من خلال دراسة الآثار المحتملة للمسئولية الاجتماعية وحوكمة الشركات على الافصاحات الاجتماعية ، من خلال دراسة الإفصاح في التقارير السنوية للشركات الماليزية ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المســـؤولية الاجتماعية للشركات ومجلس الإدارة من خلال أربعة من متغيرات التحكم (الحجم ، والربحية ، والوسائط المتعددة ونوع الصناعة) التي ترتبط بقوة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات .

- **وتناولت دراسة (Katsioloudes (2007) :** مدى الإدراك للمسئولية الاجتماعية الشاملة في الإمارات العربية المتحدة حيث ركزت الدراسة على أداء منشآت الاعمال في مجالات المسؤولية الاجتماعية، وتوصلت الدراسة الى انه يوجد إدراك لدى منشآت الاعمال لمجالات المسؤولية الاجتماعية وان تجاهل هذه المسؤولية يضر بالأداء المالي والتجاري للمنشأة .

- **وتناولت دراسة (Lori Holder-Webb (2009) :** سلسلة الافصاحات عن المسؤولية الاجتماعية بين الشركات الأمريكية وأشارت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية تتطلب الوصول إلى المعلومات التي لم تقدم من خلال القوائم المالية والتحليلات المالية التقليدية. وفي الوقت نفسه مجموعة من المستثمرين من المؤسسات السائدة شجعت حركة لدمج المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة في تحليل الأسهم، ودعمت جماعات أصحاب المصلحة المتعددين تحسين تقارير الأعمال بشأن هذه القضايا . وقد أجريت غالبية الأبحاث في هذا المجال على الشركات الأوروبية والاسترالية وقامت الدراسة باستكشاف ممارسات إفصاح المسؤولية الاجتماعية للشركات ذات حجم وعينة طبقية من شركات أمريكية للتداول العام ، حيث تم إجراء تحليل المحتوى للتعرف على محفظة الإعلام كاملة المقدمة من هذه الشركات خلال عام ٢٠٠٤. تم الكشف عن نشاط المسؤولية الاجتماعية للشركات من قبل معظم الشركات في العينة ، وأدرج في ما يقرب من نصف الإفصاحات العامة التي قدمت خلال تلك السنة من جانب عينة الشركات وكانت مجالات التركيز بصفة خاصة على برامج الصحة والسلامة والمسائل البيئية والتنوع والموارد البشرية . وتنشر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في مواقع الشركات والنشرات الصحفية ، وتليها مباشرة الإفصاحات الواردة في الإيداعات الإلزامية .

- **واستهدفت دراسة (Jeffrey Cohen,et.al (2011) :** دراسة تصورات المستثمرين الإفراد للعائد من الأداء الاقتصادي والحوكمة والافصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال وضع مزيدا من الاهتمام بشأن الإفصاح للشركات عن المعلومات غير المالية. واستخدم في هذه الدراسة مستثمري التجزئة لدراسة التصورات حول مؤشرات الأداء الاقتصادي ، سياسات حوكمة الشركات والأداء ،

والمسؤولية الاجتماعية للشركات . وتشير نتائج المسح أن معظم المستثمرين الأفراد حاليا معنيين بمعلومات الأداء الاقتصادي تليها الحوكمة ومن ثم المسؤولية الاجتماعية للشركات .

- **وتناولت دراسة (John Short reed et al 2011) :** التعرف على مدي حاجة المراجعة الداخلية في السنوات القادمة إلى تعديل أساليبها وأدواتها التقليدية لتلبية التقنيات والتشريعات الحديثة لحوكمة

الشركات ، والمعايير الجديدة لإدارة المخاطر، حيث تهدف المتطلبات الحديثة لتوفير ضمان أفضل لقدرة المنشأة على إدارة المخاطر التي تتطلب تغير رئيسي في ممارسات المراجعة الداخلية، وكذلك لتقديم الدعم لهذه الوظيفة من قبل مجلس الإدارة. وتوصلت الدراسة إلى انه لم يعد دور المراجعة الداخلية تقييم المخاطر نيابة عن إدارة المنشأة، ولكن امتد دورها لمساعدة صانعي القرار في رصد المخاطر والضوابط، وبالتالي وصول صانعي القرار إلى طريق مواجهة المخاطر الأكثر ملائمة .

- **وتناولت دراسة (Amman et.al (2011) :** اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة خلال الفترة من ٢٠٠٣-٢٠٠٧ لعينة من الشركات وقد أظهرت النتائج أن الاهتمام بممارسة حوكمة الشركات يدفع للاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية للشركات.

- **وتناولت دراسة (Swan et al (2011) :** يستهدف البحث دراسة أثر مشاركة المراجعين الخارجين في إدارة المخاطر في المنشآت الأسترالية باستخدام نموذج ERM، ومدي وجود علاقة بين المراجعة الداخلية ولجنة المراجعة وأثر ذلك على الاستعداد لتقديم تقارير فورية في حالة التعرض لأي مخاطر، ودراسة أثر التزام المراجعين الداخليين بالتوصيات الصادرة عن معهد المراجعين الداخليين من حيث مشاركة غالبية المراجعين الداخليين في الأنشطة الأساسية مثل إعطاء ضمانات على إدارة المخاطر. وتوصلت الدراسة إلى أن المراجعة الداخلية تلعب دورا هاما في إدارة مخاطر المنشآت، وأن لديها القدرة على تقديم تقرير فوري في حالة وجود أي مخاطر قريبة الحدوث في حالة وجود علاقة قوية مع لجنة المراجعة . كما أظهرت دراسة Gill & Obradovich (2012) اختبار إثر حوكمة الشركات والرافعة المالية في قيمة منشآت الأعمال الأمريكية خلال الفترة من ٢٠٠٩- ٢٠١١ لعينة من الشركات المدرجة في

بورصة نيويورك، وقد أظهرت النتائج أن كبر حجم مجلس الإدارة يؤثر سلبا في قيمة المنشأة كما أظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية بين كل من لجنة المراجعة وحجم المنشأة والعائد على الأصول في قيمة المنشأة، كما أن ممارسات حوكمة الشركات ذو أثر مختلف بين قطاع الصناعة وقطاع الخدمات .

- **وتناولت دراسة (Mendaci & Kahyaoglu (2012) :** تحليل دور المراجعة الداخلية وحوكمة الشركات في إدارة مخاطر المنشأة من خلال تقديم الأدلة التجريبية من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة اسطنبول ، حيث اتضح من خلال الدراسة أن نطاق عمل المراجعة الداخلية أتسع في السنوات الأخيرة بسبب زيادة تعقد الأعمال ، والعواقب المترتبة على فضائح الشركات ليشمل مساهمة المراجعة الداخلية في إدارة مخاطر المنشأة (ERM) ، وحوكمة الشركات ، وقد اعتمدت الدراسة التجريبية على التقارير السنوية للشركات ، وأيضا على أسعار الأسهم اليومية في بورصة اسطنبول وتم تحليل البيانات من خلال استخدام الانحدار اللوجيستي Logistic ، وتوصلت الدراسة إلي أن للمراجعين الداخليين دورا هاما في مساعدة كل من مجلس الإدارة ، ولجنة المراجعين من خلال رصد ودراسة وتقييم وتقديم تقارير بالتوصية عن إدخال تحسينات في عمليات إدارة المخاطر بالمنشأة Enterprise Risk Managementس(ERM) ، ومن خلال عرض الدراسات السابقة باللغتين العربية والأجنبية يمكن للباحثة تسجيل الملاحظات الآتية :

1) اتفقت الدراسات السابقة على الدور الإيجابي الذي تؤديه حوكمة الشركات في تحسين جودة التقارير المالية وان الاهتمام بممارسة حوكمة الشركات يدفع للاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية للشركات .

2) ركزت الدراسات السابقة على دور آليات الحوكمة في الحد من المخاطر من خلال اشتقاق مجموعة من المهام الواجب على المراجعة الداخلية ولجنة المراجعة الوفاء بها لتدعيم فعالية حوكمة الشركات .

الفصل الاول

مبدأ الشفافية والإفصاح في اعمال الشركات

لقد حظي موضوع الشفافية والافصاح اهتماما عالميا كبيرا في القطاعين الخاص والعام كأحد اهم العناصر الأساسية في سياسة الدولة ووضعها في إطار اقتصادي سليم، وإبراز توجه الشركات والحكومات نحو الشفافية والافصاح.

يكمن ذلك من خلال ابراز التحديات والصعوبات التي يتم مواجهتها، والإصلاحات المالية التي تتخذ في مواجهة تلك التحديات وضبط المالية، واطلاع المهتمين وأصحاب المصالح والمساهمين على البيانات والمعلومات المرتبطة بالشركة.

وتمثل القوائم المالية والإيضاحات المتممة لها الوسيلة الأساسية التي تقدم بها الإدارة المعلومات المالية اللازمة عن حقيقة المركز المالي والأداء المالي والتغيرات في حقوق الملكية والتغيرات في التدفقات النقدية، با تباع المعايير والإرشادات اللازمة لتقديم الإفصاحات اللازمة والكافية لهؤلاء الإفراد وهو ما يسمي الإفصاح العادل أو الشفافية.

كما تعتمد الشفافية على إلزام الشركات بتقديم المعلومات الملائمة والموثوقة التي تمت مراجعتها عن طريق مراجعين مستقلين، بحيث يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات، وتتوافر خاصية الملائمة عندما تكون المعلومات المعروضة وثيقة الصلة باحتياجات مستخدميها، وتقدم في توقيت مناسب وبها قيمة تنبؤيه وتغذية عكسية، كما تتوافر خاصية الموثوقية عندما يتم تقديم المعلومات بطريقة يمكن الاعتماد عليها بمعنى أنها تقدم معلومات تعكس حقيقة الأحداث والمعاملات المالية دون تحيز وبحيادية وتكون مؤيدة بالمستندات أو الاعتماد علي تقديرات معقولة للأحداث المقدمة، كما يجب أن يتوافر في المعلومات خاصية القابلية للمقارنة مع الفترات السابقة ومع المنشآت المماثلة وبالإضافة إلى ذلك يجب توافر خاصية الوضوح بمعنى القابلية للفهم من خلال استخدام المصطلحات الدارجة والمفهومة وطريقة العرض الشائعة .

وأخيراً ينبغي تنظيم استخدام التجميع والمقاصة في المعلومات بحسب الأحوال التي وردت في المعايير المحاسبية وبحيث لا يؤدي إلى فقد معلومات هامة [3].

وعلى هذا سيتناول هذا الفصل المبحثين التاليين:

المبحث الأول: ماهية الشفافية والإفصاح.

المبحث الثاني: ماهية المعلومات ومصادرها.

المبحث الأول

ماهية الشفافية والإفصاح في عمليات الشـركات

تعد الشفافية والإفصاح من أهم مبادئ حوكمة الشركات ، نظرا لما تمثله من استقرار وشفافية وحماية لجميع الاطراف المتعاملين مع الشركات والأسواق المالية [4] ، وهي تظهر بوضوح من خلال نصوص القوانين الصادرة حديثا التي تبنت قواعد الشفافية والافصاح، ففي العديد من القوانين منها على سبيل المثال ما أشار اليه القانون الكتاب العاشر (الإفصاح والشفافية) من القانون رقم 7 لسنه 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية ولائحتـه التنفيـذية في دولـة الكـويت .

حيث نصت المادة (1-2-4) على : [5]

" يجب على الشركة المدرجة ان تقوم بالإفصاح فورا عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بها وذلك ..."

([3]) أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2011، ص 22

([4]) أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2011 ، ص 22

(5) قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010

كما نصت المادة (4-6-1) على:

" يتم الإفصاح عن المعلومات الجوهرية من خلال قيام الشركة المدرجة بالإفصاح بمخاطبة البورصة والهيئة بالإعلان المتضمن للمعلومات المراد الإفصاح عنها ..."

فيهدف قانون الهيئة الى أرساء مبدأ الشفافية، وتطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية، ويمنع تعارض المصالح، واستغلال المعلومات الداخلية، لما لها من أثر على كل من سمعة الشركات وحماية حقوق المساهمين وكسب ثقة أصحاب المصلحة.

كما أنه في هذا الشأن نجد أن المشرع قد حذر المطلعين علي المعلومات الداخلية للشركة بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤدونها القيام بأستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي لأسباب شخصية أو أفشائها للغير للحصول علي منفعة عامة وخير مثال علي ذلك هو ماورد بقانون سوق المال المصري رقم 95 لسنه 1992 ولائحته التنفيذية (6) ، كما أن قانون هيئة سوق المال الكويتي قد أكد علي أن الهدف الذي تسعي الهيئة لتحقيقه هو تطبيق مبدأ الأفصاح الكامل والدقيق بما يحقق الشفافية ويمنع تعارض المصالح وأستغلال المعلومات الداخلية (7) .

وبالتالي فقد برزت مصطلحات الشفافية والإفصاح ضمن نصوص مدونات قواعد الحوكمة الحديثة، إلا أن بعض هذه المدونات لا تفصل في واقع الامر بينهما وتسردهم كما لو أنهم كلمه واحدة، الأمر الذي يؤثر بشكل كبير على استيعاب القارئ للقواعد والتي طالبت المدونات بتطبيقها.

ولأهمية هذا الموضوع من الناحية القانونية سنقسم هذا المبحث الى مطلبين :

المطلب الأول : مفهوم الشفافية.

المطلب الثاني : مفهوم الإفصاح وتمييزه عن الشفافية.

(6) راجع في ذلك نص (المادة 322) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري ، وهنا نجد أن المشرع المصري قد ساير بهذه المادة ما تنص عليه القاعدة 2 من قواعد الأستحواذ الإنجليزية .

(7) الفقرة (5) من المادة (3) من قانون هيئة سوق المال الكويتى .

المطلب الأول

مفهوم الشفافية

الشفافية هي قيام الشركات بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، واتاحت الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها، وعدم حجب المعلومات إلا تلك المعلومات التي من شأنها الاضرار بمصالح الشركة فيجوز لهم الاحتفاظ بسريتها، مثل : أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغيرها من الاسرار التجارية [8].

وكذلك يقصد بها هو حق المواطنين في المعرفة، ويستلزم ذلك نشر المعلومات عن الشركة المراد الاستحواذ عليها وتوفيرها للجميع وإفساح المجال للاطلاع عليها [9]، كما جاء أيضا أنها توفير الشركة للبيانات المالية وغير المالية بصورة حقيقية عن المركز المالي للشركة وهي تعني عدم حجب المعلومات وتوصيل المعلومات للكافة وبدقة وفي الوقت المناسب بالقدر الكافي .

كما نجد من زاوية أخرى فإن الشفافية في المفهوم الاقتصادي: منح جميع المعنيين الفرصة الكافية للاطلاع والتعرف على المعلومات والقرارات ذات العلاقة، متضمنة مبررات اتخاذه الجهات المسـئولة عنها، والنتائج المترتبة عليها، كما يقصد بها إيصال معلومات حقيقية وواضحة وكافية إلى الأطراف كافة، ذات المصلحة لإتاحة الفرصة لها، لتحليل عمليات الشركة. وكذلك تعرف الشفافية بأنها الكشف الكامل عن الصورة الادارية والمالية الحقيقية في اي مؤسسة وشركة، وتتطلب الشفافية أن تكون البيانات والتقارير أو الاحداث الجوهرية المعلن عنها تعكس الواقع الحقيقي للشركة والمؤسسة بشكل واضح وصريح [10].

(8) الممارسات الغير مشروعة في بورصة الاوراق المالية،د. صالح البربري،مركز المساندة القانونية،القاهرة 2001،ص 18.

(9) تقرير "حرية المعلومات والشفافية في مصر"صادر عن مركز المشروعات الدولية الخاصة، موقع : http://www.cipe-arabia.org

(10) د. أحمد خضر: الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، مرجع سابق ، ص53.

وكذلك تعرف الشفافية : بيان المعلومات التي تعرضها الشركة لتعكس حقيقة موقفها المالي، وبمعنى أوضح تعني الشفافية قيام الشركات والجهات بتوفير البيانات والمعلومات والتقارير للمساهمين والقائمين على سوق الأوراق المالية وفقا لمركز مالي حقيقي يمكنهم من تحديد النشاط المالي والمستقبلي للشركة.

وعليه فإن الشفافية ألتزام أخلاقي على عكس الإفصاح، فالشفافية ليست إلزامية وإنما ألتزام ذاتي أخلاقي يهدف لإيصال معلومات إلى أشخاص هم بحاجة إليها في الوقت المناسب وتخدم الأطراف التالية :

- **الطرف الأول :** الشركة وذلك لهدف تعزيز سمعتها لدى العملاء واصحاب المصلحة كما انها تهدف للمحافظة على العملاء وكسب ولائهم.
- **الطرف الثاني :** العملاء واصحاب المصلحة حيث تهدف لتعريفهم بأي شيء ذو أثر مادي أو معنوي قد يؤثر عليهم .
- **الطرف الثالث :** المساهمين حيث تهدف لتعريفهم بأي حالات تستدعي اتخاذ إجراءات مستقبلية من قبل إدارة الشركة .
- **الطرف الرابع :** المجتمع حيث تهدف لنشر الوعي بأي معلومات تستدعي اخذ الحيطة تجاه موضوع معين أو التوعية به .

ولابد من الإشارة أن هناك عدة شروط يجب توفرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية منها :

أولاً : أن تكون الشفافية في الوقت المناسب، حيث أن الشفافية المتأخرة تكون لا قيمة لها ويعلن عنها فقط لاستيفاء الشكل ونستشهد على ذلك بميزانيات الشركات التي تنشر بعد شهور أو سنوات من صدورها.

ثانياً : أن تتاح الشفافية لكافة الجهات في ذات الوقت. فهل هناك فائدة من نشر إعلانات التوظيف التي تصدر بعد تعيين الأقارب والمعارف.

ثالثاً : تكون شارحة نفسها بنفسها فما قيمة شفافية غامضة او يحاط بها لبس، فقد تقوم بعض الشركات بنشر قوائمها المالية بالصحف استيفاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود على أنه يجب ملاحظة ألا تخل الشفافية بالمبادئ العامة للحفاظ على بعض المعلومات ذات الصلة بسرية العمل .

رابعاً : يعقب الشفافية مساءلة، فالشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والإقتصاص من مرتكبيها، وذلك بالطبع في إطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك [11].

المطلب الثاني

مفهوم الإفصاح وتميزه عن الشفافية

الإفصاح هو بث المعارف أو نقل المعلومات ممن يعلمها لمن لا يعلمها [12] ، وقد ورد أيضا أنه الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية ، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة [13] ، كما جاء أن الإفصاح هو اتصال الشركة بالعالم الخارجي بالوسائل المختلفة لكشف المعلومات الهامة للمستثمرين والمساهمين وسوق المال وغيرهم من أصحاب المصالح وهو يعني إشهار كافة الحقائق عن الشركة وإظهار جميع البيانات والمعلومات سواء كانت معلومات دورية أو غير دورية وسواء كانت مالية أو غير مالية [14].

([11]) د. سالم عبود: الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية ، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث بالأردن، فترة 28، 2009/4/29، ص11

([12]) د. بلعادي عمار ، د. جاو حدو: دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، الملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة "واقع – رهانات – آفاق"، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7، 8 ديسمبر 2010، على الموقع : https://.iefpedia.com/arab

([13]) د. محمد الجيلاتي: دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية .

([14]) د. أحمد خضر: المرجع السابق ص52.

كما أن الإفصاح هو تعهد الشركات التي تعمل في سوق المال بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية " البورصة وهيئة سوق المال " وتلتزم أيضاً بأن تحملها إلى المساهمين والجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين [15].

- **التمييز بين الشفافية والإفصاح :**

ووفقاً للتعريف السابق لكلاً من الشفافية والإفصاح يتضح أنهما يدلا على إظهار المعلومات وأتاحتها للجميع وبالتالي فهما يختلطان ببعضهما ويوجد تداخل وترابط بينهما إلى درجة يصعب التمييز بينهما.

وقد حاول البعض إيجاد الفروق بين الشفافية والإفصاح فذهب أحدهم إلى أن الشفافية هي النظام والإجراءات العملية لتوفير مستلزمات الإفصاح عن النشاط، وذهب أخر إلى أن الشفافية هي حق يتمتع به المساهمون ويترتب عليه توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها [16]. بينما الإفصاح هو التزام على الشركات بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية والمساهمين والجمهور [17].

والحقيقة أن كلاهما يعني الإدلاء بالمعلومات وإتاحتها لكل ذي شأن والدليل على ذلك مبادئ حوكمة الشركات corporate governance التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCED في عام 1999 وتعدلت بعد ذلك عام 2004 تتحدث عن مبدأ الإفصاح والشفافية على أنهما شيء واحد ويؤيد ذلك أن معظم الفقه الذي يتناول حوكمة الشركات يتناولهما معاً على أنهما بنفس المعنى وذلك جرياً على ما سارت عليه OCED [18] ، كما أن القول بأن الشفافية هو حق المعرفة والإفصاح هو التزام قانوني على الشركات يعارضه ما جاء بأن التعريف القانوني للشفافية هو الالتزام بنقل المعلومات للآخرين وهو التزام جبري بقوة

([15]) د. صالح البربري: الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، القاهرة، مركز المساندة القانونية، الطبعة الأولى، سنة 2001، ص18.

([16]) د. سالم عبود: المرجع السابق، ص14.

([17]) د. صالح البربري: المرجع السابق، ص18.

([18]) د. طارق حماد: حوكمة الشركات، الإسكندرية، الدار الجامعية، سنة 2005، ص10 ، أ. نرمين أبوالعطا: حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق المال بمصر، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية بجامعة القاهرة، سنة 2006، ص22 .

القانون ، وعليه فإن كلاهما التزام قانوني ، ف في رأي اجد الشفافية هي حالة تظهر نتيجة وجود حالة الإفصاح ، شرط أن يكون الإفصاح كاملاً ، فإذا كان ناقصاً فلا توجد شفافية ، وهو الأمر الذي يجعل الشفافية حالة أعم وأشمل من حالة الإفصاح ، وبالتالي فإن الشفافية أوسع نطاقاً من الإفصاح ، وعليه فإن كل حالة شفافية تفترض وجود إفصاح بينما حالة الإفصاح لا تستلزم وجود شفافية دائماً .

وفي النهاية يمكن تلخيص ما سبق بأن الشفافية تعكس مدى التزام الشركة بمشاركة المعلومات مع الآخرين في الوقت المناسب بينما الإفصاح يعكس مدى التزام الشركة بالامتثال للمتطلبات والقوانين، وقد يكون من الضروري لكل مهني يمارس نشاط التدقيق الداخلي أو لكل مهتم بالحوكمة المؤسسية أن يفرق بين هذه المصطلحات ويعرف الاختلافات الرئيسية بينها ليتمكن من معرفة أفضل الممارسات في مجال الشفافية حتى يتمكن من المساهمة في تعزيز سمعة الشركة التي يعمل بها.

- **الملتزم بالإفصـــــــاح :**

وفقاً لإطار البحث والمتعلق بعمليات البورصة فإن الملتزم بالإفصاح هي كل الشركات التي لها أوراق مالية في البورصة ، والتي تلتزم بتحديد الأشخاص المسئولين عن إصدار التقارير المالية الدورية لتلك الشركات ، وهو الأمر الذي جاء بالمادة السادسة من القانون المصري رقم 95 لسنه 1992 بالـتزام كل شركة طرحت أوراقاً مالية في اكتتاب عام أن تقدم إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها على أن تتضمن التقارير كافة البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها وفي حالة مواجهة ظروف جوهرية تؤثر عــلى نشاطها أو على مركزها المــالي فيجب الإفصاح عن ذلك فوراً، وفي الإمارات يجوز لمجلس إدارة هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وفقاً للمادة 33 من القانون 4 لسنة 2000 إلزام أي شخص ذي صلة بأنشطة الأوراق المالية سواء كان شخص طبيعي أو اعتباري بالإفصاح العلني أو الخاص وبتقديم أية بيانات ذات صــلة، كما يجب على الشركات التــي تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغ مجلس إدارة السوق بأية معلومــات تؤثر على أســعار تــلك الأوراق [19] .

([19]) المادة 34 من قانون هيئة وسوق الأمارات للأوراق المالية رقم 4 لسنة 2000.

وفي فرنسا يلتزم كل كيان أو كل شخص معنوي له صكوك مصدرة للتداول في السوق المنظمة أن يمد الجمهور بالمعلومات، ويقوم على إدارة الشركة أياً من رئيس مجلس الإدارة والمديرين العموم وأعضاء مجلس الإدارة للأشخاص الطبيعية أو المعنوية والممارسين في الشركة لوظائف الإدارة أو عضو مجلس المراقبة الممثلين للأشخاص المعنوية والممارسين لوظائفهم.

- **مسؤولية الإخلال عن الإفصاح :**

يترتب على الإخلال بالإفصاح عن المعلومات وفقاً للأحكام السابقة وقوع الشركة الملتزمة بالإفصاح والمسئولين فيها تحت طائلة العقاب الجنائي بالإضافة إلى العقوبات التأديبية التي تتخذها هيئة الرقابة على الأوراق المالية في مصر هيئة الرقابة المالية، وفي الإمارات هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية، وفي الكويت هيئة أسواق المال، وفي البحرين مصرف البحرين المركزي، وفي فرنسا هي الأسواق المالية وتسمي "AMF"، وهناك صورتين للإخلال بالإفصاح عن المعلومات العامة نوضحهما ثم نوضح المسئولية المدنية الناشئة عن ذلك.

أولاً : عدم الإفصاح نهائياً عن المعلومات :

في هذه الحالة تكون الشركة قد خالفت القواعد المتعلقة بحوكمة الشركات وقواعد قيد واستمرار تداول الأوراق المالية بالبورصة، ووفقاً للقانون المصري رقم 95 لسنة 1992 في المادة (21)

يجوز لرئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار ويكون له إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات وفي الإمارات يجوز طبقاً للمادة 15 من القرار الوزاري رقم 518 لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة للهيئة عند الإخلال بالأحكام الواردة بالقرار توقيع أي من الجزاءات التالية:

1- توصية إنذار لإزالة أسباب المخالفة.

2- تعليق إدراج الورقة المالية للشركة.

3- إلغاء الإدراج.

4- الغرامة المالية التي لا تجاوز الحد الأقصى المنصوص عليه في القانون.

ثانياً : نشر معلومات كاذبة أو خادعة :

وهي جريمة جنائية تتحقق بتوافر الركن المادي بنشر معلومات كاذبة أو خادعة والركن المعنوي بتوافر القصد الجنائي ويتمثل في العلم بكذب المعلومات وتأثيرها على الأسعار [20].

وهذه الجريمة معاقب عليها في القانون المصري بالمادة 63 من القانون 95 لسنة 1992 بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن 50 ألف جنيه ولا تزيد على 20 مليون جنيه أو بإحداهما لكل من أثبت عمداً بيانات غير صحيحة أو كل من زور في سجلات الشركة أو اثبت فيها عمداً وقائع غير صحيحة أو عرض تقارير على الجمعية العامة للشركة بها بيانات كاذبة [21].

وفي الإمارات لا يجوز تقديم أية بيانات أو تصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية وعلى قرار المستثمر بالاستثمار من عدمه ويعاقب بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تجاوز مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين [22].

وفي فرنسا جاءت لائحة AMF في المادة 632-1 بتجريم الإخلال بالتزامات المعلومات ومنها نشر معلومات مزيفة، كما جاء بإلزام كل شخص بالامتناع عن التلاعب بالأسعار عن طريق معلومات مزورة أو خادعة على العرض أو الطلب .

كما جاء في المادة L621-15 من الكود النقدي والمالي بجواز أن تقوم لجنة العقوبات بالـ AMF باتخاذ الإجراءات العقابية تجـــاه كل شخص يقوم بنشـــر معلومات مزورة أو خـــادعة ومن يرتكب ذلك يتعرض للعقوبة المالية وقدرها 100 مليون يورو بحد أقصى أو عشرة أضعاف قيمة المنافع المحققة وتكون الغرامات لصالح الخزانة العامة ، ووفقاً للمادة L465-1 من الكود النقدي والمالي يتم معاقبة مديري الشركة وكل من يشترك في الإدارة بالحبس لمدة سنتين والغرامة 1.5 مليون يورو لكل من نشر معلومات كاذبة ، كما يتم

([20]) د. صالح البربري: المرجع السابق، ص252 ، وكذلك أ. منير بوريشه: المسئولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، رسالة ماجستير، كلية حقوق الإسكندرية ، دار الجامعة الجـديدة ، سنة 2001 ، ص178

([21]) المادة 63 من القانون 95 لسنة 1992 معدلة بالقانون 123 لسنة 2008 .

([22]) المادتين 36 ، 41 من قانون سوق الأوراق المالية الأماراتي رقم 4 لسنة 2000 .

معاقبة كل شخص يمارس مهنة أو وظيفة تمكنه من الحصول على معلومات مميزة لإصدارات متداولة في البورصة بالحبس لمدة سنة والغرامة 150 ألف يورو إذا قام بنشر معلومات كاذبة أو عمليات العالمين ببواطن الأمور كما تخضع الأشخاص المعنوية للمسئولية الجنائية وفقاً لشروط المادة L121-2 من الكود الجنائي عن الغرامات المالية في المادة L465-1 من الكود النقدي والمالي.

ثالثاً : المسئولية المدنية :

تتحقق المسئولية المدنية لمصدري الأوراق المالية والمديرين المسئولين عن إصدار التقارير المالية متى تم الإخلال بالإفصاح عن المعلومات، وتتوافر المسئولية بوجود خطأ وحدوث ضرر وعلاقة سببية بينهما :

1- **الخطأ :** ويحدث عندما يتم نشر معلومات مالية خاطئة سواء في التقارير السنوية أو نصف السنوية.

2- **الضرر :** يجب أن يترتب على حدوث الخطأ وقوع ضرر يصيب المستثمر، وقد اشترط الفقه أن يكون الضرر شخصياً وهو ما يعني أن يكون الضرر فردياً ولم يقبل الفقه والقضاء في فرنسا أن يكون الضرر الجماعي أساس ومبرر للتعويض وإن كان القضاء الأمريكي أقر بذلك، كما يشترط في الضرر أن يكون مادياً وبالتالي لا يصلح الضرر المعنوي سبباً للتعويض، ويشترط أيضاً أن يكون الضرر مباشراً ومؤكداً.

3- **علاقة السببية :** وتكون علاقة السببية بين الخطأ والضرر فإذا توافرت الأركان الثلاثة تحققت المسئولية والتي تستوجب التعويض عن الأضرار.

