

## دخول المؤسسات إلى السوق المالية ومتطلبات الإفصاح والشفافية دراسة حالة بورصة الجزائر

*The introduction of companies to the stock market and the requirements of disclosure and transparency- Study of the Algiers Stock Exchange*

د. علال بن ثابت – أستاذ محاضر – جامعة بالأغواط  
د. لعروسي لخضر – أستاذ محاضر – المركز الجامعي افلو بالأغواط

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أهمية الإفصاح والشفافية بالنسبة للمؤسسات الراغبة في الدخول في البورصة، حيث يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المتطلبات الرئيسية للعمل في السوق المالية، إذ تلزم هذه الأخيرة المؤسسات بالإفصاح العادل والشفافية في إعداد التقارير المالية، ومطلوب من مسيري المؤسسات، إن أرادوا تسعير عادل بناء على فرضية السوق الكفاء، تقديم تقارير مالية ذات محتوى معلوماتي مناسب. وتوصلت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر، وبالرغم من بعض التعليمات والتنظيمات، لم تستطع أن تواكب التطورات العالمية الرامية إلى إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح الكلي والمستمر وشفافية تامة. كلمات مفتاحية: إفصاح، شفافية، سوق مالية، بورصة الجزائر.

### **Abstract:**

*This study aims to identify the importance of disclosure and transparency for institutions wishing to enter the stock exchange. Good disclosure and transparency in the presentation of financial and non-financial information is one of the main requirements of the capital market. The market requires institutions to provide fair disclosure and transparent financial reporting, as managers are required to submit financial reports with appropriate information content.*

*The study concluded that the Algerian Stock Exchange, despite some instructions and regulations, could not keep abreast of the global developments aimed at obligating the listed institutions to provide comprehensive, continuous and transparent disclosure.*

**Key words :** Disclosure, Transparency, Capital Market, Algiers Stock Exchange.

## مقدمة:

يرتبط تحقيق النمو الاقتصادي بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الإقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني ككل. فبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي واستمراره يرتبط أساسا بتحقيق النمو للمؤسسات واستمراره كذلك، والذي لا ينشأ إلا من توسيع نشاطاتها، وهو ما يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك. وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي أو من خلال اللجوء إلى البنوك وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، وقد يكون عن طريق السوق المالية الذي يسعى بالتمويل المباشر أو التمويل السوقي عن طريق حصول المؤسسات على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية، وذلك من خلال آلية البورصة.

ويعتبر دخول المؤسسات إلى السوق المالية مرحلة هامة في تاريخها، إذ أن هذا الدخول سيؤثر عليها على المدى المتوسط والطويل. فكل مؤسسة راغبة للانضمام عليها أن تقوم بإجراء تعديلات على هيكلها لمواكبة شروط الدخول، والتي من أهمها شروط تتعلق ببند الإفصاح والشفافية التي يجب أن تتمتع بها، وهذا للحفاظ على ثقة المناخ الاستثماري.

نحاول في هذه المداخلة معالجة الإشكال الذي ينبع من محاولة الإجابة على السؤال الرئيسي التالي: ما هي إجراءات دخول المؤسسات إلى السوق المالية؟ وما تأثير شروط الإفصاح والشفافية عليها؟

للإجابة على هذا السؤال، نتطرق إلى العناصر التالية:

1. اقتصاد السوق المالية واقتصاد المديونية؛
2. شروط ومزايا دخول المؤسسات إلى السوق المالية؛
3. إجراءات دخول المؤسسات إلى السوق المالية ودور البنوك؛
4. متطلبات الإفصاح والشفافية.

## 1. اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالية

يرجع استعمال مفهومي اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالية إلى دراسات J.R.HICKS سنة 1974 في كتابه *The crisis in Keynesian economics* "والذي يميز فيها بين التمويل المباشر *La finance directe* وبين التمويل غير المباشر *La finance indirecte*.

1-1: اقتصاد المديونية "*L'économie d'endettement*" : وهو نظام مالي يرتكز على التمويل غير المباشر الذي يعتمد أساسا على التمويل بالقروض البنكية. وتلعب الوساطة المالية دورا مهما، من خلال إقامة علاقات ثنائية خاصة بين البنوك وعملائهم، مع تحمل البنوك لخطر القرض أو خطر عدم التسديد. وعليه تشكل القروض الأسلوب الأساسي في تمويل النشاط الإنتاجي، وحتى وإن سلمنا بأن المؤسسات تتعامل مع سوق الأوراق المالية، فإن ضعف معدل التمويل الذاتي يلزمها اللجوء إلى الاقتراض<sup>1</sup>. ولا يرتبط اقتصاد المديونية دوما بحالة الاقتصاد المدين "*L'économie endettée*"، فقد يحدث أن يكون نمط السوق المالية هو نمط التمويل السائد مع وجود مديونية خارجية كبيرة. ويعتبر الاقتصاد الفرنسي قبل منتصف الثمانينيات نموذجا لهذا النوع من التمويل.

2-1: اقتصاد السوق المالية "*L'économie de marché financier*" : وهو نظام مالي يحصل فيه الأعوان الاقتصاديون على الموارد المالية من خلال إصدار أوراق مالية في الأسواق المخصصة لذلك. ويتميز هذا النظام بالتمويل المباشر أي عرض وطلب رؤوس الأموال دون المرور على الوسطاء الماليين، ووجودهم في السوق المالية يكون تحت صبغة عارض أو طالب للأوراق المالية دون أن يكون الإقراض نشاطهم الأساسي الذي يخصص للأعوان الذين لا يستطيعون الدخول إلى سوق الأوراق المالية. ويميز هذا النوع من التمويل ارتفاع معدلات التمويل الذاتي لفترة طويلة، مما يؤدي إلى استعمال الأرباح غير الموزعة في تمويل الاستثمارات. ويعتبر الاقتصاد الأمريكي نموذجا لهذا النمط من التمويل<sup>2</sup>.

