

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة

- الجزائر -

رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية بعنوان:

# دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات

تحت اشراف الأستاذ الدكتور:

ناصر دادي عدون

من إعداد الطالب:

علال بن ثابت

أعضاء لجنة المناقشة:

- أ.د. محمد براق ..... رئيسا  
أ.د. ناصر دادي عدون ..... مقرر  
أ.د. هواري معراج ..... عضوا  
د. الطاهر لطرش ..... عضوا  
د. ناصر عزواني ..... عضوا  
د. هلال درحمون ..... عضوا  
د. مالك مرهون ..... عضوا خبيرا

السنة الجامعية: 2012/2011

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾

قرآن كريم: سورة البقرة: 32.

﴿ وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا ﴾

قرآن كريم: سورة الإسراء: 85

قال القاضي عبد الرحيم بن علي البيساني:

" إني رأيتُ أنه لا يكتبُ إنسانٌ كتابًا في يومه؛ إلا قالَ في غده: لو غيرَ هذا لكانَ أحسنَ، ولو زيدَ كذا لكانَ يُستحسنُ، ولو قدّمَ هذا لكانَ أفضلَ، ولو تُركَ هذا لكانَ أجملَ. هذا من أعظم العبرِ، وهو دليلٌ على استيلاءِ النقصِ على جملةِ البشرِ "

## الفهرس

I	الفهرس
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	الملخص بالعربية
XI	الملخص بالفرنسية
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: أسواق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: مفاهيم عن سوق الأوراق المالية
03	1- سوق الأوراق المالية وموقعها في النظام المالي
03	1-1. تقسيمات سوق الأوراق المالية
05	2-1. موقعها في النظام المالي
08	3-1. اقتصاد الاستدانة واقتصاد السوق المالية
10	2- أدوات سوق الأوراق المالية
10	1-2. الأدوات التقليدية
13	2-2. الأدوات المستحدثة الهجينة
16	3-2. المشتقات المالية
22	3- تنظيم وعمل سوق الأوراق المالية
22	1-3. الهيئات المشرفة على السوق
22	2-3. الفئات المتدخلة في السوق
24	3-3. أوامر البورصة
25	4-3. التسعير في السوق
26	المبحث الثاني: تمويل المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية
26	1- دخول المؤسسات إلى البورصة
26	1-1. أهداف وشروط الدخول
29	2-1. إجراءات الدخول

30	..... 3-1. دور البنوك في عملية الادخال
31	..... 2- التمويل عن طريق الأسهم ( رفع رأس مال المؤسسة الخاص )
31	..... 1-2. إصدار الأسهم العادية: الإجراءات والأنواع
33	..... 2-2. رفع رأس المال والحق التفضيلي للاكتتاب
35	..... 2-3. النتائج المالية لعملية رفع رأس المال
36	..... 3- التمويل عن طريق السندات
36	..... 1-3. خصائص السندات
37	..... 2-3. إصدار السندات
39	المبحث الثالث:علاقات المؤسسة بمختلف الأطراف من خلال العمل في سوق الأوراق المالية ..
39	..... 1- بيئة المؤسسة الاقتصادية في ظل سوق الأوراق المالية
39	..... 1-1. أصحاب المصلحة في المؤسسة
42	..... 1-2. العلاقات بين مختلف الأطراف وتضارب المصالح
46	..... 2- تعظيم ثروة المساهمين وتوليد القيمة في المؤسسة
47	..... 1-2. القيمة المضافة الاقتصادية
49	..... 2-2. القيمة المضافة السوقية
51	..... خلاصة الفصل

## 52 الفصل الثاني: الاطار النظري لحوكمة المؤسسات

53	..... تمهيد الفصل
54	..... المبحث الأول: ماهية حوكمة المؤسسات
54	..... 1- النشأة والمفهوم
54	..... 1-1. مفهوم حوكمة المؤسسات
56	..... 1-2. البعد التاريخي لحوكمة المؤسسات
59	..... 1-3. أهمية حوكمة المؤسسات
61	..... 2- مكونات وأنواع نظام حوكمة المؤسسات
61	..... 1-2. مكونات نظام الحوكمة
63	..... 2-2. مقومات ومرتكزات نظام حوكمة المؤسسات

66	..... 3-2. أنواع نظم حوكمة المؤسسات
68	..... المبحث الثاني: نظريات حوكمة المؤسسات
68	..... 1- نظرية الوكالة
68	..... 1-1. مضمون نظرية الوكالة
69	..... 2-1. تكاليف الوكالة
72	..... 3-1. الحوكمة ومشكلة الوكالة
72	..... 2- نظرية تكاليف الصفقات
72	..... 1-2. نظرية تكاليف الصفقات حسب <i>Coase</i>
73	..... 2-2. نظرية تكاليف الصفقات حسب <i>Williamson</i>
78	..... المبحث الثالث: آليات حوكمة المؤسسات
79	..... 1- الآليات الداخلية
79	..... 1-1. مجلس إدارة المؤسسة
84	..... 2-1. لجنة المراجعة
88	..... 2- الآليات الخارجية
88	..... 1-2. المراجعة الخارجية
91	..... 2-2. سوق المسيرين
93	..... خلاصة الفصل
94	..... الفصل الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الحوكمة في المؤسسة
95	..... تمهيد الفصل
96	..... المبحث الأول: دور سوق الأوراق المالية في وضع قواعد ومبادئ للحوكمة
96	..... 1- دور هيئات تنظيم السوق المالية في حوكمة المؤسسات
100	..... 2- تجربة بعض البورصات الدولية
100	..... 1-2. مبادئ بورصة نيويورك
102	..... 2-2. مبادئ بورصة ناسداك
110	..... 3- دور لجنة الأوراق المالية الأمريكية <i>SEC</i> وتأثير قانون <i>Sarbanes Oxeley</i>
113	..... المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية
114	..... 1- ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

114	.....1-1. مضمون كفاءة السوق.....
116	.....2-1. الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
118	.....2- تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية على عملية الإفصاح والشفافية في المؤسسة.....
119	.....1-2. الإفصاح والشفافية من منظور حوكمة المؤسسات.....
123	.....2-2. مكانة المراجعة ضمن شفافية الإفصاح في السوق المالية.....
126	.....3-2. الانهيارات المالية وعلاقتها بالإفصاح والشفافية.....
128	.....المبحث الثالث: تأثير المستثمرين المؤسسيين وأسواق الاندماج.....
128	.....1- تأثير المستثمرين المؤسسيين على حوكمة المؤسسات.....
128	.....1-1. أصناف ومكانة المستثمرين المؤسسيين.....
132	.....2-1. دراسة فعالية التأثير <i>L'activisme</i> .....
135	.....3-1. تأثير المستثمرين المؤسسيين على نظام حوكمة المؤسسات.....
137	.....4-1. دراسة مثال صناديق المعاشات الأمريكية.....
139	.....2- تأثير أسواق الاندماج والاستحواذ.....
139	.....1-2. أشكال وصور الاندماج.....
141	.....2-2. دوافع الاندماج والسيطرة على المؤسسات.....
143	.....3-2. أسواق الاندماج والاستحواذ وحوكمة المؤسسات.....
145	.....خلاصة الفصل.....
146	.....الفصل الرابع: تجارب أسواق الأوراق المالية المختلفة في أنظمة حوكمة المؤسسات
147	.....تمهيد الفصل.....
148	.....المبحث الأول: مكانة سوق الأوراق المالية ضمن أنظمة الحوكمة الدول المتقدمة.....
148	.....1- مكانة سوق الأوراق المالية في النموذج الأنجلو ساكسوني.....
149	.....1-1. الولايات المتحدة الأمريكية.....
150	.....2-1. المملكة المتحدة.....
155	.....2- مكانة سوق الأوراق المالية في النموذج الألماني الياباني.....
156	.....1-2. ألمانيا.....
158	.....2-2. اليابان.....

162	.....3- مكانة سوق الأوراق المالية في النموذج الأوربي
162	.....1-3. بلجيكا
164	.....2-3. فرنسا
167	.....المبحث الثاني: مكانة سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة من غير العربية
167	.....1- خصائص الأسواق الناشئة
170	.....2- تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة
175	.....3- دور الأسواق الناشئة في نظام حوكمة المؤسسات
179	.....1-3. البرازيل
181	.....2-3. كوريا الجنوبية
185	.....المبحث الثالث: مكانة سوق الأوراق المالية في الدول العربية
185	.....1- نبذة عن أسواق الأوراق المالية العربية
192	.....2- أداء أسواق الأوراق المالية العربية
197	.....3- دور أسواق الأوراق المالية العربية في نظام الحوكمة
197	.....1-3. تجربة الأردن
198	.....2-3. التجربة المصرية
199	.....3-3. تجربة المملكة العربية السعودية
201	.....خلاصة الفصل
202	.....الفصل الخامس: مكانة سوق الأوراق المالية في نظام حوكمة المؤسسات في الجزائر
203	.....تمهيد الفصل
204	.....المبحث الأول: تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية
204	.....1- تطور تسيير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية
204	.....1-1. مرحلة قبل سنة 1988
209	.....2-1. مرحلة بعد سنة 1988
214	.....2- رقابة المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية
215	.....1-2. الرقابة الداخلية للمؤسسة العمومية الاقتصادية
219	.....2-2. الرقابة الخارجية
224	.....المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات في الجزائر

224	.....1- تطور نظام تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية
224	.....1-1. تمويل المؤسسات الاقتصادية قبل سنة 1990
226	.....2-1. تمويل المؤسسات الاقتصادية بعد سنة 1990
228	.....2- سوق الأوراق المالية في الجزائر
228	.....1-2. نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية
229	.....2-2. تنظيم بورصة الجزائر
233	.....3-2. المؤسسات المدرجة في السوق
237	.....4-2. تطور نشاط بورصة الجزائر
241	.....3- نظام الحوكمة في الجزائر
241	.....1-3. هيئات الرقابة على المؤسسات
242	.....2-3. التنظيمات والتشريعات الخاصة بالحوكمة
246	.....المبحث الثالث: دراسة ميدانية لمكانة بورصة الجزائر في نظام حوكمة المؤسسات
246	.....1- عرض وخصائص الدراسة
250	.....2- تحليل فقرات الدراسة
250	.....1-2. فقرات المحور الأول
253	.....2-2. فقرات المحور الثاني
256	.....3-2. فقرات المحور الثالث
260	.....3- نتائج اختبار الفرضيات
260	.....1-3. اختبار التوزيع الطبيعي
261	.....2-3. اختبار الفرضية الأولى
263	.....2-3. اختبار الفرضية الثانية
266	.....3-3. اختبار الفرضية الثالثة
271	.....خلاصة الفصل
272	.....الخاتمة
280	.....المراجع
296	.....الملاحق



الصفحة	العنوان	الرقم
12	مقارنة بين أنواع الأوراق المالية	01
48	حساب القيمة المضافة الاقتصادية	02
58	تطور سلطة المسيرين والحوكمة	03
77	هياكل الحوكمة الفعالة حسب <i>Williamson</i>	04
78	آليات حوكمة المؤسسات حسب <i>Charreaux</i>	05
83	مهام ومسؤوليات لجنة التعيينات ولجنة المكافآت	06
103	دور البورصات الدولية في إعداد ومتابعة قواعد حوكمة المؤسسة	07
111	القوانين الأمريكية الصادرة لحماية المستثمرين	08
129	الأصول المالية للمستثمرين المؤسسين في بعض الدول	09
130	نسبة الأصول المالية للمستثمرين المؤسسين إلى الناتج الوطني الخام في بعض الدول	10
131	مكونات محفظة المستثمرين المؤسسين بمليار وحدة العملة الوطنية وبنسبة مئوية	11
148	مكانة سوق الأوراق المالية في الو.م.أ والمملكة المتحدة	12
152	ملخص النظام الأنجلو ساكسوني لحوكمة المؤسسات	13
155	مكانة سوق الأوراق المالية في ألمانيا واليابان	14
155	نسبة الانتماء المحلي للقطاع المصرفي من إجمالي الناتج المحلي في ألمانيا واليابان	15
160	ملخص النظام الألماني- الياباني لحوكمة المؤسسات	16
162	مكانة سوق الأوراق المالية في بلجيكا وفرنسا	17
165	ملخص النظام الهجين للحوكمة	18
168	بعض خصائص الدول الناشئة مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية	19
170	مقارنة تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة	20
171	رسمة وتركز الأسواق الناشئة	21
173	تطور عدد المؤسسات المدرجة ونسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام في الأسواق الناشئة	22
175	قواعد حوكمة المؤسسات في بعض الأسواق الناشئة	23
180	تركز الملكية في المؤسسات البرازيلية	24
180	هيكل الملكية في المؤسسات البرازيلية	25
182	هيكل الملكية في المؤسسات الكورية	26

183	تركز الملكية في المؤسسات الكورية	27
193	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1995-2010)	28
193	القيمة السوقية ونسبتها إلى الناتج المحلي الاجمالي للأسواق المالية العربية منفردة	29
195	المؤسسات المدرجة للأسواق المالية العربية منفردة	30
237	تطور قيمة التبادل وعدد المبادلات في بورصة الجزائر	31
239	تطور الرسملة البورصية ونسبتها إلى الناتج المحلي الاجمالي في الجزائر	32
247	توزيع عينة الدراسة حسب العمر	33
247	توزيع عينة الدراسة حسب الجنس	34
248	توزيع عينة الدراسة حسب المستوى العلمي	35
248	توزيع عينة الدراسة حسب التخصص العلمي	36
249	توزيع عينة الدراسة حسب الخبرة المهنية	37
250	معامل الثبات بطريقة ألفا كرونباخ	38
250	تحليل فقرات المحور الأول	39
253	تحليل فقرات المحور الثاني	40
256	تحليل فقرات المحور الثالث	41
260	اختبار التوزيع الطبيعي (اختبار كولمجروف - سمرنوف للعينة الواحدة )	42
261	اختبار فقرات الفرضية الأولى	43
263	اختبار فقرات الفرضية الثانية	44
266	اختبار فقرات الفرضية الثالثة	45

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
06	مكانة سوق الأوراق المالية ضمن النظام المالي	01
17	أنواع عقود الاختيار	02
20	أنواع عقود المبادلة	03
40	تقسيم أصحاب المصالح حسب <i>Wood Mitchell, Agle,</i>	04
42	بيئة المؤسسة في سوق الأوراق المالية	05
62	مستويات نظام الحوكمة في المؤسسة	06
65	العلاقة بين المقومات الرئيسية والمرتكزات لنظام حوكمة المؤسسات	07
85	أهمية لجنة المراجعة لمختلف الأطراف	08
101	مبادئ بورصة نيويورك لحوكمة المؤسسات	09
124	دور مكونات المراجعة في شفافية الإفصاح في السوق المالية	10
134	بدائل التأثير على المؤسسة من قبل المستثمرين المؤسسين	11
138	العلاقة بين صناديق المعاشات الأمريكية وحوكمة المؤسسات	12
140	تقسيمات الاندماج	13
195	الأهمية النسبية للأسواق العربية	14
196	تطور الإصدارات الجديدة في الأسواق العربية	15
238	تطور قيمة التبادل في بورصة الجزائر 1999-2010	16
240	تطور الرسملة البورصية في الجزائر 1999-2010	17
247	توزيع عينة الدراسة حسب العمر	18
247	توزيع عينة الدراسة حسب الجنس	19
248	توزيع عينة الدراسة حسب المستوى العلمي	20
248	توزيع عينة الدراسة حسب التخصص العلمي	21
249	توزيع عينة الدراسة حسب الخبرة المهنية	22

## الملخص

لقد زاد الاهتمام، في العقود الأخيرة، بمفهوم حوكمة المؤسسات، خاصة بعد الانهيارات التي عرفتها كبريات المؤسسات العالمية، وكثرت البحوث الأكاديمية والمهنية التي تساءلت حول فعالية نظام الحوكمة، من خلال تطبيق آليات داخلية وخارجية تمكن من زيادة الثقة لدى المستثمرين وحفظ مصالح مختلف الأطراف، وسوق الأوراق المالية هي إحدى الآليات التي تؤثر على نظام حوكمة المؤسسات. ومن هذا المنطلق نحاول في هذه الرسالة دراسة تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، بالنظر إلى تجارب مختلف الدول. وتم تناول هذا الموضوع من خمسة فصول:

الأول تم التطرق فيه إلى مفاهيم عن سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات، والثاني إلى الإطار النظري لحوكمة المؤسسات، أما الفصل الثالث فعالج مختلف التأثيرات لسوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة، من خلال دور سوق الأوراق المالية في وضع قواعد ومبادئ الحوكمة، ودور كفاءة سوق الأوراق المالية في تعزيز الإفصاح والشفافية، وتأثير المستثمرين المؤسسيين وأسواق الاندماج والاستحواذ. أما الفصل الرابع، فكان لدراسة تجارب كل من الدول المتقدمة والناشئة والعربية. خصص الفصل الخامس لحالة الجزائر ولمكانة بورصة الجزائر في نظام الحوكمة، من خلال تحليل آراء إدارات البورصة والمؤسسات المدرجة وبعض المهنيين والأكاديميين المختصين بالموضوع.

وتوصلت الدراسة، إلى نتيجة أساسية مفادها، أن تأثير سوق الأوراق المالية يختلف من نموذج لآخر، ففي الدول المتقدمة، نجد في النموذج الأنجلو ساكسوني مكانة هامة لسوق الأوراق المالية في نظام الحوكمة، وتقل هذه المكانة في النموذج الألماني الياباني. أما في الدول الناشئة، فالبرغم من تطور أسواق الأوراق المالية فيها، إلا أنها لا تساهم كثيرا في نظام الحوكمة، أما في الدول العربية، فهناك إصلاحات كثيرة لمسايرة التقدم في أسواق الأوراق المالية، وفي وضع قواعد للحوكمة، لكن تظل هذه الجهود غير كافية. أما في الجزائر، فلقد أثر الجمود الكبير في بورصة الجزائر، على أخذ مكانة لها في نظام الحوكمة، هذا النظام الذي لا زال يفتقر إلى كثير من الآليات الأخرى لتعزيزه.

## **Résumé**

*Au cours des dernières décennies, l'intérêt pour le concept de gouvernance d'entreprise a pris une dimension internationale de premier rang. Les plus grands scandales financiers des entreprises mondiales et inattendus ont amené le monde académique et professionnel à s'interroger sur l'efficacité du système de gouvernance, grâce à l'application des mécanismes internes et externes pour permettre d'accroître la confiance des investisseurs et en gardant les intérêts des différentes parties. Le marché boursier est l'un des mécanismes qui affecte le système de gouvernance d'entreprise.*

*À cet effet, nous proposons dans le cadre de cette thèse, l'examen des effets de la bourse sur le système de gouvernance d'entreprise, étant donné les expériences de divers pays. Cette thèse comporte cinq chapitres :*

*Dans le premier, nous présentons des concepts sur le marché boursier et du financement des entreprises, et le second nous étudions le cadre théorique de la gouvernance d'entreprise. Dans le troisième, nous effectuons une étude sur les divers effets de la bourse sur le système de gouvernance, à travers le rôle du marché boursier dans le développement des règles et des principes de gouvernance, le rôle de l'efficacité du marché boursier dans la promotion de la divulgation et la transparence, et l'impact des investisseurs institutionnels et les marchés des fusions – acquisitions. Le quatrième chapitre étudie les expériences des pays développés et émergents et arabes. Dans le dernier chapitre nous étudions le cas de l'Algérie, et la place de la bourse d'Alger dans le système de gouvernance, à travers l'analyse empirique des points de vue des cadres de la bourse et les entreprises cotées et certains professionnels et universitaires spécialisés.*

*Le résultat essentiel obtenu montre que l'impact du marché boursier varie d'un modèle à l'autre. Dans les pays développés, nous constatons dans les pays anglo-saxon une place importante pour le marché boursier dans le système de gouvernance, cette place est faible dans le modèle allemand et Japonais. Dans les pays émergents, malgré le développement des marchés de valeurs mobilières, ils ne contribuent pas beaucoup dans le système de gouvernance. Dans les pays arabes, il y a de nombreuses réformes pour maintenir le rythme des progrès dans les marchés des valeurs mobilières, et dans les règles de gouvernance, mais ces efforts demeurent insuffisants.*

*En Algérie, la grande inertie en bourse d'Alger a défavorisé de prendre place dans le système de gouvernance, ce système lui manque encore beaucoup d'autres mécanismes pour le promouvoir.*

القيادة العامة

بتوسع أنشطة المؤسسات وتطورها ونموها، ظهرت الحاجة الماسة إلى توفير مصادر تمويل مختلفة ومتنوعة، وأصبح الشغل الشاغل للمسؤول المالي البحث عن أفضل فرصة للحصول عليها وبأقل تكلفة. وتعتبر سوق الأوراق المالية أحد المصادر الهامة التي لاقت إقبالا كبيرا واهتماما متزايدا خاصة بتراجع الوساطة المالية وإقبال المتعاملين نحو التمويل عن طريق إصدار قيم منقولة بدلا من اللجوء إلى البنوك وعمليات الاقتراض من الجهاز المصرفي في كثير من الدول. واقتحام المؤسسات لهذه السوق إنما هو في الحقيقة معركة لجذب المزيد من رؤوس الأموال وكسب أكبر قدر لثقة المستثمرين .

وتزايدت أهمية سوق الأوراق المالية نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم للتحوّل إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على المؤسسات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، وفي ظل النظام الاقتصادي الذي يزداد عولمة، فإن المؤسسات في حاجة إلى دخول الأسواق المالية المحلية وكذا العالمية وهذا في مواجهة منافسة أكبر من أجل الحصول على رأس المال والاستثمار، كما أدى اتساع حجم تلك المؤسسات إلى ازدياد اتجاهها لتلك الأسواق وساعد على كل ذلك ما شهده العالم من تحرير للأسواق المالية فتزايدت انتقالات رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق.

وكنتيجة لذلك، وبتسارع وتيرة عمليات انفصال الملكية عن التسيير ضعفت وتلاشت آليات الرقابة على تصرفات المسيرين ووقعت كثير من المؤسسات في مشاكل واضطرابات مع جمهور المستثمرين، لذلك فوجود قواعد واضحة لإدارتها أصبح احد المعايير الأساسية للاستثمار والاقتراض. وقواعد ادارة الادارة في المؤسسات أو ما اصطلح عليه " بحوكمة المؤسسات " □ عامل مهم يضعه المستثمرون، خاصة ذو الطابع المؤسسي، في اعتباراتهم عند القيام باتخاذ قرارات تخص الاستثمار، إذ يقارن العديد من المستثمرين بين المؤسسات التي تتسم بقدر أكبر من الكفاءة، وجودة المعلومات المفصح عنها وشفافيتها واحترام حقوقهم ووجود مجالس للإدارة تسهر على حماية مصالحهم وتعمل على تعظيم ثروتهم ... وهذا كله للتقليل من المخاطر وتحسين الأداء وبالتالي تحقيق عوائد أكبر على المدى البعيد.

وتعاطف الاهتمام بهذا المفهوم أكثر في عديد الاقتصاديات المتقدمة والنامية خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من الدول في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا وفي روسيا، وتعدد حالات الفشل المالية التي منيت بها مؤسسات عالمية كبرى، كل هذا دفع لإيلاء مزيد من الدراسة لمعايير الإفصاح والمعايير المحاسبية الحسيفة والرقابة الشفافة وإيجاد مجالس إدارة مسؤولة... والتي تصب كلها في ذلك المفهوم. والافتقاد إلى مثل هذه

الإجراءات، حتى بالنسبة للاقتصاديات القوية، تجعل الأمور تنهار بسرعة كبيرة بمجرد ضياع ثقة المستثمرين.

وعلى هذا الأساس، فحوكمة المؤسسات أصبحت أداة قوية لجذب الاستثمارات خاصة الأجنبية منها، ومن المنتظر أن تظل كذلك لأن رأس المال " جبان " يتجه إلى حيث يعلم أنه يتمتع بالحماية، وتعي المؤسسات أن تطبيقها لقواعد واضحة وشفافة وفعالة لإدارتها تكتسب أهمية كبرى خاصة في عمليات الاندماج ودخول الأسواق المالية المحلية والدولية والقدرة على جذب أموال إضافية. ولتطبيق نظام فعال للحوكمة لا بد من وجود، من جهة بعض الآليات الداخلية التي تتوفر في المؤسسات ذاتها، ومن جهة أخرى آليات خارجية، يمكن أن تحتل فيها سوق الأوراق المالية مكانة هامة لتعزيز قواعد وممارسات لإدارة الرشيدة وحماية مصالح المساهمين وكل الأطراف المشاركة في المؤسسة.

والجزائر مطالبة بإجراء إصلاحات أكثر عمقا واتساعا في مختلف المجالات، خاصة المالية منها، ولا يمكن أن تبقى بمعزل عن تلك التطورات الحاصلة، وسوق الأوراق المالية هي أكثر المجالات التي تنتظر نصيبا أوفرا من تلك الإصلاحات، لكي تلعب دورها المنوط بها، ليس التمويلي فقط، وإنما كآلية لمراقبة المؤسسات في إطار مفاهيم الحوكمة.

### إشكالية البحث:

مما سبق، يمكن صياغة إشكالية الدراسة وتحديد معالمها في سؤال رئيس، هو جوهر البحث، ومفاده: كيف يمكن لسوق الأوراق المالية أن يؤثر على نظام حوكمة المؤسسات؟ وللإجابة على هذا السؤال ارتأينا تفكيكه إلى أسئلة فرعية على النحو التالي:

1. كيف يتم تمويل المؤسسة من سوق الأوراق المالية، وما هي خصائص هذا النوع من التمويل؟
2. كيف ظهر مفهوم حوكمة المؤسسات وما هي أهم النظريات المفسرة لها وآلياتها؟
3. كيف تساهم سوق الأوراق المالية في تعزيز نظام الحوكمة في المؤسسات؟
4. ما هو واقع سوق الأوراق المالية ونظام الحوكمة في مختلف الدول؟
5. ما تأثير سوق الأوراق المالية في الجزائر على نظام الحوكمة؟.

### فرضيات الدراسة:

نسعى إلى الإجابة على الإشكالية المطروحة في إطار فرضيتين أساسيتين، وكل فرضية أساسية قسمت إلى فرضيات فرعية، على النحو التالي:



**الفرضية الأساسية الأولى:** تختلف تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات طبقاً للنظام الاقتصادي الموجود في الدولة؛

**الفرضية الفرعية الأولى:** لسوق الأوراق المالية نفس التأثيرات على نظام حوكمة المؤسسات في كل الدول المتقدمة؛

**الفرضية الفرعية الثانية:** تلعب أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة، دوراً مهماً في تعزيز نظام حوكمة المؤسسات فيها؛

**الفرضية الفرعية الثالثة:** بحكم محدودية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، فهي لا تساهم في نظام حوكمة المؤسسات فيها.

**الفرضية الأساسية الثانية:** لا توجد أي تأثيرات لسوق الأوراق المالية في الجزائر على نظام حوكمة المؤسسات، بالنظر إلى جمود نشاطها؛

**الفرضية الفرعية الأولى:** لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات القانونية والرقابية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات؛

**الفرضية الفرعية الثانية:** لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات الإعلامية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات؛

**الفرضية الفرعية الثالثة:** لا تتمتع بورصة الجزائر بمقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات.

#### أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة فيما تهدف إليه، إلى السعي للوصول إلى النقاط التالية:

1. تسليط الضوء على جوانب تتعلق بحوكمة المؤسسات، وعلاقتها بالتمويل عن طريق سوق الأوراق المالية؛

2. تبيان الدور الذي يمكن أن تقوم به سوق الأوراق المالية في التأثير على نظام حوكمة المؤسسات؛

3. الوقوف على واقع حوكمة المؤسسات وسوق الأوراق المالية في مختلف الدول؛

4. تحليل واقع الجزائر بخصوص هذا الموضوع، مع تقديم آفاق مقترحات.

#### أهمية الموضوع:

أدت إجراءات العولمة كتحريك الاقتصاد وتدويله والتطور في وسائل الإعلام والاتصال والتكامل بين الأسواق المالية والتحول في أشكال الملكية وزيادة عدد المستثمرين وتضاعف عمليات الخصخصة، إلى زيادة أهمية تطبيق قواعد واضحة لإدارة المؤسسات مبنية على الإفصاح والشفافية، والعمل بالمعايير

المحاسبية الدقيقة واحترام حقوق المساهمين ووجود مجالس للإدارة تتسم بالفعالية وتسهر على تحقيق هدف المؤسسة والمتمثل في زيادة قيمتها.

كما أن إقبال عدد كبير من الدول النامية على غرار الدول المتقدمة على تفعيل وتطوير أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يزيد الدور المنوط لتلك الأسواق، كمصدر هام للتمويل من جهة، ومن جهة أخرى كوسيلة مراقبة للمؤسسات ومسيريتها وكآلية لضمان تحقيق هدف زيادة ثروة المساهمين وتعظيم قيمة المؤسسة وحماية أصحاب المصالح من الفساد وسوء التسيير.

وفي هذا الصدد، تبرز أهمية هذه الدراسة في كونها تعالج موضوع حوكمة المؤسسات والتي تجري حوله العديد من النقاشات على مستوى المؤسسات الدولية والدول المتقدمة ومدى تطبيقه في الدول النامية، وربطه بالدور المتزايد لأسواق الأوراق المالية التي سعت كل دولة، بما فيها الدول النامية، على إنشائها وتطويرها وإدراج أكبر قدر من المؤسسات فيها والحرص على إضفاء صفة الكفاءة عليها. كما تحاول هذه الدراسة أيضا تقديم مقترحات وآراء حول تعزيز نظام للحوكمة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وكيفية تفعيل السوق المالية الجزائرية.

### إطار الدراسة:

نحاول التركيز في هذا الموضوع على حوكمة المؤسسات في شركات المساهمة فقط، باعتبارها مؤسسات غالبا ما يكون رأسمالها مفتوح لجمهور المستثمرين، وهنا بدأت النقاشات حول الحوكمة. وبالتالي فإن المؤسسات الأخرى هي خارج نطاق دراستنا، حتى وإن كانت المفاهيم هي نفسها مع بعض الخصوصيات، هذا من جهة، ومن جهة أخرى عندما نقوم بدراسة تجارب الدول المختلفة، فإننا لا نقوم بدراسة تفصيلية لكل دولة، وإنما نعتمد التقسيم إلى مجموعات عامة تتكون من الدول المتقدمة والدول الناشئة والدول العربية، وفي كل مجموعة كذلك ندرس الصفات العامة والتأثيرات الكلية لأسواق الأوراق المالية على حوكمة المؤسسات، مع أخذ أمثلة في بعض الأحيان عن بعض الدول. أما في حالة الجزائر، فإننا ندرس كوهلة الأولى تطور المؤسسات الاقتصادية ككل، لكن سنركز في الأخير على تأثيرات سوق الأوراق المالية على المؤسسات المدرجة فقط، أي منذ بداية عمل بورصة الجزائر في نهاية التسعينيات من القرن الماضي.

### المنهج المستخدم وأدوات الدراسة:

تستدعي طبيعة الدراسة تعدد المناهج المستخدمة، حيث تم الاعتماد في بعض جوانب الدراسة على المنهج المسحي الوصفي في تناول الإطار النظري لسوق الأوراق المالية وحوكمة المؤسسات، وكذلك عند تطرق لتطور المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ونظام تمويلها وتطور نظام مراقبتها، وفي جوانب أخرى

استخدم المنهج التحليلي عند دراسة أثر سوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة، وعند مقارنة تجارب الدول المختلفة، ولقد تم استخدام أسلوب الاستنباطية والمقابلة، بغية تحليل دور بورصة الجزائر في نظام الحوكمة الجزائر، وتم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS 19 .

كما تم الاستعانة ببعض الأدوات المنهجية كالأحصاءات والنصوص التشريعية والتنظيمية ، وقواعد البيانات المتاحة في الانترنت، وأسلوب المسح المكتبي في بناء الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة للموضوع لبناء نظرة شبه متكاملة عن الموضوع.

### الدراسات السابقة:

على حد علم الباحث، أن أهم الدراسات التي ناقشت هذا الموضوع أو بعض جوانبه، هي:

#### دراسة عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباجه:<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر فاعلية حوكمة المؤسسات على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية الفلسطيني. حيث تم اختيار عينة عشوائية من عشرين مؤسسة مدرجة في السوق حتى نهاية 2006، لتبيان أثر التغير في جودة حوكمة المؤسسات على الأداء المالي الذي يقاس بالعائد على حق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم إلى ربحيته، والقيمة السوقية إلى الدفترية، وتباين سعر السهم اليومي ومقياس *Tobin's Q* . وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، من أبرزها وجود علاقة بين فاعلية حوكمة المؤسسات من جهة وبين العائد على حق الملكية، و *Tobin's Q* والعائد على الاستثمار، وسعر السهم إلى ربحيته، والقيمة السوقية إلى الدفترية، من جهة أخرى . وأن هناك علاقة عكسية بين فاعلية حوكمة المؤسسة وتباين سعر السهم اليومي . وبالتالي هناك أثراً لا يستهان به لفاعلية حوكمة المؤسسات على الأداء المالي للمؤسسات. وأوصت الدراسة بإمكانية اعتماد المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية على مستوى فاعلية حوكمة المؤسسات لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

#### دراسة عفاف عويس ابراهيم عويس:<sup>2</sup>

قامت الباحثة بدراسة أثر الأسلوب المستخدم في عمليات الخ ووصفة علي مستوى الحوكمة في المؤسسات ومن ثم تكلفة الوكالة وذلك علي عينة من المؤسسات التي تمت خوصصتها مكونة من 18 مؤسسة. هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العناصر الأساسية لنظم حوكمة المؤسسات وعلاقتها بحل مشكلة الوكالة، والتعرف على ملامح حوكمة المؤسسات المصرية الناتجة عن عمليات الخوصصة، ومدى نجاحه في استيعاب معايير الحوكمة الدولية، وبيان أثر التغير في نمط الملكية الناتج عن عمليات الخوصصة على

<sup>1</sup> عدنان عبد المجيد عبد الرحمن قباجه، " أثر فاعلية الحوكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "، أطروحة دكتوراه الفلسفة في التمويل، كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2008.

<sup>2</sup> عفاف عويس ابراهيم عويس، " أثر الأسلوب المستخدم في عمليات الخوصصة على كفاءة التحكم في المنشأة من منظور نظرية الوكالة المالية " ، رسالة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2006.

نظم حوكمة المؤسسات. وخلصت الدراسة إلى أنه بالرغم من نجاح المشرع المصري في وضع نصوص جيدة لدعم حوكمة المؤسسات، إلا أن الإذعان لهذه النصوص لم يكن بالدرجة المطلوبة، كما خلصت إلى وجود اختلاف بين المؤسسات موضع الدراسة فيما يتعلق بتكلفة الوكالة المالية ومن ثم مستوى الحوكمة فيها، إذ تفوق المؤسسات التي تم بيعها لمستثمر رئيسي من حيث نظام الحوكمة باقي المؤسسات الأخرى المخصصة عن طريق البورصة، وأن هناك مشكلة حوكمة في المؤسسات التي تم بيع أغلبية أو كامل أسهمها في البورصة والتي انعكست على تكلفة الوكالة. ومن توصياتها أنه على متخذي قرارات السياسة المالية والاقتصادية في مصر التنبيه إلى عدم ملاءمة نمط الملكية المنتشرة للوضع الحالي لسوق المال المصري، وكان لابد من المرور بمرحلة تحويلية بين الملكية الكاملة للدولة وانتشار الملكية وأن تكون هذه المرحلة هي اقتصار الخوصصة على المستثمر الرئيسي أو كبار المساهمين فقط.

### دراسة محمد أديب سعيد سعد الطعاني<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر مخاطر حوكمة المؤسسات على خطة التدقيق وأتعاب المدقق الخارجي للشركات المساهمة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وشملك الدراسة عينة من 105 من مدققي الحسابات الخارجيين، و62 من مفتشي الجهات الرقابية. وتوصل الباحث إلى أن من أهم تجاوزات المؤسسات لمتطلبات حوكمة المؤسسات هي عدم وجود دليل خاص بالمؤسسة، وعدم الإلمام الكافي للجنة المراجعة بالأمور المالية، وعدم الفصل بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، وعدم تطبيق مفهوم الإبلاغ السري ووجود تركيز الملكية. وتوصل كذلك إلى أن لخطة التدقيق، والتي تتضمن طبيعة وتوقيت ونطاق إجراءات التدقيق، أهمية كبيرة في التقليل من مخاطر التدقيق إلى أدنى مستوى مقبول، ويجب القيام بتعديل هذه الخطة في حال وجود تجاوزات في المؤسسة لمتطلبات حوكمة المؤسسات المنصوص عليها من قبل الجهات الرقابية.

ومن بين التوصيات، هو انه على مكاتب التدقيق القيام بإبلاغ الجهات الرقابية ذات العلاقة، إذا تبين أن المؤسسة موضوع التدقيق تجاوزت متطلبات الحوكمة، ويتوجب على الجهات الرقابية التحقق من ذلك.

<sup>1</sup> محمد أديب سعيد سعد الطعاني، "أثر مخاطر الحوكمة المؤسسية على خطة التدقيق وأتعاب المدقق الخارجي للشركات المساهمة الأردنية المدرجة في بورصة عمان"، أطروحة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2009.

دراسة عمر على عبد الصمد:<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تبين دور المراجعة الداخلية كآلية من آليات تطبيق حوكمة المؤسسات، وكذا سبل تفعيلها في الجزائر، عن طريق دراسة آراء أهل الاختصاص من مهنيين وأكاديميين، وقد خلصت الدراسة إلى أن عمل المراجعة الداخلية يرتكز على ثلاثة عناصر أساسية على أساسها يتحدد درجة تأثيرها في حوكمة المؤسسات، والمتمثلة في أهلية المراجع الداخلي، استقلالية وموضوعية المراجع الداخلي، جودة أداء عمل المراجع الداخلي. كما أنه هناك ثلاث مجالات أساسية والتي على أساسها يكون دور المراجعة الداخلية في تطبيق حوكمة المؤسسات: دورها في تقييم نظام الرقابة الداخلية، دورها في إدارة المخاطر ودورها في التفاعل الجيد مع باقي أطراف حوكمة المؤسسات. كما قام الطالب بتقديم توصيات أهمها: ضرورة الإسراع بالالتزام القانوني للمؤسسات الجزائرية بتطبيق مبادئ الحوكمة، والعمل على توفير الإطار المؤسسي والقانوني كبيئة مناسبة لذلك، وضرورة إعادة تنظيم وظيفة المراجعة الداخلية في المؤسسات الجزائرية، وفحصها من قبل أطراف خارجية على أقل كل خمس سنوات، وتطوير مناهج التعليم العالي للجامعات الجزائرية والاعتراف بالتطورات الحديثة في المراجعة الداخلية وحوكمة المؤسسات، ضرورة إنشاء منظمة مهنية للمرجعة الداخلية تعمل على تنظيم آليات مزاوله المهنة مع إصدار معايير المراجعة الداخلية تتوافق مع المعايير الدولية، بالإضافة إلى وضع ميثاق أخلاقيات المهنة أخذة بعين الاعتبار بيئة الأعمال الجزائرية.

دراسة بادن عبد القادر:<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهمية حوكمة المؤسسات وكيفية الاستفادة منها في البنوك، وكذا استعراض مظاهر الأزمات المالية الأخيرة وبالضبط أزمة جنوب شرق آسيا التي جعلت من حوكمة المؤسسات تنصهر إهتمامات المسؤولين بالمؤسسات وبالهيئات الدولية، والتطرق لمختلف المساعي التي بذلت في إطار تفعيل وتطوير معايير حوكمة المؤسسات من خلال إصدار المبادئ الدولية والمواثيق الوطنية، وكذا العناصر والعوامل التي تميز النظام المصرفي الجزائري والتي تحتم على السلطات الإشرافية إدخال مبادئ الحوكمة في ثقافة البنوك وفي مسار بناء إستراتيجياتها المستقبلية، ومدى توافر البيئة التشريعية والمؤسسية التي تحكم عمل وممارسات البنوك وتوافقها نسبي في نفس الوقت مع مبادئ الحوكمة، ومن ثم إبراز أدوات الحوكمة بالبنوك الجزائرية والتي تعتبر من الضروريات الحالية التي تمهد المناخ أمام باقي المبادئ المتعارف عليها.

<sup>1</sup> عمر على عبد الصمد، "دور المراجعة الداخلية في تطبيق حوكمة المؤسسات - دراسة ميدانية-"، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المدينة، 2009/2008.

<sup>2</sup> بادن عبد القادر، " دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الأزمات المالية والمصرفية - بالإشارة إلى حالة الجزائر- " مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي -الشلف، 2008/2007.

وتوصلت الدراسة إلى أن قلة الشفافية والإفصاح أو إنعدامها، وقصور أنظمة الرقابة والإشراف من بين الأسباب التي أدت إلى نشوب الأزمة المالية الآسيوية، وأن البيئة التشريعية والمؤسسية الجزائرية الراهنة لا تشجع على قيام وتنفيذ مبادئ مثلى للحوكمة بالبنوك، بسبب ما يعترضها من نقص؛ وكذا الدور الكبير والمهم للهنك المركزي في إرساء مبادئ الحوكمة بالبنوك، وهذا من خلال إصدار اللوائح والقواعد المنظمة للمهنة وفرض رقابة وإشراف على أعمال البنوك للتأكد من مدى الالتزام بما يتم إصداره، كما أن ضعف الشفافية والإفصاح وقصور أنظمة الرقابة الداخلية بالبنوك الجزائرية أدت إلى ظهور موجات كبيرة من الاختلاس والنهب التي تعرضت لها حساباتها. وقد أوصت الدراسة بضرورة تمتين وتقوية الرقابة والإشراف المصرفي الذي تمارسه اللجنة المصرفية، توفير البيئة التي تمكن البنوك العمومية من أخذ حريتها في اتخاذ وبناء السياسات الائتمانية وسياسات الودائع، وتكييف مخطط ومعايير الحسابات المصرفية مع معايير المحاسبة الدولية، وضرورة دعم عمليات الشفافية والإفصاح لجمهور أصحاب المصالح، وإصدار قواعد تنظيمية تخص ضبط الهياكل الإدارية.

#### دراسة *Alissa KOLDERTSOVA* و *Hans CHRISTIANSEN*<sup>1</sup>:

هدفت الدراسة لتبيان مساهمة أسواق الأوراق المالية في حوكمة المؤسسات، وركزت الورقة على تجارب عشرة بورصات في الدول المتقدمة، إذ تشير الممارسات العملية، إلى أسواق الأوراق المالية والبورصات من أكثر الجهات قدرة على إلزام المؤسسات على التقيد بقواعد ومبادئ الحوكمة. وقد أصدرت مختلف البورصات مبادئ وقواعد للحوكمة، إذ هناك خاصيتين تحدد قوانين حوكمة المؤسسات وهما: الجوانب التي يحددها القانون وخصوصية التوصيات، وتناولت الدراسة كذلك كيفية تطبيق تلك البورصات للقواعد والتوصيات التي أصدرتها بخصوص حوكمة المؤسسة المدرجة، ويلاحظ أن هناك تفاوت واختلاف من قبل البورصات في الامتثال لقوانين الحوكمة، وأغلب البورصات التي مستها الدراسة توظف مبدأ الامتثال أو التبرير، ووفقاً لهذا النهج، يمكن المؤسسات المدرجة تجاهل بعض الجوانب من القانون، لكن ينبغي عليها في هذه الحالة الإفصاح عن هذه الحقيقة فضلاً عن تبرير دوافع تلك القرارات. والبدائل لهذا النهج والمبدأ في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية هو الإفصاح الكامل للمؤسسات عن ترتيبات الحوكمة. كما بينت الدراسة كذلك أن معظم توصيات حوكمة المؤسسات هي مبادئ تعاقدية غير ملزمة، إذ تقتصر أسواق الأوراق المالية على الوسائل المتاحة لها لمعاقبة المخالفين. وتحال عادة حالات الجرائم الخطيرة والمتكررة لهيئات السوق، ومن هذا المنطلق أوصت الدراسة بضرورة مراقبة البورصات لامتثال المؤسسات للقانون بطريقة أكثر مباشرة وصرامة، من خلال إدماج قواعد حوكمة المؤسسات في متطلبات القيد والإدراج.

<sup>1</sup>Hans CHRISTIANSEN and Alissa KOLDERTSOVA, "The role of Stock Exchange in Corporate Governance", OECD, 2009

دراسة Idir CHERIEF<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تطور أساليب تمويل الاقتصاد الفرنسي وتأثير هذا التطور على حوكمة المؤسسات. وقد اعتمدت الدراسة على تجميع عدد كبير من البيانات مستخرجة من جداول العمليات المالية (TOF) والتي تغطي عددا كبيرا من المؤسسات، حيث بعد إستعراض المفاهيم النظرية المتعلقة بالموضوع، تم استعراض أثر التحولات في أساليب التمويل على ممارسة السلطة ومراقبة المؤسسات في الاقتصاد الفرنسي. وقد توصلت الدراسة إلى أن الاقتصاد الفرنسي عرف في السنوات الأخيرة تغيرات عميقة، خاصة في أساليب تمويل المؤسسات، مما أدى إلى إعادة تنظيم الهياكل المالية للمؤسسات، والتي أثرت في ممارسات السلطة في تلك المؤسسات ونوعية نظام الحوكمة فيها، وهذا ما يتفق مع الافتراضات النظرية التي بدأت بها الدراسة، والتي تنص على أن تركيبة الهياكل المالي تعتبر عاملا هاما في تحديد حوكمة المؤسسات. كما بينت الدراسة، أنه على الرغم من استمرار الجمود في بعض مجالس الإدارة، وكيفية تطبيق الحوكمة على المؤسسات الكبيرة، فالنظام الفرنسي يتجه تدريجيا نحو النموذج الأنجلو ساكسوني لحماية مصالح المساهمين. وأوصت الدراسة على ضرورة إعادة النظر في تركيبة ووظائف مجالس الإدارة، خاصة بخصوص تعيين الأعضاء والمسيرين في المؤسسة، وهذا بهدف حماية مصالح المساهمين الذين تزايدت ضغوطاتهم بفعل التحول في نظام التمويل في الاقتصاد الفرنسي.

دراسة Florent LEDENTU<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل نظام حوكمة المؤسسات المدرجة في البورصة السويسرية، من خلال كيفية التطبيق والتفاعل بين مختلف الآليات الرئيسية الأخرى لحماية مصالح المساهمين. وقد توصلت الدراسة إلى أن قواعد الحوكمة المطبقة في سويسرا هي امتداد للتجارب الدولية الأخرى مع خصوصية في بعض التفاصيل التي تتميز بها بيئة المؤسسات فيها، خاصة في مجال الإطار القانوني، وبينت الدراسة كذلك أن هياكل الملكية في المؤسسات السويسرية يتسم بوجود مساهم رئيسي يمتلك حصة الأغلبية، وبالتالي وجود تضارب للمصالح بينه وبين المساهمين الأقلية، كما أن هذا المساهم يمتلك سلطة قوية في المؤسسة تمكنه من ممارسة حقوق التصويت وفق مصالحه الخاصة، كما أن دراسة عينة من المؤسسات بينت أن الإفصاح والشفافية في تطور ملحوظ سنة بعد سنة، وفقا بما يتناسب مع المعايير المحاسبية المطبقة في المؤسسات السويسرية. إضافة إلى تنامي مشاركة مختلف الأطراف في نظام حوكمة المؤسسات، وهذا وفق القواعد المنشورة للحوكمة. وبالتالي فإن نظام الحوكمة في سويسرا يعتمد على مجموعة من الآليات الداخلية وبعض الآليات الخارجية، وتفاعلاتها فيما بينها، وأوصت الدراسة، على أنه

<sup>1</sup> Idir CHERIEF, " Modes de financement et gouvernement d'entreprise : une lecture de l'évolution du capitalisme français ", Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université Lumière Lyon2, 2002.

<sup>2</sup> florent LEDENTU, " " Système de gouvernance d'entreprise et présence d'actionnaire de contrôle: le cas suisse", thèse doctorat , faculté de sciences économiques et sociales, université de fribourg suisse;2008.

لتحسين نوعية نظام الحوكمة يجب زيادة صلاحيات مختلف الأطراف في التأثير على مجالس الإدارة على حساب التخفيض من سلطة المساهم الرئيسي.

### دراسة *SONDA MARRAKCHI CHTOUROU*:<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مكونات حوكمة المؤسسات ومصادقية القوائم المالية، حيث تمت دراسة العلاقة، من جهة، بين هيكل مجلس الإدارة من خلال لجنة المراجعة، كفاءة أعضائها والعمليات التي تقوم بها، ومن جهة أخرى تسيير الأرباح. وتوصلت الدراسة إلى أن للجنة المراجعة دورا مهما في مصداقية القوائم المالية، وكذلك للتأثير الواضح لهيكل لجنة المراجعة وعملياتها على المراقبة الفعالة لتسيير الأرباح، حيث تعتبر كفاءة واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة بصفة عامة، ولجنة المراجعة بصفة خاصة، من الأمور الضرورية لوجود نظام حوكمة جيد يقوم على تقليص سلطة المسيرين ونفوذهم في تسيير الأرباح في المؤسسة . وبهذا أوصت الدراسة على ضرورة اختيار أعضاء مستقلين عن المؤسسة، والاستقلالية هنا، تفرض أن لا يكونوا من خارج المؤسسة فقط، وإنما لا يكونوا مسيرين في مؤسسة أخرى، أما فيما يخص الكفاءة ، فيجب أن يتمتع العضو بالخبرة اللازمة، وأوصت الدراسة هنا على ضرورة أن يكون لعضو لجنة المراجعة شهادة محاسبية معترف بها مثل: *Certified Public Accountant "CPA"* أو عمل كمدير مالي.