المبحث الثاني

ماهية المعلومات المفصح عنها بخصوص الشركات

وبعد التطرق لمفهوم كلا من الشفافية والإفصاح والتمييز بينهم، يتضح مدى ارتباطهم الوثيق بالمعلومات فيجب أن نقف على ما ماهية هذه المعلومات، كونها تلعب دوراً هاماً في عمليات البورصة فتؤثر إيجاباً وسلباً على أسعار الأوراق المالية ويترتب عليها ارتفاع أو انخفاض أسعار الأوراق المتداولة في البورصة، فهناك نوعين من المعلومات: معلومات يتم الإفصاح عنها، وأخرى لا يتم الإفصاح عنها كما يكون لها تأثير في عمليات الاستحواذ وهذا ما سنبينه في الفصل الثالث من البحث. فما المقصود بالمعلومات، وما هي مصادرها وأنواعها وأهميتها العملية؟

المطلب الأول

مفهوم المعلومات ومصادرها

أولا: المعلومات لغةً : مشتقة من كلمة علم، وتعني المعرفة ، وإدراك الشئ بحقيقته [23] .

أما المعلومات اصطلاحاً : هي البيانات التي تمت معالجتها لتحقيق هدف معين أو لاستعمال محدد لأغراض اتخاذ القرارات [24]، وهذه البيانات تصبح لها قيمة بعد تحليلها أو تفسيرها أو تجميعها، وذكر أخر أنها البيانات التي تصاغ بطريقة هادفة لتكون أساساً لاتخاذ القرار [25].

ثانيا : مصادر المعلومات : تتعدد المصادر التي يتم الحصول على المعلومات منها، ونظراً لكثرتها ولدواعي البحث نرى التركيز على أهمها، وعليه نرى رد هذه المصادر إلى طائفتين هما :

([23]) المعجم الوسيط ، من خلال البحث عنه في الموقع الأليكتروني https://www.almaany.com

([24]) د. أحمد فرج: مفهوم المعلومات، فبراير 2007، على الموقع: http://ahmadfarag.yoo7.com/t49-topic

([25]) تعريف د. شوقي سالم مذكور عند د. احمد فرج : المرجع السابق.

1- المصادر الرسمية للمعلومات : هي المعلومات الصادرة عن الجهات الحكومية والمنظمات الدولية، حيث تعمل هذه الجهات على جمع المعلومات من مصادرها الأصلية ولها أجهزة تتأكد من صحتها حتى إذا صدرت كانت محل ثقة الجميع .

وتتمثل الجهات الحكومية للمعلومات في البحرين أو الكويت أو مصر على سبيل المثال فيما يصدر من نشرات وتقارير عن الوزارات وعن البنك المركزي، وعن الجهـــات الرقابيـــة مثل هيئـــة الرقابة المالية وإدارة البورصة، كما تشمل ما ينشر في الجرائد الرسمية من قوانين ولوائح وقرارات إدارية، وأيضاً ما يصدر عن مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار التابع لمجلس الوزراء، وما يصدر عن الهيئة العامة للاستعلامات والسجل التجاري وصحيفة الشركات، وما يصدر من غرفة التجارة والصناعة الكويتية، كما استحدثت مملكة البحرين ما يسمي بالجمعية البحرينية للشفافية للرقابة عن الإفصاح عن المعلومات.

أما في فرنسا تتمثل المصادر الرسمية للمعلومات فيما يصدر من معلومات من بنك فرنسا " باعتباره البنك المركزي في فرنسا " وما يصدر في نشرات قانونية مثل BALO (26)، وما يصدر عن سجل التجارة والشركات RCS والسجلات الخاصة بالضمان الاجتماعي securité sociale والضرائب المباشرة وغير المباشرة وسجل عقود الضمان العقاري "الشهر العقاري".

وفي الإمارات تتمثل المصادر الرسمية للمعلومات فيما يصدر من نشرات وتقارير عن المصرف المركزي وكذلك ما يصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع، وما يصدر عن السجل التجاري والمركز الوطني للوثائق والبحوث والمجلس الوطني للإعلام وكذلك ما ينشر في الجريدة الرسمية، وما يصدر عن كافة الجهات الحكومية الاتحادية أو المحلية.

([26]) اختصاراً لـ: Bulletin des annonces legales officielles

2- المصادر غير الرسمية للمعلومات : وتتمثل فيما يرد بالكتب والمجلات المختلفة سواء الصادرة عن مراكز بحثية جامعية أو غيرها وكذلك الرسائل الجامعية وما يصدر عن المؤتمرات والندوات وحلقات النقاش، وما يرد في الصحف.

كما تشمل المعلومات الواردة بتقارير الشركات المقيدة أوراقها بالبورصة وكذلك التقارير الصادرة عن كافة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، سواء كانت شركات للتحليل المالي أو شركات السمسرة في الأوراق المالية، وكذلك التقارير والنشرات الصادرة عن البنوك.

المطلب الثاني

أنواع المعلومات واهميتها

أولا: أنواع المعلومات

توجد أنواع متعددة من المعلومات، يمكن تقسيمها بحسب الضابط لها وذلك على النحو الاتي :

1) بحسب درجة اليقين :

توجد معلومات مؤكدة ومعلومات غير مؤكدة.

2) بحسب درجة الإفصاح :

توجد معلومات يتم الإفصاح عنها وأخرى لا يجوز الإفصاح عنها، وتسمى المعلومات المفصح عنها المعلومات العامة المتاحة للجمهور، بينما المعلومات الغير مفصح عنها تسمى المعلومات السرية أو الخاصة أو المميزة.

3) بحسب درجة صحتها :

توجد معلومات صحيحة وأخرى كاذبة ومزورة.

4) بحسب درجة ارتباطها بالشخص :

توجد معلومات شخصية تمس الحياة الخاصة للشخص من مراسلاته البريدية أو الالكترونية واتصالاته وما يرتبط بأسرته وهذه لا يجوز الاطلاع أو الحصول عليها بطريقة غير مشروعة، ومن ناحية أخرى يوجد معلومات غير شخصية وهذه لا حرج في الاطلاع أو الحصول عليها باعتبارها من المعلومات العامة، وهي المعلومات غير الشخصية والتي لا ترتبط بالحياة الخاصة لأي شخص.

5) بحسب المصدر :

توجد معلومات مصدرها رسمي، وأخرى مصدرها غير رسمي.

6) بحسب المجال :

توجد معلومات في المجال السياسي وأخرى في المجال القانوني وأخرى في المجال الاقتصادي ....

7) بحسب شكل الإصدار :

توجد معلومات تصدر في صورة ورقية وهي الكتب والمجلات والنشرات والرسائل العلمية والأبحاث، ومعلومات تصدر في صورة مسموعة وهي الإذاعة، ومعلومات تصدر في صورة مرئية وهي التليفزيون، ومعلومات تصدر في صورة الكترونية وهي الانترنت.

ثانيا :أهمية المعلومات

تتمتع المعلومات بأهمية كبيرة في كل مجال من مجالات الحياة وأصبح من الصعب اتخاذ أي قرار دون الرجوع إليها وعليه يمكن إرجاع أهمية المعلومات على سبيل المثال وليس الحصر إلى الآتي :

1- تساعد على اتخاذ القرارات السليمة وفق المعطيات التي تؤخذ بها، وفي مجال عمليات البورصة تساعد في اتخاذ قرار الاستثمار في ورقة مالية معينة من عدمه وكذلك في قرار شراء أو بيع أي ورقة مالية.

2- يعتبر توافر المعلومات وسهولة الحصول عليها ميزة للسوق، حيث يساعد على زيادة عدد المستثمرين أو الراغبين في الدخول إلى السوق، وهو ما يمكن القول معه أن توافر المعلومات بمثابة عامل جذب للاستثمار، بينما عدم توافر المعلومات أو صعوبة الحصول عليها بمثابة عامل طرد للاستثمار.

3- أن توافر المعلومات وسهولة الحصول عليها دليل على تقدم الدولة وتطورها، بينما عدم توافر المعلومات أو صعوبة الحصول عليها من دلائل تخلف الدولة وعدم استجابتها لتطور الحياة المعتمد في شئونه على المعلومات. [27]. ولنا في هذا المجال تجربة شخصية حيث يمكن الحصول على أحدث أحكام محكمة التمييز الكويتية وغيرها من درجات المحاكم خلال أيام معدودة من صدور الأحكام، وذلك من خلال عدة مواقع على شبكة المعلومات (أنظمة صلاح الجاسم).

4- تساعد الباحثين على إنجاز أبحاثهم في شتى العلوم المختلفة، وهو ما يساعد على تقدم البحث العلمي وبالتالي تقدم الدولة التي تعمل على توفير المعلومات بمصادرها المتعددة، ولا يتصور أن تتقدم أي دولة في ظل غياب المعلومات أو ضبابية المعلومات.

([27]) موقع www.legifrance.fr المرفق العام الفرنسي لنشر القوانين والأحكام.

الفصـــل الثـــاني

تأثير الشفافية والافصاح على عمليات الحوكمة والاستحواذ

نحبذ أن نبين أولا اننا أمام الحماية الوقائية للشركة وكافة الأطراف المرتبطة بها نتيجة لتطبيق سياسة الشفافية والافصاح بشكل سليم وفقا لما هو منصوص عليه في قانون الشركات التجاري وقوانين هيئة أسواق المال،اذ ان تفعيل هذا المبدأ وهو اهم مبادئ الحوكمة من شأنه ان يؤدي الى ارتفاع أداء الشركة ، وتخفيض الاضرار الناتجة عن المخاطر المتعلقة بالفساد المالي ، وزيادة القدرة على المنافسة محليا وعالميا، ولن تكون الشركة معرضة للاستحواذ.

إذ من المعروف ان الشركات الأكثر تعرضا لعمليات الاستحواذ في الغالب هي تلك يغيب عنها عنصر الشفافية، بحيث يفقد المتعاملون معها الثقة بمجلس ادارتها، وبالتالي يكونون على اهب الاستعداد لقبول الاستحواذ والذي ينبغي أيضا ان يتسم بالشفافية والوضوح والافصاح عنه في سبيل تغيير مجلس الإدارة.

ونؤكد أن عمليات الحوكمة والاستحواذ بحد ذاتها ليست محل بحثنا. على اننا لابد من التطرق إليهم من حيث المفهوم وطرق كل منهما، نبين فكرة او مدى تأثير الشفافية والافصاح على كل منهم، اذ ان الحوكمة السليمة مرتبطة بتفعيل هذا المبدأ، وان عمليات الاستحواذ كوسيلة لتفادي اكبر قدر من الاضرار الناتجة، لابد من الإفصاح عنها لإتمامها لما لها من اثر على كل الأطراف المرتبطة بالشركة.

ولذلك سنقسم هذا الفصل الى مبحثين على النحو الاتي:

المبحث الأول: تأثير الشفافية والافصاح على عمليات حوكمة الشركات

المبحث الثاني: تأثير الشفافية والافصاح على عمليات الاستحواذ

المبحث الأول

تأثير الشفافية والافصاح على عمليات حوكمة الشركات

تمهيد وتقسيم:

لقد ظهر في السنوات الأخيرة ما يعرف بمصطلح حوكمة الشركات، باعتبارها أساس التنمية الاقتصادية والمصرفية، وقد نشأت هذه الظاهرة نتيجة القصور الذي تخلل القوانين والتشريعات التي تحكم ممارسة الأعمال والأنشطة التجارية والتي أدت إلى حدوث الكثير من حالات الإفلاس والتعسر والعسر المالي للعديد من الشركات الضخمة منها على سبيل المثال شركة آنرون وورلدكوم، التي تضرر من جرائها آلاف المساهمين وأصحاب رؤوس الأموال. وقد أوضحت تجارب العديد من دول وشركات العالم والأزمات المالية التي عصفت بها، أن الحكم الرشيد يشكل أحد العناصر الأساسية للنمو الصحي والقوي في الاقتصادات الوطنية وقطاع الشركات والمصارف المحلية.

ويرجع ذلك إلى سلسلة من الأحداث التي وقعت خلال العقدين الأخيرين، والتي كانت السبب في هذه الأولوية التي تتمتع بها الموضوعات المتعلقة بحوكمة الشركات لدى كل من مجتمع الأعمال الدولية، ومؤسسات التمويل الدولية. وكانت الانهيارات المذهلة لمنشآت الأعمال – مثل الفضيحة الشهيرة لبنك الاعتماد والتجارة الدولي، وكارثة بنوك الادخار والإقراض Savings and loan Banks في الولايات المتحدة، والفجوة الكبيرة بين مرتبات ومكافآت المسئولين التنفيذيين في الشركات وبين أداء تلك الشركات والتي تعتبر القوة الدافعة وراء طلب التغيير في الدول المتقدمة. فقد كانت الفضائح والأزمات المالية والانهيارات المؤسسية في شرق آسيا، وروسيا، الولايات المتحدة سبباً لبروز حوكمة الشركات ولتصل إلى مركز الصدارة في الدول النامية، الأسواق الصاعدة، والاقتصادات الانتقالية [28].

من خلال ما سبق لابد من الإشارة الى ان مصطلح الحوكمة هو مستحدث في العلوم الادارية، والذي كان قد ظهر من خلال الازمات الخاصة في الشركات الضخمة وانهيارها، وليس في القطاع الحكومي.

([28]) أحمد علي خضر ، مرجع سابق ، ص 48 .

حيث أرتأت كثير من المنظمات التي تعنى بالاقتصاد والأسهم إلى تنمية هذه الفكرة، ومعالجة المشاكل التي قد تطرأ في محيط الشركات. أن الحوكمة عمل تنظيمي، لذا فإن تطبيقها مهما أنطوى على بذل تكاليف ومجهودات، إلا أنها تدر على الشركة بمنافع كبيرة، فهي تعمل على تحقيق النمو المستدام للشركة، وتعمل على تسهيل الأطر القانونية والرقابية وتطبيقها من خلال الإفصاح والشفافية ، وتشكيل اللجان المتخصصة في ذلك.

ورغم التباين الكبير في درجة الاهتمام بين الدول المتقدمة والنامية، إلا أنه يمكننا القول أن بعض الدول النامية أبدت اهتماماً مناسباً بهذا المفهوم الجديد، وفي العديد من الدول العربية بدأ هذا المفهوم يأخذ اهتماماً بالغاً خاصة بعد التقلبات وعدم الاستقرار التي شهدتها أسواقها المالية وبعد انضمامها لمنظمة التجارة [29].

ففي الكويت جاء قانون الشركات الجديد رقم 1 لسنة 2016 لحماية حقوق المساهمين منها على سبيل المثال وليس الحصر ما جاء في المادة رقم (177):

" يعتبر المؤسسون والمساهمون أعضاء في الشركة، يتمتعون بحقوق متساوية ويخضعون لألتزامات واحدة ..."

كما نص هذا القانون على عدة احكام متعلقة بالحوكمة ،و بكيفية ضبط إدارة الشركة و وتوجهيها التوجيه السليم، من خلال بعض البنود المتعلقة بعدم جواز الجمع بين إدارة الشركة ،ومنصب الرئيس التنفيذي في الشركة ، كما الزم القانون أعلاه الجهات الرقابية في الكويت بإصدار قواعد حوكمة خاصة بالشركات ، وأشار الة مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة تجاه المساهمين عن أي اعمال غش او إساءة للسلطة ،ومخالفة للقانون ومضرة للمساهمين ، بالإضافة الى ان القانون قد أجاز للمساهمين لضمان حقوقهم ان يطلب مدقق حسابي خارجي من الجهة الرقابية للكشف عن اعمال الغش .

وعلى الرغم من وجود تحديات التي تواجه تطبيق حوكمة الشركات التطبيق السليم فيها، نتيجة لما يندرج تحت مسمى تشابك الاختصاصات بين الجهات الرقابية (البنك المركزي الكويتي، وغرفة التجارة والصناعة،

([29]) د. محمد مصطفى سليمان: حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص13.

الهيئة العامة لأسواق المال) إلا أنني أرى ان الحد الفاصل لكل هذه التشريعات هو ماجاء في قانون هيئة أسواق المال كما سيتم ايضاحه فيما بعد.

وفي الامارات نص قانون الشركات التجارية رقم 2 لسنة 2015 المادة (6) من هذا القانون تحت عنوان حوكمة الشركات على:

" 1-باستثناء البنوك وشركات التمويل وشركات الاستثمارالمالية وشركات الصرافة والوساطة النقدية ، يصدر الوزير قرارات التي تضع الاطار العام المنظم للحوكمة بالنسبة الى الشركات المساهمة الخاصة ...

2-يتحمل مجلس إدارة الشركة او مديروها بحسب الأحوال مسؤولية قواعد ومعايير الحوكمة "

وقد أسفر ذلك عن الاهتمام بالدور الذي يلعبه مفهوم الشركات في التأكيد على الالتزام بالسياسات والإجراءات الرقابية ، وذلك من خلال وضع أسس معينة للعلاقة بين مجلس الإدارة والمديرين والمستثمرين وأصحاب المصالح بالشكل الذي يؤدي إلى وجود شفافية في التعامل بين هذه الأطراف والذي يؤدي إلى منع حدوث مثل هذه الانهيارات والتقلبات المالية في المستقبل. وقد أصبح من الواضح تماما أن تطبيق الشركات للحوكمة يحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير اقتصاديات الدول [30].

وعلى هذا، فإن المستثمرين يبحثون قبل توجيه استثماراتهم عن الشركات التي تتميز بوجود هياكل سليمة لحوكمة الشركات داخلها والتي تضمن مستوى معيناً من الدقة في اتخاذ القرارات بها ومن الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية التي تنشرها والوضوح والدقة في القوائم المالية قبل أن يقدموا على الاستثمار في تلك الشركات.

يعد مصطلح الحوكمة هو الترجمة المختصرة التي راجت للمصطلح Corporate Governance، أما الترجمة العلمية لهذا المصطلح والتي اتفق عليها فهي : "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة".

وقد تعددت التعريفات المقدمة لهذا المصطلح، بحيث يدل كل مصطلح عن وجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف .

([30]) د. محمد مصطفى سليمان: مرجع سابق، ص14.

أولا : مفهوم الحوكمة

- **الحوكمة لغوياً :** هذه الكلمة مشتقة من التحكم، فيراد بها التحكم والسيطرة من خلال اتباع أسس وقواعد الضبط بهدف تحقيق الرشد، كما أنها نظام ومراقبة بشكل متكامل وعلني لتدعيم المسئولية والشفافية والموضوعية.

ويعرفها القانون الإماراتي بأنها : "مجموعة الضوابط والمعايير والإجراءات التي تحقق الانضباط المؤسسي في إدارة الشركة وفقاً للمعايير والأساليب العالمية، وذلك من خلال تحديد مسؤوليات وواجبات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة وتأخذ في الاعتبار حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح" [31].

وتعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها : "هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها" وكما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية[32]. بأنها: "مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين". وهناك من يعرفها بأنها: "مجموع "قواعد اللعبة" التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل، ولقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين"[33]. وبمعنى أخر، فإن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسؤول والمسؤولية.

---

[31] هيئة الأوراق المالية والسلع: المواد المتعلقة بحوكمة الشركات بنموذج النظام الأساسي لشركات المساهمة العامة بدولة الإمارات العربية المتحدة، الفقرات (5، 7، 10) من الباب الأول.

[32] منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organisation for Economic Co-operation and Development) واختصارها OECD هي منظمة دولية مكونة من مجموعه من البلدان المتقدمة التي تقبل مباديء الديمقراطية التمثيلية واقتصاد السوق الحر. نشأت في سنة 1948 عن منظمة التعاون الاقتصادي الأوروبي العملية (آنفا) (OEEC) التي يتزعمها الفرنسي روبير مارجولين، للمساعدة على إدارة خطة مارشال لإعادة إعمار أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية. وبعد فترة تم توسيعها لتشمل عضويتها بلدان غير أوروبيه، وفي سنة 1960 تم إصلاحها لكي تكون منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

[33] طارق حماد : حوكمة الشركات "المفاهيم، المباديء، التجارب": تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005م، ص3.

وفي رأيي بما يتعلق في هذه الجزئية أجد أن الحوكمة عبارة عن أنها مجموعة القواعد والنظم والسياسات والقيم والإجراءات والعمليات التي تحكم العلاقة بين الأطراف الأساسية التي تشترك في تحقيق أهداف الشركة وغاياتها، وهي "مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين وأصحاب المصالح". وعلى هذا، فنظام حوكمة الشركات هو نظام متكامل للرقابة المالية والغير مالية والذي عن طريقه يتم إدارة الشركة والرقابة عليها ".

ثانياً : العناصر المرتبطة بمفهوم حوكمة الشركات :

إن مفهوم الحوكمة لا يمكن تطبيقه بمعزل عن عناصر أخرى تتداخل معه، ولا يمكن لمبادئ الحوكمة أن تحكمها أو أن تؤثر فيها وتتمثل تلك العناصر في الثقافة الإدارية المتراكمة حول مفهوم الحوكمة وأهميته لدى أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين بالشركة وكذلك أهدافها وطرق تطبيقها، والأهم من كل ذلك القناعة بها وبمشروعيتها في عقولهم الباطنة وهذا ما ينعكس على تطبيقهم لها أو الالتفاف حول أحكامها، فبدون ذلك لا يمكن لأي إجراءات حاكمة منشورة أن تحقق أهدافها دون توافر ثقافة إدارية كافية حولها لدى أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين. أما العنصر الثاني فيتمثل في الجانب الأخلاقي للأشخاص أنفسهم وأعني بهم أعضاء مجالس الإدارة وكبار التنفيذيين في الشركة وهذا العنصر هو الأهم والأخطر أيضاً، لأن الاقتناع بمبادئ الحوكمة ومتطلباتها لا يفيد إذا كان أيا منهم يضمر سوء النية أو أن اخلاقياته تجيز له تسريب المعلومات المهمة قبل صدورها أو الاستفادة منها او استغلال أصول الشركة بشكل يتعارض مع مصالح الشركة أو يهون ويقلل من أهمية أي إجراء حاكم لتصرفاته من أجل تمرير عقود أو صفقات له مصالح فيها.

من هنا يتضح أن تطبيق مفهوم الحوكمة في الشركات يتطلب توافر ثلاثة عناصر مهمة الأول يتمثل في التشريع وهو ما قامت به العديد من هيئات الأسواق المالية في العديد من الدول العربية عندما أعلنت عن لائحة حوكمة الشركات بها والثاني يتعلق بتوفر مستوى كاف من الثقـافـة الإدارية حـول مفهـوم الحـوكمة

ومتطلباتها وأهميتها لدى أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين أما العنصر الأخير فهو الجانب الأخلاقي وهو الأخطر.

فالجانب الأخلاقي الذي لا يمكن لأي لائحة أن تحكمه إذا ما تم فقدانه، وهذا ما تعاني منه معظم التشريعات التي لها علاقة بحوكمة الشركات، لذا أصبح تطبيقها أمراً نسبياً لا يمكن قياسه بدقة، وهذا العنصر إذا لم تقومه الرادع الديني لدى الفرد، فلا علاج له سوى لائحة عقوبات شديدة ذات أحكام مغلظة لأي شخص يثبت أنه قام بتسريب معلومات جوهرية للغير أو استفاد منها أو استغل أصلاً من أصول الشركة بطريقة غير نظامية.

وفي هذا الشأن قامت دولة الإمارات العربية المتحدة بإصدار قرار وزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي تم من خلاله إلزام الشركات المساهمة العامة في الدولة بالعديد من ضوابط ومعايير الحوكمة، والتي تمثل أهمها في المادة الثالثة المتعلقة بمجلس الإدارة والتي نصت على "أن يتولى مجلس إدارة الشركة إدارتها، ويحدد النظام الأساسي للشركة وطريقة تكوين هذا المجلس وعدد أعضائه ومدة العضوية فيه، ويتم انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة من قبل المؤسسين، ويتم انتخاب أعضاء مجلس الإدارة اللاحقين لمدة محددة من قبل مساهمي الشركة، على أن يراعي في تشكيل مجلس الإدارة التوازن المناسب بين الأعضاء التنفيذيين وبين الأعضاء المستقلين، على أن يراعى بأن يكون ثلث الأعضاء على الأقل من الأعضاء المستقلين [34] ....".

أما في مملكة البحرين، فقد تم إصدار تعليمات حوكمة الشركات في سنة 2010م حرصاً من مملكة البحرين على تعزيز مبادئ حوكمة الشركات وتعزيز ثقة المستثمرين، وتشجيع التنمية الاقتصادية، ولذلك قامت وزارة الصناعة مع مصرف البحرين المركزي، وبالتعاون مع لجنة حوكمة الشركات الوطنية، بوضع قانون من خلال العمليات الاستشارية.

([34]) القرار الوزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي في دولة الإمارات العربية المتحدة.

وعلى هذا، فإن التطبيق السليم لحوكمة الشركات يتطلب ثلاثة عناصر مهمة على أرض الواقع الأول تشريعي والثاني ثقافي والأخير أخلاقي، والعنصران التشريعي والثقافي يمكن تحقيقهما على أرض الواقع أما الأخير فينبغي أن يرتبط فقدانه بعقوبات شديدة.

ثالثا : الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات :

مما سبق نرى أنه يوجد أربعة أطراف رئيسية تتأثر وتؤثر في التطبيق السليم لقواعد الشركات، وتحدد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد، وتتمثل تلك الأطراف في التالي :

1. المساهمين Shareholders : وهم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل اسلحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، وأيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهم من لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم [35].

2. مجلس الإدارة Board of Directors : وهم من يمثلون المساهمين وأيضاً الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح. ومجلس الإدارة يقوم باختيار المديرين التنفيذيين والذين يوكل إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين. وقد ألزم المشرع الإماراتي [36] أن يكون لدى الشركة نظاماً محكماً للرقابة الداخلية يهدف لوضع تقييم لوسائل وإجراءات إدارة المخاطر في الشركة وتطبيق قواعد الحوكمة فيها على نحو سليم

([35]) فاتح غلاب ، تطوير دور وظيفة التدقيق في مجال حوكمة الشركات لتجسيد مبادئ ومعايير التنمية المستدامة ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال ، جامعة فرحات عباس سطيف (الجزائر 2011) ، ص 30

([36]) المادة (8) من القرار الوزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي في دولة الإمارات العربية المتحدة.

3. الإدارة Management : وهي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة. وتعتبر إدارة الشركة هي المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها، بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين[37].

4. أصحاب المصالح Stockholders : وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والموردين والعمال والموظفين، ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف قد تكون لديهم مصالح متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال، يهتمون بمقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفين على مقدرة الشركة على الاستمرار [38].

رابعا : الأضرار المترتبة على عدم الالتزام بحوكمة الشركات :

من أهم الأمثلة الواضحة لعدم ألتزام الشركات بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات هو انهيار وإفلاس شركة أنرون للطاقة والتي كانت من أكبر الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد ضللت الشركة المساهمين والجهات العاملة بسوق الأوراق المالية، حيث تم بعلم مديرها الاتفاق مع مراقب الحسابات على التلاعب في التقارير المالية لإخفاء الخسائر وتضخيم الأرباح مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها في البورصة. بالإضافة إلى ذلك قام المديرين التنفيذيين بها بالاستفادة من المعلومات الداخلية المتاحة لديهم عن حقيقة المركز المالي للشركة وقاموا ببيع أسهمهم بالشركة لتحقيق أرباح شخصية.

وتعد شركة أنرون نموذجاً صارخاً للإخلال بقواعد حوكمة الشركات نتيجة عدم الالتزام بالشفافية تجاه المستثمرين، فضلاً عن عدم تحمل المسؤولية من قبل المديرين التنفيذيين واستغلالهم لنفوذهم ومراكزهم القيادية في تحقيق مكاسب شخصية؛ وذلك من خلال التلاعب في التقارير المالية وإهدار حماية حقوق صغار المستثمرين .

([37]) ماجد أسماعيل أبو حمام ، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات علي الأفصاح ، (الجامعة الأسلامية غزه 2009) ، ص27

([38]) د/محمد مصطفي سليمان ، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري ، (الدار الجامعى الأسكندرية 2009) ، ص18

وهنا يوجد سـؤال في غاية الأهميـة وهو هـل كانت الشـركات لديهـا نظـام للحوكمة خاص بها تم وضعه وفقاً لمبادئ حوكمة الشركات المطبقة بالسوق المالية المدرجة به أسهمها أم لا؟ والإجابة هي نعم، فالشركة لديها نظام يتفق مع تلك المبادئ، ولكن درجة التزام الشركة في تطبيق تلك المبادئ هو الذي أدى لحدوث تلك الانحرافات. فقيام الدول عن طريق هيئات السوق المالية بها بوضع لائحة لحوكمة الشركات ومطالبة الشركات المقيدة بأسـواقها المالية بوضع نظام للحوكمة خاص بها يتـفق مع حجمهـا وظروفهـا وفقاً لمبادئ تلك اللائحة، ليس كافياً لضمان سلامة أداء تلك الشركات، بل الأهم من ذلك هو التزام تلك الشركات بتطبيق تلك المبادئ.

خامسا : مدى إلزامية مبادئ حوكمة الشركات (الطبيعة القانونية) :

يثأر في الوقت الحالي كثير من الجدل حول طبيعة لائحة حوكمة الشركات في العديد من الدول العربية، من حيث درجة إلزاميتها للشركات المساهمة المسجلة أسهمها في أسواق الأوراق المالية بها، وهنا يجب أن نوضح أنه عند قيام هيئات الأسواق المالية بتلك الدول بإصدار لائحة لحوكمة الشركات بها، ذكرت أن هذه اللوائح هي لوائح استرشاديه لجميع الشركات المدرجة في أسواقها المالية، إلا أنها نصت أيضا على أنه يجب على الشركة الالتزام بالإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عما تم تطبيقه من أحكام هذه اللائحة والأحكام التي لم تطبق وأسباب ذلك، وهي في ذلك السياق أتبعت نظام الحوكمة المطبق في المملكة المتحدة من حيث عدم إجبار الشركات على تطبيق اللائحة وجعلها لائحة استرشاديه .

وفي مملكة البحرين نلاحظ أن ميثاق البحرين للحوكمة خرج كدليل استرشادي للشركات الصناعية والعامة، أما البنوك فأصبح قانوناً نافذاً وجميع المؤسسات المالية تطبقه وأصبح هذا الدليل إلزامياً لتطبيقه بالنسبة للشركات الصناعية [39].

([39]) قرار وزارة الصناعة والتجارة السياحة البحرينية رقم (19) لسنة 2018 بشأن إصدار ميثاق إدارة حوكمة الشركات والذي تم نشره في الجريدة الرسمية بعددها رقم (3360) يوم الخميس الموافق 5 أبريل 2018، والذي طبق بشكل إلزامي على الشركات المساهمة بإستثناء الشركات المرخص لها من قبل مصرف البحرين المركزي.

أما في دولة الإمارات العربية المتحدة، فقد ألزم القرار كافة الشركات المساهمة العامة في الدولة وكذلك البنوك بتطبيق مبادئ الحوكمة المنصوص عليها في القرار الوزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي.

ورغم أن مجالس إدارات غالبية الشركات المدرجة في الأسواق المالية يجدون أنفسهم غير مجبرين على إتباع وتطبيق اللائحة باعتبارها لائحة استرشاديه.

