

تطبيق المؤسسات المصدرة للقيم المنقولة لقواعد الإفصاح والشفافية

The application of the rules of disclosure and transparency by the institutions exporting the transferred values

محمد أمين بن عمر

Mohammed Amin BENAMAR

طالب دكتوراه، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان

Doctoral student, Faculty of Law and Political Sciences,
Abou Bekr Belkaid University of Tlemcen

Email: aminee.benamar@gmail.com

تاريخ النشر: 2020/06/29

تاريخ القبول: 2020/04/14

تاريخ إرسال المقال: 2020/08/09

ملخص:

يتعرض الاستثمار في سوق البورصة لمخاطر محتملة، حيث تكون أسعار القيم المنقولة عرضة للارتفاع والانخفاض، الأمر الذي يوجب الإطلاع على كافة المعلومات المتوفرة حول الأوراق المالية المتداولة، ولعل المعلومات المالية ذات الجودة العالية لها تأثير مباشر على السوق المالية سواء من جانب التأثير على المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، أو من جهة تأثيرها على الأسعار وحجم التداول.

ونظرا للأهمية الكبيرة للمعلومة في مجال البورصة، فقد تدخل المشرع من خلال لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي كلفها بمهمة حماية المدخرين عن طريق الإشراف والرقابة على الإعلام الموجه للجمهور. علاوة على ذلك، فإنها تعمل على تحقيق حسن سير نشاط البورصة وذلك باتخاذ ما يتطلبه الأمر من إجراءات، كالتأكد من التزام الشركات بالأحكام التشريعية والتنظيمية.

كلمات مفتاحية:

بورصة القيم المنقولة، الإفصاح والشفافية، المعلومات المالية، كفاءة السوق المالية، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

Abstract:

Investment in the stock market is exposed to potential risks, as the prices of the transferred values are likely to rise and fall, which necessitates access to all available information on traded money bills. Therefore financial information of high quality may have a direct impact on financial fundamentals, whether by influencing

investors in making appropriate investment decisions or their impact on prices and trading volume.

Due to the importance of the information in the field of the stock exchange, the legislator intervened through the committee for the regulation and operation of the stock exchange, which entrusted the task of protecting savers by supervising and controlling the media directed to the public.

In addition, it is working to improve the operation of the stock market by taking the necessary measures, such as ensuring that companies comply with legislative and regulatory provisions.

Keywords: *Stock Exchange; Disclosure and transparency; Financial information; Efficiency of the financial market; Committee for the regulation and control of stock exchanges.*

مقدمة:

حظيت البورصة في الآونة الأخيرة بأهمية كبيرة على مستوى الدول الناشئة وعلى غرارها الجزائر، وذلك كونها أداة لتمويل الاقتصاد من جهة ووسيلة للدفع بعجلة التنمية من جهة أخرى، بحيث أنها تشكل إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وذلك من خلال دور الوساطة الذي تلعبه.

إذ أنها تخلق حيزا يجمع المدخرين والمستثمرين وذلك بإتاحة الفرص لأصحاب الفوائض المالية لاستثمار مدخراتهم، فضلا عن توفير الأموال الضرورية لأصحاب العجز المالي من أجل التوسع والنمو، فهي تعمل على تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها إلى مختلف قنوات الاستثمار الكفاء في الاقتصاد¹.

ويمكن تعريف البورصة أنها مكان تبادل ولقاء (أي هي سوق) بين العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل والمتمثلة في القيم المتداولة، خاصة الأسهم والسندات. ويتوقف قرار الاستثمار فيها على المعلومات المتوفرة التي تؤثر بالأخص على نفسية متخذ القرار لأجل ذلك فقد قيل بأن البورصة لا تعبر عن حالة الاقتصاد بقدر ما تعبر عن نفسية المستثمر².

كما تعد شركة المساهمة من العناصر الأساسية التي تقوم عليها أنشطة البورصة، ويرتبط نجاح هذه الشركة بالأساليب المتبعة من طرف جهازها الإداري في التسيير والتطوير بالإضافة إلى الثقة التي يوليها المستثمرون والمساهمون لهذا الجهاز، ونزاهة العاملين لديه وكذلك تأمين إيصال المعلومات للمستثمرين بشكل عادل، والذي يمثل الركيزة الأساسية لمبدأ الإفصاح والشفافية.

ويعد تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات في نطاق التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة كلا لا يتجزأ، فإذا ما أصاب أي عنصر من عناصر هذا المبدأ خلل في التطبيق نتج عنه خلل للمبدأ ككل، بل يؤثر سلبا في عدد من البورصات لمجموعة من الدول³.

إن توفر المعلومات في السوق يعتمد على مدى صرامة التشريعات واللوائح المنظمة، ومدى قدرة هيئات الرقابة على سوق الأوراق المالية (والمتمثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وفقا للقانون الجزائري) على تنفيذ ومتابعة الالتزام بهذه التنظيمات، كما يعتمد على قناعة الجهات الملزمة بالإفصاح بأهميته لجمهور المستثمرين، وإن كان في بعض

الأحيان يتعارض مع بعض المصالح الشخصية. فتعامل أي مستثمر في ظل غياب المعلومة يعتبر ظلما له وتشويه كبير لآليات السوق الطبيعية.

وتأكد أهمية الإفصاح والشفافية كون غالبية المستثمرين لا تتاح لهم الفرصة للاطلاع على دفاتر المشروع وسجلاته أو عدم استيعابهم لمحتوياتها كما يجب، لذلك فإنهم يعتمدون إلى حد كبير على المستشارين وذوي الخبرة للتعرف على هذه التفاصيل⁴.

وبالرغم من وجود بعض النصوص التشريعية والتنظيمية المتفرقة في كل من القانون التجاري وقانون البورصة (خاصة أنظمة لجنة البورصة)، والمتضمنة قواعد الإفصاح والشفافية إلا أن موضوع إعلام المستثمرين في سوق البورصة لم ينل الاهتمام الكافي من طرف المشرع الجزائري وكذا فقهاء القانون، الأمر الذي يتطلب مني بحثه وتحليله من خلال هذه الدراسة.

ونظرا لتأثير المعلومات التي يكتسبها المدخر على قراراته الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، فقد تمثلت الإشكالية البحثية في:

إلى أي مدى يمكن أن تساهم المعلومات في تدعيم كفاءة سوق البورصة؟ والتساؤل كذلك في هذا الصدد عن الآليات القانونية التي وضعها المشرع الجزائري لتفعيل هذا الدور؟

وبخصوص المنهج المتبع من خلال هذا البحث، فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بتحليل مختلف القوانين والأنظمة المتعلقة بالمعلومات الواردة إلى المتعاملين في السوق المالي على ضوء القانون الجزائري، فضلا عن الوقوف على المبادئ الدولية الخاصة بهذا الشأن.

ومن أجل معالجة هذا الموضوع، سيتم تقسيم الدراسة إلى مبحثين:

المبحث الأول: الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات

المبحث الثاني: التنظيم القانوني لإعلام المستثمرين في سوق البورصة

المبحث الأول: الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات

تعتبر حوكمة الشركات من الموضوعات المثيرة جدا خصوصا بعدما اهتمت بها العديد من الدوائر الأكاديمية والاقتصادية العالمية كالبنك العالمي، وصندوق النقد الدولي حيث عرفها على أنها: "الإدارة الرشيدة للشركات أو الاقتصاد بصفة عامة عبر حزمة من القوانين والقواعد التي تؤدي إلى الشفافية".

وعرفتها مؤسسة فاينشل تايمز على أنها بالمفهوم الضيق هي (علاقة الشركة بمساهميها) وبالمفهوم الواسع هي (علاقة الشركة بالمجتمع ككل)، كما اعتبرها جيمس ولقنسون "بمثابة المشجع والمروج للعدالة والشفافية والمسؤولية). أما منظمة التمويل الدولية فعرفت بها بأنها: (مجموعة من الأطر التنظيمية والهيكلية، وعمليات التحكم وتوجيه الشركات التي تهدف إلى تنظيم العلاقة بين الإدارة، الملاك، المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن حوكمة الشركات هي: "أسلوب تسيير يهدف إلى التأكد من حسن

إدارة الشركات بشكل يحافظ على مصلحة الشركة، المساهمين وأصحاب المصالح".

