

مبدأ الإفصاح والشفافية في تداول القيم المنقولة

The principle of disclosure and transparency in the circulation of movable values

د/ بلعربي خديجة، كلية الحقوق والعلوم السياسية - جامعة الدكتور الطاهر مولاي سعيدة

khadijabelarbi1@yahoo.com

تاريخ النشر: 2025/02/03

تاريخ القبول: 2024/12/23

تاريخ الاستلام: 2024/12/06

المخلص:

يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من المبادئ الأساسية التي تحكم عملية تداول القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة إلى جانب مبدأ حرية التداول، ويقصد به الالتزام بالإفصاح عن كل المعلومات والبيانات الضرورية لاتخاذ القرار الاستثماري من طرف المستثمرين في القيم المنقولة على أن يتم تحري الصدق والشفافية في هذا الإفصاح. وواجب الإفصاح يقع على عاتق كل المتعاملين في القيم المنقولة بدءاً من الشركة المصدرة لها وصولاً إلى المستثمر فيها، ويتربط على عدم احترام مبدأ الإفصاح والشفافية عقوبات متفاوتة تتراوح بين الحبس والغرامة المالية.

الكلمات المفتاحية: القيم المنقولة؛ الإفصاح؛ الشفافية؛ التداول؛ الاستثمار.

Abstract:

The principle of disclosure and transparency is one of the basic principles that govern the process of trading movable values issued by joint stock companies, in addition to the principle of freedom of trading, and it means the obligation to disclose all information and data necessary for investment decision-making by investors in movable values, provided that honesty and transparency are investigated in this disclosure. The duty of disclosure falls on all dealers in movable values, from the issuing company to the investor, and failure to respect the principle of disclosure and transparency entails varying penalties ranging from imprisonment to a fine.

Keywords: transferred values; disclosure; transparency; trading; investment .

مقدمة:

تحتل الأسواق المالية حالياً مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة باعتبارها مركز استقطاب وجمع المدخرات المالية للدول، وقد أصبح التعامل بالأوراق المالية أحد الركائز الأساسية لاقتصاديات مختلف بلدان العالم، مما جعله محل اهتمام متزايد من طرف الأنظمة القانونية لمختلف دول العالم، وحرصاً منها على أن يسود هذا التعامل النزاهة والمصادقية في تداول المعلومات بين الأطراف المتعاملة، كان لابد من نظام قانوني يجسد ذلك فظهر نتيجة لذلك مبدأ أساسي يسمى بمبدأ الإفصاح والشفافية، وهو من أهم المبادئ التي تقوم عليها عملية حوكمة الشركات (محمد، 2012، صفحة 05)، لما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة للمعلومات والإفصاح عنها بما يتفق ومعايير عالية الجودة، وتوفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

ولقد عظمت أهمية هذا المبدأ في السنوات الأخيرة بصورة ملحوظة في ميدان النشاط التجاري للشركات، كون المستثمر سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً لا يملك وسيلة مباشرة يتلقى من خلالها المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركة المدرجة في السوق والتي يبني على ضوءها قراره الاستثماري بشأن شراء قيمها المنقولة من عدمه، وإنما يعتمد على المعلومات والتقارير التي تفصح عنها الشركة والمتعلقة بوضعها المالي والقانوني، فإذا كانت تلك المعلومات صحيحة، فإن القرار الاستثماري يكون مؤسساً على معطيات واقعية ومن ثم يكون سليماً، أما إذا كانت غير مطابقة للواقع فإن القرار الاستثماري يكون غير سليم، وهنا تقوم مسؤولية الشركة المصدرة بالإخلال بالتزامها بالإفصاح والشفافية.

إشكالية الدراسة:

إلى أي مدى يمكن اعتبار الإفصاح والشفافية مبدأً أساسياً في تداول القيم المنقولة؟

أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف من هذا البحث في:

- تبيان الأهمية البالغة التي يلعبها الإفصاح والشفافية في عالم الاستثمار.
- تسليط الضوء على هذا المبدأ من خلال التطرق إلى أدق تفاصيله.
- جعل هذا البحث مصدراً إضافياً يلجأ إليه الباحثين في القانون الخاص.

المنهج المتبع في الدراسة:

تماشياً مع موضوع الدراسة لقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف وتحليل مختلف النصوص التشريعية والتنظيمية التي تنظم مبدأ الإفصاح والشفافية.

خطة الدراسة:

للإجابة على الإشكالية السابقة تم تقسيم البحث إلى مقدمة ومبحثين تليهما خاتمة، تناول المبحث الأول تحديد ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه، أما المبحث الثاني فتناول أهم مظاهر الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في سوق القيم المنقولة، وتم تقسيم كل مبحث إلى مطلبين كالتالي:

المبحث الأول: ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه

تم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، تناول الأول منهما تحديد ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية، أما الثاني فتناول تحديد نطاق تطبيقه.

المطلب الأول: ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية

لتحديد ماهية الالتزام بالإفصاح والشفافية وجب أولاً بيان المقصود بكل من الإفصاح والشفافية ثم تحديد أهمية الالتزام بالإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: المقصود بالإفصاح والشفافية

لتحديد المقصود بالإفصاح والشفافية في نطاق سوق الأوراق المالية وجب بيان تعريف كل من الإفصاح والشفافية في اللغة والاصطلاح.

1- تعريف الإفصاح

للإفصاح تعريف لغوي وآخر اصطلاحي نوردتهما فيما يلي:

أ- الإفصاح لغة

(فصاحة الرجل): انطلق لسانه بكلام صحيح واضح. (أفصح الصبح): بدا ضوءه وظهر. ويقال أفصح الأمر: وضع. (الفصاحة): البيان (الوجيز، صفحة 387).

ب- الإفصاح اصطلاحاً

يقصد بالإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع (السلام، 2003، صفحة 05)، كما يقصد به نشر البيانات والمعلومات والتقارير، والإعلان عنها ووصولها للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية وغيرهم، وحملها إلى علمهم بالوسائل المختلفة التي تمكنهم من الاطلاع عليها، بصفة دورية، وفي الحالات الاستثنائية الطارئة التي تتعرض لها الشركة أو الجهة المتعلقة بها هذه البيانات والمعلومات والتقارير (محمود، 2006، صفحة 07).

ويقصد به أيضاً عملية الكشف عن معلومات (مالية وغير مالية) تهم المستثمرين، ويتم إما بصورة دورية (فترات مالية محددة) أو بصورة فورية عند حدوث المعلومة وذلك حتى تتوافر المعلومات بنفس الوقت للجميع وعدم إمكانية استفادة أحد الأشخاص قبل غيره من المعلومة (الدولية، 2009).

2- تعريف الشفافية

من أجل تعريف الشفافية تعريفاً شاملاً تم تعريفها لغة واصطلاحاً كما يلي:

أ- الشفافية لغة

الشفافية هي ما لا يحجب ما وراءه، وشفوفاً: رق حتى يرى ما خلفه، (الشف): ستر رقيق يستشف ما وراءه (الوجيز، صفحة 346).

ب- الشفافية اصطلاحاً

الشفافية هي الكشف الكامل عن الصورة المالية الحقيقية للشركة، ويقصد بها قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المستثمرين وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات الا تلك التي من شأنها الاضرار بمصلحة الشركة، فالشفافية في الشركات وسوق المال تعني عدم حجب المعلومات، وتوصيلها للكافة، وبدقة في الوقت المناسب، وبالقدر الكافي (توكل، 2013، صفحة 120).

الفرع الثاني: أهمية الإفصاح والشفافية

- تكمُن أهمية الإفصاح والشفافية في كونهما يوفران للشركات المصدرة وللمستثمرين مزايا عديدة يمكن تلخيصها فيما يلي (الشعراوي، 2015):
- تعد الشفافية من المقومات الأساسية للحوكمة الجيدة للشركات والأساس الذي تقوم عليه.
- لها آثار إيجابية على الأداء الاقتصادي لأية شركة وجذبها للمستثمرين، فهي تؤدي إلى تحسن كبير في نمو الشركة والقدرة على جذب المستثمرين.
- زيادة المعلومات الموثوقة والتي يتم تقديمها في الوقت المناسب لصناع القرار داخل المؤسسة تمكنهم من اتخاذ قرارات تجارية جيدة تؤثر مباشرة على النمو والربحية.
- تؤثر المعلومات المفصّحة على مستخدمي البيانات المالية وصناع القرار - بمن فيهم المساهمين والمستثمرين والمقرضين - من حيث اتخاذ القرار بكيفية استخدام واستثمار أموالهم والمخاطر المتعلقة بذلك.
- يساعد الإفصاح على فهم نشاطات وسياسات وأداء الشركة فيما يتعلق بالمعايير البيئية والأخلاقية بالإضافة إلى علاقة الشركة مع المجتمعات التي تعمل بها.