### دراسة *Abdelghani AIT YAKHLEF*:<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل آليات ومعايير حوكمة البنوك العمومية الجزائرية، من خلال التشريعات الصادرة لتنفيذ ذلك، خاصة تلك المتضمنة المراقبة الداخلية للبنوك والمؤسسات المالية كالنظام رقم 02-03. وتوصلت الدراسة من خلال تقييم وضع حوكمة البنوك العمومية الجزائرية، إلى أن مجالس الإدارة في البنوك تعتبر أهم الآليات لتطبيق الحوكمة، إضافة إلى مكانة الرقابة الداخلية في تحسين الأداء، ودور نوعية المعلومات المالية والمحاسبية المنشورة من قبل البنك في الشفافية والمصداقية، والدور الذي تلعبه اللجنة المصرفية في مراقبة البنوك. وأوصت الدراسة على ضرورة تعزيز مختلف تلك الآليات الداخلية والخارجية لتطوير مستوى الحوكمة في البنوك العمومية الجزائرية، بما يتناسب مع المعايير الدولية.

ولقد تميزت الدراسات السابقة بمعالجة حوكمة المؤسسات، إما من خلال آلياتها كالمراجعة و مراقبة المساهمين، أو من خلال تأثير الحوكمة في مختلف مكونات النظام الاقتصادي والمالي، من بنوك أو أداء

<sup>1</sup> CHTOUROU Sonda marrakchi, " **Gestion du bénéfice et gouvernement d'entreprise: une étude empirique** ", thèse présentée pour l'obtention du grade de PHD, Université Laval, Québec.2000.

<sup>2</sup> AIT YAKHLEF Abdelghani, " **Le gouvernement d'entreprise : pratiques des banques publiques Algériennes**", mémoire de magister en sciences de gestion, esc-alger,2002.



المؤسسات الاقتصادية أو في الأزمات المالية، أو على عمل المراجعين ومختلف الأعوان الآخرين. وما يميز هذه الدراسة أنها، حاولت دراسة حوكمة المؤسسات من خلال تبيان تأثير أحد الآليات الذي غيبته مختلف الدراسات، وهي آلية سوق الأوراق المالية، التي تعتبر البيئة التي ولدت فيها نقاشات الحوكمة. هذا بالإضافة إلى أن هذه الدراسة حاولت الوقوف على مختلف التجارب في الدول المتقدمة والناشئة منها العربية، مع تحليل حالة الجزائر، التي تعاني من مشاكل على مستوى سوقها المالية أو على مستوى نقاشات الحوكمة فيها.

### هيكل الدراسة:

تم معالجة هذا الموضوع من خلال خمس فصول، تطرقنا في الفصل الأول إلى سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات، حيث عالجتنا في المبحث الأول مفاهيم عن سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثاني تمويل المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فكان حول علاقات المؤسسة بمختلف الأطراف في ظل العمل في سوق الأوراق المالية.

وكان موضوع الفصل الثاني حول الإطار النظري لحوكمة المؤسسات، وتم معالجته من خلال ثلاث مباحث كذلك، المبحث الأول يتكلم عن ماهية حوكمة المؤسسات والثاني عن نظريات الحوكمة والثالث حول آليات الحوكمة.

أما الفصل الثالث، فتم التطرق فيه إلى دور سوق الأوراق المالية في تفعيل حوكمة في المؤسسة ، المبحث الأول فيه يتكلم عن دور سوق الأوراق المالية في وضع قواعد ومبادئ للحوكمة، والثاني عن كفاءة سوق الأوراق المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية، أما الثالث فخصص حول تأثير المستثمرين المؤسسيين وأسواق الاندماج.

وفي الفصل الرابع تم التعرض إلى تجارب أسواق الأوراق المالية المختلفة في أنظمة حوكمة المؤسسات، في الدول المتقدمة، والدول الناشئة والدول العربية، خصص لكل منها مبحث خاص.

أما الفصل الخامس والأخير، فكان دراسة لواقع الحوكمة وسوق الأوراق المالية في الجزائر، من خلال ثلاث مباحث، المبحث الأول يتكلم عن تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، والثاني عن سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات في الجزائر ، أما الثالث فكان حول دراسة ميدانية لمكانة بورصة الجزائر في نظام حوكمة المؤسسات.

# الفصل الأول

أسواق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات

## تمهيد الفصل:

تعتبر أسواق التمويل أحد المكونات الهامة للنظام المالي، الذي يهدف إلى تعبئة المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو أصحاب العجز المالي. ولقد بدأت أسواق الأوراق المالية تحتل مكانة هامة ومتميزة ضمن أسواق التمويل، خاصة بتراجع الوساطة المالية وإقدام المتعاملين على التخلي التدريجي للتمويل بالقروض والوسطاء الماليين.

فسوق الأوراق المالية تسمح بالتحويل المباشر لادخار العائلات إلى موارد طويلة الأجل لصالح المؤسسات والجماعات العمومية والدولة. فهي تلعب دورا بالغا الأهمية في اقتصاديات الدول، نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، لذلك فسلامة وحسن أداء هذه الأسواق تنعكس على سلامة وحسن الأداء الاقتصادي للدولة بوجه عام، كما أن تدهور وانخفاض كفاءة هذه الأسواق لا ينصب تأثيره عليها فقط، وإنما يمتد ليشمل باقي قطاعات الاقتصاد ككل، وباقي الأسواق الأخرى بفعل ترابطها وعولمتها.

وتحاول المؤسسات الاقتصادية جاهدة الاستفادة أكثر من تلك الخدمات التي تقدمها أسواق الأوراق المالية من جانب التمويل، ومن جانب بعض الامتيازات المتوفرة لها، من جهة، ومن جهة أخرى قد تفرض بيئة أسواق الأوراق المالية تحديات كبيرة على المؤسسات، عليها أن تدرسها جيدا قبل اتخاذ قرار الانضمام إليها.

نحاول في هذا الفصل دراسة أسواق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات منها كتمهيد لدراسة الحوكمة وتأثيرها عليها. وهذا من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عن سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: تمويل المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: علاقات المؤسسة بمختلف الأطراف في ظل العمل في سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: مفاهيم عن سوق الأوراق المالية

يعد الاهتمام بموضوع سوق الأوراق المالية من بين الأمور التي أفرزها التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول. إذ أن انتشار المؤسسات وتوسعها وبحثها عن أفضل طرق التمويل، أضفى حركية دائمة على تلك الأسواق. نحاول في هذا المبحث تبيان بعض المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، والتطرق لأدواتها وكيفية عملها.

### 1- سوق الأوراق المالية وموقعها في النظام المالي

نستعرض في هذه النقطة مفهوما شاملا لسوق الأوراق المالية، بالإضافة لمختلف تقسيماتها، ومكانتها ضمن النظام المالي:

#### 1-1. تقسيمات سوق الأوراق المالية:

تعد سوق الأوراق المالية\* الأداة أو النظام الذي يجمع بين العارضين والطالبين للأوراق المالية بمختلف أنواعها. ويتم ذلك عن طريق الاستعانة بما يسمى بالسماسة أو الوسطاء لتسهيل عمليات الإصدار والتداول، بصورة فورية عاجلة أو بصورة مستقبلية آجلة، كما يمكن للتداول أن يتم بطريقة منظمة أو ضمن إطار غير منظم خارج السوق بتفاعل شبكات من وسائل الاتصال.<sup>1</sup> كذلك، يمكن أن نعرض مجموعة من النقاط تخص مفهوم سوق الأوراق المالية:

- تعتبر السلعة الأساسية التي تتداول في السوق هي الأصول المالية بمختلف أنواعها؛
- إن سوق الأوراق المالية تمثل الجانب طويل الأجل ضمن أسواق التمويل المتاحة أمام المؤسسات ومختلف الهيئات، إلى جانب السوق النقدية التي تمثل الجانب قصير الأجل منه؛
- لا يتم التقاء العارضين والطلبين للأوراق المالية إلا بوجود أعوان متخصصين، يطلق عليهم السماسرة أو الوسطاء، ولهم عدة وظائف كما سنرى لاحقا؛
- هناك عدة تقسيمات للسوق وفقا لمعيار التنظيم من عدمه، أو وفقا لمرحلة الإصدار و التداول أو حسب معيار الزمن.

وعلى هذا الأساس ومن النقطة الأخيرة، هناك أنواع مختلفة لسوق الأوراق المالية، يمكن تبويبها إلى قسمين رئيسيين، ويندرج تحت كل قسم تقسيمات فرعية: فهناك أسواق حاضرة وأسواق آجلة:<sup>2</sup>

\* نحاول في هذه الدراسة استعمال مصطلح أسواق الأوراق المالية، بالرغم من أن هناك مصطلحات كثيرة في هذا الشأن، فالكتب الفرنسية غالبا ما تستعمل مصطلح السوق المالية Le marché financier، أما الكتب الأنجلوساكسونية فتستعمل عادة مصطلح سوق رأس المال capital market.  
<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2007، ص: 22.  
<sup>2</sup> تم الاعتماد على منهجية التقسيم هذه انطلاقا من: عبد الرحمان مرعي، " دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا" رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2000، ص: 9-14.

### 1-1-1. الأسواق الحاضرة أو الفورية:

وفيها يتم تبادل الأوراق المالية فور إتمام الصفقة بين البائع والمشتري، دون مرور فاصل زمني كبير إلا ما كان لإتمام الإجراءات. وتنقسم هذه السوق إلى قسمين:

**1-1-1-1. مرحلة الإصدار ( السوق الأولية ):** وفيها تقوم المؤسسات بطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل المستثمرين، بوساطة مؤسسات مختصة تسمى بنوك الاستثمار، سواء كانت تلك الأوراق خاصة بالملكية كالأسهم أو خاصة بالديون كالسندات.

ويأخذ الإصدار في السوق الأولى عدة أشكال: إما لإصدار جديد خاص بالنسبة للمؤسسة المنشأة حديثاً، فيتم طرح الأوراق المالية لأول مرة لتدرج في السوق، وإما أن يتم بعملية إصدار جديدة لرفع رأس مال المؤسسات المدرجة في السوق سابقاً وإما أن يقوم المستثمرون بممارسة بعض الحقوق الممنوحة لهم سابقاً كحقوق شراء الأسهم وقيامهم مثلاً بتحويل السندات التي يمتلكونها إلى أسهم في المؤسسة.<sup>1</sup>

وهناك طريقتين لقيام المستثمرين بشراء تلك الإصدارات أو ما يسمى بالاككتاب:<sup>2</sup>

- . حيث تقوم المؤسسات بالاتصال مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المختصة باستخدام وسائل الإعلان المتاحة وبيعها لهم الأوراق المصدرة؛
- . وفيه يتم دعوة المستثمرين لتقديم عروض شراء الأوراق بكميات وأسعار موضحة، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم الأقل وهكذا حتى تباع كامل الأوراق، هذه الأسلوب تطبقه وزارة الخزانة الأمريكية.

### 1-1-1-2. مرحلة التداول ( السوق الثانوية ):

وهي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولى، وتظم عدداً كبيراً من المتعاملين، سيتم الإشارة إليهم سابقاً، وتأخذ هذه السوق<sup>3</sup>:

- . لوجودها في مكان محدد، وهي بورصة\* الأوراق المالية، والتي إما تكون مركزية تتداول فيها كل الأوراق المالية بغض النظر عن موقعها الجغرافي، أو بورصة مناطق فقط تتعامل عادة بأوراق مالية لمؤسسات تهم مستثمرين محددتين في النطاق الجغرافي، وأخيراً قد تكون بورصة محلية تقدم خدمات لصغار المستثمرين في المنطقة، والسماحة غير القادرين على العمل في البورصات الأخرى.

<sup>1</sup> Herve JUVIN, les marches financiers, voyage au cœur de la finance mondiale, Edition d'organisation: Paris, 2004 P:167.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف: الإسكندرية، 1997، ص: 221.  
<sup>3</sup> عبد الرحمن مرعي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

\* يعود أصل كلمة "بورصة" إلى اسم عائلة فان در بورسن Van der bursen البلجيكية التي كانت تعمل في مجال الصيرفة، واتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج Bruges مكاناً لالتقاء التجار المحليين في فترة القرن الخامس عشر، وأصبح بمرور الزمن رمزاً لسوق رؤوس الأموال وحتى السلع.

. ويطلق عليها بالسوق خارج المقصورة OTC\*\*، أي يتم التداول بصورة خاصة بعيدا عن تدخل الجهات الرسمية، وتتولاها بيوت السمسرة المنتشرة عبر أنحاء الدولة.

### 1-1-2. الأسواق الآجلة:

وهي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية عن طريق الاتفاق على البيع أو الشراء بسعر متفق عليه اليوم، على أن يتم الاستلام والتسليم في تاريخ مستقبلي، وانتشرت هذه الأسواق بسرعة، كما تم استحداث فيه أدوات كثيرة خاصة ما يعرف بالمشتقات المالية التي ستكلم عنها في حينها.

### 1-2. موقعها في النظام المالي:

النظام المالي هو مجموعة من الأطر والنشريات والقوانين والمؤسسات التي تسهر على إقامة علاقة بين أصحاب العجز المالي من جهة، وأصحاب الفوائض المالية من جهة أخرى، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. والنظام المالي يوفر عدة وظائف، فيوفر النظام المالي الوظائف التالية:<sup>1</sup>

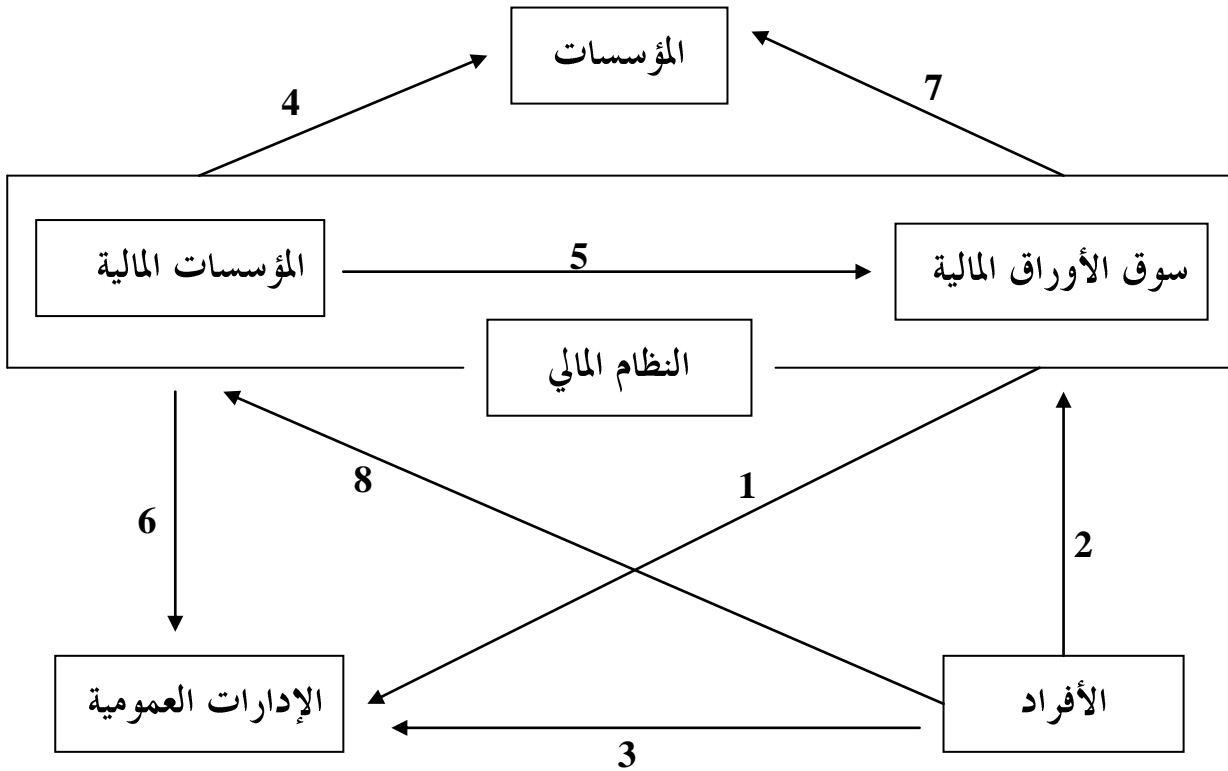
- يوفر وسيلة للتسوية والمقاصة بين الأسواق؛
- يعتبر آلية لتمويل الاقتصاد بمختلف الطرق؛
- يوفر أدوات لجمع الديون والمدخرات؛
- يقدم آليات لتسيير المخاطر المالية والمصرفية بمختلف أنواعها؛
- يوفر مختلف المعلومات الضرورية للاستثمار والتوظيف، بأقل تكلفة ممكنة، مما سيسمح باتخاذ القرار المناسب؛
- وأخيرا يساهم في حل التنازع بين مختلف الأطراف والأعوان بتوفير عدة آليات تسمح بذلك.

وتحتل أسواق الأوراق المالية مكانة هامة ضمن النظام المالي نلخصها في الشكل التالي:

\*\* OTC: over the counter

<sup>1</sup> Pierre VERNIMMEN, **Finance d'entreprise**, 6<sup>e</sup>Ed, Dalloz :Paris, 2005 ,P:348.

شكل رقم (01): مكانة سوق الأوراق المالية ضمن النظام المالي



المصدر: *Bertrand JACQUILLAT & Bruno SOLNIK, Marchés financiers: gestion du portefeuille et des risques, 6<sup>e</sup> Ed, Dalloz: Paris, 2002, P:08.*

نلاحظ من الشكل أعلاه أن سوق الأوراق المالية تمثل أحد ركائز النظام المالي، حيث أن وظيفتها هي تسهيل انسياب التدفقات طويلة الأجل بين أصحاب عارضي رؤوس الأموال وطالبيها. وأهم تدفقات رؤوس الأموال الموضحة في الشكل هي:

- **1:** الأموال المودعة من الأفراد لدى المؤسسات المالية كإيداعات آجلة أو عاجلة لدى البنوك أو صناديق الادخار أو مؤسسات التأمين والتقاعد؛
- **2:** تمثل اكتتاب الأفراد واقتنائهم للأوراق المالية في سوق الإصدار؛
- **3:** إيداعات الأفراد لدى الإدارات العمومية من شيكات بريدية أو شراء لسندات الخزينة؛
- **4:** القروض المقدمة من قبل الهيئات المالية للمؤسسات الاقتصادية؛
- **5:** شراء الأوراق المالية من قبل المؤسسات المالية ( تسمى المؤسسات المالية في هذه الحالة بالمستثمرين المؤسساتيين، وسيتم التفصيل فيهم لاحقاً)؛
- **6:** شراء سندات الخزينة من قبل الهيئات المالية من جهة، ومن جهة أخرى القروض المقدمة للجماعات المحلية والإدارات العمومية؛

- 7: ويتعلق بإصدار الأوراق المالية من قبل المؤسسات الاقتصادية؛
- 8: تمويل الإدارات العمومية من خلال إصدار سندات.

تهتم سوق الأوراق المالية بتوفير التمويل المباشر للمؤسسات الاقتصادية ومختلف الأعوان، وسمي مباشرة لعدم تدخل عمل الوساطة المالية بالمفهوم التقليدي، وهي الوساطة البنكية خاصة، والذي تمثل جانب التمويل غير المباشر. ويمكن حصر أهم الوظائف التي تقدمها سوق الأوراق المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

- **وظيفة تمويل الاقتصاد :** وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، إذ تقوم السوق بجمع رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية. وقد يتبادر للأذهان أن هذه الوظيفة تقوم بها كذلك البنوك، لكن سوق الأوراق المالية تتميز من خلال رأس المال طويل الأجل الذي تجمعه والذي يعتبر ذا أهمية بالغة في زيادة التمويل الذاتي، وكذا أن الحلقة التمويلية هي حلقة مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال، وكذا من خلال ما توفره للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية.
- **وظيفة تسعير الأصول :** حيث من خلال أسعار الأوراق المالية التي تنتشر في كل حصة تعقد في البورصة. يتم تحديد قيمة المؤسسة باستعمال مداخل عديدة أهمها التقييم بواسطة نسبة سعر السهم إلى الربح، أو ما يسمى *Price Earning Ration PER* وهو يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، ونشير إلى أن تسعيرة البورصة إلى جانب مداخل التقييم الأخرى كالمدخل المحاسبي ومدخل التدفقات النقدية... تعتبر طريقة سهلة التحديد، وتلقى قبولا كبيرا، خاصة عند توفر عنصر الكفاءة في السوق.
- **وظيفة تسهيل تحويل الأصول إلى سيولة :** حيث أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتميز بالنسبة إلى باقي الاستثمارات بمرونته للتحويل إلى سيولة، فحامل الورقة يمكنه بيعها إلى مستثمر آخر في أقصر مدة ممكنة، وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة إذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع الأصول الحقيقية ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها.

<sup>1</sup> A.CHOINEL & G.ROUYER , *Le marché financier : Structure et acteurs* , 8° Ed , : Banque édition: Paris , 2002 P: 33-36..



- **وظيفة لتسهيل عمليات الاستحواذ والاندماج:** حيث تتيح سوق الأوراق المالية للمؤسسات والمستثمرين بالسيطرة والاستيلاء على مؤسسات برمتها أو على أحد فروعها، وبالتالي انتقال ملكية المؤسسات من مالك لآخر عن طريق اقتناء حصصا من رأسمال المؤسسات الأخرى المقيدة في البورصة، و شراء أسهمها وسنداتها. هذه العملية تسمح بظهور مؤسسات أخرى ضخمة تجمع العديد من المؤسسات، خصوصا الصغيرة منها والمتوسطة. وبورصة القيم المنقولة تساعد وتسهل إتمامها.
- **وظيفة تسيير المخاطر:** تعتبر السوق أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرتها و تنوعها، والتي تسمح بتقليص المخاطر وتخفيضها، وساعد هذا عمليات الابتكار الحاصل فيها، خاصة ما يسمى بالمنتجات المشتقة، وبالتالي أصبحت هذه الأسواق مكان لتسيير المخاطر وتداولها التي يتحملها الأعوان الاقتصاديين.

### 1-3. اقتصاد الاستدانة واقتصاد السوق المالية:

باعتبار أن النظام المالي هو حلقة وصل بين أصحاب العجز المالي والفائض. وهذه الحلقة قد تكون مباشرة وهنا تظهر مكانة سوق الأوراق المالية، وقد تكون حلقة غير مباشرة التي تلعب فيها البنوك دورا محوريا. وهذا يستدعي أن نميز بين نظامين: نموذج اقتصاد الاستدانة *L'économie d'endettement* ونموذج اقتصاد السوق المالية *L'économie de marché financier*.

ويتميز اقتصاد السوق المالي بكون الادخار يوجه نحو الاستثمار من خلال سوق الأوراق المالية، وعليه يحصل الأعوان الاقتصاديون على الموارد المالية من خلال إصدار أوراق مالية في الأسواق المخصصة لذلك. ويوصف هذا النظام بالتمويل المباشر أي عرض وطلب رؤوس الأموال دون المرور على الوسطاء الماليين، غير أنهم موجودين في هذه الأسواق بصفة بائعين أو مشتريين للأوراق المالية دون أن يكون الإقراض نشاطهم الأساسي الذي يخصص للأعوان الذين لا يستطيعون الدخول إلى سوق الأوراق المالية. ومن خصائص هذا النوع من التمويل هو إلغاء الوساطة المالية، وتصبح المؤسسات البنكية مجبرة لرفع عمولاتها، والدخول في أنشطة مالية مرتبطة بسوق الأوراق المالية مثل الخدمات الاستشارية والتوظيف والتفاوض وتسيير المحافظ وإنشاء هيئات التوظيف الجماعي<sup>1</sup>.

أما اقتصاد الاستدانة فهو نظام التمويل غير المباشر الذي يعتمد أساسا على التمويل بالقروض البنكية. والتمويل بواسطة الوساطة البنكية، التي تعتبر ركيزته الأساسية، من خلال إقامة علاقات ثنائية خاصة بين البنوك و عملائهم. والمؤسسات الاقتصادية تعتمد بشكل كبير على القروض البنكية في تمويل

<sup>1</sup> حكيمة أمعوز، السوق المالية: آلية عملها وشروط إنشائها، حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 1998، ص:19.

نشاطها الاستثماري، ويمول جزء قليل من الادخار بواسطة سوق الأوراق المالية. وفي هذا النظام تقتصر مهمة البنوك على تحويل المدخرات إلى قروض بوسائل تمويل متعددة، وتلجأ البنوك عادة إلى إعادة تمويلها من طرف البنك المركزي. إذ يتميز هذا النظام بازدواجية استئانة المؤسسات من البنوك من جهة، ومن جهة أخرى استئانة البنوك من البنك المركزي، ويكون سعر فائدة البنك المركزي بمثابة سعر إعادة التمويل أو سعر إعادة الخصم وليس بمثابة سعر توازن بين الطلب والعرض، وتجدر الإشارة إلى هيمنة هذا النوع من التمويل على الاقتصاد الفرنسي من سنة 1945 إلى 1985<sup>1</sup>.

والسؤال الذي يطرح هل التمويل السوقي أفضل من اقتصاد الاستئانة ؟

وهنا نوضح مختلف القنوات المالية الأساسية في النموذجين وهما:<sup>2</sup>

- قناة التمويل الإداري بواسطة النظام البنكي: والتي تتميز بـ:

- تعتبر عملية خلق النقود آلية لمنح القروض انطلاقاً من المدخرات؛
- يقوم البنك بدور الوسيط بين أصحاب الفائض المالية وأصحاب العجز المالي متحملاً بذلك المخاطر شخصياً؛
- تعتبر أدوات الاحتياطات الإجبارية وسياسة تأطير القروض وسعر إعادة الخصم آليات مهمة لرقابة تمويل الاقتصاد.

- قناة التمويل السوقي: وتتميز بـ:

- يقوم أصحاب العجز المالي بجمع رؤوس الأموال من أصحاب الفائض عن طريق إصدار أوراق مالية؛
- يتدخل الوسطاء في هذه القناة بصفتهم سماسرة بين المصدرين والمكتتبين؛
- يتم التحكم في آلية العرض والطلب عن طريق الأسعار السوقية؛
- تقوم هذه القناة برسكلة النقود الموجود في الادخار المسبق؛

من خلال هذه الخصائص ومن خلال دراسة قام بها باحثان في البنك الدولي<sup>3</sup>، نقول أن هناك تكاملاً بين نمطي التمويل في حالة ما إذا كان النظام البنكي يكافئ سوق الأوراق المالية من حيث التطور والنشاط. أما في حالة وصول الأوراق المالية إلى درجة عالية من التطور فإن المؤسسات تبدأ باللجوء إلى التمويل السوقي على حساب القروض، وهنا يصبح الصنفان بديلان لبعضهما، وهو ما يلاحظ حالياً في أغلب الاقتصاديات المتقدمة، التي تشهد تطوراً ملحوظاً في أسواقها، سنعرضه في الفصل الخامس.

<sup>1</sup> Larousse, Dictionnaire de l'économie, Le monde , 2000, P: 78.

<sup>2</sup> حكيمة امعوز، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>3</sup> أ.د. جوق-كونت و ف. ماكسموفتش، "تطوير أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات"، في التمويل والتنمية، جوان 1996، ص: 46.

وكخلاصة عن هذه النقطة، نقول أن سوق الأوراق المالية تعتبر من أهم أسواق التمويل، وهي تمثل جانب التمويل المباشر في النظام المالي، وأصبحت تحظى بمكانة هامة نظرا للوظائف المتميزة التي تقدمها، وهذا على حساب التمويل غير المباشر عن طريق الوساطة البنكية.

## 2- أدوات سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية أو القيم المنقولة، السلعة أو الأداة الأساسية التي يتم تداولها في السوق، ولأوراق المالية عدة أشكال، يمكن تقسيمها إلى أدوات تقليدية: الأسهم، السندات والأسهم الممتازة وإلى أدوات مستحدثة وهجينة تجمع بين خصائص الأدوات السابقة ثم أخيرا إلى نوع أكثر استحداثا وهي ما تسمى بالمشتقات المالية.

### 2-1. الأدوات التقليدية:

نميز في هذا الصدد بين ثلاث أدوات رئيسية في السوق وهي:

**2-1-1. الأسهم العادية:** وهي عبارة عن مستندات ملكية، يحصل حاملها على عائد متغير في شكل توزيعات سنوية والتغير راجع لتغير نتائج المؤسسة ووفقا لسياسة التوزيع\* المنتهجة من قبل المؤسسة<sup>1</sup>. وللأسهم العادي ثلاث قيم:<sup>2</sup> القيمة الاسمية وهي التي تظهر على الورقة، وتحدد غالبا عن طريق القوانين التي تحكم المؤسسات أو بعقد تأسيسها، القيمة الدفترية والقيمة المحاسبية التي تظهر في دفاتر المؤسسة، أي عبارة عن مجموع رأس المال الخاص الكلي على عدد أسهم المؤسسة، والقيمة السوقية وهي الأهم، وتظهر من خلال عملية تداول الأسهم بيعا وشراء، وتحاول أغلب المؤسسات أن تعظم من هذه القيمة أملا في تعظيم ثروة المساهمين. كما أن هناك قيمة أخرى تسمى بالقيمة العادلة وهي تلك القيمة التي تعكس بصدق وبدقة قيمة موجودات المؤسسة، أي ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في السوق. وتوفر الأسهم العادية العديد من الحقوق للمساهمين يمكن إجمالها في المجموعتين التاليتين:<sup>3</sup> فهناك الحقوق الممنوحة لحملة الأسهم كمجتمعين، والتي لا يمارسها مساهم لوحده وإنما جمهور المساهمين، ومنها:

- الحق في تعديل عقد تأسيس المؤسسة بعد موافقة كل الجهات المختصة؛
- الحق الخاص بالنظام الداخلي للمؤسسة بوضعه وتعديله؛
- الحق في انتخاب مجلس إدارة المؤسسة؛
- الحق في منح تفويض لإدارة المؤسسة في بيع الأصول الثابتة؛

\* يقصد بسياسة التوزيع الطريقة التي من خلالها تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح لإعادة استثمارها والنسبة التي يتم بها توزيع الأرباح على المساهمين.

<sup>1</sup> Octave JOKUNG NGUENA, *Mathématique et gestion financier*, de Boeck:Paris2004,P:233.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة: عمان، 2004، ص:15-16.

<sup>3</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة الإشعاع: الإسكندرية، 1997، ص:15-16.

- حق الموافقة أو رفض اندماج المؤسسة مع مؤسسات أخرى؛
- حق زيادة أو إنقاص حجم الأسهم العادية المصرح بها.

وهناك حقوق ممنوحة لكل مساهم، منها:

- حق حضور الجمعية العامة والتصويت فيها وفقا لما هو منصوص في عقد التأسيس؛
- الحق في الحصول على جزء من الأرباح نهاية كل سنة؛
- الحق في التنازل عن الأسهم لأشخاص آخرين؛
- الحق في الاطلاع على دفاتر وسجلات المؤسسة؛
- الحق في الحصول على نصيب من الأصول المتبقية عند تصفية المؤسسة.

**2-1-2. السندات:** وهي عبارة عن أوراق دين متداولة تصدرها المؤسسات الخاصة والعامة وحتى بعض الهيئات الأخرى، والتي تلتزم فيها بدفع فوائد سنوية ثابتة ( أو متغيرة طبقا لنوع السند ) وتسديد كامل المبلغ في فترة متفق عليها في العقد، وغالبا ما تحسب الفائدة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.<sup>1</sup> وتتميز السندات بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- يمنح السند لحامله الحق في الحصول على فوائد سنوية ثابتة ؛
- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة، ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- كون السند عبارة عن قرض مقدم للمؤسسة، فيمكن لحملة السندات أن يشتركوا مع الدائنين الآخرين عند إفلاسها؛
- يكون السند طويل الأجل بخلاف الأوراق التجارية التي تعتبر قصيرة الأجل؛
- يمكن للمؤسسة أن تحدد سعر السندات التي تصدرها بحرية تامة، فالأمر يتعلق بين الدائن والمدين فقط، بخلاف الأسهم التي تصدر عادة بقيمة اسمية.

**2-1-2. الأسهم الممتازة:** هي أوراق مالية تجمع بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات، فهي توصف بأنها أوراق هجينة، تشترك مع الأسهم العادية في كون حاملها يعتبر مالكا في المؤسسة لكنه يتمتع بصفة الامتياز، هذا الامتياز يتمثل أساسا في حصوله على ربح سنوي ثابت ومحدد مسبقا وهذا من خصائص السندات. يحسب الربح السنوي الثابت عادة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية والذي يخصم من النتيجة الصافية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN, **Finance**, Vuibert:Paris, 1994,P:214.

<sup>2</sup> شمعون شمعون ، البورصة : بورصة الجزائر ، دار هومة :الجزائر ، 1993 ، ص : 26 – 27.

<sup>3</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق:عمان، 2001،ص:176.

ويمكن أن نميز بين مجموعتين من خصائص الأسهم الممتازة، خصائص مشتركة لكل الأسهم الممتازة، وخصائص قد توجد في أسهم دون الأخرى:<sup>1</sup>

### 2-1-2-1. الخصائص والسمات المشتركة:

- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية تظهر على الورقة، ومن خلالها يتم حساب الربح الثابت؛
- يحصل حامل السهم الممتاز على أرباحه الثابتة قبل حملة الأسهم العادية وقد تتراكم تلك الأرباح في السنوات اللاحقة عند عدم دفعها أو كفايتها في السنة المعنية؛
- للسهم الممتاز الأسبقية في الحصول على أموال التصفية قبل الأسهم العادية ولكن بعد السندات؛
- كون السهم الممتاز مستند ملكية فليس له تاريخ استحقاق.

### 2-2-1-2. الخصائص الإضافية:

- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت، لكن قد يرد استثناء في ذلك؛
- بعض الأسهم الممتازة تحمل خاصية الاستدعاء، أي يمكن للمؤسسة استردادها بدفع علاوة إضافية عن القيمة الاسمية أو استردادها بسعر السوق؛
- بعض الأسهم الممتازة تتمتع بخاصية قابلية تحويلها إلى أسهم عادية، وهذا بموجب سعر تحويل محدد مسبقاً.

نستطيع إجراء مقارنة أولية للأوراق الثلاثة في الجدول الموالي:

جدول رقم (01) : مقارنة بين أنواع الأوراق المالية

الاسهم العادية	الاسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية
المرتببة الثالثة المتبقي وغير محدد	المرتببة الثانية ثابت ومحدد	المرتببة الأولى في السداد ثابت ومحدد	عامل المقارنة أولاً: الحق في الحصول على العائد السنوي: 1. من حيث الأسبقية 2. من حيث مبلغ العائد
المرتببة الثالثة غير محدد	المرتببة الثانية محدد	المرتببة الأولى محدد	ثانياً: الحق في الاصول عند التصفية 1. درجة الأسبقية 2. نوع المبلغ
المتبقي، غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	إجباري ومحدد مسبقاً له تاريخ استحقاق	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة 1. استرداد القيمة 2. درجة الاستحقاق

المصدر: حنفي عبد الغفار ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية:الإسكندرية،2001،ص:41.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره،ص:67-68.

## 2-2. الأدوات المستحدثة الهجينة:

تعتبر الأوراق المالية الثلاث أهم الأدوات المتداولة في السوق، لكن هناك أدوات أخرى هي امتداد لكل نوع من الأنواع السابقة ولها خصائص جديدة أو خصائص الورقة الأخرى، نستطيع تبويبها كما يلي:

### 2-2-1. أدوات من فئة الأسهم العادية:

هناك أنواع أخرى من الأوراق التي تشترك في خصائص معينة مع الأسهم العادية، منها<sup>1</sup>:

#### 2-2-1-1. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن تكون توزيعات الأسهم العادية المُصدرة لأحد

المؤسسات مربوطة بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، ولكن بعض المؤسسات الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية أصدرت أسهم إنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية، وعلى الرغم من المزايا التي تحققها هذه الأسهم إلا أنها خلقت نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين بسبب الاختلاف في تحديد أسعار التحويل بين الأقسام.

#### 2-2-1-2. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: من المعروف أن التوزيعات التي يحصل عليها

المساهمون لا تعتبر بمثابة أعباء يجب خصمها قبل احتساب الضرائب. لكن في الولايات المتحدة الأمريكية صدر تشريع ضريبي يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين فيها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية هذه المؤسسات بخصم توزيعات تلك الأسهم قبل احتساب الضريبة. والمؤسسات المالية التي تمنح صندوق العاملين التمويل اللازم لعملية الشراء تعفى من دفع الضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها.

#### 2-2-1-3. الأسهم العادية المضمونة: ليس لمالك السهم العادي الحق في الرجوع إلى المؤسسة التي

أصدرته لأخذ قيمته إذا ما انخفض سعر السهم السوقي. إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهمًا عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

#### 2-2-1-4. أسهم المؤشرات *Index Shares*: هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة

مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة، وهذا بهدف تخفيض مستوى المخاطر التي يتعرض لها عائد المستثمرين. حيث قيد أول سهم للمؤشرات في بورصة نازداك في سنة 1999 وهو سهم مؤشر نازداك 100-Nasdaq والذي ساعد بورصة نازداك على تحقيق النجاح في هذا الجانب هو عزوف شركات

<sup>1</sup> تم الاعتماد على:

- قرياقص رسمية، أسواق المال (أسواق - رأس المال - المؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 21-26.

- Le journal des finances, **Connaître la bourse**, (9<sup>ème</sup> Ed, Paris : 1995, P : 26-27.

- Boehmer, Beatrice & Boehmer, Ekkehart, "Trading your neighbor's ETFs: Competition or fragmentation"? The New York Stock Exchange, June, 2002.

المساهمة العامة عن إدراج أوراقها المالية في بورصة نيويورك بسبب ارتفاع تكاليف المعاملات وعدم وجود نظام تداول الكتروني فيها.

**2-2-2-5. شهادة الاستثمار:** وهي عبارة عن أوراق تصدرها المؤسسات تم إنشاؤها خلال الثمانينيات من القرن الماضي، وتعطي لحاملها كل حقوق الأسهم العادية، باستثناء حق المشاركة في الجمعية العامة وإمكانية التصويت، ويتم إصدارها لتحقيق زيادة في رأس المال، على أن لا تتجاوز قيمتها الإجمالية ربع قيمة رأس مال المؤسسة.

#### 2-2-2. أدوات من فئة السندات:

حظيت السندات باهتمام كبير في مجال الاستحداث، حيث كانت هناك أصناف وأشكال جديدة منها:<sup>1</sup>

**2-2-2-1. السندات ذات الدخل:** تقترن هذه السندات بأرباح المؤسسة، فإذا حققت المؤسسة أرباح فإن حامل السند سيحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى، كما أنه قد ينص في بعض نشرات الإصدار على أن يحصل حامل السند على فوائد سنوية حتى ولو لم تحقق فيها المؤسسة أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها.

**2-2-2-2. السندات الصفريّة:** هي السندات التي يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق والتي يكون قد اشتراها بأقل من القيمة الاسمية، كما يمكنه بيعها في البورصة بالسعر السائد، وذلك في حالة رغبته بالتخلص من سندات قبل تاريخ الاستحقاق حيث أنه يحصل على فائدة وهي حسيبة الفرق بين قيمة السند الاسمية وقيمة شراء السند، وقيمة هذه السندات تتزايد بمرور الزمن نتيجة لتراكم الفوائد.

**2-2-2-3. السندات المضمونة بأصول:** هي السندات التي تكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه المؤسسة المصدرة، وتتميز بعائد مرتفع مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد تام لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدماً، وتنتم أيضاً بالسيولة المرتفعة. ومن الممكن تصنيف السندات المضمونة بأصول إلى سندات رهن عقاري أو سندات غير عقارية مثل ديون المؤسسات الصغيرة والسيارات المؤجرة والأوراق التجارية المضمونة بأصول وبطاقات الائتمان وقروض شراء الأراضي وقروض بناء المنازل أو أي أوراق مالية أخرى.

**2-2-2-4. السندات ذات المعدل المتحرك:** يهدف هذا النوع من السندات إلى الحفاظ على مصالح كل المؤسسات والمستثمرين من مخاطر تغيير بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدل التضخم، الذي ساد

<sup>1</sup> تم الاعتماد على:

- الحناوي محمد صالح، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2002، ص: 252.  
- صبح محمود، الابتكارات المالية: المؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، دار النهضة العربية: القاهرة، 1999، ص: 90-98.

الاقتصاديات الرأسمالية خلال عقد الثمانينيات، وعن طريق معدلات الفائدة المتغيرة التي توفرها هذه السندات يستطيع المستثمر التغطية ضد مخاطر تآكل القيمة الاسمية لاستثماراته من جراء تغير المستوى العام للأسعار.

**2-2-2-5. سندات المساهمة:** حيث تعطي لحاملها عائد مكون من جزئين: الأول بعوائد ثابتة متمثل في قيمة الفوائد السنوية، والثاني متغير متمثل جزء من الأرباح السنوية، ومن خصائصها عدم التصويت في الجمعية العامة، عدم وجود حد قانوني للقيمة الاسمية ولا الفوائد، وعدم وجود تاريخ استحقاق محدد.

**2-2-2-6. السندات الرديئة:** وتهدف إلى تيسير امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المؤسسة، وهذا استجابة لعمليات الانضمام والاندماج وشراء المؤسسات التي ظهرت من خلال إصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء من أسهم المؤسسة المتداولة في البورصة، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقرضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوقًا بالمخاطر.

### 2-2-3. الأوراق المالية القابلة للتحويل

الصفة الشائعة لها هي السندات القابلة للتحويل لـ *Les obligations convertibles*، والتي تعطي لحاملها الحق في تحويل السندات التي يمتلكها إلى أسهم المؤسسة المصدرة في تاريخ معين. وعند إصدار تلك السندات تقوم المؤسسة المصدر بتحديد سعر التحويل " *Cours de conversion* " والذي يتحدد أساسا من معدل التحويل الذي يقصد به عدد الأسهم العادية التي يتم الحصول عليها من تحويل سند قابل للتحويل، كما تقوم كذلك بتحديد تاريخ التحويل. وهنا من مصلحة المستثمر أن يقوم بعملية التحويل إذا كان سعر السهم العادي أكبر من سعر التحويل، أما إذا كان العكس فإن المستثمرين يفضلون الحصول على القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق. كما أن المخاطر هنا قليلة بسبب ضمان تسديد الفوائد السنوية و ضمان تسديد القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق. هذا مع الإشارة إلى أن أغلب السندات القابلة للتحويل تحوي على معدل فائدة منخفض. فمثلا إذا كانت القيمة الاسمية لسند 1000 أورو، وكان معدل التحويل هو 10، أي كل سند يعطي 10 أسهم عادية، فإن سعر التحول هو:  $10 \setminus 1000 = 100$  أورو. إذا، سعر السند سيرتفع إذا كان سعر السهم العادي يزيد عن 100 أورو، فمثلا إذا كان سعر السهم العادي 102 أورو فسيرتفع سعر السند بـ 102%، وإذا كان السعر 105 أورو فسيرتفع بـ 105%<sup>1</sup>.

وتوفر هذه السندات عدة مزايا أهمها: تمكن المستثمر من تحديد التاريخ الذي يشتري فيه الأسهم، دون التعرض لمخاطر ارتفاع أسعارها. إضافة أنها تضمن حصول المستثمر على فوائد ثابتة سنوية حتى تاريخ الاستحقاق، بخلاف الأسهم التي لا يتم ضمان فيها التوزيعات السنوية ولا قيمتها. كما أن أسعار

<sup>1</sup> Euronext, Les obligations, Août 2003. <http://www.oblig.fr/wp-content/uploads/2010/12/Guide-Euronext-Obligations.pdf>.



السندات هي أكثر استقرارا من الأسهم، فسعر السند يتطور تحت التأثير المشترك لفترة الاستحقاق المتبقية وسعر السوق. وبالتالي فمخاطر السندات أقل منه في الأسهم. هذا إضافة إلى أنه إذا كان سعر التحويل أقل من سعر الأسهم في السوق، فيفضل تحويل السندات إلى أسهم منه على شرائها من السوق بالسعر المرتفع، والعكس صحيح، فكلما كان سعر التحويل أكبر من السعر السوقي، فلا يفضل القيام بالتحويل. ولهذا عند محاولة الاختيار بين الاستثمار في السندان القابلة للتحويل و السندات العادية أو الأسهم العادية يجب أخذ بعين الاعتبار تلك العوامل.<sup>1</sup>

### 2-3. المشتقات المالية:

وتسمى كذلك بلمنتجات المالية المشتقة "*Les produits dérivés*"، وهي من أهم الابتكارات المالية والتي تعني عقود تشتق قيمها من قيمة أصول أخرى موضوع العقد تكون غير ظاهرة "*Actifs sous-jacent*"، ويمكن أن تكون هذه الأصول: أسهم، سندات، سعر صرف، عقد مستقبلي، مؤشر بورصة... الخ.<sup>2</sup> وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص في: <sup>3</sup> هي عقود؛ يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغا مبدئيا صغيرا مقارنة بقيمة العقد؛ تعتمد قيمتها (مكاسب أو خسائر) على الأصل المعني موضوع العقد "*Actifs sous-jacent*". ومن أهم أنواع المشتقات:

### 2-3-1. الاختيارات *Les options* :

تعرف الإختيارات بأنها اتفاق بين طرفين هما المشتري والبائع، ويمنح بموجبه البائع للمشتري الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مادي معين أو أداة مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة زمنية معينة، وبالمقابل يدفع المشتري للبائع نظير هذا الحق، مبلغ لقيمة تلك المزايا التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق وهذا المبلغ يسمى علاوة أو مكافأة الخيار.<sup>4</sup>

ويسمى السعر الذي سوف ينفذ الاختيار على أساسه والمحدد في ذلك العقد بسعر التنفيذ، وعادة هو السعر الجاري للورقة المالية. أما التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسته أو تنفيذه يسمى بتاريخ انتهاء العقد وهو آخر يوم في حالة الاختيار الأوربي أو أي يوم يقع بين تاريخ العقد وانتهائه في حالة الاختيار الأمريكي، كما سنرى لاحقا، أما تاريخ إبرام الاتفاق بين محرر العقد ومشتري الحق، عادة هو أول يوم لسريان ذلك الاتفاق، فيسمى بتاريخ التنفيذ. المبلغ متفق عليه، الذي يقوم بدفعه مشتري الحق إلى المحرر نظير أن يكون له حرية الاختيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، يسمى المكافأة أو العلاوة أو سعر الاختيار. سعر الورقة المالية في تاريخ الانتهاء أو ممارسة الاتفاق هو السعر السوقي، الشخص الذي له

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> L.BRAYAN & DFARRELL , *La planète capital: Quand les marchés se libèrent* ,VILLAGE MONDIAL:Paris: 1996.P:47.

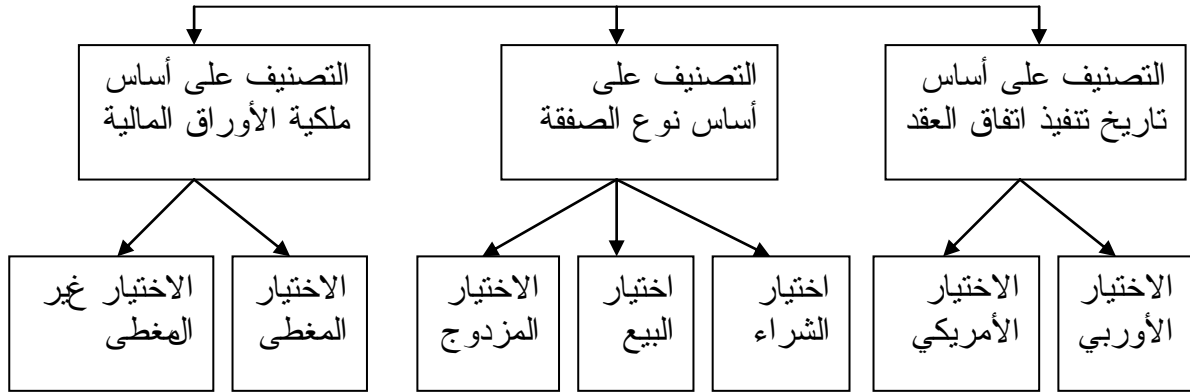
<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية : المفاهيم – إدارة المخاطر المحاسبية ، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2001، ص 08.