وقد طلب مجلس منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (O.C.D.E) خلال سنة 1998 من المنظمة، أن تقوم بالاشتراك مع الحكومات الوطنية وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص لوضع مجموعة من المعايير والمبادئ الخاصة بحوكمة المؤسسات، حيث تم إصدار هذه المبادئ في عام 2004 والمتمثلة في الآتي:

1- وجود إطار فعال لحوكمة الشركات.

2- حقوق المساهمين.

3- المعاملة المتكافئة للمساهمين.

4- دور أصحاب المصالح.

5- الإفصاح والشفافية.

6- مسؤوليات مجلس الإدارة.

ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم الأسس التي يقوم عليها نظام الحوكمة حسب المبادئ المشار إليها أعلاه⁵، الأمر الذي يدعونا إلى تحديد مفهوم هذا المبدأ (المطلب الأول) ودراسة دوره في تفعيل أداء البورصة (المطلب الثاني).

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للإفصاح والشفافية

يمثل الالتزام بالإفصاح والشفافية فيما يخص الأوضاع المالية والاقتصادية للشركة مظهرا هاما من مظاهر الثقة وحسن النية في الحياة التجارية، يستدل بوجوده على حسن ائتمانها ويعتمد على فعاليته في تحديد قرارات الاستثمار مع الشركة ابتداء واستمرارا فيها، ثم أنه ومن جانب آخر يمثل وبصورة عامة خروجاً على مبدأ السرية وقسدية المعلومة في التعاملات التجارية⁶.

ضمن هذا السياق، سنحاول فيما يلي الوقوف على مضمون الإفصاح والشفافية وذلك بالتطرق إلى تعريفه (الفرع الأول)، شروطه (الفرع الثاني) وأنواعه (الفرع الثالث).

الفرع الأول: التعريف بالإفصاح والشفافية

يقصد بمبدأ الإفصاح والشفافية توفير الشركة للمعلومات والتقارير التي تمكن المستثمرين من معرفة المركز المالي الحقيقي للشركة، والذي على أساسه يمكنهم تحديد موقفهم من الشركة حالياً ومستقبلاً، ليتاح للجميع فرص متساوية في الاستثمار وتحقيق أفضل مناخ ممكن لتداول الأوراق المالية دون معوقات ناجمة عن نقص المعلومات، مع احتفاظ الشركة بحقها في حجب ما تراه ضرورياً منها حفاظاً على مصلحتها⁷.

وفي هذا الصدد، يمكن التمييز بين مصطلحي الإفصاح والشفافية باعتبارهما يكملان بعضهما البعض وهما وجهان لعملة واحدة⁸:

أولاً: المقصود بالإفصاح

تتباين مفاهيم الإفصاح باختلاف مصالح الأطراف، ومن ثم يصعب ضبط وتحديد مفهوم عام للإفصاح، فالتعريف والمفاهيم في هذا المجال تتعدد يمكن أن نذكر منها:

- الإفصاح هو إظهار القوائم المالية جميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع، بحيث تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة.

- تعريف آخر للإفصاح: " تلك المعلومات التي تنشرها الإدارة إلى الجهات الخارجية من مستخدمي القوائم المالية بهدف مقابلة الاحتياجات المختلفة من المعلومات المتعلقة بأعمال الشركة، ويشمل الإفصاح جميع المعلومات التي تصرح بها الإدارة وتتضمنها التقارير المالية.

كل هذه التعاريف ركزت على أن الإفصاح هو إظهار وتقديم المعلومات إلى المستخدمين بشكل يبين حقيقة الوضع المالي للشركة بما يفي احتياجات هؤلاء المستخدمين من المعلومات دون تحيز، ويشمل الإفصاح أية معلومات محاسبية أو غير محاسبية، تاريخية أو مستقبلية⁹.

ثانيا: المقصود بالشفافية

على الرغم من حداثة دخول الشفافية ضمن المصطلحات القانونية إلا أن استعمالها أصبح ضروريا للغاية¹⁰، ويقصد بالشفافية قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين، وإتاحة الفرصة لمن يريد الإطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها، وتعتبر الشفافية حقا دائما يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين¹¹.

إذن فالشفافية في الشركات وسوق المال تعني:

- عدم حجب المعلومات.
- توصيل المعلومات للجميع ويكون ذلك بالنقل المجرد لوقائع معينة يتم الحصول عليها من مصادر مختلفة.

الفرع الثاني: مستلزمات الإفصاح

لقد أكدت العديد من المنظمات المحاسبية المشرفة على الممارسة المهنية في الحياة العلمية على ضرورة مراعاة مبدأ الإفصاح التام، وأصدرت مجموعة من التعليمات والشروط الواجب توفرها لتلبية متطلبات الإفصاح التام وأهم هذه المنظمات هي المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين المعتمدين (AICPA)، وهو ما يتضح من خلال آراء هيئة المبادئ المحاسبية (APB OPINIONS N°22) باعتبارها مؤسسة تابعة لهذا المعهد، ومن أجل تحقيق إفصاح ذو نوعية يقتضي توفر عدة شروط أهمها:

أولا: أن يكون الإفصاح على درجة عالية من الدقة والمصدقية

تقتضي فعالية الالتزام بالإفصاح تأكد الجهات الرقابية من قيام الشركات بعمليات إفصاح كاملة تقتضي فعالية الالتزام بالإفصاح تأكد الجهات الرقابية من قيام الشركات بعمليات إفصاح كاملة وحقيقية، لجميع البيانات والمعلومات التي تعبر بصدق عن نتائج الأعمال وحقيقة مركزها المالي¹² يمكن للمستثمر معها أن يتخذ القرار المناسب بشأن علاقته مع الشركة، و هو ضرب متقدم من ضروب نظرية حسن النية في تكوين وتنفيذ العقود بما يحفظ حقوق أطرافها.

ولذلك فإنه لا مجال لأن تكون المعلومات المفصح عنها غير حقيقية أو غير دقيقة، لأن ذلك يعني التناقص على مقصود النظام القانوني لحوكمة الشركات القائم على مبدأ حسن النية في ترتيبه الالتزام بالإفصاح وتجريدا له من أهميته العملية.

ومن أبرز الأمثلة على ذلك التقارير المالية الاحتمالية التي استخدمتها شركة إنرون Enron للطاقة، حيث كانت طرق الشركة المستخدمة للإفصاح عن معاملاتها المالية تتم بشكل غير واضح ومضلل، بغرض إخفاء جزء من ديونها وزيادة أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية، وهو ما تم فعلا حيث ارتفعت إيراداتها من 4 إلى 7 بليون دولار ووصل سعر السهم الواحد إلى 80 دولار، إلا أن اكتشاف الإفصاحات الغامضة من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة الأمريكية SEC أدى إلى انخفاض السهم إلى 26 سنت ومن ثم أعلن إفلاس الشركة عام 2001¹³.

ثانيا: أن يتم الإفصاح في الوقت الذي يتناسب مع احتياجات المستثمرين

يجب أن يكون الإفصاح في الوقت المناسب أي في توقيت ملائم يمكن معه الاستفادة من المعلومات المفصح عنها، فإذا كانت الغاية من الإفصاح هي إحاطة المستفيدين علما بأوضاع الشركة الاقتصادية، فإنه لا فائدة من ذلك إذا ما كان الإفصاح متأخرا عن الوقت المناسب¹⁴.

ويرجع السبب في ذلك أن فعالية الالتزام بالإفصاح تتوقف على ممارسته في وقت كاف للمعرفة وتكوين الإرادة اللازمة لاتخاذ القرار الصحيح، إضافة إلى الالتزام بالإفصاح عن أية أحداث جوهرية من شأنها التأثير على نشاطات الشركة بصورة عامة فور حدوثها، على أن يكون الإفصاح عاما وفي وقت واحد بما يضمن المعاملة المتساوية للشركاء من جهة وأصحاب المصالح الأخرى من جهة ثانية.