ويكمن الاختلاف الأساسي بين اقتصاد المديونية واقتصاد السوق المالية، في كون البنك المركزي هو مقرض الملاذ الأخير *Prêteur en dernier ressort* في النوع الأول، أما في الثاني فيبقى تدخل مقرض الملاذ الأخير حسب مقتضى الحال.

3-1: الموازنة بينهما: هل التمويل السوقي والتمويل عن طريق البنوك متكاملين أم بديلين؟ وأيهما أفضل؟

للإجابة على هذا السؤال، تركزت عليه معظم النظريات الخاصة بالمفاضلة بين النوعين أو الموازنة بينهما. ففي دراسة قام بها باحثان في البنك الدولي<sup>3</sup>، حيث تم تصنيف عينة من البلدان تضم 30 بلدا صناعيا وناميا إلى ثلاث مجموعات وفق تطور

أسواق الأوراق المالية في كل منها ( بالنظر إلى حجم السوق والسيولة ). وقد تضمنت المجموعة الأولى أقل الأسواق تطورا ، أما الثانية فاحتوت على أسواق أكثر تطورا بمقدار الضعف ، وتم ضم الأسواق المتطورة بمقدار أربعة أضعاف في المجموعة الثالثة. وقد خلصت هذه الدراسة إلى نسبة القروض إلى الأسهم تزيد بنسبة 10% حين يصل التعامل في سوق الأوراق المالية إلى الضعف ، ولكنها تنخفض بنسبة 25% حين تتضاعف السوق إلى أربع مرات حجما وسيولة. وهذا يفضي للقول أن اللجوء إلى القروض يكون كبيرا عندما تكون السوق المالية أقل تطورا ، وعندما تبدأ هذه الأخيرة بالتطور تزيد نسبة الأسهم ولكن ستزيد معها نسبة القروض بدرجة أكبر ، وذلك لعوامل تخص وتحسن وضعية الشركات والرقابة عليها وهذا ما يجعل الدائنين يطمحون إلى تقديم المزيد من القروض. واستنتج الباحثان في هذه الحالة أن هناك تكامل بين نمطي التمويل. أما في حالة وصول الأسواق المالية إلى درجة عالية من التطور فإن الشركات تبدأ بالالتجاء إلى هذه الأسواق على حساب القروض ، وهنا يصبح الصنفين بديلين لبعضهما.<sup>4</sup>

وعلى هذا ، ففي حالة البلدان التي تفتقر إلى أسواق مالية متطورة ، فإن فرص المستثمرين في تنوع مخاطرتهم تكون ضئيلة مما يدفع الشركات إلى تجنب استخدام مثل هذه الأسواق ، والاتجاه نحو الاقتراض من البنوك. فصنفي التمويل إذا متكاملين في الحالة التي يكون فيها كلاهما في درجة مقبولة من التطور ، أما في حالة اختلال التوازن بينهما ، فالأكيد أن الاتجاه سوف يترجح نحو أحدهما.

ولهذا نخلص إلى أنه بالرغم من أن الأسواق المالية والجهاز المصرفي يقدمان خدمات متنوعة لكنها متكاملة فيما بينها ، فالأسواق المالية توفر فرصا لتنوع المخاطر ومقايضتها وتعزيز السيولة ، فحين نجد أن البنوك تقوم على علاقات وطيدة مع المؤسسات وعملاتها بهدف الحصول على المعلومات اللازمة وضمان تسديد مستحقاتها.

## 2. شروط ومزايا دخول المؤسسات إلى السوق المالية:

تختلف شروط ادراج المؤسسات في البورصة من دولة إلى أخرى، وحتى في الدولة الواحدة هناك شروط متعددة بتعدد الأسواق ( رسمية أو ثانية أو ثالثة ..). لكن على العموم تشترك في ضرورة توافر حد أدنى لمجموع رأسمال المؤسسات التي تريد الدخول، ونسبة الأسهم من العدد الإجمالي التي ينبغي بها الدخول وشروط تتعلق بالحسابات وكيفية إعداد وتصريح القوائم المالية ونتائج المؤسسة وعدد المساهمين وعدد الأوراق وشروط مراجع الحسابات... الخ. فكل مؤسسة تطلب قبول أوراقها في السوق لها التزامات قانونية والتزامات تتعلق بالجانب المعلوماتي:<sup>5</sup>

أ. الالتزامات القانونية: عادة ما تحدد القوانين المنظمة للمؤسسات نسبة مئوية من رأس المال الواجب وضعه تحت تصرف الجمهور، وبعد استفتاء هذا الشرط، تقدم المؤسسة طلب إلى الهيئة المشرفة على السوق والتي تقوم بدراسته، وتلتزم المؤسسات بما يلي:

- تسليم تقرير عن كل الجمعيات العامة العادية وغير العادية؛
- إعلام هيئات البورصة عن كل التعديلات التي تطرأ على أنظمتها الداخلية؛
- أخذ موافقة الهيئات الوصية في السوق من أجل تحديد رزمة الإصدار والاكتتاب وما يتعلق بها من حقوق اكتتاب مثلا:

- تسلم لهيئات السوق كافة النشرات والمنشورات وكافة الوثائق التي تهتم المستثمرين؛
- إلى جانب ذلك تلتزم المؤسسة بالتقيد بكامل التدابير التنظيمية المحددة في السوق.

