

تأثير نظام المعلومات على قرار الإستثمار في بورصة القيم المنقولة  
IMPACT OF THE INFORMATION SYSTEM ON THE DECISION  
TO INVEST IN THE TRANSFERRED VALUES EXCHANGE

تاريخ النشر: 2021/07/15	تاريخ القبول: 2021/01/14	تاريخ الارسال: 2019/09/24
-------------------------	--------------------------	---------------------------

\*ط.د. بن عمر محمد أمين  
جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان  
aminee.benamar@gmail.com

ملخص :

يعد الإفصاح من المسؤوليات المستمرة لأي شركة، وعلى الشركات أن تفصح بمصداقية ودقة وبشكل كامل وفي الوقت المناسب عن المعلومات، وفقا لما هو منصوص عليه في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والأنظمة القانونية المطبقة له، فضلا على مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (O.C.D.E) الخاصة بحوكمة الشركات لسنة 2004.

وعليه يسمح مبدأ الإفصاح والشفافية للمستثمرين والمساهمين خاصة، بتحقيق الرقابة على المساهمين وممارسة حقهم في الإعلام، كما أصبح له دورا هاما في عملية صنع القرار داخل سوق الأوراق المالية، زيادة على إزالة الغموض لدى جمهور المدخرين بكل ما يحيط مشروعاتهم الإستثماري.

الكلمات المفتاحية: السوق المالية؛ القرار الإستثماري؛ جمهور المدخرين؛ الإعلام؛ حوكمة الشركات.

**Abstract:**

*Disclosure is a continuing responsibility of any company, companies should disclose, in full and on time, the credibility, accuracy and timeliness of the information, as provided for in Legislative Decree No. 93-10 on the Exchange of values transferred and the applicable legal regulations, as well as the OECD Principles on Corporate Governance for 2004.*

\*المؤلف المرسل: بن عمر محمد أمين

*Therefore, the principle of disclosure and transparency allows investors and shareholders in particular, to achieve control over the shareholders and exercise their right in the media, it has also played an important role in the decision making process within the stock market, besides removing ambiguity in the smokers audience with all that surrounds their investment project.*

**Keywords:** *Financial market; Investment decision; Savers audience; Information; Corporate governance.*

مقدمة:

حظيت البورصة في الآونة الأخيرة بأهمية كبيرة على مستوى الدول الناشئة وعلى غرارها الجزائر، وذلك كونها أداة لتمويل الإقتصاد من جهة ووسيلة للدفع بعجلة التنمية من جهة أخرى، بحيث أنها تشكل إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية، وذلك من خلال دور الوساطة الذي تلعبه<sup>1</sup>.

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<sup>2</sup>. 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<sup>3</sup>.

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 الإلتزام بهذه التنظيمات<sup>4</sup>. 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 الإهتمام 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 الإستثمارية في سوق الأوراق المالية، فقد تمثلت الإشكالية البحثية في:

إلى أي مدى يمكن أن يساهم الإفصاح المالي في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات؟  
والتساؤل كذلك في هذا الصدد عن الآليات القانونية التي وضعها المشرع الجزائري من أجل حماية المستثمرين؟

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

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

المبحث الأول: أسس وقواعد الإفصاح المالي

المبحث الثاني: الرقابة على الإعلام الموجه لجمهور المدخرين

المبحث الأول: أسس وقواعد الإفصاح المالي

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

ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم الأسس التي يقوم عليها نظام الحوكمة حسب مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (O.C.D.E) الخاصة بحوكمة الشركات لسنة 2004<sup>5</sup>، الأمر الذي يدعونا إلى تحديد ماهية هذا المبدأ (المطلب الأول) ودراسة دوره في تحسين كفاءة السوق المالي (المطلب الثاني).

المطلب الأول: ماهية الإلتزام بمبدأ الإفصاح

يمثل الإلتزام بالإفصاح والشفافية فيما يخص الأوضاع المالية والإقتصادية للشركة مظهرا هاما من مظاهر الثقة وحسن النية في الحياة التجارية، كما يمثل خروجاً على مبدأ السرية و قدسية المعلومة في التعاملات التجارية<sup>6</sup>.

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

### الفرع الأول: مفهوم الإفصاح

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 الإستثمار وتحقيق أفضل مناخ ممكن لتداول الأوراق المالية دون معوقات ناجمة عن نقص المعلومات، مع إحتفاظ الشركة بحقها في حجب ما تراه ضرورياً منها حفاظاً على مصلحتها<sup>7</sup>.