وفي كل الأحوال فإنه يقع على الشركة مسؤولية الالتزام بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها الاقتصادي بصورة مستمرة لتقييم نشاطها والاطلاع على خططها التطويرية، بهدف تعزيز الجانب الائتماني للشركة وحماية حقوق المتعاملين معها¹⁵.

الفرع الثالث: أنواع الإفصاح

يعتمد حجم المعلومات التي يجب الإفصاح عنها على خبرة مستخدم المعلومات ومتطلباته والقياس المحاسبي المطلوب، ونادرا ما ترد كلمة الإفصاح بشكل مستقل بل تكون في الغالب مرتبطة بألفاظ أخرى، مما أدى إلى ظهور عدة تصنيفات للإفصاح¹⁶ تتمثل فيما يلي:

أولا: أنواع الإفصاح بحسب طبيعته

ينقسم الإفصاح من حيث طبيعة المعلومات المفصح عنها ووفقا لمبادئ حوكمة الشركات إلى إفصاح مالي وإفصاح غير مالي.

أ - الإفصاح المالي:

يراد بالإفصاح المالي الكشف عن المعلومات والبيانات المالية المتعلقة بنشاط الشركة، من حيث أصول وخصوم الشركة ونتائج عملياتها المالية بصورة دورية أو عند حصول ما يستوجب الكشف عنها. على أن يستخدم في الحصول

على البيانات المالية سياسات محاسبية واضحة ومعتمدة في التعامل المحاسبي.

وتجدر الإشارة إلى أن البيانات المالية المفصح عنها في هذا المجال تعتبر المعلومات الأكثر أهمية وتأثيراً في تقييم حقيقة النشاط الاقتصادي للشركة، حيث أنها تمثل الدليل العملي على مدى نجاح الشركة وقدرتها على تنمية أصول المتعاملين معها. الأمر الذي يجعل من تلك المعلومات حداً فاصلاً في وجهة رؤوس الأموال وصياغة القرار النهائي للمستثمرين¹⁷.

ب - الإفصاح غير المالي:

يقصد به الكشف عن المعلومات الأخرى غير المالية والمتعلقة بالنشاط العام للشركة من حيث إستراتيجيتها النظرية في السعي لتحقيق الغرض منها، وخاصة فيما يتعلق بتطبيقها للنظام القانوني الإداري والرقابي، المتبع في نظرية الحوكمة كالإفصاح عن هيكل ملكية المساهمين وتشكيل مجلس الإدارة وموقع العاملين في الشركة وحقوقهم. وتعتبر المعلومات غير المالية المفصح عنها من قبل الشركة على مستوى عالٍ من الأهمية بالنسبة للمستثمرين الحاليين والمحتملين، حيث تمكنهم من تقييم طبيعة العلاقات الاقتصادية في الشركة ومدى كفاءتها وجدديتها في تحقيق الأهداف المعلنة¹⁸.

ثانياً: أنواع الإفصاح بحسب الزاميته

يعتبر الالتزام بالإفصاح مقياساً أساسياً في إطار النشاط الاقتصادي للشركة، ولذلك فإنه يمكن تقسيمه من هذه الناحية إلى قسمين:

أ - الإفصاح الإلزامي:

وهو ما تنص عليه الأحكام التشريعية والتنظيمية والمعايير المحاسبية الخاصة بالإفصاح، ويهدف إلى تقديم المعلومات الضرورية لمستخدمي القوائم المالية لتمكينهم من اتخاذ القرارات الرشيدة، غير أن ذلك قد يكون على حساب معلومات أخرى مهمة لم تلزم القوانين المختصة إظهارها.

ب - الإفصاح الاختياري:

يعد هذا الإفصاح محاولة جادة من قبل الوحدة الاقتصادية لتقديم معلومات إضافية غير منصوص عليها في التنظيم القانوني والتشريعي للالتزام بالإفصاح، من أجل تقديم أكبر قدر من المعلومات لمستخدمي القوائم المالية لتفادي المصادر المضللة. كما يهدف هذا الإفصاح إلى حماية المجتمع المالي وبصفة خاصة المستثمر العادي الذي له قدرة محدودة على استخدام المعلومات المالية¹⁹.

ثالثاً: الإفصاح المادي والإفصاح الإلكتروني

مع ظهور شبكة الانترنت، بدأت العديد من الشركات في الاستغناء عن الإفصاح التقليدي أو المادي والتوجه نحو عرض معلوماتها إلكترونياً.

أ - الإفصاح المادي:

ويتبع فيه الطرق التقليدية للإفصاح، حيث تقوم الشركات بنشر القوائم والتقارير المالية في صورتها الورقية فضلا عن طباعة وتوزيع المعلومات المالية على المستثمرين، وما يعاب على هذا النوع من الإفصاح هو ارتفاع التكاليف المرتبطة به زيادة على استغراق وقت كبير في إيصال المعلومة.

ب - الإفصاح الإلكتروني:

في ظل النمو السريع والمتزايد لاستخدام شبكة الانترنت، بدأت العديد من الشركات في مختلف دول العالم إدراك أهمية هذه الشبكة كأداة لتوزيع قوائمها المالية والاستفادة من الإمكانيات التكنولوجية الهائلة في سرعة انتشار المعلومات، مما أدى إلى تنامي ظاهرة الإفصاح الإلكتروني على المستوى العالمي وتحويل بيئة التقرير المالي من الصيغة الورقية إلى النموذج الإلكتروني.

وفي إطار رفع كفاءة السوق المالي وزيادة مستويات الإفصاح والشفافية تم وضع أول نظام إلكتروني للإفصاح المالي للشركات المقيدة في البورصة، حيث يسمح هذا النظام الجديد للمؤسسات المسعرة بإدراج تقاريرها الإفصاحية مباشرة على شاشات التداول للمستثمرين، ما يقلل من الزمن والمجهود اللازم للشركات للإفصاح عن أخبارها الجوهرية ويقلل من الأخطاء الناجمة عن التدخل البشري، كما يمكن للمستثمرين من التعرف على تطورات الشركات ووضعها المالي آنيا وفي نفس الوقت²⁰.

المطلب الثاني: دور الإفصاح والشفافية في تفعيل أداء البورصة

إن مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية تتدرج في الواقع العملي وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة للبورصة²¹ إلى أسواق مالية ذات كفاءة عالية (الفرع الأول) وأخرى ضعيفة (الفرع الثاني).

الفرع الأول: السوق المالي الكفاء

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة²².

ففي ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الإفصاح عن هذه المعلومات وحصول كافة المستثمرين عليها في الوقت نفسه، مما يترتب عليه حدوث تغيير فوري في القيمة السوقية للسهم لكي تعكس قيمته الحقيقية وهذا نتيجة لورود معلومات جديدة دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة السبق التي من شأنها أن تتيح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية²³.

لذلك ووفقا لمفهوم كفاءة السوق المالي، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرهم إلى المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومات تأتي

إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، لذلك يصبح من المتوقع أن تتجه حركة الأسعار صعودا مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء الغير سارة التي تصل للسوق فجأة وبدون سابق إنذار²⁴.

الفرع الثاني: السوق المالي غير الكفاء

إن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى، مما ينتج عنه عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات (داخلية) معينة يتم حجبا عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية²⁵.

ويترتب على التعامل الداخلي المتعلق بالأوراق المالية الإخلال بواجبين، حيث يمثل الأول في فعل سلبى وذلك بإخفاء معلومات جوهرية عن الجمهور تكون مؤثرة في رفع أو خفض سعر الورقة المالية بشكل يظهر جليا في مدى كفاءة البورصة، أما الإخلال الثاني فإنه يتمثل بفعل إيجابي من جانب الحائز للمعلومة الداخلية غير المعلنة في إساءة استخدام تلك المعلومة سواء من جانب الشخص المطلع أو الشخص المتلقي، وذلك بالتعامل بناء على المعلومة التي حصل عليها لتحقيق أرباح غير مشروعة. ويعتبر هذا كله من صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية.