- يشكل كل من الإفصاح والشفافية، بالإضافة إلى التدقيق الصحيح، عوامل تقلل من احتمالية حدوث الاحتيال والفساد، وبالتالي تسمح هذه العوامل للشركات أن تتنافس بناء على أفضل ما لديها من عروض وتميز نفسها عن الشركات التي لا تمارس الحوكمة الجيدة.

- تحقق الشفافية المساواة والعدالة بين كافة المساهمين والمستثمرين من خلال احاطتهم علما بكل المعلومات دون تفرقة بين القائمين بالإدارة والمقرّبين منهم، وبين بقية المساهمين وبين المستثمرين الجدد (توكل، 2013، صفحة 204).

- تعد الشفافية والإفصاح والصدق روح سوق الأوراق المالية المنظمة، وركنا أساسيا من اركان قيامها وأساسا لاستمرار نجاحها، وتطورها وركيزة لتدعيم الثقة بها، اذ يتم تقييم الأوراق في ضوء المعلومات المفصّل عنها، بهدف مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات بيع او شراء ورقة مالية معينة، وتقدير السعر العادل الذي تتداول به في هذا السوق.

المطلب الثاني: نطاق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

يقصد بتحديد نطاق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية تحديد مجال تطبيقه من حيث الموضوع ومن حيث الأشخاص، فلمعرفة نطاق الالتزام بالإفصاح لابد من معرفة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وتوقيت الإفصاح ، فقد يكون الإفصاح أثناء عملية الاكتتاب وقد يكون لاحقا لعملية الاكتتاب أي اثناء ممارسة الشركة لنشاطها، وهو ما يطلق عليه النطاق الموضوعي للالتزام بالإفصاح والشفافية، وبعد تحديد المعلومات ووقت الإفصاح عنها يجب معرفة الاشخاص الملزمين بتنفيذ الالتزام بالإفصاح والشفافية وهذا ما يطلق عليه بالنطاق الشخصي للالتزام بالإفصاح والشفافية.

وبناء على ذلك سوف نتناول أولا النطاق الموضوعي للالتزام بالإفصاح والشفافية، ثم ثانيا النطاق الشخصي للالتزام بالإفصاح.

الفرع الأول: النطاق الموضوعي للالتزام بالإفصاح والشفافية

إن جوهر الالتزام بالإفصاح إنما يقوم على فكرة الجهل الموجود لدى المتعاقد غير المحترف بكافة المعلومات والبيانات المؤثرة على رضاه بالعقد، وهذا يتحقق في الغالبية العظمى من عقود سوق الأوراق المالية إذ يكون غالبية المستثمرين هم من صغار المستثمرين الذين تكون خبرتهم متواضعة بهذا الشأن (توكل، 2013، صفحة 120)، لذا فإن المقصود من تحديد النطاق الموضوعي للالتزام بالإفصاح والشفافية هو تحديد المعلومات التي يتوجب على الشركة المصدرة الإدلاء بها، هذه الأخيرة التي تتباين من مرحلة لأخرى من مراحل حياة شركات المساهمة، فالمعلومات التي يجب على الشركة المصدرة الإفصاح عنها عند إصدارها أوراقا مالية باللجوء العلني للإدخار تختلف عن تلك التي تلتزم بالإفصاح عنها أثناء ممارسة نشاطها. ولمعرفة النطاق الموضوعي للالتزام بالإفصاح سوف نتناول إفصاح الشركة عند إصدارها أوراقا مالية، ثم إفصاح الشركة أثناء ممارسة نشاطها.

1- إفصاح الشركة عند إصدارها أوراقا مالية

تلتزم الشركات التي ترغب في طرح أوراقها المالية للاكتتاب العام بإعداد مذكرة إعلامية تدعم ببيان إعلامي، يتم التأشير عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ونشرها بعد ذلك لتمكين جمهور المدخرين من الاطلاع والإحاطة الكاملة بالمركز المالي والقانوني للشركة، تتضمن هذه الأخيرة مجموعة من المعلومات عن الوضع القانوني والمالي للشركة والأوراق المالية المراد إصدارها، فبدون قيام الشركة بالإفصاح عن هذه المعلومات التي تسبق عملية الإصدار لا يمكن لها طرح أوراقها المالية في السوق الأولية.

2- إفصاح الشركة أثناء ممارسة نشاطها

إن واجب الشركة في الإفصاح لا ينتهي بمجرد قبول سنداتھا للتداول في البورصة أو بمجرد تمام عملية إصدار قيمھا المنقولة باللجوء العلني للإدخار، بل يمتد طوال حياة الشركة المصدرة، إذ تلتزم بعد قبولھا في البورصة بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات التي تظهر

وضعها العام ورقم أعمالها ونشاطها ومركزها المالي، حيث تشكل هذه المعلومات أهمية بالغة سواء للمدخرين أو المساهمين، وفي هذا الصدد أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها النظام رقم 2000-02 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من قبل المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة (المؤرخ في 14 شوال عام 1420 الموافق ل 20 يناير سنة 2000)، إذ نصت المادة الأولى منه على ما يلي: "يحدد هذا النظام شروط نشر المعلومات من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة وتدعى في صلب النص "المصدر"."

يضع هذا النظام على عاتق الشركة المصدرة نوعان من الإفصاح: إفصاح دوري، يلتزم به الشركة في مواعيد محددة، وإفصاح فوري عن الحوادث الطارئة التي تتعرض لها الشركة المصدرة والتي يكون لها تأثير ملموس على سعر قيمها المنقولة، لذا سيتم التطرق للإفصاح الدوري ثم للإفصاح الفوري.

أ- الإفصاح الدّوري، المرحلي أو الدائم:

يقصد بالإفصاح الدوري الإفصاح عن المعلومات والتقارير والبيانات الدورية التي لا تؤثر بشكل مباشر أو في ذات وقت الإعلان عنها في سعر الورقة المالية، ويعد هذا النوع من الإفصاح من الواجبات المقررة على الجهات المصدرة طبقاً للتشريعات المنظمة للبورصة (الباز، 2015، صفحة 172).

وبالرّجوع لنظام ل.ت.ع.ب.م رقم 2000-02 فإنّ الإعلام الدوري الذي تفرضه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة يشمل كل من التقرير السنوي والتقرير السداسي.

أ1- التقرير السنوي

إن المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة التي تم قبول سنداتھا للتداول في البورصة لها أهمية بالغة بالنسبة للمستثمرين، وحرصاً على توصيلها لهم، ألزمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هذه الشركات بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات وذلك بصفة دورية،

حيث نصت المادة 07 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 02-2000 على ما يلي: "يجب أن يودع المصدر لدى اللجنة وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة تقريراً سنوياً يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات، والمعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمات اللجنة وذلك ثلاثين (30) يوماً على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين".

ومن خلال ما سبق يتبين لنا أن التقرير السنوي، والذي تلتزم الجهة المصدرة للقيم المنقولة أن تودعه لدى لجنة البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وهذا قبل 30 يوماً على الأكثر من انعقاد الجمعية العامة العادية للمساهمين يجب أن يحتوي على المعلومات التالية:

- الجداول المالية السنوية.

- تقرير مندوب أو مندوبي الحسابات.

- معلومات أخرى تحددها اللجنة بموجب تعليمات.

تعد الجداول المالية السنوية حسب مبادئ المخطط الوطني للمحاسبة وحسب المتطلبات الإضافية التي تحددها اللجنة، وهي تتضمن السنة المالية الأخيرة وتقدم مقارنة مع جداول السنة الفارطة، وتحتوي على ما يلي (راجع المواد 10 و 09 و 08 من النظام رقم 2000-02 السابق الذكر):

- الميزانية.

- جدول حساب النتائج.

- مشروع تخصيص النتائج.

- المذكرات الملحقة بالجداول المالية.

ويتم نشر الجداول المالية من طرف المصدر لزوماً في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني (المادة 11 من نفس النظام)، كي تصل إلى علم الكافة في نفس الوقت وبنفس التكلفة.

أ. 2- التقرير السداسي

يتوجب على كل مصدر للقيم المنقولة بأن يودع لدى اللجنة وشركة تسيير البورصة تقريراً عن التسيير السداسي يحتوي على جداول المحاسبة السداسية وشهادة مندوب أو مندوبي الحسابات، خلال التسعين يوماً (90) التي تلي نهاية السداسي الأول للسنة المالية، غير أنه يجوز للجنة تأجيل هذا الأجل إذا ما تم تبرير وضعية المصدر (الفقرة الأولى والفقرة الأخيرة من المادة 15 من نفس النظام).