<sup>4</sup> J.BOISSONNADE , *Les options exotiques : Concept et applications* ,Ed ESKA: Paris ,1997,P :13

الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير المكافأة التي يدفعها للطرف الثاني هو مشتري الاختيار، وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار، أما الطرف المقابل فهو بائع الاختيار أو المحرر، وهو الشخص الذي يقوم بتحريم الحق لصالح المشتري نظير مكافأة يحصل عليها.<sup>1</sup>

وعادة ما تقسم عقود الاختيار، حسب معايير متعددة، لمعيار التاريخ ومعيار الصفقة ومعيار الملكية كما في الشكل التالي:

شكل رقم (2): أنواع عقود الاختيار



المصدر: الحناوي محمد صالح ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات " مدخل الهندسة المالية " ،: الدار الجامعية،الإسكندرية 1998،ص:331.

### 2-1-3-1. التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ الاتفاق أو العقد: ونجد الاختيارين التاليين:<sup>2</sup>

أ - الاختيار الأمريكي: وهو الاختيار الذي قد ينفذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ الانتهاء "فترة صلاحية العقد".

ب - الاختيار الأوروبي: وهو عقد الاختيار الذي يمارس فقط في تاريخ انتهاء العقد أو تنفيذه.

### 2-1-3-2. التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية محل الاختيار: ونجد كذلك اختيارين، هما:<sup>3</sup>

أ - الاختيار المغطى: هو الاختيار الذي يكون فيه المحرر مالكا في محفظته للأوراق المالية الأصل محل الاختيار. فالمحرر في هذه العقود يكون قادرا على الوفاء بالتزاماته إذا ما طلب منه تنفيذ الاتفاق وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد إذا كان خيار شراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد في حالة اختيار البيع، وهذا الاختيار يحظى بقبول واسع جداً بين المستثمرين لكونه أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة؛

<sup>1</sup> بن ثابت علال، الأسواق المالية في ظل العولمة: بين الأزمات ومظاهر التجديد ، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2004، ص:127.

<sup>2</sup> خالد محمد نصار، " آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية "، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص:143.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص:143.

ب - الاختيار غير المغطى: وهو الاختيار الذي لا يكون فيه المحرر مالكا في محفظته للأوراق المالية محل الاختيار، فهذه العقود تعتبر إستراتيجية للمضاربة غير المحدودة، فيقع محررو هذه العقود فريسة لمن قام بشراء هذه العقود في حالة عجز البائعون عن الوفاء بالتزاماتهم.

### 2-3-1-3. التصنيف على أساس نوع الصفقة: ونجد الاختيارات التالية:<sup>1</sup>

أ - عقد اختيار الشراء: هو عقد بين طرفين ، بائع الأصل المالي ومشتريه، حيث يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء ذلك الأصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة (سعر الاخ نيار) ، ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر التنفيذ.

ب - عقد اختيار البيع: وهو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لبائع الأصل المالي الاختيار بين بيع أو عدم بيع الأصل بسعر ما وبتاريخ مستقبلي مقابل علاوة تدفع للمحرر، الذي هو مشتري الأصل المالي، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

ج - عقد اختيار مزدوج: ويجمع الاختيار المزدوج بين اختيار البيع واختيار الشراء عند أحد طرفي العقد، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل عقد الاختيار أو بائعا لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حينما كانت، ومع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار أو محرر الخيار فإنه يتقاضى مكافأة مضاعفة لكل من اختيار الشراء أو اختيار البيع.

### 2-3-2. العقود المستقبلية *Les contrats futures* :

العقود المستقبلية هي العقود التي تلزم مشتريها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل ، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة ( الهامش ) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله، وذلك إما في صورة نقدية أو بأوراق مالية وذلك لتجنب المشاكل التي قد تحدث نتيجة عدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزاماته<sup>2</sup>. وبمعنى آخر عبارة عن اتفاقية بين طرفين لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفا، والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو مضاعفاتها وتختلف هذه الاتفاقية عن الأخرى من حيث إمكانية تحويلها، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص: 143-144.

<sup>2</sup> عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، 2006، ص: 81.

<sup>3</sup> خربوش حسني على وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران للنشر، عمان 1998، ص: 175.

ويجب توفر العناصر التالية في العقود المستقبلية:<sup>1</sup>

- وحدة التعامل: ويقصد فيها الكمية و الوحدة التي تقاس فيها مكونات العقد. وهي كمية غير كسرية وتختلف الوحدة تبعاً للأصل محل التعاقد، والسبب في انعدام التعامل بالعقود الكسرية في السوق المستقبلية لأن هذه السوق تتطوي على قدر كبير من الرفع، وما يدفعه المستثمر عند التعاقد مبلغ صغير مقارنة مع قيمة العقد؛
- شروط التسليم: وتتضمن محل العقد، الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد، الفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم، درجة الجودة ووسيلة التسليم الفعلية للأصل محل العقد.
- حدود تقلب الأسعار: تفرض أسواق العقود المستقبلية حداً أدنى للتغيرات السعرية، ويتفاوت هذا الحد حسب الأصل محل التعاقد، ويفرض كذلك حداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث في يوم واحد فلا يتخطى السعر تلك الحدود الدنيا والقصى.
- حدود المعاملات أو المراكز: يحدد لكل متعامل حد أقصى لعدد عقود المضاربة التي بحوزته في محاولة للحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعمدوا إليها بعض المتعاملين.
- الهامش المبدئي: يفرض الهامش المبدئي على طرفي العقد لتجنب الضرر لأحد الأطراف في حال تخلف الثاني عن تنفيذ التزامه، والذي يحكم قيمة الهامش المبدئي هما حجم العقد ودرجة التقلب في قيمته السوقية.

تتماثل العقود المستقبلية مع عقود الاختيار في أن كلا منهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من إدارة المخاطر، وفي أن قيمة العقد ذاته لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ أي أن العقد لا يخول لحامله أي حق على الأصل محل التعاقد في أي لحظة قبل حلول ذلك التاريخ، وأن كلا العقدين يتعاملان في شراء أو بيع أصل في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد. لكن تختلف العقود المستقبلية عن عقود الاختيار في أمور أخرى كثيرة منها: أن في العقد المستقبلي يترتب على الشاري صفة الشراء والبائع صفة البيع، وتقوم هذه الصفقة على أصول مالية حقيقية تحدد في شروط العقد، بينما عقد الاختيار لا يترتب عليه غالباً عمليات بيع أو شراء، بل هو مجرد حق بيع أو حق شراء أصل معين بشرط معين. كما أنه في العقد المستقبلي يدفع كل من طرفي العقد للوسيط (بيت التسوية) هامشاً معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر وتسترد عند إنجاز التسوية أي عند انتهاء أجل العقد، أما عقد الاختيار فمشتري الاختيار هو من يدفع العالوة وتعتبر هذه العالوة بمثابة ثمن عقد الخيار لذا لا يتم استردادها. أما من حيث المخاطر فيعرض المستثمر المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية جداً من المخاطرة مقارنة مع المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في

<sup>1</sup> زاهرة يونس محمد سودة، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية"، لأطروحة ماجستير غير منشورة، كلية النجاح الوطنية، فلسطين، 2006، ص: 54

عقود الاختيار، حيث لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها الأخير قيمة العلاوة أو المكافأة المدفوعة لمحرر الاختيار، بينما في العقد المستقبلي قد تشمل الخسارة القيمة الإجمالية للعقد<sup>1</sup>.

ونشير إلى أن دور الهامش المبدئي يعتبر جوهريا في العقود المستقبلية، إذ يهدف إلى ضمان تنفيذ العقد عند تاريخ الانتهاء، كما أن هذا الهامش مطالب بدفعه كذلك بائع العقد. وهناك أيضا هامش الوقاية الذي يمثل مستوى أدنى للهامش المبدئي (حوالي 70 % إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي) لا يمكن للهامش المبدئي الانخفاض دونه عند انخفاض أسعار الأصول المحسوب على أساسها، وإذا ما انخفض فتنطلب غرفة المقاصة من الطرف المعني تعلية رصيده<sup>2</sup>.

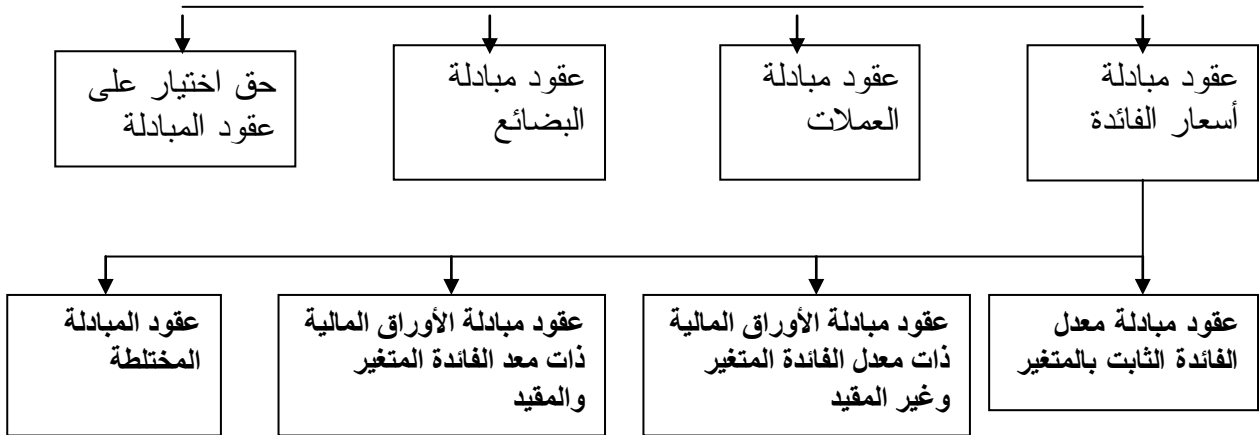
### 2-3-3. عقود المبادلة *Les Swaps* :

*To swap* بالانجليزية تعني تبادل، ويقصد بالمبادلات هنا عملية يلتزم فيها طرفين بتبادل سلسلة

تدفقات نقدية (بناء على عملات أو أسعار فائدة) في تواريخ مستقبلية محددة<sup>3</sup>.

كانت عمليات المبادلة في البداية مقتصرة على البنوك المركزية في الستينيات من القرن الماضي، ثم أصبحت البنوك التجارية تعتمد على هذا الأسلوب لتغطية المخاطر القصيرة الأجل وتقوم البنوك بعمليات المبادلة لأغراض مختلفة نذكر منها: تحقيق الربح فضلا عن تحقيق تسيير أفضل لموجوداتها، مواجهة التزامات البنوك المختلفة، خاصة المستقبلية، كما يمكن أن تستعمل من قبل السلطات النقدية في ظروف معينة<sup>4</sup>. يمكن إجمال أهم أنواع عقود المبادلة في الشكل التالي :

شكل رقم (3): أنواع عقود المبادلة



المصدر: الحناوي محمد صالح، مرجع سبق ذكره ، ص: 386.

<sup>1</sup> الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع : عمان ، 2002 ، ص:194.

<sup>2</sup> Bertrand JACQUILLAT & Bruno SOLNIK, *Marchés financiers:gestion de portefeuille et des risques*, 6<sup>°</sup>Ed, Dalloz: Paris 2002, P :222.

<sup>3</sup> Komlan AGODO & Hawa YOUSOU, *Le marché des SWAPS*, <http://www.fichier-pdf.fr/2010/02/12/s7pdcd1/le-marche-des-swaps.pdf>

<sup>4</sup> معهد الدراسات المصرفية، نشرة توعية اضاءات، الكويت، جانفي 2010 ، ص : 3.

ونقتصر هنا على شرح النوعين الأساسيين وهما مبادلة العملات ومبادلة أسعار الفائدة:

**2-3-3-1. عقود مبادلة العملات:** وتتمثل في شراء عملة معينة وبيع عملة أخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة بين العملتين، الذي يسمى بسعر المبادلة ( *Swap rate* ) أو هامش السعر الأجل. وتجرى عقود مبادلة العملات لهدفين: إما لهدف تحوطي وهنا تكون المدة متوسطة أو طويلة الأجل وتكون خاصة في الأسواق المالية. وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الإقتراض الطويل الأجل. وإما لهدف مضاربي، بغية تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات، وهنا تكون المدة قصيرة الأجل وتكون في غالباً في السوق النقدية.<sup>1</sup>

**2-3-3-2. عقود مبادلة أسعار الفائدة:** وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة، يتم التعامل بهذا النوع من العقود بسبب اختلاف ملاءة المقترضين واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق. وتأخذ هذه العقود الأشكال التالية:<sup>2</sup>

- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: وتسمى بـ *Plain vanilla* وفيها يتم دفع أحد الطرفين سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة، وفي المقابل يلتزم الطرف الثاني بالعكس.
- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد: وتسمى بـ *Caps*، وهي مبادلات سلسلة من التدفقات ذات معدل فائدة متغير، لكن غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.
- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: وتسمى بـ *Floors*، وهي مبادلات سلسلة من التدفقات ذات معدل فائدة متغير، لكن مقيد بحدود دنيا أو عليا.
- عقود المبادلة المختلطة: وتسمى بـ *Collars*، وتقوم على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، وبيع في نفس الوقت عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

إذا في نهاية عرض هذه النقطة، نقول أن التنوع في أدوات سوق الأوراق المالية سيفرض على مسيري المؤسسة الإلمام بنفاصلها، وكيفية التعامل معها، واختيار الأداة المناسبة، إن على مستوى التمويل في سوق الإصدار، أو على مستوى تسيير الخزينة والسيولة ومحفظه الأوراق المالية في سوق التداول وهذا من شأنه أن يحسن من أداء المؤسسة والوصول على أهداف الحوكمة كما سنراه في الفصل الموالي.

<sup>1</sup> Emmanuelle OLLÉON-ASSOUAN, " **Techniques de marché des derives de crédit : les swaps de défaut**", in Revue de la stabilité financière, Banque de France, N°4, Juin 2004 ,P:101.

<sup>2</sup> Komlan AGODO & Hawa YOUSOU, Op cit.

### 3- تنظيم وعمل سوق الأوراق المالية:

نبين في هذه النقطة التفصيل كيفية عمل سوق الأوراق المالية من خلال الهيئات المشرفة، وأصناف المتعاملين وطرق تقديم الأوامر وكيفية تكون الأسعار:

#### 3-1. الهيئات المشرفة على السوق:

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم نظم التمويل المعاصرة التي ترتبط ارتباطاً قوياً بنمط اقتصاد السوق و بدورها الشديد وأهميتها في تعبئة المدخرات و تمويل المشروعات. ولتنظيم عمليات السوق وجب وضع جملة من الأنظمة و القوانين وقواعد للإشراف والرقابة التي تنظم تبادل وتداول الأوراق المالية وانتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين لإحداث تفاعل بين عرض الأوراق المالية و الطلب عليها ليتم بذلك تقرير أسعار الأسهم و السندات، وتوكل تلك المهام لهيئات تنظيم ومراقبة العمليات في السوق المالية. ويمكن إجمال وظائف تلك الهيئات في:<sup>1</sup>

تأطير السوق: من خلال إصدار وتطبيق القوانين واللوائح، وتقديم تراخيص الاعتماد لمختلف المتعاملين، ومتابعة والإشراف على عمليات التداول، وتأمين السوق من الممارسات غير القانونية. مساعدة المتعاملين: من خلال معالجة كل النزاعات والشكاوي من قبل المتعاملين، وإعلامهم بكل المعلومات الضرورية الدورية والدائمة، والحرص على شفافية تلك المعلومات، وتوفير الاستشارات والبرامج التدريبية، وتعزيز ممارسة حوكمة المؤسسات كما سنرى لاحقاً.

وغالبا ما تتجه معظم الدول إلى الفصل بين الوظيفة الرقابية والوظيفة التنفيذية على أسواق الأوراق المالية، وذلك وفقا للمعايير الدولية وتوصيات المنظمة الدولية لإتحاد الهيئات المشرفة على أسواق المال، حيث تناط مهمة التنظيم والمراقبة والإشراف على الأسواق المالية لجهات منبثقة من القطاع العام وتمثيلها هيئات سوق رأس المال، بينما يناط الدور التنفيذي بالسوق المالي نفسه.

#### 3-2. الفئات المتدخلة في السوق:

تتعدد الأطراف المتدخلة في السوق من خلال عرضهم وطلبهم للأوراق المالية، إذ بواسطتهم تتحقق للسوق الاستمرارية في أداء نشاطها و تحقيق الأهداف المالية للأطراف المختلفة، ويعتبر الإلمام الكافي بتصرفات وأعمال هؤلاء الأطراف شرطا أساسيا لفهم آلية عمل السوق، وهؤلاء المتدخلون هم:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> L'autorité des marchés financiers, Réglementation et encadrement du secteur financier au Québec, 2006. P:3-5.  
<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/autorite/brochure-fr.pdf>

<sup>2</sup> أنظر في هذا السياق :

• Alain CHOINEL & Gérard ROUYER, op cit, P:329-346.

**3-2-1. المؤسسات الاقتصادية:** وتعتبر من بين المتدخلين الفاعلين أيضا ، فتلجأ المؤسسات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التجديد والتوسع في استثماراتها، ويتم تسويق الإصدار في إطار قواعد وقوانين تسيطرها الجهات المسؤولة عن السوق، وذلك للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار<sup>1</sup>. كما يمكن أن يكون تدخلها في سوق التداول بغية توظيف السيولة المتاحة لديها من أجل تحسين خزينتها في الأوراق المالية واستغلال الفرص الممنوحة من قبل السوق بالاستثمار أو التخلص من الاستثمار، إضافة إلى إتباع سياسة تخص تسوية أو تدعيم أسعار أوراقها المالية المصدرة سابقا<sup>2</sup>.

**3-2-2. المستثمرون المؤسسيون :** وهم عبارة عن هيئات مالية، تقوم بطبيعتها أو تسمح لها قوانينها بتوظيف مواردها المالية التي تجمعها في شكل أوراق مالية لحسابها الخاص أو لحساب المستثمرين الآخرين<sup>3</sup>. ونظرا لقدرتهم الكبيرة على تعبئة المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو الأوراق المالية وتميزهم بنوع من الثبات والاستقرار في قدراتهم الادخارية والاستثمارية فهم يعتبرون من بين أهم المتدخلين في الدول المتقدمة، فهم يوفرول للجمهور أدوات مالية بعوائد معقولة و مخاطر محدودة، و قد شهدت هذه الفئة من المتدخلين نمو ملحوظا في الدول المتقدمة خاصة ببورز الاتجاه نحو تدويل التوظيفات الأمر الذي جعل هذه المؤسسات تجمع مدخرات معتبرة، ويتكون هؤلاء المستثمرين أساسا من شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع و شركات الاستثمار<sup>4</sup>.

**3-2-3. البنوك:** تعتبر البنوك التجارية من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية نظرا لخبرتها في الشؤون المالية ، تدخل البنوك التجارية في السوق المالية إنما هو ظاهرة فرضها العولمة المالية، فبعدها كان نشاط البنوك التجارية منحصر في قبول الودائع وتقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، فتغير هذا النشاط تغيرا وظيفيا، فنتيجة لمجموعة من العوامل و الظروف أصبحت تلك البنوك تقدم خدمات عديدة ومتنوعة كتقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين و تشجيع الأفراد و المؤسسات على شراء الأوراق المالية ، إضافة إلى تقديم الضمانات على الصفقات التي يعقدها السماسرة بتوفير القروض الموجهة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية، ودعم الهامش المبدئي التي تتطلبها تلك الصفقات، فضلا عن تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية و المساعدة في تركيب الصفقات المالية الم عقدة كما هو الحال في الدول النامية التي لا تتوفر على بنوك الاستثمار<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق النشر والتوزيع، عمان 2005، ص:240.

<sup>2</sup> Alain CHOINEL & Gérard ROUYER, *op cit*, P: 340.

<sup>3</sup> Angelos LIANOS, *La place des investisseurs institutionnels internationaux dans le droit des marchés financiers français*, Mémoire D.E.A. Droit des Affaires, Université robert schuman de strasbourg, 2003, P:05.

<sup>4</sup> Frédéric TEULON, *Les Marchés des Capitaux*, Seuil: Paris, 1997, P:54

<sup>5</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 254-256.



**3-2-5. الوسطاء الماليون:** يعد السماسرة أو الوسطاء من أهم الفاعلين الأساسيين في السوق لما لهم من دور هام في تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة للمتعاملين، وبالتالي فهم صناع السوق الرسميين، وتؤدي هذه الفئة دورا هاما في توفير السيولة والمحافظة على انتظام الأسعار و تغطية المخاطر، وتحفيز التعامل على الأوراق المالية المتداولة، والسماسر هو ممثل شركة السمسرة يقوم بتنفيذ الأوامر الممررة من المستثمرين سواء بشراء أو بيع الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لجنة السوق ، أو بالمتاجرة لحسابه الخاص، نظرا لحساسيته و أهمية نشاطه فان قوانين البورصة عادة ما تشترط في السماسر أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية والكفاءة و الخبرة المهنية، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو تعرض لعقوبة أو ارتكاب مخالفة مهنية.<sup>1</sup>

### 3-3. أوامر البورصة:

يمثل الأمر طلبا أو تفويضا يصدره المستثمر إلى وكيله السماسر لشراء أو بيع عدد من الأوراق المالية، ويجب أن يحتوي الأمر على نوع العملية، وعدد الأوراق المالية، وطبيعة الورقة، ونوع العملية أجل أو عاجل، ومدة الصلاحية ونوع الأمر.<sup>2</sup> وعلى ذكر نوع الأمر، هناك العديد من الأنواع أهمها:<sup>3</sup>

**3-3-1. الأمر بسعر السوق والأمر بالأفضل:** وفي هذين الأمرين لا يتم ارفاق أي اشارة للسعر، فالأوامر بسعر السوق يجب تنفيذها على الفور بأسعار السوق الحالية ويعطي المستثمر الأمر للسماسر بتنفيذ العملية بسعر السوق السائد في حينه. أما الأمر بالأفضل هو تقنية تضمن للمستثمر التنفيذ الكامل لعمليته، مع عدم اشتراط أي سعر، ففي حالة الشراء إذا عرف سعر الورقة المالية ارتفاعا حادا، فإن المستثمر قد يقاد إلى دفع سعر أعلى من ذلك الذي كان يتمناه، وعلى العكس، فالانخفاض السريع للأسعار قد يقود المستثمر إلى بيع أوراقه بسعر أدنى من ذلك الذي كان يتصوره.

**3-3-2. الأوامر بالسعر المحدد:** ويحدد فيه السعر الأعلى في حالة الشراء ، والسعر الأدنى فيما يتعلق بالبيع ، وفي هذه الحالة السعر المحدد قد يكون ملموسا *cours touché* أي لا ينفذ إلا جزئيا أو حتى لا ينفذ بتاتا. هذا السعر يضمن للمستثمر أن الشراء لن يحصل فوق مستوى السعر الذي كان قد حدده، أو على العكس، فإن البيع دون مستوى السعر المحدد.

<sup>1</sup> عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات في بيئة التخصص وأسواق المال والتجارة الإلكترونية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 247 – 248.  
<sup>2</sup> الحناوي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 22.  
<sup>3</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج 1، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص: 123-124.

**3-3-3. الأمر بسعر محدد يترافق مع عبارة قف:** وهنا قد ينتهز المستثمر فرصة تغيير الأسعار، إذ في حالة الشراء، يعني الأمر قف، أن المستثمر يشتري مجرد أن يتم تجاوز السعر، وفي حالة البيع، فإن الأمر ينفذ اعتباراً من اللحظة التي ينخفض فيها السعر عن المستوى المحدد. هذا الأمر يستخدم غالباً في حالة البيع من أجل الاحتراز لمواجهة تدهور الأسعار، نتيجة لأثر ما يسمى بكرة الثلج، والعكس في حالة الشراء.

### 3-4. التسعير في السوق:

" سعر السوق هو القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة"<sup>1</sup>. ويرتكز التسعير على حج العرض والطلب للأوراق المالية المراد تبادلها، على أن يتحدد السعر على ضوء مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع، ويمكن إجراء التسعير بأوجه مختلفة، وهي:<sup>2</sup>

**3-4-1. التسعير بالصياح *A la criée*:** تحديد السعر بالصياح أو بالمناداة يلبي رغبة العديد من المتدخلين، حيث يقوم المسعر بالإعلان عن سعر الأمس للورقة المالية، ويبحث الوكلاء المتداولون نظرائهم عن طرف مقابل استناداً إلى السعر المعلن، ويتوجه هؤلاء شفاهة إلى نظرائهم، حتى يتحدد السعر، وهذه التقنية هي قليلة الفعالية نتيجة النقص البين في المعلومات.

**3-4-2. التسعير عبر الدرج *cotation par casier*:** ويتم فيها وضع درج لكل ورقة مالية يوضع في الوكلاء أوامرهم المتعلقة بتلك الورقة، وفي نهاية الفترة يقوم أحد الوكلاء بإجراء جرد للطلبات والعروض مشترطاً السعر والكمية، ومحدداً في النهاية سعراً يجب على رغبة أكبر عدد من المتعاملين.

**3-4-3. التسعير عبر الصندوق *La cotation par boite*:** وهو يشبه التسعير عبر الدرج، لكنه يوضع تحت المراقبة المباشرة للهيئة المسؤولة عن السوق، واستخدامه يحصل استثنائياً، حيث تقوم هذه الهيئة بعد تلقي كافة الأوامر بتحديد سعر استناداً لحالة السوق.

**3-4-4. التسعير بالاستعانة بالمعلوماتية *Cotation informatisée*:** حيث تسجل الأوامر على أنظمة الاعلام الآلي للسوق تبعاً لوصولها، وتدخل الأوامر بسعر السوق من دون أن يشير المتدخل إلى حدود للأسعار، فالكامبيوتر يعطيها باستمرار سعر توازن السوق كحد للسعر، وسعر التوازن المعلن عنه يصبح تلقائياً السعر المسعر.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 45.  
<sup>2</sup> وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 130-133.

من خلال استعراضنا لمفاهيم حول سوق الأوراق المالية، تبين لنا أن هذه الأخيرة لها مكانة متميزة في النظام المالي، من خلال وظائفها أو أدواتها المتنوعة أو تنظيمها الدقيق الذي يسعى إلى حماية مصالح المتعاملين، وهو الأمر الذي يجعلها كذلك تلعب دوراً آخر يتمثل في تعزيز الثقة والشفافية وجودة المعلومات وحماية مصالح مختلف الأطراف، وهي مفاهيم تصب كلها في موضوع حوكمة المؤسسات، كما سنراه في الفصل الثاني، وقبل ذلك نتطرق في المبحث الموالي إلى كيفية تمويل المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية.

### المبحث الثاني: تمويل المؤسسات عن طريق سوق الأوراق المالية

تحاول المؤسسات دائماً القيام بتسيير فعال لرؤوس أموالها من خلال البحث عن أفضل مصادر التمويل. وبعد انخفاض معدلات التمويل الذاتي تم اللجوء، لسد هذه الثغرة التمويلية، إلى موارد مالية جديدة، إما عن طريق الاستدانة أو زيادة رأس المال. وإذا كانت الاستدانة تحكمها عوامل عدة\*، فإن الخيار الثاني أصبح محبباً من كبريات المؤسسات، ويتمثل في التوجه السوق المالية. نحاول في هذا المبحث تبين كيفية حصول المؤسسات على التمويل اللازم من سوق الأوراق المالية. بتوضيح كيفية الدخول للبورصة أو لا ثم تقنيات التمويل.

#### 1- دخول المؤسسات إلى البورصة

يعد الدخول إلى البورصة مرحلة هامة في حياة المؤسسات، إذ أن اتصالها بجمهور المستثمرين في سبيل الحصول على التمويل يجعلها تأخذ في عين الحسبان عدة اعتبارات وسياسات مغايرة عن تلك في حالة المؤسسات غير المدرجة.

#### 1-1. أهداف وشروط الدخول:

1-1-1. الأهداف: يتمثل هدف الحصول على أموال طويلة الأجل وسيولة مالية هامة أهم الأهداف التي تسعى لتحقيقها المؤسسات، كذلك يعد التسعير في البورصة فرصة للمؤسسة للشهرة والتميز. لكن عموماً يمكن ذكر بعض الأهداف الأساسية التي تحاول المؤسسات تحقيقها من دخولها إلى البورصة كما يلي:<sup>1</sup>

- الحصول على رؤوس أموال المخاطر: بمعنى أموال خاصة يحوز عليها شركاء جدد، هذه الأموال تسمح بأن تعطي صورة عادلة وحقيقية لأسعار الأوراق المالية، كما يسمح لها بإعداد مخطط التمويل بصورة ناجحة؛

\* يشكل موضوع الاستدانة احد القرارات المالية التي حظيت بدراسات كثيرة لما لها من تأثير مباشر أو غير مباشر على مردودية المؤسسة، وفي هذا الصدد يمكن الرجوع إلى كتب التسيير المالي أو كتب المالية بصفة عامة للتفصيل في آثار استعمال على قيمة المؤسسة وقضايا الهيكل المالي الأمثل.

<sup>1</sup> Alain CHOINEL & Gerard ROUYER, op cit, P:184.

- توفير مرونة أكثر في السياسات المالية، بالنظر إلى حجم المستثمرين وتنوع الأوراق المالية التي تتميز بها السوق المالية، كما أن تسعير الأوراق المالية في السوق يمنح للمستثمرين سيولة أكثر لا توجد في المؤسسات المغلقة، هذا بالإضافة إلى ربط نجاعة المؤسسة بتصرفات السوق؛
- الحصول على تقنيات تساعد المؤسسة في تدعيم سياسة التوسع الخارجي دون الحاجة إلى توفير موارد مالية من الخزينة، وهذا بفعل الوسائل التي توفرها السوق المالية للاندماج والاستحواذ مثل تقنية العرض العمومي للتداول *OPE*\* والتي يتم التعرض إليها في النقاط الموالية.
- كما يمكن أن يكون الدخول للبورصة مفضل من قبل المساهمين القدامى كذلك لأسباب التالية:<sup>1</sup>
- يسمح لهم بتنويع ذمتهم المالية وحصولهم على سيولة جد هامة من خلال بيعهم للأوراق المالية وبشكل لا يؤثر على مصالحهم في المؤسسة؛
- يعيد تمويل مؤسسي المؤسسة من خلال حصولهم على السيولة الكافية للإصدار الجديد؛
- يسمح لهم بتجنب المتابعة اللاحقة لعملية رفع رأس المال من غير وجود عائق يمنع ذلك؛
- يعطي لأصول المؤسسة سيولة أكثر من خلال القيم المخزنة في الأوراق المالية؛
- تسمح لهم بإعطاء قيمة حقيقية للمؤسسة تفيدهم مستقبلا في أي عملية تنازل عن الأوراق.

**1-1-2. شروط الدخول:** تختلف شروط إدراج المؤسسات في البورصة من دولة إلى أخرى، وحتى في الدولة الواحدة هناك شروط متعددة بتعدد الأسواق ( رسمية أو ثانية أو ثالثة ..)، لكن غالبا ما 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:

- 1-1-2-1. الالتزامات القانونية:** عادة ما تحدد القوانين المنظمة للمؤسسات نسبة مئوية من رأس المال الواجب وضعه تحت تصرف الجمهور، وبعد استثناء هذا الشرط، تقدم المؤسسة طلب إلى الهيئة المشرفة على السوق، في أغلب الدول بما فيها الجزائر، 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؛

\* OPE: Offre publique d'échange.

<sup>1</sup> Ibid,P:184-185.

- أخذ موافقة الهيئات الوصية في السوق من أجل تحديد رزنامة الإصدار والاكنتاب وما يتعلق بها من حقوق اكنتاب\* مثلاً؛
- تسلم لهيئات السوق كافة النشرات والمنشورات وكافة الوثائق التي تهم المستثمرين ( فصل ذلك لاحقاً في حالة الجزائر )؛
- 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.

#### 1-2-1-2. الالتزامات المتعلقة بنشر المعلومات:

تتوزع هذه المعلومات بين معلومات دائمة دورية ومعلومات طارئة:

أ. المعلومات الدائمة الدورية: 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 سابقاً؛
- نشر الحسابات المالية وكل القوائم الضرورية المتعلقة بنشاط ونتائج المؤسسة عن الفترة المعنية.

#### ب. 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. ونشير كذلك إلى أن الدخول للبورصة لا يتم إلا بوساطة البنوك ومؤسسات الاستثمار المتخصصة.

\* يتم شرح حقوق الاكنتاب في النقطة الموالية.

## 1-2. إجراءات الدخول:

على المؤسسات التي تريد الدخول للبورصة أن تختار بين نموذجين من الإجراءات:<sup>1</sup>

### 1-2-1. الوضع بالتصرف مباشرة للأوراق المالية:

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

#### 1-1-2-1. العرض العمومي للبيع " OPV " L'offre publique de vente : 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 المعروضة 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.

#### 1-2-1-2. 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، وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى ما يسمى بالأوامر بالأحسن المقنعة

*Ordres au mieux déguisés* وهي الأوامر التي يرغب أصحابها بتنفيذها أي كان السعر المأخوذ به.

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.

### 1-2-2. 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

<sup>1</sup> Corynne JAFFEUX, *Bourse et financement des entreprises*, DALLOZ:Paris,1994,P:140-144.

الوسطاء الماليين المسؤولين عن عملية الدخول، بسعر متفق عليه من كافة الأطراف. وبهذا يتجنب المساهمون الأساسيون كلية مخاطر الدخول لأنهم يبيعون فعلياً 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 مسبقاً؛
- أما العرض العمومي للبيع فهو إجراء سهل، لن المؤسسة تعرف مسبقاً سعر الدخول، لكن على الرغم من ذلك، فإن الصعوبة تنجم عن تحديد هذا السعر في ظل غياب السوق. و على 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 لاحقاً بعد انقضاء فترة المضاربة.

### 1-3. دور البنوك في عملية الإدخال:

تلعب البنوك دوراً مهماً في عملية دخول المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية، فقد تجهل المؤسسات أحياناً أمور كثيرة عن تطور السوق المالية. فتقوم البنوك حينئذ بمساعدتها باختيار التاريخ الملائم للدخول والطريقة التي يتم بها إدراج أوراقها المالية وبتحليل وضعيتها المالية، ومن هذا المنطلق فالبنوك، بحكم خبرتها في السوق، قد تقلل من هامش الخطأ في هذه الخطوة المهمة في تاريخ المؤسسة. وعموماً تقوم البنوك بأربع وظائف أساسية في دخول المؤسسات على السوق وهي:<sup>1</sup>

#### 1-3-1. وظيفة تركيب 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 والاتصال مع هيئات السوق وتحضير الوثائق القانونية اللازمة.

#### 1-3-2. وظيفة نشر المعلومات *la diffusion de l'information*: تقوم البنوك بالتحقق من كل المعلومات

المقدمة من قبل المؤسسة والتي تخص النشاط الحالي والمستقبلي ومختلف استراتيجياته المستقبلية، ثم تقوم بواسطة محلليها الماليين بعد جمع وتنظيم تلك المعلومات بنشرها للمستثمرين وتنظيم لقاءات تجمع بين مصدر الأوراق وكل من يريد الاكتتاب فيها.

<sup>1</sup>P. VERNIMEN, Op cit, P:573.

**1-3-3. وظيفة توزيع الأوراق *La distribution des titres*:** تقوم مجموعة من البنوك المكلفة بالتقرب من المستثمرين، خاصة زبائنها، 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.

**1-3-4. 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. إن عملية التوظيف في السوق المالية تستدعي تدخل بنوك كثيرة يطلق عليها بالمجموعة البنكية *syndicat bancaire*، والتي تختار فيما بينها رئيس للمجموعة *coordonateur, chef de file*. وتسعى المجموعة البنكية على ضمان أكبر نجاح عملية الدخول، وفي هذه الصدد ظهرت في السنوات الأخيرة الحاجة على إنشاء تقنية كتاب الأوامر التي تقوم بها البنوك أو ما يسمى اختصارا بتقنية *book building*. فانطلاقا من عملية نشر المعلومات وتسويقها للمستثمرين، ينشأ دفتر الأوامر الذي تسجل فيه نوايا الشراء المحتملة للمستثمرين من كميات وأسعار، ومن خلالها يتم تقدير إمكانيات تحقيق العملية، ثم تأخذ البنوك على عاتقها التزاما بإنهاء عملية الدخول بنجاح. وتقنية *book building*<sup>1</sup> تسمح للبنوك بالقيام بعملية إدخال المؤسسة إلى السوق بأقل الأخطار الممكنة.

وفي نهاية هذه النقطة الأولى، نقول أن دخول المؤسسات إلى البورصة، هي إستراتيجية مهمة في حياتها، لما له من تأثيرات عليها، وظهور متعاملين جدد، يجب على المؤسسة أن تراعي مصالحهم عند اتخاذ بعض القرارات. وهنا يمكن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم أو عن طريق السندات:

## 2- التمويل عن طريق الأسهم (رفع رأس مال المؤسسة الخاص)

يعد حصول المؤسسة على التمويل اللازم من السياسات الهامة في تاريخها. كما أن عملية إصدار الأسهم العادية هي عملية معقدة ولها عدة أمور تؤخذ بعين الاعتبار، خاصة مصالح المساهمين القدامى وطريقة الإصدار وتكاليفها ومخاطرها.

### 2-1. إصدار الأسهم العادية: الإجراءات والأنواع

كما قلنا سابقا عملية دخول البورصة تتم عن طريق البنوك، ويظهر ذلك جليا في عملية الإصدار الأسهم حيث تتولى بنوك الاستثمار مسؤولية بيع ما تصدره المؤسسات من أوراق إلى المستثمرين. وقد يأخذ إصدار الأسهم عدة أشكال أهمها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل حول هذه التقنية ومراحلها بالأشكال والشرح المستفيض يمكن الرجوع إلى كتاب: VERNIMEN, P:577-580.  
<sup>2</sup> Josette PILVERDIER-LATREYTE, *Finance d'entreprise*, 6<sup>o</sup>ED, Economica:Paris,1993,P:388-390.



**1-1-2. إصدار الأسهم بمقابل نقدي** *Les émissions contre espèces*: وهو النوع الوحيد الذي يوفر للمؤسسة سيولة عن طريق الحصول على الادخار المتاح واستثماره لأجل طويل، حيث تسمح هذه العملية ببيع أسهم بمقابل الحصول على ثمنها نقدا يسمح للمؤسسة بالنمو والتوسع في استثماراتها.

**2-1-2. إصدار أسهم مجانية** *Les attributions d'actions gratuits*: وتتم هذه الصورة عندما لا تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين، وإنما توزع لهم بما يقابلها أسهم جديدة مجانا. نظير حصة ما يمتلكها كل مساهم، ويتم دمج قيمة تلك الأسهم من الأرباح في رأس مال المؤسسة، وعلى هذا الأساس في هذه الطريقة لا تتأثر القوة الإرادية للمؤسسة وإنما زيادة عدد الأسهم فقط نظير إدماج الأرباح.

**3-1-2. تحويل السندات إلى أسهم** *La conversion d'obligations en actions*: حيث يسمح لحاملي السندات القابلة للتحويل، بممارسة هذا الحق في تاريخ معين، وتقوم المؤسسة بإصدار أسهم لحاملي تلك السندات عن طريق معامل تحويل يتم تحديده مسبقا واسترجاع السندات، وبالتالي فالمؤسسة كذلك في هذه الحالة لا تحصل على أي موارد مالية وإنما التأثير يكون على نسبة الاستقلالية المالية المهيكلة من الأموال الخاصة والديون.

**4-1-2. تحويل الحقوق على المؤسسة إلى أسهم** *conversion en actions de créances sur la société*: وتنفذ هذه العملية عندما يتعسر على المؤسسة المدينة تسديد مستحقاتها تجاه الدائنين، فيتم تحويل تلك الديون إلى أسهم يحصل عليها الدائنون بنفس قيمة الدين. والصورة الشائعة في عمليات التمويل عن طريق الأسهم هي رفع رأس المال بمقابل نقدي، وغالبا ما تتم هذه العملية وفق الخطوات التالية:<sup>1</sup>

- يتم اجتماع مجلس إدارة المؤسسة، وهو نقطة الانطلاق، إذ يتم تحديد مشروع الإصدار واستدعاء الجمعية العامة غير العادية؛
- يتم اجتماع الجمعية العامة غير العادية، وهي الوحيدة التي يخول لها رسميا المصادقة على المشروع، إذ يمكن أن تقوم بتفويض مجلس الإدارة للقيام بكل الإجراءات الضرورية فترة قد تمتد حتى لخمس سنوات؛
- يقوم مجلس الإدارة بالاجتماع مرة أخرى لتحديد تفاصيل الإصدار وأنواعه وكل ما يتعلق به من سعر الإصدار وحقوق الاكتتاب؛
- يوضع تحت تصرف الجمهور إعلان ممضي من طرف مجلس الإدارة ومحافظ الحسابات ومؤشر عليا من قبل شركة البورصة يبين تفاصيل العملية؛
- يتم إيداع ملف الإصدار لدي الهيئة الوصية عن البورصة؛

<sup>1</sup> Alain CHOINEL, Gerard ROUYER, Op cit, P.:199

- القيام بعملية الاكتتاب من قبل المستثمرين.
- ويوفر التمويل عن طريق الأسهم عدة مزايا لحل أهمها:<sup>1</sup>
- كون المؤسسة غير ملزمة قانونيا بتوزيع الأرباح على حاملي المؤسسة بدون قرار من الجمعية العامة، فالأسهم لا ترهق المؤسسة بنفقات ثابتة؛
- لا يوجد للأسهم تاريخ استحقاق، فهي على مدى الحياة، وهو ما يوفر تجنب مخاطر تسديد الأموال في تاريخ معين؛
- غالبا ما يكون العائد المتوقع من الأسهم العادية مرتفع عنه في السندات، فلهذا فالمؤسسة تجد سهولة في إصدار الأسهم العادية لأنها تجذب فئة معينة من المستثمرين؛
- إن إصدار الأسهم بالنسبة للمؤسسة يزيد من مقدرتها الائتمانية مستقبلا، لأنها توفر ضمانا للدائنين. لكن المزايا السابقة لا تعني أن الأسهم العادية لا تخلو من عيوب، والتي من أهمها:<sup>2</sup>
- يؤدي إصدار الأسهم إلى مشاركة أطراف خارجية في الرقابة على المؤسسة، وهذا ما تخشاه مؤسسات عديدة خاصة الصغيرة والتي تفضل أن تكون الرقابة في يد عدد محدود من المساهمين؛
- يؤدي الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل إلى وجود مالكين جدد لهم حقوق متساوية في الحصول على الأرباح والتي ينتظر أن تكون مرتفعة، وبالتالي غالبا ما تكون تكلفة الأسهم أعلى من تكلفة القروض بأنواعها؛
- غالبا ما تكون تكاليف إصدار الأسهم العادية أعلى من تكاليف إصدار السندات؛
- تشير النظرية المالية إلى أن زيادة الأموال الخاصة المتمثلة في الأسهم العادية عن الحد المناسب للهيكل المالي الأمثل، سوف ينتج عنه زيادة معدل تكلفة رأس المال الكلية؛
- لا تستفيد الأرباح المدفوعة للمساهمين من خصم الضريبة، لأن ما يدفع يكون بعد احتساب الضريبة وبالتالي لا تحقق وفرة ضريبية للمؤسسة التي نجدها عند السندات.

## 2-2. رفع رأس المال والحق التفضيلي للاكتتاب:

- كما قلنا، الصورة الشائعة والتقليدية لرفع رأس المال هي إصدار المؤسسة لأسهم بمقابل نقدي، وغالبا ما يتم إرفاقها بما يسمى بالحق التفضيلي للاكتتاب.
- ويقصد بحق الاكتتاب هو حق يرفق بكل سهم قديم يسمح لحامله بأن تكون له الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة.<sup>3</sup> وهي إمكانية تعطي لحامل الأسهم القديمة لحماية مصالحه، وتعطي لكل سهم قديم حق

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية: الإسكندرية، 1997، ص:24-25.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص:25.

<sup>3</sup> VERNIMMEN, Op cit, P:586.

واحد للاكتتاب ، فإذا كانت هناك 100 سهم تعطى له 100 حق اكتتاب، ويتم تحديد عدد الحقوق اللازمة لشراء سهم جديد بقسمة عدد الأسهم الحالية على عدد الأسهم الجديدة:

عدد الحقوق اللازمة لشراء سهم واحد = عدد الأسهم المتداولة \ عدد الأسهم الجديدة

والسؤال المطروح ما قيمة كل حق من حقوق الاكتتاب؟ ولتحديد قيمة كل حق اكتتاب يتم اعتماد مبدأ أن قيمة كل حق اكتتاب تساوي الخسارة التي يتعرض لها الأسهم<sup>1</sup> ولتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي: يبلغ رأس مال مؤسسة ما مليون دولار، موزعة على 10 آلاف سهم قيمة كل منها 100 دولار وتقدر احتياطياتها بـ 500.000 دولار.

ومنه: القيمة الدفترية للسهم الواحد =  $500.000 + 1.000.000 \div 10.000 = 150$  دولار / للسهم.

فإذا زيد رأس المال بقيمة مليون دولار نتيجة إصدار 10.000 سهم جديد قيمة كل منها 100 دولار تصبح قيمة السهم بعد الزيادة:

$500.000 + 1.000.000 + 1.000.000 \div 10.000 = 125$  دولار / السهم.

وتكون بذلك خسارة كل سهم واحد:  $150 - 125 = 25$  دولار وهي قيمة حق الاكتتاب الواحد.

وإذا تم إصدار السهم الجديدة بـ 120 دولار ( أي 20 دولار كعلاوة إصدار) فإن قيمة السهم الجديد

تصبح في هذه الحالة:  $500.000 + 1.000.000 + 1.200.000 \div 10.000 + 10.000 = 135$  دولار قيمة حق الاكتتاب تساوي:  $150 - 135 = 15$  دولار.

نستخلص مما سبق أنه كلما ارتفع سعر إصدار السهم العادي ( أي ارتفاع علاوة الإصدار ) يؤدي إلى انخفاض قيمة حق الاكتتاب الواحد.

ويمكن التعبير عن قيمة حق الاكتتاب جبريا كما يلي:

لدينا سعر السهم بعد الإصدار يحسب بالعلاقة التالية:

$$C' = \frac{(C \times n) + (P \times N)}{n + N}$$

حيث:

C': سعر السهم بعد الإصدار؛

n: عدد الأسهم القديمة؛

P: سعر الإصدار؛

N: عدد الأسهم الجديدة؛

C: سعر السهم الأخير قبل الإصدار.

ومنه قيمة حق الاكتتاب D تساوي:

$$D = C - C'$$

<sup>1</sup> Mondher BELLALLAH, Finance moderne d'entreprise, 2°ED, Economica:Paris,2003,P:146.

$$D = C - \frac{(C \times n) + (P \times N)}{n + N}$$

$$= \frac{(C \times n) + (C \times N) - (C \times n) + (P \times N)}{n + N}$$

$$D = (C - P) \frac{N}{n + N}$$

ويحق لحاملي الأسهم الذين تمنحهم المؤسسة حقوق اكتتاب أن يستخدموا هذه الحقوق في شراء الأسهم الجديدة أو أن يبيعونها في السوق، وبالتالي فحق الاكتتاب هو قابل للتداول، فإذا توافرت الأموال اللازمة للمساهمين فإنهم يستخدمون الحقوق في شراء الأسهم الجديدة، أما إذا لم تتوفر لهم أو لم تكن لديهم الرغبة في ذلك، فيمكنهم بيع الحقوق في السوق، وفي كلتا الحالتين لن يؤثر الإصدار الجديد على قيمة استثماراتهم أي لن يخسروا بسبب الإصدار الجديد.<sup>1</sup>

### 2-3. النتائج المالية لعملية رفع رأس المال:

تعتبر عملية رفع رأس المال عن طريق الأسهم العادية عملية مهمة، وقد تكون لها آثار مالية على المؤسسة إذ يمكن أن تؤدي إلى توزيع جديد للنتائج، لأنه كلما زاد عدد الأسهم انخفضت ربحية كل سهم، ومن ثم ستطرح إشكالية مقارنة نتائج المؤسسة من سنة إلى أخرى ومدى فعاليتها ومن ثم لا بد من القيام بعملية تصحيح لتفادي الآثار السلبية لرفع رأس المال في قراءة نتائج المؤسسة. فبعد عملية الإصدار سينتج هناك تخفيف في النتائج *dilution des résultats* أي تسجيل انخفاض في المؤشرات المتعلقة بالأسهم خاصة ربحية كل سهم.<sup>2</sup> فإذا حققت إحدى المؤسسات ربحاً إجمالياً بلغ 4.000.000 دولار وكان عدد الأسهم 50.000 فإن: ربحية كل سهم =  $4.000.000 \div 50.000 = 80$  \$\text{سهم} أما إذا أصدرت المؤسسة 10.000 سهم جديد فتصبح ربحية كل سهم:  $66.16 = 4.000.000 \div 60.000$  أي أن نسبة تخفيف ربحية كل سهم تصبح:  $(80 - 66.16) \div 80 = 16.67\%$  ومن ثم تصبح عملية مقارنة النتائج من سنة إلى أخرى عديمة الفائدة إذا ما حصل عملية إصدار جديدة. ولهذا يجب القيام بعملية تصحيح عن طريق ما يسمى بمعامل التصحيح.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص:35.

<sup>2</sup> Josette PILVERDIER-LATRETEYTE, Op cit, P:394.

<sup>3</sup> Corynne JAFFEUX, Op cit, P:146.