ولهذا فإن تعاملات المطلعين الداخلية تقوي من ثقة المستثمر في الإنصاف وسلامة التعاملات في الأوراق المالية، وبقدر الرقابة التشريعية والإدارية على البورصات وعلى الجهات المصدرة التي تمارسها هيئات الرقابة بقدر ما يمكن الحد من الممارسات غير المشروعة، ومع ذلك تتطور هذه الممارسات وتستعمل الحيل والأساليب غير القانونية للاستحواذ على تلك المعلومات واستغلالها قبل وصولها إلى علم الجمهور²⁶.

وتكون كفاءة سوق رأس المال عند المستوى الضعيف إذا انعكست كافة المعلومات التاريخية (أي كافة المعلومات المتاحة الخاصة بالورقة المالية في الماضي) في سعر السهم، وبالتالي فإن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر بالمستقبل بناء على معلومات تاريخية وخريطة سير السهم في السابق هي مسألة عديمة الجدوى²⁷.

المبحث الثاني: التنظيم القانوني لإعلام المستثمرين في سوق البورصة

يستوجب الاستثمار في البورصة توفير مجموعة من الضمانات القانونية، وهو ما قام به المشرع الجزائري من خلال إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب المادة 03 من المرسوم التشريعي 93-10²⁸، التي أوكل لها مهمة حماية مصالح المستثمرين عن طريق ضمان الشفافية اللازمة.

حيث تعمل هذه اللجنة على تحقيق حسن سير نشاط البورصة، وذلك باتخاذ ما يتطلبه الأمر من إجراءات، كالتأكد من التقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية من قبل الشركات، وأمر هذه الأخيرة بنشر استدراقات عند حالات سهو في الوثائق المنشورة. كما تطلع بالسهرة على أخلاقيات السوق المالي مما استتبع ذلك التفكير في سن قواعد لضبط السوق.

فهي تسعى إلى تطوير الأداء الرقابي على عمليات التداول والتطلع إلى تنظيم سير سوق القيم المنقولة، وهذا ما أكد عليه المرسوم التشريعي السالف الذكر من خلال تكريس الوظيفة القانونية والرقابية للجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها.

وإذا كان المشرع الجزائري قد خص هذه اللجنة كسلطة ضبط من أجل أداء مهامها المحددة قانوناً بسلطة توقيع العقاب، فإنه ونظراً لخطورة الصلاحيات المخولة لها فقد أخضعها لرقابة القضاء على غرار نظائره في النظم المقارنة، وبالتالي فإن قراراتها قابلة للطعن القضائي من جهة. وتخضع لمواعيد الطعن والتظلم الإداري الذي يختلف عن تلك الإجراءات الإدارية من جهة أخرى²⁹.

فقد منح المشرع للجنة سلطة إصدار الأنظمة والتعليمات من أجل توفير المعلومات اللازمة في السوق الأولي، بالنسبة لشركة المساهمة التي اختارت الاحتكام للجوء العلني للدخار (المطلب الأول)، فضلاً عن الإشراف على تطبيق الشركات المقيدة بالبورصة لمبدأ الإفصاح والشفافية (المطلب الثاني)، مع الإشارة أن جميع هذه اللوائح والتعليمات الصادرة عن اللجنة تعمل بجنب النصوص القانونية والتنظيمية الخاصة بهذا الشأن.

المطلب الأول: المعلومات المتعلقة بالشركات التي تلجأ للاكتتاب العام

لقد ألزمت لجنة البورصة كل شركة تقرر اللجوء للدخار العلني بأن تفصح عن مجموعة من المعلومات تظهر نشاط الشركة ورأس مالها وإمكاناتها المالية، بالإضافة إلى تنظيمها الهيكلي وغيرها من المعلومات وبدون قيام الشركة بالإفصاح عن هذه المعلومات التي تسبق عملية الإصدار لا يمكن لها طرح أسهمها في السوق الأولية.

وقبل أن يتخذ المدخر قراره في المساهمة في شركة معينة واكتسابه صفة المساهم، لابد أن يبني قراره المصيري على أسس صحيحة، ومعلومات حقيقية وأكيدة عن الجهة المصدرة للقيم المنقولة والتي طرحت أسهمها للدخار العلني. حيث تقوم هذه الشركات بإعداد مذكرة إعلامية (الفرع الأول) يتم نشرها من أجل تحقيق الشفافية المنشودة لتمكين جمهور المدخرين من الإطلاع والإحاطة الكاملة بمركزها المالي، وكحماية للمكتتبين المستقبليين للشركة تدعم هذه المذكرة بمرفقات وبيان إعلامي (الفرع الثاني).

الفرع الأول: المذكرة الإعلامية

تلعب المعلومة دوراً هاماً في عالم أهم ما يتميز به هو تنوع وسائل الاتصالات وسرعة تداول المعلومات، ولذا لا يمكن تصور سوق مال بدون إعلام، فإذا أردنا إدخال ورقة جديدة في السوق عن طريق الاكتتاب العام فلا بد من إعلام الجمهور لكي يتم تحفيز المدخرين وتهيئتهم لإنجاح هذا الاكتتاب، وكذلك الحال بالنسبة لزيادة رأس المال أو نشر ميزانية الشركات، فالإعلام يلعب دوراً هاماً وحيوياً بالنسبة لسوق التداول.

وتتفق مختلف التشريعات المقارنة على حق المساهمين وجمهور المدخرين في الحصول على المعلومات، إلا أنه لا بد من الإشارة بأن المعلومات الواجب نشرها في سوق الإصدار أو السوق الأولية تختلف عن المعلومات الواجب الإفصاح عنها في سوق التداول.

ويتطلب الإفصاح السابق تحديد المعلومات التي تلتزم الشركة بالإفصاح عنها لجمهور المدخرين في السوق الأولية أي قبل طرح القيم المنقولة للتداول في سوق البورصة، على اعتبار أن هناك ارتباط وثيق بين واجب الإعلام ولجوء الشركة للاكتتاب عن طريق الدخار العلني³⁰.

بالرجوع لأحكام المادة 41 من المرسوم التشريعي 93-10، يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بالتجاهها إلى التوفير علنا أن تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور تتضمن البيانات الإلزامية المنصوص عليها في القانون التجاري، كما يمكن للجنة أن تطلب أي معلومات أخرى تتعلق بتنظيم الشركة ووضعها المالي وتطورها ويجب أن تؤشر اللجنة هذه المذكرة قبل نشرها.

ولقد حددت المادة 43 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة بموجب المادة 17 من القانون 03-04³¹ الحالات التي ينتج من خلالها الطابع العلني للجوء إلى الادخار، وهي الشركات ذات السندات المقبولة للتداول في البورصة أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء. وبمقتضى المادة 03 من نظام لجنة البورصة رقم: 96-02³²، يتوجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني إلى الادخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور. تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية. وبموجب نفس المادة فقد حددت اللجنة محتوى المذكرة الإعلامية، فتتضمن هذه الأخيرة علاوة على العناصر الإلزامية المنصوص عليها في القانون التجاري معلومات عن:

- تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه،

- وضعيته المالية،

- تطور نشاطه،

- موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها.

كما تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر³³.

لابد أن تكون المعلومات متوافقة مع أحكام القانون التجاري أو النظام المحاسبي³⁴، هذا حتى تقدم للمدخّر بشكل صحيح وتظهر الوضع الحقيقي للشركة، وعليه فمن أجل أن تكون المعلومات المالية موثوقة يجب أن تعبر عن الظواهر التي تمثلها، وحتى تصور الأحداث والعمليات بصدق، كما يجب أن تكون كاملة، محايدة وخالية من الأخطاء. يفهم من خلال قراءة المادتين 04 و 05 للنظام رقم 96-02 أن للجنة الحق في قبول أو رفض التأشير على المذكرة الإعلامية، كما يمكن لها أن تضع شروطا لمنح تأشيرتها وللحصول على هذه الأخيرة يجب على جهة الإصدار أن تودع لدى اللجنة قبل أي عملية اكتتاب مشروع المذكرة الإعلامية وذلك شهريين على الأقل قبل التاريخ المقرر للإصدار.