إن أهمية حوكمة الشركات تتمثل في تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مساءلة إدارة الشركة عن أي تقصير أو اهمال في ادارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق جميعا، مع مراعاة مصالح العمل والعمال، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدى إلى تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وإتاحة فرص عمل جديدة. كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون، والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

وفي هذا الشأن نجد أن ميثاق حوكمة الشركات البحريني توصل إلى أن حوكمة الشركات تهدف الى وضع نظام بحكم عمل الشركات وبضبط ممارساتها والرقابة على أعمالها بغية إيجاد ممؤسسات كفؤ تسهم في بناء اقتصاد وطني متين يتمتع بالشفافية والتنافسية بهدف الحد من أية تأثيرات سلبية على الاقتصاد الوطني والأطراف الفاعلة والمجتمع المحلي من جراء عدم الالتزام بأفضل الممارسات في إدارة الشركات المساهمة [40].

([40]) راجع ميثاق حوكمة الشركات في القانون البحريني 2018 ، الفرع الثاني ، الأحكام العامة .

ثامنا : أهمية حوكمة الشركات :

من خلال ما سبق يمكننا أن نتناول أهمية حوكمة الشركات من خلال النقاط التالية :

- **أهمية الحوكمة لتحسين عمل الشركات:** تعتبر حوكمة الشركات من أهم العمليات الضرورية واللازمة لحسن عمل الشركات، وتأكيد نزاهة الإدارة فيها حيث تعتبر حوكمة الشركات أساس للاستقامة والصحة الأخلاقية ، **وتظهر أهميتها فيما يلي :**

- محاربة الفساد الداخلي في الشركات وعدم السماح بوجوده أو باستمراره بل القضاء عليه وعدم السماح بعودته مرة أخرى .
- الحيدة وضمان النزاهة الأكيدة والاستقامة لكافة العاملين في الشركات بدءً من مجلس الإدارة والمدربين التنفيذيين إلى أدني عامل فيها .
- تحقيق التقدم المستمر والتقليل من الأخطاء المحتملة بحيث تتم عملية الحوكمة بشكل صحيح .
- محاربة الانحرافات وعدم السماح باستمرارها، خاصة تلك التي يشكل وجودها تهديد للمصالح أو أن باستمرارها يضعف تحقق نتائج جيدة للأعمال وتحتاج إلى تدخل إصلاحي عاجل .
- تقليل الأخطاء الى أدنى قدر ممكن بل استخدام النظام الحماسي الوقائي الذي يمنع حدوث هذه الأخطاء، وبالتالي يجنب الشركات تكاليف وأعباء هذا الحدوث .
- تحقيق الاستفادة القصوى الفعلية من نظم المحاسبة والرقابة الداخلية خاصة فيما يتصل بعمليات الضبط الداخلي .
- تحقيق أعلى قدر للفاعلية من مراجعي الحسابات الخارجيين، خاصة وأنهم على درجة مناسبة من الاستقلال وعدم خضوعها لأي ضغط من جانب مجلس إدارة الشركات أو جانب المديرين التنفيذيين العاملين فيها .

- **أهمية حوكمة الشركات لاستقطاب الاستثمار الأجنبي :** تكمن أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر، في أنها تضمن إدارة الشركات بشكل مسؤول، وعدم تعرض أموال المستثمرين فيها لسوء الإدارة، أي أنها لا تتعرض للسرقة والنهب وان يكون المستثمر الاجنبي مطمئناً على استثماراته، وبالتالي كلما زادت الحوكمة شجعت على الاستثمار .

وتعزز حوكمة الشركات القيم الأساسية الخاصة باقتصاد السوق، كما أنها تؤدي إلى إنشاء مؤسسات تشكل قيمة عالية للمستثمرين، إضافة إلى كونها أحد المفاتيح الرئيسية لخلق بيئة أعمال مناسبة تحافظ على حماية سحقوق الملكية، وتنفيذ العقود، وتطبيق الإجراءات الخاصة بإشهار الإفلاس، بيئة تحكمها القوانين والأنظمة الواضحة وتحتكم إلى نظام قضائي فاعل .

ولقد أصبح واضحاً لمجتمعات الأعمال والحكومات أنه من المستحيل إنشاء بيئة استثمارية مستقرة دون تطبيق آليات حوكمة الشركات والمؤسسات قبل اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية. فالفرص، والسياسات، والحوافز الصحيحة ليست كافية - بالرغم من أهميتها - لأن تجذب رأس المال الأجنبي، ذلك أن المستثمرين يريدون الحصول على بيئة استثمارية مستقرة وقابلة للنمو، ممهدة وميسرة لأنشطتهم، بيئة ذات إدارة مسؤولة وقادرة على حماية أملاكهم [41].

لقد شهد العالم خلال العقود الماضية زيادة هائلة في تدفقات رؤوس الأموال العالمية. وتعزى هذه الزيادة أو الطفرة في جزء كبير منها إلى حقيقة مفادها أن العديد من البلدان أصبحت تدرك أهمية اجتذاب رؤوس الأموال وخصوصاً رأس المال الأجنبي، وفائدته للدول التي يستقر فيها. ومع تزايد عدد دول العالم النامي التي أصبحت أكثر انفتاحاً على الاستثمار الأجنبي، لم يعد السؤال المهم هو السماح أو عدم السماح لرأس المال الاجنبي بالدخول إلى البلد، وإنما كيف يمكن لنا أن نجتذب رأس المال هذا.

---

[41] Eric Yocam، Corporate Governance: A Board Director's Pocket Guide: Leadership, Diligence, and Wisdom Paperback – February 22, 2010, page 125.

- **الأهمية النابعة من طبيعة نظام الحوكمة :** لكل نظام طبيعته الخاصة، تلك الخصوصية التي تحدد شخصيته، وتحدد مجال عمله، وتحدد أبعاد نشاطه، كما أنها تعمل في الوقت ذاته على تحديث ذاتها، فخصوصية النظام، تحوله إلى منظومة تفاعلية، قادرة على تجديد ذاتها، وعلى تصحيح ذاتها، وعلى اكتساب عناصر قوة جديدة .

ويُعد نظام الحوكمة من الأنظمة الجديدة المرتبطة بالديمقراطية، وبتطبيق سياسات الحرية الاقتصادية، وبتفعيل آليات السوق، وتوازنات العرض والطلب، وفي الوقت ذاته فهي إطار حاكم ومتحكم في عناصر الجذب الاستثماري لأي دولة من الدول، ولأي اقتصاد من الاقتصاديات، ولأي شركة من الشركات .

ومن ثم فإن وجود الحوكمة يُعد بديهية افتراضية، وعدم وجودها يعد كارثة مجنونة، فمن ذا الذي يشارك أو يستثمر، أو حتى يتعامل مع عشوائية ارتجالية، أو مع انعدام مسؤولية، أو مع فساد، أو مع تصرفات وسلوكيات خارج نطاق الالتزام، أو مع مجهول تجتاحه الشكوك والهواجس غير الطبيعية .

بينما تعمل الحوكمة على نشر ثقافة الالتزام، ويقظة الضمير، ومتطلبات الاستقرار الاقتصادي، كما أنها ترتبط كنظام بعمليات تحقيق القيمة المضافة، وبضمانات النمو والتكوين الرأسمالي، وكذلك التراكم الرأسمالي، وبما يؤدي إلى تحقيق العديد من النتائج الملموسة، أهمها اقتصاديات الحوكمة. فنظام الحوكمة له اقتصاديات، وهي اقتصاديات متنوعة المجالات حيث تشمل الآتي :

أ. اقتصاديات التشغيل الأمثل : وهي القائمة على القضاء على كافة أشكال الهدر الاقتصادي في المشروع، وعدم السماح بأي هدر أو اتلاف، أو غير مطابق للمواصفات، أو ضائع أو غير مستغل، وبما يرفع من اقتصاديات التكلفة، حيث تقل التكاليف بنسبة كبيرة، عندما تتواجد الحوكمة.

ب. اقتصاديات الارتقاء الإنتاجي: وهي تهتم برفع إنتاجية عوامل الإنتاج الخاصة بالمشروع، حيث تعمل الحوكمة على رفع الطاقات التشغيلية بشكل ملموس، وبما يعنيه ذلك من زيادة ملموسة في الإنتاج، وبما يعنيه ذلك من امتلاك اقتصاديات أفضل، خاصة اقتصاديات الحجم والسعة والنطاق، وما يحققه كل منها من تأثير في الأسواق نتيجة امتلاك مزايا تنافسية ملموسة.

ج. اقتصاديات العائد والمردود الاستثماري: وما يتعلق بربح رأس المال المستثمر في المشروع، حيث يتحقق عن انخفاض التكاليف زيادة قدرة المشروع على تخفيض أسعار منتجاته، أو تسعيرها بسعر مناسب، ومن ثم زيادة القدرة التسويقية لهذه المنتجات، فضلاً عما يحققه المشروع من عائد ومردود.

ومن هنا تأتي الحوكمة كنظام يعمل على تفعيل الإمكانيات، وتشغيل وتوظيف الموارد ويزيد من كفاءة استخدامها، وفي إطار سليم، يحقق تفاعل وتفعيل اقتصاديات السوق.

من خلال هذا العرض يمكن القول إن حوكمة الشركات لها العديد من المزايا والمنافع التي يمكن للشركات بل والدول من أن تجنى ثمارها، وهي تتمثل في الآتي [42].

- العدالة والشفافية والمعاملة النزيهة لجميع الأطراف ذوي العلاقة بالشركة.
- تشجيع الاستخدام الكفء للموارد على مستوى كل من المنظمة والاقتصاد القومي.
- المساعدة في التأكيد على أن المنشأة تلتزم بالقوانين والتعليمات وتوقعات المجتمع.
- حماية حقوق المساهمين بصفة عامة سواء كانوا قلة أو أغلبية وتعظيم عوائدهم.
- توفير رؤية واضحة للمديرين عند استخدامهم لكافة الأصول المتاحة بالمنشأة وتجنب الوقوع في مشاكل محاسبية ومالية.

- التأكيد على الجهود المبذولة لتخفيض حجم المعوقات التي يمكن مواجهتها في النشاط العادي للمنشأة من خلال ابتكار استراتيجيات جديدة لمواجهة التغير في الظروف المحيطة.

ومن جانب اخر وفي إطار سعي الدول والمنظمات لترسيخ فكرة الحوكمة وضمان تطبيقها بشكل سليم بما تعود عليه من نفع ونتائج إيجابية لكل من المجتمع والأطراف والمساهمين. كان لابد من وجود إطار عام قائم على المبادئ واعتبارها بمثابة العمود الفقري للحوكمة، وان اختلفت المؤسسات والدول في تطبيقها ولكن هذه

([42]) أ.د. علي أحمد زين و أ.د. محمد حسني عبد الجليل صبيحي: مباديء وممارسات حوكمة الشركات، ضمن كتاب أعمال المؤتمرات بعنوان مباديء وممارسات حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، بحوث وأوراق عمل ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلي المنعقدة بالقاهرة، جمهورية مصر العربية، نوفمبر 2006م، ص75.

المبادئ تكون كالفكرة الرئيسية بحيث تترك تفاصيلها لكل جهة على حده تقوم بترجمة تلك المبادئ وتنتقي منها ما يتناسب وطبيعتها الاقتصادية، والاجتماعية وغيرها.

ومن هذه المبادئ والتي تتفق على ضرورة الشفافية والافصاح ما وضعته كل من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، بورصة الأوراق المالية بنيويورك، بنك التسويات الدولي (BIS)، المنظمة سالدولية للجان الأوراق المالية [43] ولكن أكثرها قبولا واهتماما وأيضا أسبقها صدورا هي المبادئ الصادرة عن (OECD) عام 1999م والتي تم إعادة صياغتها عام 2004 وهي[44] :

تاسعا : مبـادئ حوكمة الشركات :

- **مبدأ حماية حقوق المساهمين ويتحقق هذا المبدأ من خلال :**

- تأمين وسائل التسجيل والنقل والتحويل لملكية الأسهم .
- حضور الجمعية العامة والتصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة .
- الحصول على المعلومات المختلفة .
- ممارسة الرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية .
- الحصول على حقوقهم في الأرباح .

وعليه ترى الباحثة إن هذا المبدأ يكفل للمساهمين كل حقوقهم المنصوص عليها في القانون ويعطيهم الطمأنينة والتشجيع للمساهمة في استثمار أموالهم في الشركات التي تضمن لهم جميع الحقوق من خلال تبينها لمبادئ الحوكمة وتطبيقاتها .

([43]) International Organization of Securities Commissions)، وهي اختصار لعبارة: IOSC - المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية ويرمز لها بالرمز

([44]) Spivey، Stephen ،" Corporate Governance & The Role of Government " ، International Journal of Disclosure & Governance ، Vol.1 ، No. 4 ، Seb . ، 2004 ، p.310

- **مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة ويتحقق هذا المبدأ من خلال :**

- المساواة في توفير المعلومات لمختلف الفئات .
- المساواة في المعاملة للفئات المتكافئة من المساهمين .
- الدفاع عن الحقوق القانونية .
- الإفصاح عن المصالح الخاصة بمجلس الإدارة والمديرين .
- التعويض عن حالات التعدي على حقوقهم .

خلاصة هذا المبدأ يمنح جميع المساهمين كل حقوقهم دون النظر إلى نسبة مساهماتهم أو مشاركتهم في المشروع .

- **مبدأ دور أصحاب المصالح في الحوكمة ويتحقق هذا المبدأ من خلال :**

- التعاون بين أصحاب المصالح وإدارة الوحدات الاقتصادية .
- المشاركة في المتابعة والرقابة على أداء الوحدات الاقتصادية .
- ضمان حصولهم على المعلومات الملائمة والكافية والموثوق فيها .
- المحافظة على حقوقهم .
- الحصول على التعويضات في حالة انتهاك حقوقهم .

وهذا المبدأ يشجع أصحاب المصالح بالتعامل مع الشركة وتدفعهم إلى التعرف على سياساتها المتعلقة بحماية حقوقهم ومصالحهم [45] .

([45]) نعيم خوري: أين يقف الأردن من التحكم المؤسسي، المؤتمر العلمي المهني الخامس، جمعية المحاسبين القانونين الأردنيين، 2003 ، 7- 10.

- **مبدا الإفصاح والشفافية ويتحقق ذلك من خلال** [46] :

- دقة الإفصاح .
- التوقيت الملائم للإفصاح .
- شمولية الإفصاح .
- مراجعة المعلومات المفصح عنها .
- توفير قنوات توصيل المعلومات للمستخدمين .

وهذا المبدأ يعزز من جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال مساعدة المساهمين في مواصلة أعمالهم وتعزيز وجودهم للمساهمة في تقوية الاقتصاد من خلال ما يلمسوه من شفافية ووضوح في التعاطي مع إدارات الشركات التي تلتزم بمبدأ الافصاح والشفافية لضمان الحقوق والواجبات وتبادل المعلومات.

- **مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة ويتحقق ذلك من خلال** [47] **:**

- ضمان مسؤولية المجلس تجاه الوحدة الاقتصادية والمساهمين .
- توفير المعلومات الكافية والموثوق فيها .
- المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين .
- الالتزام بالقوانين وتحقيق مصالح كافة الأطراف .
- اتخاذ القرارات ومتابعة المهام والوظائف الأساسية، بالوحدة الاقتصادية .

وهذا المبدأ يعزز الحاجة إلى ان تدار هذه الشركات وفق مصالح المساهمين والمستثمرين وفقاً لاستراتيجيات وأهداف الشركة.

([46]) محمد البشير: كلمة افتتاحية لفعاليات المؤتمر العلمي المهني الخامس – جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، " التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة "، مجلة المدقق ، العدد 56-57 2003، ص6 .

([47]) طارق عبد العال حماد: حوكمة الشركات "المفاهيم – المباديء – التجارب" تطبيقات الحوكمة في المصارف ، الدار الجامعية ، مصر، 2005م، ص9.

وبالتالي يتبين من العرض السابق لهذا المبحث أن الحوكمة كمفهوم تشريعي يهدف الى تعزيز البنية التشريعية اللازمة لتحسين أداء المنشأة والى التطبيق السليم لأنظمته، الا ان هذا التشريع لا يمكن تطبيقه واقعيا الا من خلال أليات وأدوات أهمها يكمن في تفعيل سياسة الإفصاح والشفافية.

فمن الناحية العملية أرى ان المسألة محل الموضوع لا تقتصر فقط على مجال القطاع الخاص او الشركات، بل يمتد أيضا لتشمل المؤسسات الحكومية، فالحوكمة والفساد بمثابة الداء والدواء، لذلك بدأت كثير من الدول ومنها الكويت تتجه الى تطبيق الحوكمة المؤسسية كونها تهدف الى محاربة الفساد الإداري والمالي وارتباطها بالإفصاح والشفافية من شأنه ان يعكس التوجه العام للدولة الامر الذي يؤثر إيجابا على سمعة الاقتصاد الوطني والحياة الاقتصادية من خلال القيام بمنظومة رقابية تتمثل برفع مستوى الإفصاح.

ففي هذا السياق نص الكتاب العاشر (الإفصاح والشفافية) المادة (1-3-1) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن انشاء هيئة أسواق المال الكويتي ولائحته التنفيذية على:[48]

" تلتزم الشركة المدرجة بإعداد سجل يتضمن جميع المعلومات الواردة في الافصاحات التي استلمتها بمقتضى هذا الكتاب. وتلتزم بتعديل هذا السجل حسب الافصاحات التي ترد عليها، ويجوز لأي شخص الاطلاع على هذا السجل ..."

كما نصت المادة (3-3-1) من القانون أعلاه على:

" ..... مع الالتزام بالافصاح عن نتائج اعمال اجتماع مجلس الادراة..."

وتحت هذه النصوص والتي ذكرتها على سبيل المثال وليس الحصر اوجب القانون على الشركة الإفصاح، وان يكون لديها سجل عن جميع مايتحصل عليه أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية في الشركة، كما يحق لكل المتعاملين او المساهمين في الشركة الاطلاع على هذه البيانات.

[48] انظر قانون هيئة أسواق المال الكويتي الكتاب العاشر الخاص بالإفصاح والشفافية

ويمكن القول ان القانون الكويتي قد جاء متكامل ومتوافق مع البيئة الاقتصادية المرجوة والتي تتيح حماية المساهمين ويبعث الثقة في نفوس المستثمرين المحليين والخارجين، من خلال تطبيق الإفصاح المتكامل، كما يمنع تعارض المصالح ويؤدي الى توعية الجمهور.

وفي مملكة البحرين اهتمت في الحث على الشفافية في التعامل وعدم التلاعب بأموال المساهمين بالباطل، أو تعظيم المصلحة الشخصية لأعضاء مجلس الإدارة، كما ان أليات المراجعة والمحاسبة للمؤسسات التي سبق ايضاحها في المطلب السابق دور في اصدار معايير الإفصاح.

وفي الامارات صدر قانون الشركات التجارية رقم 2 لسنة 2015 حيث نصت المادة (2) من اهداف القانون الى "المساهمة في تطوير بيئة الاعمال وقدرات الدولة ومكانتها الاقتصادية، بتنظيم الشركات طبقا للمتغيرات العالمية، خاصة ما يتعلق منها بتنظيم قواعد الحوكمة وحماية حقوق المساهمين والشركاء، ودعم تدفق الاستثمار الأجنبي، وتعزيز المسؤولية المجتمعية للشركات".

وقد كان لتطبيق قيم الإفصاح والشفافية اثر في سيادة القانون والحفاظ على الأموال ، والنزاهة، و الكفاءة ، والتوجه الجدي لكثير من المنظمات والدول لتفعيل هذه السياسة بشكل واقعي وترسيخ مبدأ الشفافية كأحد الدعائم التي يجب الارتكاز عليها ، فمفتاح الحوكمة الرئيسي هو المعلومات ، وهذه المعلومات لا يمكن توفرها الا من خلال الإفصاح عنها، ويكون ذلك لكافة الأطراف في ذات الوقت وبذات الدقة ،ودون أي تمييز بينهم ، ووضعها تحت تصرفهم ،وإتاحة الفرصة امامهم للاطلاع عليها، باستثناء المعلومات التي تؤثر على عمل الشركة، كل ذلك شأنه ان يؤدي الى دقة في التنظيم ،وحصول الشركة على التمويل الذاتي لمشاريعها ، واستقطاب مزيد من القوة الاستثمارية المحلية والأجنبية ، وهو امر يحسن من استقرارها المالي ،وتحد أيضا من الممارسات الغير عادلة وغير قانونية في نشاط الشركة .

فإتباع هذا المنهج يعطي قيمة لأصحاب المصلحة والمستثمرين، لذلك تكون الشركة محل اهتمام لديهم وتجعلهم يسعون الى إيجاد طرق للتحالف معها.

فالمستثمر لا يقتصر اهتمامه على الربح فقط، وانما كيف وجدت هذه الأرباح، لذلك يهتم بالألية التي تدار من خلالها الشركة، وكيف تستمر في حالة المخاطر والأزمات، وماهي استراتيجيتها

من هنا يأتي دور الإفصاح فالحوكمة الممتازة تأخذ بالاعتبار ان المستثمر ذكي وقد يكون هو بذاته مستشار او قد يستعين بمستشارين ماليين وقانونيين، هذا الامر أدى الى المنافسة بين الشركات للعمل في كيفية الإفصاح باعتباره أحد الممارسات الواجبة لاستدامتها.

فالإفصاح عن المخاطر على سبيل المثال وهو تصور مسبق للحدث واستباقية له من شأنه ان يؤدي الى التقليل من صعوباته وتقليل النتائج السلبية المترتبة عليه بحيث تتفادى الشركة بقدر الإمكان الإشكالية المرتبطة باستمرار العمل اثناء الازمة، وكيف يتم التعامل بعد الانتهاء منها، فإعلان الشركة عن أسباب تدهور وضعها والتحديات التي تواجهها يؤدي الى تعزيز ثقة المساهمين وأصحاب المصلحة فيها.

كما يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عمل القوائم المالية والتقارير الدورية المرتبطة بها السلامة المالية للشركة، والضمان في حسن استخدام أموال المنشأة ومدى الالتزام بالقوانين واللوائح الموضوعة، وتجنب حدوث مشكلات محاسبية ومالية، وهي مسألة تعكس إيجابا على تحسين كفاءة الشركة واداءها، وحماية أصولها ومساهميها بصفة عامة اقلية كانوا او اغلبية وتعظيم القيمة التي يتحصلون عليها.

يجب الجزم ان هذه السياسة تعتبر أحد اهم المؤشرات على ان الشركة تعمل في بيئة صحية، وغيابها من شأنه ان يؤثر سلبا على سمعتها، وزيادة المركزية والمحسوبية في التعيينات، وعدم السيطرة على أنظمة الأجور، والمزاجية في تقييم الموظفين، بالإضافة الى ترهل الهيكل التنظيمي للشركة او المؤسسة.

والواقع أن الجرائم التي تندرج نتيجة عدم الالتزام بالشفافية والافصاح كأحد اهم مبادئ الحوكمة الجيدة هي واحدة وان اختلف الأشخاص والزمان، منها خيانة الأمانة، السرقة، الاحتيال، التدليس، الاختلاس،

والاستيلاء، وهي جرائم تتعلق بالاعتداء على الأموال، وهي كفيلة ان تؤدي الى أزمات مالية، وتعسر الشركات، وحالات افلاسها، كما حدث في السابق لشركة أنرون، وتايكو وهي تعد من أبرز الأمثلة الدامغة لإضفاء مزيد من الاهتمام بمعايير الإفصاح.

فالشركة لا تزدهر ولا يتم ادارتها بطريقة سليمة إذا كانت تنقصها الحوكمة الجيدة، وهذه الحوكمة لا تكون فعالة الا من خلال تعزيزها بمعيار الإفصاح والشفافية، وإضفاء قانون صارم يمنح صفة الإلزامية على الافصاح والشفافية.

ومن خلال ما سبق نؤكد ان اتباع هذه المنهجية في الحوكمة يؤدي الى زرع الاحتياطات اللازمة ضد الفساد، ودعم الشفافية في المجتمع الاقتصادي، ومكافحة مقاومة الشركات والمؤسسات لعمليات الإصلاح وإمكانية المساءلة، كما يقضي على الأساليب الغير سليمة، وتنمية الاخلاق في التعاملات وتحقيق الرفاهية للمجتمعات.

لذلك كان من شأن الشفافية ان تضمن توصل معرفي بين الأطراف المعنية، وخلق جوا من الثقة فيما بينهم، وإيجاد مناخ فعال للعمل في الشركات وأسواق المال. اذ انه كلما كان هناك وضوح في الإفصاح وزيادة في درجته أدى ذلك الى ارتفاع في قوة السهم، والعكس صحيح.

ولم يقتصر الامر على ذلك، بل امتد الى دور الشفافية في مجال الحوكمة وخلق نظام وأليات رقابة واسعة لمخالفات البورصة وسلوكياتها من خلال التوزيع العادل لكافة المعلومات وعلى وجه الخصوص المعلومات المالية، وضمان وصولها للأطراف بشكل متساوي وبذات الوقت.

ومن المعلوم ان تطبيق مبدأ الشفافية والافصاح في الحوكمة يؤدي الى تنشيط سوق الأوراق المالية، وتحقيق التنمية المرجوة.

تفصيلا لما أجملناه نتناول في هذا المبحث التأثير الإيجابي للشفافية والافصاح من خلال المطالب الاتية:

المطلب الأول : آثر الشفافية والافصاح في أسواق المال والبورصة

المطلب الثاني : آثر الشفافية والافصاح في محاربة الفساد

المطلب الثالث : آثر الشفافية والافصاح في مجال العقود

المطلب الأول

آثر الشفافية والافصاح في أسواق المال والبورصة

مما لا شك فيه أن للشفافية دورها المحوري والهام في معاملات البورصة خصوصا بما يتعلق بالمرحلة اللاحقة للعقد سواء كان عقد بيع او شراء او غيرها من العقود التي تبرم في سوق الأوراق المالية، وبشكل عام ان الشركات التي طبقت نظام الحوكمة وفعلت مبادئها واهمها الشفافية والافصاح ارتفع فيها معدل العائد على حقوق الملكية، وارتفاع القيمة السوقية الامر الذي ينعكس إيجابا بارتفاع قيمة الشركة.

كما تعد المعلومات وشفافيتها من العناصر الأساسية التي يقوم التعامل عليها في سوق الأوراق المالية، فبحجم توافر المعلومات ونوعيتها يكون القرار الاستثماري للمتعامل مع السوق والبورصة.

فسوق الأوراق المالية لا يكون كفء إلا من خلال نتائج المعلومات المتدفقة في الأوراق والتقارير المالية، بحيث يؤدي ذلك الى ثقة المستثمر في ان ما يدفعه في سعر السهم يمثل القيمة العادلة له، دون ان يكون هناك مكاسب غير شرعية على حساب مستثمر اخر او متعامل اخر كنتيجة لمعرفة ان سعر السهم اقل او أكثر من قيمته الحقيقية. نظرا لان المعلومات المتمثلة في التقارير المالية جاءت واضحة، ووصلت الى المتعامل مع السوق شأنه شأن أي متعامل اخر، وعليه يصبح هذا السوق جاذبا للمستثمر وتكرار التعامل فيه.

لذلك يجب ان يكون الإفصاح مبني على الشفافية والعلم والادراك السليم والمستمد من معلومات كافية وواضحة وصحيحة. فهو بمثابة المرآة العاكسة للمعلومات المرتبطة بالأوراق المالية، فيمنع حجب المعلومات والاستئثار بها للمنفعة الشخصية على حساب المتعاملين في السوق.

ويتزايد اثر شفافية حوكمة الشركات في مجال سوق الأوراق المالية (البورصة) حيث تؤدي الى معرفة المركز المالي للجهة المصدرة للأوراق المالية [49]، ونوعية النشاط الذي تمارسه الشركة، والارباح التي تجنيها من عملها.

وعلى اعتبار أن تقييد الورقة المالية في سجل البورصة من شأنه ان يعكس إيجابا على موقف الشركة ماليا، وبالتالي يتيح للمتعاملين مع الشركة المصدرة الحصول على المعلومات بشكل دوري وواضح مما يخولهم سلطة مراقبة سعر الورقة المالية وحجم تداولها.

فكما يبدو فإن آثر تطبيق الشفافية والافصاح هو في تحقيق المساواة بين المتعاملين في السوق، والحد من الشائعات التي قد تطول المركز المالي للشركة نتيجة لعدم توفير القدر الكافي من المعلومات.

كما يظهر أثر الشفافية بما ترتبط به من وضوح وعدم حجب للمعلومات تمكن الأجهزة المعنية في الدولة من متابعة الأنشطة التي تقام في البورصة من قيد للأوراق المالية وادراجها. وبالتالي يسهل على الجهات الرقابية متابعة الجرائم المالية الاقتصادية مكافحة الفساد.

ونشير أيضا الى أثر الشفافية في تطوير حوكمة الشركات في الصين بصفتها أحد المشاركين في الاقتصاد العالمي. ففي عام 1992 تم تشكيل لجنة تنظيم سوق الاوراق المالية الصينية (csrc) [50]. حيث كانت الوظيفة الأولية لهذه اللجنة هي اجراء الفحص الإداري للبورصات، والموافقة على الادراج وتحويل الأسهم. الى ان تم تغيير وظيفتها لتقوم بتنظيم الإفصاح عن المعلومات وكشف حالات الاحتيال في الأوراق المالية.

[49] د.عصام البهجي، الالتزام بالشفافية والافصاح في عقود الاستثمار والاستهلاك والعلاج الطبي،2013،المكتب الجامعي الحديث،الأسكندرية، ص8

[50] هي الهيئة التنظيمية الصينية (لجنة تنظيم الأوراق المالية) التي تشرف على صناعة الأوراق المالية، حيث تقدم تقاريرها مباشرة الى مجلس الدولة الصيني وهي السلطة الإدارية الرئيسية في الدولة والتي تعادل (SEC) لجنة الأوراق المالية والبورصات الامريكية.

وعلى خطى تطور حوكمة الشركات أصدرت (csrc) يولي الفصل السابع من الكود أهمية للإفصاح عن المعلومات والشفافية من خلال معالجة متطلبات الإفصاح التفصيلية للشركات المدرجة [51] . وحماية المساهمين. حيث يقع على عاتق الشركة تزويدهم بمعلومات دقيقة ونزيهة.

وما يؤكد آثر الإفصاح بشفافية توجه (csrc) الى وصول المعلومات بشكل متساوي ومتكافئ لعموم المستثمرين والمتعاملين مع الشركة واتاحتها ليس فقط بمقرها، والبورصة وانما أيضا يتم نشر التقارير عن طريق الأنترنت في الوقت المعين.

وفي هذا المقام اكد القانون النرويجي الى وجوب ان يتم التسجيل في سجل المؤسسات التجارية [52]. حيث يقدم لمحة عامة عن الهيكل المالي للشركات المحلية النرويجية والأجنبية، كما يعتبر مصدرا مهما لأي شخص للحصول على معلومات واضحة وصحيحة عن الشركات.