بعد ذلك تقرر الهيئات المنظمة للسوق وللبورصة قبول أو عدم قبول الأوراق المالية في السوق.

ب. الالتزامات المتعلقة بنشر المعلومات:

تنوزع هذه المعلومات بين معلومات دائمة ومعلومات طارئة:

المعلومات الدائمة: إذ يجب على مصدر الأوراق المالية أن يقوم بـ:

- إعلام المساهمين بانعقاد الجمعيات العامة العادية؛
- إعلام المساهمين بدفع أرباح الأسهم وبعمليات الإصدار الجديدة؛
- إعلام هيئات البورصة بكل تعديل للنظام التأسيسي؛
- الإعلام عن التعديلات التي طرأت على رأس مال المؤسسة وتوزيعه مقارنة بما كان قد نشر سابقا؛

- نشر الحسابات المالية وكل القوائم الضرورية المتعلقة بنشاط ونتائج المؤسسة عن الفترة المعنية.

#### المعلومات الطارئة:

وهنا يجب على المؤسسة إعلام الجمهور عن كل طارئ في النشاط أو في المؤسسة من شأنه أن يؤثر على أسعار الأوراق المالية، خاصة باحتمال استخدام تلك المعلومات من قبل أشخاص معينين، هذا مع مراعاة أن لا تكون تلك المعلومات تدخل ضمن سرية الأعمال.

وبالنسبة لبورصة الجزائر، فإنه تطبيقا للتنظيمات المعمولة، القيم المنقولة المعروضة للتسعير في البورصة يجب أن تتوافر فيها الشروط التالية:<sup>6</sup>

#### أ. شروط تخص القيم موضوع العملية:

- القيم المنقولة يجب أن تكون موضوعة في السوق من طرف شركة ذات أسهم SPA
- الأسهم يجب أن تكون محررة كلياً.
- القيم التي تأتي للمساهمة في رأس المال لا يمكن إدراجها في التسعير، إلا إذا كانت القيم التي جاءت لمساندتها مدرجة في التسعير قبل ذلك.
- الأسهم المعروضة للقبول في البورصة يجب أن توزع على 300 مساهم على الأقل
- السندات المعروضة للقبول في البورصة يجب أن تكون ص الأخرى مملوكة على الأقل من طرف 100 حامل للسندات، سواء قبل وبعد عرضها في السوق.
- السندات الحكومية لا تخضع لأي من القواعد السابقة الذكر (الحد الأدنى من القيم المعروضة في العمليات، عدد العاملين للسندات).

#### ب. شروط تخص المؤسسة التي تطلب دخول قيمها المنقولة إلى البورصة:

- يجب أن يتحدى رأس مالها 100 000 000 دج
- يجب أن تقدم للجمهور عدد من الأسهم تمثل على الأقل 20 % من رأس المال الإجمالي للمؤسسة.
- يجب أن تظهر أو تقدم مذكرة إعلامية مؤشرة من طرف COSOB
- يجب أن تكون قد حققت أرباحاً في الموسم الذي سبق طلب دخوله إلى البورصة
- إذا كانت قد دخلت عناصر إنتاجية قبل دخولها إلى البورصة يجب أن تعلم شركة إدارة بورصة القيم SGBV

كما توفر البورصة للمؤسسات التي تريد الدخول فيها عدة مزايا تجعلها تستقطب الأضواء في مجال التمويل، و بذلك فهي تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج. و من بين هذه المزايا ما يلي:

رفع الشهرة: ويتم ذلك من خلال:

- رؤية دائمة على الصعيد الوطني والدولي، وهذا بفضل حضور المؤسسة في التسعيرة.
- أهمية الإشهار المقام حول دخول المؤسسة في البورصة وذلك باللجوء إلى الجرائد، المذيع، اللوائح، الملصقات، الدليل، الإعلانات المطبوعة.
- الشهرة التي تصل إليها المؤسسة تكون لها قيمة كبيرة إذا كانت هذه الأخيرة حديثة النشأة وموجودة في قطاع متقدم.
- سهولة كبيرة لجلب المتعاونين ذوي المرتبة العالية وتنوع علاقة الشراكة طويلة الأجل مع المؤسسات كبيرة الحجم و إمكانية النمو الخارجي.

ضمان الديمومة: بحيث أن الدخول في البورصة يسهل دخول مساهمين جدد تكون المؤسسة بحاجة إليهم في مرحلة تطورها. كما يجنب المؤسسة من كل انحلال و ذهاب أحد من أغلبية مساهمها، مما يضمن حماية مراقبة المؤسسة، و ذلك بفضل توزيع جزء من رأس المال.

الثقة و الشفافية: إن الدخول في البورصة يتطلب حد أدنى من الثقة و الشفافية في حسابات المؤسسة و جهود الاتصال المالي الموجه نحو المستثمرين، مما يؤدي إلى وضع نظام عصري، ألا و هو المراقبة الداخلية و تمكين أعضاء الإدارة و التسيير.

لكن هذه الانتقالات تعيشها المؤسسة في بعض الأحيان لمدة قصيرة الأجل، و تكون تكلفتها أكبر من منفعتها. أما في المدى الطويل، فهي تؤدي إلى تقويتها.