الفرع الثاني: البيان الإعلامي والمرفقات

إن الشركة التي تريد قيد قيمها المنقولة في البورصة تلتزم بإعداد مذكرة إعلامية تودعها لدى لجنة البورصة، غير أن هذه المذكرة تمتاز بنوع من التفصيل. لذا فإلى جانب هذه المذكرة ألزمت اللجنة الشركة المصدرة للقيم المنقولة بإعداد بيان إعلامي يعتبر كتلخيص لهذه المذكرة.

ويمكن القول أن البيان الإعلامي ما هو إلا صورة مصغرة عن المذكرة الإعلامية، فهو يختصر كل المعلومات المهمة وبالتالي يعتبر وثيقة تابعة للمذكرة الإعلامية، كما يجب أن تحتوي المعلومات التي يتضمنها على الخصائص النوعية

للمعلومة المالية المفيدة، وأن تكون ذات صلة وغير متناقضة للمذكرة الإعلامية، فهناك معلومات إذا تم حذفها أو تحريفها يمكن أن تؤثر على قرار المستثمر والذي قد يرجع فقط للبيان الإعلامي لكونه مختصر³⁵.

حيث نصت المادة 7 من نظام رقم 02-96 على ما يلي: "علاوة على المذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره ويلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية، مقدما المعلومات الأكثر أهمية ودلالة فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها".

وطبقا للمادة 8 من نفس النظام: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزمع إنجازها، يوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة ويوضع لدى اللجنة على سبيل الإعلام".

واستنادا لأحكام المادة 09 من النظام 02-96، يرفق إيداع مشروع المذكرة الإعلامية لدى لجنة البورصة

بالوثائق التالية:

- مشروع بيان إعلامي،
 - نسخة من القانون الأساسي أو من النظام الداخلي للمصدر،
 - محضر الهيئة المؤهلة التي قررت عملية الإصدار أو رخصت لها،
 - الكشوفات المالية المنصوص عليها في تعليمات من اللجنة.
- وفي الأخير يمكن أن تطلب اللجنة أي وثيقة تراها ضرورية.

المطلب الثاني: المعلومات المتعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة

لقد تدخلت لجنة البورصة في تحديد المعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة من خلال إصدار النظام رقم 02-2000³⁶، والذي تلزم مواده الشركة المسعرة في البورصة بإعلام المستثمرين عن الوضع العام للشركة ومركزها المالي بصورة دورية (الفرع الأول)، مع ضرورة إعلام الجمهور بشكل فوري (الفرع الثاني) عن أي معلومة مهمة لها تأثير على القيم المنقولة.

الفرع الأول: الإعلام الدوري

تتمثل المعلومات الدورية في المعلومات الحسابية والمالية وهي أساس المعلومات في قانون البورصة لما لها من أهمية بالغة وقصوى، باعتبارها هي الوحيدة القادرة على إعطاء المدخر فكرة دقيقة حول وضعية ذمة الشركة، قدراتها وإمكاناتها ويسرها المالي³⁷. وتشمل هذه المعلومات كل من التقرير السنوي والتقرير السداسي.

أولا: التقرير السنوي

طبقا لنص المادة 07 من النظام 02-2000، يتوجب على الشركات المقيدة بالبورصة (المصدر) إيداع لدى اللجنة وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة (ش.إ.ب.ق.م) تقريرا سنويا يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب الحسابات والمعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمات اللجنة، وذلك 30 يوما على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية.

غير أنه من الناحية العملية غالباً ما يتم التوسيع في المعلومة السنوية أكثر مما هو منصوص عليه في التشريع³⁸.

أ - الجداول المالية السنوية:

يقصد بالجداول المالية تلك القوائم التي تمثل وسيلة الإدارة الأساسية في الاتصال بالأطراف المهتمة بأنشطة الشركة، فمن خلال القوائم المالية يمكن لتلك الأطراف التعرف على العناصر الرئيسية المؤثرة على المركز المالي للمنشأة، وتهدف هذه التقارير المالية إلى الإمداد بالمعلومات المفيدة لكل من المستثمرين الحاليين والمرقبين والدائنين للتعرف على الأوضاع الاقتصادية والتدفقات النقدية وطريقة الحصول عليها.

تعتبر الجداول المالية أداة يمكن من خلالها أن نرى بوضوح الوضع المالي للشركة كما تسمح أيضاً بتحديد الاتجاه الذي تسلكه ومعرفة درجة الاستقرار، كما تعطي القوائم المالية مثالا جيدا للمعلومات الجزئية المفصلة التي تبين أداء الشركة، علماً أن هذه القوائم يمكن أن تعكس الاتجاه العام وبشكل موسع لقطاع الشركة عند ضم ذلك مع قوائم الشركات الأخرى في القطاع نفسه.

تهدف القوائم المالية إلى تقديم معلومات حول الوضع المالي والتغيرات التي تطرأ عليه وأداء الشركة، بحيث تساعد هذه المعلومات عددا كبيرا من المستثمرين في اتخاذ القرارات الاقتصادية التي تعود بالمنفعة على الشركة.

غير أن الجداول المالية لا توفر كل المعلومات الضرورية لجمهور المدخرين لأنها تعكس الآثار المالية للأحداث السابقة ولا توفر معلومات غير مالية. فالقوائم المالية تظهر نتائج عمل الإدارة وتساعد على محاسبتها عن الموارد الموضوعة في عهدها، مما يساعد قراء القوائم المالية على اتخاذ قراراتهم حول الاستمرار أو الانسحاب من الشركة من جهة، وتحديد الثقة في مجلس إدارتها أو عزلها من جهة أخرى³⁹.

وتحتوي الجداول المالية على ما يلي:

- الميزانية،
- جدول حسابات النتائج،
- مشروع تخصيص النتائج،
- المذكرات الملحقه بالجداول المالية.

وإذا اقتضى الأمر تحديد شكل القوائم ومحتواها فيكون ذلك بموجب تعليمة صادرة عن اللجنة⁴⁰.

وتعد هذه الجداول المالية حسب مبادئ المخطط الوطني للمحاسبة و المتطلبات الإضافية التي تحددها اللجنة، كما تتضمن السنة المالية الأخيرة مع ضرورة تقديم مقارنة بجداول السنة السابقة⁴¹، ووفقا للمادة 11 من نفس النظام يجب أن تنشر الجداول المالية أو التعديلات الواردة عليها وكذلك الرأي المعبر عنه من طرف مندوب الحسابات في جريدة ذات توزيع وطني، سواء اشتملت على حسابات مجمعة أو فردية⁴².

ب- تقرير مندوب الحسابات:

نظرا لتراجع دور الآليات الداخلية للشركة في ضمان تطبيق القواعد التشريعية والتنظيمية، تم إيجاد آلية أخرى تعتبر بمثابة المراقب القانوني والأخلاقي لأعمال الشركة وهو ما يعرف بمحافظ الحسابات.

ووفقا للمادة 715 مكرر4 من القانون التجاري الجزائري، تتمثل المهمة الدائمة لمدوب الحسابات باستثناء أي تدخل في التسيير في التحقق من صحة المعلومات التي يفصح عنها مجلس الإدارة أو مجلس المديرين على حسب النظام المتبع وهذا طيلة السنة، ويكون ذلك من خلال فحص الدفاتر والأوراق المالية للشركة ومراقبة انتظام حساباتها وصحتها. زيادة على مراقبة المعلومات التي يتم إدراجها في التقارير التي يقدمها مجلس الإدارة أو مجلس المديرين، وكذا الوثائق المرسلة إلى المساهمين حول الوضعية المالية للشركة وحساباتها. ويصادقون على انتظام الجرد وحسابات الشركة والموازنة وصحة ذلك، كما يتحقق إذا ما تم احترام مبدأ المساواة بين المساهمين. وكنتيجة لعمليات الرقابة التي يقوم بها مندوب الحسابات، يعد هذا الأخير تقريرا يبين النتائج التي توصل إليها.