كما يتعين على الشركات التي لديها أسهم مدرجة في OSE:OSLO [53]. أعداد تقارير مرحلية ربع سنوية ونصف سنوية بالإضافة الى التقارير السنوية في أطر زمنية محددة ليتم اعتمادها. حيث يجب أن تحتوي هذه التقارير والحسابات على بيان الدخل والميزانية وبيان التدفقات النقدية والايضاحات ويتم ذلك وفقا للمتطلبات القانونية النرويجية. حتى يتم الإعلان عن كافة الحسابات والتقارير بعد التسجيل وسيفصح عن كافة المعلومات للعامة، وفي ذات الوقت تلتزم الشركات المدرجة في سوق ترويجي منظم تقاريرها إلى هيئة الرقابة المالية لإعادة النظر فيها، **وهنا نود أن نركز علي أثر الشفافية والأفصاح علي ما يلي :**

---

[51] Qu,Wen and leung,philomena2006,cultural impact on Chinese corporate disclosure-acorporat governance perspective,managerial auditing journal, EmeraldGriup Publishing limited,Bingley-England, vol21,no3 pp241-264

[52] تسجل المعلومات في سجل المؤسسات التجارية في مركز التسجيل Bronnoysund وهو سلطة التسجيل المركزية في النرويج ومصدر المعلومات انظر www.brreg.no/english/registers

[53] هي بورصة في النرويج لتداول الأوراق المالية وتقدم مجموعة كاملة من المنتجات بما ذلك الأسهم والمشتقات وأدوات الدخل الثابت

- **آثر الشفافية والأفصاح في الوقاية من جرائم البورصة :**

تساعد الشفافية والإفصاح الجهات الرقابية في بسط رقابتها لضبط التعامل في السوق وكشف الانتهاكات والممارسات غير المشروعة. فعلى الرغم من تكثيف كافة الجهود في سبيل الحد من مظاهر الإخـلال باستقرار بورصات الأوراق المالية، لا يزال هناك من يعمل على تفويض الاستقرار في تلك البورصات من خلال بعض الممارســـات التي تستهدف كافة محاورها. ومن بين تلك الممارسات وأخطرها على استقرار البورصة ومصالح جمهور المتعاملين فيها: استغلال المعلومات الداخلية التي تمس بشكل جوهري قواعد الإفصاح والشفافية، حيث يهدف مرتكب هذه الممارسة إلى جني أرباح غير مشروعة على حساب المتعاملين[54]. ومما لا شك فيه أن تعامل عضو مجلس الإدارة بناء على معلومات داخلية قبل الإفصاح عنها يعد تعديا على حقوق الجمهور وانتهاكا لمبادئ الأخلاق والمساواة وعدالة التداول، ويؤدي إشـــاعة الفوضى

والتأثير سلبا في ثقة المستثمرين، بالشكل الذي يؤدي إلى حدوث أزمات قد تؤدي إلى انهيار في أسعار الأوراق المالية وخسائر فادحة للمستثمرين [55]، لذا فرض القانون على المطلعين على المعلومات - أعضاء مجلس الإدارة - التزاما بعدم استغلال المعلومة التي لم يطلع عليها الجمهور بموجب واجب الإفصاح. وعليه فإنه كلما ازداد العمل بمبدأ الإفصاح والشفافية كلما كانت المعلومات متاحة للجمهور والمستثمرين، كلما نقص التعامل المحظور لهذه المعلومة الجوهرية. وما يلاحظ في تاريخ جرائم البورصة أن جريمة استغلال المعلومات لم تكن لتحدث إلا بخرق لواجب الإفصاح [56].

في ضوء آثر الإفصاح عن المعلومات نذكر ما أشار اليه قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لـسنه 2010[57] حيث نص صراحة على: "يعاقب بغرامة لا تقل عن ألف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار كل من خالف أيا من احكام الفصل العاشر في شأن الإفصاح عن المصالح"

---

[54] جمال عبد العزيز العثمان ، جمال عبد العزيز العثمان " الإفصاح والشـفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة " دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، 2010 ، ص 267

[55] جمال عبد العزيز العثمان ، المرجع السابق ، ص 331

[56] جمال عبد العزيز العثمان ، المرجع السابق ، ص 331

[57] انظر الفصل العاشر (الإفصاح والشفافية) المادة (121) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي لسنة 2010.

فالقانون الكويتي أهتم بالإفصاح عن المصالح لأنها من المعلومات التي يهتم بها المتعامل في أسواق المال وذلك ودرء أي استغلال في سلامة المعلومات. فـ على سبيل المثال إذا قام أحد الأطراف بإبرام صفقة على أسهم في سوق المال، وكان البائع لا يعلم عن المصالح المرتبطة في بهذه الأسهم (الأوراق المالية) فإننا نكون بصدد إخفاء المعلومات للشيء المبيع والذي يدخله تحت مسمى التدليس وبالتالي عدم مشروعية تلك المعلومات.

- **ضمان النزاهة المالية في أسواق المال :**

أن النزاهة المالية مرتبطة بالكيفية الإدارية المثلى التي تخرج بأصدق التقارير المالية، فالنزاهة تعمل على مواجهة الإهمال المالي للشركة او المؤسسة زهي جوهر شفافية سوق المال.

إذ أن المستثمر أيا كانت خبرته بحاجة الى البيانات والتقارير المالية حتى يصل الى نتيجة والاستقراء عليها، فالمتداول بالبورصة (المستثمر) لا يعد تاجرا محترفا لذلك هو جدير بالحماية، ونشير في هذا الخصوص ما جاء في حكم التمييز الكويتي:[58]

"... تداول الأسهم بيع وشراء في البورصات المختلفة من قبل المطعون ضده ولما كان هذا التداول لم يرد ضمن العمليات المصرفية التي حددتها المادة (54) من قانون النقد وبنك الكويت المركزي او نص عليها .."

لذلك تستند حوكمة الشركات على فكرة الإفصاح الشفاف للجمهور عن المركز المالي للشركة.

والجدير بالذكر أن التقارير الواجب الإفصاح عنها لا تقتصر فقط على البيانات المالية الدورية للشركة، أذ قد يصيبها ظرف طارئ يؤثر على مركزها المالي اذ يتوجب في هذه الحالة اعداد تقرير مالي بهذا الشأن وهو ما يعرف بالتقارير الفورية.

---

[58] محكمة التمييز الكويتية طعن رقم 1584، لعام2013، تاريخ 18-11-2014

فعلى سبيل المثال عند حدوث حريق لاحد المصانع التابعة للشركة، هذه المعلومة من شأنها التأثير على مركزها المالي وبالتالي على أسعار أسهمها، لذا يتعين على الشركة اعداد تقرير تفصح فيه عن الاضرار الناشئة وتكاليف التأهيل.

وقد أكد على أثر الشفافية واهميتها في ضمان نزاهة التقارير والمعلومات المالية ما جاء في كتاب الحوكمة الصادر عن الهيئة العامة لأسواق المال الكويتية عبر القول بأن:

" سلامة البيانات المالية للشركة تعد أحد المؤشرات الهامة على نزاهة ومصداقية الشركة في عرض مركزها المالي، وبالتالي تزيد من ثقة المستثمرين نفي البيانات والمعلومات التي توفرها الشركة وتتيح للمساهمين ممارسة حقوقهم ".

فعدم الشفافية والتضليل المالي من الأمور الضارة بأسواق المال إذ يدفع إلى العزوف عن الأستثمار الأمر الذي يؤدي إلى أنكماش الاقتصاد، وطعن ثقة المستثمر بالتقارير المعدة. وقالت محكمة التمييز[59] في ذلك :

".... خطأ الشركة بعدم افصاحها عن معلومات تداول الأسهم والمعلومات المالية مما تسبب في الغاء ادراج أسهمها في سوق الكويت للأوراق المالية نتيجة عدم التزامها بتقديم تلك البيانات ".

وهذا يؤكد على أهمية الإفصاح وان مخالفته تشكل خطأ على الشركة.

[59] محكمة التمييز الكويتية طعن رقم 1916، لعام 2014، تاريخ 17-6-2015

- **الشفافية والأفصاح معيارا لكفاءة الأسواق المالية :**

إن السوق الكفء [60] للأوراق المالية هي السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، وبحيث لا تستطيع فئة المطلعين أعضاء مجلس الإدارة تحقيق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخري كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها على قيمتها الحقيقية. ففي ظل السوق الكفؤ سوف يشيع جو من الاطمئنان بين جميع المستثمرين بضمان عدم استغلال طرف لطرف اخر في السوق على نحو غير مشروع [61]، الأمر الذي يؤدي إلى بث الثقة لدي المستثمر في أن ما يدفعه في سعر السهم يمثل قيمة عادلة لهذا السهم، نظرا لأن المعلومات بهذا السهم واضحة جلية، وقد وصلت إلى علمه شأنه شأن أي مستثمر اخر، وعليه يصبح التعامل في هذا السوق عنصرا جاذبا له.

كما ان زيادة شفافية الشركات تعمل على تحسين السيولة عن طريق تقليل عدم تناسق المعلومات بين المشاركين في السوق، اذ يجب ان يؤدي ذلك الى تقليل تكلفة رأس مال الشركة وبالتالي زيادة قيمتها[62] كما يمكن ان يكون لزيادة شفافية الشركات ذات التأثير على قيمتها من خلال تحسين قرارات المسؤولين وتقليل المخاطر التقديرية. ويدلل على ما ذكرناه الكثير من الدراسات التي اشارت الى وجود علاقة إيجابية بين جودة الإفصاح ووضوحه وقيمة الشركات وتكلفتها [63] .

---

[60] السوق الكفء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، محمد أحمد سلام، الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، القاهرة، دار النهضة العربية، (2013)، ص 33

[61] صفوت عبد السلام، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، (2006) القاهرة، دار النهضة العربية، ص8، ونفس المعني محمد أحمد سلام، المرجع السابق، ص 35

[62] انظر الى مقال
,Ana Cristian Silva, Merrimack college, journal of applied corporate finance, 31oct2012 transparency value creation and financial

[63] للحصول على مسح تفصيلي للأدبيات التجريبية والنظرية المتعلقة بالعواقب الاقتصادية لإفصاح الشركات يرجى الرجوع إلى :

Hail,ogneva,francis et al.2004. and 2005;2003;2007

- **معرفة المركز المالي للشركة مصدرة الأوراق المالية :**

لما كان جمهور المتعاملين مع في الغالب لا يعرفون الكثير عن الجهة التي تصدر الأوراق المالية أو حجم النشاط الذي تمارسه او حقيقة مركزها المالي على وجه الدقة.

فإن تقييد الورقة المالية في سجل البورصة يولد تصورا بحسن نية الشركة وموقفها المالي، اذ يترتب على ذلك حصول الجمهور على معلومات بشكل مستمر عن حجم التداول على الورقة المالية وأسعار الافتتاح والاقفال لان تلك الأسعار تعبر عن حكم السوق على هذه الورقة الامر الذي يمكن المستثمر من مراقبة الأسعار من حين الى اخر ويترتب على هذا ان جميع المعلومات التي يخولها القيد للمتعاملين مع الشركة تحقق قدرا معقولا من الشفافية [64] والعلانية التي تحدد المركز المالي للجهة التي تصدر الورقة المالية.

ذلك أن آثر تفعيل هذا المبدأ وأهميته تكمن في الرؤية الحقيقية للمستثمرين الحاليين أو المحتملين عن طبيعة المركز الاقتصادي والمالي للشركة، كما تعد مؤشرا لفهم النشاط الاستراتيجي للمشروع والمخاطر الحيطة به.

- **تحقيق المساواة بين المتعاملين في سوق الأموال :**

من شأن الشفافية أن تؤدي الى تحقيق المساواة بين المتعاملين في البورصة، حيث من الممكن ان يكون هناك قطاع من المتعاملين لا تتوافر لديهم المعلومات [65]. من شأن ذلك ان يحول دون اتخاذ القرار المناسب والصحيح ولكن مع تفعيل الشفافية وتوافر المعلومات فإنه يؤدي الى تحقيق المساواة بل ويمنع استغلال المتعاملين للمعلومات الداخلية والاستفادة منها بحجة تحقيق المصلحة العامة. وهذا ما أكده القضاء الأمريكي في قضية Shapiro V.Merrill Lyunch,pierce Fenner and Smith Inc [66] .وتتلخص وقائع القضية في ان شركة (ميريل لينسي) هي الشركة المسؤولة عن ترويج الاكتتاب في السندات التي أصدرتها

---

[64] د.عصام احمد البهجي ،الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ط1، 2009، ص33

[65] صالح راشد الحمراني ،دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، 2004، دبي، ص423

[66] 495.F.2d at 236.Quoting S.E.C V. Taxes Gulf Sulphur Co. 401 f.2d.833.848.(2 cir.1968) .Cert Denied. 394 U.S 976(1969) see Superintendant of Ins v.Bankers Life and Cas Co.404 U.S.612(1971).

شركة (دوجلاس) لصناعة الطائرات، وقد حصلت على معلومة داخلية تتمثل في حدوق هبوط في أرباح شركة دوجلاس وكان المدعون في القضية قد أوضحوا ان شركة ميريل لينشي قامت بتسريب المعلومة الى عملائها الذين قاموا بدورهم ببيع الأسهم المملوكة لهم في شركة دوجلاس قبل ان يصبح الخبر معلوما للكافة وبذلك يكون المدعون قد قاموا بشراء سندات شركة دوجلاس في الوقت ذاته التي قام به المتعاملين مع شركة ميريل لينشي ببيعها. حيث علقت المحكمة على ما استند اليه المدعون [67] بالآتي:

" ... ان كافة المستثمرين الذين يتعاملون في سوق الأوراق المالية يتمتعون على قدم المساواة بالحق في معرفة كافة المعلومات الجوهرية، والتي يعولون عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية".

- **تطوير وتحديث الشركات المصــدرة للأوراق المالية** [68] **:**

عند قيام الشركة بطرح أوراقها المالية على الجمهور يعكس مدى نجاحها او فشلها، وعليه تستفيد الشركة بعد عرضها للأوراق من مدى اقبال الجمهور على شراء الأوراق المالية او احجامها.

وعليه تستطيع إدارة الشركات أن تستفيد من المعلومات في تحسين أدائها لزيادة نجاحها واستمرارها، وعدم انخفاض مستواها، بخلاف ما إذا كانت المعلومات غير جيدة فإنها تسعى للبحث عن أسباب الفشل والعمل على تحسين الأداء وعدم تكرار الأخطاء السابقة بناء على المعلومات التي توصلت إليها.

- **آثر الشفافية والأفصاح في الجودة وزيادة الإنتاج :**

تعمل الشفافية في حوكمة الشركات على حسن إدارتها وتحسين الأداء فيها، وخاصة فيما يتعلق بعمليات التنظيم والتخطيط، وهذا يؤدي الى رفع الكفاءة لديها الامر الذي ينعكس على فعالية الشركة وزيادة الإنتاج والإنتاجية.واكتساب مزايا تنافسية في مجال خدمات البيع، وتنمية روح المشاركة بين كافة الأطراف.

---

[67] المادة (10b-5) من قانون بورصة الأوراق المالية الامريكية لسنه 1934

[68] د.عصام البهجي ، مرجع سابق ، 69

- آثر الشفافية والإفصاح في قرارات المستثمرين واستقطابهم للأستثمار :

يدرك المستثمر مدى حصوله على عوائد بقدر أكبر من الشركات التي تنتهج الشفافية في ادارتها، والأفصاح عن وضعها المالي، وأستراتيجيتها من خلال المعلومات التي تطرحها، فالمستثمر في هذه الشركات يدرك قيمة حماية استثماراته من التعرض للخسائر نتيجة للإهمال، وحجب المعلومات المالية وغير المالية، واستهتار الإدارة ومزاجيتها.

كما أن رقابة المساهمين والمستثمرين مسألة ضرورية لردع التلاعب الذي قد يقع من إدارة الشركة، وهو ما يحققه تطبيق مبدأ الشفافية والافصاح في حوكمة الشركات.

فبقدر توافر المعلومات ونوعيتها والوقت الذي تتوافر فيه يكون القرار الاستثماري للمتعامل صائبا [69]، ذلك أن سوق الأوراق المالية تختلف عن الأسواق المالية تختلف عن الأسواق العادية في أنها سوق تتميز بخصائص معينة ، حيث أن البائع والمشـتري لا يلتقيان ، بل ينوب عن كل منهما مندوب إحدى شركات السـمسرة في الاوراق المالية بناء على تعليماتها ، ولذلك فإنه لكي تأتي هذه التعليمات بناء على علم وإدراك

وإدارة سليمة مرتبطة بظروف السوق المالية ، فإنها يجب أن تكون مبنية على أسس وقواعد سليمة مستمدة من معلومات كافية صحيحة متوفرة . فقرارات البيع والشراء في السوق، إنما تتم على أساس المعلومات المتاحة لدي المتعاملين في السوق. ويبرز هنا دور الإفصاح الكامل والعادل للمعلومات، ليمنع فئة المطلعين – أعضاء مجلس الإدارة – من الاستئثار بمعلومات مميزة تستعملها لمنفعتها الخاصة في تحقيق الأرباح على حساب جمهور المتعاملين [70]. فسلسلة الفضائح المالية للشركات الضخمة خاصة ركزت الانتباه على عواقب عدم الشفافية والافصاح وسوء إدارة الشركات، لذلك الحوكمة الجيدة والمتمثلة بتفعيل الشفافية هي الطريقة التي تنظم بها الشركة نفسها لضمان جذب المستثمرين وحصولهم على العوائد المالية بشكل عادل، وهي العامل الأول في اتخاذ القرار الاستثماري.

---

[69] جمال عبد العزيز العثمان ، المرجع السابق ، ص 134

[70] جمال عبد العزيز العثمان ، المرجع السابق ، ص 331

كما نشير إلى ان انعدام الشفافية أحد الأسباب الرئيسية التي تجعل المستثمرين مترددين او غير راغبين في الاستثمار[71]. في الشركات التي تحجب المعلومات وغير واضحة في معاملاتها. فتوفير المعلومات والشفافية فيها والمزيد من الإفصاح العام عن المعلومات تقلل من مخاطر التي يواجها المساهمون مما يؤدي إلي زيادة قيمة الشركة.

كما نؤكد أن تطبيق هذ السياسة جزء أساسي في تحسين سمعة الشركة، فهي ضمان للشفافية المالية والمساءلة، الامر الذي ينمي ثقة المتعاملين معها وتثبت حسن النية، مما قد يؤدي الى الزيادة في قيمة المبيعات وبالتالي الحصول على أرباح أكثر، لذلك فإن مقدار الشفافية يلعب دورا مهما في تقييم الشركة.
لذلك فإن توفير قدر كافي من المعلومات والبيانات من الامور الأساسية في ترشيد قرار المستثمر في البورصة، حيث تعد تلك البيانات والقوائم المالية من المصادر الرئيسية التي يعتمد عليها المستثمر في تفير المعلومات المرتبطة بالجهات المدرجة في البورصة [72] .

وعلاوة على ذلك يتعين ان تكون حسابات الشركة معتمدة من قبل مراقبي الحسابات [73]، على النحو الذي يمكن المستثمرين في اتخاذ القرار المناسب وحمايتهم من مخاطر عمليات الشراء من الشركات المتعثرة. فدقة المعلومات وإمكانية الوصول اليها، والشفافية فيها من شأنه ان يتيح الفرصة للمستثمرين للنظر على العمليات التي تقوم بها الشركات والبيانات المالية الخاصة فيها. حتى إذا كانت المعلومات التي تم الكشف عنها سلبية.

وخلاصة ما سبق ذكره ان المستثمر في الغالب لا يملك القدرة على فهم المعلومات المعلن عنها وتحليلها، لكي يقوم باتخاذ القرار المناسب، من هنا يأتي دور الشفافية التي يتعين على الشركة ان تتبعها في افصاحها للمعلومات وايضاحها له ومساعدته بما يتناسب وقدرته للتعامل في مجال الأوراق المالية.

---

[71] Madhnai p.m.(2009),value addition through good governance in corporate sector role of disclousure and transparency,icfai business shool(IBC),Ahmedabad,india

[72] د. صادق البسام بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية، بحث نشر في مجلة الحقوق العدد الرابع، كلية الحقوق جامعة الكويت، 1983، ص15

[73] د. سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة،جمهورية مصر العربية، 2001، ص526

- **آثر الشفافية والافصاح في إدارة المخاطر:**

تعتبر هذه السياسة مفتاح لتقويم الشركات حديثة النشأة، ذلك ان حوكمة الشركات الجيدة ترتبط بتقويم الأسهم والأداء المالي، حيث شهدت الشركات التي حققت الحوكمة بتطبيقها للشفافية والافصاح تقدما في تقويم الأسهم والسندات. بخلاف الشركات التي لم تسلك هذا المنهاج وأدى ذلك الى انهيارها، وهي شركات ضخمة كما سبق ذكره أعلاه.

كما يعد تحديد المخاطر وادارتها امرا مهما في تنفيذ أي استراتيجية عمل. من وجهة نظر المستثمر تعد المعرفة بملف تعريف المخاطر، وإدارتها عناصر أساسية في اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة. فهي مكونا طبيعيا واساسيا لحوكمة الشركات.

في هذا الشأن نجد ان الشركات أكثر عرضة للإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر إذا كان لدى مجالس ادارتها أعضاء أكثر استقلالية، اذ تعمل على التحكم في المخاطر من خلال نظام قوي للحوكمة مبني على مستويات عالية من الشفافية والافصاح عن المعلومات المالية وغير المالية، بحيث يؤدي الى تقليل مخاطر

الإحتيال او السرقة بسبب المساءلة، كما تمكن هذه السياسة المساهمين والمتعاملين مع الشركة في اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس مستنير وبكل موضوعية. نستند في ذلك انه كلما زادت استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وارتفعت نسبتهم أدى ذلك الى قيام الشركة بتوفير المزيد من الشفافية والتوجيه في قياس الأداء واتخاذ القرارات [74].

[74] يتوافق ذلك مع ما جاء في Sarbanes oxley وهو قانون امريكي يوجب على الشركات ان تضمن وتعتمد المعلومات المالية من خلال أنظمة الرقابة الداخلية ، بناء على هذا القانون سيتم تحميل الرئيس التنفيذي والمدير المالي مسؤولية شخصية عن اعلان بيانات مالية خاطئة. وقد جاء هذا القانون بعد ازمة وانهيار شركتي انرون وورلد كوم التي جاءت نتيجة للمخالفات المالية الجسيمة.

أن الافصاحات عن المخاطر المالية والسوقية مثل العملة ومعدل الفائدة ومخاطر الائتمان هي أكثر فئات المخاطر تنظيما[75] .في ضوء ذلك نص دليل (CICA) [76] على :

"... تشجيع الكيانات على تقديم مناقشة حول استخدام الأدوات المالية والمخاطر المرتبطة بها..."

وهو أمر يؤكد على مدى تأثير الإفصاح والشفافية في المعلومات تساعد أصحاب المصلحة او مستخدمي البيانات في تقييم الأدوات المالية ذات الصلة بالمخاطر والتي من شأنها ان تؤثر على التحكم بها.

والجدير بالذكر ان الإخفاقات في رقابة مجلس الإدارة وأنظمة الأجور وعدم الإفصاح عن المخاطر ساهمت بشكل كبير في احداث الازمات المالية. حيث ان زيادة شفافية الشركات في المعلومات المالية ذات مصداقية ومفيدة وحسنة التوقيت كان من شأنها منع او تقليل التأثير المدمر للازمات المالية[77] .وندلل على أهمية وتأثير هذا المبدأ ان محاولة الشركة لإخفاء النتائج السلبية المرتبطة بأرباح المساهمين واخفاقاتها تؤدي الى خسائر أكبر وأضخم في قيمتها في حال وقوع الازمة.

علاوة على ذلك ونتيجة للإفصاح عن معلومات المخاطر سواء كانت مالية او غير مالية تظهر درجة التعرض للخطر، والاحتمالية المتصورة للعوامل المرتبطة به قد تحصل الشركة على دعم للتغييرات والتوصيات الاستراتيجية والتنظيمية من قبل المساهمين وأصحاب القرار. كما انها تعد ميزة لحوكمة الشركات الجيدة والفعالة.

ونؤكد ان العمل على خلاف كان له الأثر في انهيار الأسواق المالية في 2008 والذي دمر العديد من ثروات المستثمرين والمتعاملين مع تلك الشركات. كذلك الإخفاقات في تفعيل الرقابة وأنظمة المكافأة والافصاح عن المخاطر للمؤسسات المالية ساهم في تصعيد هذه الازمات[78] .

---

[75] lajili and zeghal, april2005,Canadian journal of administrative sciences, Acontent analysis of risk ma,agement disclosures in Canadian annual reports,p125-142

[76] انظر الى دليل المعهد الكندي للمحاسبين القانونين (CICA)القسم 3860، الفقرة 43

[77] Transparency,value creation,and financial crises,Ana C.Silva,Gonzalo A.Chavez,Franisci Lope-Lubian ,Merrimack College,North Andover,MA01845,USA,august 28,2012,p4

- **آثر الشفافية والأفصاح في الحد من نشر الشائعات :**

عند القيام بالإفصاح عن المعلومات الصحيحة على النحو الذي يبين حقيقة وضع الجهات التي تصدر الأوراق المالية ومركزها المالي، من شأن ان يحد من الشائعات المتعلقة بمركزها كما تقلل من المضاربة على الأوراق المالي، لذلك تكون الشفافية قد اضفت ضمان على نحو معقول من الاستقرار المالي، حيث تجعل استجابة أصحاب الأوراق المالية للمعلومات السلبية معتدلة وتساعدهم على توقع حدوثها.

- **تحقيق الصالح العام للدولة** [79] **:**

فالعرض الكامل للمعلومات وما ترتبط به من وضوح وشفافية من شأنه ان يمكن الأجهزة المختصة من متابعة كافة الاعمال والأنشطة التي تجري في البورصة وما يتم فيها من ادراج وقيد للأوراق المالية.
كما يبرز أثر الشفافية والافصاح بالنسبة لمؤسسات الدولة كونها تعد الوسيلة الفعالة في ظهور البيانات الحقيقة عن دخل القومي للدولة، ذلك ان بعض الجهات المصدرة للأوراق المالية ومنها شركات التوصية بالأسهم والشركات المساهمة وما تحققه من أرباح يعد جزء من الناتج القومي للدولة.

وعليه يسهل على الجهات المعنية بالرقابة متابعة الجرائم التي تضر بالاقتصاد الوطني والحد منها مثل جرائم غسيل الأموال والتلاعب بالأوراق المالية.

---

[78] ولقد تم الاستشهاد في ضوء ذلك بالفشل في إدارة الشركات كأحد أسباب الازمات المالية في شرق اسيا في 1998-1997

[79] د. عصام احمد البهجي، الالتزام بالشفافية لإفصاح في عقود الاستثمار والاستهلاك والعلاج الطبي، مرجع سابق، ص72

- **تحقيق العـدالة للمدخــرين:**

مما لا شك فيه أن العلانية والوضوح في بيان المعلومات وتوافرها عن الشركات المصدرة للأوراق المالية يحقق العدالة والحماية لجمهور المتعاملين والمدخرين فيها، لهذا جاءت القوانين واللوائح وكثير من الدراسات على التشدد في تعزيز سياسة الشفافية والافصاح. كما شدد على ان تكون الجهة المصدرة لها قوائم مالية، وعند قيامها بالتسجيل لابد ان يكون هناك افصاح منتظم وكامل دون حجب لأي معلومات من شأنها أن تؤثر في قرار ومركز المدخر او المستثمر.

وبصفة عامة فإن القيد في سوق الأوراق المالية يمثل أهمية سواء بالنسبة للشركة المصدرة وكذلك لحاملي الأسهم والأوراق المالية وغيرهم من المستثمرين [80]. وذلك بغية تحقيق قدر معقول من العدالة بينهم.

[80] صالح راشد الحمراني، مرجع سابق، ص306

المطلب الثاني

آثر الشفافية والإفصاح في محاربة الفساد

يوجد ترابط بين الحوكمة والفساد، كما سبق أن ذكرت أعلاه ان الحوكمة والفساد بمثابة الداء والدواء، وان سياسة الشفافية والوضوح في حوكمة الشركات، هي أحد الطرق المهمة لمواجهة معضلة الفساد. لذلك اخذت كثير من الشركات بمختلف أنشطتها الى اعتناق هذه السياسية في تطبيق فكرة الحوكمة لضمان استمرارها واستدامتها. من شأن ذلك ان يؤدي الى خلق ركائز التنمية الاقتصادية وتكاملها، والقضاء على الفقر.

وعليه يتعاظم آثر الشفافية والآفصاح في مجال مكافحة الفساد الإداري والمالي حيث تؤدي الى ما يلي :

- **مراقبة الجهاز الإداري :**

تمكن الشفافية أصحاب المصلحة من الاطلاع على القوانين التي تحكم عمل الجهاز الإداري، حيث تتصف عادة هذه القوانين بالخصوصية لعدم علم الجمهور المعني بها الا من خلال نشرها رسميا او اعلامه بها، لذلك فأن شفافية المعلومات ووضوحها من شأنه ان يؤدي الى تحقيق الالتزام والانضباط الإداري خوفا من المساءلة.

- **المساعدة في اختيار القيادات**[81] **:**

تعمل الشفافية على محاربة الفساد الإداري والمالي، ومنع الانتقائية والمركزية من خلال اختيار قيادات تتصف بالنزاهة والموضوعية، والحيادية، الامر الذي ينعكس إيجابا على تحقيق الصالح العام ومصلحة المتعاملين مع الشركة.

والجدير بالذكر ان وجود سبل اتصال في المجتمع المدني وإمكانية حصوله على المعلومات واستخدامها في المساءلة فإن ذلك يؤدي الى منع المحسوبية والوساطة.

---

[81] د. عصام احمد البهجي، الالتزام بالشفافية لإفصاح في عقود الاستثمار والاستهلاك والعلاج الطبي، مرجع سابق، ص74

- **تعزيز القيم الأخلاقية :**

أن المحافظة على المبادئ والقيم الأخلاقية، وآداب المهنة تأتي في مقدمة اعمال الحوكمة الجيدة للشركات، وهو امر يتعلق بتفعيل ورفع مستوى الشفافية والافصاح، من خلال تقديم المعلومات التي تتحقق بالقوائم المالية ومبادرة الشركة بالإعلان عنها للأصحاب المصلحة على قدم المساواة. حيث يحتاج المساهمين والأطراف الأخرى الى الشعور بأن الشركة تتعامل معهم بنزاهة وشرف، وهذا يعتمد على الألتزام بتطبيق القانون وقواعد الحوكمة، وتنفيذ العقود بحسن نية. فالشركات التي تدون إجراءات الشفافية تتسم بالمهنية والقيم الأخلاقية التي تضمن استمراريتها وتكرار المعاملات معها.