وفي هذا الصدد، يمكن التمييز بين مصطلحي الإفصاح والشفافية بإعتبارهما يكملان بعضهما البعض وهما وجهان لعملة واحدة<sup>8</sup> :

#### أولاً: المقصود بالإفصاح

الإفصاح هو إظهار وتقديم المعلومات إلى المستخدمين بشكل يبين حقيقة الوضع المالي للشركة بما يفي إحتياجات هؤلاء المستخدمين من المعلومات دون تحيز، ويشمل الإفصاح أية معلومات محاسبية أو غير محاسبية، تاريخية أو مستقبلية<sup>9</sup>.

#### ثانياً: المقصود بالشفافية

على الرغم من حداثة دخول الشفافية ضمن المصطلحات القانونية إلا أن إستعمالها أصبح بالغ الأهمية إن لم يكن مكثفاً<sup>10</sup>، و يقصد بالشفافية قيام شركات المساهمة ذات الإكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين، وإتاحة الفرصة لمن يريد الإطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، وتعتبر الشفافية حقاً دائماً يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين<sup>11</sup>.

#### الفرع الثاني: شروط 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) بإعتبارها مؤسسة تابعة لهذا المعهد، ومن أجل تحقيق إفصاح ذو نوعية يقتضي توفر عدة شروط أهمها:

### أولاً: أن يكون الإفصاح على درجة عالية من الدقة والمصدقية

تقتضي فعالية الإلتزام بالإفصاح تأكد الجهات الرقابية من قيام الشركات بعمليات إفصاح كاملة تقتضي فعالية الإلتزام بالإفصاح تأكد الجهات الرقابية من قيام الشركات بعمليات إفصاح كاملة وحقيقية، لجميع البيانات والمعلومات التي تعبر بصدق عن نتائج الأعمال وحقيقة مركزها المالي<sup>12</sup> يمكن للمستثمر معها أن يتخذ القرار المناسب بشأن علاقته مع الشركة، وهو 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 إلتفافاً على مقصود النظام القانوني لحوكمة الشركات القائم على مبدأ حسن النية في ترتيبه الإلتزام بالإفصاح وتجريداً له من أهميته العملية<sup>13</sup>.

### ثانياً: أن يتم الإفصاح في الوقت الذي يتناسب مع إحتياجات المستثمرين

يجب أن يكون الإفصاح في الوقت المناسب أي في توقيت ملائم يمكن معه الإستفادة من المعلومات المفصح عنها، فإذا كانت الغاية من الإفصاح هي إحاطة المستفيدين علماً بأوضاع الشركة الإقتصادية، فإنه لا فائدة من ذلك إذا ما كان الإفصاح متأخراً عن الوقت المناسب<sup>14</sup>.

ويرجع السبب في ذلك أن فعالية الإلتزام بالإفصاح تتوقف على ممارسته في وقت كاف للمعرفة وتكوين الإرادة اللازمة لإتخاذ القرار الصحيح، إضافة إلى الإلتزام بالإفصاح عن أية أحداث جوهرية من شأنها التأثير على نشاطات الشركة بصورة عامة فور حدوثها، على أن يكون الإفصاح عاماً وفي وقت واحد بما يضمن المعاملة المتساوية للشركاء من جهة وأصحاب المصالح الأخرى من جهة ثانية<sup>15</sup>.

### الفرع الثالث: تصنيفات الإفصاح

يعتمد حجم المعلومات التي يجب الإفصاح عنها على خبرة مستخدم المعلومات ومتطلباته والقياس المحاسبي المطلوب، ونادراً ما ترد كلمة الإفصاح بشكل مستقل بل تكون في الغالب مرتبطة بألفاظ أخرى، مما أدى إلى ظهور عدة تصنيفات للإفصاح<sup>16</sup> تتمثل فيما يلي:

### أولاً: 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<sup>17</sup>.

### ثانياً: 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<sup>18</sup>.

### ثالثاً: الإفصاح الإيجابي

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

### رابعاً: الإفصاح الإختياري

يعد هذا الإفصاح محاولة جادة من قبل الوحدة الإقتصادية لتقديم معلومات إضافية غير منصوص عليها في التنظيم القانوني والتشريعي للإلتزام بالإفصاح، من أجل تقديم أكبر قدر من المعلومات لمستخدمي القوائم المالية لتفادي المصادر المضللة<sup>19</sup>.