فإذا افترضنا أن:

n: عدد الأسهم القديمة، N: عدد الأسهم الجديدة، P: سعر الإصدار، C: آخر سعر قبل الإصدار  
C': السعر الدفترى للسهم (النظري)، BPA: ربحية كل سهم قبل الإصدار، BPA': ربحية كل سهم  
بعد الإصدار، PER: معامل رسملة الأرباح\*.  
نحسب C' ، كما بينا سابقا، كما يلي:

$$C' = \frac{(C \times n) + (P \times N)}{n + N}$$

ولكي تبقى وضعية المستثمر على حالها، يجب أن تتساوى PER قبل الإصدار مع PER بعد الإصدار أي:

$$\frac{C'}{BPA'} = \frac{C}{BPA}$$

ومنه بالتعويض في قيمة C' ينتج:

$$\frac{C}{BPA} = \frac{(C \times n) + (P \times N)}{BPA'(n + N)}$$

وبذلك يمكن حساب ربحية كل سهم المفترض بعد الإصدار BPA' ، ويتم مقارنة هذا الربح مع الربح المتوقع من قبل المساهم بعد زيادة رأس المال، فإذا كان الربح المفترض أقل من الربح المتوقع فهذا يعني أن الإصدار ينعكس إيجابا على المساهم، وإذا حصل العكس، أي أن الربح المتوقع أقل من الربح المفترض فإن للإصدار أثر سلبي.

### 3. التمويل عن طريق السندات:

شهد سوق السندات توسعا ملحوظا من حيث حجم التداول ومن حيث الابتكارات الذي عرفته.

#### 3-1. خصائص السندات:

هناك العديد من الخصائص للسندات ، لكنها إجمال أهماء في النقاط التالية:<sup>1</sup>

3-1-1. القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على وجه السند، وعادة لا يحدد القانون حدا لهذه القيمة بخلاف السهم. كذلك لا توجد قواعد تفيد نسبة الإصدار ولا حجمه، فهو عبارة عن قرض لا غير. وتحدد قيمة القرض بضرب عدد السندات المصدرة بسعر الإصدار. وهناك حالات عدة لسعر الإصدار:  
- سعر الإصدار ما هو إلا القيمة الاسمية للسند، وعندها يعرف الإصدار بالتعادلي *au pair*؛

\* هذه الأداة مستخدمة بشكل واسع، إذ تبين عدد مرات رسملة أرباح السهم إذا ما تمت حيازته وتحسب كما يلي:  $C \setminus BPA$ .  
<sup>1</sup> وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 249-252.

– سعر الإصدار هو أدنى من القيمة الاسمية، والفارق هنا يسمى بعلاوة الإصدار *Prime d'émission*؛

– سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية، لكن عند التسديد يحصل بمعدل أعلى من القيمة وعندها يجرى الحديث عن علاوة تسديد *Prime de remboursement*؛

– سعر الإصدار هو أدنى من القيمة الاسمية لكن إمكانية التسديد تكون بسعر أعلى من السعر الاسمي، وعندها يحصل الإصدار بعلاوة مزدوجة *Double prime*.

والسندات هي أوراق مالية يبحث المستثمرون عن حيازتها بالسعر الأفضل. إذ يسعون إلى مقارنة أسعار السندات في البورصة مع سعر شراء السند المصدر حديث: فإذا كان المعدل المعروض في القرض الجديد أدنى من المعدلات السائدة في السوق، فإن الطلب على السندات المتداولة سوف تشهد المزيد من الإقبال. والعكس، إذ كان المعدل المعروض في القرض الجديد أعلى من معدلات الفائدة السائدة في السوق، فإن الطلب على القرض الجديد سوف يزداد.

3-1-2. **عمر السند *La durée de vie***: إن عمر السند هو الفترة التي تفصل بين وقت بدأ احتساب الفوائد أو ما يسمى بتاريخ التمتع *jouissance*، وتاريخ آخر تسديد للسند، وقد يصل هذا الأجل إلى ثلاثين سنة، حيث أن أغلب الإصدارات تكون بمعدل ثابت، إذا كان العمر يتجاوز العشر سنوات، والعكس عندما تكون الفترة قصيرة الأجل، إذ يكون الإصدار بمعدل متغير.

3-1-3. **معدلات الفائدة على السندات**: الفائدة هي المقابل الذي تدفعه المؤسسة لحامل السنج نظير تصرفها برأسماله، ويرتبط هذا المعدل بعوامل مبلغ ومدة القرض، تاريخ البدء باحتساب الفوائد، طرق اهتلاك رأس المال، المبلغ المسدد عند الاستحقاق الأخير. والعدل الاسمي هو المعدل الظاهر على وجه السند ويستخدم كأساس لحساب الفوائد السنوية المدفوعة، والذي يطبق على القيمة الاسمية، وفي السنة الأخيرة من عمر السند، يتلقى المستثمر، بالإضافة إلى الفائدة الأخيرة تسديد رأس المال الذي كان قد أقرضه زائد علاوة تسديد في حالة ما إذا كان قد تم إقرارها.

### 3-2. إصدار السندات:

يتم تنظيم عملية إصدار السندات حماية لأموال المقرضين، حيث أن الحائز على السند لا يمكنه المشاركة في الجمعية العامة واتخاذ القرارات، ولا يمكن إصدار السندات إلا بقرار من الجمعية العامة، بناء على اقتراح من مجلس الإدارة، مرفوقاً بتقرير من مراجع الحسابات عن وضعية المؤسسة، وهذا بعد تبيان الضرورة لذلك. ويمكن تلخيص إجراءات إصدار السندات في الآتي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسير للنشر والتوزيع: عمان، 2004، ص: 91.

- يتم إصدار السندات عن طريق الاكتتاب العام أو عن طريق الاكتتاب غير العام، مع مراعاة القواعد والإجراءات المذكورة سابقاً عند الحديث عن الأسهم؛
- يتم دعوة الجمهور للاكتتاب العام في السندات من خلال نشرة الاكتتاب، والتي تشمل على عدد من البيانات، عن عدد الإصدارات، وسعر الإصدار والفائدة المطبقة وموعد و طريقة التسديد، ويتعين إرفاق بعض القوائم المالية بها؛
- في حالة ما إذا لم يتم الاكتتاب كلية في السندات المعروضة، فإنه يقرر تمديد المدة، أو الاكتفاء بالعدد المكتتب به فقط، بناء على مقتضى الحال؛
- يمكن للمؤسسة أن تختار بين عدة أنواع من السندات، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أو السندات المضمونة برهن أو كفالة ... الخ، أو أي سند من خلال الأنواع التي تم التطرق إليها في المبحث الأول من هذا الفصل.

وعند الإصدار يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار طريقة إصدار السندات وتحديد السعر الملائم لإصدارها، فبالنسبة لطرق إصدار السندات فقد تقوم المؤسسة بإصدار السندات وتعطيها للبنك ليقوم ببيعها مقابل عمولة، أو قد تباع للبنك ويكون في هذه الحالة البنك هو الدائن الأساسي للمؤسسة. أما عند سعر الإصدار، فهنا نفرق بين القيمة الاسمية للسند والقيمة الحالية له: فالقيمة الاسمية للسند هي القيمة المسجلة على السند، وهي القيمة التي يجب على المؤسسة دفعها عند تاريخ الاستحقاق. أما القيمة الحالية للسند، فهي قيمة السند في السوق. ومن هذا المنطلق نفرق بين سعر الفائدة الاسمية للسند وسعر الفائدة الحالية (سعر الفائدة السائد في السوق): سعر الفائدة الإسمية هو سعر الفائدة الذي تعرضه المؤسسة المصدرة لسند. أما سعر الفائدة الحالية أو السائد في السوق هو سعر الفائدة في السوق لهذا السند. وهنا ينشأ إما خصم الإصدار، وهو الفرق بين القيمة الإسمية والقيمة الحالية عندما تكون القيمة الإسمية أكبر من القيمة الحالية للسند. أو علاوة إصدار، عندما تكون القيمة الإسمية أقل من القيمة الحالية للسند. فعندما تصدر المؤسسة السندات ويكون سعر الفائدة الإسمي أكبر من سعر الفائدة الحالي يزيد الطلب على السندات وبالتالي تزيد القيمة الحالية عن القيمة الإسمية للسند، والعكس بالعكس، أي أن العلاقة بين سعر الفائدة للسند وقيمتها علاقة عكسية. وعندما يتم إصدار سندات بدون علاوة إصدار أو خصم إصدار يعني ذلك أن القيمة الإسمية تساوي القيمة الحالية للسند.

وعندما تقوم المؤسسة بتحديد سعر إصدار السندات وذلك من خلال تحديد القيمة الإسمية للسند، تظهر مشكلة تتمثل في ظهور قيمة سوقية (حالية) للسند حيث يرفض المستثمر الشراء إلا بالقيمة الحالية، وقد تكون القيمة الحالية أقل من القيمة الإسمية وبالتالي تتحمل الشركة خصم إصدار، وهنا يأتي السؤال كيف تستطيع الشركة تحديد سعر إصدار السند؟ والجواب على هذا السؤال يتم من خلال المعادلة التالية:

$$\text{سعر السند} = \text{القيمة الحالية للقيمة الإسمية للسند} + \text{القيمة الحالية للفائدة الإسمية}$$

$$= ( \text{القيمة الإسمية للسند} \times \text{معامل القيمة الحالية للسند} ) + ( \text{الفائدة الإسمية} \times \text{معامل القيمة الحالية للفائدة} )$$

ومن خلال هذه المعادلة يمكن تحديد سعر إصدار السند الذي يرغب المستثمر الشراء به وبالتالي يحقق للمستثمر نسبة العائد التي يرغبها.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: علاقات المؤسسة بمختلف الأطراف من خلال العمل في سوق الأوراق المالية

تتحول المؤسسة بدخولها لعالم سوق الأوراق المالية، من بيئة مغلقة إلى منفتحة على جميع الأطراف، خاصة المستثمرين الذين يهمهم أن يكون مسيري المؤسسة في خدمة مصالحهم دائما. فانفصال الملكية عن التسيير من شأنه أن يولد قضية السيطرة والتحكم في المؤسسة وإشكالية آليات الرقابة التي تفرض على المسيرين حتى يتم الوصول إلى نجاعة في الأداء. نحاول في هذا المبحث تبيان مختلف العلاقات التي تحكم المؤسسة في عالم السوق المالية ومختلف النزاعات المحتملة، ثم دراسة الهدف الذي من المفروض أن تعمل تحته مختلف الأطراف لحل تلك النزاعات. وهذا المبحث يعتبر كتمهيد للفصل الموالي بل وحلقة وصل بين الفصلين.

#### 1- بيئة المؤسسة الاقتصادية في ظل سوق الأوراق المالية

يمثل التمويل من سوق الأوراق المالية سياسة تستطيع المؤسسات من خلالها ضمان مصادر دائمة لنمو وتوسعها على الأمد الاستراتيجي، لكن في نفس الوقت يفرض هذا النوع من التمويل بيئة جديدة مطلوب من المؤسسة التكيف والتماشي مع تدايقاتها. ومن أهم مكونات بيئة المؤسسة الاقتصادية هم أصحاب المصلحة *les parties prenants* أو *Stakeholders*\*

#### 1-1. أصحاب المصلحة في المؤسسة:

إن أصحاب المصلحة أو مختلف الأطراف هم عبارة عن الأفراد والجماعات والمؤسسات التي تؤثر وتتأثر بالأفعال والقرارات التي تتخذها المؤسسة، ومن جانب آخر يمكن القول بأن كل فئة من هذه الجماعات تسعى إلى تحقيق نفع أو مكاسب ما من المؤسسة وبالتالي لهم حق الاطلاع والوقوف على كيفية أدائها. وتوجد كذلك علاقة جدلية بين هؤلاء الأطراف والمؤسسات وبين مختلف الأطراف فيما بينهم.<sup>2</sup> ويمكن تقسيم أصحاب المصالح إلى داخليين وخارجيين أو أصحاب المصلحة الأولي والثانويين،

<sup>1</sup> محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، 2005، ص: 158.

\* تم تناول مصطلح *Stakeholders* من قبل معهد Stanford Research الأمريكي في سنة 1963، ثم تم تطويره في بداية الثمانينات بفضل أعمال FREEMAN.R.E في مقاله "A stakeholder theory of firm, 1984"، ولا يوجد اتفاق لترجمته بالفرنسي والعربية.

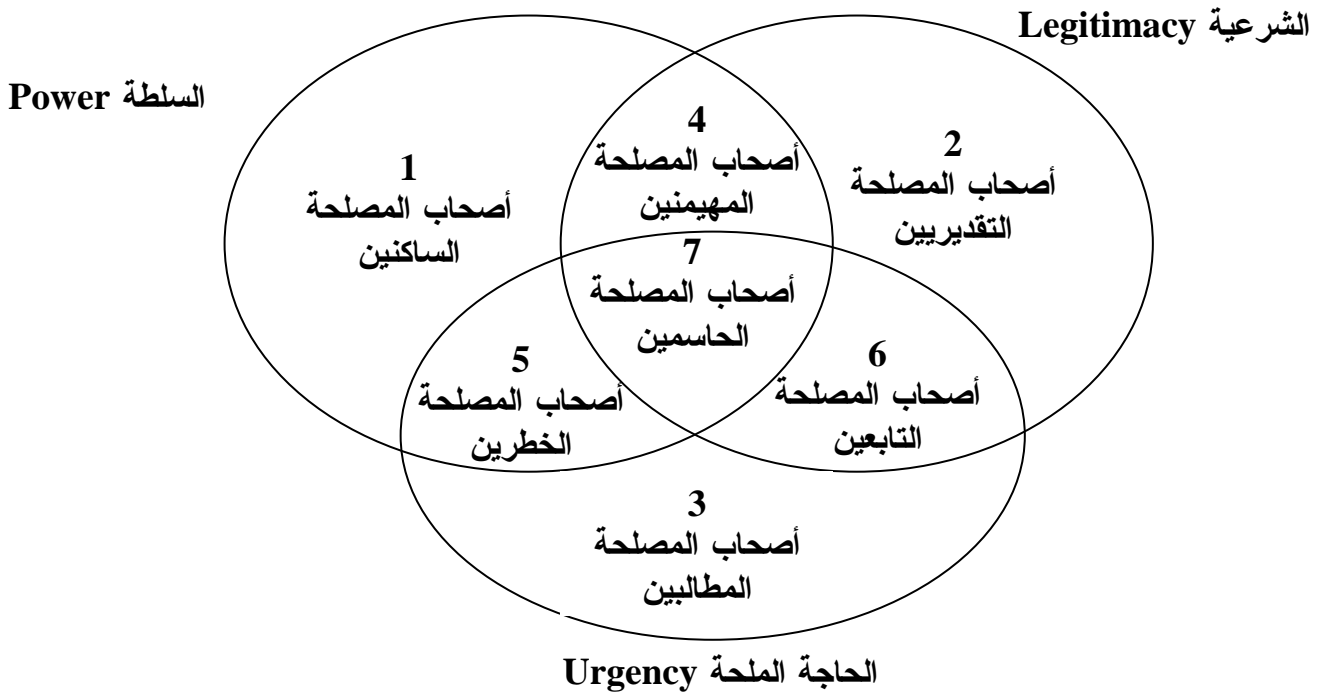
<sup>2</sup> Aurélien ACQUIR & Franck AGGERI, " La théorie des stakeholders permet-elle de rendre compte des pratiques d'entreprise en matière de RSE? " in XIVème Conférence internationale de management stratégiques, Pays de la Loire, Angers 2005. <http://www.cgs.ensmp.fr/old/publications/communications/AggeriAcquier> AIMSTheoriestakeholdersRSE.pdf 12/06/2011.



فالأوليين " Primaires " هم الذين تربطهم علاقة تعاقدية أو رسمية مع المؤسسة ويؤثرون إما سلبا أو إيجابا على الإجراءات التي تتخذها مثل: المساهمون، الأجراء، الموردون أو العملاء . أما أصحاب المصلحة الثانويين " secondaires "، وهم الذين لا تربطهم علاقة مباشرة بصفقات المؤسسة، أي الذين يتأثرون ويؤثرون بشكل غير مباشر على الإجراءات التي تتخذها المؤسسة، مثل الإعلام والمستهلكون.<sup>1</sup> وهناك عدة تقسيمات لأصحاب المصالح، لعل أهمها هو النموذج الأكثر حداثة لأصحابه. Mitchell, Agle, Wood في سنة 1997، ويضع هذا النموذج مخططا لأصحاب المصالح، ويصنفهم إلى سبعة أنواع حسب: السلطة Power، الشرعية Legitimacy و الحاجة الملحة Urgency.

حيث يقصد بالسلطة، سلطة صاحب المصلحة للتأثير على المؤسسة، أما الشرعية، فيقصد بها شرعية وصحة علاقة صاحب المصلحة وأعماله مع المؤسسة من حيث الرغبة والملائمة والتوافق، أما الحاجة الملحة، فيقصد بها ضرورة المتطلبات التي يضعها ويحددها صاحب المصلحة للمؤسسة، من حيث أهميتها وحساسية الوقت وأهميته بالنسبة لصاحب المصلحة.<sup>2</sup> وتم تقسيم أصحاب المصالح حسب الشكل التالي:

شكل رقم (04):تقسيم أصحاب المصالح حسب Wood Mitchell, Agle,



المصدر: Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle, Donna J. Wood, " toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts "in The Academy of Management Review, Vol. 22, No. 4,Oct., 1997, P:874.

<sup>1</sup>Jacques IGALENS&Sébastien POINT, *Vers une nouvelle gouvernance des entreprises*, DUNOD: Paris,2009, P:27.

<sup>2</sup> Ronald K. MITCHELL, Bradley R. AGLE, Donna J. WOOD, " toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts "in The Academy of Management Review, Vol. 22, No. 4,Oct., 1997, P:865-867.

من الشكل يتبين، أن هناك من أصحاب المصالح من يتمتعون بخاصية واحدة فقط من الخصائص الثلاثة، ويسمون في هذه الحالة بأصحاب المصالح الكامنين *latent stakeholders* وهم أساسا: أصحاب المصلحة الساكنين *Dormant stakeholders*: وخاصيتهم امتلاك السلطة. إذ يمتلكون القدرة على فرض إرادتهم على المؤسسة، لكن ليس علاقة شرعية مع المؤسسة أو مطالب عاجلة منها. وبالتالي سلطتهم لا تزال غير مستخدمة.

أصحاب المصلحة التقديرين *Discretionary stakeholders*: ويمتلكون صفة الشرعية، لكن ليس لديهم القدرة على التأثير على المؤسسة أو أي مطالبات ملحة، ولهؤلاء مصلحة خاصة مع المؤسسة خاصة بخصوص المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة، إذ يمكن أن يحصلوا على منافع أو أعمال خيرية من المؤسسة دون قيد أو شرط، وهؤلاء ليس لديهم أي تأثير على إدارة المؤسسة.

أصحاب المصلحة المطالبين *Demanding stakeholders*: حيث السمة الوحيدة لهؤلاء هي الحاجة والمطالب الملحة من المؤسسة، لكن لا وجود للسلطة والشرعية، حيث يقومون بالإلحاح الشديد على الإدارة لتحقيق الكثير من المطالب، لكن لا يشكلون خطرا عليهم، من أمثلة هؤلاء جمعيات حماية البيئة من التلوث الذي تحدثه المؤسسات.

ومن الشكل كذلك يتبين أن هناك من أصحاب المصالح من يتمتعون بخاصيتين معا من الخصائص الثلاثة، ويسمون في هذه الحالة بأصحاب المصالح المتوقعين *Expectant Stakeholders* وهم أساسا: أصحاب المصلحة المهيمنين *Dominant stakeholders*: وهي الحالة التي يكون فيها أصحاب المصلحة يمتلكون السلطة والشرعية على حد سواء، ويكون نفوذهم كبير في المؤسسة، وبالتالي يمكن أن نتوقع أن أصحاب المصالح المهيمنين سوف يكون لديهم آلية رسمية في العلاقة مع المؤسسة. على سبيل المثال، مجالس إدارة وتشمل ممثلين عن الملاك، الدائنين الكبار.

أصحاب المصلحة الخطرين *Dangerous stakeholders*: وهم الذين يتميزون بالسلطة والمطالب الملحة بدون الشرعية، ويقومون بالحصول على مطالبهم الملحة، والتي تكون غالبا غير مشروعة، بطريقة قسرية وعنيفة مما يجعلهم يتميزون بصفة الخطورة، ومن أمثلة هذه الإجراءات: الإضرابات، تخريب العمل وحتى يمكن اللجوء إلى عمليات إرهابية.

أصحاب المصلحة التابعين *Dependent stakeholders*: وهم أصحاب المصلحة الذين يفتقرون إلى السلطة ولكن لديهم مطالبات مشروعة وعاجلة، لأن هذه الجهات تعتمد على الآخرين (أصحاب المصلحة الآخرين أو مديري المؤسسة) للحصول على السلطة اللازمة لتنفيذ إرادتهم. تخضع ممارسة هذا الحق سواء من خلال المناصرة أو الوصاية على أصحاب المصلحة الآخرين.

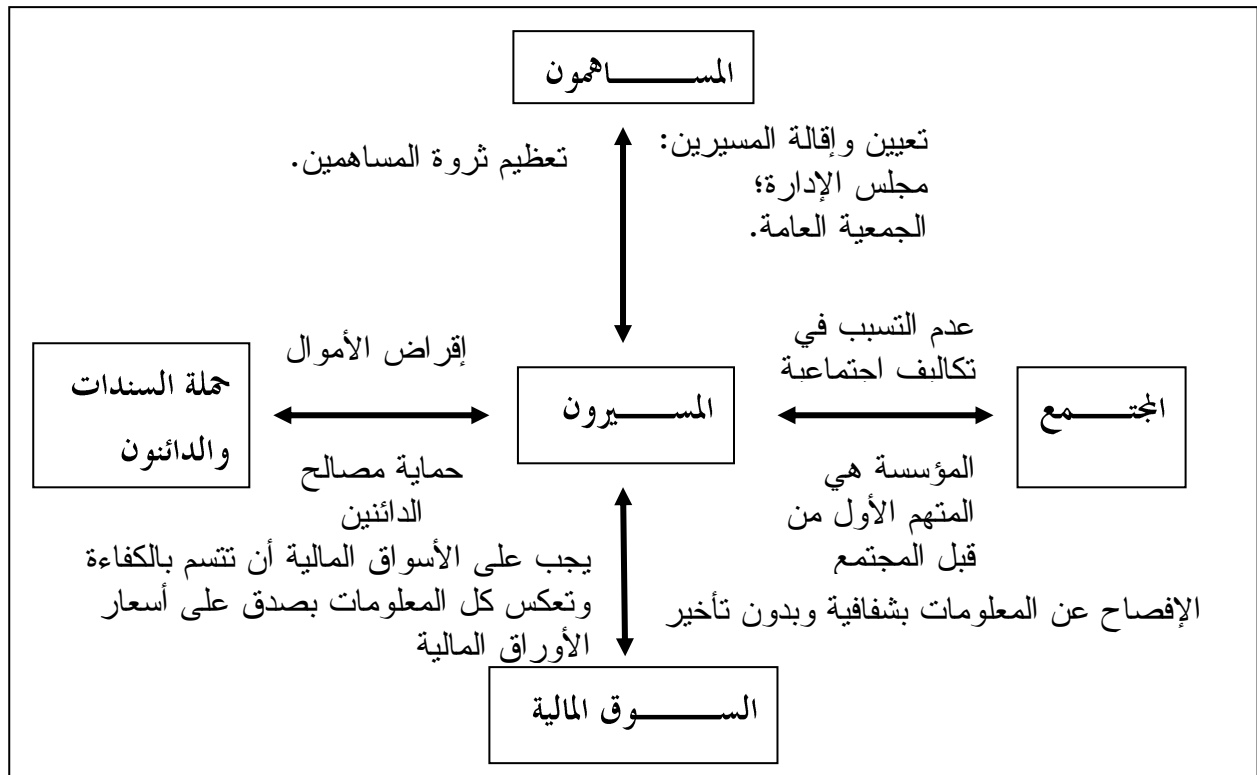
أما أصحاب المصلحة الذين يتسمون بكل الخصائص الثلاثة، فيسمون بأصحاب المصلحة الحاسمين *Definitive Stakeholders*، والذين يتسمون بالسلطة وتأثيرهم على المؤسسة ومطالبهم الملحة

والمشروعة.<sup>1</sup> وهناك العديد من النماذج الأخرى التي تعرضت لتقسيم أصحاب المصالح، لكن غالباً ما نجد ضمن أصحاب المصالح ما يلي: الملاك والمستثمرون ، البنوك والدائنون ، الموردون ، العملاء ، الإدارة، الموظفون ومجالس الإدارة واتحادات العمال، المنافسون، الحكومة ، المؤسسات المتخصصة ومجموعات التجارة والصناعة، وسائل الإعلام، المنظمات غير الحكومية. وكل من هؤلاء له متطلباته وأهدافه الخاصة، فمثلاً: الإدارة العليا تهتم بالوصول إلى الحكمة، ثقافة المؤسسة، الاستراتيجيات، الكفاءة والأداء... أما المساهمون فهدفهم هو الربح، قيمة السهم في البورصة، الزبائن يهتمون بخصائص المنتج، نوعية الخدمة، ثقافة الزبون... الحكومة تهتم بلأمن المجتمع، سيادة، احترام القوانين، دفع الضرائب، المجتمع المحلي يهتم بالآثار البيئية والاجتماعية، دفع الرسوم، المساهمة المالية... العمال ، يهتمون بالأجر، الأمن الوظيفي، ظروف العمل، الرضا الوظيفي...، الموردون يهتمون بسعر وحجم الشراء، الاستمرارية، الشراكة...، البنوك تهتم بأنظمة الدفع و مرونتها، إمكانية الإقراض...، المستثمرون يهتمون بالحصول على المعلومات حول السيولة وقابلية السداد... مما يجعل هناك تضارب في مصالح أصحاب المصلحة،<sup>2</sup> وهنا تظهر أهمية وجود نظام للحكمة كما سنعالجه لاحقاً.

## 1-2. العلاقات بين مختلف الأطراف وتضارب المصالح

ويمكن تلخيص بيئة المؤسسة في السوق المالية وعلاقتها بمختلف الأطراف الأساسيين في الشكل الموالي:

شكل رقم ( 05 ): بيئة المؤسسة في سوق الأوراق المالية



<sup>1</sup> Ibid,P:847-878.

<sup>2</sup> توماس وهلين ودافيد هنجر، الإدارة الاستراتيجية، معهد الإدارة العامة، المملكة العربية السعودية، 1999، ص 139-138.

المصدر: Aswath DAMADORAN, Tr: Gerarad HIRIGOYEN, Finance d'entreprise: théorie et pratique, de boeck: Paris, 2004, P: 44.

ونستطيع تلخيص أهم العلاقات في الشكل السابق كما يلي:<sup>1</sup>

### 1-2-1. المساهمون والمسيرون:

إن العلاقة الموجودة بين المساهمين والمسيرين هي علاقة وكالة، إذ تقوم الفئة الأولى بتفويض الفئة الثانية في تسيير شؤون المؤسسة مقابل تعهدهم، أي المسيرين، بخدمة مصالحهم. ومن هذا المنطلق يوجد في القانون الأساسي للمؤسسة تفاصيل عن كيفية تعيين أو إقالة المسيرين، كما أن هناك آليات مختلفة يمارس من خلالها المساهمين سلطتهم، منها الجمعية العامة للمساهمين التي يمكن فيها الموافقة على قرارات المسيرين واستمرارهم في العمل أو تبديلهم وإقالتهم عند الضرورة، وهناك آلية أخرى هي مجلس إدارة المؤسسة والذي توكل له مهمة ضمان سهر المسيرين على خدمة مصالح المساهمين والمؤسسة ككل بالدرجة الأولى.

**1-1-2-1. الجمعية العامة:** تقوم المؤسسات التي تجمع الادخار العام من المستثمرين، إلى دعوة المساهمين لحضور الجمعية العامة مرة كل سنة في غالب الأحيان، حيث يتقرر في هذه الجمعية تعديل مجلس الإدارة أو تغيير المسيرين عند عدم الرضا عنهم، والتصويت على مختلف القرارات التي تخص الجانب الإستراتيجي للمؤسسة، وكذلك يتم عرض الحصيلة السنوية للمؤسسة، التي تكون فيها تأشيرة مراجع الحسابات الخارجي أكثر من ضرورة دليل على مصداقية الحسابات وشفافيتها. يمكن للمساهمين تفويض من ينوب عنهم لحضور الجمعية العامة عن طريق ما يسمى بالتصويت بالتفويض، كما أن طريق التصويت وعدد الأصوات غالبا ما تحدد في القانون الأساسي للمؤسسة.

**1-2-1-2. مجلس الإدارة:** تتمثل مهمة مجلس الإدارة في مراقبة أعمال المسيرين، حيث يسهر أعضاؤه على أن يكون المسيرين وقراراتهم تصب في خدمة مصالح المساهمين، كما أن صيغة إستراتيجية المؤسسة وسياستها العامة هي مهمة منوطة للمجلس. يتكون مجلس الإدارة غالبا من أعضاء يتم تعيينهم من قبل المساهمين، ويتم انتخاب بينهم رئيس مجلس إدارة المؤسسة، وهناك اتجاهات عديدة تسعى على أن يكون هذا المجلس أكثر استقلالية، باحتوائه على أعضاء مستقلين عن تسيير المؤسسة. إن من خلال الآليتين السابقتين وغيرهما، قد يضمن المساهمون أن يكون المسيرون في خدمة مصالحهم، وتحقيق الهدف الأساسي لاستثمار الأموال والمتمثل أساسا في تعظيم الثروة. هدف الهدف الذي تدور حوله مختلف الإشكاليات، ويتحقق هذا الهدف في المؤسسات المفتوحة على سوق الأوراق المالية في تعظيم القيمة السوقية للسهم كما سنبينه لاحقا.

<sup>1</sup> Aswath DAMADORAN, Op cit, P: 46-59.

### 1-2-2. المؤسسة والدائنون:

يسعى الدائنون إلى حماية مصالحهم كذلك، حيث يفرضون شروطهم عند التعاقد في القروض، إذ يرغبون أن تكون أموالهم موجهة إلى استثمارات خالية من المخاطر، على أمل أن يسترجعوها في التاريخ والمبلغ المتفق عليه، فكلما كان تقييمهم لنشاط المؤسسة عالي المخاطر، كلما يفرضون شروطاً أكثر خاصة فيما معدلات الفائدة وأجال التسديد.

### 1-2-3. المؤسسة والأسواق المالية:

من أجل تحقيق الهدف الأساسي المتمثل في تعظيم ثروة الملاك، يجب على المسيرين أن يحافظوا على بقاء قيمة الأسهم في السوق مرتفعة، ومن أجل ذلك يجب عليهم الإفصاح عن كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسة ونشاطها بشفافية تامة تعكس بصدق حالة المؤسسة وتوقعاتها المستقبلية، في الوقت المناسب لتصل إلى جمهور المستثمرين بشيء من العدالة وتفادي مشكلة عدم تماثل المعلومات *l'asymétrie des informations* بين كل الأطراف، هذا من جهة، ومن جهة أخرى يجب على السوق المالية أن تتصف بالكفاءة المطلوبة والتي تتضمن أن تنعكس كل المعلومات الحالية والمستقبلية المتوقعة الواردة إلى السوق بصدق على أسعار الأوراق المالية، فإذا تم الإفصاح عن معلومات متفائلة عن حالة المؤسسة فبالضرورة أن ترفع الأسعار، والعكس صحيح في حالة ورود معومات متشائمة، وبالتالي نحصل على ما يسمى بالقيمة العادلة والحقيقة للمؤسسة وهي أفضل آلية لمراقبة سلوك المسيرين.

### 1-2-4. المؤسسة والمجتمع:

فعمل المؤسسة على تحقيق هدف ثروة المساهمين، لا يضمن عدم التسبب في تكاليف اجتماعية قد تكون باهظة ( التلوث، مشاكل صحية، تدهور البيئة... )، فمسيرى المؤسسة يجدون أنفسهم بين إشكالية التوفيق تحيق هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم وبين ما يسمى بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة التي تفرض عليها أن تكون مؤسسة مواطنة لها واجباتها تجاه المجتمع. تعتبر الأطراف السابقة (المسيرون، المساهمون، الدائنون بالإضافة إلى الأجراء والموردين والزبائن) هي أطراف فاعلة ضمن نظرية المنظمة، إذ يجب عليها أن تسير بالمؤسسة نحو نجاعة أفضل وتحقيق فعالية في الأداء والوصول إلى الأهداف المرجوة، لكن هناك عدة مشاكل قد تحول دون ذلك بسبب تضارب المصالح *Le conflit des intérêts* بين تلك الأطراف، بحيث كل طرف له تطلعاته الخاصة. فطبيعة واتساع النزاعات الناشئة بين مختلف الأطراف تتعلق ببعض العوامل منها خصوصاً توزيع رأس المال، ولفهم النزاع القائم بين الأطراف يكفي أن نعرض صوراً له لأطراف ثلاث أساسية وهي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Franck Bancel, *La gouvernance des entreprises*, Economica, Paris, 1997, P:17-20.

أ. **نزاع المساهمين - المسيرين:** يبحث مسيرو المؤسسة عن رفع مزايا منصبهم بكل الوسائل، وكمثال على ذلك، فقد يلجأون إلى الاستثمار في مشاريع عالية المخاطر لزيادة حجم المؤسسة وبالتالي تحقيق رفاهية أكبر. أو يلجأون إلى جعل كل القرارات المهمة متمركزة لدى الطاقم الإداري. كما أنهم عادة ما يكونون قليل الرغبة في توزيع الأرباح على المساهمين، ويفضلون إعادة استثمار النتائج في مشاريع مربحة على الأمد القصير، وهو ما قد يكون على حساب مصالح المساهمين. وتزيد حدة التضارب هذه خاصة في المؤسسات الكبيرة، أين لا يملك المساهم فيها إلا جزءا يسيرا من رأس المال، هذا الأخير الذي يكون مشتمت على عدد كبير من الأفراد. والحال هذه تجعل من كل مساهم أن يترك للآخرين مسئولية مراقبة المسيرين، ذلك بالنظر للتكاليف المصاحبة لها، مما يزيد من تملص المسيرين أكثر فأكثر.

وكخلاصة نقول أن النزاع الذي ينشأ بين الطرفين، إنما يبدأ أساسا من سعي المسيرين لخدمة مصالحهم ورفاهيتهم الشخصية دون مراعاة الهدف الذي من أجله تم تعيينهم وهو تعظيم ثروة الملاك.

ب. **نزاع المساهمين - الدائنين:** ليس للدائنين حماية للعقد الممضي مع المؤسسة إلا جزئيا، لأنهم قد يحصلون على معلومات غير كافية عن نشاط المؤسسة قبل إمضاء العقد وغير متأكدين من صحتها. كما أنهم قد يتعرضون لمخاطر استثمار أموالهم في وجهات غير مقبولة نتيجة لاتخاذ المساهمين لقرارات غير صائبة وغير متوافقة مع مصالحهم.

يقوم الدائنون بتحديد متطلباتهم وعلاواتهم انطلاقا من تقديرهم لمتوسط الخطر على قروضهم الناتج من طبيعة ونشاط المؤسسة المقترضة، وهنا قد تظهر مشكلة الاختيار العكسي. فالمؤسسات الجيدة الأقل مخاطرة قد يتم التعامل معها بنفس شروط المؤسسات الأخرى التي قد تعطى لها نفس الامتيازات، فيكون توجيه القروض نحو غير وجهتها الملائمة. وعلى العموم هناك أربع مصادر للنزاع بين المساهمين والدائنين:

**أولاً: سياسة توزيع الأرباح:** إن قيمة مخاطرة الدين تبقى ثابتة بافتراض أن المؤسسة تحافظ على نفس سياسة توزيع الأرباح، أما إذا تم رفع توزيعات الأرباح على المساهمين، مع بقاء كل شيء على حاله، فإن قيمة الدين ( السندات ) قد تنخفض في السوق، كما تنص عليه النظرية المالية، وعليه فدفع أرباح أكبر على المساهمين سيؤدي إلى رفع متوسط المخاطر على أصول لمؤسسة وزيادة مخاطر عدم تسديد الديون؛

**ثانياً: مخاطر إصدار القروض:** تقييم الديون القديمة بناء على مستوى معين من مديونية المؤسسة، لكن إذا أصدرت المؤسسة قروضا إضافية، فستتخفص قيمة الديون السابقة، وبالتالي فكان من المرفوض على الدائنين القدامى أن يقيموا خطر الإفلاس وتزايد المديونية قبل عملية الإصدار الجديدة؛

**ثالثًا: استبدال الأصول:** إذا تم استعمال الديون في تمويل مشروع أكثر خطورة مما نص عليه العقد، فهذا سوف يضر بمصالح الدائنين ومن خلاله يتم تحويل جزء من ثروة الدائنين إلى المساهمين؛

**رابعًا: اختيار الاستثمار:** يمكن للمؤسسة أن ترفض كل استثمار بالرغم من وجود قيمة حالية صافية له موجبة، لكونه يكون مربحا فقط للدائنين. فعلى هذا الأساس، ونظير لوجود عدم تماثل في المعلومات، فقد تكون للدائن نظرة إيجابية عن المشروع المطلوب تمويله من القروض عن نظرة أصحاب المشروع الذي يهمله ليس بالدرجة الأولى إرجاع أموال الدائنين، وإنما يهتمهم حصولهم على فائض أكبر بعد ذلك.

**ج. النزاع بين المساهمين:** إن اختلاف حصص ملكيات الأسهم بين المساهمين من شأنه أن يولد تعارض بين المساهمين الأقلية والأغلبية، لأن واقع الحال يدل على أن المساهمين الذي يملكون أكثر لهم نفوذ أكبر وبإمكانهم تعيين أو إقالة المسيرين متى شاءوا، وهذا قد يضر بمصالح الأقلية. وهناك تعارض كذلك يظهر بين المساهمين القدامى والجدد، والذي يظهر عند عمليات إصدار جديدة، لأنه في أغلب الأحيان لا يكون المساهمون الجدد على إطلاع كافي على أداء المؤسسة الحقيقي، ولا يتحصلون على المعلومات الضرورية التي قد يسيطر عليها المساهمون القدامى.

إذا نخلص أن عمل المؤسسات في السوق المالية، سيصطحبه في كثير من الأحيان إشكالية التوفيق بين مصالح مختلف الأطراف الفاعلين، إذ كل طرف ، كما قلنا، يسعى تحقيق مصالحه الخاصة به، وهي إحدى الإشكاليات التي ظهرت من خلالها نظريات الحوكمة، كما سنراه لاحقا في الفصل الموالي. ولعل هدف تعظيم ثروة الملاك هي أحد أهم انشغالات مسيري المؤسسة، والتي من خلالها بزت نظرية الوكالة في تفسير حوكمة المؤسسات.

## 2. تعظيم ثروة المساهمين وتوليد القيمة في المؤسسة

قلنا في السابق أن هدف أي مؤسسة هو خدمة مصالح ملاكها بالدرجة الأولى، ولهذا يسعى مسيرو المؤسسات التي تعمل في السوق المالية إلى تعظيم ثروة المساهمين، ويكون ذلك عن طريق تعظيم قيمة الأسهم في السوق، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة ككل. والسؤال المطروح كيف يتم ذلك؟ للإجابة على السؤال السابق ظهر مفهوم توليد القيمة *Création de valeur* ، والذي يعتبر معيارا مهما في السوق المالية للدلالة عن نجاعة المؤسسة من عدمه، ويستعمل معيار توليد القيمة للمساهمين لتقييم القرارات الإستراتيجية للمؤسسة. ويشير كل من *Pablo Fernandez et Alvaro Villanueva* أي أن توليد القيمة يتحقق عندما يزيد عائد المساهمين عن تكلفة الأموال الخاصة ( وهو العائد المطلوب على الأموال الخاصة )، وهذه القيمة تقاس بالفرق بين الثروة التي يتحصل عليها المساهمون في نهاية سنة معينة وبين

الثروة التي كانوا يحوزونها في السنة السابقة.<sup>1</sup> ولقد طور المحللون الماليون معايير عديدة لقياس ثروة المساهمين وتوليد القيمة، لعل أهمها أداتين أساسيتين هما:<sup>2</sup>

القيمة المضافة الاقتصادية "EVA" *Economic Value Added "EVA"* *Valeur ajoutée économique "VAE"*؛  
القيمة المضافة السوقية "MVA" *Market Value Added "MVA"* *Valeur ajoutée de marché "VAM"*.

## 2-1. القيمة المضافة الاقتصادية:

يقصد بالقيمة المضافة الاقتصادية بالربح الاقتصادي المعمم، بمعنى الفائض المحقق بعد دفع كل مستحقات وعوائد أصحاب رؤوس الأموال وليس الربح المحاسبي.

وعلى هذا الأساس تساوي القيمة المضافة الاقتصادية بالفرق بين نتيجة الاستغلال بعد الضرائب ( بدون اقتطاع الفوائد المالية " NOPAT " \* والعوائد التي يتحصل عليها أصحاب رؤوس الأموال أو ما يسمى بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال  $WACC$ ,  $CMPC$  \*\* ، ويتم توليد القيمة إذا كان ناتج القيمة المضافة الاقتصادية أكبر فأكبر.  
تحسب EVA القانون التالي:

$$EVA_t = NOPAT_t - (C_t \times WACC)$$

حيث:

$EVA_t$ : القيمة المضافة الاقتصادية في الفترة t؛

$NOPAT_t$ : نتيجة الاستغلال بعد الضرائب في الفترة t؛

$C_t$ : رأس المال المستثمر ( أموال خاصة + ديون بمختلف أنواعها )؛

$WACC$ : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

ويمكن حسابها كذلك بالقانون التالي:

$$EVA_t = C_t \times (r_t - WACC)$$

<sup>1</sup> من أجل تفصيل أكثر، ولمعرفة أغلب نماذج قياس توليد القيمة يمكن الرجوع إلى:

Fatma BEN MOUSSA, "Gouvernance et création de valeur", mémoire de Mastère en Gestion des Organisations, Ecole Supérieure de Commerce de Tunis, 2004/2005.

<sup>2</sup> تم الاعتماد في تفصيل هذين الأداتين على المراجع التالية:

Jerome CABY & Gérard HIRIGOYEN, *Création de valeur et Gouvernance de l'entreprise*, 3<sup>ème</sup> ED, Economica :Paris, 2005 P:27-30.

AMF, *Création de valeur actionnariale et communication financier*, étude générale . [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org/document/s/general/3872_1.pdf) /document/s/general/3872\_1.pdf 16/06/2010

Fatma BEN MOUSSA, Op cit.

\* NOPAT: Net Operating Profit After Tax.

\*\* CMPC: Coût Moyenne pondéré des Capitaux, WACC: Weighted Average cost of Capital.



حيث:

$r_t$ : المرودية الاقتصادية لرأس المال المستثمر في الفترة  $t$  والتي تحسب بالقانون التالي:

$$r_t = \frac{NOPAT_t}{C_t}$$

مثال: قام بنك *Credit Suisse Firste Boston* بإدخال تقنية *EVA* لتقييم تطور نشاط عملائه، وقد قام بتجميع بيانات عن مؤسسة *Service Corporation International* ابتداء من سنة 1994 (المبالغ بمليون دولار):

جدول رقم ( 02 ): حساب القيمة المضافة الاقتصادية

السنة	1994	1995	2004
البيان			
$C_t$	1400	2889	7301
$NOPAT_t$	205	264	886
$WACC$	% 12.85	% 7.73	% 7.73
$C \times WACC$	180	223	565
$EVA_t$ بالقانون الأول	25	41	321
$r_t$	% 14.64	% 9.13	% 12.13
$r_t - WACC$	% 1.79	% 1.4	% 4.40
$EVA_t$ بالقانون الثاني	25	41	321

المصدر: من كتاب: *Jerome caby & Gérard Hirigoyen, Op cit, P:30*. نقلا عن بيانات المؤسسة المذكورة أعلاه.

مما سبق يتبين أن القيمة المضافة الاقتصادية توضح الربح المتبقي بعد احتساب تكلفة كل أنواع التمويل المستخدمة (أسهم عادية، ممتازة، سندات، ديون...)، فهي إذا تختلف عن الربح المحاسبي الذي لا يأخذ بعين الاعتبار تلك الأنواع من التكاليف.

وبعد حساب *EVA* يمكن استخدامها كمؤشر حقيقيا لتوليد القيمة، وهي تستعمل كثيرا في قياس أداء المؤسسة ومسيرتها. فيتضح أن في حالة المؤسسة السابقة أنها أداءها جد مقبول عبر السنوات، بدليل فائض القيمة المحققة كل سنة.

ومن القانون السابق، يتم تعظيم *EVA* من ثلاث أوجه:

1. أما رفع *NOPAT* مع المحافظة على نفس رأس المال المستثمر؛
2. إما تخفيض رأس المال المستثمر مع المحافظة على نفس نتيجة الاستغلال؛

3. وإما تخفيض تكلفة رأس المال مع المحافظة على نفس رأس المال المستثمر.

من إيجابيات *EVA* كمقياس لتوليد القيمة ما يلي:

- سهولة الفهم والتطبيق، إذ بمجرد الحصول على البيانات المالية للمؤسسة نستطيع حسابها بسهولة وتحديد قيمتها؛
- تعتبر *EVA* مقياس جيد لأداء المؤسسة، وكذا وسيلة للحكم على أنشطتها وأداء المسيرين، فهي من أدوات التسيير المالي المعتمد عليها كثيرا؛
- يستعمل هذا المؤشر كثير من قبل المستثمرين المؤسسيين للحكم على الأداء الداخلي للمؤسسات؛
- تعتبر *EVA* وسيلة مراقبة المسيرين والأجراء، وتحفيزهم على خدمة مصالح المساهمين وتعظيم ثروتهم.

وبالرغم من الإيجابيات السابقة إلا أنها تبقى محدودة للأسباب التالية:

- نعتمد في حسابها على الطرق والبيانات المحاسبية، وهذا ما يجعلها مرهونة في يد المسيرين مرة أخرى؛
- بالرغم من الاعتماد عليها كثيرا، إلا أنها تبقى وسيلة غير كاملة إلى حد الآن؛
- لحساب *EVA* نعتمد على الأرباح الجارية ولا نهتم بالأرباح المستقبلية، فهي بذلك تتغاضى عن فرص النمو والأداء طويل الأجل.

## 2-2. القيمة المضافة السوقية:

وتعرف القيمة المضافة السوقية بأنها الفرق بين القيمة السوقية ( الرسملة البورصية ) والقيمة التاريخية لرأس المال المستثمر، فهي تبين الثروة المحققة والمتراكمة للمؤسسة عبر السنوات منذ نشأتها. وتحسب بالقانون التالي:

$$MVA_t = V_t - C_t$$

حيث:

$V_t$ : القيمة السوقية الكلية للمؤسسة في الفترة  $t$  ( الأموال الخاصة + الديون\* )؛

$C_t$ : القيمة التاريخية لرأس المال.

فالمؤسسة إذا هي مولدة للقيمة إذا كانت القيمة المضافة السوقية موجبة، بمعنى القيمة السوقية الحالية أكبر القيمة السوقية التاريخية.

وفي الحقيقة، القيمة المضافة الاقتصادية السوقية ما هي إلا مجموع القيم الحالية للقيمة المضافة الاقتصادية تحت شروط كفاءة السوق المالية:

\* بما أن الديون غالبا لا تختلف قيمتها السوقية عن قيمتها التاريخية إلا قليلا، فالقيمة السوقية الكلية هنا تهتم بقيمة الأسهم أو الرسملة البورصية.

$$MVA_n = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

أي أن  $EVA$  تظهر القيمة المضافة خلال سنة واحدة، بينما  $MVA$  تظهر القيمة المضافة خلال كامل العمر.

فتصبح قيمة المؤسسة الكلية في فترة معينة مجموع القيم المضافة خلال العمر الاقتصادي زائد القيمة الابتدائية لها.

$$VM = C_{t0} + MVA$$

يتم استعمال هاتين الأداتين كثيرا في قياس توليد القيمة للمساهمين، وتعظيم ثروة الملاك، ومن هذا المنطلق فمن المفروض أن ينصب اهتمام المديرين على تحقيق فائض كبير في هذين المؤشرين رغبة في خدمة مصالح من عينهم وهم المساهمون، وأن أي هدف لآخر سيعرض المؤسسة إلى صراعات وتضارب في المصالح كما بينا سابقا.

ومما سبق، يتبين أن دخول المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية، لا يعتبر مجرد الحصول على التمويل اللازم فقط، وإنما هو خلق بيئة جديدة محفوفة بمخاطر كبيرة، تغذيها صراعات وتضارب في المصالح بين مختلف الأطراف الفاعلة، يفرض عليها تبني نظام واضح للرقابة مبني على الشفافية والمسؤولية، هذا النظام هو نظام حوكمة المؤسسات.