وتبعا لنفس المادة تعين الجمعية العامة للمساهمين مندوبا للحسابات أو أكثر لمدة ثلاث سنوات، تختارهم من بين المهنيين المسجلين على جدول المصنف الوطني، ويجوز لمدوبي الحسابات إجراء التحقيقات أو الرقابات التي يرونها مناسبة وذلك طيلة السنة، كما يمكنهم استدعاء الجمعية العامة للإنعقاد في حالة الاستعجال.

وإذا لم يتم تعيين مندوبي الحسابات من طرف الجمعية العامة، أو في حالة وجود مانع أو رفض واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات المعينين، يتم اللجوء إلى تعيينهم أو استبدالهم بموجب أمر من رئيس المحكمة التابعة لمقر الشركة بناء على طلب من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين.

كما يجوز لكل من له مصلحة تقديم هذا الطلب، وفي الشركات التي تلجأ علينا للادخار بواسطة السلطة المكلفة بتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وعطفا على المادة 715 مكرر5 من القانون التجاري الجزائري، فقد تم تحديد مدة عمل مندوبي الحسابات بثلاث سنوات مالية، أما بالنسبة لطريقة إنهاء مهامهم فهي من صلاحيات الجمعية العامة التي تجتمع من أجل الفصل في حسابات السنة المالية الثالثة.

وبالرجوع إلى أحكام المادتين 715 مكرر13 ومكرر14، يعرض مندوبو الحسابات على أقرب جمعية عامة مقبلة المخالفات والأخطاء التي لاحظوها أثناء ممارسة مهامهم، ويطلعون وكيل الجمهورية بالجنح المرتكبة. مع ضرورة التزام مندوبي الحسابات ومساعدتهم باحترام سر المهنة فيما يخص الأفعال والأعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم ممارسة وظائفهم.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مندوبي الحسابات مسؤولين سواء إزاء الشركة أو أمام الغير عن الأضرار الناجمة عن الأخطاء واللامبالاة التي يرتكبونها بمناسبة ممارسة وظائفهم، كما لا تقوم مسؤوليتهم المدنية عن المخالفات التي يرتكبها القائمون بالإدارة أو أعضاء مجلس المديرين، إلا في حالة عدم الكشف عنها في تقريرهم للجمعية العامة أو لوكيل الجمهورية رغم إطلاعهم عليها.

منح المشرع لمحافظ الحسابات صلاحيات واسعة من أجل ممارسة رقابة فعالة على الشركة، كما يمتد دوره ليشمل مراقبتها إذا ما قررت اللجوء العلي للادخار. هذه المسألة قد تثير نوعا من التخوف عند الشركات الأمر الذي يجعلها تسعى لتعزيز الإعلام لديها، على أن تكون المعلومات المفصح عنها جديداً وصادقة تعكس الوضعية الحقيقية للمركز المالي

للشركة.

وحسب المادة 07 من النظام 2000-02، يعد تقرير مندوب الحسابات من الوثائق التي تودعها الشركات المصدرة للقيم المنقولة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، كما يعتبر بمثابة المنتج النهائي لعملية المراقبة وخلاصة ما توصل إليه مندوب الحسابات من نتائج، بخصوص محصلة فحصه لدفاتر الشركة ومراجعة حساباتها و ميزانيتها وكذا معرفة أصولها وخصومها⁴³.

ثانيا: تقرير التسيير السداسي

يتضح من خلال نص المادة 15 من النظام 2000-02، أن المصدر ملزم بإيداع لدى اللجنة و ش.إ.ب.ق.م. تقريرا عن التسيير السداسي يحتوي على:

- جداول المحاسبة السداسية،
- شهادة مندوب الحسابات.

وذلك خلال 90 يوما التي تلي نهاية السداسي الأول، ويمكن تمديد هذا الأجل من طرف لجنة البورصة إذا ما تم تبرير وضعية المصدر. كما يجب أيضا على المصدر أن يضع تحت تصرف المساهمين التقرير السداسي وينشره في جريدة ذات توزيع وطني.

وتتضمن الجداول السداسية المنصوص عليها في المادة المذكورة أعلاه، كل من:

- جدول حسابات النتائج،

- مذكرات ملحقة بجدول الحسابات السداسية.

وتخصص جداول الحسابات السداسية للمدة الزمنية المنصرمة منذ اختتام السنة المالية الأخيرة حتى نهاية السداسي الأول، وتقدم مقارنة مع الفترة المطابقة للسنة المالية السابقة⁴⁴. وما يلاحظ أن هذه الجداول تخضع لتدقيق مندوب الحسابات ويطبق بشأنها غالبية الأحكام المتعلقة بالجدول المالية السنوية⁴⁵.

إضافة إلى ذلك يمكن أن تعفي اللجنة المصدر من إدراج بعض المعلومات في التقرير السنوي أو السداسي عندما تقدر أن نشرها يمكن أن يسبب له ضررا خطيرا، كما يترتب على عدم نشر التقارير في الآجال المحددة، تعرض المصدر للعقوبات المنصوص عليها في التشريع والتنظيم المعمول بهما⁴⁶.

ويعتبر تقرير التسيير السداسي بمثابة تقرير مالي يحتوي على مجموعة كاملة أو مختصرة من البيانات المالية لفترة أقل من السنة المالية الكاملة للمنشآت، فضلا عن كونه مصدرا آخر للمعلومات بالنسبة للمساهمين وكذا المستثمرين، نظرا لخاصية الملائمة والتوقيت المناسب الذي تتمتع به تلك المعلومات.

فمن خلال هذا التقرير يمكن اتخاذ قرارات استثمارية أو تصحيح مسار إدارة الشركة في ضوء المتغيرات التي تقدمها هذه التقارير، وهذا بدلا من انتظار نهاية السنة المالية للاطلاع على المعلومات التي تقدمها التقارير السنوية.

الفرع الثاني: الإعلام الظرفي

لقد ألزمت لجنة البورصة كل شركة مقيدة في البورصة أن تواظب على نشر معلومات محددة، وهذا بصفة دورية نظرا لأهميتها سواء للمساهم أو المدخرين. إلا أن المعلومات الدورية التي تلتزم الهيئات المصدرة للقيم المنقولة بنشرها بموجب النظام رقم 02-2000 تكون عادة في أوقات محددة من السنة، غير أنه قد تطرأ على الشركة تغيرات ووقائع ظرفية مهمة تمس المساهم بصفة مباشرة، وفي حالة عدم الإفصاح عنها في حينها والانتظار حتى موعد الإعلام الدوري المحدد قانونا لما استفاد منها المساهم، بل قد يؤثر عليه سلبا.

يقصد بالمعلومات الظرفية أو كما يطلق عليها البعض تسمية المعلومات الطارئة، تلك المعلومات التي تظهر في حياة الشركة بصفة غير متوقعة ويكون لها تأثيرات على أسعار البورصة، ويجب إعلام الجمهور بهذه المعلومات عندما تكون سرية الأعمال غير ضرورية، أو أيضا حين يظهر احتمال استخدام هذه المعلومات في البورصة من قبل المطلعين على أسرارها.

وعلى خلاف المعلومات الدورية والوقتية، فإن المعلومات الظرفية أو العرضية تقدم وتوفر لحملة القيم المنقولة عند وقوع أحداث خاصة أثناء حياة الشركة.

هذه المعلومات تمس المساهمين لأن لها تأثير على حقوقهم ومصالحهم، كما تم عموما كل حملة القيم المنقولة الذين لهم حاجة إلى إعلامهم حول وضعية الشركة من أجل تقدير مردودية استثمارهم. إن هذه الأحداث أو التغييرات تكون محل معلومات خاصة والتي يجب أن تخضع لمراقبة لجنة البورصة⁴⁷.