### خامساً: الإفصاح الإلكتروني

في 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 أنيا وفي نفس الوقت<sup>20</sup>.

وما يجب التنويه إليه هو فقدان المبادئ الدولية المشار إليها أعلاه لصفة الإلزام على مستوى بلدنا، مما ترك الحرية للمؤسسات الإقتصادية والإدارية في إختيار الإمتثال لهاته الأحكام من عدمه.

### المطلب الثاني: أثر كفاءة المعلومات على السوق المالي

إن مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية تتدرج في الواقع العملي وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة للبورصة<sup>21</sup> إلى أسواق مالية ذات كفاءة عالية (الفرع الأول) وأخرى ضعيفة (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: بورصة القيم المنقولة ذات المستوى الجيد

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الإستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الإستفادة منها، وإنخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على إتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة<sup>22</sup>.

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 عادية<sup>23</sup>.

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 نظرتهم 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 إنذار<sup>24</sup>.

### الفرع الثاني: بورصة القيم المنقولة ذات المستوى الضعيف

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 إمتلاك 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 المالية<sup>25</sup>.

ويترتب على التعامل الداخلي المتعلق بالأوراق المالية الإخلال بواجبين، حيث يتمثل الأول في فعل سلبي 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 إستخدام 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<sup>26</sup>.

وتكون كفاءة سوق رأس المال عند المستوى الضعيف إذا إنعكست 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 الجدوى<sup>27</sup>.

### المبحث الثاني: الرقابة على الإعلام الموجه لجمهور المدخرين

يستوجب الإستثمار 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 93-10<sup>28</sup>، التي أوكل لها مهمة حماية مصالح المستثمرين عن طريق ضمان الشفافية اللازمة والسهرة على أخلاقيات السوق المالية<sup>29</sup>، كما منحها سلطة إصدار الأنظمة والتعليمات من أجل توفير المعلومات اللازمة في السوق الأولى بالنسبة لشركة المساهمة التي إختارت الإحتكام للجوء العلني للإدخار، وهو ما يسمى بالإفصاح السابق (المطلب الأول) من جهة.

وكذا الإشراف على تطبيق الشركات المقيدة بالبورصة لمبدأ الإفصاح والشفافية والذي يمثل الإفصاح اللاحق (المطلب الثاني) من جهة أخرى، مع الإشارة أن جميع هذه

اللوائح والتعليمات الصادرة عن اللجنة تعمل بجانب النصوص القانونية والتنظيمية الخاصة بهذا الشأن.

### المطلب الأول: الإفصاح السابق

لقد ألزمت لجنة البورصة كل شركة تقرر اللجوء للإدخار العلني بأن تفصح عن مجموعة من المعلومات<sup>30</sup> (الفرع الأول)، وهذا من خلال إعدادها لمذكرة إعلامية يتم نشرها من أجل تحقيق الشفافية المنشودة لتمكين جمهور المدخرين من الإطلاع والإحاطة الكاملة بالمركز المالي للشركة، وكحماية للمكتبتين المستقبليين للشركة تدعم هذه المذكرة بوثائق إضافية (الفرع الثاني)، تتمثل في المرفقات والبيان إعلامي.

### الفرع الأول: البيانات الواجب نشرها من طرف شركات الإكتتاب العام

بالرجوع لأحكام المادة 41 من المرسوم التشريعي 93-10، يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بإلتجائها 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 03-04<sup>31</sup> الحالات التي ينتج من خلالها الطابع العلني للجوء إلى الإدخار، 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: 96-02<sup>32</sup>، يتوجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني إلى الإدخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور. تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من إتخاذ 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 وموضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها كما تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر<sup>33</sup>.

لابد أن تكون المعلومات متوافقة مع أحكام القانون التجاري أو النظام المحاسبي<sup>34</sup>، 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 02-96 أن للجنة الحق في قبول أو رفض التأشير على المذكرة الإعلامية، كما يمكن لها أن تضع شروطاً لمنح تأشيرتها وللحصول على هذه الأخيرة يجب على جهة الإصدار أن تودع لدى اللجنة قبل أي عملية إكتتاب مشروع المذكرة الإعلامية وذلك شهرين على الأقل قبل التاريخ المقرر للإصدار.