## خلاصة الفصل:

من خلال تطرقنا إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية توصلنا إلى ما يلي:

- تمثل سوق الأوراق المالية أحد ركائز النظام المالي، حيث أن وظيفته هو تسهيل انسياب التدفقات طويلة الأجل بين أصحاب عارضي رؤوس الأموال وطالبيها، ويكون ذلك عن طريق توفير مجموعة من الأدوات، التي تتنوع حسا احتياجات المتعاملين ورغبة المستثمرين؛
  - تجسد سوق الأوراق المالية مفهوم السوق الحرة التي تتحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب. وللحفاظ على هذه المكانة وجب الحرص على حماية السوق لطمأنة المتعاملين فيها، وذلك بسن قوانين وإجراءات صارمة وإنشاء تنظيمات تسهر على ضمان التطبيق السليم لتلك النصوص والإجراءات والتأكد من سلامة العمليات المنعقدة وفق تنظيم محكم، ووضع قواعد التفتيش والرقابة؛
  - يعد دخول المؤسسات إلى البورصة مرحلة هامة وفاصلة في حياتها، إذ أن اتصالها بجمهور المستثمرين في سبيل الحصول على التمويل يجعلها تأخذ في عين الحسبان عدة اعتبارات وسياسات مغايرة عن تلك المؤسسات غير المدرجة، إذ يفرض هذا النوع من التمويل بيئة جديدة مطلوب من المؤسسة التكيف والتماشي مع تداعياتها،
  - من أجل تحقيق الهدف الأساسي المتمثل في تعظيم ثروة الملاك، يجب على المسيرين أن يحافظوا على بقاء قيمة الأسهم في السوق مرتفعة، ومن أجل ذلك يجب عليهم الإفصاح عن كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسة ونشاطها بشفافية تامة تعكس بصدق حالة المؤسسة وتوقعاتها المستقبلية، في الوقت المناسب لتصل إلى جمهور المستثمرين بشيء من العدالة وتقادي مشكلة عدم تماثل المعلومات بين كل الأطراف؛
  - إن عدم قيام المسيرين بالمهمة المنوطة إليهم بسبب تعارض المصالح، يؤدي بالمؤسسة إلى مشاكل الوكالة، والتي تعتبر احد أهم النظريات المفسرة لحوكمة لمؤسسات، وهو ما سنراه في الفصل الموالي.
- وبعد دراستنا لمفاهيم تتعلق بسوق الأوراق المالية، وتمويل المؤسسات منها، نحاول في الفصل الموالي تبيان ماهية حوكمة المؤسسات، التي ظهرت أساسا من خلال النقاشات المتأتية من بيئة سوق الأوراق المالية، وعمليات فصل الملكية عن التسيير فيها.

# الفصل الثاني

الإطار النظري لحوكمة المؤسسات

## تمهيد الفصل:

من أجل تطوير الاقتصاد وتحسينه، تسعى مختلف الدول إلى إنشاء مؤسسات ذات بنية تنظيمية قوية وقابلة للاستمرار، وهذا يتطلب توافر مجموعة من المقومات منها الشفافية والمساءلة والمحاسبة والمصادقية وتعزيز الثقة في بيئة الأعمال، وهي مفاهيم كلها تصب فيما يسمى بحوكمة المؤسسات. وأصبح موضوع حوكمة المؤسسات من الموضوعات الهامة التي تتأثر بها اقتصاديات المؤسسة، والاقتصاد الكلي ككل. وبدأ ينظر إليها كإحدى الأدوات الفعالة لتشجيع الاستثمار، خاصة في سوق الأوراق المالية. حيث إن هذه الأخيرة تحتاج إلى الكثير من المقومات لرفع درجة كفاءتها، وذلك من خلال توافر كافة المعلومات اللازمة للمستثمرين في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، ومن خلال تعزيز الشفافية والافصاح وتحسين إدارة المؤسسات وتحقيق التوازن بين مختلف الأطراف في المؤسسة الاقتصادية.

نحاول في هذا الفصل دراسة مفهوم حوكمة المؤسسات ونظرياتها وآلياتها من خلال ثلاث

مباحث:

المبحث الأول: ماهية حوكمة المؤسسات؛

المبحث الثاني: نظريات حوكمة المؤسسات؛

المبحث الثالث: آليات حوكمة المؤسسات.

## المبحث الأول: ماهية حوكمة المؤسسات

تعتبر حوكمة المؤسسات أحد المفاهيم التي حظيت ولا تزال تحظى باهتمام واسع ومتزايد في السنوات الأخيرة في مجالات الإدارة والمالية والمحاسبة والقانون... الخ. لما لها من جوانب عديدة تؤثر على حياة المؤسسة وتسييرها، نحاول في هذا المبحث تبيان مفهومها ونشأتها ومكوناتها.

### 1. النشأة والمفهوم:

نتطرق في هذه النقطة إلى أهم التعاريف لحوكمة المؤسسات، وبعدها التاريخي، وكذا أهميتها:

**1-1. مفهوم حوكمة المؤسسات:** شأنها في ذلك شأن المصطلحات الجديدة، لم يتم الاتفاق على مفهوم واحد لمصطلح حوكمة المؤسسات:

فهناك من يعتبر أن حوكمة المؤسسات "هي الأنظمة والعمليات المطبقة لتوجيه ومراقبة المنظمات، والتي تهدف إلى زيادة أدائها وتحقيق قيمة مستمرة للمساهمين"<sup>1</sup>.

ويعتبر *Elain sternberg* أن الحوكمة "هي الطرق التي تضمن بأن تكون أعمال المؤسسات مسيرة لهدف خدمة مصالح المساهمين"<sup>2</sup>.

وهناك من الكتاب من كان أكثر دقة تحديداً، فينظر *Gérard charreaux* للحوكمة "على أنها

مجموعة الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد والتأثير على قرارات المسيرين"<sup>3</sup>.

في حين يعتبر كل من *Howrd Gospel & Andrew pendelton* أن مفهوم الحوكمة يتمحور حول

العلاقة بين ثلاث عوامل: المساهمين لرأس المال، الإدارة والعمل. والتي تحاول مناقشة إشكالية من يمتلك ويسيطر على المؤسسة؟، وفي أي مصلحة تسيير المؤسسة؟، ما هي مختلف الطرق المباشرة وغير المباشرة التي تنفذ بها عمليات الرقابة عليها؟<sup>4</sup>.

أما منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية *OCDE* فتري أن "حوكمة المؤسسات تتضمن مجموعة

العلاقات بين إدارة المؤسسة ومجلس إدارتها والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، وهي بذلك توفر الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف المؤسسة ووسائل بلوغ تلك الأهداف ومتابعة النتائج"<sup>5</sup>.

وحسب عبيد المطيري مفهوم حوكمة المؤسسات يتضمن وجود علاقة تعاقدية تربط بين إدارة

المؤسسة ومساهميها وأصحاب المصالح، وذلك من خلال الإجراءات والهيكل التي تستخدم لإدارة شؤون

<sup>1</sup> Martin FAMY, Jermy ROCHE, Anastasia WUINER, **Beyond governance creating corporate value, through performance, conformance and responsibility**, John wiley & Sons Ltd: england,2005,P:163.

<sup>2</sup> Elain STERNBERG, **Corporate governance: accountability in marketplace**,2 Ed ,The institute af economic affairs: London,2004,P:28.

<sup>3</sup> Gérard CHARREAUX, **Le gouvernement des entreprises** ,Economica,Paris,1997,P:1.

<sup>4</sup>Howrd GOSPEL & Andrew Pendelton, **corporate governance and labour management: An international comparison**, on food: New york,2005.P:3.

<sup>5</sup> Organization for Econmic Co-operation and development(OCED), **corporate governance in Asia: a comparative perspective**, 2001,P:12.

المؤسسة وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تعزيز الأداء والافصاح والشفافية والمساءلة وتعظيم مصلحة المساهمين على المدى الطويل مع مراعاة مصالح الأطراف الأخرى.<sup>1</sup>

وقد ذهب البعض إلى أن حوكمة المؤسسات تعني نظام التوجيه والتحكم والرقابة على نشاط مؤسسات المساهمة مبني على تنظيم عملية إتخاذ القرارات في تلك المؤسسات وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسية وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل خاص ومختلف الأطراف بشكل عام.<sup>2</sup>

أما مصطفى محمود أبو بكر فقد عدد مفهوم الحوكمة حسب حالات تناولها:<sup>3</sup> فلغويا هناك معاجم تفسر الحوكمة على أنها عملية التحكم والسيطرة من خلال قواعد وأسس الضبط بغرض تحقيق الرشد، في حين أن كتباً أخرى ترجع أصل الكلمة إلى التحكم أو المزيد من التدخل والسيطرة، كما أن هناك من يعتبرها دلالة على كلمة نظام ومراقبة بصورة متكاملة وعلنية لإثراء الشفافية والموضوعية.

أما محاسبياً، فيشير مفهوم الحوكمة إلى ضرورة توفير مقومات حماية أموال المستثمرين وحصولهم على العوائد المناسبة وضمان عدم استخدام أموالهم في مجالات أو استثمارات غير آمنة وعدم استغلالها من قبل مسيري المؤسسة لتحقيق منافع خاصة، ويتم ذلك من خلال مجموعة من المعايير المحاسبية والإجراءات والضوابط، وإضفاء مزيد من الشفافية والإفصاح عن البيانات المحاسبية والقوائم المالية. أما المفهوم القانوني فينظر للحوكمة على أنها مجموعة الأطر التشريعية والقواعد التنظيمية والقانونية التي تحمي مصالح الأطراف الذين لهم علاقة بالمؤسسة.

أما المفهوم الإداري فينص على أن الحوكمة هي مجموعة القواعد والضوابط والإجراءات الداخلية في المؤسسة التي توفر ضمانات تحقيق حرص المسيرين على حماية مصالح الملاك والمحافظة على حقوق كل الأطراف ذات المصالح بالمؤسسة.

وما يمكن ملاحظته أن حوكمة المؤسسات تهتم أساساً بقضية ترشيد موارد المؤسسات، وهو ما يدفع أحياناً إلى أن يطلق عليها بالتسيير الفعال أو الإدارة الرشيدة، وهذا خطأ، لأن إطار هذه الأخيرة لدى مختلف مدارسها وأدبياتها ومفاهيمها ولغتها، خلال القرن العشرين ومنذ بداياته، تختلف عن إطار الحوكمة، لا اعتبارها ذات منشأ ارتكاز اقتصادي، ولم تعترف بوجود المؤسسة كإدارة أو تنظيم كبديل أكثر كفاءة في حالة نقصها في ميكانيزمات السوق إلا لدى أفكار التأسيسيين الجدد، وعلى رأسهم A.Berle و

<sup>1</sup> عبيد المطيري، " تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية"، في المجلة العربية للعلوم الادراية، مجلد 10، عدد 3، سبتمبر 2003، ص: 284-285.

<sup>2</sup> محمود عبد الملك فخر، حسين علي العمر، منصور صباح الفضلي، " أثر حوكمة شركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية: دراسة تحليلية"، في مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، ع 1، مارس 2000، ص: 215.

<sup>3</sup> مصطفى محمود أبو بكر، " المتطلبات التنظيمية والإدارية لتوفير مقومات التطبيق الفعال للحوكمة، بالتطبيق على منظمات التعليم الجامعي الحكومي" في المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ج2، جامعة الاسكندرية، 2005، ص: 394-396.



*G.Means* كما سنرى فيما بعد، بعد تقديمهم للفكر الاقتصادي المعتمد على فروض المنافسة الكاملة والرشادة الكاملة للسوق وكل من المنتج والمستهلك.<sup>1</sup>

ومن هذا المنطلق، ولتحديد مفهوم واسع نقول أن حوكمة المؤسسات تتمحور حول الأطر التالية:

- حوكمة المؤسسات هي عبارة عن نظام للادارة ورقابة المؤسسات: بحيث يوفر هذا النظام هياكل لتوزيع المسؤوليات والصلاحيات والحقوق بين مختلف الأطراف، ويكون فيها المسيرين بمثابة حلقة الربط بينها؛
- حوكمة المؤسسات هي مجموعة آليات رقابية: وهي نقطة مكملة للأولى، إذ أن وجود مثل هذه الآليات من مجالس إدارة ولجان مراجعة ومساهمين أو أسواق خارجية..الخ. من شأنه يوجه المؤسسة إلى تحسين وتعزيز الأداء.
- لا يمكن حصر الحوكمة في النواحي القانونية والمالية والتنظيمية للمؤسسة فقط، وإنما يرتبط المفهوم كذلك بالنواحي الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، إذ أن صلاح المؤسسة من صلاح الاقتصاد والمجتمع ككل؛
- من الفكرة السابقة، يجب التركيز على البعد الاجتماعي وكذا على البعد الأخلاقي للمؤسسة *L'éthique* والتي ينتج عنه ظهور المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة *La responsabilité sociétale* " RSE " *de l'entreprise* ، والتي تركز، إضافة إلى الجانب الربحي والمالي، على أخلاقيات الأعمال والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي ككل.

**1-2. البعد التاريخي لحوكمة المؤسسات:** يمكن أن نؤخر لجذور بدايات النقاش حول حوكمة المؤسسات إلى نهاية القرن الثامن عشر عندما تكلم آدم سميث سنة 1776 أن المسيرين غير الملاك للمؤسسات تقل حرصهم وفعاليتهم في تعظيم المردودية الاقتصادية للمؤسسة وهذا بخلاف المسير المالك لمؤسسة خاصة.<sup>2</sup> لكن يمكن أن ننسب نشأة البحث حول حوكمة المؤسسة للنقاش الذي افتتحه كل من *A.Berle* و *G.Means* سنة 1932 حول آثار الفصل بين وظائف الملكية واتخاذ القرار الذي ميز شركات الأسهم الكبرى في الولايات المتحدة. ويترتب عن هذا الفصل خطر سلب حقوق صغار المساهمين من قبل المسيرين الذين يعملون على التملص من أية رقابة.

لكن رغم الأعمال السابقة، وحسب *CHARREAUX*<sup>3</sup>، فإن حوكمة المؤسسات بمفهومها الحالي يجد أساسا مصدره في الأعمال المؤسسة لكل من *A.Achain, H.Demtez* وأعمال *C. Jensen* و

<sup>1</sup> Nacer DADDI-ADDOUN, *Cours de l'audit et de gouvernance*, Magister, ESC, Alger, 2010.

<sup>2</sup> Florent LEDENTU, " *Système de gouvernance d'entreprise et présence d'actionnaire de contrôle: le cas suisse*", thèse doctorat , faculté de sciences économiques et sociales, université de fribourg suisse; 2008, P:16.

<sup>3</sup> Gérard CHARREAUX, " *Le gouvernement de l'entreprise*" ,in Yves SIMON & Patrick JOFFRE, *Encyclopédie de gestion*, 2<sup>e</sup>ED, Paris: Economica, 1997, P1653-1655.

W.H.Meckling و أعمال E.F.Fama. حيث يعتبر كل من Demtez Alchain سنة 1972 بأن المؤسسة هي عبارة عن مجرد خيال قانوني *Fiction Juridique* قائم على حقوق الملكية، وبدخلها عدد من الفاعلين الاقتصاديين ، ولكل منهم دالة منفعة خاصة به، كما تربطهم مجموعة من العقود. وتعد المؤسسة بمثابة نمط تنظيم منافس للسوق، حيث تمكن من تخفيض عدد من التكاليف، لاسيما تكاليف الرقابة والإعلام المرتبطة بالتبادل على مستوى السوق. أما M.C Jensen و W.H.Meckling سنة 1976 فإنهما وسعا من إطار التحليل السابق بإدخال مفهوم علاقة الوكالة *Relation d'agence* ، العلاقة التي تربط المساهمين باعتبارهم موكلين للمسير الذي يعتبر الوكيل عندهم. وقد درس W.H.Meckling M.C Jensen بصفة رئيسية، النزاعات بين المسير والمساهمين والدائنين. وينطلقان في ذلك من وضع أولي، حيث تكون المؤسسة ملكا لمسيرها. وفي حالة فتح رأس مال المؤسسة لمساهمين آخرين تنشأ علاقة وكالة وتعارض مصالح، تمثل مصدرا لتكاليف وكالة. وهو ما يشجع المسير على زيادة خصوماته غير النقدية ويخفض من تحفيزه.

ويستطيع المساهمون محاربة هذا السلوك المضر بهم عن طريق فرض وضع إجراءات رقابة (تدقيق، الرقابة على الموازنة...) أو حوافز (نظام مكافآت). كما تلعب الأسواق دورا ضابطيا في هذا المجال، على أساس أن فقدان الرقابة على رأس المال (أي الأغلبية) يخضع المسير لضبط سوق العمل، حيث يمكن للمساهمين الجدد ذوي الأغلبية توظيف مسير آخر ، سواء بطريقة مباشرة عن طريق استخدام حق التصويت، أو بطريقة غير مباشرة بواسطة مجلس الإدارة. كما يخضع المسيرين لضبط السوق المالية، حيث بإمكان المساهمين التنازل على أسهمهم.

واللجوء إلى الاستدانة يسمح للمسير - المالك بالتخلص من ضبط المساهمين الآخرين، لكن يؤدي إلى نشوء علاقة وكالة أخرى مع الدائنين ، ولحماية مصالحهم، يلجأ الدائنون إلى إدراج شروط تعاقدية أو أخذ ضمانات من المؤسسة، كما أن إجراءات الإفلاس تشكل هي الأخرى آلية رقابة.

وعلى خلاف M.C Jensen و W.H.Meckling ، فإن فاما E.F.Fama سنة 1980 يدرس الحالة

الخاصة المتمثلة في الفصل بين الملكية والقرار. ويحتج من جهة، عن ملاءمة مفهوم الملكية، حيث يعترف سوى بملكية عوامل الإنتاج ويرى أن الرقابة على قرارات المسيرين لا تعد من اختصاص المساهمين. ومن جهة ثانية، يميز بوضوح بين وظائف الإدارة والمخاطر. وبالتالي يعتبر أن هناك عاملي إنتاج مختلفين في المؤسسة، يتمثل الأول في القدرة الإدارية للمسيرين، والثاني في القدرة على تحمل المخاطر وهي مناطة بالملاك.

وقد أخذ هذا المفهوم مجالا أوسع عندما تم تناول العلاقة ليست بين المساهمين والمسيرين فقط ،

وإنما إلى العلاقات التي تربط بين كل أصحاب المصالح *Stakeholders* فلقد تناول Williamson في سنة 1985 نظرية تكاليف الصفقات أو المعاملات *Théorie des coûts de transaction* التي تنشأ من خلال

العلاقات التعاقدية بين كل من المساهمين والدائنين والأجراء والموردين والمسيرين... وتطرق إلى الآليات التنظيمية التي تسمح بتنظيم كل هذه المعاملات من أجل تدنية التكاليف إلى مستويات منخفضة وبالتالي زيادة مردودية المؤسسة.

وفي سنة 1989 أشار كل من *A.shleifer & R.W.vishny* إلى ما يسمى بنظرية تجذر المسيرين *Théorie de l'enracinement des dirigeants* حيث بينا أن رقابة المسيرين تكون تابعة لمدى سلطتهم ونفوذهم أو مستوى تجذرهم في المؤسسة، ودرسوا مختلف الآليات التي تمكن من مراقبة المسيرين. ولقد أوضح *Pierre yves gomes* أنه يمكن تبيان تطور قضايا الحوكمة من خلال تبيان تطور سلطة المساهمين والمسيرين في المؤسسة، والتي تطورت بثلاث مراحل ومستويات<sup>1</sup>:

- سلطة غير محدودة *Pouvoir discrétionnaire*: وهي المرحلة التي كان فيها المسيرون يتخذون كل قراراتهم بحرية وبدون تبريرات مقدمة وبدون أي مراقبة عليهم؛

- سلطة سيادية *pouvoir souverain*: حيث أصبحت قرارات المسيرين تخضع للمساءلة والمطالبة بتقديم التبريرات اللازمة، لكن لم تمارس عليهم المراقبة كما ينبغي؛

- سلطة مراقبة *pouvoir contrôle*: حيث بتشتت رأس المال على كثير من المساهمين، ظهرت الحاجة إلى وجود آليات تسمح بمراقبة عمل المسيرين ومساءلتهم .

ولقد تم تلخيص تطور سلطة المسيرين في المؤسسة في الجدول التالي:

جدول رقم (03): تطور سلطة المسيرين والحوكمة

الفترة	محتوى سلطة المسيرين وخصائصها	تطبيقات حوكمة المؤسسات	النقاشات الأساسية في مجال الحوكمة
المرحلة 01: 1800-1920	سلطة غير محدودة للمسيرين	بروز الملكية الخاصة لعوامل الانتاج وظهور الشركات العائلية ( ارتباط قانوني بين المسير والمالك ).	- نقاشات حول حقوق الملكية؛ - الجوانب المعنوية لمسؤوليات المسير تجاه المؤسسة.
المرحلة 02: 1920-1976	سلطة سيادية للمسيرين	- بروز شركات المساهمة؛ - المساهم يقيم مسيري المؤسسة من خلال النتائج المحققة؛	- نظرية الوكالة؛ - نظرية حقوق الملكية.

<sup>1</sup>Pierre YVES GOMES, " Jalons pour une histoire des théorie du gouvernement des entreprises", in Finance contrôle stratégie, Volume6.N°4,décembre 2003,P:183-208.

المرحلة 03: بعد سنة 1976	سلطة مراقبة	- تشتت المساهمات؛ - زيادة تأثيرات المساهم على المسيرين؛ - زيادة الاهتمام بأصحاب المصالح في المؤسسة.	- نظرية جديدة لحقوق الملكية؛ - أصحاب المصالح؛ - نقاشات حول نظم الحوكمة ومقارباتها.
--------------------------------	-------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------

المصدر: Pierre YVES GOMES, op cit,P:204.

وهناك من لخص مراحل تطور الحوكمة كما يلي:<sup>1</sup>

- مرحلة الكساد ( ما بعد 1930 ): بدأ الاعتراف بعمق الفجوة بين المسيرين والملاك؛
- مرحلة ظهور نظرية الوكالة وضبط العلاقات ( 1976 - 1995 ): حيث ظهرت النقاشات بشأن تنظيم العلاقة بين المسيرين والملاك من خلال نظرية الوكالة، وضرورة تحديد الواجبات والصلاحيات لكل من المسيرين ومختلف الأطراف في المؤسسة مما يقلل من مختلف تكاليف؛
- في عشرية التسعينيات من القرن الماضي: تزايد الاهتمام بموضوع الحوكمة عندما اتجهت المنظمة العالمية للتجارة إلى وضع معايير تساعد المؤسسة على تحقيق النمو وتدعيم قدراتها التنافسية، ومن ثم بدأ ظهور مصطلح الحوكمة كنتاج لتراكم الدراسات التي أجريت حول أسباب انهيار المؤسسات الكبرى. وبدأ ظهور هيئات دولية جليا في هذا الصدد، حيث أصدرت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في سنة 1999 مبادئ حوكمة المؤسسات، واتجهت مؤسسات واتحادات مهنية إلى وضع قواعد وإجراءات الحوكمة الجيدة؛
- مرحلة التأكيد على حتمية الحوكمة ( 2001 -2004 ): من خلال حالات الفشل التي كانت واضحة في مؤسسات كبرى عالميا لأسباب أخلاقية أو فساد قيمي، فكان لزاما على توثيق الحوكمة؛
- مع تتابع ظاهرة الأزمات الاقتصادية والمالية وانهيار العديد من المؤسسات والبنوك العملاقة، اتجه الميل إلى إنشاء بعض المؤسسات واللجان والهيئات التي تتبنى موضوع الحوكمة وإصدار مجموعة من الضوابط والإرشادات لتطبيق الحوكمة وتفعيلها.

### 1-3. أهمية حوكمة المؤسسات : يعتبر تنامي الشركات متعددة الجنسيات وتدفق رؤوس الأموال العالمية

بمستويات لم يسبق لها مثيل، أحد أسباب اهتمام المستثمرين بما يجري وراء الستار من حيث أساليب التسيير ونظام الحوكمة المتبع. ومن الأزمات الأخيرة أدرك أصحاب رؤوس الأموال أن افتقار المسيرين لحافز الالتزام بالممارسات السليمة يؤدي إلى محاولات التملص من مختلف آليات الرقابة المفروضة

<sup>1</sup> مصطفى محمود أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص:398-399.

عليهم. وعليه فإن العلاج لحالات الفشل وأزمات الفساد يكمن أساسا في ضرورة التقارب بين مختلف الأطراف من خلال تبني نظام سليم للحوكمة.

إن منافع حوكمة المؤسسات يمكن أن تتحقق على المستوى الجزئي، كما يمكن أن تتحقق على المستوى الكلي الوطني. إذ أن أداء المؤسسات مهما كان شكلها العامة منها والخاصة يحدد أداء الاقتصاد الكلي. كما أن الممارسات غير السليمة للحوكمة تهدد النظام المالي والاقتصاد ككل. وكما قال السيد " James Wolfen sohn " رئيس البنك الدولي: " أن حوكمة المؤسسات هي الآن بالنسبة للتنمية بنفس قدر أهمية الحكومات بالنسبة للدول"<sup>1</sup>.

وفي ظل الأسلوب الحذر للتمويل من قبل مزودي رؤوس الأموال في أعقاب الأزمات المالية العالمية، زاد تركيز المؤسسات على تطبيق أفضل نظم الحوكمة من أجل تعزيز مصداقيتها وزيادة ثقة المستثمرين بها. وفي هذا الإطار أظهرت العديد من الدراسات أن المستثمرين مستعدون لدفع مبالغ أكبر لأسهم المؤسسات التي لديها نظام سليم للحوكمة. فعلى سبيل المثال، أبرز مسح علامي أجري منتصف التسعينيات من القرن الماضي من أجل التعرف على مواقف المستثمرين في أمريكا اللاتينية ما يلي: ثلاثة أرباع المستثمرين قالوا بأن حوكمة المؤسسات هي بقدر أهمية الأداء المالي للمؤسسات عند تقييم لها. فحين أن نصف المستجوبين اعتبروا أن حوكمة المؤسسات هي أهم من الأداء المالي، وأكثر من 80% قالوا أنهم على استعداد لدفع مبالغ أعلى لأسهم مؤسسات ذات حوكمة جيدة من تلك المؤسسات ذات الحوكمة الضعيفة حتى لو كان الأداء المالي هو نفسه.<sup>2</sup>

ومن هذا المنطلق نقول أن حوكمة المؤسسات تعمل على تدعيم الأداء الاقتصادي للمؤسسة وجذب رؤوس الأموال ، وذلك من خلال:<sup>3</sup>

- في ظل النظام الاقتصادي الذي يزداد عولمة ، فإن المؤسسات بحاجة إلى دخول أسواق المال المحلية والعالمية من أجل رأس المال والاستثمار، لذلك فإن وجود نظام سليم لحوكمة المؤسسات أصبح أحد المعايير الأساسية للاستثمار والإقراض ؛
- وبالنسبة للاقتصاد ككل، فإن وجود قواعد واضحة للإدارة تعني كفاءة أكثر للمؤسسات وبالتالي تؤدي إلى مستوى أعلى من النمو الاقتصادي، فالتسيير الجيد يدفع المؤسسات لدخول أسواق جديدة وتقديم خدمات أفضل ومواجهة التحديات الخارجية؛
- ساعدت الخوصصة على تحفيز الحكومات والمؤسسات على تلبية احتياجات مستثمري القطاع الخاص الذين يطالبون بقواعد إدارة جيدة وشفافية أكثر؛

<sup>1</sup> إتحاد المصارف العربية، الحكم الجيد في المؤسسات المصرفية والمالية في ضوء المعايير المتعارف عليها الدولية ، 2003، ص:43.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص:44.

<sup>3</sup> شهيرة عبد الشهيد ، قواعد إدارة الشركات تصبح سعيا دوليا : ماذا يمكن عمله في مصر ؟ ، ورقة عمل مقدمة ليورصتا القاهرة والاسكندرية ، سبتمبر 2001 ، ص: 6-8.

- تطبيق قواعد حوكمة المؤسسة يزيد من الشفافية، وبالتالي يزيد من جذب الاستثمارات؛
- تحتاج الاقتصاديات الناشئة لمؤسسات خاصة قوية وقادرة على المنافسة واحتمال الصدمات، وهذا يتأتى بتطبيق معايير حوكمة المؤسسات ؛
- وأخيرا فإن تبني معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين وكل أصحاب المصالح يساعد على تجنب الأزمات والمخاطر.

هذا بالإضافة إلى أن حوكمة المؤسسات تتبني على فكرة مفادها أنه إضافة لتعظيم الثروة في المؤسسة، فمن الضروري بمكان وضع نظام قادر على حل النزاعات والصراعات المرتقبة بين كل أصحاب المصالح، وكذا وضع نظام قادر على التنبؤ واستباق بعض الصراعات نتيجة لتضارب المصالح *Conflit des intérêt* . فإن حدث بطريقة أو بأخرى أن عجزت المؤسسة على إيجاد ذلك النظام فهي معرضة في المدى الطويل إلى شلل وظيفي وذلك لعدم قدرتها على إيجاد مصادر جديدة مالية أو غير ذلك. ومنه فإذا كانت المؤسسة منظمة بطريقة تضمن نوعا من العدالة والإنصاف بين مختلف أصحاب المصالح فإن ذلك سيرجع حتما بأثر إيجابي على فعاليتها في الأمد الطويل.<sup>1</sup>

## 2- مكونات وأنواع نظام حوكمة المؤسسات

بعد التطرق لمفهوم حوكمة المؤسسات، نحاول دراسة نظام الحوكمة من خلال مكوناته ومرتكزات ه وأنواعه:

### 2-1. مكونات نظام الحوكمة:

يتكون نظام الحوكمة من عناصر متعددة، يمكن تجميعها في ثلاث مكونات أساسية، أو ما يسمى بنموذج " SPC Paradigme " : هياكل " S Structures " إجراءات " P Procédures " وسلوكيات " C Comportements ".<sup>2</sup>

**2-1-1. هياكل الحوكمة:** ويقصد بها مجموع الهيئات والمؤسسات المشرفة على تطبيق فعال للحوكمة. وهذه الهياكل هي متنوعة ومختلفة، فمنها ما هو خاص بالمؤسسة المعنية: الجمعية العامة، مجلس الإدارة، مختلف اللجان المكونة لها ( لجان المرجعة، لجان التعيينات... )، ومنها ما هو خارج عن المؤسسة تربطها معها علاقات تعاقدية: مراجع حسابات، وكالات التصنيف والتقييم، ومؤسسات المصلحة العامة كهيئات الضبط.

<sup>1</sup> Franck BANCEL, *La gouvernance des entreprises*, Economica: Paris 1997 ;P:15

<sup>2</sup> Roland PEREZ, *La gouvernance de l'entreprise*, Edition La découverte:Paris,2003,P:24-25.

2-1-2. إجراءات الحوكمة: يقصد بها التنظيمات والتشريعات التي تنظم كيفية نشر والافصاح عن المعلومات كالمخطط المحاسبي أو القانون التجاري، أو تلك التي تبين كيفية دخول المؤسسة إلى البورصة وإجراءات التسعير والاصدار... الخ.

يعتبر تشكيلة هياكل - إجراءات المحتوى المؤسسي المنظم لحوكمة المؤسسات.

2-1-3. سلوكيات الحوكمة: وهو الذي يمثل الجانب البشري لحوكمة المؤسسات، حيث يتضمن تصرفات مختلف الأعوان الطبيعيين والمعنويين المشكلين للجانب المؤسسي ( هياكل - إجراءات ). فبدون تحلي هؤلاء الأعوان بالسلوك السوي البعيد عن الفساد والتلاعب وسوء الأخلاق، والانضباط بمختلف القوانين والإجراءات، لا يمكن لنظام الحوكمة أن يسير كما ينبغي. ويشير Roland PÉREZ أن نظام الحوكمة ما هو إلا حلقة من حلقات نظام وإدارة المؤسسات، والذي يتكون من ثلاث مستويات أساسية مبينة كما يلي:

شكل رقم (06): مستويات نظام الحوكمة في المؤسسة

#### المستوى الأول

إدارة المؤسسات من قبل مسيريهها

#### المستوى الثاني

الحوكمة أو "إدارة الإدارة" *Management du management* " من قبل سلطات خاصة لكل مؤسسة ( مثلا مجلس الإدارة أو الجمعية العامة )

#### المستوى الثالث

الضبط *Régulation* أو " إدارة الحوكمة " *Management de la gouvernance* " من قبل هيئات متخصصة:

- منظمات مهنية؛
- السلطات الإدارية؛
- السلطات القضائية.

#### المستوى الرابع

حوكمة هيئات الضبط أو " حوكمة الحوكمة " *gouvernance de la gouvernance* " عن طريق:

- المناهج السياسية من قوانين وتشريعات؛
- المناهج القضائية من محاكم ومجالس قضائية.

#### المستوى الخامس

الحوكمة الفوقية " *Méta gouvernance* " : من قبل المبادئ الأساسية المتعلقة بتنظيم الحياة الجماعية للمجتمع:

- فعلى مستوى الدولة نجد الدساتير؛
- على المستوى الدولي نجد المعاهدات والمواثيق الدولية.

المصدر: Roland PÉREZ, Op cit.P:29.

ويبين الشكل السابق أن نظام إدارة المؤسسات محتوى ضمنيا في نظام الحوكمة والضبط. فنظام الحوكمة يعتبر الدرجة الثانية من نظام إدارة المؤسسات، فبعد إدارة المؤسسة من قبل مسيريه، تأتي إدارة المؤسسة من قبل نظام الحوكمة، ولهذا يطلق على الحوكمة بإدارة الإدارة. ثم تأتي بعد ذلك مهمة هيئات الضبط كدرجة ثالثة، وفيها تمارس الحوكمة عن طريق هيئات ومؤسسات متخصصة بتنظيم وتوجيه المؤسسات، وهذا المستوى يطلق عليه بإدارة الحوكمة. وفي المستوى الرابع توجه هيئات الضبط لتتوافق وتتطابق مع القوانين والتنظيمات والإجراءات التشريعية وهذا المستوى يسمى بحوكمة الحوكمة. وأخيرا المستوى الخامس يتعلق بالمبادئ والأعراف الأساسية التي تحكم سير الحياة، ويكون ذلك غالبا عن طريق الدستور أو المجلس الدستوري في الدولة الواحدة، أو المعاهدات والاتفاقيات الدولية وقوانين حقوق الإنسان على الصعيد العالمي. وهذا المستوى يخرج من نطاق المؤسسات للدخول في نطاق الفلسفة السياسية أو ما يسمى بـ *Méta gouvernance*.

**2-2. مقومات ومرتكزات نظام حوكمة المؤسسات:** يرتكز نظام حوكمة المؤسسات على مجموعة من

المرتكزات الأساسية، مطلوب توافرها في البيئة الداخلية والخارجية معا للمؤسسة، وهي:<sup>1</sup>

- **الانضباط:** أي ممارسة مسيري المؤسسة مهامهم في ضوء لإطار معين من قواعد السلوك الأخلاقي لتحقيق مصالح كل الأطراف؛
- **الشفافية:** وذلك بالإفصاح عن كل المعلومات الضرورية للجهات المهتمة، حتى يتمكن مختلف المستثمرين من تقييم أداء المؤسسة؛
- **الاستقلالية:** حيث يمارس مسيري المؤسسة مهامهم دون أي ضغوط من أي طرف قد يدفع بهم لاتخاذ قرارات فيها تحيز لطرف ما على حساب الأطراف الأخرى؛
- **المساءلة:** حيث يلتزم المسكرون والادارة التنفيذية بصورة عامة بالإجابة عن أي استفسار من قبل مجلس الإدارة. ومن جهة أخرى فإن مجلس الإدارة هو كذلك عرضة للمساءلة من قبل المساهمين والجهات الأخرى؛
- **المسؤولية:** وذلك بتبيان حدود الصلاحيات والمسؤوليات بوضوح، للمسيرين ومختلف الأطراف، كأن توضح القرارات التي تتطلب موافقة مجلس الإدارة أو الجمعية العامة من تلك القرارات التي لا تتطلب ذلك؛

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات ( المفاهيم، المبادئ، التجارب): تطبيقات الحوكمة بالمصارف، الدار الجامعية: لاسكندرية، 2005، ص:23.



- **العدالة:** حيث يتم احترام ومعاملة كل الأطراف وتنفيذ حقوقهم دون تحيز خاصة في مسألة المساهمين الأقلية.

يمكن كذلك استخلاص جملة من المقومات الإدارية والفنية والمالية والتنظيمية التي يمكن أن تمثل

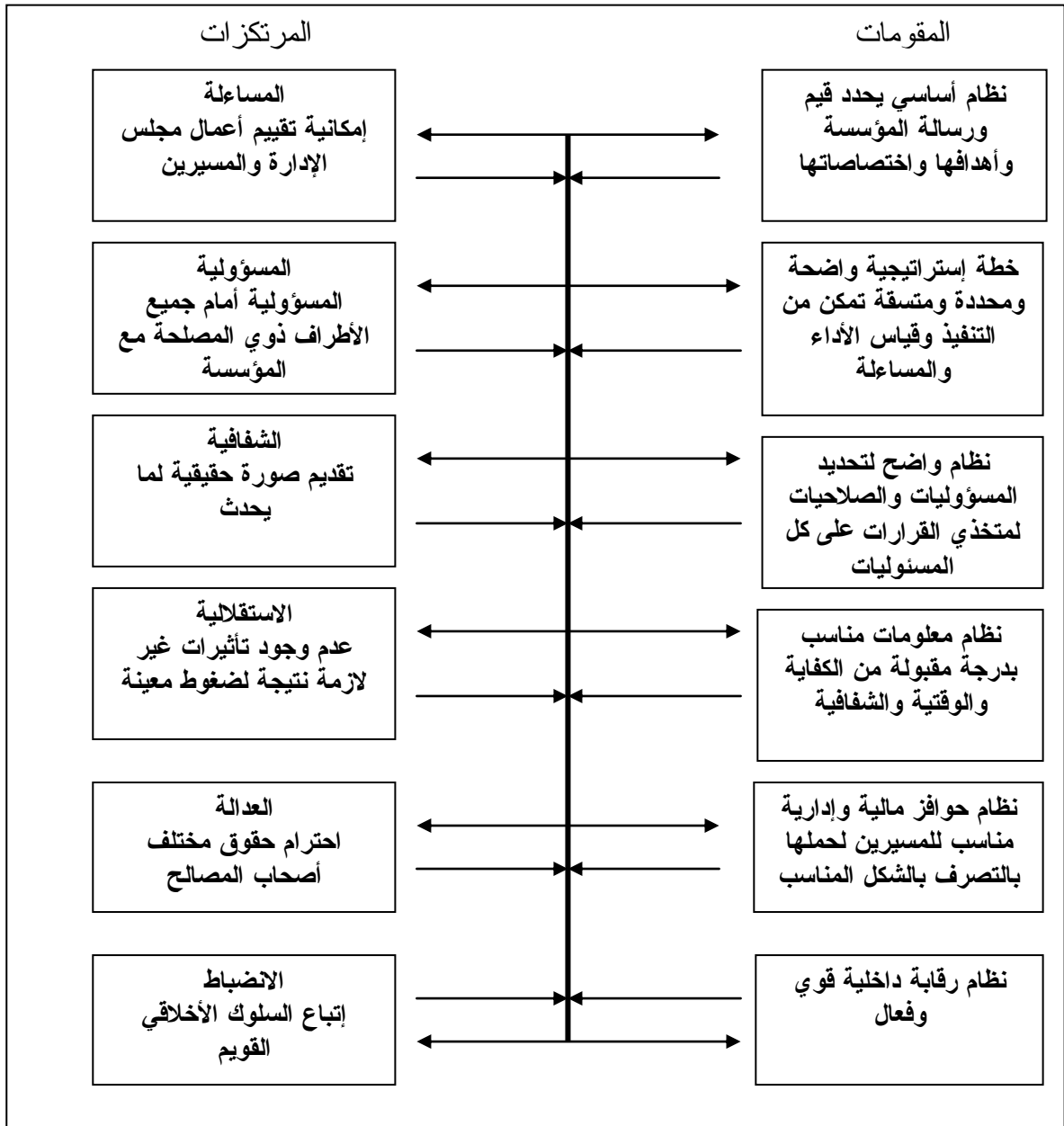
الأركان الأساسية لفعالية نظام الحوكمة، من بين هذه المقومات ما يلي:<sup>1</sup>

- أ - نظام أساسي يحدد قيم ورسالة المؤسسة وأهدافها واختصاصاتها: يعتبر النظام الأساسي للمؤسسة الوثيقة التي تحتوي كل من رسالة المؤسسة واستراتيجياتها وأهدافها وسلطاتها، كما يجب أن يبين النظام الأساسي دور كل طرف في المؤسسة، فهو بذلك مرجع لهم في حالة وجود أي تعارض في المصالح، ونقطة البداية في رسم ملامح نظام الحوكمة؛
- ب - خطة إستراتيجية واضحة ومحددة ومنسقة: يتم ترجمة رسالة المؤسسة المحددة في النظام الأساسي إلى استراتيجيات وخطط تكون متميزة بالتحديد والاتساق لتساعد مسيري المؤسسة من متابعة التنفيذ وقياس الأداء والمسؤولية. فوجود الخطة الإستراتيجية يعتبر مقوما أساسيا لنظام الحوكمة، إذ من خلالها يمكن متابعة الأداء والرقابة والمساءلة على كل المستويات؛
- ج - نظام واضح لتحديد المسؤوليات والصلاحيات لمتخذي القرارات: إن وجود نظام واضح لتوزيعات المسؤوليات وتحديد السلطات يسمح بتوجيه كل الأطراف المختلفة داخل المؤسسة نحو تحقيق الأهداف المسطرة وتنفيذ كل العلاقات التشابكية التي تربط المؤسسة بتلك الأطراف مما يسير بها نحو الإطار المرسوم لها بنجاح؛
- د - نظام معلومات مناسب بدرجة مقبولة: إن القناة الرئيسية لتوفير المعلومات الهامة هو نظام المعلومات، وبالتالي لتفعيل نظام حوكمة المؤسسات يجب توفر نظام جيد لإعداد التقارير وتزويد المعلومات بكفاية وفي الوقت المناسبة وبشفافية؛
- هـ - نظام حوافز مالية وإدارية مناسب: من وسائل حل التعارض ومشاكل الوكالة هو وجود نظام للحوافز بصورها المختلفة، المادية وغير المادية، لحمل جميع الأطراف على التصرف بالشكل المناسب وفقا للمصالح الأساسية للمؤسسة؛
- و - نظام رقابة داخلية قوي وفعال: يعتبر هدف تعظيم ثروة الملاك مع مراعاة مصالح الأطراف الأخرى هدف يسعى لتحقيق نظام الحوكمة، وهو هدف كذلك لنظام الرقابة الداخلية الذي يسعى كذلك إلى حماية لأصول المؤسسة والتحقق من مصداقية المعلومات والبيانات المحاسبية وتشجيع الفعالية في التنفيذ والالتزام بالسياسات المحددة، وهي كلها مقومات أساسية لفعالية نظام حوكمة المؤسسات.

<sup>1</sup> أسامة فهد الحيزان، " نظام إدارة ومراقبة المنشآت ( الحوكمة ) " ، في المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ج2، جامعة الإسكندرية، 2005، ص: 19-21.

وتحقيق المقومات الأساسية للحوكمة يتحقق في ظل توافر المرتكزات السابقة، والشكل التالي يوضح العلاقة التفاعلية بين المقومات والمرتكزات، فعلى سبيل المثال يركز نظام الحوكمة على ركن المساءلة، وهذا الركن يساهم في تحقيق مقومات النظام، فالمساءلة تتم في ضوء وجود النظام الأساسي والخطط الإستراتيجية والتحديد الواضح للسلطات والمسئوليات ، ومن عوامل نجاح المساءلة وجود نظام قوي وفعال للرقابة الداخلية....الخ. هذا يدل على وجود علاقات تأثيرية تشابكية متبادلة بين المقومات والمرتكزات، ونجاح نظام الحوكمة يتطلب التكامل فيما بينها.

شكل رقم (07): العلاقة بين المقومات الرئيسية والمرتكزات لنظام حوكمة المؤسسات



2-3. أنواع نظم حوكمة المؤسسات: مما سبق يمكن أن نصف نموذج الحوكمة بأنه ذلك النظام الذي يشمل مجموعة من الخصائص البيئية والسياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية والمؤسسية على مستوى الدولة الواحدة أو مجموعة من الدول المتشابهة والتي تؤثر على آليات حل التعارض بين مختلف الأطراف. وللتمييز بين نظام معين لحوكمة المؤسسات وآخر، ينبغي إسقاطه على الخصائص التالية:<sup>1</sup>

- المفهوم السائد للمؤسسة؛
- نظام اختيار وتعيين أعضاء مجلس الإدارة؛
- قدرة أصحاب المصالح على ممارسة التأثير على عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة؛
- أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي؛
- أهمية السوق فيما يتعلق بقضية الحوكمة في المؤسسة ( العرض والطلب والمنافسة )؛
- هيكل الملكية للمؤسسة ومدى تشتته من تركزه؛
- مدى الربط بين أداء المؤسسة وما يحصل عليه المسيرين من أجور وحوافز؛
- الأفق الزمني للعلاقات الاقتصادية.

وبتطبيق تلك الخصائص، قام كثير من الكتاب بالتمييز بين النظامين التاليين للحوكمة:<sup>2</sup>

2-3-1. نظام موجه بالسوق *Le système orienté par marché*: يتميز هذا النظام بتشتت هيكل الملكية بين عدد كبير من صغار المساهمين، ووجود عدد كبير من المؤسسات مدرجة أوراقها في البورصة ، أما الاعتماد على الوساطة المالية البنكية فيكون بصورة محدودة، ويتسم هذا النظام كذلك بوجود سوق جد واسعة وكبيرة للسيولة، ووجود عدد قليل من المؤسسات تشرف على رقابة مؤسسات أخرى أو ما يسمى بـ *Les holding de contrôle*.

ويعتمد هذا النظام في غالبته على بعض الآليات الخارجية لمراقبة المسيرين:

- الدور العقابي الذي تقوم به الأسواق ( أسواق الاندماج العدواني، أسواق المسيرين، أسواق الأوراق المالية... الخ )؛
- الحماية القانونية القوية للمستثمرين يكون غالبا بتطبيق قواعد القانون العام؛
- خطط للتحفيز مبنية على كفاءة المسيرين من خلال أداء المؤسسات؛

<sup>1</sup> محمد عبده مصطفى ، " تأثير بعض آليات حوكمة الشركات على الأداء، دراسة تطبيقية على مصر " ، في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، مجلد 43، ع 1، مارس 2006، ص:333-334.

<sup>2</sup> - Joon TAE LEE; " **Structure de propriété, stratégie de diversification et gouvernance des entreprises** ", Thèse de doctorat en sciences économique, université Toulouse ,2.005,P:11-13.  
 - Nacer DADI ADDOUN, " **Problématique de gestion dans l'entreprise algérienne et possibilité de bénéficiaire du système de gouvernance**", Séminaire international , université Ouargla,2005.  
 - Abdelwahed OMRI, " **système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes**", in revue français de gestion, n°142 ,2003,P:86-90.

• قوة مجلس الإدارة في الرقابة على المسيرين؛

يمكن تسمية هذا النظام بعدة تسميات أخرى: نظام الخارجيين *systeme outsider*، نظام المساهمين *systeme shareholders*، النظام الانجلو-ساكسوني *systeme anglo-saxon*.

**2-3-2. نظام موجه بالشبكة *Le système orienté réseau***: والذي يتميز بكبار الملاك وتركز هيكل

الملكية وملكية العائلات والبنوك الفاعلة. وتلعب البنوك في هذا النظام دورا محوريا في مجموعات مؤسسات متكاملة، تشكل شبكة فيما بينها متكاملة أفقيا وعموديا. ويتسم هذا النظام بنسب مديونية بنكية مرتفعة وبضعف نشاط الأسواق. كما أن القانون المطبق لحماية المستثمرين هو غالبا القانون المدني. وهو نظام يعتمد على الآليات الداخلية المتمثلة أساسا في مجالس الإدارة وكبار الملاك ممثلين في البنوك والمؤسسات والذي يسيطرون على مجالس الإدارة.

يسمى هذا النظام كذلك نظام الداخلين *systeme insider*، النظام الألماني-الياباني *systeme germano-nippon*.

ونشير كذلك إلى أن بعض الدول تعتمد على نظام وسيط بين النظامين السابقين كما هو حال فرنسا مثلا وبعض الدول الأوربية.

وقد ذهب Roland PEREZ إلى تصنيف أنظمة الحوكمة بشكل أكثر دقة إلى النماذج الأربعة التالية:<sup>1</sup>

• **النموذج البورصي *Le modèle boursier***: وهو النموذج الذي تضبطه السوق المالية، ويعتبر

النموذج التقليدي. وقد تم تناوله في نظرية الوكالة. والمسيريون في هذا النظام مراقبون من خلال السوق التي تستجيب لي تصرفات منهم. وفي هذا النموذج يتم الاعتماد على بعض الآليات: مؤشرات توليد القيمة، العرض العمومي للشراء *OPA*، العرض العمومي للتبادل *OPE* ( سيتم تناولها في الفصل الموالي ).

• **النموذج متعدد الأطراف *Le modèle partenarial***: والذي يعتمد في تنظيمه على أصحاب

المصالح في المؤسسة، وفي هذا النموذج لا يتم التركيز على خدمة مصالح المساهمين فقط، وإنما تعتبر مصالح مختلف الأطراف هي الأساس. ويستند هذا النموذج على نظرية الوكالة ولكن بمفهوم واسع، إذ لا تعتبر العلاقة بين مسيرين- مساهمين فقط، ولكن العلاقة تمتد إلى مختلف الأطراف باعتبارهم وكلاء في المؤسسة.