### 3. إجراءات دخول المؤسسات إلى السوق المالية ودور البنوك:

على المؤسسات التي تريد الدخول للبورصة أن تختار بين نموذجين من الإجراءات:<sup>7</sup>

#### 1-3: الوضع بالتصرف مباشرة للأوراق المالية:

ويمكن وصف هذا الإجراء بالمباشر لأن المؤسسة تمن بنفسها توظيف الأوراق المالية لدى الجمهور ومتعاونة مع الوسطاء الماليين. فالمؤسسة تأخذ على عاتقها مخاطر عدم التوظيف. ويأخذ هذا الإجراء الخيارات التالية:

أ. العرض العمومي للبيع *L'offre publique de vente OPV* : ويتضمن وضع تحت تصرف السوق كمية من الأوراق المالية بسعر عرض محدد ونهائي. وفي يوم الدخول إلى السوق تجمع أوامر الشراء بواسطة هيئات البورصة، حيث لا يمكن قبول الأمر إلا إذا كان مساوي لسعر العرض، وفي حالة ما إذا كان الطلب يفوق العرض، فإن هيئات البورصة توزع هذه الأوراق بطريقتين: إما بنسبة مئوية متساوي؛ أو تبعا لنسبة عدد الأوراق المالية المعروض على عدد الأوراق المالية المطلوبة.

ويتم الإعلان عن إيجابية العرض إلا إذا تمت تلبية نسبة مئوية محددة من مصدري الأوامر، أما إذا كان الطلب مرتفعا جدا ولم يمكن تلبية النسبة المحددة فعندئذ يتم اللجوء إلى عرض علني ثاني للبيع لكن بسعر أكثر ارتفاعا. يمكن أن يأخذ العرض العمومي للبيع الشكل الاسمي حيث ترفق الأوامر المقدمة بهوية المكتتبين، ولا يتم تليتها لنفس الشخص إلا مرة واحدة، وهذا لوضع حد للمضاربات.

ب. الوضع بالبيع: في هذه الحالة سعر العرض المقترح هو سعر أدنى يتحدد من قبل المؤسسة المصدرة، وعلى عكس OPV، فإن المالكين الأساسيين يتحملون مخاطر تقلب أسعار بيع أسهمهم، وهيئات البورصة تعلن عن قابلية تلقي أوامر الشراء التي تمرر بسعر محدد، أي أن المستثمرين يمررون أمرا سينفذ بالحد الأدنى من السعر المقترح عند الدخول. ويمكن لهيئات البورصة أن تلغي الأوامر التي تبدو غير جدية لكونها شديدة الارتفاع.

إن إجراء الوضع بالبيع يخصص أساسا للمؤسسات الهامة التي تتمتع بشهرة، والتي يمكن أن يقابلها طلب كبير على أوراقها، بحيث غالبا ما يكون التسعير الأول أعلى من سعر الحد الأدنى للعرض.

2-3: الوضع بالتصرف بشكل غير مباشر: وهو الإجراء العادي الذي يطبق عندما تكون الأوراق المالية المدخلة للسوق مصدرة من مؤسسة مسعرة أسهمها من قبل. حيث قبل الدخول للسوق تقوم المؤسسات ببيع أوراقها، المخصصة للجمهور، إلى الوسطاء الماليين المسؤولين عن عملية الدخول، بسعر متفق عليه من كافة الأطراف. وبهذا يتجنب المساهمون الأساسيون كلية مخاطر الدخول لأنهم يبيعون فعليا أوراقهم قبل تسعيرها.

تقبل كل أوامر الشراء بالأحسن أي أن المستثمرين مستعدون لشراء الأوراق المالية بأي ثمن.

يمكن القول أن تعدد إجراءات الدخول من شأنه أن يلبي احتياجات كل المؤسسات:

- فالإجراء العادي يتلاءم مع فترة السوق الصعبة، إذ أنه يجنب المالكين المخاطر التي تنتج من عملية الدخول، لأنهم يضمنون بيع الأوراق إلى الوسطاء بسعر محدد مسبقا؛
- أما العرض العمومي للبيع فهو إجراء سهل، لن المؤسسة تعرف مسبقا سعر الدخول، لكن على الرغم من ذلك، فإن الصعوبة تنجم عن تحديد هذا السعر في ظل غياب السوق. وعلى هذا الأساس يجب أن يتصف المحللين الماليين بالدقة التامة لتفادي أي خطأ في تقييم سعر الأوراق.
- أما الوضع بالبيع فيستخدم في الغالب في فترة رواج السوق، لأن فائض القيمة المحقق من قبل المالكين من المفترض أن يكون مرتفع. لكن تحديد أول السعر بالارتفاع يمكن أن يتعارض مع مصالح المؤسسة، لأن السعر قد ينخفض لاحقا بعد انقضاء فترة المضاربة.

تلعب البنوك دورا مهما في عملية دخول المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية، هذه الأخيرة قد تجهل أحيانا أمور كثيرة عن تطور السوق المالي. فتقوم البنوك حينئذ بمساعدتها باختيار التاريخ الملائم للدخول وطريقة التي يتم بها إدراج أوراقها المالية وتحليل وضعيتها المالية، ومن هذا المنطلق فالبنوك، بحكم خبرتها في السوق، قد تقلل من هامش الخطأ في هذه الخطوة المهمة في تاريخ المؤسسة. وعموما تقوم البنوك بأربع وظائف أساسية في دخول المؤسسات على السوق وهي:<sup>8</sup>