كما يتوجب عليه إرسال التقرير السداسي أو وضعه تحت تصرف المساهمين ونشره في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني (الفقرة الثانية من نفس المادة).

تتضمن جداول المحاسبة السداسية كل من جدول حسابات النتائج ومذكرات ملحقة بجداول الحسابات السداسية، وهي تعد وفقاً لمبادئ المخطط الوطني للمحاسبة، وهي تخص المدة الزمنية المنصرمة منذ اختتام السنة المالية الأخيرة حتى نهاية السداسي الأول وتقدم مقارنة مع جداول الفترة المطابقة للسنة المالية السابقة، وتخضع إلى تدقيق مندوب أو مندوبي الحسابات (راجع المواد من 16 إلى 19 من النظام رقم 2000-02 السابق ذكره).

ب- الإفصاح الفوري

تتعرض شركات المساهمة أثناء حياتها لبعض الظروف والأحداث التي تؤثر على وضعها المالي والقانوني، وتؤثر من ثم في أسعار أوراقها المالية المتداولة في السوق ارتفاعاً وانخفاضاً حسب نوعية الظروف والأحداث التي تواجهها، لذلك فإن التشريعات المنظمة لأسواق المال، ومنها التشريع الجزائري، تلزم الشركات بالإفصاح عن هذه الأحداث والظروف فور حدوثها وذلك تحت تسمية المعلومات الجوهرية، الهامة أو الطارئة، دون الحاجة إلى وصول موعد محدد كما هو الأمر بالنسبة للإفصاح الدوري، وإلا فقد الإفصاح الهدف المنشود منه.

وهو ما نصت عليه المادة 02 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 2000 بقولها: "يجب على المصدر إعلام الجمهور على الفور بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة".

فماذا يقصد بالمعلومات الهامة وكيف يتم الإفصاح عنها؟ هذا ما سيتم توضيحه على التوالي.

ب.1- المقصود بالمعلومات الجوهرية أو الهامة

عرف بعض الفقهاء (قازي، 2017، صفحة 110) المعلومات الجوهرية بأنها "تلك المعلومات التي تعطي من يحصل عليها ميزة أكبر من غيره تسمح بالاقتراب من التقدير السليم للقيمة السوقية المتوقعة للورقة المالية في المستقبل القريب أو البعيد".

وعرفها البعض الآخر (عثمان، 2016) بأنها "هي أية واقعة أو معلومة لها تأثير في قرار المستثمر في الأسهم من حيث شرائها أو الاحتفاظ بها أو بيعها".

والأحداث الجوهرية أو الطارئة هي تلك المتعلقة بالعوامل الاقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية أو الطبيعية أو غير ذلك من العوامل التي يكون من شأنها التأثير على أنشطة الجهات المصدرة أو على مركزها المالي مما يؤثر حتما في أسعار أوراقها المالية وكذلك تلك التي لا ترتبط بشكل مباشر بالجهة المصدرة ومع ذلك يكون لها تأثير ملموس في قرار المستثمر بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية (الباز، 2015، صفحة 178).

ومن أمثلة المعلومات الجوهرية حالات الاندماج والاستحواذ أو المشروعات المشتركة، تجزئة الأسهم أو توزيعات الأرباح، توزيعات الأرباح غير العادية، إبرام أحد العقود الهامة أو فسخها، تطوير منتج جديد له أهمية خاصة أو التوصل إلى اكتشاف معين، حدوث تغيير بإدارة الشركة أو المهيمنين عليها، شراء الشركة لأوراقها المالية، الطرح العام أو الخاص لكمية كبيرة من الأوراق المالية الإضافية (المنعم، 2008، صفحة 263).

ب.2- طريقة الإفصاح عن المعلومات الجوهرية

يتوجب على الشركات المصدرة نشر المعلومات الهامة فوراً أي دون تأخير أو تماطل عن طريق البيانات الصحفية أو بآية وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن، على أن تلتزم الهيئة المصدرة للقيم المنقولة أن ترسل جميع البيانات الصحفية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم، وهذا في أجل لا يتجاوز تاريخ نشرها (المادة 05 من النظام رقم 02-2000 السابق الذكر).

ويمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل اللذين تحددهما إذا رأت أنّ ذلك مما تقتضيه حماية المستثمرين أو حسن سير سوق القيم المنقولة، وفي حالة عدم التزام المصدر بواجباته فإنه يمكن للجنة نشر هذه المعلومات مع تحميل المصدر تكاليف هذا النشر (المادة 06 من نفس النظام).

ج- الاستثناء الوارد على واجب الشركة في الإفصاح عن المعلومات الدورية والفورية استثناء على القاعدة العامة التي مفادها ضرورة إفصاح الشركة عن المعلومات بصفة دورية أو فورية، فإن المشرع قد منح للشركة المصدرة الحق في الإحجام عن نشر بعض المعلومات والاحتفاظ بأسرارها محاولا التوفيق بين كل من مصالح المستثمرين ومصلحة الشركة المصدرة، فعلى الرغم مما للمستثمرين الحاليين والمحتملين من الحق في الاطلاع على المعلومات والبيانات المتعلقة بالجهات المصدرة وبأوراقها المالية المدرجة في البورصة، فإن المشرع قد منح الحق أيضا لهذه الجهات في الاحتفاظ ببياناتها السرية التي اذا ما تم الإعلان عنها للكافة، فمن الممكن أن تصل الى جهات أخرى منافسة بشكل تستغل فيه تلك المعلومات في غير مصلحة الجهة صاحبة المعلومات المفصح عنها، ويضمن المشرع عادة للجهات المصدرة الاحتفاظ ببياناتها اذا ما اعتقدت هذه الأخيرة أن من شأن الإفصاح عنها يؤدي الى الاضرار بها وبمصلحتها.

ولقد حرص المشرع الجزائري على إقرار حق الشركات في الاحتفاظ بأسرارها حيث منح للجنة تنظيم عمليات البورصة الحق في اعفاء الشركة المصدرة من ادراج بعض المعلومات في كل من التقرير السنوي أو السداسي اذا ما قدرت أن نشرها قد يسبب ضررا خطيرا للشركة، حيث نصت المادة 20 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 02-2000 على أنه: "يمكن أن تعفي اللجنة

المصدر من ادراج بعض المعلومات في التقرير السنوي أو السداسي عندما تقدر أن نشرها يمكن أن يسبب له ضررا خطيرا".

فمن خلال هذه المادة يتضح أنّ اللجنة لم تبين نوع المعلومات التي يمكن أن تسبّب ضررا خطيرا في حالة نشرها وتركت هذه المسألة لسلطتها التقديرية، ومن المعلومات التي تشكل خطرا على الشركة المصدرة تلك المعلومات المتعلقة بأسرار الصناعة، والعملاء... الى غير ذلك من المعلومات التي لا يجب أن تعلم بها الجهات المنافسة.

وقد نصت المادة 03 من نفس النظام على أنه يمكن للمصدر إذا كان قادرا على ضمان السرية أن يؤجل تحت مسؤوليته نشر معلومة مهمة إذا رأى أن نشرها يسبب له ضررا جسيما، وعليه فور زوال الظروف التي اقتضت هذه السرية أن ينشر المعلومة.

ومن ثم فإن واجب الشركة المصدرة في الإفصاح عن المعلومة المهمة ليس مطلقا في كل الأحوال بل يمكنها تأجيل النشر إذا ما رأت أن نشر مثل هذه المعلومة يضر ضررا جسيما بها، أي بمصالحها العليا كتمكين الجهات المنافسة من الاطلاع على المعلومات واستغلالها لمصلحتها الخاصة.

الفرع الثاني: النطاق الشخصي للالتزام بالإفصاح والشفافية

يقصد بالنطاق الشخصي للالتزام بالإفصاح والشفافية تحديد الأشخاص الملزمين بتطبيقه، اذ تتعدد الجهات الملزمة بالشفافية والإفصاح، فمن جهة الشركات المصدرة للقيم المنقولة من شركات مساهمة وشركات توصية بالأسهم، ومساهموها ومندوبي حساباتها، ومن جهة أخرى شركات الوساطة في عمليات البورصة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

1- التزام الجهات المصدرة للقيم المنقولة والمساهمين ومندوبي الحسابات بالشفافية

والإفصاح

ألزم المشرع كل من الشركة المصدرة والمساهمين فيها بالالتزام بالإفصاح والشفافية، كما ألزم مندوبي حساباتها المكلفون بمراقبة مدى صحة حسابات الشركة بالالتزام بالإفصاح والشفافية وذلك على النحو الذي سيتم بيانه.