وهذا ما يتضح من خلال قراءة نص المادة 02 من النظام 02-2000، حيث يقوم المصدر بإعلام الجمهور على الفور، بكل تغيير أو واقعة مهمة قد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة، وبصورة استثنائية يمكن للمصدر تأجيل نشر معلومة مهمة تحت مسؤوليته إذا رأى أن نشرها يسبب له ضررا جسيما مع الالتزام بنشرها فور زوال الظروف التي اقتضت هذه السرية⁴⁸.

ويتم نشر هذه المعلومات عن طريق البيانات الصحفية وبواسطة كل وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن، كما يجب أن يرسل المصدر إلى اللجنة و ش.إ.ب.ق.م البيان في أجل لا يتجاوز تاريخ نشره⁴⁹.

وما يجب الوقوف عليه، اشتراط اللجنة أن تكون المعلومة الموجهة للجمهور صحيحة ودقيقة وصادقة، وفي حالة عكس ذلك يعتبر مساسا بحسن إعلام الجمهور وتعرض صاحبها إلى عقوبات⁵⁰، كما يمكن للجنة مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات وفقا لأشكال وأجال معينة متى اقتضت الحاجة حماية المستثمرين أو حسن سير السوق⁵¹.

خاتمة:

من خلال ما سبق، يتضح لنا أن تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من طرف الجهات المصدرة للقيم المنقولة يقتضي تأمين إيصال المعلومات الصحيحة والملائمة للمدخرين بشكل عادل وفي الوقت المناسب، والتي تعكس الوضع المالي الحقيقي للشركة وذلك من أجل تمكينهم من القدرة على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية عن دراية من جهة، ومنع التلاعب بأسعار الأوراق المالية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق كفاءة عالية للسوق المالي من جهة أخرى.

زيادة على ذلك يعد الإفصاح والشفافية من أهم المبادئ التي ارتكزت عليها حوكمة الشركات لغرض ممارسة الرقابة والمساءلة لحماية المستثمرين، حيث يعتبر الإفصاح المالي حلقة وصل بين الشركة ومحيطها الخارجي باعتباره المصدر الأساسي للمعلومات. وتزداد أهميته في الأسواق المالية الناشئة، فعمل هذه الأخيرة يتطلب تقارير مالية شاملة لجميع المعلومات الصحيحة والضرورية للمستثمر مما يساعده على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة. كما تمارس لجنة البورصة صلاحياتها المحددة قانونا من خلال الإشراف والمراقبة على عملية إفصاح المؤسسات المصدرة، حماية للادخار وضمنا لحسن سير سوق الأوراق المالية وشفافيتها.

إن ما يمكن الوصول إليه من خلال هذا البحث، أن عدم توفر بيئة تتسم بالإفصاح والشفافية الكافيين داخل سوق البورصة يؤدي إلى عدم إقبال الجمهور على الاستثمار في الأوراق المالية نتيجة لغياب الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق. إذ أن أي قرار استثماري يتوقف على مدى توفر المعلومات المالية والمحاسبية مع وجود مجال واسع للشفافية، وهذا ما يسمح بإجراء عملية المقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة.

كما يؤثر الإفصاح المالي بشكل كبير على الاقتصاد لما له من أهمية قصوى في تبيان الوضعية الحقيقية للشركات وأدائها. حيث يمثل أساس نجاح الأسواق المالية وهو يساعد على تشكيل جو من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الأجهزة المختصة بمراقبة ميزانية المؤسسات المتعاملة في السوق المالي، فضلا عن الإشراف على المعلومات المقدمة لجمهور المدخرين والتدخل لمنع أي غش. لذلك وجب على هذه الشركات إعادة النظر في معلوماتها المالية غير المنشورة والتي تعتبر مهمة جدا بالنسبة للمستثمرين.

وعليه يمكن أن نفتح جملة من التوصيات تتمثل فيما يلي:

- ضرورة تحيين النصوص التشريعية والتنظيمية بما يتماشى مع متطلبات الإفصاح الإلكتروني.
- العمل على زيادة الوعي لدى الشركات المسعرة في البورصة بأهمية الإفصاح والشفافية من خلال وضع برامج وحملات إعلامية، وما إلى ذلك من آليات تساهم في تعزيز مبادئ الحوكمة. مما يسمح بخلق مناخ ثقة بين مختلف المتعاملين في السوق المالية.
- التوصل مع وزارة المالية إلى حل مناسب للتضارب ما بين رغبة إدارة شركة مساهمة في التهرب من ضريبة الدخل، وبين ضرورة الإفصاح عن الأرباح الحقيقية لتلبية متطلبات الإفصاح الرسمية.
- نشر ثقافة السوق المالية داخل المجتمع الجزائري.
- إلزام كل الشركات بالإفصاح الدوري وفق المعايير والضوابط الدولية مع تحسين منظومة الإفصاح الوطنية لتكون أفضل وأكثر فعالية.
- ضرورة تطبيق مبادئ الحوكمة كدليل عملي للإصلاح المالي والمؤسسي، وذلك لغرض حماية حقوق أصحاب المصالح وتعزيز الثقة والنزاهة.
- يتطلب إعادة النظر في طريقة إدارة أنشطة بورصة القيم المنقولة لتجاوز السلبيات المشار إليها، ودعم أجهزة الرقابة وتحقيق الإشراف الفعال على الشركات المسعرة فيها.

- ينبغي في إطار حوكمة الشركات تدعيم الشفافية وكفاءة الأسواق المالية، حتى تقوم الشركات بالإفصاح الصادق والملائم عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بها.

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: النصوص القانونية

- 1- القانون رقم 03-04، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 17 فيفري 2003، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 11، الصادرة في 19 فيفري 2003.
- 2- القانون رقم 07-11، المتضمن النظام المحاسبي، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 74، الصادرة في 25 نوفمبر 2007.
- 3- المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993.
- 4- نظام رقم 96-02، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، المؤرخ في 22 جوان 1996، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 36، الصادرة في 01 جوان 1997.
- 5- نظام رقم 97-03، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 87، الصادرة في 29 ديسمبر 1997.
- 6- نظام رقم 2000-02، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، مؤرخ في 20 يناير 2000، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 50، الصادرة في 16 أوت 2008.

ثانياً: الكتب

أ- باللغة العربية

- 1- نوري موسى شقري، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد ومهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2016.
- 2- عمار حبيب جهلول، النظام القانوني لحوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار نيبور، العراق، 2011.
- 3- عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، الوجيز في أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2017.
- 4- عزيزة بن سمينة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، الطبعة الأولى، دار الأيام، عمان، 2018.
- 5- حسام الدين غضبان، محاضرات في نظرية الحوكمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 6- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2007.

- 7- محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2010.
- 8- محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2014.

ب- باللغة الفرنسية

- 1- Edith Blary-Clément, Dix ans (2001-2010) de transparence en droit des sociétés: Retour sur une évolution prévisible de l'information sociétaire, Artois press université, France, 2011.
- 2- Yves De Cordt et Gaetane Schaecken Willemaers, La transparence en droit des sociétés et en droit financier, Editions Larcier, Bruxelles, 2008.

ثالثا: المقالات

- 1- ديدن بوعزة، الأداء الرقابي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على عمليات التداول، مجلة دراسات قانونية، مخبر القانون الخاص الأساسي، عدد 11، 2014، تلمسان.
- 2- جمال الدين سحنون، الإفصاح والشفافية كأحد ركائز الحوكمة في الأسواق المالية الناشئة بالإشارة إلى السوق المالي المصري، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، مجلد 32، عدد 01، 2018، قسنطينة.
- 3- عزيز مهدي نضال وإبراهيم محمود بكر، دور ومسؤولية مراقبي الحسابات في العراق تجاه الإفصاح الإلكتروني للقوائم المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، مجلد 05، عدد 11، 2010، بغداد.
- 4- عزيزة بن سمينة ومريم طيني، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، جامعة زيان عاشور، عدد 10، 2017، الجلفة.
- 2- مصطفى صابم، واقع الإفصاح والشفافية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، عدد 02، 2015، الجلفة.
- 4- محمد الهادي ضيف الله، أسس وقواعد الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (IAS/IFRS)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، مجلد 11، عدد 01، 2018، الوادي.