- وظيفة تهيئة عملية الدخول *Le montage de l'opération*: بمعنى دراسة إشكاليات الدخول واختيار طريقة التوظيف الملائمة من خلال: إعطاء الرأي في حجم الأوراق ونوعيتها المقدمة للمستثمرين، تبيان مراحل الدخول، اختيار مكان التوظيف الاتصال مع هيئات السوق وتحضير الوثائق القانونية اللازمة.
- وظيفة نشر المعلومات *la diffusion de l'information*: تقوم البنوك بالتحقق من كل المعلومات المقدمة من قبل المؤسسة والتي تخص النشاط الحالي والمستقبلي ومختلف استراتيجياتها المستقبلية، ثم تقوم بواسطة محلليها الماليين بعد جمع وتنظيم تلك المعلومات بنشها للمستثمرين وتنظيم لقاءات تجمع بين مصدر الأوراق وكل من يريد الاكتتاب فيها.
- وظيفة توزيع الأوراق *La distribution des titres*: تقوم مجموعة من البنوك المكلفة بالتقرب من المستثمرين، خاصة زبائنهم، وتجمع منهم أوامر شراء أوراق المؤسسة، ويتحدد السعر وفق لإجراء المتخذ من قبل المؤسسة، كما تقوم البنوك في اليوم الموالي لعملية التوظيف بمحاولة التدخل في السوق وتسهيل توزيع الأوراق على المستثمرين.
- وظيفة ضمان التوظيف *La garantie du placement*: في بعض الحالات، تقوم البنوك بتقديم ضمانات للمؤسسة المصدرة لإنجاح عملية بيع الأوراق المالية إلى حد ما، فهي بذلك تتحمل مخاطر السوق وتقلبات الأسعار. كما أن حجم المخاطر يتعلق أساسا بنوعية الضمان المقدم ومدة الالتزام بها.

وبالنسبة لبورصة الجزائر، فإن على المؤسسات الراغبة في الدخول يجب عليها أن تقدم ملفا خاصا لـ *COSOB* يحتوي على ما يلي:<sup>9</sup>

أ. وثائق عامة خاصة بالمؤسسة: هي الرسالة التي تطلب فيها المؤسسة الدخول إلى البورصة والتي تضم:

- الاسم والشكل القانوني التي تطلب الدخول إلى البورصة وتاريخ تسجيلها في السجل التجاري ورقم تعريفها الضريبية. المكان الذي تم فيه استلام سجلات المساهمين، أو توزيع الاستحقاق لحساب المؤسسة
- تاريخ طلب دخول قيم المؤسسة إلى البورصة
- تقديم عريضة شكلية تحدد قيمة هيئة وطبيعة القيم التي ترغب المؤسسة في تسجيلها في التسعير.
- كما يجب أن تتوافر أيضا:
- شرح عام لنشاطات المؤسسة وفروعها
- قائمة بعدد مجالس الإدارة أو المديرين وكذا مجالس المراقبة وأهم المسيرين في المؤسسة مع تبين النشاطات الموكلة إليهم
- قائمة بعدد مجالس الإدارة أو المديرين وكذا مجالس التابعة للمؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة. مصلحة القيم، دفع الأرباح، تسيير المجالات والتحويلات،
- مشروع المذكرة الإعلامية الذي يؤكد الدخول وكل المعلومات المتوفرة للعمليات
- ب. وثائق متعلقة برأسمال المؤسسة: المؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة يجب أن تقدم تفصيل تطور رأسمالها منذ إنشائها وكذا جدول يوضح حالتها المالية عند تقديمها للطلب، بالإضافة إلى تقديم نوعية الأسهم والقيم الاسمية لكل سهم قائمة تحتوي على كل المؤسسات التي تملك فيهم المؤسسة المعنية أسهم تقدر بـ 10% أو أكثر من رأسمال كل مؤسسة ويجب أن تحدد هذه القائمة كما يلي:
- أسهم هذه الشركة، شرح مفصل لنشاطات هذه المؤسسة، قيمة رأسمال المؤسسة، الأرباح والخسائر التي حققها المؤسسة التي قدمت طلب دخول إلى البورصة بعد استثمارها في أسهم رأسمال هذه الشركة.
- ج. وثائق اقتصادية ومالية:
- تقديم مذكرة حول النشاطات الصناعية والتجارية التي تحدد تطور المؤسسة منذ نشأتها، المؤسسات التابعة إليها ( القطاع الاقتصادي ) وتنظيمها الحالي، العقارات التابعة لها تطور المبيعات والإنتاج من طرف فروع النشاطات وكذا نوعيات كبيرة من الزبائن.
- مستوى المنافسة وضعيتها التنافسية بالنسبة لكل سوق تعرض فيه منتوجاتها في حالة ما إذا كانت المؤسسة تنتج