ومع ذلك فإن وجود معايير لحوكمة الشركات دون تفعيل ألية الشفافية والافصاح، وصقل القيم الأخلاقية، لا يكفي لضمان بيئة عملية خالية من التجاوزات. اذ كثيرا ما يتم تجاوز القيم المهنية بإتباع سلوك فاسد، وحجب المعلومات وعدم الإفصاح عنها. لذلك يجب تعزيز الحوكمة الجيدة بالشفافية والسلوكيات النابعة من مرجع أخلاقي. فالحوكمة التي تترسخ فيها الشفافية والصدق في التعامل وهي ركيزة أخلاقية تقوم بتنظيم التجارة والعلاقات التجارية التي تنعكس إيجابا من الناحية الاقتصادية.

كما أنها تقوم بإثراء ثقافة الالتزام والتنبيه الى حجم المخاطر التي قد تنجم عن عدم التصدي للانحرافات والفساد، وهذا النهج في التصرف والتمسك بمبدأ الشفافية والافصاح يؤدي الى نجاح تطبيق الحوكمة. فكما هو معلوم سلاحها المعرفة التي تتحقق بالمعلومات المقدمة من الشركات في التقارير المالية وبالتالي فأن الحوكمة التي تتسم بتفعيل الشفافية تؤكد على الاخلاق الحميدة، وتعمل على صحة السلامة المالية.

- **تفادي المعوقات الإدارية والحد منها :**

غياب الشفافية وعدم وضوح القوانين واللوائح يعطي فرصة للإداريين والموظفين في تفسير التشريعات بما يحقق مصالحهم الخاصة[82] ورغباتهم الشخصية على نحو يضر بالمتعاملين مع الجهة الإدارية.

حيث يجبر المتعامل مع الجهة أحيانا لتقديم الرشاوي نتيجة خضوعه لمطالب بعض الموظفين الفاسدين. لذلك فإن وضوح التشريعات وشفافيتها تحول دون تغليب المصالح الشخصية للموظف.

---

[82] سائدة الكيلاني ، الشفافية الأردنية ، مؤسسة الأرشيف العربي ،ط 1، الأردن، 2000، ص60

المطلب الثالث

آثر الشفافية في مجال العقود التي تبرمها الشركة

توفر الشفافية في العقود والكشف عنها حافزا للارتقاء بها، وخضوعها تحت مجهر الرقابة الذي من شأنه أن يثني المجالس الإدارية عن السعي لتحقيق مصالحهم الشخصية. وتمكن المسؤولين في الشركات الدخول في مفاوضات من شأنها ان ترفع قدرتهم التفاوضية. كما تؤثر شفافية العقود في ثبات الاستثمار وتعزيز الثقة بالشركة لان قد تحتوي على بنود مخالفة للتشريعات لا تؤمن حصة عادلة من الأرباح للمساهمين.

- **تلافي بطــلان العقود**[83] **:**

يؤدي تفعيل الشفافية وحسن النية في ابرام العقد الى تجنب أسباب بطلان العقد او فسخه الناتجة عن وجود عيوب الخفية او عيوب الرضا. وبالتالي توفر الى حفظ المراكز القانونية الناجمة عن العقد لكل من الأطراف المعنية.

- **حمــاية الأطراف المتعــاقدة:**

أن فكرة الحماية العقدية كانت ولا تزال محل اهتمام من قبل العديد من التشريعات، بحكم ما تثيره هذه الفكرة من منازعات وبعض الإشكالات لاسيما في مجال العقود الملزمة للجانبين كعقد البيع.

من هنا يتضح أهمية توفير المعلومات وأثر الشفافية ودورها في حماية الطرف الضعيف في العقد، من خلال إعادة النظر فيه ومراجعته، او الغاء أوجه التعسف فيه [84].

إذ ان تحقيق الشفافية يؤدي الى ان يكون أطراف العقد على دراية بكافة الجوانب القانونية له بحيث يعلم كل منهم الحقوق والالتزامات الناشئة عن تنفيذ العقد.

---

[83] د.عصام البهجي، مرجع سابق ،ص67

[84] دالي بشير، دور القضاء في حماية الطرف الضعيف في العقد، جامعة أبو بكر بلقايد، رسالة دكتوراه ،الجزائر، 2015، ص1

- **تحقيق الرضا للأطراف المتعاقدة :**

أتاحة المعلومات والأفصاح عنها بشكل مسبق تمكن كل طرف من التعرف بماهية العقد القـانوني والشـروط الواجبــة فيه قبـل إبرامه، ومعـرفة الإلـتزامات الملقـاة على عاتقهـم على نحـو يمكنهم من تعديلها او ألغائها.

أما في حالة عدم تنوير المتعاقد بالمعلومات وايهامه على اعتقاد شيء مخالف للواقع يدفعه الى الابرام وايقاعه بالغلط على النحو الذي يجعل التصرف قابل للإبطال.

لذلك تـؤثر الشــفافية في توافر الرضائيــة التي على أسـاسها تنشــأ العـلاقة القانونيـة، وتنتج الأثـر المترتب للعقد.

المبحث الثاني

تأثير الشفافية والافصاح على عمليات الاستحواذ

تمهيد وتقسيم :

يعتبر الاستحواذ خطوة أولية نحو عملية اندماج محتملة؛ حيث تقوم إحدى الشركات بالسيطرة على إدارة شركة أخرى عن طريق الاستحواذ على عدد كبير من أسهمها تمهيدا لدمجها كلياً في الشركة المستحوذة. ويؤدي الاستحواذ الى تجميع الشركات الذي تجسد مفهوم التمركز الاقتصادي، بوجود عدة شركات متميزة يكون لكل منها شخصيتها الاعتبارية المستقلة وتدار بواسطة إحدى الشركات.

ومن جانب اخر نرى مفهوم الاستحواذ من المصطلحات التي قد يشوبها الغموض وتختلف وتتشابه مع مصطلحات اخرى مثل مصطلح الاندماج، وبالتالي لابد من التطرق لمفهوم كل منهما من حيث اللغة والاصطلاح والتشريعات.

اذ تباين موقف التشريعات القانونية من تعريف الاستحواذ والمستحوذ، فالمراد باكتساب حيازة مؤهلة هو الاستحواذ بقصد السيطرة على الإدارة، أي تملك عدداً من الأسهم التي تمكن الشخص المستحوذ من السيطرة على إدارة المشروع المستحوذ عليه، سواء كان من قبل شخص واحد يعمل منفرداً أو بالتضافر مع مجموعة أشخاص، وسواء كانت الحيازة بصورة مباشرة أم غير مباشرة، وسواء كان المستحوذ شخص طبيعي أم معنوي (شركة) .

- مفهوم الاستحواذ في التشريع المصري:

لم يضع المشرع المصري تعريفاً محدداً للاستحواذ على الشركات إلا أنه تناول الاستحواذ كوسيلة تلجأ لها الشركات لفرض سيطرتها على شركات أخرى وجعلها تابعة لها من خلال الاستحواذ على رأس مالها والسيطرة على مجلس إدارتها [85] ، إلا أن المشرع ذهب في المادة (16) من قانون الأعمال عند تعريف الشركة التابعة اشتراط أن تستحوذ الشركة القابضة على 51 % من رأس مالها على الأقل لثبوت السيطرة

([85]) د / سميحة القليوبي – الشركات التجارية – ج 2 – ط 3 – دار النهضة العربي – القاهرة 1993 ص 513

للشركة القابضة عليها، أي أنه أخذ بالسيطرة القانونية [86] ومع صدور القانون رقم 1992/95. وردت بعض القواعد المنظمة للعرض العام لشراء الأسهم في المواد (59)، (61) من اللائحة التنفيذية للقانون .

وحاليا تخضع هذه العروض لأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاستثمار 12 لسنه 2007، وقد عرف المشرع المصري عرض الشراء بقصد الاستحواذ في (م 326) من اللائحة التنفيذية بانه (العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقدا أو مبادلة مالية أخرى أو عرضا مختلطا، وسواء كان العرض إجباريا أو اختياريا) [87]

- مفهوم الاستحواذ في التشريع الفرنسي :

عرف التشريع الفرنسي الاستحواذ في المادة الأولي من القانون 1989/3 بأنه العرض العام للشراء أو التبادل بأنه " الإجراء الذي يسمح لشخص طبيعي أو معنوي بأن يعلن للكافة أنه ينوى الاستحواذ أو التنازل عن كل أو جزء من الأسهم في شركة مقيدة في السوق الثانية، أو تتداول أسهمها خارج السوق .

ولم تأت اللائحة رقم 2002/4 والصادرة بتاريخ 2002/4/22 للجنة عمليات البورصة بتعريف مماثل، ويلتزم صاحب العرض والشركة المستهدفة بعدم المساس بالقواعد المنصوص عليها في هذه اللائحة. وتطبق هذه القواعد من وقت الإعلان عن رأى مجلس الأسواق المالية في أيداع مشروع العرض العام [88]. وبناء على تعريف المادة الأولى من اللائحة العامة يعد المبدأ العام لعمليات العروض العامة سواء للشراء أو التبادل أنها عمليات فنية تجري في بورصة الأوراق المـالية على أوراق مالية مقيدة في السـوق المالية، أو

([86]) المادة (16) من قانون قطاع الأعمال المصرى رقم 203 لسنه 1991 نصت على (تعتبر الشركة تابعة في تطبيق أحكام هذا القانون الشركة التي تكون لإحدى الشركات القابضة 51 % من رأس مالها على الأقل.....)

([87]) وقد تم ألغاء المواد 59 : 61 مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنه 1992 ، الوقائع المصرية ، العدد 26 تابع (ب) في 2007/2/4

([88]) د. سمير برهان راغب " النظام القانونى للعرض العام لشراء الأسهم "، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2006، ص 24 ، 60

يجري التعامل عليها في أقسام البورصة المختلفة [89]. وأن عمليات العروض العامة للشراء من جانب إجرائي تعتبر كذلك عمليات مالية تجري في السوق المالية.

وقد عرف المشرع الفرنسي عرض الاستحواذ في الباب الثالث من اللائحة الفرنسية الجديدة بأنه (العرض المقدم علنا لحاملي الصكوك المالية في البورصة والخاضعة لسلطة هيئة الأسواق المالية الفرنسية AMF أو للتنظيم في بورصة عضو في الاتحاد الأوربي أو المنظمة الاقتصادية الأوربية من قبل شخص بمفرده أو بالتنسيق مع أطراف أخرى وذلك للاستحواذ على كل أو جزء من هذه الصكوك المالية) [90].

- مفهوم الاستحواذ في التشريع الكويتي :

عرف المشرع الكويتي عرض الاستحواذ في المادة (71) من القانون رقم 2010/7 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بأنه العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك :

1. كافة أسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مدرجة، وذلك بخلاف الأسهم التي يملكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالفة معه في تاريخ تقديم العرض.
2. كافة الأسهم المتبقية في الشركة المقدم إليها العرض والتي يتم عرضها على جميع حملة الأسهم الأخرين في تلك الشركة نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة .

([89]) ويري جانب من الفقه الفرنسي أن المبدأ العام يرد عليه بعض الأستثناءات : 1- يجوز لشركات الأستثمار في الأوراق المالية (القابضة) والشركات المقفاة تطبيق بعض قواعد البورصة بشأن العروض العامة الأجبارية أو نظام حماية الأسعار ، طبقا للحالة بنسبة التغيير في السيطرة ، لما كانت تتملك أسهما في شركة مقيدة في البورصة تمثل جزءا أساسيا من أصولها . 2- ويجوز للشركات الغير مقيدة في البورصة تطبيق هذه القواعد أيضا إذا كانت لجأت إلي طرح الأسهم في اكتتاب عام ، وتكون أسهمها موزعة في أيدي عدد من المساهمين يزيدون عن 300 شخص ، لمزيد من التفصيل أنظر من فضلك المبحث السابق د . سمير برهان راغب ص 24

([90]) المادة 1/231 من لائحة هيئة الأوراق المالية الفرنسية والمعدلة في المرسوم الصادر في 14 يونيو 2012

وعليه فإن السمة البارزة للاستحواذ تتمثل باحتفاظ كل شركة في المجموعة باستقلالها القانوني الذاتي وعليه يمكن القول بأن الاستحواذ يمثل عملية قانونية تتم بين شخصيتين اعتباريتين على الأقل، وبحيث يترتب عليها حصول أحدهما على كل أو بعض حصص رأس مال احدى الشـــركات. وتتم هذه العملية عادة من خلال واحدة او أكثر من الطرق التالية :

- الاتفاق مع الإدارة و/أو الهيئة العامة للشركة .
- من خلال السيطرة على الأسهم عن طريق الشراء المباشر عبر السوق المالي (البورصة).
- أو من خلال " التملك " وفق المفهوم المنصوص عليه قانونا من معظم القوانين ومنها المادة (222/ب) من قانون الشركات الأردني، والقانون رقم 20 لسنه 2000 بشأن السماح لغير الكويتيين بتملك الأسهم في شركات المساهمة الكويتية، والقانون رقم 116 لسنه 2013 في شأن تشجيع الاستثمار المباشر في دولة الكويت .
- وأما الطريقة الأكثر شيوعا ، فتتم بها السيطرة على الشركة من خلال العرض العام المقدم من الشركة الراغبة بالبيع الى الهيئة العامة غير العادية للمساهمين في الشركة المراد الاستحواذ عليها ، وذلك للاستحواذ على كمية من الأسهم تمكنها من الحصـــول على السيطرة على إدارة الشـــركة ، وبحيث تجري العملية عادة من خلال إبرام عقد تملك شركة مع المساهمين في شركة أخرى لشراء الأسهم المملوكة لهم مقابل سعر تقديري او أسهم أخرى تمكن الشركة العارضة من الحصول على عدد من الأسهم التي تكفل لها السيطرة على الشركة المراد الاستحواذ عليها .

في بعض الأحيان قد يتبادر للذهن أن الاستحواذ والاندماج هما مترادفين يؤديان لنفس المعنى وهو بالفعل ما يتم استخدامه في العديد من الدراسات ، فقد يتشابه كلاً من الاستحواذ والاندماج في أنهما وســـيلتين لتكوين مجموعة الشركات أو كيانات اقتصادية كبيرة ، كما أنهما يحققان نفس المزايا الناجمة عن تكوين المجموعات الاقتصادية من تركيز الإنتاج وزيادة الانتشـــار في الأســـواق وخلق قـــوة احتكارية

تمكنها من فرض أسعارها على السوق وبالتالي زيادة أرباحها سواء عن طريق خفض تكاليف الإنتاج أو زيادة الإيرادات ، ويزداد هذا التشابه عندما يكون الاستحواذ كامل ، ومما زاد الخلط بينهما تناول البعض لهما على أنهما يؤديان نفس المعنى ، ولكن التأصيل القانوني لهما يظهر وجود اختلاف بينهما وحيث أنه قد تم تعريف الاستحواذ في الفرع الاول اعلاه ، **فسوف نتناول مفهوم الاندماج والتمييز بينه وبين الاستحواذ على النحو التالي :**

أولاً : مفهوم الاندماج :

ليس هناك تعريف تشريعي أو قضائي واحد لفكرة الاندماج، وقد أدى هذا الغموض في فكرة الاندماج إلى اختلاف وجهات نظر الفقهاء حول تعريفها بحسب الزاوية التى نظر منها إلى موضوع الاندماج، وهو ما سنتناوله فيما يلي :

وقد عرف جانب من الفقة الاندماج ببيان أثره وذلك بالقول إنه " تدبير يقصد منه توحيد عدة شركات مستقلة عن بعضها في شخص اعتباري واحد، سواء عن طريق شخصية اعتبارية جديدة، أو عن طريق ضم شركة أو أكثر في شركة قائمة [91]، أو أنه التحام شركتين وفسخهما وزوالهما معا، وانتقال جميع أموالهم إلى شركة جديدة، أو فسخ إحداهما فقط وانتقال جميع أموالها إلى الشركة الدامجة" [92]، أو أنه " ضم شركتين أو أكثر قائمتين من قبل، إما بإدماج إحداهما في الأخرى، أو تأليف شركة جديدة تندمج فيها الشركة القائمة " [93]

كما انه من التعريفات المشابهة أن الاندماج هو اتحاد شركتين، بانحلالهما وأيلولة ذمتهما المالية إلي شركة جديدة، أو ضم إحداهما إلي الأخرى، وعليه فلابد على الأقل من انحلال إحدى الشركتين [94]، وذلك دون خضوع أي من الشركات المندمجة للتصفية، ومنها كذلك أن الأندماج يعني اتحاد شركتين أو أكثر،

([91]) د. رزق الله الأنطاكي ونهاد السباعي، موسوعة الحقوق التجارية (الشركات التجارية) ، دار الإنشاء، دمشق ، 1962 ، ص 235

([92]) د. عبد الحكم فودة ، شركات الأشخاص علي ضوء الفقة وقضاء التمييز ، دار الفكر الجامعي ، الأسكندرية ، دون سنه نشر ، ص 20

([93]) د. مصطفى كمال طه، القانون التجاري- شركات الأموال، المؤسسة الثقافية الجامعية، الإسكندرية، 1982 ، ص221 ، وانظر مؤلفه أيضا : الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، 1998 ، ص 339

([94]) د. جاك الحكيم ، الشركات التجارية، منشورات جامعة دمشق، 1992-1993 ، ص 247

بحيث تندمج إحداهما في الأخرى، أو تتكون شركة جديدة من إتحادهما معا. الأمر الذي يعني أن الاندماج على هذا النحو يفترض زوال شركتين قائمتين أو إحداهما [95].

وفي المقابل لم يسلم البعض بذلك الأثر للاندماج، فذهب إلى أن الاندماج لا يؤدي إلي زوال الشركة المندمجة - إن كان يؤدي إلى زوال شخصيتها المعنوية - فتظل الشركة المندمجة محتفظة بوجودها وتستمر في إطار الشخصية المعنوية للشركة الدامجة أو الشركة الجديدة. وبناء على ذلك فالاندماج هو عقد بمقتضاه تتفق شركتان أو أكثر على وضع جميع المساهمين وجميع الأموال معا في إطار شركة واحدة مع زوال الشخصية المعنوية للشركات المندمجة وقيام شخصية واحدة هي شخصية الشركة الجديدة، أو مع بقاء الشخصية المعنوية للشركة الدامجة وزوالها للشركة أو الشركات الأخرى [96].

وهناك تعريفات أخرى تجاهلت أثر الاندماج سواء على الشركة أو الشركات المندمجة ، أو على شخصيتها المعنوية، فقد تم تعريف الاندماج بأنه اتحاد أو انخراط شركتين أو أكثر في شركة واحدة [97]، أو أنه " العملية التي بمقتضاها تلتحم شركتان معا بغرض جعلها شركة واحدة " [98].

كما تم تعريفه بأنه " اتحاد دائم بين شركات كانت سابقا - أي قبل الاندماج - منفصلة عن بعضها البعض ، ومثل ذلك أن الاندماج عبارة عن " انخراط شركات في بعضها البعض ، فتختلط أموالها ، ويتكون من مجموعها شركة واحدة جديدة ".

([95]) إبراهيم سيد أحمد ، العقود والشركات التجارية فقهاً وقضاءً ، ط 1 ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الأسكندرية ، 1999 ، ص192

([96]) مؤلف د.حسني المصري ، اندماج الشركات وانقسامها ، دراسة مقارنة ، دار الكتب القانونية، المحلة الكبري مصر، 2007 ، ص 34

([97]) د. طالب حسن موسى، الموجز في الشركات التجارية، ط 2 ، مطبعة المعارف ، بغداد ، 1975 ، ص 205

([98]) مؤلف د .حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها، المرجع السابق، ص 34

ثانياً : التمييز بين الاستحواذ والاندماج :

1. من حيث النشأة :

ينشأ الاستحواذ بموجب اتفاق بين طالب الاستحواذ ومجلس إدارة الشركة المستهدفة أو المسئول عن إدارتها، كما ينشأ بدون اتفاق عند رفض مجلس الإدارة أو المسئول عن الشركة لمشـروع الأستحـواذ

وعندئذ يتقدم الطالب إلى هيئة الرقابة المالية [99]، بمشروعه لعرض الشراء على مالكي الأوراق المالية.

بينما ينشأ الاندماج بالاتفاق فقط ويتم تحرير عقد الاندماج بين ممثلي الشركات المندمجة ويتضمن موافقتهم على الاندماج وشروطه وكيفية إجرائه ثم يعرض العقد على الجمعية العامة غير العادية لكل الشركات المشتركة في الاندماج للمصادقة عليه وفقاً للقانون [100]، كما أكدته محكمة النقض الفرنسية.

2. من حيث الشكل القانوني :

لا يوجد شكل محدد للاستحواذ، فيمكن أن يكون طالب الاستحواذ فرداً أو شركة، كما يشترط في محل الاستحواذ أن تكون أوراق مالية لشركة مقيدة أو غير مقيدة بالبورصة، والأمر لا يشمل كل الأوراق المالية وإنما يقتصر على الأسهم والسندات القابلة للتحول إلى أسهم وشهادات الإيداع [101] .

بينما يجب في الاندماج ان يتم بين شركتين أو أكثر "ماعدا شركة المحاصة"، ويجب أن ينشأ عن الاندماج إما إنشاء شركة مساهمة جديدة بطريق المزج أو إنشاء شركة مساهمة قائمة بطريق الضم" [102]

---

(99) حلت محل كلاً من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين والهيئة العامة لسوق المال والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري بموجب المادة 3 من القانون 10 لسنة 2009 المتعلق بالرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، وكذلك قرار رئيس الجمهورية رقم 192 لسنة 2009 ويعمل بكل من القانون والقرار من 1 يوليو 2009. ، راجع المواقع على الانترنت: www.cma.gov.eg , www.efsa.gov.eg

(100) راجع د. حسام الدين عبدالغني الصغير: النظام القانوني لاندماج الشركات، دار الفكر العربي بالإسكندرية ، الطبعة الثانية، سنة 2004، ص40 .

(101) راجع المادتين 1/325 ، 326 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

(102) راجع أحكام النقض المصرية طعن رقم 5058 لسنة 62ق جلسة 1999/5/2 المكتب الفني 50، جزء 1، ص598، الطعن رقم 599 لسنة 67 ق، جلسة 1998/5/21، المكتب الفني 49، جزء 1، ص438، الطعن رقم 11594 لسنة 66ق، جلسة 1998/5/21، المكتب الفني 49، جزء 1، ص438، الطعن رقم 662 لسنة 67 ق، جلسة 1998/5/21، المكتب الفني 49، جزء 1، ص 438

3. من حيث الشخصية المعنوية :

يترتب على عملية الاستحواذ احتفاظ أطرافها كلاً بشخصيته المعنوية وبالتالي يكون لكل طرف ذمة مالية مستقلة وممثل قانوني باسمه ولكل شركة اسم وموطن مستقل وجنسية مستقلة كما يجوز الحكم بشهر إفلاسها .

بينما يترتب على الاندماج زوال شركتين قائمتين إذا كان بطريق المزج أو زوال إحداهما إذا كان بطريق الضم ، وبالتالي انقضاء شخصيتها القانونيـــة، وتعد الشــركة المندمج فيها أو الشــركة الناتجـة عن

الاندماج خلفاً عاماً للشركات المندمجة وتحل محلها حلولاً قانونياً فيما لها من حقوق وما عليها من التزامات [103] ، ويلاحظ أن العملية يترتب عليها فناء شــركة على الأقـل ، فإذا اقتصرت على مجـــرد نقـل جزء من موجودات شركة قائمة إلى شركة أخرى قائمة أو مزمع تأسيسها فلا يعد ذلك من قبيل الاندماج كما لا يعد اندماجاً دخول شركة كشريك في شركة أخرى ولو كانت تملك معظم أسهمها وتهيمن تبعاً لذلك على إدارتها [104] ، وهو ما أيده القضاء بقوله أنه لا يعد اندماجاً شراء إحدى الشركات لأسهم شركة أخرى إذ كل ما تتمتع به الشركة الأولى المشترية بالنسبة للثانية لا يعدو تمثيلها في الجمعية العامة لها بنسبة ماتملكه من أسهمها مع احتفاظ كل من الشركتين بشخصيتها مستقلة عن الأخرى [105] ، كما لا يعد اندماجاً مجرد نقل قطاع من نشاط شركة إلى شركة أخرى كحصة عينية في رأسمالها طالما بقيت الشركة الأولى محتفظة بشخصيتها القانونية وذمتها المالية فتظل هي المسئولة وحدها عن الديون التي ترتبت في ذمتها قبل الغير ولو تعلقت بالنشاط الذي انتقل إلى الشركة الأخرى [106].

---

(103) د. مصطفى كمال طه: القانون التجاري "شركات الأموال"، مؤسسة الثقافة الجامعية بالإسكندرية، سنة 1982، ص224. ، د. علي سيد قاسم : قانون الأعمال "الجزء الثاني"، ص150. ، د. احمد محمد محرز: الوسيط في الشركات التجارية، منشـة المعارف، الطبعة الثانية 2004، ص626 = وراجع أحكام النقض المصرية "طعن 113 سنة 38ق جلسة 1973/12/18، س24، ص1280 ، طعن 76 سنة 36ق، جلسة 1970/5/21، س21 ص880 ، طعن 283 سنة 31ق، جلسة 1966/3/15، س17 ص585 ، طعن 121 سنة 48ق، جلسة 1979/1/29، س30 ص433 ، طعن 288 سنة 38ق، جلسة 1974/5/12، س25 ص859 ، طعن 344 سنة 35ق، جلسة 1969/6/19، س20 ص1026" قضاء النقض التجاري، د. احمد حسني ص269.

(104) راجع أحكام النقض: الطعن رقم 416 لسنة 50ق، جلسة 1984/6/11، المكتب الفني 35، الجزء 2، ص1614، الطعن رقم 4606 لسنة 61ق، جلسة 1999/5/12، المكتب الفني 50، الجزء 1، ص645.

(105) محكمة القاهرة الابتدائية، جلسة 30 نوفمبر 1954، مجلة التشريع والقضاء، س7 ص45.

(106) الطعن رقم 679 سنة 40ق جلسة 1976/4/19 س27 ص977، مجموعة قضاء النقض التجاري، د. احمد حسني، ص270.

4. من حيث الشروط :

تختلف شروط الاستحواذ بحسب موقف الشركة المستهدفة من القيد بالبورصة من عدمه، فإذا كانت غير مقيدة فيتم الاستحواذ وفقاً لشروط الاتفاق أما إذا كانت مقيدة فتختلف الشروط حسب نسبة الاستحواذ فإذا كانت في حدود ثلث رأس المال أو حقوق التصويت فيتم الشراء من البورصة وفقاً لقواعد التداول مع الإفصاح عن العملية لهيئة الرقابة المالية وإدارة البورصة خلال يومين من إتمام العملية [107] ، أما إذا كانت نسبة الاستحواذ تتعدى الثلث فيتم ذلك وفقاً لإجراءات وشروط عرض الشراء بإيداع مشروع العرض لدى هيئة الرقابة المالية [108] .

بينما يشترط في الاندماج أن يتم بقرار يصدر من الجمعية العامة غير العادية لكل من الشركتين المندمجة والمندمج فيها [109]، وهو ما يجري عليه العمل في فرنسا أيضاً، كما يشترط في الاندماج الحصول على ترخيص بذلك من الوزير المختص " وزير الاستثمار" [110] ، وموافقة اللجنة المختصة " إدارة تأسيس الشركات بالهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة.

من خلال ما تم طرحه في هذا المبحث أتضح إن الأهمية النسبية للأسواق المالية تتفاوت بمستوى الثقة التي تكتسبها السوق المالية وتقاس بالمجمل بمدى شفافية السوق ومدى واقعية الصورة التي يوفرها للمستثمر، لقد خطت الاقتصاديات المتقدمة في مسيرة الشفافية والافصاح لتأنى عن الفوضى الاقتصادية التي يسببها ضعف المعلومة وسوء الإدارة. وعليه نجد آن الشفافية والإفصاح هو الخطوة الأولى والأهم لإتمام عمليات الاستحواذ.

(107) المواد 331 ، 332 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم 95 لسنة 1992.

(108) م 335 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992.

(109) م 135 من قانون الشركات المصري 159 لسنة 1981 ، م 292 من اللائحة التنفيذية للقانون 159 لسنة 1981 .

(110) م 130 من القانون 159 لسنة 1981 ، م 294 من اللائحة التنفيذية للقانون 159 لسنة 1981.

فإن مقدم العرض يلتزم بالإفصاح عن نيته لتقديم العرض وعليه التقدم بالعرض خلال مدة لا تزيد عن ستين يوماً من الإفصاح، وإذا تقاعس يمتنع عليه التقدم بأي عرض على الشركة المستهدفة خلال الستة أشهر التالية لانتهاء المدة المذكورة.

كما تلتزم الشركة المستهدفة بالإفصاح فور استلامها إخطار كتابي من صاحب العرض بنيته في تقديم عرض الشراء، ويتم الإفصاح إلى الهيئة والبورصة، كما يجب الإفصاح في حال حدوث تأثير ملموس على التداول أو أسعار الأسهم نتيجة انتشار معلومات أو توقعات بتقديم عرض شراء محتمل.

أما بالنسبة إلى مساهمين الشركة المستهدفة تتحقق الشفافية بالحصول على المعلومات الكافية وإتاحة الفرصة المناسبة والتوقيت الملائم لتقييم العرض وذلك بالمساواة بين جميع المساهمين.

كما يتعين على هيئة الرقابة المالية التأكد من تطبيق مبادئ الشفافية والإفصاح والمساواة ومراعاة مصالح الشركة المستهدفة وحرية المنافسة وحماية حقوق المساهمين.

وعليه نجد ان الأساس القانوني للإفصاح يرجع إلى مبدأ حسن النية في المعاملات، والتي تقتضي من أطراف التعامل الوفاء بالتزاماتهم بكل صدق وأمانة والعمل على توفير الثقة في علاقات الأعمال بالإدلاء بكافة المعلومات، والعمل على تحقيق المساواة بين الكافة في الحصول عليها في وقت واحد.

وهو امر ينبغي ان تلتزم به الشركات المقيدة بالبورصة أو في الأوراق المالية أو وكالات التصنيف الائتماني [111]، وهذا الأمر تأكد بالقوانين المنظمة لعمليات البورصة في كلٍ من مصر والإمارات والكويت والبحرين وفرنسا.

ففي مصر يجب على الشركات التي طرحت أوراقاً مالية للاكتتاب العام أو ترغب في طرحها أن تصدر نشرة للاكتتاب تتضمن الإفصاح عن بيانات حددتها المادة الخامسة من القانون 95 لسنه 1992، كما يجب

[111] د. صالح البربري: المرجع السابق، ص20، أ. صالح الحمراني: دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية حقوق القاهرة، سنة 2000، ص272

على كل شركة تواجه ظروفاً جوهرية تؤثر في نشاطها أو في مركزها المالي أن تفصح عن ذلك فوراً وأن تنشر ملخصاً وافياً في صحيفتين يوميتين صباحيتين [112].