• **النموذج المسير إداريا *Le modèle administré***: والذي تنظمه السلطات العمومية، وهو يختلف

جزريا عن النموذجين السابقين، حيث أن الدولة وهيئاتها هي التي تقوم بضبط وتنظيم المصلحة

<sup>1</sup>Roland PEREZ, " La gouvernance des entreprises "in sciences humaines, Hors série N° 44,2004,P:10-12.

العامّة، أما الأفراد والمؤسسات الخاصّة فلا يمثّلون سوى مصلحتهم الخاصّة. ويعتمد هذا النظام على تشريعات وتنظيمات وقوانين الدولة، وهو ما يتواجد غالباً في النظام المركزي الذي تكون فيه الملكية العامّة للدولة هي السائدة.

- **النموذج الشبكي *Le modèle réticulaire***: والذي يتم ضبطه من خلال مجموعة شبكات العلاقات الشخصية والاجتماعية، وبالرغم من أن النموذج هو الأقل تناولاً لكنه يعتبر الأكثر أقدمية وانتشاراً في العالم، وهو يعتمد على اندماج النشاطات الاقتصادية في المجتمع، فكل عقد من أنواع العقود الاقتصادية (بيع-شراء، إقراض-اقتراض...) لا يمكن فصلها عن العلاقات الاجتماعية التي تحيط بها، فعنصر السمعة والثقة لازمين لضبط هذه العلاقات في المجتمع.

### المبحث الثاني: نظريات حوكمة المؤسسات

هناك العديد من النظريات التي صاحبت تطور الفكر الإداري للمؤسسات، والتي تحاول تفسير وتحليل حوكمة المؤسسات، لعل أهمها ما يدخل ضمن النظريات التعاقدية *Les théories contractuelles* والتي ترى أن المؤسسة عبارة عن نظام معقد تحكمه مجموعة من العقود بين عدة أطراف، يسعى كل طرف إلى تعظيم دالة منفعته الخاصّة به. من بين هذه النظريات: نظرية حقوق الملكية، نظرية الوكالة، نظرية تكاليف الصفقات، نظرية تجذر المسيرين والنظرية الإدراكية، نحاول التطرق إلى أهم نظريتين، وهما نظرية الوكالة، نظرية تكاليف الصفقات:

#### 1- نظرية الوكالة *théorie d'agence*:

تعتبر نظرية الوكالة من بين النظريات الأولى التي تستمد منها حوكمة المؤسسات جذورها الأولى. فقد لاحظ كل من *Berle & Means* سنة 1932 أن فصل الملكية عن التسيير في المؤسسة سينتج عنه عدة تأثيرات. وطور هذه الفكرة كل من *Meckling & Jensen* سنة 1976 عندما تكلموا عن النظرية الإيجابية للوكالة *Théorie positive d'agence*.

**1-1. مضمون نظرية الوكالة:** تبين نظرية الوكالة العلاقة التي تنشأ بين طرفين: الطرف الأول المساهم ويسمى بالأصيل، والطرف الثاني وهو المسير ويسمى بالوكيل. حيث يقوم الأصيل بتوكّل تسيير شؤون المؤسسة للوكيل وتقديم له كل الوسائل الضرورية مقابل أن يلتزم الوكيل بخدمة مصالحه وتعظيم ثروته.<sup>1</sup> ترتكز نظرية الوكالة على فروض وهي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Jean- luc ARREGLE et al, *les nouvelles approches de la gestion des organisations*, Economica:Paris,2000,P:25.

<sup>2</sup> علي مجاهد أحمد السيد، " تحليل ظاهرة حوكمة الشركات باستخدام نظرية الوكالة: منظور محاسبي "، في المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدراكية والاقتصادية، ج2، جامعة الاسكندرية، 2005، ص:330.

- إن أطراف الوكالة يتمتعون بالرشادة والعقلانية مبنية على سلوك تعظيم منافعهم الذاتية؛
- إن دوال المنفعة لكل من الطرفين غير متوافقة تماما، وهناك تعارض بين مصالح الطرفين؛
- بالرغم من التعارض السابق هناك حاجة لأن يبقى كل طرف العلاقة في المؤسسة قوية؛
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى الطرفين فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
- يمكن للوكيل أن يتخذ بعض القرارات والقيام ببعض السلوكيات دون الرجوع للأصيل؛
- لدى الأصيل الرغبة في تصميم عقود الوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة.

وغالبا ما ينشأ عن التعارض في المصالح بين الطرفين مشاكل للوكالة، والتي تتلخص أساسا في قيام الوكيل بتوجيه بعض من موارد المؤسسة لخدمة مصالحه الشخصية، وتحيدا تظهر مشكلة الوكالة انطلاقا من:<sup>1</sup>

- **مشاكل الاختيار العكسي** *Problèmes de la sélection adverse*: والتي تنشأ عندما لا يمتلك الأصيل معلومات عن أداء الوكيل ونتائجه، إذ غالبا ما يمتلك الوكيل معلومات خاصة بنتائج مختلف بدائل القرارات قبل أدائه بالاختيار، فحين الأصيل لا يحصل على تلك المعلومات.
- **مشاكل المخاطر المعنوية** *Alea moral*: وتظهر عندما لا يستطيع الأصيل ملاحظة أداء الوكيل، وعندما تختلف كل من تفضيلات الطرفين بخصوص البدائل، كما يمكن أن يظهر هذا المشكل كذلك عندما يدعي الوكيل أن النتائج السيئة سببها الظروف الحيطة بالمؤسسة، فحين أن السبب الحقيقي هو سوء اختيار الوكيل للبدائل المناسب.

## 1-2. تكاليف الوكالة: نتيجة للمشاكل السابقة المرتبطة بعلاقة الوكالة، تظهر مجموعة من التكاليف

الإضافية، تسمى بتكاليف الوكالة *Coûts d'agence*، ومن جملة هذه التكاليف:<sup>2</sup>

### 1-2-1. تكاليف الوكالة من جانب المساهم: إذ يتحمل المساهم مجموعة من التكاليف تنشأ من الوكالة أهمها:

- **تكاليف التعاقد مع المسير**: في أثناء إبرام وتنفيذ العقود بين المساهم والمسير تنشأ بعض التكاليف. فعندما يعتمد على ما يسمى بالعقود الكاملة، والتي تحدد للوكيل كل التفاصيل من إجراءات وقرارات يقوم بها أو يتخذها، تنشأ بعض المصاعب كمحدودية التنبؤ بالأحداث

<sup>1</sup> Fatna BEN MOUSSA, " **gouvernance et création de valeur** ", mémoire présente pour l'obtention du diplôme de master, ESC, Tunis, 2004/2005.

<sup>2</sup> علي مجاهد أحمد السيد، مرجع سبق ذكره، ص: 332-333.

المستقبلية ومعرفة القرارات الملائمة. كما أن هذه العقود تعتمد على جهات رقابية لتنفيذها وتلزم طرفي العقد على القيام بواجباته كما ينبغي.

لهذا يتم الاعتماد على أنواع أخرى من العقود غير الكاملة، أين يترك للوكيل حرية التصرف في بعض المواقف التي تكون محكومة بضوابط مسبقة.

هناك أيضا عقود أخرى ظهرت حديثا، تدفع الوكيل إلى الالتزام من تلقاء نفسه دون الحاجة إلى جهات رقابية ملزمة، إذ يتم إشراك الوكيل في نتائج الوكالة مما يشكل حافزا لتحقيق نتائج ونجاعة مطلوبة.

- **تكاليف المراقبة:** وهي التكاليف التي تظهر عندما يقوم المساهم بإنشاء نظم للمراقبة وتقييم الأداء وذلك للتأكد من مدى تنفيذ الوكيل لمل تم التعاقد عليه. إضافة إلى أن تلك النظم أثبتت تأثير جوهري فعال على سلوك المسيرين.
- **تكاليف متبقية:** وتتمثل في الخسائر المتبقية *Les pertes résiduelles* التي تلحق بالأصيل من أضرار نتيجة عدم قدرة نظم الحوافز والمراقبة على تحقيق مرادها وعدم منع السلوك غير التعاوني من طرف الوكيل.
- **تكاليف اجتماعية:** قد يحدث صراع بين الوكلاء أو المسيرين في المستويات المختلفة داخل المؤسسة، إذ يعتمد بعض المسيرين إلى تشويه صورة مسير آخر، وذلك مثلا بالتلاعب ببعض المعلومات أملا في الحصول على منصب أعلى. ويترتب على هذا الصراع أيضا بعض المشكلات الاجتماعية بين المستويات الادراية وتنتامي ظاهرة عدم الثقة وعدم التفاهم وغيرها، والتي تفسد في الأخير جو العمل، وتحول دون تحقيق هدف الرضى الوظيفي، مما سيرمي بضلاله على أداء المؤسسة ككل.
- **تكلفة الفرصة البديلة:** والتي تتمثل في الاستثمار في بديل وتنفيذ علاقة وكالة لا تحقق أفضل النتائج لكل الأطراف.

## 1-2-2. تكاليف من جانب المسير: ومنها:

- **تكاليف الجهد:** وتظهر عندما يحاول المسير إقناع الأصيل بأنه ينفذ كل بنود العقد على الوجه المنفق عليه. كما أن المسير يمكن أن يتحمل بعض التكاليف إذا ثبت أنه مقصر في وظيفته بتعويض الأصيل عن الأضرار الملحقة به أو فقدان المنصب أو حتى المتابعة القانونية.
- **تكلفة الفرصة البديلة:** وتتمثل في الفرصة المضحى بها من قبل الوكيل لعقد وكالة آخر نتيجة لإمضاء العقد الحالي مع الأصيل.

وهناك من قدم تصنيفاً آخر لتكاليف الوكالة، إذ تم تقسيمها إلى:<sup>1</sup>

أولاً: تكاليف المزايا غير المالية للمسيرين: وتنقسم إلى:

- **تكاليف الإسراف في النفقات:** وتنشأ عندما يقوم المسيرين بتحقيق نفقات غير مالية مرتبطة باستهلاكاتهم للمكاتب الفاخرة والحياة السهلة والسيارات الفخمة... الخ. وهذه المزايا تستجيب لرفاهية المسيرين، لكنها عديمة الفائدة للمساهمين.
- **التكاليف الناجمة عن المحسوبية والفساد الإداري:** وتظهر عندما يقوم المسيرين بتعيين أصدقاء أو أقارب وأفراد ليست لهم الكفاءة في العمل في المؤسسة، مما ينعكس سلباً على أدائها.
- ثانياً: تكاليف تحصين المسيرين ضد العزل أو الفصل من الوظيفة:** وقد تكون هذه التكاليف من أضخمها وأعلاها، ولها صور مختلفة، لمحاولة المسيرين استمالة بعض المساهمين وتأييدهم لهم في الجمعية العامة ضد باقي المساهمين، حيث تنعكس تكاليف مقاومة المسير السيئ لعملية تغييره سلباً على المؤسسة في المستقبل. إذ يمتنع المستثمرون عنها مما سيؤدي إلى تقليل الأموال المتاحة مستقبلاً.
- ثالثاً: التكاليف الناتجة عن القرارات غير الرشيدة للمسيرين:** وتنشأ عندما يتخذ المسيرين قرارات تخدم مصالحهم الشخصية وليس مصالح المساهمين أو ما يسمى بعمليات الاختيار، العكسي المشار إليها سابقاً، ومن صورها:

- **إعادة استثمار التدفقات النقدية:** ويظهر هذا النوع من التكاليف عند إعادة استثمار الأرباح في مجالات لا تخدم مصالح المساهمين بشكل مباشر، أو في مشاريع متنافية مع مبدأ الرشادة الاقتصادية.
- **عمليات نقل ملكية الأصول:** قد يكون للمسيرين ملكية في مؤسسات أخرى، مما سيشجع أصول المؤسسة المتعاقدون معها عرضة للاستغلال الخاص، وذلك ببيع أصولها بالكيفية التي تعزز فيها أرباحهم الشخصية.
- **التصرفات الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين:** تظهر هذه التكاليف عندما يمتلك المسيرون معلومات خاصة تنعكس على تصرفاتهم، مما يحقق مصالحهم الخاصة، وهذه هي أحد صور الاختيار العكسي.
- **تكاليف مقاومة المسيرين لعمليات السيطرة:** وعمليات السيطرة تنتج عند قيام مستثمر رئيسي أو مجموعة من المستثمرين بشراء المؤسسة منخفضة الأداء عن طريق تقنيات OPA و OPE. فيلجأ المسيرون إلى مقاومة عمليات السيطرة مما يحفظ مصالحهم وحقوق تسيير المؤسسة.

<sup>1</sup> عفاف عويس ابراهيم عويس، " أثر الأسلوب المستخدم في عمليات الخصخصة على كفاءة التحكم في المنشأة من منظور نظرية الوكالة المالية " ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال غير منشورة، جامعة عين شمس ، القاهرة، 2006، ص: 11-15.



**1-3. الحوكمة ومشكلة الوكالة:** إن ظهور مشكلة الوكالة يعتبر من بين الأسباب التي مهدت إلى بروز مفاهيم الحوكمة. إذ تم التفكير في العديد من الآليات والأساليب التي تدفع إدارة المؤسسة إلى خدمة مصالح المساهمين. فالحوكمة في هذا الصدد يمكن اعتبارها بأنها مجموعة الأدوات والآليات التي تتناول وتعالج المشكلات المرتبطة بالوكالة.<sup>1</sup>

فتبعاً لمقال *Meckling & Jensen* والعديد من الدراسات الاختيارية الأخرى على النظرية، يمكن حل التعارض بين مصالح أطراف الوكالة وحل مشاكلها عن طريق وضع نظام للحوكمة يقوم على مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية ( التي سنبينها لاحقاً ). وتختلف جدوى هذه الآليات من نظام للحوكمة إلى آخر، ومن دولة لأخرى، طبقاً للنظام التشريعي ولهيكل الملكية للمؤسسات في كل دولة.<sup>2</sup>

## 2- نظرية تكاليف الصفقات *La théorie des coûts des transactions*:

يعتبر بداية الانطلاق لهذه النظرية هو مقال نشر في سنة 1937 الذي كتبه *Ronald H. Coase* يبحث في مسألة أصل المنظمات الاقتصادية. إذ انه في حالة العمل في السوق هناك انخفاض تلقائي للتكاليف من خلال العلاقات المباشرة بين الأفراد ، وبالتالي لا توجد أي تكاليف هيكلية. وقال أن هناك بعض التكاليف للمعاملات قد تظهر في حالة عدم وجود هيكل إداري. ثم جاء بعده *Oliver E. Williamson* في 1985 وطور هذه النظرية وأعاد هيكلتها وفق رؤية جديدة.<sup>3</sup>

**1-2. نظرية تكاليف الصفقات حسب Coase :** من وجهة نظر *Coase*، تعتبر المنظمة نظام للعلاقات والتي تظهر عندما يتم توزيع موارد تخص الما قول، وتبدأ المؤسسة في النمو حتى تتساوى تكاليف تنظيم الصفقات الإضافية مع تكلفة تحقيق نفس تلك الصفقة في السوق أو تكاليف تنظيم مؤسسة أخرى. ولقد عرف الصفقة على أنها تبادل معلومات أو سلع ذات قيمة اقتصادية بين طرفين عبر مختلف مراحل دورة الإنتاج. وفي غياب المؤسسة يقوم مختلف الأعوان بالتفاوض بخصوص عقد منفصل في كل صفقة وبالتالي وجود عدد كبير العقود الثنائية أو بالأحرى على كل عنصر إنتاجي أن يتعاقد مع عنصر إنتاجي آخر يكون معه التعاون مطلوباً. أما في إطار وجود مؤسسة يتم توفير تكاليف تلك الصفقات بسبب أن التفاوض يتم من خلال عقد منفرد وحيد. و تعد هذه النقطة الرئيسية في بناء تحليل *Coase*. ومن خلال ممارسة العون النشاطات الضرورية للتنسيق التجاري تظهر تكلفة سميت فيما بعد " تكاليف الصفقات " و بشكل أكثر تحديد فإن التكاليف المستعملة في السوق يمكن تصنيفها إلى ثلاثة فئات:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أحمد أشرف عبد الحمدي، " الحوكمة والتقارير المالية المنشورة لشركات المصرية "، في مجلة البحوث التجارية المعاصرة، جامعة جنوب الواد، مجلد 16، ع2، 2003، ص:227.

<sup>2</sup> Florent LEDENTU, *Op cit*,P:19.

<sup>3</sup> Samy JOST, " *La théorie des coûts de transaction de Williamson et la surveillance des banques dans l'UE* ", Publications européen, Institut européen de l'Université de Genève 2004,P:33-44

<sup>4</sup> Céline ABECASSIS, "les coûts de transaction: état de la théorie " in *Réseaux n°84 CENT-1997*.

- تكاليف البحث و الإعلام: مثلا إذا أردت شراء سلعة معينة لا بد أن تجمع معلومات كافية عن مختلف العروض و التحرك بين مختلف المتعاملين، و محاولة المقارنة بين التكلفة لكن هذا مكلف من حيث الوقت و التنقل.
- تكاليف التفاوض و إتخاذ القرار : في بعض الأحيان تكون خصوصيات تنفيذ العقد بين العارض و الطالب معقدة إذ سيستغرق إتخاذ القرار وقت و يتطلب تكلفة بسبب التفاوض حول الكمية الواجب توريدها و المدة الزمنية و النوعية الجديدة و الثمن المطلوب ، الضمان المقترح.
- تكاليف الرقابة و المتابعة : فإذا تم العقد فيجب ضمان احترامه و تطبيقه.

ويرى *Coase* أن تكوين المؤسسة الحديثة مربوط بنماذج التنسيق التي تعمل بداخلها بهدف تقليل تكاليف الصفقات التي يتسبب بها السوق. كما يرى أنه في العالم الحقيقي أن المتعاملين لهم الخيار بين أهم وسيلتين للتنسيق و هما السوق و المؤسسة، اللتان تشكلان معا الهيكل المؤسسي للنظام الاقتصادي ، في حين أن السوق هو آلية تنسيق لامركزية ( غير ثابتة ) تعتمد على ميكانيزم أو مؤشر السعر ( على أساس الأسعار ) بينما المؤسسة هي طريقة تنسيق ثابتة قائمة على النفوذ ( شكل من أشكال التنسيق المركزي القائم على السلطة و التسلسل الهرمي *La hiérarchie* ). في هذه الحالة نقول أن نظام السعر قد تلاشى و استبدل بنظام آخر هو السلطة و نتيجة لذلك و للأهمية الاقتصادية يجب المرور بالمؤسسة عوض السوق وذلك لتخفيض تكاليف الصفقات لكن استعمال المؤسسات أيضا مكلف و كلما كانت المؤسسة واسعة و معقدة كان التنسيق الفعال صعب للسلطة و النشاطات ، فالاختيار بين السوق و المؤسسة يمكن أن يتم بالمقارنة بين تكاليف الصفقات و تكاليف التنظيم الداخلي.<sup>1</sup>

وخلص *Coase* أن جميع الصفقات الاقتصادية مكلفة ، هناك تكاليف مرتبطة بمعرفة السعر الصحيح، حتى في الأسواق التنافسية. والترتيب المؤسسي الأكثر كفاءة لتنفيذ نشاط اقتصادي معين هو ذلك الذي يقلل من تكاليف الصفقات إلى أدنى حد. وغالبا ما تكون السوق، إلا أن استخدام السلطة والقواعد داخل المؤسسة يكون أحيانا أكثر كفاءة. فنظرية *Coase* ما هي إلا تفسير لسبب وجود المؤسسات ولكنها لم تكن محددة بما فيه الكفاية للتنبؤ بالظروف التي تتفوق فيها المؤسسات أو الأسواق على التنظيم، ومن ثم جاءت مساهمة *Williamson* لتوضيح ذلك.<sup>2</sup>

**2-2. نظرية تكاليف الصفقات حسب *Williamson* : لقد إعتد *Williamson* في تحليله لتكاليف الصفقات على دراسات *Coase* السابقة. وذلك بالنظر إلى عمليات الإنتاج على أنها مجموعة من الخطوات منفصلة فيما بينها تكنولوجيا و الصفة عنده عبارة عن انتقال منتج أو خدمة نتيجة اعتماد مرحلة على نتائج**

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> مارتين ريكتيس، تعريب: محمود حسن حسني، اقتصاديات المشروع: مقدمة في التنظيم الصناعي ونظرية المنشأة، دهر المريخ، 2008، ص: 78.

المراحل السابقة هذا الانتقال يمكن أن يكون مكلفا. وبالتالي تظهر ما يسمى بتكاليف الصفقات والتي يعني بها التكاليف التي تظهر من تشغيل النظام الاقتصادي، وأي نشاط اقتصادي تقوم به المؤسسة إلا وتظهر فيه تكاليف تلقائية مرتبطة به، فيجب على المؤسسة أن تقوم بتقليل تلك التكاليف حتى تتمكن من إنتاج السلع على الأمتل.<sup>1</sup>

وقد اعتمد Williamson على تحديد العوامل المحددة لتكاليف الصفقات كخطوة أولى ثم كخطوة ثانية قيم قدرة النماذج المختلفة للتنسيق و أطلق عليها اسم "هياكل الحوكمة" ويركز في البداية على المقارنة بين المؤسسة والسوق .

## 2-2-1. تكاليف الصفقات: يمكن تقسيم تكاليف الصفقات إلى مجموعتين:

أ - **تكاليف صفقات سابقة** *les coûts de transactions ex ante*: وهذه التكاليف تتعلق بالمرحلة الأولى

للمصفقة أين جرى القيام بالعقود. فدراسة السوق والبحث عن الزبائن ومرحلة التفاوض تؤدي إلى ظهور تكاليف: تكاليف التفاوض، تكاليف التخطيط، تكاليف الاجتماعات والنقاشات... الخ.<sup>2</sup>

وقد يواجه الأطراف نوعين من العقود:

- إما عقد شامل *un contrat exhaustif* ينص على توزيع التكاليف بعد أن كان قد تم تقييمها ونمذجتها. وهذا النوع من العقود هو نادر جدا، لأنه من الصعب تقييم التكاليف، لأن مختلف الأطراف لم تمتلك بعد المعلومات الكافية أو وجود عدم تماثل للمعلومات. وعلاوة عن ذلك تقييم التكاليف من وجهة نظر المحاسبة فقط غير كافي، لصعوبة تحديد التكاليف غير المادية. أخيرا، علينا أن نأخذ بعين الاعتبار حالات الطوارئ التي تظهر بين فترة توقيع وتنفيذ العقود والتي لم يتم التنبؤ بتكاليفها.

- وهناك عقد إطار أو غير شامل والذي لا يتم فيه تصور كل التكاليف مسبقا، وإنما يترك لكل طرف تقدير كيفية توزيع التكاليف وطريقة الحل في حالة وجود منازعات. مع الإشارة أن هذه العقود قد تعترضها مشاكل المخاطر المعنوية.<sup>3</sup>

ب - **تكاليف صفقات لاحقة** *les coûts de transactions ex post*: والتي تتعلق بالتكاليف الإدارية

وتكاليف الإشراف والرقابة المطبقة من قبل المتعاقدين لضمان احترام بنود العقد. وهذه التكاليف هي ملازمة لتعهدات وتنفيذ العقود. فنجد مثلا: التكاليف المتعلقة بانسحاب احد المتعاقدين (إفلاس)

<sup>1</sup> Samy JOST, *Opcit*, P:34.

<sup>2</sup> Gérard KCENIG, *de nouvelle théorie pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica:Paris, 1999, P:149.

<sup>3</sup> Samy JOST, *Opcit*, P:36

تكاليف الفرصة الضائعة التي يتسبب فيها تجميد الأصول المخصصة لضمان احترام طرفي العقد لبنود العقد وتكاليف التعهد التي تتعلق بدفع العقوبات في حالة الإخلال بالعقد.<sup>1</sup>

2-2-2. **العوامل المحددة لتكاليف الصفقات:** العوامل المسببة لتكاليف الصفقات مرتبطة من جهة بسلوك الأفراد، ومن جهة أخرى بخصائص الصفقات. وفيما يتعلق بالسلوك فان *Williamson* يعتبر أن الأفراد يتصرفون برشاده محدودة وبانتهازية كاملة وفي المقابل يحدد الصفقات من خلال معرفة نوعية الأصول والتكرار وحالة عدم التأكد:<sup>2</sup>

أ - **الرشادة المحدودة** *rationalité limitée* : استعمل *Williamson* هذا المفهوم من الدراسة التي وضعها *Simon* سنة 1947 حيث يرى أن قدرات الأفراد لا تستوعب تلقي وتخزين ومعالجة المعلومات الكثيرة، لذلك يعجز الأعوان عن تحديد مجموع البدائل الحالية المتاحة أمامهم والمستقبلية من أجل تعظيم دوال منفعتهم. ومن هذا المنطلق يعتبر *Williamson* أن الأعوان يتصرفون برشادة محدودة، التي تبين بوضوح أنهم يتخذون القرارات التي تخدمهم كون المعلومات التي يستعملونها لاتخاذ القرارات محدودة.

ب - **الانتهازية** *l'opportunisme* : يرى *Williamson* أن سلوكيات الأفراد هي بطبيعتها انتهازية وهذا لأن العقود غير مكتملة وغير شاملة، فيستغل معظم الأعوان نقص المعلومات للوصول إلى المصالح الخاصة و يستعملون في ذلك الغش ومختلف أنواع الحيل وهذا ما كان قد تناوله من قبل كل *Alchian et Demsetz* سنة 1972. ويميز *Williamson* بين نوعين من الانتهازية:

- **انتهازية قبلية** *opportunisme ex-ante* : ومن الآثار المترتبة عنها نجد الاختيار العكسي و زوال الأسواق.
- **انتهازية بعدية** *opportunisme ex-post* : والتي تحدث أثناء تنفيذ العقد و ناتجة من صعوبة تحديد هل كل الأطراف احترمت ألتزاماتها أم لا. و من الآثار المترتبة نجد المخاطرة المعنوية و تغيير السلوك.

ج - **خصائص الصفقات** *Les attributs des transactions* : استعمل ثلاث خصائص للصفقات:

خصوصية الأصول ، التردد وعدم التأكد:

- **خصوصية الأصول** *la spécificité des actifs* : يركز *Williamson* كذلك على خصوصية الأصول المطبقة في الصفقات. إذ يعتبر أصول ما أنها نوعية أو خاصة عندما توافق استثمارا مستديم،

<sup>1</sup> Gérard KCENIGM Op cit,P:149.

<sup>2</sup> Michel GHERTMAN, " Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction", in Revue française de gestion n° 142, 2003/1, P:46-48

ويجب أن تضطلع لدعم معاملة خاصة، وهذا الاستثمار لا يكون مرتبطاً بصفقة أخرى غير الصفقة المشار إليها. فمثلاً انتقال عامل من مؤسسة X إلى مؤسسة Y في نفس منصبه يخلق له العديد من المصاعب لاختلاف الأعمال الروتينية ما بين المؤسستين. يمكن تقسيم الأصول الخاصة إلى الأنواع التالية:

- الأصول ذات خصوصية الموقع *la spécificité de site* : بعض الأصول مثل المناجم تقع في أماكن خاصة لا يمكن نقلها دون تحميل تكاليف نقل باهظة.
- الأصول ذات الخصائص المادية *la spécificité physique* : تتكون من الأثاث والآلات التي لا يمكن استعمالها إلا في نشاط محدد .
- الأصول ذات الخصائص البشرية *la spécificité humain* : نقصد بها اليد العاملة التي تملك مؤهلات خاصة جداً.
- الأصول ذات خصوصية الوجهة *la spécificité de destination* : هي مخصصة لتلبية طلب زبون محدد وحده فلا يوجد طلب غير الطلب الذي تقدم به العميل .

- **عدم التأكد *l'incertitude*** : ينتج عدم التأكد محدودية تفكير الأفراد، بسبب أنهم لا يستطيعون معالجة جميع المعلومات المتوفرة، ولا يمكنهم معرفة جميع المعلومات المستقبلية التي سوف تحدث في المستقبل. ويرى *Williamson* أنه في غياب حالة عدم التأكد بتحديد السلوك المستقبلي لأطراف العقد، سيختفي خطر الانتهازية، حيث أننا نعرف مسبقاً هل الشريك سيكون انتهازياً أو لا يكون، على الأقل يمكن التنبؤ في وقت كتابة العقد.
- **التعدد أو التردد *La fréquence*** : ويقصد بها عدد الصفقات، فإذا كان عدد الصفقات كثير (تردد قوي) مع خصوصية الأصول فستكون هناك تكلفة صفقات كبيرة إذا كان عدد الصفقات ضعيف أي إذا كانت الصفقة لم تتم إلى مرة واحدة، لا يمكن الخوف من انتهازية الشريك حتى في حالة خصوصية الأصول و حالة عدة التأكد.

### 2-2-3. الحوكمة وتكاليف الصفقات: قام *Williamson* بتحليل يركز على تقييم قابلية مختلف صيغ

التنظيم والتنسيق بين السوق والمؤسسة للتقليص من تكاليف الصفقات هذه الصيغ التنسيقية يسميها بهيكل الحوكمة *Structure de Gouvernance*.

ويصف هيكل الحوكمة الأشكال التنظيمية التي من خلالها تجرى الصفقة، وحسب *Williamson*

توجد هناك ثلاث هياكل: هياكل للحوكمة تعتمد على السوق الذي يركز على آليات تنسيق غير مركزية مستندة على نظام الأسعار، هياكل للحوكمة تعتمد على المؤسسة (التسلسل الهرمي) وهياكل هجينة لا

تتطابق مع هيكل السوق و لا مع هيكل المؤسسة بل هي تقع بينهما مثل : عقود التوريد أو البيع قصير الأجل مع المقاولات خاصة، اتفاقيات تراخيص التصنيع، التحالفات والمشاريع المشتركة...الخ.<sup>1</sup> وعن كيفية اختيار الهيكل الفعال، يضع Williamson الجدول التالي:

جدول رقم (04): هياكل الحوكمة الفعالة حسب Williamson

درجة خصوصية الأصول		ليست لها خصوصية	الحوكمة بالسوق (عقد كلاسيكي)	التردد
مختلطة	خصوصية			
حوكمة ثلاثية (عقد نيوكلاسيكي)	حوكمة موحدة (عقد شخصي)			ضعيف
حوكمة ثنائية (عقد شخصي)				قوي

المصدر: Alexis GUYOT, Op cit ,P:202.

قدم Williamson تحليلاً معمقاً إذ بلعتماده على درجة تخصص الأصول حالة عدم التأكد و تردد الصفقات حدد أربع هياكل للحوكمة<sup>2</sup>:

عندما تكون الأصول غير متخصصة وتردد الصفقات يكون ضعيف أو قوي نلجأ إلى الحوكمة السوقية لتقليل تكاليف الصفقات وهذا ما سماه بالعقد الكلاسيكي، وهذا الأخير يظهر فيما يسمى بالصفقة العادية أي يمكن تحديد كل الظروف التي ستحقق الصفقة قبل تحقيقها والصفقات التي تخضع لهذا النوع هي الصفقات السوقية العادية وتتم الصفقة عادة في إطار غير شخصي أي كل طرف لا يعرف الطرف الآخر. وتتميز هذه العقود بميزة اللجوء إلى المحكمة عادة عند ظهور أي نزاع.

عندما تكون الأصول متخصصة وتردد الصفقات قوي وكذلك عندما يكون تردد الصفقات ضعيف نلجأ إلى الحوكمة عن طريق المؤسسة (حوكمة موحدة) أي استعمال التسلسل الهرمي أو التنظيم الداخلي لتقليل تكاليف الصفقات.

عندما تكون الأصول متوسطة التخصص وتردد الصفقات ضعيف فنحن بصدد الحوكمة الثلاثية أو الهيكل الثلاثية والتي تستوجب وضع عقد طويل المدى ويكون في حالة عدم التأكد وبالتالي طرح فكرة الانتهازية. وعادة تحل المشاكل في هذه الهيكل بتعيين حكم وتعطى له كل الصلاحيات لاقتراح حل في المستقبل، وهذا النوع من العقود سماه العقود النيوكلاسيكية.

<sup>1</sup> Jean- luc ARREGLE et al, Op cit,P:89-90

<sup>2</sup> Samy JOST, op cit,P:42.

أخيرا عندما تكون الأصول متوسطة التخصص وتردد الصفقات قوي فهنا نستعمل الحوكمة الثنائية والتي ظهرت نتيجة لوجود علاقة تبعية كبيرة بين الطرفين في الحوكمة الموحدة ومثل هذه العلاقات لا يمكن أن تتم في إطار عادي و بالتالي يجب إيجاد هيكل حوكمية أخرى بحيث يكون فيها الأطراف مستقلين في اتخاذ القرارات و هذه الهيكل هي الهيكل الثنائية .

### المبحث الثالث: آليات حوكمة المؤسسات

هناك العديد من الكتاب أجمعوا على تقسيم آليات حوكمة المؤسسات إلى آليات داخلية تتعلق بالمؤسسة وآليات خارجية تخص محيطها. أما *G.Charreaux* فقد إعتد تصنيف آخر يرتكز على معيار إضافي، بالاضافة إلى معيار الداخلي والخارجي ( والذي سماه بالمعيار المختص *spécifique* وغير المختص *non spécifique*) هناك تقسيم آخر، يرتكز على المعايير القصدية أو العمدية *Mécanismes intentionnels* والمعايير العفوية *Les mécanismes spontanés*، ويقصد بالآليات القصدية تلك الآليات الخاصة بالمؤسسة والتي تحد مباشرة من سلطة ونفوذ وقرارات المسيرين، أما الآليات العفوية فهي التي تتعلق ببيئة المؤسسة الاعلامية والاجتماعية والثقافية، والتي لا تؤثر بصورة مباشرة وعمدية على المسيرين. وتوصل *Charreaux* إلى تحديد الآليات وفق الجدول التالي:

جدول رقم (05): آليات حوكمة المؤسسات حسب *Charreaux*

الآليات غير المختصة	الآليات المختصة	
البيئة التشريعية والقانونية؛ مراجع الحسابات القانوني؛ النقابات الوطنية؛ جمعيات المستهلكين.	الرقابة المباشرة للمساهمين بالجمعية العامة؛ مجلس الإدارة؛ الهيكل الرسمي؛ نظام الأجور والتحفيزات؛ المراجعة الداخلية؛ لجان المؤسسة.	الآليات القصدية
سوق السلع والخدمات؛ السوق المالية؛ سوق العمل؛ البنوك؛ البيئة الاجتماعية.	ثقافة المؤسسة؛ شبكات الثقة غير الرسمية؛ المراقبة الجماعية في المؤسسة؛ السمعة لدى الموظفين.	الآليات العفوية

ويبين الجدول أن هناك آليات مختصة بالمؤسسة، مثل: الرقابة المباشرة للمساهمين بالجمعية العامة؛ مجلس الإدارة، نظام الأجور والتحفيزات، المراجعة الداخلية، لجان المؤسسة. الهيكل الرسمي والاجراءات الرسمية خاصة تلك التي تحد من تصرفات المسيرين. وهذه الآليات هي رسمية مصممة من أجل مراقبة المسيرين، ولهذا سميت بالآليات العمدية. ومع ذلك، فإن بعض الآليات غير الرسمية العفوية تؤدي الوظيفة نفسها تلقائياً مثل: الثقة التي تحكم العلاقة بين المسير ومروؤسيه، وسمعته الداخلية بين الموظفين، وثقافة المؤسسة أو المراقبة الجماعية غير رسمي بين أعضاء المؤسسة. وخلافاً للآليات المختصة، فإن الآليات غير المختصة هي ليست متعلقة بالمؤسسة ولكنها تؤثر على سلوك المسير، قد تكون هذه الآليات عمدية مثل الإطار القانوني والتنظيمي الذي يحدد نطاق السلطة للمسيرين، والمراجع القانوني وجمعيات حماية المستهلكين، وقد تكون ذات طابع عفوية مثل عقود السلع والخدمات ومختلف الأسواق، التي بعفوية وبفعل المنافسة تجبر المسيرين على حماية موارد المؤسسة.<sup>1</sup> ونحاول في هذه النقطة إتباع التقسيم التقليدي الذي يقسم الآليات إلى: آليات الداخلية مثل، مجلس إدارة المؤسسة، الرقابة المباشرة للمساهمين عن طريق الجمعية العامة، لجان المراجعة، المراجعة الداخلية... الخ. وإلى آليات خارجية مثل البيئة القانونية والتشريعية، المراجعة الخارجية، أسواق السلع والخدمات، أسواق العمل، الأسواق المالية... الخ.

### 1- الآليات الداخلية:

وسيتم التركيز على آليتين فقط هما: آلية مجلس الإدارة وآلية لجنة المراجعة:

**1-1- مجلس إدارة المؤسسة:** يعتبر مجلس إدارة المؤسسة من بين الآليات المهمة لحوكمة المؤسسات. فقد بين كل من *Fama & Jensen* سنة 1982 أن قيام مجلس الإدارة بمهام الرقابة على المسيرين عن طريق تفويض من المساهمين يجعله على رأس سلطة التحكم بالقرارات في المؤسسة. إذ أنه بالرغم من قيام المسيرين ببعض القرارات، إلا أن مجلس الإدارة يعتبر صاحب الرقابة النهائية على كل القرارات. فهو الذي يضع نظام الرقابة والإشراف و مدى التزام الإدارة العليا لهذا النظام.<sup>2</sup>

### 1-1-1. مهام ووظائف مجلس الإدارة: حسب *Goodstein, Gautam et Boeker* توجد ثلاث مهام أساسية

لمجلس الإدارة: الإشراف على العلاقة بين المؤسسة ومحيطها وتسيير الموارد، ضمان مهمة الرقابة ومتابعة انضباطية مسيري المؤسسة، وتوجيه الخطط والقرارات الإستراتيجية.

فمجلس الإدارة هو الذي يملك المسؤولية الرسمية والتشريعية على رقابة المؤسسة ويسعى على الحفاظ على عمليات تحقق الكفاءة المطلوبة، فيمكن اعتباره إذا آلية للرقابة لحساب المساهمين. ومن هذا المنطلق

<sup>1</sup>G. CHARREAU, 1997, p: 427

<sup>2</sup> آمال محمد محمد عوض ، " قياس أثر الدور الحوكمي لمراجع الحسابات على سلوك إدارة الأرباح للشركات المتدخلة في سوق الأوراق المالية المصري " ، في مجلة الدراسات المالية التجارية، جامعة القاهرة، ع3، 2003، ص:66.



فالوظائف الأساسية لمجلس الإدارة تتمثل في: تحديد الأهداف وإعداد الاستراتيجيات للمؤسسة؛ اتخاذ القرارات المالية والتشغيلية؛ تقييم الأداء وتحديد علاقتها مع مسيري المؤسسة.<sup>1</sup>

### 1-1-2. خصائص مجلس الإدارة الجيد: يمكن إجمال بعض تلك الخصائص في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- **حجم مجلس الإدارة:** هناك العديد من الدراسات بينت أن مجالس الإدارة المكونة من عدد كبير من الأعضاء، لها عدة مشاكل وتعترضها صعوبات عديدة، إذ أن الوصول إلى إجماع يكون أمر صعب لوجود تهاون واتكال كبير من قبل الأعضاء على الآخر. إضافة إلى ظهور عمليات الغش والفساد، بينما المجالس صغيرة الحجم المكونة من عدد قليل من الأعضاء يكون أكثر كفاءة في تحقيق قيمة وأداء للمؤسسة، إذ يميل كل عضو من الأعضاء إلى بذل جهد أكبر من الجهد المبذول في حالة تواجد أعضاء أكثر. إضافة إلى أن كل عضو يدرك تماما مسؤوليته والمهام المنوط إليه؛
- **مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي:** إن الوظيفة الأساسية لمجلس الإدارة هي الرقابة على أعمال المسيرين، وقد أوضح كل من *Fama & Jensen* أن مجلس الإدارة لا يكون أداة فعالة إذا لم يستطع الحد من تصرفات المسيرين غير المسؤولة، ولهذا وجب الفصل بين وظيفتي التسيير والرقابة للتقليل من تكاليف الوكالة خاصة في المؤسسات كبيرة الحجم. ولهذا أوصت العديد من الدراسات على ضرورة الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة ومهام المدير التنفيذي الأول، بحكم أن لهما دورين مختلفين، وإذا تم الجمع بين المنصبين فستكون هناك آثار سلبية على المؤسسة ككل؛
- **وجود لجنة مستقلة للتعيينات:** تعتبر عملية تقييم عمل المسيرين وتعيينهم وتوظيفهم عملية جد مهمة في المؤسسة، ولجنة التعيينات هي التي تقوم بهذا الدور، وكلما كان أعضاء هذه اللجنة من خارج المؤسسة، أي من غير المسيرين، كلما أثبتت كفاءتها، وفي غياب هذه اللجنة المستقلة قد يتصرف المسيرين في العقود كيفما شاءوا؛
- **استقلالية أعضاء مجلس الإدارة:** أوصت العديد من الدراسات على ضرورة أن يكون في مجلس الإدارة أعضاء من خارج المؤسسة وليست لهم علاقة بالإدارة التنفيذية، يسمون بالأعضاء المستقلين أو غير التنفيذيين، إذ أن كفاءة مجلس الإدارة وممارسته للتفكير المستقل يتطلب وجود مثل هؤلاء الأعضاء. ولا يمكن توقع أن يقوم المديرين التنفيذيين بالإشراف على أنفسهم ورقابة عملياتهم ذاتياً، إذ أن هناك شبه إجماع على أنه إذا احتوى مجلس الإدارة على أعضاء مستقلين سيكون أكثر كفاءة في مراقبة سلوك المسيرين التنفيذيين؛

<sup>1</sup> Alexis GUYOT, " Structure de propriété et liquidité: un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiate ", thèse doctorat en science économique, Université lumière lyon2, 2007,P:343.

<sup>2</sup> Sonda MARRACHI CHTOUROU, " Gestion du bénéfice et gouvernement d'entreprise: une étude empirique ", thèse présente pour l'obtention du grade de PHD, Université Laval, quebec, 2000,P:14.

- **خبرة أعضاء مجلس الإدارة:** فالمجالس التي تحتوي على أعضاء ذوي تجربة وخبرة في مجال المؤسسة هي مجالس ناجحة، فيجب أن يكون كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة يتمتع بمهارات وخبرات متخصصة بما تطبقه المؤسسة والسوق وبيئة الأعمال ككل. وهذا لا يكون إلا إذا كان قد تلقى تكويناً في هذا المجال إضافة إلى خبرته المهنية المقبولة.

**1-1-3. دور مجلس الإدارة في حوكمة المؤسسات:** تم تناول هذا الدور في كثير من الدراسات والممارسات الدولية، والتي تبين كيفية قيام مجلس الإدارة بلعب دور فعال في تعزيز نظام الحوكمة في المؤسسة. وستجسد هذا الدور في المظاهر التالية:<sup>1</sup>

- **مساعدة مجلس الإدارة:** ويمكن أن تتم المساعدة من خلال نوعين:
  - **مساعدة داخلية:** والتي من خلالها تخضع الإدارة والهيئة المسيرة في المؤسسة إلى المساعدة من قبل مجلس الإدارة، وفي هذا الصدد هناك بعض الدول تتبع ما يسمى بمجلس الإدارة المنفرد الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا، حيث يقوم هذا المجلس بالمساعدة الداخلية، وفي هذه الدول يجري الاهتمام بالفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة ومهام المسؤول التنفيذي الرئيسي. وهناك في بعض الدول الأوروبية هيكل مزدوج لمجلس الإدارة، حيث يوجد مجلس إداري مهمته إدارة أعمال المؤسسة، ومجلس آخر يسمى بالمجلس الإشرافي وظيفته تعيين والإشراف على المجلس الإداري وهذا ما يحدث في ألمانيا مثلاً.
  - **مساعدة خارجية:** وتعني استجواب مجلس الإدارة من خارج المؤسسة، خاصة من طرف المساهمين، إلا أن هذه المساعدة تعتبر محدودة نظراً لتشتت المساهمات وانتشارها في أماكن متفرقة.

- **التقرير السنوي لمجلس الإدارة:** يجب أن يقوم مجلس الإدارة نهاية كل سنة بتقديم تقرير مفصل عن تقييم الأداء في المؤسسة، بصفته مسؤولاً أمام المساهمين وأصحاب المصالح. وغالباً ما يتناول التقرير وضعية المؤسسة من خلال معالجة للحسابات السنوية المعدة من قبل الإدارة والمصادق عليها من قبل مراجعين خارجيين، إذ تعد المراجعة الخارجية أكثر الطرق تأكيداً على صدق وصحة المعلومات المقدمة، ووظيفة مجلس الإدارة هنا هو التأكد من نزاهة العلاقة بين المراجعين و المسيرين المعدين للقوائم المالية.
- **التقييم الذاتي لمجلس الإدارة:** على مجلس الإدارة الفعال أن يقوم بعملية مراقبة ذاتية وأن يقيم أداءه بنفسه بشكل دوري. ففي بعض المؤسسات يقوم الأعضاء المستقلين باستخدام استبيانات تجمع الآراء الخاصة بأدائهم وأداء الأعضاء التنفيذيين ثم تقدمها لمجلس للوقوف عليها، وفي

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات، معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية: الاسكندرية، 2006، ص: 106-115.

مؤسسات أخرى تخصص بعض اجتماعات المجلس حيزاً لمناقشة أداء المجلس وأساليب تحسينه باستخدام عدة إجراءات في التقييم الذاتي.

• **اجتماعات مجلس الإدارة:** في الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا تعتبر أربع اجتماعات للمجلس

الموحد، الحد الأدنى في السنة، أما في حالة ألمانيا، أين نجد الهيكل المزدوج، فيميل المجلس الإداري إلى الاجتماع أكثر من مرة في الشهر، ويجتمع المجلس الإشرافي مرة كل ثلاث شهور. وبصفة عامة يختلف عدد الاجتماعات من مؤسسة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى.

وقد يختلف مضمون الاجتماعات في كل مرة، لكن هناك أمور يجرى نقاشها دائماً:

- التحقق من الغياب لأعضاء المجلس والنصاب القانوني؛

- مراجعة العمال والتصديق على محاضر الاجتماعات السابقة؛

- تقديم تقرير من قبل المسؤول التنفيذي الأول عن وضعية المؤسسة وخططها المستقبلية والنتائج المحققة... الخ؛

- مراجعة النتائج المالية الماضية التي يقدمها المسؤول المالي في المؤسسة؛

- مناقشة التقارير الخاصة للجان المجلس؛

- مناقشة العروض التي تقدمها الإدارة ومساءلتها وتقديم اقتراحات لها؛

- تناول بعض الأمور القضائية كانتخابات السنوية للموظفين وتعيين المراجعين الخارجيين.

• **الإطار القانوني لمجلس الإدارة:** تلعب القوانين والإطار التشريعي لكل دولة دوراً بارزاً في عمل

مجلس الإدارة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية يدع القانون الأمريكي حرية للولايات الفردية أن تحدد حجم وتكوين ووظيفة مجلس الإدارة، وهذا بتعدد أشكال شركات المساهمة، فهو يعتمد على الجانب الإرشادي، ونفس الشيء في إنجلترا. في حين يتيح القانون الفرنسي للمؤسسات الاختيار بين نظام المجلس الفردي ونظام المجلس المزدوج، لكن في السنوات الأخيرة بدأت بعض الجهات في التدخل في عمل المؤسسات مثل البورصات التي تفرض قواعد معينة تخص حجم وتكوين ومسؤوليات مجلس الإدارة.

• **وجود لجان تابعة لمجلس الإدارة:** تنادي العديد من الدراسات على ضرورة أن يحتوي مجلس

الإدارة على لجان تختص بنواحي معينة، وهذا لتسهيل عمل المجلس، هذه اللجان هي: لجنة المراجعة، لجنة التعيينات، ولجنة التعويضات والمكافآت.