رابعا: رسائل الدكتوراه

- 1- ريمة بلبة، الإعلام في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، تخصص الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبوكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016.
- 2- فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، تخصص حقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبوكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016.

خامسا: مواقع الانترنت

- <https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=72863>.

الهوامش:

- ¹ عزيزة بن سمينة ومرتم طيني، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، جامعة زيان عاشور، عدد 10، 2017، الحلقة، ص.326.
- ² ريمة بلبة، الإعلام في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، تخصص الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبوكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص.26.
- ³ محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2014، ص.421.
- ⁴ مصطفى صائم، واقع الإفصاح والشفافية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، عدد 02، 2015، الحلقة، ص.ص.150-151.
- ⁵ حسام الدين غضبان، محاضرات في نظرية الحوكمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص.ص.17-31.
- ⁶ عمار حبيب جهلول، النظام القانوني لحوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار نيبور، العراق، 2011، ص.168.
- ⁷ محمد إبراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2010، ص.54. راجع كذلك: محمد أحمد محمود عمارنة، المرجع السابق، ص.423.
- ⁸ ريمة بلبة، المرجع السابق، ص.ص.27-28.
- ⁹ جمال الدين سحنون، الإفصاح والشفافية كأحد ركائز الحوكمة في الأسواق المالية الناشئة بالإشارة إلى السوق المالي المصري، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، مجلد 32، عدد 01، 2018، قسنطينة، ص.524.
- ¹⁰ Edith Blary-Clément, Dix ans (2001-2010) de transparence en droit des sociétés: Retour sur une évolution prévisible de l'information sociétaire, Artois press université, France, 2011, P.11.
- ¹¹ ريمة بلبة، المرجع السابق، ص.27.
- ¹² فالسعي الدائم من قبل المستثمرين والمتعاملين في مجال المال والأعمال وراء المعلومات الصحيحة عن الشركة، يلزم هذه الأخيرة ويفرض على الجهات الرقابية الاهتمام الدائم بأن تعبر التقارير والقوائم الصادرة بصدق عن المركز الحقيقي للشركة، على نحو يمكن هؤلاء المتعاملين من تقدير المخاطر والمزايا المرتبطة باستثماراتهم، ولزيد من التفصيل، أنظر: محمد إبراهيم موسى، المرجع السابق، ص.ص.57-58. راجع كذلك: سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث منشور بتاريخ 2009/04/29 على الموقع التالي:
<https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=72863>
- تاريخ التصفح: 2019/06/28.
- ¹³ عمار حبيب جهلول، المرجع السابق، ص.170.
- ¹⁴ ريمة بلبة، المرجع السابق، ص.ص.30-31.
- ¹⁵ عمار حبيب جهلول، المرجع نفسه، ص.172.
- ¹⁶ عزيزة بن سمينة ومرتم طيني، المرجع السابق، ص.327. راجع كذلك: محمد الهادي ضيف الله، أسس وقواعد الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (IAS/IFRS)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، مجلد 11، عدد 01، 2018، الوادي، ص.88.
- ¹⁷ عمار حبيب جهلول، المرجع السابق، ص.178.
- ¹⁸ ريمة بلبة، المرجع السابق، ص.39.
- ¹⁹ محمد الهادي ضيف الله، المرجع السابق، ص.88. راجع كذلك: مصطفى صائم، المرجع السابق، ص.158.
- ²⁰ عزيز مهدي نضال وإبراهيم محمود بكر، دور ومسؤولية مراقبي الحسابات في العراق تجاه الإفصاح الإلكتروني للقوائم المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، مجلد 05، عدد 11، 2010، بغداد، ص.ص.89-111. راجع كذلك: جمال الدين سحنون، المرجع السابق، ص.544.
- ²¹ فيصل محمود الشوار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2007، ص.50.
- ²² عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، الوجيز في أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2017، ص.151.
- ²³ نوري موسى شقري، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد ومهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2016، ص.99.

- ²⁴ عزيزة بن سميعة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، الطبعة الأولى، دار الأيام، عمان، 2018، ص.172.
- ²⁵ عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، المرجع السابق، ص.153.
- ²⁶ محمد أحمد محمود عمارة، المرجع السابق، ص.424-425.
- ²⁷ نوري موسى شقري، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد و مهند فايز الدويكات، المرجع السابق، ص.103.
- ²⁸ المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993، ص.ص.4 إلى 11.
- ²⁹ ديدن بوعزة، الأداء الرقابي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على عمليات التداول، مجلة دراسات قانونية، مخبر القانون الخاص الأساسي، عدد 11، 2014، تلمسان، ص.ص.13-15.
- ³⁰ فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه، تخصص حقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص.ص.253-255.
- ³¹ القانون رقم 03-04، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 17 فيفري 2003، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 11، الصادرة في 19 فيفري 2003، ص.ص.20 إلى 25.
- ³² نظام رقم 96-02، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، المؤرخ في 22 جوان 1996، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 36، الصادرة في 01 جوان 1997، ص.ص.27 إلى 31.
- ³³ كما تجدر الإشارة إلى المادة 16 من نظام رقم 97-03، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 87، الصادرة في 29 ديسمبر 1997، ص.ص.06 إلى 19. والتي تنص على ما يلي: "يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة إعلامية يخضع لتأشيرة اللجنة. يجرى مشروع المذكرة الإعلامية وفقا للشروط المحددة في تعليمة تصدر عن اللجنة".
- ³⁴ عرفت المادة 4 من القانون رقم 07-11، المتضمن النظام المحاسبي، المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 74، الصادرة في 25 نوفمبر 2007، ص.ص.3 إلى 6. المحاسبة المالية بأنها: "نظام لتنظيم المعلومات المالية يسمح بتخزين معطيات قاعدية عديدة وتصنيفها، وتقييمها، وتسجيلها، وعرض قوائم تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية وممتلكات الكيان ونجاحاته، ووضعية خزينته في نهاية السنة المالية، ويطبق النظام المحاسبي إجباريا على: المؤسسات الخاضعة لأحكام القانون التجاري....."
- ³⁵ فتيحة بن عزوز، المرجع السابق، ص.267.
- ³⁶ نظام رقم 2000-02، يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، مؤرخ في 20 يناير 2000، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 50، الصادرة في 16 أوت 2008، ص.ص.16 إلى 18.
- ³⁷ ريمة بلبه، المرجع السابق، ص.141.
- ³⁸ Yves De Cordt et Gaetane Schaeken Willemaers, La transparence en droit des sociétés et en droit financier, Editions Larcier, Bruxelles, 2008, p.334.
- ³⁹ مصطفى صائم، المرجع السابق، ص.156. راجع كذلك: بلبه ريمة، المرجع السابق، ص.141.
- ⁴⁰ المادة 08 من النظام 2000-02.
- ⁴¹ المادة 09 والمادة 10 من النظام 2000-02.
- ⁴² المادة 12 والمادة 13 من النظام 2000-02.
- ⁴³ فتيحة بن عزوز، المرجع السابق، ص.ص.289-307.
- ⁴⁴ المادة 16 من النظام 2000-02.
- ⁴⁵ المواد 17، 18، 19 من النظام 2000-02.
- ⁴⁶ المادتان 20 و 21 من النظام 2000-02.
- ⁴⁷ ريمة بلبه، المرجع السابق، ص.147. راجع كذلك: فتيحة بن عزوز، المرجع السابق، ص.ص.290-292.
- ⁴⁸ المادة 03 من النظام 2000-02.

⁴⁹ المادة 05 من النظام 2000-02.

⁵⁰ المادة 04 من النظام 2000-02.

⁵¹ المادة 06 من النظام 2000-02.