وفي الإمارات جاء بالمادة 33 من قانون هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم 4 لسنة 2000 بجواز إلزام أي شخص ذي صلة بأنشطة الأوراق المالية سواء كان شخص طبيعي أو اعتباري بالإفصاح العلني أو الخاص وبتقديم أية بيانات ذات صلة بالنشاط ، كما يجب على الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق الإبلاغ بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها ولمجلس

إدارة السوق حق نشر تلك المعلومات [113]، كما تلتزم الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق بنشر أية معلومات تتعلق بأوضاعها وأنشطتها بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمر متى طلب منها ذلك [114].

وفي الكويت جاء بالمادة 93 من قانون هيئة سوق المال رقم 7 لسنه 2010 المعدل بالقانون رقم 22 لسنه 2015 على انه لا يجوز لأي شخص القيام بطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص، ما لم تقدم لهذا الاكتتاب نشرة تتفق مع البيانات والإجراءات المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية وتصادق عليها الهيئة ولا يجوز طرح أو إصدار أوراق مالية أجنبية للاكتتاب العام أو الخاص أو الترويج لها أو تسويقها، إلا بترخيص من الهيئة، ويجوز للهيئة رفض الاكتتاب في حالات معينة حددها القانون [115].

وفي البحرين جاء بالمادة 81 من قانون مصرف البحرين المركزي رقم 64 لسنه 2006 أنه لا يجوز إصدار أية ورقة مالية في المملكة إلا بعد الحصول على موافقة كتابية من المصرف المركزي ، ويصدر بتحديد البيانات والمستندات اللازمة للحصول على هذه الموافقة قرار من المصرف المركزي ، لا يجوز طرح أوراق مالية في اكتتاب عام إلا بناءً على نشرة إصدار معتمدة من قبل المصرف المركزي ، على أن

---

[112] انظر المادة 6 من القانون المصري رقم (95) لسنة 1992.

[113] انظر المادة 34 من قانون هيئة وسوق الأمارات للأوراق المالية رقم 4 لسنه 2000

[114] انظر المادة 35 من قانون هيئة سوق الأمارات للأوراق المالية رقم 4 لسنه 2000

[115] انظر المادة 95 من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم 7 لسنه 2010

ينشر ملخص النشرة في صحيفتين يوميتين محليتين تصدر إحداهما باللغة العربية والأخرى باللغة الإنجليزية ، ويجوز للمصرف ألغاء أو تعديل أي ورقة مالية [116].

وفي فرنسا يلتزم مصدري صكوك رأس المال وصكوك الدين والتي تزيد قيمتها الاسمية أكثر من 1000 يورو بنشر تقرير سنوي كما يلتزم المصدرين بتقرير نصف سنوي كما يلتزموا بنشر كل حدث جوهري يؤثر على السوق، وذلك استناداً إلى نص المادة L451-1-2 من الكود النقدي والمالي'

كما يلتزم كل كيان له صكوك متداولة في السوق المنظمة بنقل المعلومات إلى الجمهور في إطار شفافية السوق وفقاً للمواد 1-223 والتي تليها من اللائحة العامة لـ AMF.

فالاستحواذ والاندماج يعتبر أحد الأساليب الحديثة التي من الممكن ان تتبعها الشركة للمحافظة على نموها واستدامتها بوصفها عملية تركيز او تكتل اقتصادي يهدف الى تعظيم رأس مال الشركة. كما يعتبر قرار الاستحواذ قرارا وقائيا في بعض الأحيان.

وأن نجاح هذه العملية لا يكون إلا من خلال الإفصاح الواضح لتعزيز المنافسة بين مقدمي العرض، ويكون في الوقت المناسب، والشفافية تجاه الجهات المختلفة وأصحاب المصلحة والمساهمين، لذلك فإن عملية الاستحواذ والاندماج تعتمد بشكل أساسي على الإدارة الرشيدة للشركة (الحوكمة) ومدى شفافيتها، ذلك ان القيمة السوقية للشركة تزيد في حالة تطبيق ووجود مبادئ الحوكمة فيها. فالإفصاح والشفافية تؤدي الى نتائج ترضي الأطراف خاصة في مرحلة التفاوض فيما بينهم وتسهيل الاستحواذ وإعادة هيكلة الشركات ومجلس ادارتها.

نظرا لما ترتبه هذه العملية من اثار كما سبق بيانه في هذا الفصل على كل من الشركة المندمجة والشركة المدمجة وعلى المساهمين. تتمثل بانقضاء الشخصية المعنوية للشركة المندمجة وانتقال أصولها الى الشركة الدامجة او الجديدة، ويكون المساهمون في الشركة المندمجة مساهمين في الشركة الدامجة ويتمتعون بذات الحقوق التي كانوا يتمتعون بها في الشركة المندمجة ومنها حق الإدارة.

[116] انظر المادة 87 من قانون مصرف البحرين المركزي رقم 64 لسنه 2006

كما يكون لهذه العملية الأثر الخطير بالنسبة لدائنين الشركة المندمجة، حيث انها تنقضي وتحل محلها الشركة الدامجة فقد يزيد من الدين العام للشركة، او انه قد يؤدي الى تعريض الشركة للمخاطر كما الشركة المندمجة مثقلة بالديون وفي حالة اعسار لذلك كان للإفصاح أهمية بالغة لإتمام هذه العملية.

وعلى صعيد أخر فإن الغاية من تنظيم عملية الاستحواذ والاندماج المتمثلة في المساواة بين المساهمين وتمكينهم من اتخاذ القرار بشأن عرض الاستحواذ، وإرساء مبدأ الشفافية والافصاح يبين مدى حاجة الشركة الى عرض الشراء، كما ان الإفصاح عن العرض قد جاء لتحقيق الحماية للمساهمين، ولاسيما الأقلية منهم لجهلهم بأمور الشركة، وعدم اطلاعهم على تقارير الشركة ومستنداتها، يحول دون حصول الأقلية على المعلومات. في حين نجد ان هناك عدة قوانين تنص على حق المساهمين للاطلاع على المعلومات والبيانات المالية وغيرها من المعلومات، ومنها ما نصت عليه المادة (3/178) من القانون الكويتي للشركات رقم 1 لسنة 2016 على احقية المساهمين في الحصول على تلك المعلومات.

فالشركات ملزمة بتحقيق مصالح مساهميها عند الاستحواذ والاندماج، وذلك يتم من خلال الإفصاح عن كافة إجراءات العملية مرورا بمرحلة التفاوض والتفاهم واساسيات العملية.

أن لتأثير الشفافية والإفصاح عن البيانات والمعلومات بشأن عمليات الاستحواذ أهمية كبيرة في زيادة كفاءة ومصداقية استقرار سوق الأوراق المالية ، وخير دليل علي ذلك هو ما أستقر عليه المشرع المصري في أحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنه 1992 حيث حذر المشرع المطلعين علي المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام المكلفين بتأديتها من استغلال تلك المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم الشخصي أو لحساب الغير [117]، بالإضافة إلي حظر التعامل بالأوراق المالية بناء علي معلومات داخلية ، سواء كانت لأغراض شخصية أو افشائها للغير بأي شكل من الأشكال مقابل منفعة أو بدون منفعة ، كما نجد أيضا أن المشرع الكويت قد أكد في القانون 2010/7 الخاص بإنشاء هيئة سوق المال أن من

(117) انظر المادة (322) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري وقد ساير المشرع المصري بهذا المادة القاعدة (2) فقرة (a) من قواعد الاستحواذ الإنجليزية

الأهداف التي تسعى الهيئة إلى تحقيقها هو تطبيق سياسة الإفصاح الكامل والدقيق [118] بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية [119].

في ضوء ذلك يمكن أن نستشف مدى التأثير الإيجابي للشفافية والافصاح في عمليات الاستحواذ من خلال :

المطلب الأول : أثر الشفافية والافصاح في حماية أسواق المال .

المطلب الثاني : تحقيق المساواة العادلة بين المساهمين .

المطلب الثالث : أثر الشفافية والافصاح على عرض الاستحواذ .

المطلب الأول :

آثر الشفافية والإفصاح في حماية أسواق المال عند الاستحواذ

يعد حماية سوق رأس المال هدفا بارزا لكافة التشريعات الاقتصادية ، فهذه الأسواق تمثل اليوم لغة عالمية مشتركة بين الدول ، كما أنها تلعب دورا مؤثرا في حياتها الاقتصادية ، فهي إحدى الآليات الهامة لتجميع الأموال والمدخرات وتوظيفها لتمويل المشروعات المختلفة، وهي تشكل هدفا لتحقيق أهداف ومصالح خاصة للمستثمرين، وكذلك أحد أهم الركائز التي تعتمد عليها الدولة في مجال التنمية، وعروض الاستحواذ هي من العمليات المالية المهمة التي تجري في السوق ، وقد تكون لها آثار خطيرة بل ربما مدمرة ليست على الأطراف الداخلة في هذه العملية وحدها بل قد يطال آثرها أيضا جموع المستثمرين في السوق المالية مما يضر باستقرار هذا السوق ويخل بالثقة الواجبة فيه ، كما ينعكس بدوره سلبا علي الاقتصاد الوطني [120]. ولذا تحرص القواعد المنظمة لعروض الاستحواذ على أن تجعل هذه العملية تتم

(118) انظر القاعدة السابعة " الإفصاح والشفافية بشكل دقيق وفي الوقت المناسب " من الكتاب الخامس عشر (حكومة الشركات) في اللائحة التنفيذية الجديدة.

(119) انظر الفقرة (5) من المادة (3) من قانون هيئة سوق المال الكويتي.

(120) انظر في الضوابط الاقتصادية لعروض الاستحواذ د. طارق محمود عبدالسلام السالوس ، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الأستحواذ 2010، كلية الحقوق، جامعة حلوان، دار النهضة للنشر، مصر2010، ص26

وفق آليه محددة تخضع من خلالها لرقابة الجهات المالية والاقتصادية المختصة وذلك لضمان الالتزام بالمبادئ والأهداف التشريعية، ومنها لا شك حماية السوق المالية من الاضطراب الذي قد ينشئ نتيجة لما قد تنطوي عليه هذه العمليات من غش أو تضليل أو إشاعات وأخبار كاذبة وتلاعب بالأسعار [121].

فاضطراب السوق والتأثير على ورقة مالية من شأنه التأثير على السوق بأكمله، خاصة لو كان الشركة المستهدفة بالاستحواذ من الشركات ذات التأثير النسبي وتتمتع بنسبة تداول مرتفعة في البورصة، فارتفاع سعر ورقة مالية أو انخفاضها في قطاع معين من شأنه أن يؤثر أيجابا أو سلبا على كافة الشركات المنتمية إلى ذات القطاع، ومن ثم التأثير على المتعاملين في السوق برمته.

- منع التلاعب بأسعار الأوراق المالية[122] :

التلاعب بالأسعار يقصد به أي عمل أو أمتناع عن عمل يقصد به التأثير على أسعار تداول الأوراق المالية [123]، ويكون من شأنه الأضرار بكل أو بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية ، وتتعدد صور التلاعب بأسعار الأوراق المالية فيما يخص عروض الاستحواذ ومنها نشر أخبار كاذبة عن وجود عرض استحواذ على أحدى الشركات المقيدة في السوق ، أو الإعلان عن بيانات غير مدققة أو صحيحة ، أو القيام بأي عمل يقصد إيجاد انطباع كاذب أو مضلل عن وجود عمليات تداول نشطه علي أسهم الشركة محل عرض الاستحواذ لتحقيق مكاسب شخصية أو لحث المساهمين علي الشراء أو العكس بفصد أفشال العرض المقدم [124]، لذا ترسخ قواعد عروض الشراء بقصد الاستحواذ العديد من الأحكام القانونية لحماية

(121) انظر في التزام بورصة الأوراق المالية بضمان سلامة السوق، د. بدر الملا "النظام القانوني لأسواق المال"، 2012، ص188

(122) لمزيد من التفصيل بهذا الموضوعي انظر: د. صالح أحمد البربري، المضاربة غير المشروعة أو التلاعب في الأسعار -المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر -بحث للمؤشر أسواق الأوراق المالية والبورصات – الجزء الخامس، ص 1929

(123) (المادة 319/أ) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري

(124) حددت المادة 49/أ ، ج من الفصل الثامن (الاحتيال والتداول بناء علي معلومات داخلية) لنظام السوق المالية السعودي ، المقصود بالتصرفات التي كون الغرض منها التلاعب بأسعار الأوراق المالية ، كما حددت بعضا من الصور التلاعب ، وذلك بالنص علي أنه يعد مخالفا لأحكام هذا النظام أي شخص يقوم عمدا بعمل أو يشارك في إجراء يوجد انطباعا غير صحيح أو مضللا بشأن السوق ، أو الأسعار ، أو قيمة الورق ة المالية ، بقصد ايجاد ذلك

السوق المالية والحد من التلاعب بالأسعار ، أو التأثير علي قرارات المستثمرين وتعطي هذه القواعد صلاحية للجهة الرقابية لاتخاذ الإجراءات التي تكفل تحقيق هذه الغاية ، فعلي ســبيل المثال تمنح

هذه القواعد لرئيس الهيئة الحق بإيقاف التداول علي الورقة المالية محل عرض الاستحواذ، حتي تستوعب السوق المالية تلك الخطوة ، وذلك لفترة محددة بقصد حماية السوق المالية والمتعاملين من المضاربات غير المشروعة [125].كما تلزم تلك القواعد مقدم العرض والشركة المستهدفة بالعرض وأعضاء مجلس إدارتها والمستشارين ببذل العناية عند الإفصاح عن المعلومات الخاصة بعرض الشراء خلال فترة سريانه، ويجب أن يقتصر ما يتم نشره من معلومات خلال فترة العرض على العناصر الواردة بالإعلانات الواجبة وفقا لقواعد عرض الشراء وبمذكرة المعلومات المقدمة من مقدم العرض. كما يجب إخطار الهيئة مسبقا خلال فترة العرض بأية معلومات أو بيانات مرتبطة بالعرض قبل إعلانها أو نشرها لاعتمادها [126]. فالتقيد بمبدأ الإفصاح يمنع حدوث الإشاعات داخل البورصة، بما يوفره من عدالة في الاستثمار ويمنع التلاعب بأسعار الأوراق المالية [127].

واستنادا للمادة (3-1-6) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة الكويتية فإنه لا يجوز لمجلس إدارة الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ دون موافقة الجمعية العامة للمساهمين خلال فترة العرض أو خلال فترة المفاوضات الأولية القيام بأي إجراء أو تصرف من شأنه أن يؤثر سلبا علي الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ أو نشاطها أو علي قيمة أسهمها ، كأن يتخذ مجلس إدارة الشركة المستهدفة قرارات من شأنها

الانطباع ، أو لحث الأخرين علي الشراء و البيع أو الاكتتاب في تلك الورقة ، أو الأحجام عن ذلك أو لحثهم علي ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة ، أو الأحجام عن ممارستها

- وانظر في صور التلاعب بالأسعار المادة 321 من اللائحة التنفيذية لسوق المال المصري.

(125) انظر المادة 15/231 من قواعد الاستحواذ الفرنسية، وفي نفس الحكم السابق انظر المادة 336 من لائحة سوق رأس المال المصرية، كما سار المشرع الكويتي في نفس الاتجاه، ونصت المادة (3-1-12) من كتاب الاندماج والاستحواذ على أن يتم أيقاف سهم الشركة محل العرض عن التداول لمدة ساعة في جلسة التداول فور الافصاح عن الاتفاق الاولي بشأن عرض الاستحواذ الاختياري، وفي حالة الاستحواذ الالزامي يتم هذا الايقاف بمجرد الافصاح من الملتزم أو الاعلان من الهيئة بإلزام شخص بتقديم عرض استحواذ إلزامي على الشركة محل العرض.

(126) انظر المادة 342 من اللائحة التنفيذية للقانون المصري .

(127) د. أحمد باز محمد متولي " الالتزام بالشفافية والإفصاح " كلية الحقوق، جامعة المنصورة ،دار الجامعة الجديدة، مصر 2012، ص 354.

الإضرار بأصول الشركة أو بنشاطها كالتصرف في بعض أصولها لإفشال عرض الاستحواذ أو أن يتخذ قرارات مفاجئة من شأنها رفع قيمة السهم السوقية حتي يصبح سعر عرض الشراء غير جانب ومبعد للمستثمرين .

- **الرقابة على تحركات رأس المال وآثرة على عرض الاستحواذ:**

قد يلاحظ بوجود زيادة عن المعتاد في نسبة ملكية أسهم المساهم في الشركة والتي قد تتجاوز رغبته في المشاركة لتصل الى حق الإدارة هذه الشركة، ويرجع ذلك الى الصلة الوثيقة بين النسبة المئوية لعدد الأسهم التي يمتلكها الشخص في الشركة وبين ما تمنحه له تلك النسبة من حقوق في التصويت داخل الجمعية العمومية [128]. على النحو الذي يمكنه من إدارة الشركة.

وفي ضوء ذلك نشير الى الحماية الوقائية والتدابير المتمثلة في الرقابة على أسهم الشركات ورأس مالها لحماية المساهمين من عروض الاستحواذ والتي نص عليها القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن تنظيم نشاط أوراق المال والمتعلق بالإفصاح والشفافية. من خلال فرض التزام قانوني على عاتق كل شخص متعامل مع الشركة بالإفصاح والاعلان عن مصالحه بكل شفافية ووضوح عند تجاوز ملكيته للأسهم النسبة المحددة بالقانون [129] .

كما ان تبني فكرة الإفصاح تضفي أيضا الحماية على اقلية المساهمين داخل الشركة في مواجهة الأغلبية. وهي مسألة تتم عن طريق عقد جمعية عمومية لتغيير مجلس الإدارة، وذلك بعد قيام مجموعة من الأشخاص على نحو مستتر بتجميع أسهم شركة معينة خلال فترة محددة حتى يصلوا الى القدر الذي يمكنهم من تغيير مجلس الإدارة بعد امتلاكهم لنسبة من الأسهم.

---

[128] علي فلاح الحصينان، الإفصاح عن المصالح في أسهم شركات مساهمة، أطروحة ماجستير، جامعة الكويت،2013

[129] انظر المادة (73) من القانون والمواد (269) و (270) من للائحة التنفيذية حيث ربط المشرع الكويتي في هذا القانون ولائحته التنفيذية بين احكام الإفصاح المنصوص عليها في الفصل العاشر وبين قواعد الاستحواذ المنصوص عليها في الفصل السابع

- **توفير الحماية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية عند الاستحواذ على الشركة :**

يدلل على هذه الفكرة ما جاء في احكام الفصل العاشر (الإفصاح الشفافية) من القانون رقم 7 لسنة 2010 من قانون هيئة أسواق المال الكويتي حيث نص على حماية المستثمر والمتعاملين في سوق الأوراق المالية وأفاد ان كل شخص مستفيد له مصلحة تمثل 5% من رأس مال الشركة بالإفصاح عن مصلحته في أسهم الشركة الى كل من الشركة المصدرة للأسهم وهيئة أسواق المال والبورصة. اذ يؤدي اعلام المتعامل

مع الشركة بدخول متعامل ما في الشركة سواء كان مستثمر جديد او مستثمر قديم زاد نسبة ملكيته في الشركة او اعلامه بكل شفافية ووضوح بمستجدات الشركة، وما هو وضع الشركة بعد دخول المتعامل الجديد بشكل يتمكن معه المستثمر من تدبر اموره وبناء قراره الملائم سواء كان القرار متمثل في زيادة نسبة ملكيته للأسهم او الانسحاب من الشركة او استمراره فيها واتخاذ كافة الإجراءات التي تحمي مصالحهم. فعلى سبيل المثال قد يؤدي دخول مساهم جديد الى تحقيق التطور في الشركة ونموها وزيادة قيمتها الامر مما يترتب عليه زيادة في أسعار أسهم الشركة فيكون عندئذ من مصلحة المستثمر البقاء في الشركة. والعكس خلاف ذلك في حال كان من شأن دخول المتعامل الجديد ان يؤدي الى تدني سعر السهم في الشركة والمخاوف الناتجة عن ذلك الامر الذي يدفع المستثمر القديم بعد الإفصاح الى حماية أنفسهم او اللجوء الى بيع اسهمهم في الشركة.

ومن هذا المطلب نشير الى ما جاء في القانون المقارن ان مجلس المجموعة الاقتصادية الاوربية حيث نص : على ان توفير المعلومات الكافية للمتعاملين عن تحويل ملكيات الأوراق المالية المدرجة في البورصة والافصاح عنها يؤدي الى تطوير حماية المستثمر[130].

[130] Council directive of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in listed company is acquired or disposed of (88-627-EEC)

- **تحقيق الثقة وبثها في سوق المال :**

للمعلومات دور بارز على قرارات المستثمرين وأصحاب المصلحة في البورصة (سوق المال) حيث تفترض كافة التشريعات ان المعلومات متاحة للجميع على نحو متساوي وغير مبهم عن وضع الشركات وسوق المال، ففي ظل قوانين الإفصاح والشفافية يثق المساهم ان معاملاته تقوم على نحو عادل وان ما دفعه من ثمن سواء كان لبيع او شراء سهم محدد يمثل القيمة الحقيقية له، اذ ان المعلومات المفصح عنها والمتعلقة بالسوق والأسهم قد نمت الى علمه بشكل واضح شأنه في ذلك شأن أي مساهم اخر.

لذلك ألزم القانون الكويتي بعد افصاح المساهم الى البورصة والهيئة عن مصلحته في الشركة ان تقوم البورصة بالإعلان عن المعلومات التي تتلقاها بشأن الإفصاحات عن المصالح في موقع السوق الالكتروني او أي وسائل اعلان أخرى [131].

- **جـذب الاسـتثمارات :**

للاستثمار العديد من الفوائد للدول ، وليس فقط في جلب العملات الأجنبية لسد الفجوة الادخارية أو فجوة الصرف الأجنبي ، ولكن لاستيراد التكنولوجيا الحديثة ايضا الأساليب الفنية الراقية من خبرات تنظيمية ومالية وفنية وإدارية عالمية ، وغيرها من العوامل التي تساعد على دفع الاقتصاد المحلي ونموه ، وتعظيم الاستفادة منها ، فضلا عن دوره في توفير الألاف من فرص الاقتصاد المحلي ونموه ، وتعظيم الاستفادة من فرص العمل لمواجهة البطالة ، مما يحقق الاستفادة من عمليات التركيز الاقتصادي بما يعود على الاقتصاد الوطني كله بالنفع والخير [132].

كما أن جذب الاستثمار الخارجي المباشر ، وغير المباشر ، من خلال استقطاب المؤسسات الأجنبية يساهم في توسيع القاعدة الإنتاجية، والتخفيف من حدة البطالة فعمليات التحرير المالي عادة ما تؤدي إلى المزيد من الاستثمارات، وبالتالي زيادة في النمو الاقتصادي، وهذا لا يعني جلب الاستثمارات الأجنبية ،

---

[131] انظر المادة (106) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن انشاء هيئة أسواق المال والمادة (391) من اللائحة التنفيذية.

[132] د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، " الاستحواذ على الشركات التجارية " دار النهضة العربية 2018 ، ص 498

واهمال المستثمر والمنتج المحلي، فعلى حكومات الدول المقام على أرضهـا تلك الاستثمارات الحـفاظ على حقوقها كدولة وأن تصر على ضـرورة أشـراك المسـتثمر العـام، أو الخاص أو الوطني في رأس المال، وعليها بذل جهد مساوي للجهد الذي تبذله لجذب واستقطاب المستثمر الأجنبي، في حماية المنتج المحلي من المنافسة الضارة والحرب الغير متكافئة بينهما، وأن تكون هذه المشروعات خاضعة لقوانينها ومنفصلة تماما قانونيا ودفتريا عن الشركة الأم، وأن تشترط نسبة عمالة أو خبرات محلية في المشروع الأجنبي لمحاربة البطالة [133]، وذلك من خلال شـراكة المسـتثمر الأجـنبي مع المسـتثمر الوطنـي تحـت

إشراف الدولة المقام على ارضها المشروع ومساعدتها كلا حسب نسبة مشاركته المالية وقيمة أسهم شركته السوقي والتجاري في مشروع مجمع ضخم ، وحتى لا يفقد السوق نسبة كبيرة من الإنتاج الوطني ، ولضمان عدم سيطرة المستثمر الأجنبي بشكل زائد عن اللازم علي السوق المحلي .

لذا حرص المشرع الكويتي في (المادة 2) من القانون 2001/8 في تنظيم الاستثمار المباشر لرأس المال الأجنبي في الكويت على أنه مع عدم الإخلال بأحكام (المادة 3) من ذلك القانون، يحدد مجلس الوزراء الأنشطة والمشروعات الاقتصادية التي يجوز للمستثمر الأجنبي مزاولتها بالبلاد إما بصفة مستقلة أو بمشاركة رأس المال الوطني، وبما يتلاءم مع السياسة العامة للدولة وخطط التنمية الاقتصادية المعتمدة.

فلم يترك المشرع الكويتي للمستثمر الأجنبي حرية الاستحواذ على الأنشطة المالية في دولة الكويت، بل ترك لمجلس الوزراء حرية تحـديد الأنشطة والمشروعات الاقتصادية التي يجوز للمسـتثمر الأجنبي مزاولتها في دولة الكويت، وباعث ذلك أن المشرع الكويتي من خلال هذا التنظيم يسعى إلى حماية الأمن والاقتصاد الوطني [134]، وقد أصدر مجلس الوزراء القرار رقم 1006/1 لسنه 2003 الذي حدد الأنشطة والمشروعات الاقتصادية التي يجوز للمستثمر الأجنبي مزاولتها بدولة الكويت ، وعلى هيئة سوق المال التأكد من أن الشركة محل العرض من ضمن الشركات التي يجوز للمستثمر الأجنبي الاستثمار فيها [135].

---

[133] حرص المشرع الكويتي على حماية العامل في عقد العمل، أو القطاع الأهلي، راجع المادة (44، 47) من القانون 2010/6

[134] حرص المشرع الكويتي على حماية العامل في عقد العمل، أو القطاع الأهلي، راجع المادة (44، 47) من القانون 2010/6

[135] حرص المشرع الكويتي على حماية العامل في عقد العمل، أو القطاع الأهلي، راجع المادة (44، 47) من القانون 2010/6

ولا شك أن الاقتصاد القوي المتماسك يخلق التوازن لجذب المستثمر الأجنبي، ولكن بشكل يحمي المحلي حتى لا تتحول المشروعات الاستثمارية إلى استعمارية، وبدلا من أن يتقدم الاقتصاد ويستقل بعيدا عن الدول الكبرى يصبح تابعا لها بطريقة أو بأخرى. فيجب أن يهدف المستثمرين الأجانب إضافة إلى خلق الثروة في نفس الوقت التوافق مع الاعتبارات السياسية والاجتماعية للدولة المضيفة لهذه الشركات، حيث أن المشروعات المشتركة لا تستطيع أن تؤدي دورها بدون المساهمة في تحقيق هذا الهدف، من أجل تفعيل حقيقي للنشاط الاستثماري [136].

كما يجب توفير الضمانات الكافية لحماية سيادة الدولة على كامل أراضيها من خلال أطر قانونية واضحة، وضبط الحركة الاقتصادية على تلك الاستثمارات، بما لا يجعلها تنفصل في إدارتها عن باقي الدولة، وحول التخوف من سيطرة وتملك الأجانب لمثل ذلك المشروعات فيجب ألا يسمح بتملك الأجانب للأراضي أو المشروعات وإنما تخصيص الأراضي بنظام حق الانتفاع [137].

وتمثل عمليات الاستحواذ أحد أهم الوسائل الجاذبة للاستثمار المباشر ، وتتعدد طرق الاستثمار المباشر ما بين إنشاء مشروعات جديدة أو إقامة مشروعات مشتركة مع القطاع العام أو الخاص في الدولة المعنية أو الاستحواذ على مشروعات قائمة أو الاندماج معها ، وعادة ما يفضل المستثمر الاستحواذ على مشروعات قائمة تجنبا للإجراءات الإدارية الطويلة المعقدة اللازمة لإنشاء مشـــروعات جديدة [138]ولتوفير الوقت والمصروفات وتفاديا للشركاء غير المرغوب فيهم في المشروعات المشتركة، علاوة علي أن المشروعات القائمة تحقق جملة من السياسات الاقتصادية لأنها توفر مستلزمات الانتاج بتكاليف منافسة من ناحية، وتؤمن السوق والطلب الفعال لتصريف المنتجات من ناحية أخرى [139].

---

[136] د. سيد أحمد سيد يعقوب السيد يوف الرفاعي، " الاندماج والتملك والاستحواذ " جامعة الكويت، مكتبة جابر الأحمد الموكزية 2011، ص 473

[137] مع مراعاة استقلالية ومركزية الدولة لمواجهة تخوفات البعض إزاء سيطرة المستثمرين الأجانب على المشروعات ومقدرات الاقتصاد.

[138] تهيئ المشروعات القائمة بنية إدارية مناسبة بعيدة عن روتين إجراءات التأسيس والترخيص وطرق الحصول على الخدمات المختلفة، بحيث تنتهي معاناة المستثمرين والحصول على موافقة مكتب الاستثمار والحصول على تراخيص مختلفة من وزارة الكهرباء والتموين والبلديات.

[139] د. بدر حامد يوسف الملا، " النظام القانوني لأسواق المال، 2012، ص 569.

- **زيادة فاعلية نظام آليات السوق :**

لعمليات الاستحواذ دور فاعل في تحريك ركود البورصة وتنشيط سوق الأوراق المالية، وتقوية حصة الشركة في السوق التجاري، فضلا عن تسهيل الدخول في مشاريع وأعمال تجارية تسهم في التوسع في اقتصاديات وفورات الحجم، وزيادة الربحية وخلق أسواق جديدة.

وينتج عن تزايد حركة المضاربات نشاط عمليات العرض والطلب على أسهم الشركة المستهدفة من عملية الاستحواذ، فتنشـــط سوق الأوراق المالية وتزداد سرعة دوران رأس المال وبالتـــالي تحريك ركود السوق الكلية وارتفاع ثقة المتعاملين، وما يستتبع ذلك من تبادل وبيع لأسهم الشركات التي أصدرت أسهما لها في اكتتاب عام والمقيدة في سوق الأوراق المالية أو حتى على الأسهم غير المقيدة في السوق.

ولعمليات الاستحواذ دور إيجابي في تنشيط بورصة الأوراق المالية وما يستتبعه من تنشيط في الاقتصاد القومي بقطاعاته المختلفة (المؤسسات، والهيئات، والشركات وغيرها)، وذلك ببيان أن سعر تداول السهم المراد شراؤه لا يعكس قيمته الحقيقية، وذلك لان المقدم لشراء السهم يكون في الغالب أكبر من ســـعر تداوله في البورصة الأمر الذي يؤدي إلى خلق نوع من الطلب على الأسهم المستهدفة بالعرض سواء من خلال عروض شراء منافسة أو من خلال عمليات السوق المفتوحة.