### الفرع الثاني: الوثائق التدعيمية

تمتاز المذكرة الإعلامية بنوع من التفصيل، لذا ألزمت اللجنة الشركة المصدرة للقيم المنقولة بإعداد بيان إعلامي يعتبر كتخليص لهذه المذكرة<sup>35</sup>، وهو ما تدعمه المادة 7 من نظام رقم 02-96 والتي نصت على ما يلي: "علاوة على المذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره ويلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية، مقدماً المعلومات الأكثر أهمية ودلالة فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها".

وإستناداً لأحكام المادة 09 من النظام 02-96، يرفق إيداع مشروع المذكرة الإعلامية لدى اللجنة بمشروع 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: الإفصاح اللاحق

لقد تدخلت لجنة البورصة في تحديد المعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة من خلال إصدار النظام رقم 02-2000<sup>36</sup>، والذي تلزم مواده الشركة المسعرة في البورصة بإعلام المستثمرين عن الوضع العام للشركة ومركزها المالي بصورة دورية وذلك عن طريق إعداد التقارير (الفرع الأول)، مع ضرورة إعلام الجمهور بشكل فوري (الفرع الثاني) عن أي معلومة مهمة لها تأثير على القيم المنقولة.

### الفرع الأول: إعداد التقارير

تتمثل المعلومات الدورية في المعلومات الحسابية والمالية وهي أساس المعلومات في قانون البورصة<sup>37</sup> وتشمل كل من التقرير السنوي والتقرير السداسي.

#### أولاً: التقرير السنوي

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

غير أنه من الناحية العملية غالباً ما يتم التوسيع في المعلومة السنوية أكثر مما هو منصوص عليه في التشريع<sup>38</sup>.

#### أ - الجداول المالية السنوية:

تعتبر الجداول المالية أداة يمكن من خلالها أن نرى بوضوح الوضع المالي للشركة كما تسمح أيضاً بتحديد الإتجاه الذي تسلكه ومعرفة درجة الإستقرار، كما تعطي القوائم المالية مثلاً جيداً للمعلومات الجزئية المفصلة التي تبين أداء الشركة، علماً أن هذه القوائم يمكن أن تعكس الإتجاه العام وبشكل موسع لقطاع الشركة عند ضم ذلك مع قوائم الشركات الأخرى في القطاع نفسه<sup>39</sup>.

وتحتوي الجداول المالية على الميزانية، جدول حسابات النتائج، مشروع تخصيص النتائج والمذكرات الملحقه بالجداول المالية، وإذا إقتضى الأمر تحديد شكل القوائم ومحتواها فيكون ذلك بموجب تعليمة صادرة عن اللجنة<sup>40</sup>.

وتعد هذه الجداول المالية حسب مبادئ المخطط الوطني للمحاسبة والمتطلبات الإضافية التي تحددها اللجنة، كما تتضمن السنة المالية الأخيرة مع ضرورة تقديم مقارنة بجداول السنة السابقة<sup>41</sup>، ووفقاً 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 إشتملت على حسابات مجمعة أو فردية<sup>42</sup>.

## 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.

ويعتبر التقرير الذي يعده مندوب الحسابات والمنصوص عليه بموجب المادة 07 المشار إليها أعلاه، بمثابة المنتج النهائي لعملية المراقبة و خلاصة ما توصل إليه من نتائج بخصوص محصلة فحصه لدفاتر الشركة ومراجعة حساباتها وميزانياتها<sup>43</sup>.

## ثانيا: تقرير التسيير السداسي

يتضح من خلال نص المادة 15 من النظام 02-2000، أن المصدر ملزم بإيداع لدى اللجنة وش.إ.ب.ق.م تقريرا عن التسيير السداسي يحتوي على جداول المحاسبة السداسية وشهادة مندوب الحسابات، وذلك خلال 90 يوما التي تلي نهاية السداسي الأول ويمكن تمديد هذا الأجل من طرف اللجنة.

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: جدول حسابات النتائج، مذكرات ملحقة بجدول الحسابات السداسية<sup>44</sup>، وما يلاحظ أن هذه الجداول تخضع لتدقيق مندوب الحسابات ويطبق بشأنها غالبية الأحكام المتعلقة بالجدول المالية السنوية<sup>45</sup>.

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 الأجل المحددة، تعرض المصدر للعقوبات المنصوص عليها في التشريع والتنظيم المعمول بهما<sup>46</sup>.

### الفرع الثاني: المعلومات الطارئة

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 إستخدام هذه المعلومات في البورصة من قبل المطلعين على أسرارها<sup>47</sup>.