**1-1-4. اللجان التابعة للمجلس:** يعتبر تشكيل هذه اللجان من عدمه، ومدى الاحتياج للجنة دون الأخرى

من مسؤوليات مجلس الإدارة مسؤوليات. فلجنة التعيينات ولجنة المكافآت يجب أن تتكون كل واحدة من عدد أعضاء لا يقل عن ثلاثة ولا يزيد عن ستة أعضاء من المستقلين غير التنفيذيين من أعضاء مجلس

الإدارة ويتم اختيار عضو لترأس كل لجنة، ولها صلاحيات في تحديد كيفية عملها والقواعد التي تعتمدها بخصوص اجتماعاتها ومكان انعقادها، كما يتم تحديد مهام ومسؤوليات تلك اللجان من قبل المجلس، وأهم تلك المهام بالنسبة للجنة، نبيته في الجدول التالي:

جدول رقم (06): مهام ومسؤوليات لجنة التعيينات ولجنة المكافآت

مهام ومسؤوليات لجنة التعيينات	مهام ومسؤوليات لجنة المكافآت والتعويضات
1. تحديد ودراسة الأشخاص المتوقع ترشيحهم في منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير العام	1. القيام بمراجعة واعتماد الخطط الخاصة بالحوافز التي يحصل عليها كبار المسيرين.
2. تقديم اقتراحات وتوصيات خاصة بالأفراد المرشحين لعضوية مجلس الإدارة، وذلك في ضوء المتطلبات التي تم وضعها من قبل مجلس الإدارة. وأيضا تقوم اللجنة بدراسة وتقييم المرشحين الذين يتم ترشيحهم من قبل المساهمين، ويجب أن تكون هذه الترشيحات مدعمة بالخبرات والشهادات المتوفرة وأيضا موافقة كتابية من المرشح على قبوله الخدمة في مجلس الإدارة.	2. القيام بمراجعة واعتماد الأهداف المرتبطة بمكافأة المدير العام والقيام بتقييم أدائه في ضوء تلك الأهداف. ويمكن أن يشارك اللجنة في تلك المهمة أحد أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين والذي يوصي مجلس الإدارة بإشراكه في تلك المهمة مع اللجنة. وتقوم اللجنة أيضا بمراجعة واعتماد المكافآت الخاصة بباقي المسيرين التنفيذيين.
3. تقديم اقتراحات وتوصيات خاصة بالأفراد المرشحين للمناصب التنفيذية وذلك في ضوء المتطلبات التي تم وضعها من قبل مجلس الإدارة.	3. القيام بإعداد واعتماد تقرير لجنة المكافآت الذي يتم نشره بالتقرير السنوي للمؤسسة، ويوضح هذا التقرير المهام التي قامت بها اللجنة خلال العام.
4. يمكن لها الاستعانة بإحدى المؤسسات المتخصصة لكي تساعد في اختيار المرشحين وللجنة الحق في تحديد أتعاب تلك المؤسسة.	4. للجنة المكافآت السلطة في الاستعانة بالمستشارين من ذوي الخبرة لكي يقوموا بمساعدتها في القيام بمسؤولياتها وذلك حسب الحاجة.
5. مراجعة وإدارة الإرشادات الخاصة بتطبيق قواعد ومبادئ حوكمة المؤسسات وإمداد مجلس الإدارة بالتوصيات الخاصة بتطوير وتحديث تلك الإرشادات.	5. القيام بمراجعة واجباتها ومسؤولياتها التي يتم ذكرها في النظام الأساسي الخاص بها وإعطاء توصيات لمجلس الإدارة بشأن تعديلها إذ لزم الأمر.
6. مراجعة قواعد السلوك المهني والأخلاقي بالإضافة إلى إمداد مجلس الإدارة بالمقترحات المتعلقة بتغيير تلك القواعد أو تعديلها لكي تتماشى مع المتطلبات القانونية ومتطلبات بورصة الوراق المالية التي قد تتغير من وقت إلى آخر	6. يجب على لجنة المكافآت القيام بإجراء تقييم ذاتي لأدائها وذلك على أساس سنوي، بهدف تحديد ما إذا كانت تقوم بمسؤولياتها بفعالية أم لا.
7. القيام بفحص التقييم الذاتي الخاص بأعضاء	7. يجب على لجنة المكافآت القيام بتقديم محاضر

المجلس وأعضاء لجنة المكافآت والمسيرين وذلك بمجرد تقديمه إلى مجلس الإدارة	اجتماعاتها إلى جميع أعضاء مجلس الإدارة وذلك بمجرد اعتماد اللجنة لتلك المحاضر .
--------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------

**المصدر:** فريد محرم فريد إبراهيم، " نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات على أداء وقيمة الشركة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصري " رسالة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2009، ص: 95.

**1-2. لجنة المراجعة:** لقيت لجنة المراجعة اهتماما كبيرا من قبل الباحثين والهيئات الدولية المتخصصة، بصفتها من بين الآليات الداخلية المهمة التي تؤدي إلى تعزيز نظام الحوكمة في المؤسسة، خاصة بعد الأزمات والإخفاقات المالية التي تعرضت لها مؤسسات كبرى، ولقد كانت فكرة إنشاء وتكوين لجان المراجعة تهدف إلى زيادة مصداقية وموثوقية القوائم المالية التي يعدها مسيرو المؤسسة، وكذا في مساعدة استقلالية المراجع الداخلي، وحماية حيادية المراجع الداخلي. فضلا عن تحسين جودة نظام الرقابة الداخلية. ولهذه الأهمية قامت العديد من الهيئات الدولية بإصدار وتوصيات تخص كيفية تشكيل هذه اللجان ومسؤولياتها وواجباتها في المؤسسة. ومن هذه الهيئات: المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين AICPA، اللجنة الوطنية للحد من الغش في القوائم المالية CICA، معهد المراجعين الداخليين بانجلترا وأمريكا IIA-UK&USA، وغيرها من الهيئات الدولية.<sup>1</sup>

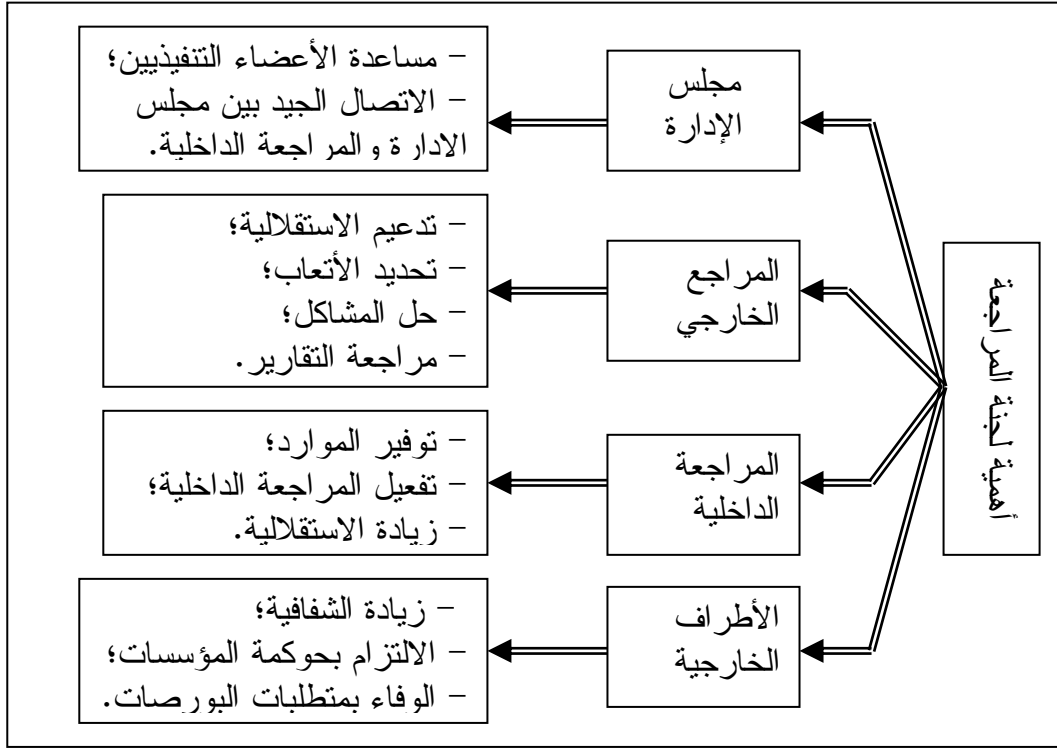
ويمكن القول أن لجنة المراجعة هي عبارة عن لجنة منبثقة من مجلس إدارة المؤسسة، وتكون عضويتها في الغالب مقتصرة على أعضاء مستقلين غير تنفيذيين، مما تتوفر لديهم درجة عالية من الخبرة في مجال المحاسبة والمراجعة، وتكون مسئوليتها تتعلق بمراجعة عمليات إعداد التقارير المالية ومراجعة عمليات المراجعة الخارجية والداخلية وأيضا مراجعة الالتزام بتطبيق قواعد الحوكمة داخل المؤسسة.<sup>2</sup>

ويعتبر إنشاء لجنة المراجعة ذو أهمية كبيرة في المؤسسة، إذ تقوم بمساعدة مجلس الإدارة وتفعيل المراجعة الداخلية وتأكيد استقلالية المراجعة الخارجية وزيادة شفافية القوائم المالية المستعملة من قبل الأطراف الخارجية. وعموما يمكن أن نوضح الأطراف المستفيدة من لجنة المراجعة في الشكل التالي:

<sup>1</sup> مجدي محمد سامي، " دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية " ، في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، ع2، مجلد 46، 2009، ص: 187.

<sup>2</sup> محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

شكل رقم (08): أهمية لجنة المراجعة لمختلف الأطراف



المصدر: محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

1-2-1. تشكيل لجنة المراجعة: جاءت بعض الضوابط التوصيات والقواعد لضبط تشكيل لجنة المراجعة بالكيفية التي يعزز من دورها، ومن بين هذه الضوابط:

- استقلالية أعضاء لجنة المراجعة: بينت بعض الدراسات انه كلما كانت لجنة المراجعة مكونة من أعضاء مستقلين عن المؤسسة، كلما شكلت هذه اللجنة مفتاحا لجودة نظام الحوكمة. وكلما كانت اللجنة قادرة على رقابة عمليات المؤسسة ومصداقية القوائم المالية.<sup>1</sup> ومن مواصفات استقلالية عضو المراجعة أن يكون يتميز بما يلي:<sup>2</sup>

- أن لا يكون من موظفي المؤسسة أو المؤسسات التابعة لها؛
- أن لا يحصل على أي مكافأة مالية من المؤسسة أو من فروعها، باستثناء الأجر الذي يحصل عليه من مجلس الإدارة؛
- أن لا يكون من أقارب المسيرين في المؤسسة أو فروعها؛
- أن لا يكون مسير في إحدى المؤسسات التي لها علاقة تجارية بالمؤسسة المعنية أو فروعها.

- خبرة أعضاء لجنة المراجعة: إن توافر الاستقلالية لا يكفي لوحده، فيجب أن يكون عضو لجنة المراجعة يتمتع بخبرة كافية وتكوين مناسب في مجال المحاسبة والمراجعة. إذ أن العديد من

<sup>1</sup> Sona MARRAKCHI CHTOUROU, *Op cit*, P:24.

<sup>2</sup> *Ibid*.P:25.

المشاكل المحاسبية، والتي ينتظر حلها، تتطلب من عضو لجنة المراجعة أن يكون ملماً بالعديد من الأمور المحاسبية والمالية. ومن بين هذه الأمور والمتطلبات الواجب توافرها في عضو لجنة المراجعة:<sup>1</sup>

- أن يكون مراجع خارجي أو محاسب سابق حاصل على شهادة مهنية معترف بها؛
- لديه دراية كافية بالمبادئ المحاسبية المتعارف عليها وبكيفية إعداد القوائم المالية؛
- لديه خبرة في إجراءات المراجعة الميدانية التي يقوم بها المراجع الخارجي؛
- لديه دراية بطبيعة المسؤوليات التي يجب على لجنة المراجعة القيام بها.

• **العدد الملائم لأعضاء لجنة المراجعة:** لتكوين لجنة المراجعة وقيامها بالمهام والمسؤوليات المأمول منها، يجب أن يكون هناك توازن بين عدد الأعضاء وتلك المهام. إذ يراعى في هذا الصدد عدم زيادة الأعضاء بصورة قد تمنع من اتخاذ القرارات بصورة سريعة وفعالة، وعدم انخفاض العدد بصورة تحد من أداء اللجنة لأعمالها بكفاءة وفعالية. وتشير كثير من الدراسات أن العدد الأمثل قد يتراوح بين ثلاثة إلى خمسة أعضاء.<sup>2</sup>

• **الإفصاح عن لجنة المراجعة:** بينت مجموعة من الدراسات والأبحاث والإصدارات الأثر الذي يحدثه الإفصاح عن تكوين اللجنة وتبيان أعضائها ومهامها على زيادة ثقة المستثمرين وكل الأطراف أصحاب المصالح بالمؤسسة. والإفصاح هنا يتضمن عقد اللجنة الذي يبين مسؤولياتها وواجباتها وطبيعة العلاقة الموجودة بينها وبين كل من مسيري المؤسسة والمراجع الداخلي والمراجع الخارجي. كما يتضمن الإفصاح كذلك إصدار تقرير سنوي يوضح عمل اللجنة خلال السنة.<sup>3</sup>

**1-2-2. دور لجنة المراجعة في تعزيز حوكمة المؤسسات:** في سبيل تبيان هذا الدور ظهرت هناك دراسات وأبحاث وتقارير من قبل هيئات دولية، من بين هذه الدراسات:<sup>4</sup>

- تقرير لجنة تريديوي *Treadway commission* ، الصادر سنة 1987، والذي تضمن إحدى عشرة توصية تتعلق بلجان المراجعة، من أبرزها ضرورة إعداد قواعد تنظم عمل لجان المراجعة وتضمن التقرير إرشادات عملية توضح هذه القواعد؛
- القواعد الصادرة عن هيئة السوق المالية *SEC* والتي تم العمل بها سنة 2000، وتركز هذه القواعد على ضرورة تقديم تقرير من لجنة المراجعة عن الأعمال والمهام التي قامت بها بما يعزز الثقة في القوائم المالية؛

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان ، مرجع سابق، ص:151.

<sup>2</sup> عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة ، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2007، ص:316.

<sup>3</sup> فريد محرم فريد، مرجع سبق ذكره، ص:62.

<sup>4</sup> عوض بن سلامة الرحيلي، " لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات : حالة السعودية " ، في مجلة الملك عبد العزيز للاقتصاد والادارة، مجلد 22، ع 1، 2008، ص:204.

- التقرير الصادر عن لجنة *Blue ribbon commission* المنبثق عن هيئة سوق المال الأمريكية في سنة 1999 المكلفة بموضوع سبل تعزيز فعالية لجان المراجعة في مؤسسات المساهمة، وقدمت للجنة عشر توصيات تم تبنيها والعمل بها؛
  - القانون الصادر عن الكونغرس الأمريكي في سنة 2002 *Sarbanes-Oxley act* والذي أوصى بتشكيل هيئة رقابية على أداء المحاسبين القانونيين الذين يراجعون القوائم المالية للمؤسسات كما نص القانون على وجوب تكوين لجان المراجعة في المؤسسة؛
  - الكتاب الصادر عن معهد المراجعين الداخليين الأمريكيين سنة 2000 بعنوان لجان المراجعة: الذي تطرق لدور لجان المراجعة في القرن الواحد والعشرين؛
  - معايير المراجعة الداخلية الصادرة عن معهد المراجعين الداخليين الأمريكيين؛
  - معيار تقرير فحص الرقابة الداخلية الأمريكي الصادر سنة 2002.
- ومن خلال تلك الدراسات، يمكن تبيان دور لجنة المراجعة في تعزيز حوكمة المؤسسات من خلال:
- **تدعيم استقلالية المراجع الخارجي:** وذلك عن طريق القيام بالمسؤوليات والأنشطة التالية:
    - تقديم توصية باختيار المراجعين الخارجيين وتعيينهم وتحديد أتعابهم، حيث يتم تعيين المراجعين الذين لديهم القدرة على مراجعة حسابات المؤسسة بكفاءة، وتقوم اللجنة بإعداد تقرير عن كيفية التعيين والترشيح وتقديمه لمجلس الإدارة ثم إلى الجمعية العامة؛
    - حل النزاعات بين المراجعين الخارجيين والإدارة، بأن تحاول تقريب وجهات النظر بينهما، خاصة في موضوع القوائم المالية وكيفية عرضها، كما يجب إتاحة حرية الاتصال المباشر وغير المقيد للمراجعين بلجنة المراجعة لمناقشة أي مشاكل بعيدا عن سلطة الإدارة؛
    - العمل كحلقة وصل بين المسيرين ومجلس الإدارة وبين المراجعين الخارجيين، وبالتالي فهي تعمل على دعم وتحسين عملية الاتصال وعلى دعم استقلالية المراجعة؛
    - مساعدة المراجعين الخارجيين في الحصول على كافة المعلومات والإيضاحات التي يحتاجون إليها.
  - **فحص نظم الرقابة الداخلية والعلاقة مع المراجعين الداخليين:** تلعب لجنة المراجعة دورا مهما في فحص نظم الرقابة الداخلية، وهذا من خلال:
    - فحص نظام الرقابة الداخلية المطبق بالمؤسسة، ودراسة تقييم كل من المراجعين الخارجيين والداخليين لنقاط الضعف المهمة؛
    - مناقشة وتقييم خطط الإدارة للتعامل مع نقاط الضعف الهامة؛
    - التأكد من الالتزام بالقوانين وقواعد السلوك المهني للمؤسسة؛
    - فحص لائحة وخطة المراجعة الداخلية والموافقة عليها؛



- التنسيق مع المراجعين الداخليين؛
- التأكد من جودة المراجعة الداخلية وأنها تتم وفقا لمعايير الأداء المهني؛
- تدعيم استقلالية المراجع الداخلي عن طريق المشاركة في اختياره وتعيينه وتغييره وفحص خطط التعيينات.

• **فحص التقارير المالية:** وهنا يظهر جلليا الدور البارز للجنة المراجعة في فحص التقرير المالية، حيث يتمثل هذا الدور في قيام اللجنة بمراجعة القوائم المالية السنوية أو الموسمية، وكذا مراجعة السياسات المحاسبية التي تطبقها المؤسسة، وأسباب التغيرات الهامة في الأرقام والمؤشرات والنسب المالية والبنود غير العادية، والتأكد من قدرة المؤسسة على الاستمرار في النشاط وسلامة التقديرات المستقبلية، والتأكد من كفاية ملاتمة الإفصاح في القوائم المالية للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها ومدى شفافتها وموضوعيتها.

**2- الآليات الخارجية:** هناك آليات كثيرة لمراقبة مسيري المؤسسة من محيطها: المراجعة الخارجية، سوق المسيرين، سوق السلع والخدمات، السوق المالية، أسواق الاستيلاء والاستحواذ، هيئات التصنيف الائتماني... الخ. نحاول دراسة آليتين فقط هما: المراجعة الخارجية وسوق المسيرين:

## 2-1. المراجعة الخارجية:

وهي تعتبر من أهم الآليات، خاصة بعد حالات الفشل الأخيرة التي تعرضت لها كبريات المؤسسات العالمية، وضلوع مكاتب المراجعة فيها.

**2-1-1. أهمية المراجعة الخارجية:** تعتبر وظيفة المراجعة الخارجية نقطة الارتكاز لنظام حوكمة المؤسسات، لتزويدها للمعلومات المنشورة من قبل المؤسسة بالمصدقية والموثوقية، فهي بذلك تحد من الخطر المعنوي الذي يتميز به المسيرين وكذا مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تعتبر فيها الآليات الأخرى غير كافية للحد منها. ويهدف المراجع الخارجي بالمساعدة على تجاوز تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين وتقليل مختلف المشاكل المرتبطة بالإفصاح عن المعلومات.<sup>1</sup>

وحوكمة المؤسسات لا تركز على ضرورة وجود المراجعة الخارجية في إطار تعزيز نظام الرقابة على المؤسسة ومتابعة أدائها، بقدر ما تركز على ضرورة تعزيز هذا الدور من خلال العمل على ضمان

<sup>1</sup> David CARASSUS, Nathalie GARDES, " audit légal et gouvernance d'entreprise: une lecture théorique de leurs relations ", conférence internationale de l'enseignement et de la recherche en comptabilité, Bordeaux, 29-30 septembre 2005.

استقلالية المراجعين وموضوعيتهم وتفعيل علاقتهم مع لجنة المراجعة والمراجعة الداخلية، والتركيز على كيفية تعظيم محددات جودة الأداء المهني لمراجع الحسابات في تعزيز حوكمة المؤسسات.<sup>1</sup>

ويمكن إجمال الأسباب التي تؤدي إلى الاهتمام أكثر بالمراجعة الخارجية في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- دور المراجعة الأساسي في مجال حوكمة المؤسسات يعتبر وسيلة لتخفيف حدة التعارض بين مصالح الملاك والمسيرين، كما أنها أداة لمواجهة مشكلة عدم تناسق المعلومات وذلك من خلال قيامها بالتصديق على القوائم المالية والتي تعد بمثابة رسالة من الإدارة إلى سوق الأوراق المالية؛
- تلعب المراجعة دورا كبيرا في مجال تخفيض تكاليف الوكالة؛
- توفر المراجعة إطارا هاما في مجال حوكمة المؤسسات لمواجهة المخاطر المعنوية والأخلاقية؛
- لن تفي المراجعة بالدور المطلوب منها، إلا من خلال إضفاء المصداقية على المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، وذلك عن طريق إبداء مراجع مستقل عن رأيه المحايد وغير المتحيز بشأنها، بحيث لا يتم توصيل تلك المعلومات إلى مستخدميه إلا مرفوقة بتصديق المراجع حول عدالة عرضها؛
- وظيفة التصديق تمثل مصدر الطلب الأساسي على وظيفة المراجعة إذ من خلالها يتحقق هدف إضفاء المصداقية على مضمون الرسالة المحاسبية ومحتواها وشكلها.

## 2-1-2. محددات دور المراجعة الخارجية في إطار نظام حوكمة المؤسسات: تتوقف تلك المحددات على

كيفية ضمان استقلالية وحياد المراجعين وتفعيل دورهم في تقديم ضمان لمتخلف الأطراف، ويتم هذا أساسا من خلال الارتقاء بمفهوم جودة المراجعة وخصائصها:

أ. مفهوم جودة المراجعة *La qualité de l'audit*: هناك وجهات نظر كثيرة تتعلق بمفهوم جودة المراجعة والتي لم يستقر عندها بمفهوم واحد، لأنها لا زالت من الموضوعات التي تحظى بها الكتابات المحاسبية. لكن هناك من الكتاب من ركز على جانبين لتحديد جودة المراجعة: على كفاءة المراجعين واستقلاليتهم. تستدعي كفاءة المراجع أن يتمتع بمعرفة كافية وتكوين ملائم وتأهيل مهني وخبرة مقبولة من أجل القيام بوظيفته كما ينبغي. والكفاءة هنا لا تعلق فقط بشخص المراجع وإنما بكل الأفراد العاملين بمكتب المراجعة والأفراد الذين توكل لهم مهمات عملية في تدقيق المؤسسة.

أما الاستقلالية فتتمثل أحد المكونات الهامة في جودة المراجعة، لأنها تضمن أن عمل المراجع وتقريره يتميز بالموضوعية والأمانة والسلوك المهني السوي بعيدا عن التأثير بأية عوامل أو مؤثرات تمس

<sup>1</sup> أمال محمد محمد عوض، مرجع سبق ذكره، ص، 41.  
<sup>2</sup> فريد محرم فريد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

بعملية أبداء الرأي. والاستقلالية تكون في الجوانب التالية: استقلالية في وضع برنامج المراجعة، استقلالية في كيفية إجراء التحقيقات وحرية جمع المعلومات واستقلالية في إعداد التقرير.<sup>1</sup>

ب. **الخصائص المحددة لجودة المراجعة:** توجد مجموعة من الخصائص والاعتبارات التي يعكس توافرها مفهوم جودة المراجعة، ومن بين هذه الخصائص والاعتبارات:<sup>2</sup>

- **حجم مكتب المراجعة:** يعتبر حجم مكتب المراجعة من أكثر الخصائص المستعملة عن جودة الأداء المهني، حيث كلما كان حجم المكتب أو المؤسسة كبير زاد احتمال اكتشاف الأخطاء الجوهرية مقارنة بمكاتب أو مؤسسات أقل حجمت، كما أن المكاتب الكبيرة لها القدرة على توظيف كفاءات مدربة ذات خبرة عالية مما ينعكس إيجاباً على جودة عمليات المراجعة ويؤدي ذلك إلى ثقة أكبر فيها. وعلى المستوى العالمي هناك مكاتب معروفة طبقاً لحجمها على غرار ما يقال عن الست أو الخمس الكبار *Big five*.
- **سمعة مكتب المراجعة:** تعتبر سمعة المراجعين رأس مالهم الذي يسعون للحفاظ عليه وزيادته فينظر أصحاب المصالح إلى المراجعين ذوو السمعة على أنهم أداة وآلية مأمونة لحماية مصالحهم واستثماراتهم في المؤسسة وهو ما تنص عليه نظرية الوكالة.
- **صدق تقارير مراجع الحسابات:** يعتبر صدق تقارير المراجعة دليل على ارتفاع محتواها لمستخدمي القوائم المالية خاصة المستثمرين في سوق الأوراق المالية على نحو يجعل هذه التقارير أكثر فائدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية، وهو ما يدل على جودة المراجعة.
- **مدة استمرار مراجع الحسابات في مراجعة مؤسسة معينة:** حيث ترتفع جودة المراجعة في حالة طول فترة تعاقد مراجع الحسابات مع المؤسسة محل المراجعة، وهو الذي أشار إليه تقرير *Cohen* الذي بين أن انخفاض جودة أداء المراجع الخارجي يحدث عندما تكون فترة ارتباط المراجع بعمله قصيرة. إذ بطول المدة يتعلم المراجع ويتعود على أمور دقيقة في المؤسسة تمكنه من اكتشاف الأخطاء الجوهرية بسهولة. لكن من جهة مقابلة هناك من أكد على وجود علاقة عكسية بين طول المدة وجودة المراجعة، حيث كلما زادت فترة تعاقد مراجع الحسابات في مؤسسة واحدة كلما أثر ذلك سلباً على جدية الإجراءات نتيجة لزيادة ثقة المراجع بالعمل.
- **تخصص المراجع في قطاع صناعي:** بتوجه مكاتب المراجعة إلى تخصص في قطاع صناعي معين، أو ما يسمى باستراتيجية التميز، يمكنها من تقديم خدمات أفضل وتحقق عائد أكبر. إضافة

<sup>1</sup> Makram CHAMINGUI, Benoit PIGE, " La qualité de l'audit: analyse critique et proposition d'un approche d'évaluation axée sur la nature des travaux d'audit réalisés ", IAE, mars 2004.

<sup>2</sup> يمكن الرجوع إلى:

- امال محمد محمد عوض، مرجع سبق ذكره، ص: 72-82.
- فريد محرم فريد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص: 116-127.

إلى تحسين جودة التقارير المالية. وهذا لأن المراجع التخصص يمكنه تقييم المخاطر وتطوير الخطط وبرامج الوقت بشكل أفضل وبفعالية أكثر من المراجع غير المتخصص، كما أن المراجع المتخصص يمكنه اكتشاف الأخطاء أفضل، لإضافة إلى أن رضا العملاء يزيد كلما كان المراجع متخصصا.

- **هيكل المراجعة:** تتمثل الهيكل هنا في الإجراءات والسياسات والأدوات التي تهدف إلى تنظيم عمل المراجع عند قيامه بعمله وإعداد تقريره. ومكاتب المراجعة التي تهيك عملها تدل على جودتها، لأنها تظهر بصورة أفضل أمام مستخدمي القوائم المالية من تلك المكاتب التي لا تتبع الهيكل. وذلك لاعتقاد المستخدمين أن المكاتب المهيكلة تقوم بعملية المراجعة بصورة أكثر اتقانا من غيرها من المكاتب.
- **المنافسة بين مؤسسات المراجعة:** هناك من يرى أن المنافسة بين المراجعين تؤدي إلى ارتفاع جودة المراجعة، بينما يرى آخرون أن المنافسة تؤدي إلى تخفيض جودة المراجعة من خلال تخفيض الأتعاب، لكن الأصل أن جودة الخدمة المقدمة من أهم عناصر المنافسة والالتزام بالمعايير وقاعد السلوك المهني يترتب عليه الحفاظ على المستوى المقبول من الجودة في ظل تخفيض الأتعاب بسبب المنافسة.
- **استقلالية مراجع الحسابات:** تشكل استقلالية مراجع الحسابات القضية الجوهرية في أداء عملية المراجعة، التي تتطلب وجود إشراف خارجي مستقل يؤدي في النهاية إلى ضمان الجودة . واستقلال مراجع الحسابات تجعله عمليا وذهنيا يتجرد من أي مصالح عند إبداء رأيه الفني المحايد وان بنظر لكل الحقائق بصورة موضوعية، والاستقلالية تكون من جانبين: استقلالية ظاهرية تتعلق بعدم وجود مصالح مادية لمراجع الحسابات، بخلاف أتعابه، في المؤسسة، واستقلالية حقيقية تتعلق بعدم استجابة المراجع لأي ضغوط قد يتعرض لها تفقده موضوعيته.

## 2-2. سوق المسيرين *le marché des dirigeants*:

بينت دراسة كل من *Demsetz Alchian* سنة 1972 أن أسواق المدخلات بالنسبة للمؤسسة، إذا كانت تنافسية، تعتبر أهم الآليات التأديبية للمسيرين، وأساس هذه الأسواق هو سوق المسيرين. وهو ما بينه كذلك كل من *Jensen & Meckling* سنة 1976 مستندين تحليلاتهم إلى علاقة الوكالة بين المساهمين والمسيرين، وبينوا كذلك إلى الدور الذي تلعبه الأسواق في تخفيض تكاليف الوكالة. فيمكن لسوق العمل أن يقوم بتأديب ومعاقبة المسيرين الذين يفقدون السيطرة على رأس المال عن طريق مثلا توظيف مسيرين آخرين. وفقا لنظرية الوكالة، الانضباط هو الذي يمارسه سوق العمل على المسيرين من خلال تأثيرين: تأثير التعويضات والمكافآت وتأثير التهديد بالطرده. وهذه التأثيرات هي الأساس المبدئي لفهم كيفية الدور

الذي يلعبه سوق العمل في تأديب المسيرين. ويمكن أن نبين جانبا من تأثيرات السوق على المسيرين من خلال النقاط التالية:<sup>1</sup>

**2-2-1. معاقبة المسير غير الكفاء *la sanction de dirigeant inefficace*:** هذه العقوبة يمكن أن تظهر في صورة انخفاض الأجر أو الإرغام على الرحيل من المؤسسة. وفي نظرية الوكالة، يعتبر التهديد بالطرد وسيلة رئيسية لتسوية النزاعات بين المساهمين والمديرين. وتلعب هذه العقوبة دورا مهما في تحفيز أداء المسيرين الذين يعملون في صالح المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين خوفا من تعرضهم للطرد من العمل أو منصب الإدارة. ويعود سبب معاقبة المسير بالإقالة من منصبه إلى عدم حرصه على تحسين أداء المؤسسة.

ويمكن أن يلعب سوق المسيرين دورا في هذه العقوبة من خلال مستويين: فهي سوق تنافسية تضع أمام صناع القرار مرشحين آخرين ذو كفاءة لمنصب المسير المقال، وهي سوق علاجية للمسيرين المقالين الذين لا يستطيعون إيجاد فرصة عمل جديدة أو على الأقل صعوبة إيجاد منصب مماثل للمنصب السابق في الأجر والمستوى.

وإذا كان المسير يتميز بكفاءة لكنه يبذل مجهودات قليلة أو يدير الأعمال بتهاون، فيمكن أن يكون نظام الأجر والحوافز هو الأنسب لمعالجة هذا المشكل. وإذا كان المسير غير كفء فتغيير راتبه سيكون له تأثير ضئيل، فالحل الأنسب هو تغييره وتبديله.

**2-2-2. مكافأة ومجازاة المسير الكفاء *La récompense des dirigeants compétents*:** وهي الطريقة الثانية لاتخاذ إجراءات تأديبية، وهي بطبيعة الحال تكمل سابقتها. فالتهديد بالطرد، المشار إليه سابقا، هو وسيلة لتجنب سوء الإدارة وضعف الأداء، لكنها ليست بالضرورة أن تكون لها تأثير جيد لتشجيع المسيرين على إتباع إستراتيجية ناجحة لتعظيم القيمة. فإذا كانت المجهودات الإدارية تؤدي إلى رفع الأداء فهذا لا يكون العقاب هو المطبق، ولكن يظهر مفهوم المكافأة والمجازاة. ففي سوق العمل الكفاء، المسير الأكثر نجاح هو الذي يكافأ سواء برفع الأجر أو بالترقية لمنصب أكبر أو بكليهما معا.

والأداء الجيد يعتبر مؤشر في سوق العمل على أن هؤلاء المسيرين يتميزون بالكفاءة وبالتالي هم مطلوبون من أغلب المؤسسات وبأجر مغرية أو ترقية لهم إلى مناصب عليا، وهي نفس الظاهرة عن الرياضيين.

<sup>1</sup>Isabelle ALLEMAND, " Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature ", in Cahier du FARGO n° 10509xx Septembre 2005,P: 14 -18.

إذا تعتبر المراجعة الخارجية وسوق المسيرين من بين الآليات الخارجية لحوكمة المؤسسة، والتي تحتل فيها سوق الأوراق المالية مكانة هامة كذلك من خلال تأثيرات عديدة سنعالجها في الفصل الموالي.

### خلاصة الفصل:

من خلال تعرضنا إلى جانب من الإطار النظري لحوكمة المؤسسات توصلنا إلى النقاط التالية:

- حوكمة المؤسسات هي عبارة عن نظام للإدارة ورقابة المؤسسات، يوفر هياكل لتوزيع المسؤوليات والصلاحيات والحقوق بين مختلف الأطراف، ويكون فيها المسيرين بمثابة حلقة الربط بينها، فهي مجموعة آليات رقابية ترتبط بالنواحي القانونية والمالية والتنظيمية للمؤسسة وبالنواحي الاقتصادية والاجتماعية والسياسية الكلية؛
  - تتبنى حوكمة المؤسسات على فكرة مفادها أنه إضافة تعظيم الثروة في المؤسسة، فمن الضروري بمكان وضع نظام قادر على حل النزاعات والصراعات المرتقبة بين كل أصحاب المصالح وكذا وضع نظام قادر على التنبؤ واستباق بعض الصراعات نتيجة لتضارب المصالح خاصة في بيئة الأسواق المالية، أين تنفصل الملكية عن التسيير؛
  - يتكون نظام الحوكمة من عناصر متعددة، يمكن تجميعها في ثلاث مكونات أساسية، أو ما يسمى بنموذج " SPC " Paradigme وهي الهياكل الإجراءات والسلوكيات، ويرتكز هذا على مجموعة من المرتكزات والمقومات الأساسية، مطلوب توافرها في البيئة الداخلية والخارجية معا للمؤسسة تقوم على الانضباط والشفافية والاستقلالية والمساءلة والعدالة والمسئولية؛
  - هناك العديد من النظريات التي صاحبت تطور الفكر الإداري للمؤسسات، والتي تحاول تفسير وتحليل حوكمة المؤسسات، لعل أهمها ما يدخل ضمن النظريات التعاقدية والتي ترى أن المؤسسة عبارة عن نظام معقد تحكمه مجموعة من العقود بين عدة أطراف، يسعى كل طرف إلى تعظيم دالة منفعته الخاصة به، ومن بين هذه النظريات: نظرية الوكالة، نظرية تكاليف الصفقات؛
  - يمكن تقسيم آليات حوكمة المؤسسات إلى آليات داخلية تتعلق بالمؤسسة وآليات خارجية تخص محيطها. إذ نجد في الآليات الداخلية: مجلس إدارة المؤسسة، الرقابة المباشرة للمساهمين عن طريق الجمعية العامة، لجان المراجعة، المراجعة الداخلية... الخ. أما في الآليات الخارجية فنجد: البيئة القانونية والتشريعية، المراجعة الخارجية، أسواق السلع والخدمات، أسواق العمل، الأسواق المالية... الخ.
- وانطلاقاً من استعراض آليات الحوكمة، تعتبر سوق الأوراق المالية واحدة من أهم الآليات الخارجية، لما لها من تأثيرات عديدة على الحوكمة، وهو ما سنراه في الفصل الموالي.

# القطر الثالث

دور سوق الأوراق المالية في تفعيل حوكمة المؤسسات

تمهيد:

أشرنا في الفصل الأول إلى أن للأسواق المالية مكانة هامة في تمويل المؤسسات وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وهذا سينتج عنه، في كثير من الأحيان، تكون هيكل الملكية مملوكا لعدد كبير من صغار المستثمرين الذين لا يشاركون عادة في التسيير، بل يعتمدون في ذلك على انتخاب مجلس إدارة مستقل ينوب عنهم في تعيين المسيرين ويتولى مراقبتهم، أي تصبح الملكية هنا ملكية مشتتة وموزعة بين عدد كبير من المالكين لحصص صغيرة من أسهم المؤسسة. مما قد يعني غياب الدافع الكافي لديهم لمراقبة نشاطها، أو حتى الاشتراك في القرارات التي تتخذها الإدارة. وحتى وإن لم تتشكل هيكل ملكية مشتتة في أحيان أخرى، فإن مسألة المراقبة تظل كذلك مطروحة.

ومن هذا المنطلق، يجب على السوق المالية أن تساهم في عملية مراقبة المسيرين والزامهم بتطبيق نظام متطور للحوكمة يهدف إلى تعزيز ثقة المستثمرين في السوق وترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين في المؤسسات المدرجة، فالسوق المالية تعتبر ضمن الآليات الخارجية لحوكمة المؤسسات، كما أشرنا إليه في الفصل الثاني.

وللسوق المالية عدة أدوار وتأثيرات على نظام الحوكمة في المؤسسات، نحاول دراسة جانب منها في هذا الفصل، الذي نعالجه في المباحث التالية:

المبحث الأول: دور سوق الأوراق المالية في وضع قواعد ومبادئ للحوكمة؛

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية؛

المبحث الثالث: تأثير المستثمرين المؤسسيين وأسواق الاندماج.



## المبحث الأول: دور سوق الأوراق المالية في وضع قواعد ومبادئ للحوكمة

تشتمل قواعد ومبادئ الحوكمة على مجموعة من الاجراءات والنظم والتوصيات والتدابير التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مسيري المؤسسات والمساهمين فيها، وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها، ومن هذا المنطلق تظهر مكانة هيئات تنظيم السوق المالية في الاشراف على تلك القواعد.

### 1- دور هيئات تنظيم السوق المالية في حوكمة المؤسسات:

تلعب هيئات تنظيم السوق المالية في جميع انحاء العالم دورا بارزا في حوكمة المؤسسات من خلال قيامها بتوفير البيئة المناسبة لغرس بذور الثقة عند المستثمرين في السوق المالية والتأكد من قيام المؤسسات المدرجة في السوق بدورها المنوط لها به، حيث تعتبر تلك الهيئات هي الجهة المنظمة للسوق والمسؤولة عن تأمين سوق تتسم بالشفافية والأمان للمستثمرين. تتولى هذه الهيئات مهمة تطوير وضمان<sup>1</sup>:

• قانونية التعاملات، بحيث لا تسمح لأي طرف تحقيق ارباح غير عادية على حساب الاطراف الأخرى؛

• شفافية، نزاهة واستقرار أسواق رؤوس الأموال، والتي تعتبر عناصر هامة لتعزيز الثقة لدى المستثمرين؛

• كفاءة السوق، التي تؤدي إلى تشجيع المنافسة والابتكار في السوق.

ولتحقيق تلك الاهداف، يجب أن تمتلك هيئات السوق سلطة تنظيمية وسلطة رقابية وفي بعض الأحيان سلطة عقابية. كما يمكن أن تقوم باصدار عدد من التعليمات والتوجيهات، والتي يمكن ان تساعد في أداء الوظائف التالية:<sup>2</sup>

• تسليم الاعتماد في السوق للمؤسسات ؛

• تحديد قواعد العمل في السوق ؛

• الاشراف على المؤسسات حسب القوانين والمعايير الاحترافية؛

• الاشراف على جودة المعلومات التي يتلقاها المستثمرين من قبل المؤسسات التي تقوم بعرض اوراقها المالية؛

• الاشراف على التنظيم الجيد للسوق؛

• وقاية السوق، وفي بعض الأحيان معاقبة التجاوزات والأنشطة غير القانونية كالغش في المعلومات او التلاعب في الأسعار أو الاستثمار باموال غير شرعية.

<sup>1</sup> Gunther CAPELLE-BLANCARD, Nicolas COUDERC et Séverine VANDELANOITE, **Les marchés financiers en fiches**, ellipses ,Paris :2004.P :61.

<sup>2</sup> Ibid,p :61-62.

ووجود مثل تلك الهيئات من شأنه أن يؤسس لسوق الأوراق المالية جيد تؤدي إلى انضباط المتعاملين بإرسال إشارات الأسعار بسرعة وتمكين المستثمرين من تصفية استثماراتهم بسرعة ودون أن يتحملوا تكاليف كبيرة، وهذا بدوره يؤثر على قيمة أسهم المؤسسة وقدرتها على الوصول إلى المال. وتحتاج سوق الأوراق المالية الجيدة إلى ما يلي:<sup>1</sup>

- قوانين تحكم إصدار الأوراق المالية لحقوق ملكية وديون ال مؤسسة والاتجار فيها، وتحدد مسرؤوليات والتزامات مصدري الأوراق المالية والوسطاء (السماسة وشركات المحاسبة ومستشاري الاستثمار) على أساس من الشفافية والنزاهة. وهناك أهمية خاصة للقوانين واللوائح التي تحكم صناديق المعاشات وتسمح بإنشاء صناديق استثمار تعاوني برؤوس أموال مفتوحة.
- شروط إدراج المؤسسات في قوائم سوق الأوراق المالية على أساس معايير مشددة للشفافية والإفصاح، ومن المفيد، في هذا الصدد، وضع سجلات مستقلة للأسهم.
- قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين كذلك التي نصت عليها مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي للتنمية حول حوكمة المؤسسات.
- جهاز حكومي مزود بعدد من المشرعين المستقلين المؤهلين، وتخويلهم سلطة تنظيم عمليات الأوراق المالية للمؤسسات وإنقاذ قوانين الأوراق المالية.

وقد طورت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO) مجموعة من المعايير المفيدة لإنشاء أسواق مال عادلة وعلى مستوى كبير من الكفاءة والجودة، وهذه المبادئ والمعايير متاحة على موقع المنظمة وهي:<sup>2</sup>

تم تقسيم هذه المبادئ إلى ثمانى مجموعات مختلفة:

#### 1-1. المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال:

- (1) يجب أن يتوافر الوضوح فى المسرؤوليات الخاصة بالجهة المنظمة للسوق.
- (2) يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق الاستقلالية فى تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها والمسؤولية عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها.
- (3) أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق السلطة الكافية والموارد اللازمة بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها.
- (4) يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتبنى إجراءات تنفيذية تتسم بالوضوح والتناسق فيما بينها.

<sup>1</sup> مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الاقتصادات النامية والصاعدة والمتحولة، مكتب القاهرة، مارس 2002، ص:

(5) يجب على فريق العمل بالجهة المنظمة للسوق أن يتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل بما في ذلك مقاييس السرية المناسبة.

#### 1-2. المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم :

(6) على الجهة المنظمة للسوق الاستفادة من عمل المؤسسات ذاتية التنظيم التي تمارس مسؤوليات إشرافية مباشرة في المجالات الخاصة بها إلى المدى الذى يتناسب مع حجم ونضج الأسواق.

(7) يجب أن تكون المؤسسات ذاتية التنظيم خاضعة لإشراف الجهة المنظمة للسوق كما يجب أن تراقب مقاييس العدالة والسرية عند ممارسة السلطات وتفويض المسؤوليات.

#### 1-3. المبادئ الخاصة بالتطبيق للقواعد التنظيمية للأسواق المالية :

(8) يجب أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل والاستجواب والرقابة.

(9) يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات التطبيق الشامل للقواعد التنظيمية للسوق.

(10) يجب أن يضمن هذا النظام التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتيش والاستجواب والرقابة وسلطة التنفيذ والتحقق من فاعلية البرنامج المطبق لهذه القواعد.

#### 1-4. المبادئ الخاصة بالتعاون فى تنظيم لوائح الأسواق المالية :

(11) يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتمتع بالسلطة لتشارك بالمعلومات المنشورة وغير المنشورة مع الأسواق المحلية والاجنبية المماثلة لها.

(12) يجب أن تضع هيئة سوق المال نظاما لتبادل المعلومات وتحدد وقت وكيفية تبادل المعلومات وغيرها مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها.

(13) يجب أن تسمح اللوائح التنظيمية للفائمين بالعمل بمد الجهات الأجنبية المنظمة لأسواقها بما تحتاجه لعمل تحقيقات تختص بأدائها لوظائفها وممارسة سلطاتها.

#### 1-5. المبادئ الخاصة بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية :

(14) يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق وفى توقيت مناسب عن المؤشرات المالية وكذلك المعلومات الأخرى التي تساعد المستثمرين فى اتخاذ قراراتهم .

(15) يجب أن يعامل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدل والمساواة.

(16) يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة فى أعلى المستويات المقبولة عالميا.

#### 1-6. المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعى - صناديق الاستثمار :

(17) يجب أن تحدد القواعد التنظيمية للترخيص والأحكام المنظمة لصناديق الاستثمار ومديرى الاستثمار.

(18) يجب أن توفر القواعد التنظيمية الشكل القانوني لهذه الصناديق وقواعد الفصل أو العزل والحماية لأصول العميل.

(19) يجب أن تشترط اللوائح ضرورة الإفصاح كما هو موضح مسبقاً في المبادئ الخاصة بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية وذلك حتى يمكن تقييم مدى صلاحية صندوق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين وتحديد قيمة العائد على الاستثمار في هذا الصندوق.

(20) يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية وجود قاعدة بيانات مناسبة للكشف عن قيمة الأصل والتسعير ووحدة الاسترداد بالصناديق.

#### 1-7. مبادئ خاصة بالمؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية:

(21) يجب أن تضع اللوائح التنظيمية حد أدنى من الشروط الواجب توافرها للمؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية.

(22) يجب أن يتوافر للمؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية رأس مال مصدر وقابل للزيادة بالإضافة إلى متطلبات أخرى لازمة لهذه الشركات.

(23) يجب على المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تستجيب للقواعد المطلوبة بالنسبة للتنظيم الداخلي لهذه المؤسسات والخبرة اللازمة للمديرين والتي تهدف لحماية مصالح العملاء وبحيث تقبل الإدارة تحمل المسؤولية تجاه هذه المتطلبات.

(24) يجب توافر إجراءات قانونية للتعامل مع عدم توفيق المؤسسات العاملة في مجال الأوراق في أداء أعمالها للحد من أضرار وخسائر المستثمرين واحتواء مخاطر المعاملات.

#### 1-8. مبادئ خاصة بالسوق الثانوي ( سوق التداول )

(25) يجب أن يخضع نظام التداول وإنشاء بورصات الأوراق المالية لسلطة وإشراف الجهة المنظمة للسوق.

(26) يجب توافر رقابة مستمرة وإشراف على البورصة ونظم التداول بهدف ضمان سلامة المعاملات من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التي تحقق التوازن المناسب بين مطالب مختلف المتعاملين بالسوق.

(27) يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضوابط إلى شفافية التعامل في البورصة.

(28) يجب أن توضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تضمن كشف عمليات التلاعب في الأسعار والممارسات غير العادلة وتعمل على منعها.

(29) يجب أن توضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تؤدي إلى تقليل مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية التي قد تؤثر على أداء السوق.

(30) يجب أن يخضع نظام التسوية والمقاصة للعمليات في الأوراق المالية إلى إشراف الهيئة بحيث يضمن العدالة والفاعلية والكفاءة والحد من مخاطر المعاملات.

وبصفة دقيقة يمكن القول ان دور تلك الهيئات في تعزيز حوكمة المؤسسات يتمثل في:<sup>1</sup>

- إرساء مبادئ موحدة لتطبيق الحوكمة في المؤسسات؛
- إرساء دستور موحد لتطبيق الحوكمة؛
- ضرورة الاشراف والرقابة على تطبيق المؤسسات لآليات حوكمة جيدة، وتقييم مدى التزامها بقواعد تطبيقها، وكذلك مدى الالتزام بمبادئ السلوك الأخلاقي للمسيرين على أن يتم ذلك بصورة دورية منتظمة؛
- ضرورة تكليف مجالس إدارة شركات المساهمة بالرقابة على كفاءة التطبيق والالتزام بآليات الحوكمة، والافصاح في تقاريرها السنوية عن مدى التزاماتها بتطبيق تلك المنظومة؛
- ضرورة الزام كافة المستويات الادارية للمؤسسات بدستور مبادئ السلوك الأخلاقي وبمبادئ المسؤولية الاجتماعية، مع ضرورة قيامها بالرقابة والتقييم الذاتي؛
- ضرورة قيام السلطة التشريعية بتشديد العقوبات المدنية والجنائية على كل من يقوم من المسيرين بأفعال أو مخالفات مالية تدرج ضمن دائرة الفساد المالي أو الاشتراك فيها أو التواطؤ مع مرتكبيه؛
- ضرورة قيام تلك الهيئات بمتابعة ورصد العوامل المسببة للأزمات في السوق المالية مثل المضاربات غير المنضبطة والارتفاع المغالي في قيم الأسهم والحرص على وجود ضوابط التعاملات في السوق.