أ- التزام الشركات المصدرة للقيم المنقولة بالشفافية والإفصاح

تناول المشرع الجزائري هذا الواجب في المادة 41 من المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي تم تعديلها بموجب المادة 16 من القانون رقم 03-04، حيث بين من خلال هاتيه المادة الشركات التي يقع عليها واجب الإفصاح وبين الأداة التي يتم بها ذلك والبيانات الواجب الإفصاح عنها، ماذا يقصد إذن بالشركات المصدرة؟ وهل كل الشركات المصدرة للقيم المنقولة ملزمة بالإفصاح، وما هي الوسيلة أو الأداة التي تفصح من خلالها الشركة المصدرة؟ كل هذه الأسئلة سيتم الإجابة عنها على التوالي.

1. المقصود بالشركات المصدرة

الشركات المصدرة هي تلك الأشخاص الاعتبارية التي تصدر أوراقا مالية أو تعلن عن الرغبة في إصدارها، وتتمثل هذه الأشخاص على وجه الخصوص في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم التي تقوم بإصدار أوراق مالية تطرح على الجمهور للاكتتاب العام تكون قابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة بعد إدراجها فيها.

2. الشركات الملزمة بالإفصاح

يقع واجب الإفصاح على كل من الشركات التالية:

- كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر باللجوء العلني
للادخار (الفقرة الأولى من المادة 41 المعدلة من المرسوم التشريعي 10-93).

ويقصد بالشركات التي تلجأ إلى الادخار العلي " تلك الشركات ذات السندات المقبولة للتداول في البورصة ابتداء من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ الى توظيف سنداتهما مهما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء" وهو ما نصت عليه المادة 43 معدلة من المرسوم السابق، ويلاحظ من خلال هذه المادة أن المشرع قد حصر توظيف الأموال على البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة على خلاف ما كان عليه الأمر في ظل المادة 43 القديمة، حيث اعتبر اللجوء الى توظيف السندات بأساليب الإشهار العادي أو السعي المصفاقي المباشر يجعل من الشركة قد لجأت الى الادخار العلي، ومن تم يستخلص أن الشركة اذا ما قامت بتوظيف أموالها بهاتين الطريقتين الأخيرتين لا تعتبر من الشركات التي تلجأ للادخار العلي وبالتالي ليس عليها واجب الإفصاح المنصوص عليه في المادة 41 أعلاه.

- كل شركة تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة (الفقرة 02 من نفس المادة)، وتجب الإشارة هنا ان هذا النوع من الشركات لم يذكرها المشرع في المادة 41 القديمة بل استحدثها قانون 04-03 بموجب التعديل الذي أدخله على ذات المادة، ومن ثم يفهم ان هذه الشركات لم تكن معنية بواجب الإفصاح في ظل المرسوم التشريعي 93-10 بل فرض عليها بموجب القانون 04-03.

أ.3. أداة اعلام الشركات المصدرة للجمهور

يتم الإفصاح بموجب مذكرة (إعلان) توجه إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعتها المالية وتطور نشاطها، يتم نشرها من طرف الشركة المعنية بالإفصاح قبل إصدار الأوراق المالية أو قبل طلب قبول سنداتها للتداول في البورصة، بعد التأشير عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (المادة 41 المعدلة السابق ذكرها)، وهي ما يطلق عليها تسمية "المذكرة الإعلامية".

ب- التزام المساهمون في شركات المساهمة بالإفصاح (التصريح)

استحدثت المشرع واجب المساهمين في الإفصاح بموجب القانون 03-04 من خلال إضافة المواد 65 مكرر ومكرر 01 و 02 و 03 وذلك بموجب المادة 20 منه، حيث أوقع على عاتق المساهمين في الشركة واجب التصريح في حالتين، ألا وهما حالة الرفع من المساهمة عن الحد القانوني، وحالة انخفاض مساهمته عن الحد الأدنى القانوني، واستثناء فان المساهمين في شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير لا يخضعون لهذا الواجب بالتصريح، وقام المشرع بتحديد أنواع التصريحات التي يتوجب على المساهم المعني الادلاء بها وطريقة نشرها، كما حدد العقوبة التي توقع عليه في حالة عدم التزامه بواجبه في الإفصاح، لذا وتوضيحا لهذه المسألة سيتم التعرض للحالات الموجبة للتصريح، وأنواع التصريحات، شكلها وطريقة نشرها ثم التعرض للعقوبة المقررة عن عدم التزام المساهم بواجبه في الإفصاح.

1- الحالات الموجبة للتصريح

يلتزم المساهم بالتصريح في حالتين وهما حالة الرفع من المساهمة عن الحد القانوني، وحالة انخفاض المساهمة عن الحد الأدنى القانوني، وهو ما سيتم توضيحه من خلال دراسة كل حالة على حدا.

1.1 - حالة الرفع من المساهمة عن الحد القانوني

ألزم المشرع من خلال المادة 65 مكرر كل شخص طبيعي أو معنوي، يتصرف بمفرده أو مع غيره، امتلك عددا من الأسهم أو حقوق التصويت يمثل أكثر من $\frac{1}{20}$ أو $\frac{1}{10}$ أو $\frac{1}{5}$ أو $\frac{1}{3}$ أو $\frac{1}{2}$ أو $\frac{2}{3}$ رأسمال الشركة أو حقوق التصويت فيها، تكون أسهمها متداولة في البورصة، بالتصريح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها.

والتصريح يكون للشركة وللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولشركة تسيير بورصة القيم، وذلك في أجل لا يتجاوز 15 يوما ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة.

2.1 - حالة انخفاض المساهمة عن الحد الأدنى القانوني

يقع على عاتق المساهم كذلك واجب التصريح في حالة انخفاض مساهمته في رأسمال الشركة أو عدد حقوق التصويت فيها عن مستوى الحدود المذكورة أعلاه، وذلك بقيامه بنفس التصريح وفي نفس الأجل وإلى نفس الجهات (الفقرة 02 من المادة 65 مكرر من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم السابق ذكره).

وتعتبر أسهما أو حقوقا للتصويت، من أجل تحديد مستويات المساهمة المذكورة أعلاه، الأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها الشخص المكلف بالتصريح (المادة 65 مكرر 01 من نفس المرسوم):

- الأسهم أو حقوق التصويت المملوكة من طرف أشخاص آخرين لحساب هذا الشخص.
- الأسهم أو حقوق التصويت التي تمتلكها الشركات التي يراقبها هذا الشخص.
- الأسهم أو حقوق التصويت المملوكة من طرف الغير الذي يتصرف معه هذا الشخص.
- الأسهم أو حقوق التصويت التي يحق لهذا الشخص أو لأحد الأشخاص المذكورين أعلاه، امتلاكها بمبادرة منه وحده بموجب اتفاق مسبق.

1- أنواع التصريحات، شكلها وطريقة نشرها

نص المشرع على تصريحات مختلفة تتخذ اشكالا مختلفة ولها طريقة محددة لنشرها سيتم التطرق إلى كل منها على التوالي:

1.2- أنواع التصريحات

لقد أحالت المادة 65 مكرر إلى تطبيق أحكام لائحة تصدرها لجنة ت. ع. ب. م تتمثل هذه الأخيرة في النظام رقم 03-03 والمتعلق بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة في رأسمال الشركات المتداول أسهمها في البورصة (المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003، ج.ر. عدد 73 المؤرخة في 30 نوفمبر 2003، ص. 20) ، حيث تناول هذا النظام أنواع التصريحات التي

يتوجب على المكلفين بالتصريح الادلاء بها وحدد شروطها، وتتمثل في التصريح بتجاوز الحدود والتصريح عن النوايا.

أ- التصريح بتجاوز الحدود

يقوم المكلف بالتصريح في حالة تجاوز حدود مساهمته عن الحدود القانونية أو انخفاضها عنها بالإدلاء بتصريح كتابي، اذ يجب أن يكون الإعلان الذي يتضمنه هذا التصريح الكتابي صحيحا، دقيقا وصادقا يتضمن خاصة (المادة 02 من النظام رقم 03-03 المذكور أعلاه):

- هوية الشخص الطبيعي أو المعنوي المكلف بالتصريح وعلاقته مع الشركة المتداول أسهمها في البورصة.

- الحد أو الحدود المتجاوزة وكذا اتجاه هذا التجاوز.