- عدة أنواع من المنتجات والخدمات، المحيط التنافسي يجب القيام بالتحليل لكل منتج على حدا لتحديد المحيط التنافسي.
- مذكرة حول الحالة المالية للمؤسسة، مصحوبة بنماذج من ميزات الخمس سنوات السابقة لتقديم الطلب.
  - نموذجين لجدول حسابات النتائج
  - خمس نماذج لتوقعات المؤسسة ومقدار سيولتها للسنة القادمة وكذا الفرضيات التي تركز عليها هذه التوقعات إذا كانت هذه الأخيرة قد صيغت من طرف آخر البنوك أو مؤسسة أخرى يجب الإشارة إليها.
- د. الوثائق القانونية: المؤسسة التي تطلب الدخول إلى البورصة يجب أن تقدم الوثائق التالية:
- خمس نماذج من أنظمة المؤسسة الحالية وكذا خمس نماذج من شهادة ترقيمها في السجل التجاري وشهادة تثبت إنطلاق عملياتها.
  - كل القرارات التي تؤكد وتوضح مختلف الجمعيات العامة التأسيسية وأي من الجمعيات العامة تقرر فيها الرفع أو فتح رأس المال للاستثمار، وكذا القرارات المحددة من طرف الجمعيات العامة تقرر المندوبين لحساب المؤسسة، بالإضافة إلى تقرير المندوبين المكلفين بتخصص الامتيازات إن وجدت وكذا المساحة الإعلانية المتعلقة بها.
  - خمسة نسخ من القرارات الصادرة من مجلس الإدارة وهنا قبل دخولها إلى البورصة وتخص المناقشات التي سمحت للمؤسسة بعرض قيمها للتداول.
  - نسخة من كل العقود المهمة التي طبقتها المؤسسة والتي تخص نشاطاتها في المدى القصير.
  - خمس نسخ من الوثائق التي تبين أن المؤسسة مشتركة في الصندوق الوطني للمعاشات وكذا الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي، وكذا خمس نسخ من الوثائق التي تبين أن المؤسسة قد دفعت الضرائب.
  - تقوم شركة إدارة بورصة القيم بمراقبة مدى النزاهة القانونية التي تتمتع بها المؤسسة منذ نشأتها، كما تقوم بمراقبة مدى تطبيقها لمختلف شروط عمليات الدخول في البورصة.
- وعن كيفية الإدراج في بورصة الجزائر يمكن سرد المراحل العملية التالية:
- (1) اتخاذ القرار: باقتراح من مجلس الإدارة يصادق على القرار الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية العامة الطارئة للمساهمين،إنها أيضا فرصة لتقرير مبدأ مراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم بحيث تصبح قيمتها الاسمية في متناول الجمهور.تشكل المؤسسة خلية داخلية تكلف بمتابعة العملية والأشغال الأولية لتحضير المؤسسة لهذا الحدث المهم، تقاد هذه التحضيرات من طرف المؤسسة مرافقة بمرشديها،خاصة الوسيط في عمليات البورصة المرافق.
  - (2) اختيار الوسيط المرافق: يجب على المؤسسة تعيين وسيط في عمليات البورصة لمساعدتها خلال كل مراحل العملية.
  - (3) التقييم الاقتصادي للمؤسسة: يتم من طرف خبير محاسبة معتمد لتحديد سعر التنازل عن الأوراق المالية(سعر الإصدار أو سعر البيع).
  - (4) إنجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية:
- المذكرة الإعلامية:وهي عبارة عن وثيقة تحتوي كفاية على معلومات تقديرية هامة تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة ولغرض التحصيل على تأشيرة القبول وتحتوي أساسا على معلومات خاصة بالعملية وأخرى بالمؤسسة.
  - المنشورة الدعائية:وهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه خصوصا لعموم الجمهور.
- (5) طلب القبول: بعد الفحص والدراسة تبلغ *COSOB* قرارها خلال مدة لاتتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب.
  - (6) إبرام العقود والاتفاقيات: وأهم هذه العقود والاتفاقيات:
    - العقد بين المؤسسة والوسيط، الاتفاقيات بين البنوك والوسطاء، عقد السيولة.
  - (7) طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم: يلزم على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات الأسهم بكمية تكفي المساهمين الجدد وكذلك عمليات السوق الثانوية كما يجب أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لاستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد في الظروف الممكنة.
  - (8) انطلاق الحملة الإعلامية: تحديد إستراتيجية الإعلان(ملصقات،الإشهار) والالتقاء بالمستثمرين والتعريف بالمؤسسة من كل جوانبها.

(9) طبع شهادات الأسهم.

#### 4. متطلبات الإفصاح والشفافية:

انتشر كثيرا استخدام عبارة الإفصاح والشفافية بشكل واضح في عالم اليوم، وبصفة خاصة في الأسواق المالية، حيث تلعب المعلومات دورا حاسما في التأثير في قرارات المتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ. وتفترض نظريات كفاءة سوق الأوراق المالية أن جميع المعلومات عن السوق والمؤسسات المسجلة فيها متاحة بشكل عام، وأن المتعاملين في السوق لديهم حرية وصول إلى هذه المعلومات دون تكلفة، أو بتكلفة زهيدة.

1-4: مفهوم الإفصاح والشفافية: ويقصد بالشفافية إعلان المعلومات التي تتعلق بتداول الأوراق المالية وخاصة أوامر البيع والشراء بغرض إيجاد تفاعل بين قوى العرض والطلب، وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تبرم فعلا من حيث أحجامها والأسعار التي تبرم بها حتى يعرف المتعاملون اتجاهات السوق.<sup>10</sup>

والإفصاح هو إتباع سياسة الوضع الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، ويعد الإفصاح من أهم المبادئ الرئيسة لأعداد القوائم المالية، مما يعني أن تشمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمؤسسة لتجنب تضليل الأطراف أصحاب المصلحة. فهو أداة محاسبية تتم بتوصيل المعلومات لمستخدميها، وفقا لقوائم مالية تحوي جميع المعلومات المعدة وفقا لمبادئ المحاسبة المقبولة والتي تعمل على تقليل حالة عدم التأكد ومن ثم اتخاذ قرارات سليمة وواضحة وغير مضللة.<sup>11</sup>

وبالتالي فالإفصاح ليس مجرد توصيل المعلومات، كما هو الحال بالنسبة للشفافية، وإنما هو تعهد المؤسسة بتوفير كل المعلومات الضرورية بصفة دورية، إلى الجهات الرقابية للبورصة.

2-4: أسباب الاهتمام بالإفصاح والشفافية: أصبح الإفصاح والشفافية متلازمين ضروريين للأسواق المالية في عالم اليوم لأسباب كثيرة، منها:<sup>12</sup>

السبب الأول هو انتشار ما يسمى الهندسة المالية *Financial engineering*، والتي تنطلق أساسا بمزيج من الرياضيات والإحصاء وعلم الحاسوب التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحيانا، وإذا لم تكن تلك النماذج قائمة على معلومات صحيحة فإنها ستؤدي إلى استنتاجات خاطئة، وهو ما يؤدي إلى اضطراب السوق.