- **تحقيق الســلامة في التعــاملات :**

قد يفضل المؤتمنون التعامل مع المستثمر خاصة إذا كان من المقرضون والمصرفيون الاستثماريون على امل الحصول على منصب بعد إتمام الصفقة، او قد يكون بسوء نية وبدافع الحقد تجاه مقدم العرض او قد يكون مجاملة وعرفانا لبعض الخدمات السابقة [140]. والعكس صحيح اذ قد يكون لبعض المرتبطين في هذه التعاملات دوافع مشوهة إذا كان لديهم ويمتلكون نسبة من الأسهم في مجموعة لها مصالح متعارضة مع المتعاملين معها.

---

[140] John c.coates IV,mergers,acquisitions and restructuring:types,regulation,and patterns of practice(Harvard john m.olin discussion paper series discussion paper no.781,july2014,oxford handbook on corporate law and governance,forthcom

كما نشير الى ان مسألة التضارب وعدم سلامة التعاملات الناتج عن صفقة الاستحواذ كبيرة والفرصة ممكنة أيضا لوجود تعارض في التعامل بين أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين، كما قد يوجد هذا التعارض على مستوى المساهمين المسيطرين منهم والأقلية.

لذلك نجد ان تطبيق الإفصاح بكل نزاهة وشفافية عن الصفقة وفوائدها والارباح الناتجة عنها وعدم اخفائها عن أصحاب المصلحة يؤدي الى تحسين النتائج للمتعاملين مع الشركة وانصافهم.

وبناء على ما سبق ونظرا لأهمية التعاملات التي تتم في إطار هذه العملية يجب توضيح بعض المتطلبات التي تتم في هذا النطاق اذكر منها على سبيل المثال، متى يحتاج صاحب الشركة الى اخطار مجلس الادارة بالبيع ؟ وماهي الالية التي يتقوم المساهم بالتصويت من خلالها ؟ وماهي نسبة التصويت المطلوبة ؟ ومتى يلزم الإفصاح للمساهم عن ذلك؟

وفي هذا الشأن ونظرا لطبيعة الاستحواذ الخاصة كونها ليس من المعاملات الروتينية او المحددة بوضوح أجد الضرورة في الإجابة عن التساؤلات أعلاه، اذ يصعب تحديد دور المساهمين في هذه العملية وتعيين مشاركتهم فيها.

لذلك فأن الهدف الثاني من قانون الاستحواذ هو تسهيل معاملات التي تتم في هذه العملية اذ يمكن ان تؤدي عمليات شراء الأصول الى تكاليف معاملات كبيرة في ظل الظروف الأساسية لقانون الملكية والعقود والتي يمكن ان تمنع نقل السيطرة وملكية الاعمال وبالتالي تقليل الرفاهية الاجتماعية.

المطلب الثاني

تحقيق المساواة العادلة بين مساهمي الشركة المستهدفة من العرض

أعتبر المشرع الفرنسي المساواة بين المساهمين الأساس الذي يجب ان تضمن التشريعات واللوائح التي تنظم أسواق المال تحققه في القواعد المتعلقة في عروض الاستحواذ[141]. ويتحدد ذلك من خلال تكافؤ الفرص والمساواة في المعلومات المفصح عنها خاصة فيما يتعلق بعروض الاستحواذ والشروط المرتبطة بالشراء وعدم حجبها عن مساهم دون الاخر، اذ يتعين ان يكون سعر الشراء موحد ودون تمييز بين المساهمين. كما ان الشفافية من شأنها ان تمنع استهداف أصحاب المصلحة بالعرض وتوافر الفرصة المناسبة لهم والتوقيت المناسب لتوفير المعلومات وتقييم عرض الشراء على النحو الذي يمكنهم من اتخاذ القرار المناسب بطريقة تكفل للمستثمر ما عسى ان يعود عليه من فوائد او خسائر جراء العرض.

ـ المساواة بين المساهمين بالمعلومات المرتبطة بعروض الاستحواذ :

يعد أخلالا بمبدأ المساواة ووضع بعض المساهمين في موضع أفضل عند اتخاذ القرار الاستثماري بالبيع او بالبقاء في الشركة[142]. اذ لا يصح ان يتم حجب المعلومات عن البعض واخطار البعض الاخر بها. وتطبيقا لهذا المبدأ نصت اللائحة التنفيذية المصرية على ابطال كل اتفاق من شأنه ان يهدم سياسة تكافؤ الفرص ويخالفه[143]. ويتمثل ذلك في عدم الشفافية بالمعلومات التي بطلع عليها المساهم عند تقديم العرض اذ قد يقوم مقدم العرض بتقديم سعر يزيد عن السعر المتداول في السوق مما يدفع المساهم بشراء أسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها قبل تقديم العرض ثم يقوم ببيعها عن تقديم العرض على النحو الذي يحقق له ربحا نتيجة لفارق سعر الشراء قبل تقديم العرض وسعر البيع عند تقديم العرض. بخلاف

---

[141] انظر المادة 433/3 من القانون النقدي والمالي الفرنسي التي من خلالها يتم تحديد القواعد المتعلقة بعروض الاستحواذ لضمان شفافية البورصة وبالتالي تحقيق المساواة

[142] د. مروة محمد العيسوي، مدى توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، ط 1 ،الناشر المركز القومة القومى للإصدارت القانونية 2016، ص230

[143] انظر المادة (338) الفقرة (1) والتي تنص: للهيئة رفض مشروع العرض او طلب تعديله اذ رأت اشتماله على عناصر تهدر المبادئ الواردة في المادتين رقم (327-328)

المساهمين الذين قد يتكبدوا الخسائر لنتيجة لبيعهم للأسهم قبل تقديم عرض الاستحواذ نتيجة لعدم اعلامهم بالمعلومات المتعلقة بالعرض وعدم حصولهم عليها بذات الوقت.

في هذا المقام أكد المشرع الكويتي على أهمية التزام مقدم العرض او الشركة محل العرض بالمساوات بين المستثمرين في المعلومات المتاحة بشأن عرض الاستحواذ، فلا يجوز تقديم المعلومات خلال فترة العرض لبعض المستثمرين، دون اتاحتها للأخرين[144].

- **المساواة بين أصحاب عروض الاستحواذ :**

يتطلب ذلك أن يتم الإفصاح عن العروض المختلفة والتنافسية ويتم طرحها على المساهمين لتترك لهم حرية الاختيار في قبول أحد تلك العروض او رفضها على النحو الذي يتحقق معه حماية كل من المساهمين ومصالح الشركة المراد الاستحواذ عليها ولتحقيق الشفافية وتكافؤ الفرص أكد المشرع السعودي على مبدأ المساواة بين جميع الأطراف المتنافسة[145].

كما أشار القانون الفرنسي الى وجوب خضوع المنافسة للتفاعل الحر بين كل من العرض الأساسي والعروض المتنافسة الاخرى[146]. وذلك يشير الى الحيادية بشأن عروض التنافسية والعرض الأصلي المقدم، وتأكيد للإرساء الشفافية وحماية مصلحة المساهمين من جهة وتحقيقا لقاعدة المساواة بين أصحاب العروض من جهة أخرى.

---

[144] انظر المادة (1-2-3) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن انشاء هيئة أسواق المال الكويتية

[145] انظر المادة (23/ب) من لائحة الاندماج والاستحواذ تحت بند المساواة في توفير المعلومات للجهات التنافسية على العرض (عند الإعلان عن وجود عارض او عارض محتمل تم تزويده بأي معلومة تتعلق بالعرض بما في ذلك بيانات المساهمين، يجب تزويد العارض الاخر او محتمل بالمعلومات نفسها عند طلبها).

[146] انظر المادة (3/231) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية

- **المساواة في التعامل بين المساهمين :**

تطبيقا لمبدأ المساواة في الإفصاح والنزاهة بالمعلومات المقدمة مراعاة تقديم سعر واحد لكافة المساهمين بمعنى المساواة في الأسعار دون اختلاف في السعر المقدم لمساهم [147] دون الاخر.

لذلك يحق للمتضرر في حال اختلاف الأسعار أو أن يكون عرض الاستحواذ متضمن لسعرين الطعن بالقرار الصادر عن الجهة الرقابية بشأن العرض المقدم[148] .

وهذا ما أكده قانون هيئة أسواق المال الكويتي بضرورة الالتزام بمبادئ العدالة والشفافية في المعاملة بين المساهمين[149]. وهي أيضا من اهم الأمور الأساسية التي يجب ان تراعى في تطبيق قواعد حوكمة الشركات. في إطار ذلك نجد ان القانون الكويتي لم يقيد مسألة شراء العرض السابق بأن يكون نقديا او لا يقل عن السعر المرجح لسعر البورصة، بخلاف ما ذهب اليه المشرع المصري[150] حيث ان مقدم العرض ملزم بتقديم عرض الزامي لا يقل عن اعلى سعر دفعه خلال 6 أشهر السابقة للإفصاح.

- **حماية أقلية المساهمين :**

أن للشفافية والإفصاح دور كبير في حماية الأقلية من المساهمين، كما أنها تعد أيضا من الأهداف التشريعية الهامة التي تسعى القواعد المنظمة لعروض الاستحواذ من تحقيقها، فحماية الشركة المستهدفة ككيان قانوني قائم من شأنه حماية حقوق أصحاب المصالح [151]، وبصفة خاصة حماية الأقلية وحماية

---

[147] د. سامي عبد الباقي، مرجع السابق، ص204 بمعنى المساواة بين المساهمين في الأسهم من ذات الدرجة فإذا كان هناك اختلاف في الأسهم فيكون سعر السهم الممتاز يختلف عن السهم العادي بمعنى يجوز التغاير بالسعر في هذه الحالة

[148] انظر الى حكم الإداري المستعجل – الدائرة السابعة في الدعوى رقم (2149) لسنة 64 الصادر في 2010/1/13 حيث اكدت على احقية المساهم في الطعن على قرارات المتعلقة بعرض الاستحواذ او عرض شراء أسهم الشركة المراد الاستحواذ عليها.

[149] انظر الى المادة (9-6) من القاعدة رقم (8) الخاصة باحترام حقوق المساهمين من كتاب حوكمة الشركات في اللائحة التنفيذية الكويتية.

[150] انظر المادة (354-1) من اللائحة التنفيذية المصرية.

(151) عرفت اللائحة التنفيذية الجديدة لقانون سوق المال الكويتي في الكتاب الأول (التعريفات) مصطلح (أصحاب المصالح) علي انه: كل شخص له مصلحة مع الشركة مثل المساهمين ، والعاملين ، والدائنين ، والموردين ، والعملاء ، أنظر في حماية حقوق أصحاب المصالح : القاعدة التاسعة من الكتاب الخامس عشر (حوكمة الشركات في اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال الكويتي .

حقوق العاملين في الشركة، فضلا عما في هذه الحماية من مزايا كثيرة وانعكاسات إيجابية على الاقتصاد القومي [152]، كما تهدف هذه القواعد إلى حظر التلاعب بأسعار الأسهم وتلاقي اضطراب السوق وحماية المتعاملين بالسوق المالية.

وفي هذا الشأن نجد أن المشرع الكويتي قد أقر القانون رقم 7 لسنه 2010 حماية حقوق الأقلية وفقا لنص المادة (73) حيث أجاز لأي من حملة الأسهم الذين لا تقل ملكيتهم عن نسبة 5% ولا تزيد عن 30% الاعتراض على قرارات الجمعيات العمومية إذا كان من شأن هذه القرارات الإضرار بحقوق الأقلية. ولهم حق التظلم إلى هيئة المفوضين خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إصدار القرار المعترض عليه أو علمه به أيهما أبعد. ويلاحظ على ذلك أن القانون لم يقدم تعريفا محددا لمصطلح الأقلية، وإنما قيدها بنسبة لا تقل عن 5% ولا تزيد عن 30%. وبالرغم من ذلك لم يحدد ماهية هذه النسبة هل هي من رأس المال أم من الأسهم، فحماية الشركة المستهدفة يعتبر أحد الأهداف التشريعية والركائز التي تسعي قواعد عروض الاستحواذ إلى تحقيقها ، فهي تتطلب من الهيئة المختصة بالرقابة المالية أن توازن بين مختلف المصالح المعتبرة في هذا الاطار ، والمقصود أن توازن بين حماية حقوق المساهمين وتحديدا الأقلية منهم وهي المطلب الأول والركيزة الأولي في هذا النظام وبين حماية مصالح أخري لا تقل أهمية عنها ، ولذلك تجد الرقابة علي قرارات الأغلبية سندها ليس حماية أقلية المساهمين وحدها ، بل في حماية كافة المصالح التي تمثلها الشركة ككل سواء تمثلت في مصالح الشركاء وعلي الأخص الأقلية منهم أم مصالح أصحاب السندات ، أم مصالح العاملين أم مصالح الموردين والعملاء [153]، ولا شك أن عرض الاستحواذ يمثل حدثا استثنائيا بالنسبة للشركة المستهدفة لما يترتب عليه من نتائج مهمة ، وما قد يتبعه من تغير لإدارة الشركة وأسلوب عملها ، لذلك فإن مجرد أنتشار أخبار عن وجود عرض استحواذ محتمل أو البدء في إجراءات تقديم هذا العرض من شأنه التأثير على استقرار الشركة ومباشرة أنشطتها، لذلك تحرص التشريعات المنظمة لعروض الاستحواذ أن تتضـمن قواعدها أحكاما تهدف إلي مراعـاة مصالح الشـركة

(152) د. سامي عبد الباقي "النظام القانوني لعروض الشراء "، مجلة القانون والاقتصاد كلية الحقوق جامعة القاهرة 2007 .، ص120

(153) د. محمد تنوير الرافعي "دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية أقلية المساهمين في الشركات دراسة مقارنة " رسالة دكتوراه 2006، ص 192.

المستهدفة بالعرض ، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها ، وتحقيقا لهذا الهدف فإنه يحظر علي مقدم العرض إذا تراجع عن عمليات الاستحواذ أن يتقدم بأي استحواذ علي الشركة خلال الأشهر السته التالية لانتهاء هذه المدة [154]. وهذا الحظر الهدف منه المحافظة علي استقرار الشركة ، فانتشار شائعات بخصوص عرض الاستحواذ ثم نفى هذا الخبر من شأنه تهديد استقرار السوق ، وكذلك استقرار الشركة بتكرار الأخبار الخاصة بتقديم عرض الشراء ، وحرصا أيضا علي استقرار الشركة وتفادى اضطراب السوق تقضي القواعد بألا تزيد مدة سريان أي عرض للشراء علي ثلاثين يوما، وفي حالة تقديم عروض تنافسية جاز مد أجل مدة الإجراءات بحد اقصى قدره ستون يوما [155]، فالهدف من ذلك هو ألا تظل الشركة لفترة طويلة محلا للجدل وعدم الاستقرار الناجم عن عرض الشراء وإجراءاته وما يصاحبه من مناقشات حول خطط المستحوذ المحتمل بشأن مستقبل الشركة ، وتأثير ذلك علي العمالة والموردين وعملاء الشركة ولدائنيها [156]، وفي أطار حماية ومراعاة مصالح الشـركة تفرض القواعد علي مقدم العرض أن يفصح عن التوجيهات العامة له بخصوص نشاط الشركة خلال الأثنى عشر شهرا التالية لإتمام نجاح عرض الشراء لإتاحة الفرصة لكافة الأطراف بالاطلاع على نوايا مقدم العرض فيما يخص نشاط الشركة المستقبلي ، وذلك فيما يتعلق بالسياسات المالية والتجارية وموقفه من العمالة الموجودة بالشركة [157]، ويجب كذلك علي مجلس إدارة الشركة المستهدفة بإن يعرض الأثار المترتبة علي السياسات الخاصة بالعاملين ، وتأثير هذا العرض علي ظروف عملهم [158].

(154) المادة (3-7-3) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة الكويتية، وقد ساير بذلك حكم المادة 330 من لائحة الاستحواذ المصرية .

(155) انظر المادة (3/341) من اللائحة التنفيذية المصرية أم في الكويت فإن هذه المدة وفقا للبند (3) من الملحق رقم (2) الخاصة بإجراءات عمليات الاستحواذ الاعتباري قد تزيد عن (180) يوم من تاريخ الإفصاح عن الاتفاق الأولي وهي فترة طويلة من شأنها التأثير على استقرار الشركة والمساس بأعمالها.

(156) د. هاني صلاح سري الدين " التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ "، دار النهضة العربية 2013 ،ص 117، 118

(157) انظر المادة 335 من اللائحة التنفيذية، وكذلك المادة 18/231 من قواعد الاستحواذ الفرنسية، ولم يتضمن القانون الكويتي نصا مماثلا بهذا الخصوص.

(158) وفي ذلك تنص الفقرة (ب) من المادة السابعة والعشرون من لائحة الاندماج والسعودية على أنه " يجب أن يتضمن تعميم مجلس إدارة الشركة المعروض عليها رأيه – متى كان ذلك مناسب – حول خطط العارض بشأن الشركة المعروض عليها وموظفيها.

- **الحد من استغلال المعلومات الداخلية وتعارض المصالح :**

القواعد المنظمة لعروض الاستحواذ تهدف إلى الحد من استغلال المعلومات الداخلية غير المتاحة للجمهور وتعارض المصالح. فاستغلال المعلومات الداخلية المتعلقة بالعرض أو أي نشاط للشركة من قبل مقدم العرض أو أي من الأطراف التابعة له، أو من قبل أعضاء مجلس إدارة الشركة المستهدفة بالعرض أو مديرها أو مستشاريها من شأنه أن يخل بالمساواة وتكافؤ الفرص بين المساهمين.

وتعني المعلومات الداخلية بعرض الاستحواذ كافة المعلومات الجوهرية التي لم يتم الإعلان عنها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بعرض الاستحواذ أو بأعمال الشركة [159]، فيحظر علي المستشار المالي المستقل أو أي من العاملين لديه وعلى المستشارين القانونيين والمحاميين المعينين استغلال المعلومات التي تم الاطلاع عليها نتيجة فحص بيانات الشركة ومستنداتها وخطط أعمالها، ويحظر على أي ممن أطلعوا على المعلومات الداخلية أفشاء أسرارها أو الإفصاح عنها في غير الحالات التي يقررها القانون وبالطريقة التي يحددها [160]. ويجب علي الأشخاص المعنية بعرض الاستحواذ المحافظة علي سرية أية معلومات مرتبطة بعرض شراء محتمل ، وعليهم بذل عناية الرجل الحريص - كما سبق وأن ذكرنا - في المحافظة علي المعلومات السرية وخاصة ما يتعلق من هذه المعلومات بسعر العرض المحتمل ، وكذا اتخاذ الإجراءات الكفيلة لمنع تسريب أي من هذه المعلومات وعلي الأخص تلك التي يكون لها تأثير ملموس علي تداول أو أسعار أسهم الشركة ، وذلك خلال الفترة السابقة علي تقديم العرض ، وحظر المشرع المصري الإفصاح للجمهور عن أي عرض شراء محتمل أو نشر أية اعلان عن أي دعوة لتلقي عروض الشراء إلا بعد إخطار الهيئة والحصول علي موافقتها [161].

---

(159) انظر المادة 319 / ج من اللائحة التنفيذية للقانون المصري.

(160) انظر (المادة 319/د) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري علي ان المطلع على المعلومات الداخلية، هو: كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة او ما تصدره من أوراق مالية من شأنها تحقيق منفعة لصالحه او لصالح شخص اخر، وسواء تم الاطلاع بصورة شرعية او غير شرعية وسواء اطلع بنفسه على المعلومات او وصلت الي علمه عن طريق شخص أخر بصورة مباشرة او غير مباشرة ويخضع استغلال المعلومات الداخلية لحكم (المادة 61) من قانون سوق رأس المال "

(161) انظر(المادة 329) من اللائحة التنفيذية الجديدة.

واستنادا إلى نص المادة 1/349 من اللائحة المصرية لا يجوز لمقدم العرض والأشخاص المرتبطة شراء الأوراق المالية محل عرض الشراء إلا من خلال استجابة مالكيها لها العرض خلال فترة سريانه وذلك لتفادي اية اتفاقات أو منح مزايا أو فوائد خاصة لفئة معينه من المستثمرين. كذلك حظرت المادة 351 على الشركة المستهدفة بالعرض أو الأشخاص المرتبطة شراء الأوراق المالية الصادرة عنها خلال فترة سريان العرض، كما حظرت على المستشارين المرتبطين والمستقلين طبقا لذات المادة من اللائحة إجراء أية عمليات تداول على الأوراق المالية محل عرض الشراء خلال فترة سريانه. ولا يختلف الوضع في القانون الكويتي والذي ساير في هذا الإطار ما يجري عليه العمل في التشريعات المقارنة، فقد ضمنت قواعد عروض الاستحواذ العديد من الأحكام للحد من استغلال المعلومات الداخلية وتعارض المصالح. فلا يجوز وفقا نص المادة (3-1-10) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفيذية الجديدة، لأي شخص مطلع علي معلومات داخلية التعامل علي أسهم الشركة محل العرض والأطراف التابعة لها أو المتحالفة معها، ويشمل الحظر أيضا التعامل علي أسهم الشركة مقدمة العرض أو الأطراف التابعة لها أو المتحالفة معها إذا كان أي منهم شركة مدرجة في البورصة [162]، وطبقا للمادة (3-1-11) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفيذية ، لا يجوز كذلك لأي شخص مطلع علي معلومات داخلية تتعلق بأي عرض أن يقدم توصيه لأي شخص أخر بشأن التعامل في الأسهم ذات العلاقة .

وبالتالي يتعين على جميع الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية منع الكشف عنها. وللحد من تعارض المصالح لأعضاء مجلس الإدارة نصت المادة (3-1-8) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفـيذية على انه يجـب على أعضاء مجلس إدارة الشـركة محل العرض تفـادي أي تعارض للمصالح عند تقديمهـم التوصيات لمساهمي الشركة بخصوص أي عرض اسـتحواذ، كما أكدت المادة (3-1-17) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفيذية على انه لا يجوز لأي عضو في مجلس

(162) انظر اللائحة التنفيذية الجديدة لقانون سوق المال الكويتي في الكتاب الأول (التعريفات) عرفت الشخص (المطلع) على أنه " أي شخص أطلع بحكم موقعه على معلومة أو بيانات ذات آثر جوهري عن شركة مدرجة لم تكن متاحة للجمهور "

إدارة لدى أي من أطراف العرض التصويت في مجلس الإدارة أو لجانه الفرعية أو الجمعية العامة للشركة إذا كان له مصلحة في عملية الاستحواذ، ولا يعد من قبيل المصلحة مجرد مساهمة عضو مجلس الإدارة في الشركة محل العرض أو الشركة مقدمة العرض إذا كانت نسبة المساهمة لا تصل إلى 5% من الأسهم المتداولة للشركة محل العرض. ويتعين الإفصاح عن أي مصالح غير مباشرة أو بالتحالف مع أخرين وفقا لأحكام لكتاب العاشر (الإفصاح والشفافية) من اللائحة. ونصت المادة (3-1-18) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفيذية كذلك على أن مستند العرض يجب أن يتضمن بيانات إضافية في حال وجود شخص له سيطرة فعليه على الشركة مقدمة العرض أو الشركة محل العرض أو كليهما قبل تنفيذ عملية الاستحواذ، ومن تلك البيانات رأي أعضاء مجلس إدارة الشركة محل العرض بشأن الاستحواذ وما إذا كان عادلا ومعقولا لبقية المساهمين بخلاف الطرف صاحب السيطرة الفعلية، وأن أعضاء مجلس الإدارة توصلوا إلى هذا الرأي دون أن يكون لهذا الطرف أي دور فيه.

المطلب الثالث

آثر الشفافية والإفصاح على عرض الاستحواذ

كما سبق توضيحه أن لمبدأ الشفافية والإفصاح أهمية قصوى في عروض الاستحواذ فهو يشكل من خلال إجراءات الإفصاح الضمانة الأساسية لضبط سلوك المتعاملين، وحماية المساهم بتمكينه من الحصول على جميع المعلومات الجوهرية [163]، وذلك بشفافية وعدالة وفي أوقاتها المحددة والمعلنة فور حدوثها والتي يجب تحديثها بطريقة منتظمة في المواعيد المحددة، وعلى الشركة استخدام أكثر الطرق فاعلية في التواصل مع جميع المساهمين في وقت واحد دون تمييز وعدم إمكانية استفادة أحد منهم قبل غيره من المعلومة [164]. ويجب على الشركة المستهدفة بالعرض الإفصاح للهيئة والبورصة عن أية معلومات

(163) د. أحمد باز محمد المتولي، الالتزام بالشفافية والافصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، كلية الحقوق جامعة المنصورة 2021، ص 122 وما بعدها.

(164) د. خالد سعد زغلول حلمي، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية في القانون المصري والكويتي، 2021، ص 49.

متوفرة لديها في حال حدوث تأثير ملموس على التداول أو أسعار الأسهم المعنية نتيجة انتشار معلومات أو توقعات بتقديم عرض شراء محتمل [165]، وقد تفصح الشركة بأنه ليس لديها أية معلومات بهذا الشأن، وأنه لا توجد مبررات حقيقية لديها وراء الارتفاع أو الانخفاض في حجم تداول أو سعر السهم المستهدف. ولتأكيد هذا الاتجاه نحو تدعيم حق المساهم في الحصول على المعلومات أعطى القانون المساهم الحق في الاطلاع على سجلات الشركة والحصول على صور أو مستخرجات من وثائقها بالشروط والأوضاع التي تحددها اللائحة التنفيذية [166]. ويجب علي مقدم عرض الاستحواذ سواء كان يعمل منفردا أو بالتعاون مع غيره أن يتحرى الصدق والشفافية في المعلومات المقدمة إلى مجلس إدارة الشركة المستهدفة، وإلى الجهة المشرفة على إجراءات العرض، وعلي مقدم العرض تقديم مشروع مذكرة معلومات يفصح فيها عن كل ما يتعلق بعرض الشراء [167].

ويتعين على الجهة الرقابية فور قبولها إيداع مشروع عرض الاستحواذ ومذكرة المعلومات قبل الموافقة عليه أو رفضه بإخطار البورصة بالأحكام الجوهرية الواردة بهما، وتقوم البورصة بنشر المعلومات على شاشاتها فور تلقيها [168]. وقد أكدت محكمة القضاء الإداري المصري بأن التزام الجهة الرقابية بإجراءات الإفصاح وإعلام المساهمين بمشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات قبل فحصه والبت فيه بقبوله واعتماده هو إجراء جوهري يتصل أتصالا مباشرا بمبادئ الشفافية [169]، والتزام على الجهة الرقابية وليس رخصة لها، فإن خالفت ذلك وقعت قراراتها باطلة [170]، ويجب على كافة الأطراف المعنية بذل عناية الرجل الحريص عند الإفصاح عن المعلومات الخاصة بعرض الشراء خلال فترة سريانه [171].

---

(165) المادة 2/230 من اللائحة التنفيذية للقانون المصري.

(166) انظر (المادة 157) من قانون الشركات المصري رقم 1981/159، وكذلك (المادة 310) من اللائحة التنفيذية لنفس القانون.

(167) راجع في ذلك / د. سامي عبد الباقي ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 117.

(168) انظر (المادة 336) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري.

(169) حكم محكمة القضاء الإداري المصري الصادر في 2010/4/10، الدعوي رقم 12149 لسنة 64 ق، سالف الذكر.

(170) د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الاجباري بقصد الاستحواذ، مرجع سابق، ص 122.

(171) انظر المادة 342 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري.

ولا يجوز لهذه الأطراف أن تقوم بالإفصاح عن بيانات أو معلومات غير حقيقية، ويجب أن يكون الإفصاح الذي تنشره كاملا وكافيا ومدعما بالمستندات وأن توافي البورصة عند طلبها [172].

ـ الإخطارات والافصاحات الخاصة بالتداول خلال فترة سريان عرض الاستحواذ :

لتعزيز مبادئ الشفافية وتعزيز إحكام الرقابة علي عمليات التداول وتمكين المستثمرين من الحصول علي المعلومات المتعلقة بالأسهم ، ألزمت المادة 3/349 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري الأشخاص والكيانات القانونية سواء كانت أشخاصا طبيعية أو اعتبارية بالإفصاح عن أية معلومات شراء تقوم بها للأسهم وحقوق التصويت والسندات القابلة للتحويل لأسهم بشأن الشركة المعنية تبلغ نسبتها 0.05% أو أكثر ، ويسري هذا الالتزام علي أية عمليات شراء للأوراق المالية المذكورة الصادرة عن الشركة المستهدفة خلال فترة من تاريخ إيداع مشروعي عروض الشراء ومذكرة المعلومات وحتي تاريخ تنفيذ المعلومات الخاصة بعرض الشراء . ويجب أن يتم الإخطار يوميا إلي الهيئة والبورصة نشر هذه الإخطارات فور تلقيها [173].

كما أهتم أيضا المشرع الكويتي في القانون رقم 2010/7 بقواعد الشفافية والإفصاح بشأن عمليات الاستحواذ في سوق الكويت للأوراق المالية ، فألزمت المادة (72) من هذا القانون الشخص الذي يرغب في تقديم عرض استحواذ أن يقدم نسخة من وثائق العرض مصحوبة بالبيانات والمعلومات الأساسية إلي كل من الهيئة والبورصة ومصدر الأوراق المالية موضوع عرض الاستحواذ وللهيئة أن تمتنع عن إصدار موافقتها في حال إخفاق مقدم العرض في تقــديم البيانات المطلـوبة ، أو في حال انطـواء العرض

---

(172) انظر المادة 3/28 من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية الصادر بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 2014/11.

(173)انظر المادة (3/349) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري .

وكذلك نص (المادة 106) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي 2010/7 ، وبموجبها يجب علي البورصة – المدرجة بها الورقة المالية – ان تعلن عن المعلومات التي تلقتها بشأن الافصاحات فور تلقيها المعلومات بالشكل الذي تحدده القواعد والتعليمات التي تضعها الهيئة .

وانظر: د. هاني صلاح سري الدين ، التنظيم التشريعي لعروض الشراء ، مرجع سابق ، ص245 .

علي بيانات غير صحيحة أو ناقصة وكان من شـــأن ذلك التأثير في قرار حملة الأســهم [174]. كما بينت المادة (3-2-1) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفيذية الجديدة المعلومات التي يتعين على مقدم العرض والشركة محل العرض الإفصاح عنها، وهذه المعلومات هي :

1- إذا توصل الطرفان إلى أتفاق أولي بخصوص عرض الاستحواذ
2- إذا ألتزم شخص بتقديم عرض استحواذ الزامي وفقا لأحكام القانون وهذه اللائحة.
3- عند إخطار الشركة محل العرض بوجود رغبة جدية لتقديم عرض غير مشروط.
4- عند موافقة الهيئة على نشر مستند العرض [175].
5- إصدار توصية مجلس إدارة الشركة مجل العرض بشأن العرض المقدم.
6- عند الانتهاء من فترة التجميع وبيان نسبة الأسهم التي تم تجميعها.
7- عند الانتهاء من تنفيذ كافة إجراءات عملية الاستحواذ.
8- وأي حالات أخري تقررها الهيئة [176].