وتطبيقا لأحكام المادة 02 من النظام 02-2000، يقوم المصدر بإعلام الجمهور على الفور، بكل تغيير أو واقعة مهمة قد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة، وبصورة إستثنائية يمكن للمصدر تأجيل نشر معلومة مهمة تحت مسؤوليته إذا رأى أن نشرها يسبب له ضررا جسيما مع الإلتزام بنشرها فور زوال الظروف التي إقتضت هذه السرية<sup>48</sup>. 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 نشره<sup>49</sup>.

وما يجب الوقوف عليه، إشتراط اللجنة أن تكون المعلومة الموجهة للجمهور صحيحة ودقيقة وصادقة، وفي حالة عكس ذلك يعتبر مساسا بحسن إعلام الجمهور وتعرض صاحبها إلى عقوبات<sup>50</sup>، كما يمكن للجنة مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات وفقا لأشكال وأجال معينة متى إقتضت الحاجة حماية المستثمرين أو حسن سير السوق<sup>51</sup>.

### الخاتمة:

إن ما يمكن الوصول إليه من خلال هذا البحث، 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 إتخاذ قراراتهم الإستثماري عن دراية من جهة، ومنع التلاعب بأسعار الأوراق المالية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق كفاءة عالية للسوق المالي من جهة أخرى.

وتمارس لجنة البورصة صلاحياتها المحددة قانونا، من خلال الإشراف والمراقبة على عملية إفصاح المؤسسات المصدرة حماية للإدخار و ضمانا لحسن سير سوق الأوراق المالية وشفافيتها.

وبناء على ما سبق ذكره يمكن أن نقترح جملة من التوصيات تتمثل فيما يلي:

- التوصيات المقترحة على السلطة التشريعية: ضرورة تحيين النصوص القانونية بما يتماشى مع متطلبات الإفصاح الإلكتروني.

- التوصيات المقترحة على وسائل الإعلام والمجتمع المدني: العمل على زيادة الوعي لدى الشركات المسعرة في البورصة بأهمية الإفصاح والشفافية من خلال وضع برامج وحملات إعلامية.

- التوصيات المقترحة على وزارة المالية: التوصل 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.