- طبيعة العملية وعدد الأسهم أو حقوق التصويت المكتسبة، المتنازل عنها أو المستلمة بغير مقابل والتي أدت الى تجاوز الحد.

- عدد الأسهم أو حقوق التصويت المحازة سابقا وطبيعة الحيازة.

ب - التصريح عن النوايا

يجب على الشخص الطبيعي أو المعنوي في حالة تجاوز مساهمته حد الجزء العاشر أو الجزء الخامس من رأسمال الشركة الإعلان عن الأهداف التي ينوي متابعتها خلال الاثني عشر (12) شهرا القادمة بالإضافة الى التصريح بتجاوز الحدود (الفقرة الأولى من المادة 03 من نفس النظام).

وتجدر الإشارة هنا أن الأشخاص المكلفين بالتصريح عن النوايا هم فقط الأشخاص الذين تتجاوز مساهمتهم في رأسمال الشركة حد الجزء العاشر أو الخامس، ومن ثم فان تجاوز باقي الحدود لا يلزم المساهمين بالتصريح عن النوايا، بل يكتفون فقط بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة.

أما عن مضمون التصريح عن النوايا، فيجب أن يتضمن هذا التصريح عن النوايا ما إذا كان الشخص (الفقرة 02 من نفس المادة):

- ينوي متابعة عملية اكتساب أسهم أو حقوق تصويت الشركة.

- ينوي الاستحواذ على رقابة الشركة.

- يرغب في طلب التمثيل في مجلس إدارة الشركة.

- يتصرف بمفرده أو بمعية شخص أو عدة أشخاص.

يتم ارسال التصريح عن النوايا في نفس الآجال وإلى نفس الهيئات المذكورة في المادة 65 مكرر السابق ذكرها (الفقرة الأخيرة من المادة 04 السابقة الذكر)، أي يرسل في أجل لا يتجاوز 15 يوما ابتداء من يوم تجاوز الحدين السابقين (العشر أو الخمس)، وذلك إلى كل من الشركة ولجنة تنظيم عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.

2.2- شكل التصريح بتجاوز حدود المساهمة والتصريح بالنوايا

يجب أن يحرر التصريح سواء تعلق الأمر بالتصريح بتجاوز حدود المساهمة أو التصريح بالنوايا في شكل نموذجي تحدده تعليمة تصدرها ل. ت. ع. ب. م (المادة 05 من النظام رقم 03-03 السابق الذكر)، وتتمثل هذه التعليمة في التعليمة رقم 03-05 تحدد الشكل النموذجي للتصريح بتجاوز حدود المساهمة والنوايا (instruction COSOB N° 03-05)، حيث حدد الشكل النموذجي للتصريح بتجاوز حدود المساهمة في الملحق "أ" من التعليمة أما الشكل النموذجي للتصريح بالنوايا فحدد بموجب الملحق "ب" من ذات التعليمة.

3.2- نشر التصريح

وفيما يخص نشر التصريح، فإن التصريح بتجاوز حدود المساهمة والتصريح بالنوايا المناسب مع هذه الحدود يكون موضوع اعلان في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة وفي جريدتين على الأقل ذات توزيع وطني (المادة 04 من النظام رقم 03-03 المذكور أعلاه)، وهذا كي

تصل الى علم الكافة في نفس الوقت وبنفس التكلفة، وهو ما يجسد مبدأ الإفصاح والشفافية موضوع الدراسة.

3- العقوبة المقررة على مخالفة المساهم لواجبه في الإفصاح

أقر المشرع عقوبة الحرمان من حق التصويت المرتبط بالأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا عند عدم التصريح بها قانون، حيث نصت المادة 65 مكرر 03 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم على ما يلي: " لا تحظى الأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا، بحق التصويت في كل جمعية للمساهمين، يمكن أن تعقد في الأعوام الثلاثة (03) الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني".

ويلاحظ من خلال استقراء هذه المادة أن المشرع قد جعل من الحرمان من التصويت العقوبة الوحيدة المقررة على عدم احترام المساهم لواجبه في الاعلام، بيد أن هذه العقوبة في واقع الأمر ما هي الا عقوبة رمزية لا ردعية، ذلك أن المساهم لا يتأثر بعقوبة كهذه، خاصة وأن المساهمين في الوقت الحالي لم تعد تهمهم إدارة الشركة وتسييرها بقدر ما يهتمهم الربح الذي يجنونه منها، لذا كان من الأفضل حرمانه من الربح كي يتأثر ويمتنع عن اهمال واجبه في الإفصاح.

ج - التزام مندوبي الحسابات بالشفافية والإفصاح

فرض المشرع على شركات الأموال تعيين مندوب حسابات أو أكثر يتولى مراقبة حسابات الشركة نيابة عن المساهمين نظرا لما تتوفر فيه من خبرة ودراية وكفاءة علمية في مجال الحسابات، اذ يعتبر مندوب الحسابات بمثابة قناة اتصال بين المساهمين ومجلس الإدارة فيما يتعلق بأعمال الرقابة على حسابات الشركة (توكل، 2013، صفحة 149).

لذا فان مندوب الحسابات أثناء قيامه بمهامه والمتمثلة في مراقبة حسابات الشركة للتأكد من صحتها يقوم في حالة ملاحظته لأخطاء أو مخالفات مرتكبة باطلاع مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مجلس المراقبة بذلك وفي حالة عدم قيام هذه الأجهزة الأخيرة بتصحيح الوضع يعد

تقريراً خاصاً يقدمه لأقرب جمعية عامة مقبلة أو لجمعية عامة غير عادية، في حالة الاستعجال يقوم هو بنفسه باستدعائها لتقديم خلاصاته (المادة 715 مكرر 10 ومكرر 11 من القانون التجاري)، ويعرض عليها المخالفات والاختطاء الملاحظة ويعلم علاوة على ذلك وكيل الجمهورية (المادة 715 مكرر 13 من القانون التجاري) ، ومن خلال ما سبق يستخلص أن مندوب الحسابات هو كذلك ملزم بالإفصاح ، وإن خالف هذا الالتزام القانوني تعرض لعقوبات متفاوتة الدرجة.

وفي هذا السياق قد أقر المشرع من خلال المادة 830 من القانون التجاري عقوبة جزائية توقع على مندوب الحسابات في حالة عدم احترامه لواجبه في الإفصاح، حيث نصت هذه المادة على أنه: " يعاقب بالسجن من سنة الى خمس سنوات وبغرامة من 20.000 دج الى 500.000 دج أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط، كل مندوب للحسابات يتعمد إعطاء معلومات كاذبة أو تأكيدها عن حالة الشركة أو الذي لم يكشف الى وكيل الدولة عن الوقائع الاجرامية التي علم بها".

2- التزام شركات الوساطة في عمليات البورصة ولجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها بالإفصاح

تلعب كل من شركات الوساطة في عمليات البورصة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها دوراً هاماً في مجال تداول القيم المنقولة في البورصة، فالأولى تعتبر قناة الوصل بين المتعاملين في البورصة فبدونها لا تتم المعاملات في البورصة والثانية هي الجهة المنظمة لعمليات البورصة والمراقبة لكل ما يتعلق بها، وكلاهما ملزمان بالإفصاح عن المعلومات.

أ- التزام شركات الوساطة في عمليات البورصة بالإفصاح والشفافية

تضطلع شركات الوساطة المالية بدور هام في سوق الأوراق المالية، ولذلك يجب عليها الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح، وهذا الواجب يتخذ شقين، فهو أولاً واجب على هذه الشركات بالإفصاح تجاه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهو ثانياً واجب تجاه المستثمرين.

ففيما يتعلق بواجب الوسيط في الإفصاح عن المعلومات للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فقد أُلزم النظام رقم 01-15 المذكور سالفاً من خلال المادة 48 منه الوسيط بإعلام اللجنة في حالة حدوث أي تغيير في البيانات والمعلومات الواردة في طلب الحصول على الاعتماد وأي قرارات يقوم بإصدارها تتعلق بزيادة رأس ماله أو تخفيضه، تغيير مقر مؤسسته وأي قرارات تتعلق بتعيين مسيرين جدد، والدعاوى المرفوعة عليه، إلى غير ذلك من القرارات وذلك دون تأخير، كما يعلمها 30 يوماً قبل تحقيق مشروع إدماج واستحواذ سواء كان مستهدفاً أو مبادراً مع تقديم جميع العناصر المتعلقة بالمشروع، كما الزمه بتسليم الوثائق المحاسبية والمالية للجنة حسب فترات دورية تحددها هذه الأخيرة (المادة 56 من النظام رقم 01-15).