- **أثر الشفافية والافصاح على الشركة المستهدفة :**

يعد تحقيق السيطرة هدفا اساسيا من أهداف عرض الاستحواذ العام لشراء الأسهم بالنسبة لمقدم العرض، حيث يتيح له إعادة تشكيل مجلس الإدارة والتحكم في التصويت في الجمعيتين العامتين العادية والغير العادية، دون التضحية بالشخصية القـانونية المسـتقلة للشـركة المسـتهدفة واسـتمرارها قائمة على

(174) انظر الفقرتين 4،3 من المادة 72 من قانون سوق المال الكويتي سالفة الذكر.

(175) وحددت المادة (3-3-9) من كتاب الاندماج والاستحواذ في اللائحة التنفيذية الجديدة الية الإعلان الخاصة بنشر مستند عرض الاستحواذ فنصت علي انه " يجب علي مقدم عرض الاستحواذ الإفصاح عن موافقة الهيئة علي مستند العروض في البورصة والإعلان عن ذلك علي الموقع الالكتروني للشركة مقدمة العرض والشركة محل العرض وفي صحيفتين يوميتين علي الأقل "

(176) وانظر في حـالات الإعـلان عن عمليـة الاسـتحواذ وفـق نظـام السوق السـعودي، المادة السـادسة الفقرة (ب) من لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية .

مزاولة الغرض الذي أنشئت من أجله أو التحكم في السياسات الصناعية والمالية للشركة المستهدفة. ويتميز هذا الأسلوب عن الوسائل الأخرى من وسائل تحقيق السيطرة كالاندماج أو شراء الأصول أو شراء المحل التجاري باستمرار الشركة المستهدفة متمتعة بشخصيتها القانونية وبذمتها المالية، ومحافظة على أصولها وخصومها والعمالة فيها، مما يعطي ثقة للعاملين وللدائنين الذين يخشون في الحالات الأخرى للسيطرة التضحية بمصالحهم، حيث تظل الشركة محتفظة بجنسيتها الوطنية وخضوعها لأحكام القانون الوطني، مما لا يقلل من الأثار الضارة.

وقد يهدف مقدم عرض الاستحواذ الى أهداف مالية بحته ، دون قصد السيطرة من خلال الاستحواذ على شركات ذات جدوى اقتصادية (كما في شركات تنويع الاستثمار ، وشركات إدارة المحافظ المالية ، وشركات التأمين ، وشركات تغطية المخاطر) ، أو إلى دخول مجموعة جديدة من المساهمين المالكين لأغلبية رأس المال أو حقوق التصويت [177]، وبذلك يكون العرض العام للاستحواذ إحدى الوسائل المهمة لإدخال التعديل على هيكل رأس المال أو توزيع حقوق التصويت في الشركة المستهدفة ، بطريقة قانونية ظاهرة وبرضاء أغلبية المساهمين مع الحفاظ علي حقوق الاقلية منهم ، كما يكون طريقة سهلة للسيطرة ثم تحقيق الاندماج في المستقبل بين الشركات ، حيث تسعى المشروعات التي وصلت إلى مرحلة النضج أو الشيخوخة إلى الاندماج المالي وإلى التقارب مع المشروعات الجديدة التي لديها آفاق نمو كبيرة أو دخول الشركة المستهدفة كشركة تابعة تحت لواء مجموعة الشركات التي نجحت في الاستحواذ على السيطرة . فإعادة تخصيص الموارد على نحو أكثر كفاءة يقلل مخاطر إفلاس المشروعات، وزيادة درجة التحرير المالي بدعم سلامة ومتانة المركز المالي للشركة والتخلص من القيود، وتحقيق الاقتصاديات القوية أو القياسية [178].

---

[177] د. حسين فتحي " الأسس القانونية لعروض الأستحواذ علي إدارات الشركات " دار النهضة العربية للنشر 1998 ، ص52

[178] د. طارق محمود عبدالسلام السالوس ، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ ، مرجع سابق ، ص60

- **إصلاح الجهاز الإداري بالشركة المستهدفة :**

تعمل عمليات الاستحواذ على إلزام مجلس الإدارة مسؤولية التأكد من إدارة الشركة بطريقة فعالة وتنفيذ جميع إجراءات الرقابة والالتزام والتدقيق حسب الخطط الموضوعة وفقا لما تقتضيه القوانين والأنظمة السائدة، وتؤدي العروض إلى محاربة سوء الإدارة، من خلال إحلال إدارة أكثر فاعلية، فضلا عن أن مجرد التهديد بطرح العرض يدفع المديرين إلى تحسين أسلوب الإدارة وتحقيق الاستغلال الأمثل لأصول الشركة كوسيلة دفاع ضد هذا العرض. مما يترتب على نجاح عرض الاستحواذ على أسهم الشركة المستهدفة استبعاد المشروعات الضعيفة سيئة الإدارة من خلال امتلاك الشركة المستحوذة الخبرة الإدارية التي تمكنها من تحسين أداء الشركة المستهدفة، وانتقال السيطرة عليها إلى المستثمرين الجدد وتغيير أعضاء مجلس الإدارة القدامى إن لم يكن كلهم أو معظمهم، طبقا للنسبة الجديدة لهيكل رأس المال [179]. وكذلك تتجه بعض الشركات للتخلص من الزيادة المفرطة للشركة (مثل التخلص من بعض الوظائف المتداخلة تخفيض التكاليف التشغيلية)

ولتخوف مديري الشركة المستهدفة من احتمال فقدان وظائفهم أو تغيير درجاتهم الوظيفية ، ولتجذب عرض الاستحواذ يقوم مديري الشركة المستهدفة بطريقة غير مباشرة بالعمل علي زيادة الكفاءة وإدارة شركتهم بطريقة صارمة وحازمة من أجل تحاشى تدني سعر أسهم الشركة في البورصة ، وضمان تحقيق المساواة فيما بين المساهمين ، ومن ثم تتخلص الشركة من مجلس الإدارة الذي لم يتمتع بالكفاءة اللازمة لإدارة الشركة ، ويخلق فرصا جديدة أمام الشركة لتحقيق المزيد من الأرباح أو وقف نزيف الخسائر من جهة ، الأمر الذي يساعد علي حسن توجيه الموارد الاقتصادية للمجتمع بأكمله من جهة أخرى . فإذا ما حاد مجلس الإدارة ومديرو الشركة عن هذا الأمر، فإن عروض الشراء تشكل على جانب أخر وسيلة فذة لضمان استبدال المديرين الذين يسعون إلى تحقيق مصالحهم وليس تحقيق مصالح الشركة ولا يتمتعون بالخبرة الكافية [180].

---

[179] د. بدر الملا، " النظام القانوني لأسواق المال "، مرجع سابق، ص 572

[180] د. سامي عبد الباقي " النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 26

الخـــاتمـة :

وفـي ختـام هذه الدراسـة المتواضـعة والتـي بذلنا فيهـا جهدنا ؛ فـإن اصـبنا فهذه غايتنـا ، وان اخطأنـا ، فلنـا شرف المحاولة .

وقد حاولنا استجلاء مفهوم الشفافية والافصـاح ، وتـأثيره علـى كل من عمليـات الاستحواذ والاندماج ، وحوكمة الشركات ، وذلك من خلال القواعد الموضوعية والاجرائية ، والمبادئ المرتبطة بهذه العمليـات ؛ وذلك من خلال عرض النصـوص و الأنظمـة القانونيـة المختلفـة ومقارنتهـا ؛ كـالقوانين الكـويتي والبحرينـي والاماراتي و السعودي والمصري والفرنسي وغيرها العديد من الأنظمة الأخرى .

وبناء على ماتناولناه بهذه الدراسة ، فقد اسفرت على عدة نتائج وهي :

1- ويُعد نظام الحوكمة من الأنظمة الجديدة المرتبطة بالديمقراطية، وبتطبيق سياسات الحرية الاقتصادية، وبتفعيل آليات السوق، وتوازنات العرض والطلب، وفي الوقت ذاته فهي إطار حاكم ومتحكم في عناصر الجذب الاستثماري لأي دولة من الدول، ولأي اقتصاد من الاقتصاديات، ولأي شركة من الشركات .

2- فقد اثبتت النظم القانونية المقارنة من خلال استقراء تشريعاتهم مدى الاهتمام بإصدار قوانين لدعم الشفافية والإفصاح، حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من أكثر دول العالم حرصا على تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح وتبنته في قوانينها، ومن ثم انتقل الى الدول المجاورة .

3- يتطلب تطبيق مفهوم الحوكمة في الشركات توافر ثلاثة عناصر مهمة أولها سنَ التشريع وقد قامت به العديد من الدول العربية كدولة الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين والمملكة العربية السعودية، وثانياً توفير قدر كاف من الثقافة الإدارية حول الحوكمة ومتطلباتها، أما العنصر الأخير فهو تعزيز الجانب الأخلاقي حيث يؤدي توافر هذه العناصر مجتمعةً إلى إدخال تغييرات أساسية في أنظمة الإدارة العامة بما يكفل تحسين مستويات الأداء ورفع كفاءة النظم الإدارية.

4- إن المستثمرين يبحثون قبل توجيه استثماراتهم عن الشركات التي تتميز بوجود هياكل سليمة لحوكمة الشركات داخلها والتي تضمن مستوى معينا من الدقة في اتخاذ القرارات بها ومن الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية التي تنشرها والوضوح والدقة في القوائم المالية قبل أن يقدموا على الاستثمار في تلك الشركات .

5- تعد حوكمة الشركات مرشداً جيداً للشركات خاصة في توازن حالات تعارض المصالح بين المستثمرين وإدارة الشركة وأصحاب المصالح الأخرى، وتعمل علي زيادة ثقة المستثمرين وزيادة القيمة السوقية لأسهم الشركات، وتساعدها في الحصول على التمويل الخارجي والمحلي

6- أن الاستحواذ في مضمونه هو الاستيلاء أو الحيازة وأن هناك فرق بين الاستحواذ والاندماج، وتوصلنا أيضا إلى أنه لكي يتم الاستحواذ يجب إلا يتم سوي بعد الإفصاح التام وبشفافية عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركة أو الأسهم أو الجهة المراد الاستحواذ عليها.

7- الشفافية والإفصاح عن المعلومات خطوة هامة للغاية في اتمام أو عدم اتمام عمليات الاستحواذ، ويجب أن يتم الإفصاح للجميع وأن تكون معلومات صحيحة غير مغلوطة تنم عن الوضع الحقيقي .

8- غالبية القوانين التي تنظم عمليات الاستحواذ والاندماج تسعى الى تحقيق الأهداف نفسها واهمها تفعيل الشفافية والافصاح ، وتحقيق المساواة ، وهذا ينصب لحماية المساهمين والأطراف المعنية.

9- للاستحواذ طرق عديدة منها طريقة الطرح الخاص، وطريقة الشراء المباشر بأنواعها الثلاثة (الشراء المباشر بالاتفاق، الشراء من خارج المقصورة، عمليات تجميع الأسهم)، وطريقة العرض العام للشراء، وطريقة العرض العام للبيع.

10- التكييف القانوني للاستحواذ يدور حول انه ايجاب لعقد غير ملزم ، والبعض يرى انه عقد ذو طبيعة خاصة .

11- لا يشترط لكي يصل المستحوذ إلى فرض سيطرته على إدارة الشركة المستحوذ عليها أن يكون بالضرورة قد استحوذ على أكثر من نصف رأس مال هذه الشركة، وإنما العبرة تكون بأغلبية الأصوات الحاضرة في اجتماع الجمعية العامة للشركة المستحوذ عليها.

12- إن المستحوذ يتحمل مسؤولية ما يرتكبه من أخطاء شخصية يترتب عليها ضرراً للغير وذلك من خلال تطبيق أحكام المسؤولية التقصيرية عن الأعمال الشخصية، كما يتحمل أعمال التابعين له استناداً إلى أحكام مسؤولية المتبوع عن أعمال تابعيه.

13- حماية المساهمين واثبات تعسف قرار الاستحواذ بعد تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من خلال تفعيله بعد النص عليه بالتشريعات والقوانين.

14- تقع مسؤولية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على عاتق الإدارة بالدرجة الأولى، من خلال رسم مسارات منهجيتها ووضع الافتراضات والتنبؤات على أساس منطقي وموضوعي.

وأنه إن كان لنا أن نقوم بعرض بعض التوصيات فيكون ذلك كما يلي :

1- تعزيز الشفافية والافصاح من خلال تحويل بعض المواد القانونية المرتبطة بأعمال الرقابة والمراجعة في نصوص ولوئح الحوكمة من استرشاية الى مواد ملزمة بالقانون .

2- نشر الوعي بقضايا الحوكمة وخطورة عدم الالتزام ،من خلال تطوير السياسات وترجمتها الى سياسات تنفيذية واقعية تنفذ على ايدي كفاءات بشرية واعية ومتخصصة.

3- انشاء بنك متخصص للمعلومات تسهل للمتعاملين مع الجهات المصدرة للأوراق المالية الوصول اليها والاطلاع عليها.

4- يجب على الشركات أن توفر المعلومات الصحيحة والدقيقة عن استثماراتها وخططها وأن تحدد محاذير هذه الاستثمارات ومخاطرها، وكذلك تحديد الأطراف الرئيسة للشركة والمتمثلة في المساهمين، ومجلس الإدارة، والإدارة، وأصحاب المصالح، وكل ذلك بوجود هيئات حكومية وخاصة لضمان التطبيق الصحيح لذلك.

5- يجب تقييد عمليات الاستحواذ لما لها من آثر خطير على المنافسة وقد رأينا أن الاستحواذ يؤدي إلى ظهور ظاهرة الاحتكار وهي من أخطر الآفات الاقتصادية .

المراجـــع :

أولا : المراجع العامة والمتخصصة :

1- إبراهيم سيد أحمد " الشركات التجارية في القانون السالعقود والشركات التجارية فقها وقضاء " طبعة أولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، اسكندرية 1999 .

2- أحمد خضر : الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعي بالإسكندرية ، الطبعة الأولى سنة 2012 .

3- أحمد عبد الرحمن ملحم، قانون الشركات التجارية الكويتي، مجلس النشر العلمي (2009) .

4- أحمد عبد الرحمن الملحم " مدي مخالفة الاندماج والسيطرة لأحكام المنافسة التجارية "، مجلة الحقوق، السنة التاسعة عشر، العدد الثالث، سبتمبر 1995، تصدر عن مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت .

5- احمد محمد محرز : الوسيط في الشركات التجارية، منشأة المعارف، الطبعة الثانية 2004 .

6- بدر حامد يوسف الملا " النظام القانوني لأسواق المال، دار النهضة العربية 2012 .

7- بلعادى عمار، د. جاو حرو " دور الحوكمة في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح " الملتقي الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة. جامعة أم البواقي الجزائر 2010 .

8- جمال عبد العزيز العثمان " الإفصاح والشـفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة " دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، 2010 .

9- حسنى المصري " اندماج الشركات وانقسامها " دراسة مقارنة ، دار الكتب القانونية ، المجلة الكبرى 2007 .

10- حسين فتحي " الأسس القانونية لعروض الأستحواذ علي إدارات الشركات " دار النهضة العربية للنشر 1998.

11- طـارق عبد العال حماد، حوكمة الشركـات " المفـاهيـم - المبـادئ - التجـارب " تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، مصر، 2005 .

12- رزق الله الأنطاكى ، نهاد السباعي " موسوعة الحقوق التجارية " الشركات التجارية " ، دار الأنشاء ، دمشق 1962 .
13- سالم عبود : الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث بالأردن، فترة 28، 2009/4/29 .
14- سامي عبد الباقي، " النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية "، مجلة القانون والاقتصاد كلية الحقوق جامعة القاهرة 2007 .
15- سمير برهان راغب : النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية حقوق القاهرة سنة 2006 .
16- سيد أحمد سيد يعقوب الرفاعي : الاندماج والتملك والاستحواذ أدوات ووسائل لإصلاح وأزدهار الاقتصاد القومي والعالمي " جامعة الكويت " مكتبة جابر الأحمد المركزية 2011 .
17- د. عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية ، الطبعة الأولي 2009
18- صالح البربري : الممارسات غير المشروعة في بورصة للأوراق المالية، مركز المساندة القانونية، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، 2001 .
19- طارق عبدالعال حماد حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مصر: الدار الجامعية (2009) .
20- طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، 2010 .
21- طالب حسن موسى "الموجز في الشركات التجارية" الطبع 2، مطبعة المعارف، بغداد 1975 .
22- عبد الحكيم فوده " شركات الأشخاص على ضوء الفقه وقضاء التمييز "، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، بدون سنه نشر .
23- عبدالفضيل محمد احمد : العروض العامة للشراء في البورصة، بحث بمجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد 43، سنة 2008 .
24- على سيد قاسم " شروط الاحتفاظ بالملكية ونظام الافلاس، دار النهضة العربية، 1991 .

25- علي أحمد زين و أ.د. محمد حسني عبد الجليل صبيحي : مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، ضمن كتاب أعمال المؤتمرات بعنوان مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، بحوث وأوراق عمل ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلي المنعقدة بالقاهرة، جمهورية مصر العربية، نوفمبر 2006 .

26- عمار حبيب جهلول، النظام القانوني لحوكمة الشركات، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الاولى، سنه 2011 .

27- محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة 2010 .

28- محمد أحمد سلام، حوكمة الشركات ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية وتحقيق التنمية المستدامة، الطبعة الأولي، دار النهضة العربية .

29- محمد مصطفى سليمان: حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008 .

30- فاتح غلاب، تطوير دور وظيفة التدقيق في مجال حوكمة الشركات لتجسيد مبادئ ومعايير التنمية المستدامة، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال ، جامعة فرحات سطيف ، الجزاذر 2011

31- مروة محمد العيسوي، " مدي توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية "، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولي 2016 .

32- مصطفي كمال طه " القانون التجاري -شركات الأموال "، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية 1982، الشركات التجارية، مؤلف أخر، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 1998 .

33- ماجد أسماعيل أبو حمام ، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات علي الأفصاح، الجامعة الأسلامية عزه 2009

34- نعيم خوري : أين يقف الأردن من التحكم المؤسسي، المؤتمر العلمي المهني الخامس، جمعية المحاسبين القانونين الأردنيين، 2003 .

35- هاني صلاح سري الدين " التنظيم التشريعي لعروض الشراء الاجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة "، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، 2013 .
36- د.أحمد باز محمد متولي "الألتزام بالشـفافية والأفصاح"، كلية الحقـوق، جامعة المنصـورة، دار الجامعة للنشر، مصر 2012
37- د. نهاد أحمد السيد،" الاستحواذ على الشركات التجارية " دار النهضة العربية 2018
38- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، أخبار هيئة المحاسبين، العدد 38، ديسمبر 2003 .
39- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، لجنة معايير المراجعة: معايير المراجعة والمعايير المهنية الأخرى، المجلد الأول، 2006 .
40- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مشروع معايير المراجعة الداخلية وقواعد السلوك المهني الهيئة السعودية 2004 .

ثانياً : الرسائل العلمية والأبحاث :

1- طارق محمود عبد السلام سالوس " العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دراسة اقتصادية وقانونية، دار النهضة العربية، 2010 .

2- عادل عبد الرحمن أحمد، دراسة تحليلية وتطبيقية لمفهوم ال Corporate Governance وإمكانية تطبيقه في الشركات المساهمة العاملة في البيئة المصرية، مجلة كلية تجارة بنها 2003 .

3- عاطف محمد أحمد، دراسة اختباريه لآثار آليات حوكمة الشركات على جودة التقارير المالية وفعالية عملية تدقيق الحسابات في الأردن، مجلة كلية تجارة بنها، 2003 .

4- عوض بن سلامة الرحيلي: لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات: حالة السعودية، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، قُدم للنشر في 1427/10/13هـ وقُبل للنشر في 1427/11/25هـ .

5- محمد جميل حبوش: مدى التزام الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بقواعد حوكمة الشركات "دراسة تحليلية لآراء المراجعين الداخلين، المراجعين الخارجين ومدراء الشركات المساهمة العامة، أُطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية – غزة، ماجستير المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، عمادة الدراسات العليا، 2007 .

6- حمد خليفه راشد الشحومي : النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة " دراسة مقارنة "، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2017 .

7- محمد محب الدين قرباش : النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، كلية حقوق القاهرة، سنه 2004 .

8- مروة محمد العيسوي : مدي توافق الإفصاح في البورصة مع مبدأ السرية، رسالة دكتوراة، كلية الحقوق، جامعة بنها، مصر 2014 .

9- نرمين نبيل أبو العطا : حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق المال بمصر، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، سنه 2006 .

10- هاني محمد خليل : مدى تأثير تطبيق حوكمة الشركات على فجوة التوقعات في مهنة المراجعة في فلسطين "دراسة تحليلية لآراء المراجعين الخارجيين والمستثمرين، أُطروحة قُدمت استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية بغزة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، عمادة الدراسات العُليا، 1430هـ / 2009م .

ثالثاً : التقارير والدوريات :

1- تقرير الهيئة العامة لسوق المال في مصر، القاهرة، 2004 .

2- دهمش نعيم وإسحق أبو زر عفاف : تحسين وتطوير الحاكمية المؤسسية في البنوك، مجلة البنوك في الأردن، العدد العاشر، المجلد الثاني والعشرون، ديسمبر 2003 .

3- رأفت حسين مطير : آليات تدعيم دور المراجعة الخارجية في حوكمة الشركات، بدون سنه نشر .

4- سميحة فوزي : تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 82 إبريل 2003 .

5- شارلز ب. أومان : حوكمة الشركات والتنمية الوطنية، مركز التنمية التابع لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، 18 سبتمبر 2001 .

6- ظاهر القشي وحازم الخطيب : الحاكمية المؤسسية وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة اربد للبحوث العلمية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2006 .

7- علي أحمد زين و أ.د. محمد حسني عبد الجليل صبيحي: مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، ضمن كتاب أعمال المؤتمرات بعنوان مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، بحوث وأوراق عمل ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلي المنعقدة بالقاهرة، جمهورية مصر العربية، نوفمبر 2006 .

8- مبادئ وممارسات حوكمة الشركات بحوث وأوراق عمل منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية (أعمال المؤتمرات) 2009 ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الإصلاح الاقتصادي والهيكلي المنعقدة بالقاهرة جمهورية مصر العربية في نوفمبر 2006 .

9- محمد البشير: كلمة افتتاحية لفعاليات المؤتمر العلمي المهني الخامس -جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، " التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة "، مجلة المدقق، العدد 56-57، 2003 .

رابعا : المقالات والمواقع الإلكترونية :

2- أحمد فرج " مفهوم المعلومات "فبراير2007 https://ahmadfarag.yoo7.com/t49-topic

3- عبدالرحمن إبراهيم الصنيع: ظاهرة اندماج الشركات واستحواذها هل تعمل لمصلحة الاقتصاد العالمي أم ضده، مقالة في 31 يناير 2009 بالموقع : www.qatarshares.com

4- عبدالرحمن عقل : عامود بالأهرام تحت عنوان "الناس والاقتصاد" في عدد جريدة الأهـرام الصـــادر في 9 أغسطس 2006 .

5- موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي : https://iefepedia.com/arab

6- عبد الوهاب السعدون : هل يشكل الاندماج والاستملاك فرصة لنمو وتوسع الشركات السعودية، صحيفة الاقتصادية الالكترونية، العدد 5606، صادر في 15 فبراير 2009، بالموقع: www.aleqt.com

7- موقع البورصة المصرية: www.egyx.com.eg

8- محمود عبد العظيم: حمى الدمج والاستحواذ، بالموقع: www.qatarshares.com

9- محمد الجيلاني " دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية ".

10- نبيل حشاد: دمج واستحواذ البنوك في مصر، ورقة عمل رقم 79، مارس 2003، المركز المصري للدراسات الاقتصادية ECES .

11- هاني صلاح سري الدين: د. هاني صلاح سري الدين " التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ "، دار النهضة العربية 2013

12- الدليل الاسترشادي لإجراءات التداول بالبورصة، بورصتي القاهرة والإسكندرية، 2007.

13- كتاب الإفصاح الصادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية، الإصدار الثالث، يونيو 2006.

14- تقرير الاتجاهات الاقتصادية والاستراتيجية 2003-2004 عن جريدة الأهرام.

15- سامي عبد الباقي: النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، مجلة القانون والاقتصاد جامعة القاهرة كلية الحقوق 2007.

16- اندماج شركتي طاقة فرنسيتين يسفر عن ولادة ثالث أكبر شركة طاقة في العالم في 3 سـبتمبر 2007 بالموقع: http://www.dw.com/ar
17- مقالة بعنوان "قانون سيء يزداد سوءاً" بصحيفة الاقتصادية الالكترونية بالعدد 4528 صادر في 5 مارس 2006 نقلاً عن الفاينانشال تايمز بالموقع: www.aleqt.com
18- مقالة " لماذا على فرنسا تخفيف سيطرتها على الشركات " نقلاً عن الفاينانشال تايمز بصحيفة الاقتصادية الالكترونية بالعدد 4507 في 12 فبراير 2006، بالموقع: www.aleqt.com
19- مقالة بعنوان "حملة الأسهم يطالبون الشركات بزيادة نسبة توزيع الأرباح السنوية" بصحيفة الاقتصادية الالكترونية بالعدد 5438 في 31 أغسطس.

خامساً : المواثيق والقواعد والأحكام الخاصة بالحوكمة:

- ميثاق حوكمة الشركات الصادر عن وزارة الصناعة والتجارة والسياحة في البحرين، مارس 2018.
- ميثاق حوكمة الشركات في مصرف البحرين المركزي مع وزارة الصناعة والتجارة والسياحة في البحرين الصادر في 2010.
- فصل الحوكمة الشرعية في توجيهات مصرف البحرين المركزي الصادر في سبتمبر 2017.
- قواعد حوكمة الشركات ولائحتها التنفيذية الصادرة عن هيئة أسواق المال في الكويت في يناير 2016 ونوفمبر 2015 على التوالي.
- تعليمات بنك الكويت المركزي بخصوص مبادئ الإدارة السليمة للبنوك والمؤسسات المالية (الحوكمة) الصادرة في مايو 2004.
- قواعد ونظم الحوكمة في البنوك الكويتية الصادر عن بنك الكويت المركزي في يونيو 2012 .
- تعليمات بنك الكويت المركزي بشأن حوكمة الرقابة الشرعية في البنوك الكويتية الإسلامية الصادرة في ديسمبر 2016 .

- لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية فبراير 2017 .
- اساسيات الحوكمة، مصطلحات ومفاهيم، الصادرة عن مركز أبو ظبي للحوكمة – غرفة تجارة وصناعة أبو ظبي في يوليو 2013 .
- حوكمة الرقابة الشرعية في البنوك الكويتية الإسلامية – نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية – دولة الكويت – يناير 2019 .
- دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات، لجمهورية مصر العربية إعداد الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة عام 2005 .

سادساً : المراجع والمصادر الأجنبية :

(1) Alan Calder :Corporate governance: a practical guide to the legal frameworks and international codes of practice, Kogan Page Series, Kogan Page Publishers, 2008.

(2) Alex Knell: Corporate governance: how to add value to your company: a practical implementation guide, Butterworth-Heinemann, 2006.

(3) Cheryl R .Lehman :Corporate governance: does any size fit?، Cheryl R .Lehman، Tony Tinker، Barbara Dubis Merino، Ibid، P.229

(4) Eric Yocam، Annie Choi: Corporate Governance: A Board Director's Pocket Guide: Leadership، Diligence، and Wisdom، iUniverse، 2008 ،P.12

(5) March , Randall , " Behavioral Finance in Corporate Governance Independent Directors & Non –Executive Chairs " , Discussion Paper No. 2037 , Harvard Institute of Economic Research – May, 2004.

(6) Minow ، N.،Corporate Governance ، Black Well، Combridge، MA . ، 1995، P.64.

(7) Ramani Naidoo: Corporate governance: an essential guide for South African companies, Juta and Company Ltd, 2002, P.11.

(8) Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report) , Dec .1992 , par.1 .< www ecgn . org >

(9) Robert Ian Tricker, Bob Tricker: Corporate Governance :Principles, Policies and Practices, Oxford University Press, 2009.

(10) Shleifer , Andrei & Vishny , Robert , " Asurvey of Corporate Governance ", The Journal of Finance ,Vol. LII, No. 2 , June , 1997.

(11) Spivey, Stephen ," Corporate Governance & The Role of Government " , International Journal of Disclosure & Governance , Vol.1 , No. 4 , Seb . , 2004.

(12) Stein, Bob, " Effective Governance : Are We There Yet "? Cross Currenst, The Magazine for Financial Services Executives, Issue No. 17 , Spring , 2004, p. 4-5 . Ernst & young LLP , www. ey – com.

(13) Spivey، Stephen ،" Corporate Governance & The Role of Government " ، International Journal of Disclosure & Governance ، Vol.1 ، No. 4 ، Seb . ، 2004 ، p.310

(14) Institute of International Finance (IIF) ،Equity Advisory Group ،Policies of Corporate Governance & Transparency in Emerging Markets " ،Feb

(15) Degeorge, et al. – 1999, Healy and Wahlen – 1999, plummer and David, 2000.

(16) Shleifer ، Andrei & Vishny ، Robert ، " Asurvey of Corporate Governance "، The Journal of Finance ،Vol. LII، No. 2 ، June ، 1997 ، p. 37.

Abstract

Disclosure and transparency are seen as one of the basic components of the principles of good corporate governance issued by international organizations, as it is an indispensable driver in the economy.

The high level of transparency of disclosure also contributes to the consolidation of confidence in the financial markets and contributes to the flow of foreign investment into the state. This view is reinforced by the scandals and financial crises that companies have faced as a result of a lack of understanding of the impact of transparency and disclosure and its activation in corporate governance.

Therefore, the theoretical framework for the impact of transparency and disclosure on both corporate governance and acquisitions forms the basis of this research. It is a good basis for measuring good corporate governance and its clarity, and what else is a key to accepting and completing the acquisition.

It was necessary to reform the economy and develop a regulatory framework by focusing on the idea of disclosing and providing information to regulate the behavior of the financial market and protect the interests of shareholders, and to encourage companies to voluntary and equitable disclosure because of their material impact on the decisions of investors and stakeholders. We find that companies operate in a social framework that affects and is affected by their achievements and operations, so that the company is responsible to shareholders in a way that enables them to be held accountable for the consequences of its activities and operations (the acquisition process) that may affect their interests or positions.

Only through disclosure and transparency will fraud and other financial scandals be deferred, which is a critical matter that companies must uphold so that they can better manage and make informed judgments about the risks or benefits of investing and acquisitions.

UNIVERSITY OF BAHRAIN

College of law department of private law



The principle of transparency and disclosure and impact on acquisitions in corporate governance

A Thesis Submitted in Partail Fulfillment of the Requirements for the Master Degree in commercial law

Submitted by

Reem Fahad Mohamad aldousari

University number:20161289

Supervised by

Dr.Mohamad Souad ALEnezy

Kingdom of Bahrain

December2020