**الهوامش:**

- <sup>1</sup> بن سميثة عزيزة وطبني مريم، دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر، مجلة تاريخ العلوم، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، العدد 10، 2017، ص 326.
- <sup>2</sup> بلبية ريمة، الإعلام في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبوكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص 26.
- <sup>3</sup> محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، مصر، 2014، ص 421.
- <sup>4</sup> صايم مصطفى، واقع الإفصاح والشفافية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، عدد 02، 2015، ص 150.
- <sup>5</sup> غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2015، ص 17، 31.
- <sup>6</sup> عمار حبيب جهلول، النظام القانوني لحوكمة الشركات، دار نيبور، الطبعة الأولى، العراق، 2011، ص 168.
- <sup>7</sup> 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.
- <sup>8</sup> بلبية ريمة، المرجع السابق، ص 27 وما بعدها.
- <sup>9</sup> جمال الدين سحنون، الإفصاح والشفافية كأحد ركائز الحوكمة في الأسواق المالية الناشئة بالإشارة إلى السوق المالي المصري، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، مجلد 32، عدد 01، 2018، ص 525.
- <sup>10</sup> Edith Blary-Clément, *Dix ans (2001-2010) de transparence en droit des sociétés: Retour sur une évolution prévisible de l'information sociétair*, Artois press université, France, 2011, P 11.
- <sup>11</sup> بلبية ريمة، المرجع نفسه، ص 27.
- <sup>12</sup> فالسعي الدائم من قبل المستثمرين والمتعاملين في مجال المال والأعمال وراء المعلومات الصحيحة عن الشركة، يلزم هذه الأخيرة ويفرض على الجهات الرقابية الإهتمام الدائم بأن تعبر التقارير والقوائم الصادرة بصدق عن المركز الحقيقي للشركة، على نحو يمكن هؤلاء المتعاملين من تقدير المخاطر والمزايا المرتبطة بإستثماراتهم، ولزيد من التفصيل، أنظر: محمد إبراهيم موسى، المرجع السابق، ص 57 وما بعدها. راجع كذلك: عبود سالم محمد، 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.
- <sup>13</sup> عمارحبيب جهلول، المرجع السابق، ص 170.
- <sup>14</sup> بلية ريمة، المرجع السابق، ص 30 وما بعدها.
- <sup>15</sup> عمارحبيب جهلول، المرجع نفسه، ص 172.
- <sup>16</sup> بن سميحة عزيزة وطبني مريم، المرجع السابق، ص 327. راجع كذلك: ضيف الله محمد الهادي، أسس وقواعد الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (IAS/IFRS)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، المجلد 11، العدد 01، 2018، ص 88.
- <sup>17</sup> عمارحبيب جهلول، المرجع السابق، ص 178.
- <sup>18</sup> بلية ريمة، المرجع السابق، ص 39.
- <sup>19</sup> ضيف الله محمد الهادي، المرجع السابق، ص 88. راجع كذلك: صايم مصطفى، المرجع السابق، ص 158.
- <sup>20</sup> جمال الدين سحنون، المرجع السابق، ص 544.
- <sup>21</sup> فيصل محمود الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص 50.
- <sup>22</sup> عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، الوجود في أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 1988 إلى 2013، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2017، ص 151.
- <sup>23</sup> شقري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد ومهند فايز الدويكات، إدارة الإستثمار، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، 2016، ص 99.
- <sup>24</sup> بن سميحة عزيزة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام، الطبعة الأولى، عمان، 2018، ص 172.
- <sup>25</sup> عبد الله غالم و عبد الحفيظ خزان، المرجع السابق، ص 153.
- <sup>26</sup> محمد أحمد محمود عمارنة، المرجع السابق، ص 424 وما بعدها.
- <sup>27</sup> شقري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد ومهند فايز الدويكات، المرجع السابق، ص 103.
- <sup>28</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 23 ماي 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، جريدة رسمية عدد 34، الصادرة في 23/05/1993، ص 04 إلى 11.
- <sup>29</sup> بوعزة ديدن، الأداء الرقابي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على عمليات التداول، مجلة دراسات قانونية، مخبر القانون الخاص الأساسي، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة تلمسان، الجزائر، العدد 11، 2014، ص 13.
- <sup>30</sup> بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة دكتوراه في الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أوبوكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص 253.
- <sup>31</sup> القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، جريدة رسمية عدد 11، الصادرة في 19/02/2003، ص 20 إلى 25.
- <sup>32</sup> نظام رقم 96-02 مؤرخ في 22 جوان 1996 يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، جريدة رسمية عدد 36، الصادرة في 01/06/1997، ص 27 إلى 31.
- <sup>33</sup> كما تجدر الإشارة إلى المادة 16 من نظام رقم: 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 87، الصادرة في 29/12/1997، ص 08، 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. يحرم مشروع المذكرة الإعلامية وفقا للشروط المحددة في تعليمة تصدر عن اللجنة".
- <sup>34</sup> عرفت المادة 4 من القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 المتضمن النظام المحاسبي، جريدة رسمية عدد 74، الصادرة في 25/11/2007، ص 3، 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....."

<sup>35</sup> بن عزوز فتيحة، المرجع السابق، ص 267.

<sup>36</sup> نظام رقم 02-2000 مؤرخ في 20 يناير 2000 يتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، جريدة رسمية عدد 50، الصادرة في 16/08/2000، ص.16 إلى 18.

<sup>37</sup> بليلة ريمة، المرجع السابق، ص 141.

<sup>38</sup> *Yves De Cordt et Gaetane Schaeken Willemaers, La transparence en droit des sociétés et en droit financier, Editions Larcier, Bruxelles, 2008, P 334.*

<sup>39</sup> صايم مصطفى، المرجع السابق، ص 156.

<sup>40</sup> المادة 08 من النظام 02-2000.

<sup>41</sup> المادة 09 والمادة 10 من النظام 02-2000.

<sup>42</sup> المادة 12 والمادة 13 من النظام 02-2000.

<sup>43</sup> بن عزوز فتيحة، المرجع السابق، ص 289.

<sup>44</sup> المادة 16 من النظام 02-2000.

<sup>45</sup> المواد 17، 18، 19 من النظام 02-2000.

<sup>46</sup> المادتان 20 و21 من النظام 02-2000.

<sup>47</sup> بليلة ريمة، المرجع السابق، ص 147، ها 1.

<sup>48</sup> المادة 03 من النظام 02-2000.

<sup>49</sup> المادة 05 من النظام 02-2000.

<sup>50</sup> المادة 04 من النظام 02-2000.

<sup>51</sup> المادة 06 من النظام 02-2000.