السبب الثاني هو أن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من صغار المستثمرين، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعدادا لتحمل ما يترتب على تغيرات أسعار الأوراق المالية من خسائر، في ظل سوق مالي تغيب فيها الشفافية والإفصاح. ولذلك نجد أن أغلبية هؤلاء يميلون إلى إتباع إستراتيجية سلوك القطيع، الذي يعد سلوكا يزيد حدة التقلبات التي تتعرض لها سوق الأوراق المالية، و توفير الشفافية وضممان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني.

السبب الثالث هو أن هناك تغيرا هيكليا في طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية واستراتيجياتهم في عالم اليوم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية أقرب إلى صالات للمضاربة أو القمار منها إلى كونها ساحات للاستثمار. وأصبحت أكثر تقلبا، ومن ثم فإنها في حاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى توافر المعلومات بشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق.

السبب الرابع هو التخفيف من التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو المضاربة غير المشروعة أو إشاعة الأخبار الكاذبة والعمل على نشرها لتوجيه السوق نحو اتجاه محدد. فأصبحت قوانين الإفصاح في البورصة أكثر من ضرورية لسد كل الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق البورصة على نحو يضر باستقرارها.

والسبب الخامس هو أن قوانين الإفصاح والشفافية ستسهل التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها.

باختصار فإن أسواق الأوراق المالية في أمس الحاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى قانون محكم للإفصاح والشفافية يعالج أوجه قصور النظم الحالية للبورصات، وبصفة خاصة تلك المرتبطة بحرية التدفق المستمر والآني للمعلومات عن المعاملات التي تتم في البورصة وإمكانية تتبع مصادر التمويل للصفقات المختلفة، بحيث يسهل الكشف عن العمليات المشبوهة التي تهدف إلى الضغط على أسهم معينة ودفعها نحو الارتفاع أو دفعها نحو الانخفاض، ويسهل بالتالي كشف حقيقة ما يتم من تعاملات داخل السوق.

3-4: أنواع الإفصاح: يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح تبعاً للأهداف من خلال ما يلي:<sup>13</sup>



- (1) الإفصاح الكامل: يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.
  - (2) الإفصاح العادل: يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف، إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.
  - (3) الإفصاح الكافي: يشمل تحديد الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية ويمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيراً مباشراً في اتخاذ القرار إضافة عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد .
  - (4) الإفصاح الملائم: هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المؤسسة وطبيعة نشاطها. إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتناسب مع نشاط المؤسسة وظروفها الداخلية.
  - (5) الإفصاح التثقيفي (الإعلامي): أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية الإفصاح عن الإنفاق الاستثماري الحالي ومصادر تمويله ، ويلاحظ أن هذا النوع من الإفصاح من شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.
  - (6) الإفصاح الوقائي: يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب المصلحة والهدف الأساسي لذلك، حماية المستثمرين ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية. فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين .
- 4-4: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية: ونظرا لأهمية مبدأ الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية، جاءت الدعوات العالمية إلى وضع تشريع دولي يضبط السلوك وأداب المهنة، ويعكس الاهتمام المتزايد بالمعلومات، وقد نشأ بنظام المساهم *le statut de l'actionnaire* يتضمن كل ما يتعلق به من حقوق. وفي هذا أصدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE مبادئ عديدة تخص تطبيق حوكمة المؤسسات، منها لمبدأ المتعلق ببند الإفصاح والشفافية، والذي يتضمن أن يضمن القيام بالإفصاح السليم الصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي، والأداء، وحقوق الملكية، وحوكمة الشركات:<sup>14</sup>
- أ) ينبغي أن يتضمن الإفصاح، ولا يقتصر على، المعلومات التالية: النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة، أهداف الشركة. الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت، سياسة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين، والمعلومات عن أعضاء مجلس الإدارة، بما في ذلك مؤهلاتهم، وعملية الاختيار، والمديرين الآخرين في الشركة، وما إذا كان يتم النظر إليهم باعتبارهم مستقلين. العمليات المتصلة بأطراف من الشركة. عوامل المخاطرة المتوقعة، الموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين، هياكل وسياسات الحوكمة، وبصفة خاصة، ما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة الشركة والعمليات التي يتم تنفيذها بموجبها.
  - ب) ينبغي إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقا للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي.
  - ج) ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل، كفاء مؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة في كافة النواحي المادية والهامة.
  - د) ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين، عليهم واجب بالنسبة للشركة هو أنه يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة.
  - هـ) ينبغي في قنوات بث المعلومات أن توفر فرصة متساوية وفي التوقيت المناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة.

و) ينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين، والسماسة، وكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون، بعيداً عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي إلى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.

#### 5-4: الإفصاح والشفافية في بورصة الجزائر:

عند تناول الإفصاح في بورصة الجزائر، فإنه يتعين بين الإفصاح المبدئي عند الاكتتاب والإفصاح المستمر والدوري في سوق التداول. فبالنسبة للإفصاح عند الاكتتاب، فإنه طبقاً لأحكام النظام رقم 02-96 المؤرخ في 22 جوان 1996 يتعين على المؤسسة التي تريد الدخول للبورصة أن تقوم بتحرير ونشر مذكرة إعلامية تتضمن العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دارية كذكر معلومات عن:

- تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه؛

- وضعيته المالية؛

- تطور النشاط ؛

- موضوع العملية المقرر إنجازها وخصائصها.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر، ويجب أن تقدم البيانات المالية المرافقة للمذكرة الإعلامية معلومات دقيقة على الوضعية المالية والمحاسبية للمؤسسة، وبصفة خاصة على هيكلها المالي ومردوديتها في مجال التمويل.