أما فيما يخص اعلام المستثمرين فلم يورد النظام 01-15 أي نص يتعلق به على خلاف ما كان عليه الأمر في ظل النظام رقم 03-96 السالف ذكره الملغى بموجب النظام رقم 01-15، والذي خصص المادة 38 منه للتحديث عن واجب الوسطاء في الإفصاح اتجاه الزبائن وذلك بنصها: " يجب على الو.ع. ب أن يضمّنوا اعلاماً ملائماً وحاجات الزبائن وأن يحترموا شفافية وأمن السوق وأن يتداركوا النزاعات المصلحية بين الزبائن".

لذا كان الاجدر بالمشروع الإبقاء على نص المادة 38 وادراجها ضمن أحكام النظام 01-15 تداركاً للفراغ التشريعي فيما يتعلق بواجب شركات الوساطة في الإفصاح اتجاه الزبائن.

ب - التزام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالإفصاح

تمارس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها دوراً مهماً في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من خلال إلزام الشركات المتداولة قيمها المنقولة في السوق بتقديم معلومات مفصلة عن نشاط الشركة وبشكل دوري (سنوي، نصف سنوي) حتى يتمكن المستثمر والوسيط المالي من اتخاذ القرار المناسب للاستثمار في قطاع معين أو شركة معينة.

إذ تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها وذلك بالسهر خاصة على السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها فتقدم بهذه الصفة

تقريراً سنوياً عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة (المادة 30 المعدلة من المرسوم التشريعي 93-10 السابق الذكر).

تؤكد اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها في بورصة القيم المنقولة بتتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولا سيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية، وتأمّر هذه الشركات، عند الاقتضاء، بنشر استدراقات فيما إذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة (المادة 35 من نفس المرسوم).

تنشر الملاحظات التي يمكن أن تسجلها اللجنة أو أي اعلام آخر قد يهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعييرة و/أو في أية أداة اعلامية أخرى (المادة 36 من نفس المرسوم).

المبحث الثاني: أهم مظاهر الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في سوق القيم

المنقولة

إن الأسواق المالية الكفوّة هي تلك التي توفر الثقة للمستثمرين، وهذه الأخيرة مرهونة بعدة عوامل منها دقة وصحة المعلومات المقدمة من قبل الشركات، فقيام الشركات بنشر معلومات كاذبة أو مضللة للجمهور من شأنه أن يوقع المستثمرين في الخطأ وأن يؤدي بهم إلى اتخاذ قرارات غير صحيحة وهذا من شأنه زعزعة الثقة، وهذا ما يشكل إخلالاً كلياً بالالتزام بالإفصاح والشفافية.

ومن العوامل التي توطد أواصر الثقة هي المساواة بين المستثمرين في الحصول على المعلومات وحمايتهم من الاستخدام غير المشروع للمعلومات غير المعلنة من قبل بعض الأشخاص العاملين بالشركة والذين يكونون على دراية بكل معلوماتها بحكم مناصبهم، فاستغلال هؤلاء الأشخاص لهذه المعلومات لتحقيق أرباح على حساب باقي المستثمرين قبل الاعلان عنها يشكل إخلالاً جزئياً بالالتزام بالإفصاح.

ومن خلال ما سبق، يستخلص أن مظاهر الإخلال بالالتزام بالشفافية والإفصاح تتعدد وتتخذ شكلا متدرجا، حيث قد يتمثل الإخلال في نقص في الشفافية وهو ما يسمى الإخلال الجزئي وقد يتمثل في انعدام مطلق للشفافية وهو ما يسمى الإخلال الكلي، لذا سيتم التطرق الى صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية من خلال فرعين، يتناول الأول منهما الإخلال الجزئي بمبدأ الإفصاح والشفافية أما الثاني فيتناول الإخلال الكلي بمبدأ الإفصاح والشفافية.

المطلب الأول: الإخلال الجزئي بالالتزام بالإفصاح والشفافية

يمكن بعض الأشخاص دون غيرهم بحكم وظائفهم من الاطلاع على معلومات الشركة غير المعلنة للجمهور خاصة عندما يكونون في موقع حساس في الشركة مثل مدير الشركة ورئيس وأعضاء مجلس الإدارة ومندوبي الحسابات وغيرهم، وهذا أمر عادي، ليس فيه مساس بمبدأ الإفصاح والشفافية غير أن استفادة هؤلاء الأشخاص أو المقربين منهم من هذه المعلومات قبل أن تصل إلى علم الجمهور كقيامهم بناء على هذه المعلومات بالشراء بالوقت المناسب المتوقع لارتفاع الأسعار، والبيع في حالة العلم بوجود خسائر أو غير ذلك، هو ما يشكل إخلالا بمبدأ الإفصاح والشفافية، وهو ما يطلق عليه بالتعامل الداخلي أو استغلال المعلومات الداخلية غير المعلنة.

ولتوضيح مسألة استغلال المعلومات الداخلية يجب التطرق أولا الى ماهية المعلومات الداخلية ثم الى نطاق حظر استغلال المعلومات الداخلية، لنعرج بعدها للعقوبات المقررة على استغلال المعلومات الداخلية.

الفرع الأول: ماهية المعلومات الامتيازية (الداخلية)

المعلومات الامتيازية، المعلومات الداخلية أو التعامل الداخلي كلها مفردات تفيد نفس المعنى، فماذا يقصد بها وما هي المعلومات التي تعتبر داخلية، هذا ما سيتم توضيحه من خلال ما يلي.

1- تعريفها

عرف بعض الفقهاء (قازي، 2017، صفحة 130) المعلومة الداخلية بأنها "هي تلك المعلومة غير المعلنة للجمهور والتي تتعلق بالأوراق المالية أو الشركة المصدرة لها أو الظروف المحيطة بها سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو غير ذلك من الظروف".

وعرفها البعض الآخر (توكل، 2013، صفحة 217) بأنها "تلك المعلومة التي لم تصل بعد الى الجمهور، وتتميز بأنها ذات طابع محدد وتتعلق بورقة أو عدة أوراق مالية، من شأنها لو شاعت أن تؤثر على سعر تلك الورقة أو هذه الأوراق".

2- خصائص المعلومات الداخلية

حتى تعتبر المعلومة داخلية ومن ثم لا يجوز أن يستأثر بها أحد الأشخاص أو تقوم فئة معينة باستغلالها على نحو يعود عليهم وحدهم دون غيرهم بالفائدة، فإن هناك عددا من الخصائص يجب أن تتوافر في هذه المعلومة وهي:

أ- أن تكون المعلومة غير معلنة أو سرية

يجب أن تكون المعلومات محل الاستغلال غير معلنة أي سرية، فالمعلومات تصبح معلنة ولا تكون هناك شبهة في استغلالها متى تم إذاعتها على الكافة بكل طرق الإذاعة المرئية والمسموعة والمكتوبة، أو حتى عن طريق إذاعتها في مؤتمر صحفي (الباز، 2015، صفحة 259)

ب - أن تكون المعلومة محددة

تكون المعلومة محددة عندما تتعلق بأمور أو وقائع معينة، كاستحواذ الشركة على شركة أخرى، أو حصول الشركة على عقد يزيد من أرباحها، ويقصد بالمعلومة المحددة تلك التي تدور حول شيء معين، ويمكن استخلاص نتيجة محددة من جراء الإفصاح عنها أو العلم بها، وذلك كما لو كانت المعلومة تدور حول تعديل في رأسمال الشركة زيادة أو نقصانا، أو إصدار سندات جديدة أو توزيع أسهم مجانية، أو غير ذلك مما يؤثر على سعر الأوراق المالية لهذه الشركة،

أما إذا كانت المعلومات عامة ليس من شأنها أن تنبئ عن واقعة محددة، فلا يمكن القول بأنها داخلية كتلك التي تحتوي على عبارات مجردة مثل الزعم بأن الشركة سوف تحقق منافع أو تجني أرباحا مستقبلا أو أنها سوف تتكبد خسائر في ظل السياسة العامة التي تنتهجها (الباز، 2015، صفحة 264 و265).

ج - أن تكون المعلومة من شأنها أن تؤثر جوهريا على الأسعار

لا يكفي أن تكون المعلومة غير معلنة ومحددة حتى تعتبر داخلية أو امتيازية، فليست كل معلومة يجهلها الجمهور داخلية بل يشترط أن يكون للمعلومة أثر على سعر الورقة المالية ارتفاعا أو انخفاضاً وذلك في حال وصولها للجمهور، أي مؤثرة في القيمة السوقية لها بغض النظر عن قيمتها الاسمية (الباز، 2015، صفحة 266).