إضافة إلى المذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره، ويلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية مقدماً المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص المصدر والعملية المقرر إنجازها، يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر<sup>15</sup>. وقد بين النظام رقم 03-97 المؤرخ في 30 نوفمبر 1997 نموذج عن تلك المذكرة الإعلامية، يمكن الرجوع إليها في ذلك النظام. وبالنسبة للإفصاح الدوري والدائم، فإنه طبقاً لأحكام النظام رقم 02-00 المؤرخ في 20 جانفي 2000، يتعين على المؤسسات ذات القيم المنقولة المسعرة في البورصة أن تودع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير بورصة القيم المعلومات الدورية والدائمة، والقيام بنشرها في وسائل الإعلام. وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف. وزيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للمؤسسة<sup>16</sup>. لكن، وبالرغم من هذه الجهود، نستطيع القول أن بورصة الجزائر لم تواكب التطورات العالمية الرامية إلى إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح الكلي والمستمر وبشفافية تامة.

#### الخاتمة: نتائج وتوصيات

يمكن سرد أهم النتائج المتوصل إليها في هذه لورقة البحثية في العناصر التالي:

- توفر السوق المالية للمؤسسات كل ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، ويكون ذلك عن طريق الدخول والانضمام إليها؛
- عادة ما تفرض على المؤسسات الراغبة في الدخول عدة شروط، قانونية وتنظيمية ومالية؛
- هناك إجراءات معينة على المؤسسة الراغبة في الدخول أن تتبعها، هذه الإجراءات تختلف من سوق لآخر؛
- تعتبر بند الإفصاح والشفافية من قبل المؤسسات المدرجة من أهم الشروط اللازمة لتوفير الثقة في السوق؛
- هناك اهتمام مزاييد على الصعيد العالمي بشأن قضايا الإفصاح والشفافية وما يترتب على غيابهما من انهيارات مالية؛
- تحاول بورصة الجزائر مواكبة تلك التطورات العالمية بخصوص الإفصاح والشفافية، لكن هذه الجهود تظل غير كافية ومرتبطة أصلاً بجمود البورصة.

من خلال ما سبق يمكن تقديم مجموعة من التوصيات على النحو التالي:

- ضرورة تشجيع دخول المؤسسات إلى السوق المالية بمختلف الوسائل، ولا يقتصر الأمر هنا على المؤسسات العمومية لخصوصيتها، بل يجب التركيز كذلك على المؤسسات الخاصة، خاصة بعد نجاح دخول مؤسسة أليانس للتأمينات مؤخراً؛
- يجب وضع شروط تفصيلية تخص كل نوع من المؤسسات على حدا، فشرط المؤسسات الكبيرة يجب أن تختلف عن شروط المؤسسات الصغيرة وهكذا.
- الاهتمام أكثر بعنصر الإفصاح والشفافية، وضرورة مشاركة كل الأطراف في ذلك، من لجنة البورصة، والمؤسسات و المراجعة الخارجية ومجالس الادرة والهيئات المهنية المختصة.
- المسارعة في وضع معايير خاصة بالإفصاح والشفافية، ليس على مستوى البورصة فقط ، وإنما على مستوى كل المؤسسات، بما فيها مؤسسات الدولة العامة.

### الهوامش والمراجع:

<sup>1</sup> X.DUCREUX, " Economie d'endettement et économie de marchés financiers ", in cahier français, n 277 , P:55.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> أ.د. حوق-كونت و ف. ماكسموفتش، "تطوير أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات"، في التمويل والتنمية، جوان 1996، ص:46.  
<sup>4</sup> عبد المنعم السيد ، دور الجهاز المركزي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية في البلدان العربية ، ( أبو ضبي : مركز الدراسات والبحوث الاستراتيجية ، 1998 )، ص: 35 – 42.

<sup>5</sup> Corynne Jaffaux, *Bourse et financement des entreprises*, DALLOZ:Paris,1994.

<sup>6</sup> دليل لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، 2004.

<sup>7</sup> Corynne Jaffaux, *Op cit*, P:140-144.

<sup>8</sup> Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 6<sup>e</sup>Ed, Dollaz, Paris, P:573.

<sup>9</sup> COSOB, instruction n° 98/01 du 30 Avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse

<sup>10</sup> صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ص:18.

<sup>11</sup> محمد فهد نادر العجوي، " دور الإفصاح المحاسبي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية "، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2006، ص:25.

<sup>12</sup> محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟ مقال منشور عبر الأنترنت، <http://stockexperts.net/showthread.php?t=21440>، 2011/05/04.

<sup>13</sup> لطيف زيود، حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، " دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار"، في مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (29) العدد (1) 2007، ص 180 - 181.

<sup>14</sup> OECD, "Principles of Corporate Governance 2004", site web: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

<sup>15</sup> COSOB, REGLEMENT N° 96-02 DU 22 JUIN 1996 RELATIF A L'INFORMATION A PUBLIER PAR LESSOCIETES ET ORGANISMES FAISANT APPEL PUBLIC AL'EPARGNE LORS DE L'EMISSION DE VALEURS MOBILIERES

<sup>16</sup> COSOB, Règlement n°2000-02 du 20 Janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.