د - أن تكون المعلومة مرتبطة بالأوراق المالية أو بمصدرها

يجب أن ترتبط المعلومات المحظور التعامل فيها بأعمال الشركة المتداولة أوراقها المالية، أو أيًا من الأطراف والكيانات المرتبطة بتلك الشركة، أما المعلومات التي تبني على الاستنتاجات والدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية فتخرج عن مفهوم المعلومات الداخلية (توكل، 2013، صفحة 217)، فلا يكفي أن تكون المعلومة غير معلنة ومحددة ومؤثرة في سعر الورقة المالية تأثيرا جوهريا بل لبد أن تكون متعلقة بالأوراق المالية أو بمصدرها حتى تعتبر داخلية (توكل، 2013، صفحة 267).

وخلاصة القول إن المعلومات الداخلية التي ينطبق عليها حظر الاستغلال تتسم بكونها غير معلنة ومحددة ومؤثرة في أسعار القيم المنقولة ومتعلقة بها أو بمصدرها.

الفرع الثاني: نطاق حظر التعامل الداخلي (استغلال المعلومات الداخلية)

نصت المادة 60 المعدلة والمتممة من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق بالبورصة من خلال الفقرة الأولى منها / الشطر الأول على أنه "يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 د.ج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل الى أربعة أضعاف مبلغ

الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط: - كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسة مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها، أما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات".

ومن خلال استقراء أحكام هاته المادة يستخلص أن المشرع حصر نطاق التعامل بالمعلومات الامتيازية (الداخلية) من حيث الأشخاص ومن حيث الزمان، لذا سيتم التطرق للنطاق الشخصي للتعامل الداخلي ثم النطاق الزمني له.

1- النطاق الشخصي

حدد المشرع الأشخاص الذين يحضر عليهم استغلال المعلومات الداخلية، ويتمثلون في المطلعين على المعلومات بكونهم الأشخاص الذين تتوفر لهم بمناسبة مهنتهم أو وظيفتهم معلومات عن الشركة المصدرة للسندات أو معلومات عن قيمها المنقولة قبل علم الجمهور بها، هؤلاء الأشخاص قد يكونون من داخل الشركة أو من خارجها ممن يتعاملون معها، ومن ثم فإن المطلعين من داخل الشركة يتمثلون في كل من رؤساء مجلس الإدارة، أعضاء مجلس الإدارة، أعضاء مجلس المراقبة، الموظفين المسؤولين بالشركة كالمحاسبين... إلى غير ذلك ممن يعملون بالشركة، أما المطلعين من خارج الشركة فهم الأشخاص الذين لا ينتمون إلى الشركة ولكن تربطهم علاقة عمل بها كمندوبي حسابات الشركة المصدرة الذين تتاح لهم فرصة الاطلاع على المعلومات والحقائق وكذلك أسرار الشركة الهامة والتي لم يصرح بها بعد أو لم تنشر بعد للجمهور، المستشارون من خارج الشركة كالمحامين والمحاسبين والمصرفيين المتخصصين، وغيرهم ممن يقدمون للشركة خدمات استشارية، موظفو البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة إلى آخره من الأشخاص الذين تقصدهم المادة 60 السابق ذكرها.

2- النطاق الزمني

ويقصد به الوقت الذي تظل فيه المعلومة الداخلية بصفتها السرية، بحيث إذا انقضى أصبح التعامل عليها مشروعاً، إذ تبقى المعلومة داخلية يحظر التعامل على أساسها في الأوراق المالية مادام لم تصبح في متناول الجمهور (الباز، 2015، صفحة 280 و281)، حيث نصت المادة 60 السابق ذكرها على هذه المسألة بقولها: "... فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يعتمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات"، وبمفهوم المخالفة فإن الشخص المطلع إذا ما تعامل وفقاً لهذه المعلومات ولكن بعد أن تم نشرها للجمهور فإنه لا يعتبر مجرماً ولا يعاقب بالعقوبة السابق ذكرها لأنه لم يخرق مبدأ المساواة أمام المعلومة.

الفرع الثالث: العقوبات المقررة على التعامل الداخلي

خص المشرع المطلع على المعلومات الامتيازية الداخلية بعقوبة جزائية تتمثل في الحبس و/أو الغرامة المالية المذكورة أعلاه في حالة ما إذا قام باستغلاله لها سواء حقق نفعاً أم لم يحقق وسواء كان الاستغلال من طرفه أو من طرف غيره، إذ يكف لقيام مسؤولية المطلع المتعامل ثبوت معرفته بالمعلومات وعلمه بأنها غير معلنة (الباز، 2015، صفحة 214). كما دعم المشرع العقوبة الجزائية بعقوبة مدنية تتمثل في البطلان، حيث نصت الفقرة الأخيرة من المادة 60 السالف ذكرها على أنه "تعد العمليات المنجزة على هذا الأساس عمليات باطلة".

المطلب الثاني: الإخلال الكلي بمبدأ الإفصاح والشفافية

يتمثل الإخلال الكلي بمبدأ الإفصاح والشفافية في نشر معلومات كاذبة، خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور، تتعلق هذه المعلومات بما بوضعية الشركة المصدرة التي تكون سندات مقبولة للتداول في البورصة واما بالسندات نفسها من أجل التأثير في الأسعار.

الفرع الاول: المقصود بنشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور

أكدت غالبية التشريعات ومنها التشريع الجزائري على أن تكون المعلومة المقدمة من قبل الشركة المصدرة صحيحة ودقيقة وصادقة والا تعرض صاحبها لعقوبات، حيث نصت المادة 04 من النظام رقم 02-2000 السابق ذكره على أنه: " يجب أن تكون المعلومة الموجهة الى الجمهور صحيحة ودقيقة وصادقة، تشكل كل معلومة يتضح أنها خاطئة أو غير محددة أو مغرضة مساسا بحسن اعلام الجمهور وتعرض صاحبها الى عقوبات".

إن نشر معلومات خاطئة أو مغالطة يكون إما أثناء اصدار الشركة قيمها المنقولة باللجوء العلني للادخار بهدف جلب المكتتبين واغوائهم للاكتتاب في قيمها المنقولة، وإما أثناء ممارسة نشاطها بهدف رفع سعر قيمها المنقولة في البورصة.

1- الكذب في الإفصاح أثناء إصدار الشركة لأوراقها المالية

سبقت الإشارة الى أن افصاح الشركة أثناء إصدارها قيما منقولة يكون من خلال إعداد ونشر مذكرة إعلامية مصحوبة ببيان إعلامي يعتبر تلخيصا لها، توضح جميع البيانات الضرورية للمستثمرين لبناء حكمهم حول الذمة المالية للشركة، نشاطها، وضعيتها المالية، نتائج الشركة وتطوراتها، هذه المذكرة تؤرخ ويتم التوقيع عليها من طرف كل من الممثل الشرعي للشركة المصدرة ومحافظ الحسابات، وفي حالة تعددهم يتم إمضاؤها من طرف جميع المحافظين، وهذا التوقيع، كما سبق الإشارة اليه عند دراسة موضوع المذكرة الإعلامية، تسبقه عبارات تدل على صدق وصحة البيانات والمعلومات الواردة فيها، فاذا ما كانت المعلومات كاذبة أو خاطئة فان من يتحمل المسؤولية هم موقعيها أي ممثل الشركة ومندوبي حساباتها.

ولعل الكذب في المذكرة الإعلامية انما يكون بهدف التأثير على قرار المستثمرين وجلبهم للاستثمار في الأوراق المالية للشركة وفي هذا مساس بحسن اعلام الجمهور وحسن سير السوق، لذا أخضع المشرع المذكرة الإعلامية للتأشير المسبق من طرف لجنة تنظيم عمليات

البورصة ومراقبتها قبل النشر فاذا رأت أن المعلومات ناقصة أو متناقضة أو غير كافية أو مضللة رفضت التأشير على المذكرة وطالبت بتعديلها.

2- الكذب في الإفصاح أثناء ممارسة الشركة نشاطها

سبق وأن ذكرنا في النطاق الموضوعي للالتزام بالإفصاح أن الشركة تلتزم بالإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات التي تتعلق بها ونشاطها، وهذا الإفصاح يعتبر ذا أهمية كبيرة للجمهور والجهات الرقابية فالمستثمر يستطيع من خلاله معرفة مركز الشركة المالي والقانوني، إذ أن معرفة قيمة أصول الشركة ومدى قدرتها على تحقيق أرباح من عدمه يتم من خلال المعلومات التي تنشرها الشركة في القوائم المالية المعدة من قبلها والتي تنشر دورياً في تقارير سنوية ونصف سنوية تفصح بها عن المركز المالي للشركة. وكذلك الحال بالنسبة للجهات الرقابية تستطيع تحديد موقف الشركة من خلاله وما إذا كانت هناك أفعال مخالفة للقانون أم لا.

لكن قد تقوم الشركة بتقديم معلومات كاذبة في هذه المرحلة من مراحل الإفصاح، وهذا من شأنه أن يمثل خطورة أكبر من عدم تقديم المعلومات أصلاً لأن المستثمر سوف يبني قراره على معلومات كاذبة لا صحة لها ومن ثم لن يكون قراره موضوعياً، لذا أكد المشرع على ضرورة أن تكون المعلومات المفصح عنها صحيحة وصادقة ودقيقة وعاقب على الإدلاء بمعلومات كاذبة سواء تعلق الأمر بإفصاح دوري أو فوري، ومن أمثلة الكذب في الإفصاح: الكذب في الإعلان عن توزيع الأرباح والكذب في المعلومات المتعلقة بالميزانية.

إذ تمثل الأرباح التي توزعها الشركة إحدى أهم المعلومات التي يتابعها المستثمر حينما يرغب بالاستثمار، لأن الهدف الرئيسي لكل مستثمر هو الحصول على الأرباح، لذلك فحينما تفصح الشركة للجمهور عن تحقق أرباح ويقوم الجمهور باتخاذ قرارات استثمارية بناء على هذه المعلومات فاذا كانت صحيحة كان القرار صحيحاً أما إذا كانت كاذبة فسيكون قرار المستثمر غير صحيح، لذلك يجب توخي الدقة حينما يتم الاعلان عن توزيع الأرباح و ألا تكون صورية بل

يجب أن تكون حقيقية، فإذا ما كذبت وصرحت بأرباح غير حقيقية تعرضت للعقوبات المنصوص عليها أعلاه.

كما أن الميزانية تعتبر إحدى الأدوات المهمة التي يتم من خلالها التعرف على المركز المالي للشركة، فيجب على الشركة عند اعدادها لميزانيتها أن تبتعد عن الكذب وأن تتوخى الدقة في ذلك لأنها إذا ما كذبت فيها أدت بالمستثمرين الى اتخاذ قرارات غير سليمة، وهذا من شأنه الاضرار بمصلحة المستثمرين وحسن سير السوق، مما يعرضها للمساءلة.

الفرع الثاني: العقوبات المقررة على نشر معلومات خاطئة

تتمثل العقوبات المقررة على نشر معلومات خاطئة في الحبس و/أو الغرامة المالية، حيث نصت المادة 60 الفقرة الأولى الشطر الثاني على أنه: " يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل الى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط :- كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعية مصدر تكون سنداته محل تداول في البورصة أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير في الأسعار".

وما يلاحظ من خلال هذه المادة أنه على الرغم مما لنشر معلومات خاطئة وسط الجمهور من خطر كبير على سوق القيم المنقولة، إلا أن المشرع قد فرض عقوبة رمزية لا ردعية، كما أنه لم يتحدث عن العقوبة في حالة العود، لذا كان الأجدر به رفع العقوبة كي تكون رادعة أكثر لمرتكبي جريمة نشر معلومات خاطئة، كما يستحسن أن ينص على حالة العود وأن يقر لها عقوبة أكبر.

الخاتمة:

إن مبدأ الإفصاح والشفافية مفاده أن كل المتعاملين في القيم المنقولة بدأ بالشركة المصدرة إلى آخر متعامل في البورصة ملزم بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات وتوخي الشفافية التامة في الإفصاح عنها، لما للمعلومات والبيانات والتقارير من أهمية بالغة بالنسبة للمستثمرين في القيم المنقولة، فهي تعتبر العمود الفقري للسوق، فكفاءة سوق الأوراق المالية تقدر بقدر ما يتوافر فيها من شبكة معلومات وبيانات قوية وصادقة تعطى للكافة في إطار من المساواة والعدالة.

ولقد أوضحت الدراسة أن واجب الإفصاح والشفافية يقع على عاتق كل من الشركة المصدرة للقيم المنقولة ومساهميها ومندوبي حساباتها، كما يقع على شركات الوساطة في عمليات البورصة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وأن مظاهر الإخلال بواجب الإفصاح والشفافية تتعدد وتأخذ شكلا متدرجا، حيث قد تتمثل في نقص في الشفافية وهو ما يسمى بالإخلال الجزئي وقد تتمثل في انعدام في الشفافية وهو ما يسمى بالإخلال الكلي، أما الإخلال الجزئي فيتمثل في استغلال المعلومات الداخلية، وأما الإخلال الكلي فيتمثل في نشر معلومات كاذبة، خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور، تتعلق إما بوضعية الشركة المصدرة التي تكون سنداتها مقبولة للتداول في البورصة وإما بالسندات نفسها من أجل التأثير في الأسعار.

وأن المشرع حرصا منه على احترام مبدأ الإفصاح والشفافية قد أقر عقوبة مدنية تتمثل في البطلان وعقوبات جزائية على الإخلال به تتراوح بين الغرامة والحبس سواء كان الإخلال جزئيا أم كليا.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها:

- أن المشرع قد أقر عقوبات بسيطة على الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية من خلال المادة 60 المعدلة من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم، على الرغم مما لهذا الإخلال من أثر بالغ على سوق الأوراق المالية.

- أن المشرع عاقب الإخلال الجزئي بنفس عقوبة الإخلال الكلي على الرغم من تفاوت درجة خطورة كل منهما.

التوصيات:

من الأجدر أن يعيد المشرع النظر في العقوبات المقررة على الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية من خلال تشديدها حتى تكون رادعة أكثر، وأن يخص كل نوع من أنواع الإخلال بعقوبة خاصة به.

قائمة المراجع:

1- مرسوم تشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 03 ذي القعدة عام 1413 الموافق لـ 25 أفريل سنة 1993 يعدل و يتمم الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 المتضمن القانون التجاري ، ج. ر المؤرخة في 27 أفريل 1993، ع. 27، ص. 03.

2- مرسوم تشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق لـ 23 مايو سنة 1993، متعلق ببورصة القيم المنقولة، ج. ر المؤرخة في 23 ماي 1993، ع. 34، ص. 04.

3- نظام رقم 2000-02 مؤرخ في 14 شوال عام 1420 الموافق لـ 20 يناير سنة 2000 والمتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة بالبورصة. ج. ر. عدد 50، المؤرخة في 16-08-2000.

4- نظام رقم 03-01 المؤرخ في 15 محرم عام 1424 الموافق لـ 18 مارس سنة 2003 والمتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج. ر عدد 73 المؤرخة في 30 نوفمبر 2003، ص. 10.

- Instruction COSOB N° 03-05 du 21 décembre 2003 Définissant le modèle type des déclarations de franchissements de seuils de participation et d'intention.

- ابراهيم اسماعيل ابراهيم ورائد فيصل قازي. (2017). تنفيذ التزام الشركات المساهمة بالإفصاح في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة). مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية ، العدد الاول، 110.

- أحمد الباز. (2015). *الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة*. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- اسماعيل محمد علي عثمان. (2016). *النظام القانوني لتداول شركات المساهمة في البورصة*. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- أشرف عبد المنعم. (2008). *رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية في مصر، دراسة قانونية مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية*. رسالة دكتوراه في الحقوق .
- المعجم الوجيز. (بلا تاريخ). طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم. مجمع اللغة العربية.
- جميل أحمد وسفير محمد. (6 و7 ماي، 2012). *تجليات حوكمة الشركات في الارتقاء بمستوى الشفافية والإفصاح*. 5. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: مخبر مالية، بنوك وإدارة اعمال.
- خالد أحمد الشعراوي. (2015). *الاطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، الأوراق المالية المتداولة في البورصة، الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الجهات الرقابية على تداول الأوراق المالية*. الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
- شركة طلال ابو غزالة وشركاه الدولية. (22-23 ديسمبر، 2009). *الشفافية. قرارات قمة العشرين، استحقاقاتها المالية والمحاسبية . المنتدى المالي والمحاسبي العربي*.
- صفوت عبد السلام. (2003). *الأثار الاقتصادية لعمليات غسل الاموال*. القاهرة: دار النهضة.
- عصام حنفي محمود. (2006). *التزام الشركات بالشفافية والإفصاح*. دار النهضة العربية.
- فادي توكل. (2013). *الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة*. القاهرة: دار النهضة العربية.