## 2- تجربة بعض البورصات الدولية:

كما قلنا سابقاً، تعتبر أسواق الأوراق المالية والبورصات من أكثر الجهات قدرة على إلزام المؤسسات على التقيد بقواعد ومبادئ الحوكمة. وقد أصدرت البورصات بمختلف دول العالم مبادئ وقواعد للحوكمة، نحاول التعرض لبعض هذه البورصات كما يلي:

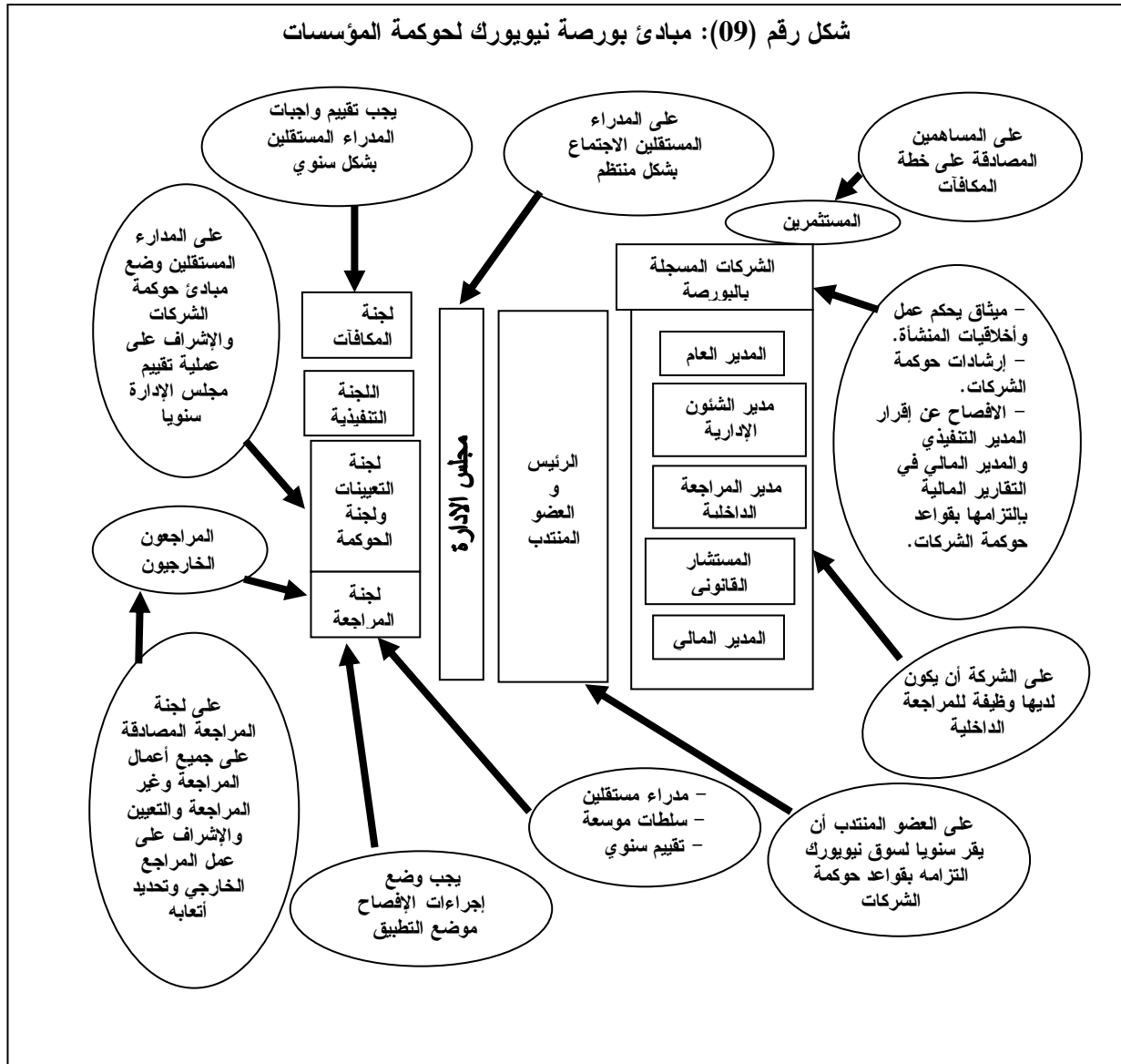
- 1-2. **مبادئ بورصة نيويورك:** أصدرت بورصة نيويورك العديد من المبادئ والقواعد للحوكمة والزمتم بها المؤسسات المسجلة في البورصة، وتتمحور هذه المبادئ حول:<sup>2</sup>
  - تركيبة أعضاء مجالس الإدارة والزامية صفة الاستقلالية؛

<sup>1</sup> عصمت أنور حامد صحصاح، "دراسة تحليلية لدور المراجعين في حوكمة الشركات بالتطبيق على البنوك"، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2007، ص:102.

<sup>2</sup> New York Stock Exchange Final( NYSE), "Final NYSE Corporate Governance Rules", Nov 2003, <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>

- ضرورة وجود لجان للمراجعة، المكافآت والتعيينات. وتكون مشكلة من اعضاء مجلس إدارة مستقلين؛
- على مجلس الإدارة تحديد بدقة المدير المستقل وهو الذي لا يرتبط مع المؤسسة بأي علاقة هامة؛
- على جميع المؤسسات الاحتفاظ بوظيفة مراجعة داخلية؛
- على المؤسسات تبني تشكيل لجان مراجعة والتعيينات والمكافآت وإرشادات وميثاق الحوكمة، والنظام الأساسي للمؤسسة والافصاح عن مهامها.

وقد قامت Sandra C. Vera-Munoz بتوضيح مبادئ بورصة نيويورك في الشكل التالي:



## 2-2. مبادئ بورصة ناسداك: وقد وضعت العديد من المبادئ أهمها:<sup>1</sup>

- أن يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من المستقلين؛
- عقد اجتماعات بشكل منتظم للمدراء والمستقلين؛
- يكون للجنة المراجعة السلطة الوحيدة في تعيين وعزل المراجع الخارجي والموافقة على جميع خدمات غير المراجعة؛
- السماح لعضو واحد غير مستقل ان يكون عضوا في لجنة المكافآت أو التعيينات وفقا لشروط معينة يتم الافصاح عنها؛

وقامت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بدراسة لتبيان مساهمة أسواق الأوراق المالية في حوكمة المؤسسات، وركزت الورقة على تجارب البورصة الاسترالية (ASX)، وسوق ناسداك (NASDAQ) بورصة نيويورك (NYSE)، سوق الأورو نكس (Euronext)، بورصة لندن (LSE)، بورصة طوكيو (TSE)، بورصات NASDAQ OMX Nordic، بورصة تورونتو بكندا (TSX)، بورصة سويسرا (SWX)، بورصة وارسو ببولندا (WSE).

حيث، وبعد اعتماد قانون كادبوري " Cadbury " الوائد في المملكة المتحدة في عام 1992، بدأت

أغلب البورصات والجهات الرقابية في صياغة العديد من القوانين والتوجيهات الخاصة بحوكمة المؤسسات، إذ تشير الاحصائيات أن عدد ها يتجاوز 50 في سنة 2004، وهذا الرقم قد تضاعف كثير خاصة بعد دخول الأسواق الناشئة على الخط. فعلى سبيل المثال قام مجلس حوكمة المؤسسات في استراليا بوضع توصيات تتعلق بحوكمة المؤسسات أشرفت عليها بورصة أستراليا (ASX)، وبالمثل، في الدانمارك تم صياغة التوصيات لجنة خصاصة بحوكمة المؤسسات في بورصة كوبنهاغن (التي أصبحت الآن جزءا من NASDAQ OMX). وقد ساهم سوق Euronext مع لجنة Lippens بصياغة القانون البلجيكي لحوكمة المؤسسات. وهناك بورصات أخرى قامت بمبادرات مماثلة، فبورصة اورونكست لشبونة ساهمت في عمل المعهد البرتغالي لحوكمة المؤسسات الذي صاغ مشروع قانون الحوكمة.

في الممارسة العملية، هناك خاصيتين تحدد قوانين حوكمة المؤسسات وهما: الجوانب التي يحددها القانون وخصوصية التوصيات، فمثلا القانون البلجيكي لحوكمة المؤسسات يعتبر مثال عن القانون الشامل. فهو لا يتناول نفس الموضوعات من المبادئ، ولكن يعطي تفسيرات إضافية وإرشادات عملية لتنفيذها. وبالمقابل مبادئ بورصة طوكيو لحوكمة المؤسسات (2004)، المستلهمة من مبادئ منظمة OCDE، هي أوسع نطاقا وأقل تناولا لقضايا تشدد اهتمام المؤسسات، ويمكن النظر إلى الإصدار اللاحق من مدونة

<sup>1</sup> Nasdaq , " NASDAQ Corporate Governance Standards for Listed Companies" December 11, 2003, <http://www.nasdaq.com/about/CorporateGovernance.pdf>. 02/07/2009

لقواعد السلوك في بورصة طوكيو على أنه محاولة لملء الثغرة. والمثال الثالث هو مبادي وتوجيهات بورصة نيويورك لحوكمة المؤسسات، التي تعتبر، من ناحية، أقل شمولاً من حيث التغطية لاشكاليات الحوكمة، ومن ناحية أخرى، فهي محددة جداً وتوجيهية بخصوص تنفيذ التوصيات، ويعتبر تطبيقها الزامي بالنسبة لمتطلبات الإدراج في السوق.<sup>1</sup>

وتناولت الدراسة عدة جوانب من بينها كيفية تطبيق تلك البورصات للقواعد والتوصيات التي

أصدرتها بخصوص حوكمة المؤسسة المدرجة، وقد تم إعداد الجدول التالي:

جدول رقم (07): دور البورصات الدولية في إعداد ومتابعة قواعد حوكمة المؤسسة

البورصة	إسم القانون أو التوصيات المطبقة بخصوص حوكمة المؤسسات	الالتزام بخصوص الإفصاح عن المعلومات	مساهمة البورصات في إعداد المعايير	مساهمة البورصات في المراقبة والتطبيق
البورصة الاسترالية (ASX)	Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations (تم مراجعته في 2007)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
وسوق ناسداك (NASDAQ)	Corporate Governance Requirements, dispositions intégrées aux Listing Rules (هو ليس قانون)	الإفصاح إجباري	نعم	نعم
بورصة نيويورك (NYSE)	Corporate Governance (2003) Listing Standards	الإفصاح إجباري	نعم	نعم
بورصة طوكيو (TSE)	Principles for Corporate Governance of Listed Companies	خليط بين المبدأين	نعم	لا
سوق الأورنكس (Euronext)	بلجيكا: Code belge de gouvernance d'entreprise (2004)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
	فرنسا: Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (2003)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	لا	لا

<sup>1</sup> Hans CHRISTIANSEN and Alissa KOLDERTSOVA, "The role of Stock Exchange in Corporate Governance", OECD, 2009.P:06-07.



		مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	البرتغال: Code des Recommandations (2001)	
لا	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	هولندا: Code néerlandais sur le gouvernement d'entreprise (2003)	
لا	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	Combined Code ( تم مراجعته في 2006 )	بورصة لندن ( LSE )
نعم	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	الدانمارك: Recommendations on Corporate Governance	بورصات NASDAQ OMX Nordic
نعم	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	فلندا: Corporate Governance Recommendations (2003)	
نعم	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	إسلندا: Guidelines on Corporate Governance ( تم مراجعته في 2005 )	
نعم	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	السويد: Swedish Code of Corporate Governance ( تم مراجعته في 2008 )	
نعم	نعم	الافصاح إجباري	National Instrument 58-101 – Disclosure of Corporate Governance Practices (2005)	بورصة تورونتو ( TSX )
نعم	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	Corporate Governance Directive (2002)	بورصة سويسرا ( SWX )
نعم	نعم	مبدأ الامتثال أو التبرير ( CoE )	The Code of Best Practice for WSE Listed Companies ( تم مراجعته في 2007 )	بورصة وارسو ببولندا ( WSE )

المصدر: Hans CHRISTIANSEN and Alissa KOLDERTSOVA, "The role of Stock Exchange in

Governance", OECD,2009.P:08. Corporate

وقد لاحظت الدراسة أن هناك تفاوتاً واختلافاً من قبل البورصات في الامتثال لقوانين الحوكمة، وأغلب البورصات التي مستها الدراسة توظف مبدأ الامتثال أو التبرير (comply or explain) (CoE)، ووفقاً لهذا النهج، يمكن للمؤسسات المدرجة تجاهل بعض الجوانب من القانون، لكن ينبغي عليها في هذه الحالة الإفصاح عن هذه الحقيقة فضلاً عن تبرير دوافع تلك القرارات. والبديل لهذا النهج والمبدأ

في دول *OCDE* هو الإفصاح الكامل للمؤسسات عن ترتيبات الحوكمة. وفي دول الاتحاد الأوروبي، الاعتماد على مبدأ *CoE* تم تسهيله عن طريق المرسوم 2006/46/CE الذي تم دمجها في القانون الوطني للدول الأعضاء. وفي الأسواق التي تتشغل حسب مبدأ *CoE*، الدور الرئيسي لأسواق الأوراق المالية هو ضمان أن المعلومات المفصّل عنها من قبل المؤسسات تبقى ذات معنى حقيقي من غير ضمان إن ذلك الإفصاح يخفي جانب أو جوانب عديدة من الحقيقة. ومن خلال مبدأ *CoE*، هناك تفاوت بين مدى الإفصاح عن المعلومات المالية والرقابة أو العقاب على المؤسسات. على سبيل المثال، يمكن أن يطلب من المؤسسات المدرجة الكشف عن ما إذا كانت تمتلك لجوانب معينة من أحكام القانون أو تمتثل للقانون برمته. فالبورصات في هذه الحالة أو الهيئات المراقبة لا تمتلك نفس القدرة على مراقبة المؤسسات التي لا تقوم بالإفصاح الكامل عن المعلومات. وفي أغلب الحالات القوانين التي تعتمد على مبدأ *CoE* تتم المراقبة بشكل أو بآخر من قبل المنظمين، كما يمكن أن تكون من قبل المساهمين ( خاصة في هولندا )، أو على الأقل يترك الأمر لقوى السوق ( كما في فرنسا ) التي تسمح بضمن احترام القوانين. وفي معظم الحالات تشارك البورصات بشكل أو بآخر، على مراقبة الامتثال للقانون، على الرغم من أن قدرتها على اتخاذ إجراءات عقابية يستند إلى الأحكام القضائية التي يعتمد عليها القانون، وإلى الأطر التي تنظم التعامل في الأوراق المالية.

ويمكن للبورصات أن تراقب امتثال المؤسسات للقانون بطريقة أكثر مباشرة وصرامة، من خلال إدماجها في متطلبات القيد والإدراج. على سبيل المثال، في استراليا، فقط تلك التوصيات من القانون والتي هي جزء من قواعد القيد والإدراج، تخضع لمراقبة منتظمة وإجراءات عقابية من قبل بورصة *ASX*، في حين أن التوصيات الأخرى تطبق عليها مبدأ *CoE*. في الوم.أ، المؤسسات المقيدة في بورصة نيويورك والمسجلة في لجنة بورصة الأوراق المالية *SEC* هي ملزمة بالامتثال لمعايير حوكمة المؤسسات المدرجة وفي حالة التجاوز يمكن إرسال رسالة تحذير أو حتى الشطب من القائمة الإدراج. ونفس الشيء عند بورصة سويسرا *SWX*، يمكن فوض مجموعة من العقوبات في حالة عدم الامتثال لمتطلبات الإدراج والأحكام اللازمة لتنفيذها (بما في ذلك تلك المتصلة بقضايا حوكمة المؤسسات). أما في باريس، في بورصة أوروبا نكست لا تمتلك سوى وسائل محدودة للمراقبة، إذ لا يتم تضمين التوصيات المتعلقة بالحوكمة في قواعد القيد والإدراج التي تحددها هذا السوق وعدم الاعتراف بها قانوناً.

وبينت الدراسة كذلك أن معظم توصيات حوكمة المؤسسات هي مبادئ تعاقدية غير ملزمة، وتقتصر أسواق الأوراق المالية على الوسائل المتاحة لها لمعاقبة المخالفين. وتحال عادة حالات الجرائم الخطيرة والمنكررة لهيئات السوق. وفي أغلب الأحيان، وعلى المدى القصير، تبدأ البورصات في الكشف عن قلقها

إزاء التزام المؤسسات بالممارسات الجيدة للحوكمة، بعد ذلك يأتي دور المستثمرين في تقييم حالة المؤسسة مباشرة من خلال آلية تسعير الأوراق المالية.<sup>1</sup>

ومن خلال الدراسة كذلك اتضح أن أغلب المبادئ والتوصيات في البورصات الدولية هي مستمدة من مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية التي صدرت سنة 1999 وتم تعديلها سنة 2004، وهذه المبادئ هي:<sup>2</sup>

أ. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة ال مؤسسات: ينبغي أن يشجع إطار حوكمة ال مؤسسات على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقا مع حكم القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.

• ينبغي أن يتم وضع إطار حوكمة ال مؤسسات بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل، ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية.

• ينبغي أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة ال مؤسسات في نطاق اختصاص تشريعي ما، متوافقة مع حكم القانون، وذات شفافية، وقابلة للتنفيذ.

• ينبغي أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات، في نطاق اختصاص تشريعي ما، محدداً بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة.

• ينبغي أن تكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة، والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بطريقة متخصصة وموضوعية . فضلا عن أن أحكامها وقراراتها ينبغي أن تكون في الوقت المناسب وشفافة مع توفير الشرح التام لها.

ب. حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية: ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم.

• ينبغي أن تتضمن الحقوق الأساسية للمساهمين الحق في : طرق مضمونة لتسجيل الملكية ، إرسال أو تحويل الأسهم، الحصول على المعلومات المادية وذات الصلة بالشركة في الوقت المناسب وعلى أساس منتظم، المشاركة والتصويت في الجمعية العامة للمساهمين ، انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، نصيب من أرباح الشركة.

• ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في المشاركة في، وأن يحصلوا على المعلومات الكافية عن القرارات التي تخص أي تغييرات أساسية في الشركة مثل : تعديل النظام الأساسي، أو عقد

<sup>1</sup> Ibid , P :08-09.

<sup>2</sup> OECD, " Principles of Corporate Governance 2004 ", site web: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

التأسيس، أو ما يماثلها من المستندات الحاكمة لمؤسسة ، الترخيص بإصدار أسهم إضافية ، العمليات الاستثنائية، بما في ذلك تحويل كل أو ما يكاد أن يكون كل الأصول، بما يؤدي في الواقع إلى بيع المؤسسة.

- ينبغي أن تكون للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، وينبغي أن يحاطوا علمًا بالقواعد التي تحكم اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين بما في ذلك إجراءات التصويت.
- ينبغي الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن لبعض المساهمين أن يحصلوا على درجة من السيطرة لا تتناسب مع ملكياتهم من الأسهم.
- ينبغي السماح لأسواق السيطرة على الشركات بالعمل بطريقة تتميز بالكفاءة والشفافية.
- ينبغي تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية، بما في ذلك المستثمرون المؤسسيون.
- ينبغي السماح للمساهمين، بما فيها المستثمرون المؤسسيون، أن يتشاوروا مع بعضهم بعضا فيما يتعلق بالموضوعات الخاصة بالحقوق الأساسية للمساهمين وفقا للتعريف الوارد في المبادئ، مع بعض الاستثناءات لمنع إساءة الاستغلال.

**ج. المعاملة المتساوية للمساهمين :** ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين، بما في ذلك مساهمي الأقلية والساهمين الأجانب. وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم

- ينبغي معاملة كافة المساهمين حملة نفس طبقة الأسهم معاملة متساوية.
- ينبغي منع التداول بين الداخليين والتداول الصوري والشخصي.
- ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين بالشركة أن يفصحوا لمجلس الإدارة عما إذا كانت لهم سواء بشكل مباشر، أو غير مباشر، أم بالنيابة عن طرف ثالث أي مصلحة مادية في أي عملية أو موضوع يمس الشركة بطريق مباشر.
- د. دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات :** ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة لاتفاقات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة، وفرص العمل، واستدامة المنشآت السليمة ماليا.
- يجب احترام حقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة لاتفاقات متبادلة.
- عندما يكفل القانون حماية المصلحة، ينبغي أن تكون لأصحاب المصلحة فرصة الحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم.

• ينبغي السماح بوضع آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين.

- عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة الشركة، ينبغي السماح لهم بالحصول على المعلومات ذات الصلة، وبالقدر الكافي، والتي يمكن الاعتماد عليها في الوقت المناسب وعلى أساس منتظم.
- ينبغي لأصحاب المصالح، بما في ذلك أفراد العاملين وهيئات تمثيلهم، أن يتمكنوا من الاتصال بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية، وينبغي عدم الانتقاص أو الغض من حقوقهم إذا ما فعلوا ذلك.
- ينبغي أن يستكمل إطار حوكمة الشركات بإطار فعال وكفء للإعسار، وإطار فعال آخر لتنفيذ حقوق الدائنين.
- **هـ. الإفصاح والشفافية:** ينبغي في إطار حوكمة الشركات 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.
- ينبغي أن يتضمن الإفصاح، ولا يقتصر على، المعلومات التالية: النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة، أهداف الشركة، الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت، سرياسة 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.
- ينبغي إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي.
- 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.
- ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابليين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين، عليهم واجب بالنسبة للشركة هو أنه يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة.
- ينبغي في قنوات بث المعلومات أن توفر فرصة متساوية وفي التوقيت المناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة.

- ينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين، والسامسة، 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.
- ز. **مسؤوليات مجلس الإدارة:** ينبغي في إطار حوكمة الشركات ان يضمن التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة، والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، ومحاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين.
- ينبغي على أعضاء مجلس الإدارة أن يعملوا على أساس من المعلومات الكاملة، وبحسن النية، مع العناية الواجبة، وبما يحقق أفضل مصلحة للشركة والمساهمين.
- إذا ما كانت قرارات مجلس الإدارة ستؤثر في مختلف مجموعات المساهمين بطرق مختلفة، فإن على مجلس الإدارة أن يعامل كافة المساهمين معاملة عادلة.
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يطبق معايير أخلاقية عالية . وينبغي أيضاً أن يأخذ في الاعتبار مصالح واهتمامات أصحاب المصالح في الشركة.
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يكون قادراً على ممارسة الحكم الموضوعي المستقل على شئون الشركة.
- حتى يمكن لأعضاء مجلس الإدارة أن يقوموا بمسؤولياتهم، فإنه ينبغي أن تتاح لهم كافة المعلومات الصحيحة ذات الصلة في الوقت المناسب.
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يقوم بوظائف رئيسية معينة، تتضمن:
  - استعراض وتوجيه استراتيجية الشركة، وخطط العمل الرئيسية، وسياسة المخاطر، والموازنات التقديرية، وخطط العمل السنوية، ووضع اهداف الأداء، ومراقبة التنفيذ، وأداء الشركة، مع الاشراف على المصروفات الرأسمالية الرئيسية، وعمليات الاستحواذ، والتخلي عن الاستثمار.
  - الإشراف على فعالية ممارسات حوكمة المؤسسة وإجراء التغييرات إذا لزم الأمر.
  - اختيار، وتحديد مكافآت ومرتبات، والإشراف على كبار التنفيذيين بال مؤسسة، واستبدالهم، إذا لزم الأمر، مع الإشراف على تخطيط تداول المناصب.
  - مراعاة التناسب بين مكافآت كبار التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة ومصالح المؤسسة والمساهمين في الأجل الطويل.
  - ضمان الشفافية في عملية ترشيح وانتخاب مجلس الإدارة التي يجب أن تتم بشكل رسمي.
  - رقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح إدارة المؤسسة، وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين.

- ضمان نزاهة حسابات المؤسسة، ونظم إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، مع ضمان وجود نظم سليمة للرقابة، وعلي وجه الخصوص وجود نظم لإدارة المخاطر، والرقابة المالية، ورقابة العمليات، والالتزام بالقانون والمعايير ذات الصلة..

- الإشراف علي عمليات الإفصاح والاتصالات.

### 3- دور لجنة الأوراق المالية الأمريكية SEC وتأثير قانون Sarbanes Oxley على حوكمة المؤسسات:

تعتبر هيئة الأوراق المالية والبورصات SEC *Securities and Exchange Commission* الجهة الأولى المسؤولة عن مراقبة وتنظيم عمليات التداول في الاسواق المالية لحماية مصالح المستثمرين والإشراف على الاسواق المالية. وقد انشأت هذه الهيئة بموجب قانون الاوراق المالية الامريكي الصادر سنة 1933 وتشرف على الوسطاء والوكلاء وعلى خبراء ومستشاري الاستثمار وصناديق الاستثمار. وتتألف الهيئة من خمسة مفوضين يعينهم رئيس الجمهورية لمدة خمسة سنوات، وتتشكل من أربعة اقسام رئيسية و 18 مكتب أهمها الذي يعد المستشار والشخص المؤهل لتقديم مكتب كبير المحاسبين الاقتراحات للهيئة بكل مايتعلق بتنظيم الحسابات والمراجعة، وينسق هذا المكتب مع المنظمات المحلية والدولية التي تضع معايير المحاسبة والتدقيق وللهيئة حوالي 2900 موظف، وتقوم اقسام الهيئة الاربعة بالمهام التالية:<sup>1</sup>

3-1. **قسم تمويل المؤسسات (Division of Corporate Finance):** يشرف هذا القسم على عمليات الإفصاح عن المعلومات المعروضة من قبل المؤسسات سواء عند الاصدارات الاولية لها او الإفصاح الدوري المستمر، ويقوم القسم بمراجعة وثائق الإفصاح المطلوبة من الشركات المساهمة مثل وثيقة تسجيل الاصدار الجديد والتقارير المالية الدورية والسنوية وطلبات الدمج والحياسة *(Mergers) Acquisitions Filings*.

3-2. **قسم تنظيم السوق (Division of Market Regulation):** ومهمة هذا القسم وضع المعايير لضمان تداول عادل وذو كفاءة عالية للاوراق المالية، من خلال تنظيم البورصة وشركات الوساطة وبيوت المقاصة وشركات حفظ سجلات التداول ونقل ملكية الاسهم والمعلومات المشورة.

3-3. **قسم ادارة الاستثمار (Division of Investment Management):** ينظم عمل صناديق الاستثمار وخبراء ومستشاري الاستثمارات وتحديد هيكل ووسائل تطوير الإفصاح وتخفيض الخطر على المستثمرين.

<sup>1</sup> دريد آل شبيب ، عبد الرحمن الجبوري، " أهمية تطوير هيئة الرقابة على الاوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورلدكم الأمريكية (WORLD COM-) " المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الادارية والمالية ، جامعة فيلاديلفيا ، الأردن، 2005.

**3-4. قسم فرض النظام (Division of Enforcement):** ويهتم هذا القسم في التحقيق بمخالفات المتعاملين لانظمة تداول الاوراق والاسواق المالية، وتشمل هذه المخالفات التداول من الداخل (*Insider Trading*)، والتي تتم من، خلال استغلال مدراء وموظفي شركات المعلومات بحكم وظائفهم ما يتوفر لديهم من معلومات عن عمليات شراء وبيع الاسهم قبل نشرها على جمهور المستثمرين، مما يؤدي الىالتاثير على اسعارها في السوق المالي اذا ما تم استخدامها لاغراض تحقيق الارباح،والتحقيق في مخالفات الوسطاء الماليين ووكلاء الاسهم بسبب عدم معاملة الزبائن بشكل عادل، ويهتم ايضا بالمخالفات الاخرى التي تتعلق بتزوير وحذف المعلومات الجوهرية عن الاوراق المالية، والتلاعب باسعار الاوراق المالية في السوق او سرقة واختلاس اموال العملاء او الاوراق المالية المودعة، وكذلك في حالة اصدار وبيع اوراق مالية غير مستكملة التسجيل القانوني ويقترح العقوبات المناسبة على هيئة المفوضين.

وتشرف هذه الهيئة على تجارة الاوراق المالية وتدقق منشورات اصدارات الاسهم والافصاح عن المعلومات وتقبل او ترفض اية مستندات بخصوص تسجيل الاسهم، وتراقب الاسواق المالية وتتاكد من أن جميع عمليات البيع والشراء اليومية تتم بطريقة سليمة .

ويمكن القول أو الوظيفة الرئيسية لـ SEC هي الرقابة والاشراف على قوانين الأوراق المالية الفيدرالية التي تنص على وحب أن تقوم المؤسسات العامة بالافصاح عن كل المعلومات بصدق وامانة. وتقوم كذلك بمراجعة الوثائق والتقارير المقدمة لها طبقا للقوانين والتحقق في المخالفات المحتملة، فهي بذلك جهة رقابية هامة على المؤسسات وهي الوظيفة التي أنشئت من أجلها، فدورها في تعزيز الحوكمة يعتبر بالغ الأهمية، خاصة في مجال الحرص على تطبيق القوانين بحذافرها. وفي هذا المجال مرت الولايات المتحدة الأمريكية بعدة قوانين، وهي ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم (08): القوانين الأمريكية الصادرة لحماية المستثمرين

القانون	الغرض منه	الأحداث التي سبقته
<b>1933-1934:</b> قانون الأعمال المصرفية (قانون <i>Glass Steagall</i> ) وقانون بورصات الأوراق المالية	يفصل الصيرفة التجارية عن الصيرفة الاستثمارية، وقام بإنشاء SEC كجهة منظمة للسوق.	فضائح المؤسسات ومجتمع الاستثمار وانهيار سوق الأوراق المالية في 1929 وما يلي ذلك من هبوط السوق، قضى على 90% من مؤشر داو جونز.
<b>1940:</b> قانون شركات الاستثمار وقانون مستشاري الاستثمار	ينظم شركات الاستثمار ومستشاري الاستثمار	تراجع السوق بنسبة 25% من أكتوبر 1939 إلى ماي 1940.
<b>1970:</b> قانون حماية المستثمرين	أنشأ مؤسسة لحماية المستثمرين	تراجع السوق بنسبة 30% من



أفريل 1969 إلى جوان 1970.	في الأوراق المالية وحماية من عجز السماسرة عند السداد.	في الأوراق المالية.
سوق منخفضة طويلة من ديسمبر 1972 إلى سبتمبر 1974. وانخفاض مؤشر داو جونز بقيمة 40%.	ينظم صناديق المعاشات.	1974: قانون ضمان دخل تقاعد الموظفين.
انهيار سوق الأوراق المالية في 1987 وانخفاض مؤشر داو جونز بأكثر من 40%.	يزيد العقوبات والمسؤوليات عند المتاجرة الداخلية والأنشطة الاحتيالية.	1988: قانون المتاجرة الداخلية واحتيال الأوراق المالية.
فضائح المؤسسات ومجتمع الاستثمار واستمرار انخفاض السوق لسنتين ونصف، جعلت مؤشر داو جونز يتراجع بـ 35% ومؤشر ناسداك بـ 75%.	يزيد من تنظيم المدققين ويطيل عقوبة السجن في حالات جرائم الموظفين وينشئ المزيد من قوانين احتيال المؤسسات.	2002: قانون الإصلاح المحاسبي للمؤسسات العامة وحماية المستثمرين.

المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية: 2009، ص: 485.

من الجدول، يتبين تاريخياً أن الو.م.أ قامت بسن قوانين الأوراق المالية والاستثمار كرد فعل على أحداث وليس مبداء. فقد استجابت الحكومة الأمريكية لوضع قواعد تنظيمية وقوانين جديدة وأكثر صرامة في وجه نوعين من الظروف: تدهور الأسواق الرئيسية و/أو ظهور فضائح مالية، فقوانين الأوراق المالية الصادرة في 1933 و 1934 جاءت بعد تفجر مشكلات حوكمة المؤسسات في أواخر العشرينيات وانهيار سوق الأوراق المالية في 1929 معلنا بداية الكساد الكبير. وجاءت قوانين مؤسسات ومستشاري الاستثمار في 1940 عقب تدهور في السوق الذي تراجع بنسبة 25% . وجاء إنشاء مؤسسة حماية المستثمرين في الأوراق المالية *Securities Investor Protection Corporation* " SIPC " في سنة 1970 بعد تدهور كذلك في السوق بنسبة 30% . كذلك فقد صدرت قوانين حماية المستثمر بعد تدهور السوق في أوائل السبعينيات. ثم قوانين 1988 جاءت مباشرة بعد أزمة 1987.

ثم جاء القانون الهام في 2002، وهو قانون الإصلاح المحاسبي للمؤسسات العامة وحماية المستثمر عقب فضاح مالية لمؤسسات كبرى كمؤسسة *ENRON* ومؤسسة *WORLD COM* ، ويسمى هذا القانون كذلك بقانون ساربنيس-أوكسلي *Sarbanes-Oxley* أو اختصار قانون *SOX*.

قانون ساربينز أوكسلي هو قانون أقره مجلس النواب الأميركي في عام 2002. قانون يغطي قضايا مثل استقلال المراجع، ومسؤولية الشركات ويضع معايير جديدة أو محسنة لجميع المؤسسات العامة للولايات المتحدة، والإدارة وشركات المحاسبة العامة. وهو يعتبر واحدا من أهم التغييرات في قوانين الولايات المتحدة للأوراق المالية. وكان القانون يرمي إلى إعادة النظر في جميع متطلبات مراجعة الحسابات. قانون يعطي صلاحيات ومسؤوليات إضافية إلى لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة.

فمن خلال الفصائح المالية، تم توقيع هذا القانون في 30 جوان 2002 وسمي نسبة لمهندسيه الرئيسيين: عضو مجلس الشيوخ بول ساربانيس *Paul Sarbanes* والنائب مايكل أوكسلي *Michael Oxley*. أدخل هذا القانون تغييرات تشريعية هامة للممارسات المالية وتنظيم حوكمة المؤسسات. وينقسم إلى إحدى عشرة عنوان كل عنوان رئيسي يتضمن عدة أقسام فرعية<sup>1</sup> : العنوان الأول يتعلق ب مجلس الرقابة المحاسبية على الشركات العامة، العنوان الثاني استقلالية المراجع، العنوان الثالث مسؤوليات المؤسسات، العنوان الرابع تعزيز عمليات الإفصاح المالي، العنوان الخامس تحليل تضارب المصالح، العنوان السادس لجنة الموارد والسلطة، العنوان السابع دراسات وتقارير، العنوان الثامن مساءلة احتيال المؤسسات، العنوان التاسع تعزيز العقوبات، العنوان العاشر عوائد ضرائب المؤسسات، العنوان الأخير احتيال المؤسسات والمساءلة.

ولهذا القانون تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على حوكمة المؤسسات من خلال تناول قضايا مختلفة تتعلق بتحسين جودة عملية اعداد التقارير المالية، وعمليات الإفصاح وتعزيز المعايير الأخلاقية للمؤسسات وتفعيل أنظمة الرقابة الداخلية ومسؤوليات مراجعي الحسابات وتعزيز مساءلة المؤسسات وذلك لمنع مظاهر الفساد والاحتيال المحاسبي للمؤسسات المدرجة بلجنة تنظيم الأوراق المالية الأمريكية، وحماية مصالح حملة الأسهم والأطراف الأخرى ذات العلاقة.

### المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وتعزيز الإفصاح والشفافية

يعتبر موضوع كفاءة السوق المالية من المواضيع التي لقيت اهتمام كبيرا ومتزايدا، لما له من تأثير على النشاط ودينامكية السوق، نحاول في هذا المبحث تبيان كيف يمكن لكفاءة السوق أن تصبح وسيلة لمراقبة المؤسسات وتحسين نظام الحوكمة فيها من خلال التركيز على الإفصاح عن المعلومات ودرجة شفافيتها.

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الاطلاع على القانون من الموقع <http://www.soxlaw.com> او النص الأصلي التفصيلي من الموقع: [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107\\_cong\\_reports&docid=f:hr610.107.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=107_cong_reports&docid=f:hr610.107.pdf)

## 1- ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية:

نتطرق في هذه النقطة إلى تحديد تعريف لكفاءة السوق، ثم تبيان مختلف صيغها، وهذا تمهيدا لدراسة تأثيرها على حوكمة المؤسسات.

### 1-1. مضمون كفاءة السوق:

يقصد بالسوق الكفاء ، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما ، كافة المعلومات المتاحة ... والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم ، وإذا كان الأمر كذلك ، فإنه يمكن الإدعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية<sup>1</sup>. وحسب Bruno COLMANT & Roland Gillet & Ariane Szafarz يمكن تعريف مفهوم كفاءة السوق من ثلاث وجهات:<sup>2</sup>

- من خلال نطاق تخصيص الموارد: السوق الكفاء هو الذي يتطور فيه سعر الأوراق المالية بصورة موازية لتطور معدلات العائد الحدي الذي يعكس مستوى المخاطر بين كل المدخرين وبين كل المستثمرين.
- من وجه النظر التشغيلية: السوق الكفاء هو الذي يؤدي تنظيمه إلى تدنية الخلافات في عمليات التداول. وبوجه خاص، تثبت تكاليف الصفقات بمستويات يحقق من خلالها المتعاملون أرباح تنافسية.
- من وجهة النظر المعلوماتية: في السوق الكفاء، يعكس سعر الأصول في كل لحظة، كافة المعلومات المتاحة.

وهناك مفهوم آخر أكثر شمولاً، فيقصد بكفاءة السوق أن سعر الورقة المالية المتداولة في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستنعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق. وهذا يعني أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للسعر وينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للسهم. والاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تعني ثلاثة أمور في غاية الأهمية:<sup>3</sup>

الأمر الأول: أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة. أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.

<sup>1</sup> الهندي منير ابراهيم، مرجع سبق ذكره، ص: 489.

<sup>2</sup> Bruno COLMANT & Roland Gillet & Ariane Szafarz, **Efficiency des marches: concepts, bulles spéculatives, et image comptable**, 2<sup>e</sup> ED, larcier, 2009, P: 6.

<sup>3</sup> محمد بن سلطان السهلي، التحليل المالي : نظرة محاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة، الرياض، 2008. ص: 66.

الأمر الثاني: أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة واستوعبتها جيدا وتعاملت معها بإحداثيات تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.

الأمر الثالث: أن المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وأن قدراتهم على التحليل متقاربة الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة. وهنا فإن من الضروري التأكيد أن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى صورتين التاليتين: الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين، أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين. أما فيما يتعلق بالعوائد غير العادية فهي تلك العوائد التي يحققها البعض على حساب البعض الآخر، أي أن ما يحققه متعامل معين يكون على حساب متعامل آخر وذلك بسبب المعلومات الخاصة التي تتوافر للمتعامل الأول ولم تتوافر للمتعامل الثاني.

وعلى العموم مفهوم كفاءة السوق المالية له على الأقل ثلاثة أبعاد وهي<sup>1</sup>:

- **الكفاءة الإعلامية** *L'efficience informationnelle*: وتعتبر إحياء وامتداد لمفهوم السوق الكاملة في القرن التاسع عشرة، وحسب هذا المفهوم تكون السوق كفاءة إذا انعكست جميع المعلومات المناسبة لتقييم الأصول المالية في أسعارها.
- **السلوك الرشيد للمتعاملين في السوق** *Comportement rationnel des acteurs sur le marché*: وهو البعد الثاني، حيث يتوقف على عقلانية ورشادة مجموع المتعاملين في السوق، فنكون السوق فعالة، إذا عكست أسعار الأوراق المالية، توقعات المستثمرين الرشيدة لمداخلهم الموظفة.
- **الكفاءة الوظيفية** *Efficience fonctionnelle*: وتتمثل في قيام السوق المالية لجميع وظائفها المذكورة سابقا.

وكفاءة سوق المالية قد تكون كفاءة كاملة توفر كل شروط المنافسة التامة\*، ولكن الواقع يظهر عدم إمكانية تحقق هذه الشروط من جهة، ووجود قيود وممارسات تمنع تطبيقها على أرض الواقع من جهة أخرى. هذا الأمر يجعلنا ننقل من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية التي تعتبر أكثر ملاءمة وأكثر واقعية، وتكون فيها القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية بسبب تباطؤ وصول المعلومات، أو بسبب وجود تكلفة لهذه المعلومات أو ضرائب وغيرها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>B.JACQUELLOT & B.SOLNIK, *Op cit.* P : 43 – 45

\* شروط المنافسة التامة هي : إتاحة المعلومات في السوق للجميع وبدون تكاليف ؛ لا توجد قيود على التعامل ؛ هناك عدد كبير من المستثمرين ؛ توفر صفة الرشادة في المستثمرين .

<sup>2</sup> هندي منير إبراهيم هندي أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999 ، ص : 494 - 497 .

إن تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يتطلب أن تتوفر مجموعة من الشروط أهمها:<sup>1</sup>

1. يتمتع المستثمرون بالرشد الاقتصادي وهدفهم السعي إلى تعظيم المنفعة الخاصة لكل واحد منهم .
2. عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث نفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها .
3. توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة.
4. وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار .
5. وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة وحماية المستثمرين وبيوت الخبرة وصناديق الاستثمار مستشاري الاستثمار ،وتعمل بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.

ولتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية ينبغي تحقيق سمتين بارزتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:<sup>2</sup> كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية": يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية": ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للصفقات ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق هامش ربح غير عادي.

وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

## 1-2. الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

مما سبق شرحه يتضح أن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها

<sup>1</sup> Philippe GILLET, L'efficience des marchés financiers, Economica :Paris,1999,P :17-18.

<sup>2</sup> مفتاح صالح، معافي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة عدد 07 2009-2010، ص: 186-187.

غير كفاء بالنسبة لنظام آخر لذلك قام العديد من الباحثين مثل Fama<sup>1</sup> ، بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تتمثل في ثلاثة فروض هي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق وفرض الصيغة متوسطة القوة وفرض الصيغة القوية:<sup>2</sup>

**1-2-1. فرض الصيغة الضعيفة:** وتفترض أن الأسعار في السوق تعكس تمامًا كل المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار، لذلك فإن تطبيق أي قاعدة من قواعد التعامل أو التحليل والتي تعتمد على المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة) وتسمى بالمعلومات السوقية التاريخية التي لن تعطي أي عائد إضافي، ولأن الأسعار الجارية تعكس بالفعل كل التغيرات السعرية السابقة، فلن تكون هناك أي علاقة بين التغيرات في الأسعار والمعلومات التاريخية ويصبح إثبات القدرة على التنبؤ بالتحركات في الأسعار من خلال المعلومات التاريخية، دليلاً على أن بعض هذه المعلومات لم تستوعبها الأسعار بعد، وأن التغيرات في الأسعار غير عشوائية، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد. وبهذا فإن هذه الصيغة تختلف مع وجهة نظر الفنين الذين يقولون أنه يمكن التنبؤ بأسعار المستقبل من خلال المعلومات التاريخية لهذه الأسعار، ثم الاعتماد على هذه التوقعات في الحصول على أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد تم قياس هذه الصيغة داخل الأسواق من خلال قياس مدى إمكانية الاعتماد على البيانات التاريخية للأسعار في التنبؤ بالمستقبل.

**1-2-2. فرض الصيغة المتوسطة القوة:** تفترض هذه الصيغة أن أسعار الأوراق المالية تتغير تغيراً سريعاً تبعاً لأي معلومات عامة جديدة مثل المعلومات عن الأرباح، الأخبار الاقتصادية، الأخبار السياسية، أخبار تجزئة الأسهم، كل هذه تعتبر معلومات عامة وجديدة وهذه الصيغة للكفاءة في المستوى المتوسط تتضمن في محتواها الصيغة الضعيفة فالمعلومات العامة تتضمن المعلومات التاريخية السوقية مثل (أسعار الأسهم، وحجم التعامل ... الخ) بالإضافة للمعلومات العامة الجديدة، وطبقاً لهذه الصيغة لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح إضافية بناءً على المعلومات الجديدة بعد أن تصبح عامة للجميع، أي بعد الإعلان عن حدث ما، ولأن السعر يكون قد عكس بالفعل أثر تلك المعلومات. هذا وتقوم دراسات هذه الصيغة على أساس قيام المحلل بتقييم مدى استيعاب أسعار أسهم الشركات لحدث معين، وهذا الاختبار أصعب

<sup>1</sup> Fama E, "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", Journal of finance, may, 1970, vol. 25, No.2, pp.383-417

<sup>2</sup> تم الاعتماد في هذه النقطة على:

- محمد يوسف عنتر الفالوجي ، " اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في اسوق 2004-2005" ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية ، غزة، 2007.ص:36-39.
- الحناوي محمد صالح ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات " مدخل الهندسة المالية " ، الدار الجامعية : الإسكندرية، 1998، ص: 127 - 130.
- Fama E , Op cit,P :388-389

بكثير مما يبدو، فهناك العديد من الأحداث التي قد تحدث في نفس اليوم الذي يظهر فيه الحدث محل الدراسة وبالتالي يصعب دراسة أثر هذا الحدث بشكل منفصل، وقد اختبرت هذه الصيغة المتوسطة باستخدام أحداث مختلفة مثل الإعلان عن الأرباح والإعلان عن تجزئة الأسهم وجاءت نتيجة تلك الدراسات في صالح هذا الفرض.

**1-2-3. فرض الصيغة القوية:** تفترض هذه الصيغة أن أسعار الأوراق المالية تعكس تمامًا كل المعلومات المتاحة العامة وغير العامة، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفاً بحيث إن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت، ولكي يكون السوق كاملاً لا بد من توافر ثلاثة شروط أساسية هي: لا يوجد مصاريف للتعامل على الأوراق المالية، كل المعلومات متاحة للجميع وبسهولة. الكل متفق حول الأثر الحقيقي على السعر الحالي. وتعتبر دراسة فرض الصيغة القوية على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة، حيث يتم قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين لهم القدرة على الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة، مثل المتخصصين في تحليل الأوراق المالية وهم صناع السوق، والمؤسسات المالية المتخصصة وكبار المسيرين وكبار العاملين في المؤسسة التي يستثمرون فيها أموالهم. وقد جاءت معظم نتائج الدراسات الخاصة بالصيغة القوية في غير صالح هذه الصيغة فالسوق الكامل الكفاءة لا يكون له وجود في العالم الحقيقي، لذلك فإن من قام بوضع هذا الفرض، أوضح أن الصيغة القوية تعتبر صيغة متطرفة للكفاءة قد تتحقق ولكن من الصعب الوصول إليها داخل السوق.

## 2- تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية على عملية الإفصاح والشفافية في المؤسسة:

من خلال النقطة السابقة، فالسوق الكفاء هي التي تنعكس فيها المعلومات المفصح عنها من قبل المؤسسة بصدق على أسعار الأوراق المالية. فيرى الباحث أن هذا الخاصية تعتبر من آليات مراقبة المسيرين وانضباطيتهم، فيسعى المسيرون في غالب الأحيان إلى محاولة تبيان كفاءتهم وادائهم من خلال حرصهم على أن تكون أسعار أوراق المؤسسة التي يديرونها مرتفعة ومستقرة، ولا يتأتى ذلك إلا بالإفصاح عن كل المعلومات الضرورية التي يحتاج إليها المستثمرين، وإلا فإن السوق، والتي تتمتع بالكفاءة المطلوبة، ستقوم بمعاقتهم عن طريق انخفاض الأسعار. كما أن الكفاءة التشغيلية للسوق تستدعي أن تلتزم المؤسسات بالإفصاح التام عن كل المعلومات وبشفافية.

2-1. الإفصاح والشفافية من منظور حوكمة المؤسسات: يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة المؤسسات، لذا لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على دور الإفصاح والشفافية في تعزيز نظام الحوكمة خاصة وأنهما من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة ويمثلان أحد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل المؤسسات.

والإفصاح المحاسبي هو إتباع سياسة الوضع الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، ويعد الإفصاح من أهم المبادئ الرئيسية لأعداد القوائم المالية، مما يعني أن تشتمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمؤسسة لتجنب تضليل الأطراف أصحاب المصلحة. فهو أداة محاسبية يهتم 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>1</sup>

والمفهوم السابق يبين أن الإفصاح يتمحور حول المكونين التاليين : المكون الأول: هي المعلومات حيث يجب أن تتضمن القوائم والتقارير المحاسبية المعلومات الضرورية أو الكافية والصحيحة والحقيقية وغير المضللة. المكون الثاني هم مستخدموا المعلومات الذين يتفرعوا إلى مستخدمين داخليين ومستخدمين خارجيين، فالمستخدم الداخلي يتمثل بإدارة المؤسسة حيث يتم توصيل المعلومات إليه من خلال التقارير بسهولة ناجمة عن الاتصال المباشر بين المحاسب والإدارة. أما المستخدم الخارجي فيتمثل بأطراف عديدة ذات مصالح متباينة كالمستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين والجهات الحكومية... الخ، ويقتضي إيصال المعلومات إلى هذه الفئات إعداد القوائم المالية الأساسية التي ينص عليها النظام المحاسبي.

و يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح تبعاً للأهداف من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

2-1-1. 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.

<sup>1</sup> محمد فهد نادر العجمي، " دور الإفصاح المحاسبي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية "، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبية، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2006، ص:25.  
<sup>2</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.



**2-1-2. 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.

**2-1-3. 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 .

**2-1-4. 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 وتتناسب مع نشاط المؤسسة وظروفها الداخلية.

**2-1-5. الإفصاح التثقيفي ( الإعلاني ):** 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 .

**2-1-6. الإفصاح الوقائي:** يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب ال مصلحة 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.

وتلزم سوق الأوراق المالية المؤسسات بالإفصاح العادل أو الشفافية في إعداد التقارير المالية، إذ مطلوب من مسيري المؤسسات، إن أرادو تسعير عادل بناء على فرضية السوق الكفاء ، تقديم تقارير مالية ذات محتوى معلوماتي مناسب، تتوفر فيها الصفات الرئيسية التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> يحيى محمد القضاة، " دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان"، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2004، ص:32-35.

- **الملاءمة:** و الملاءمة هي قدرة المعلومات المحاسبية على تغيير قرار مستخدم المعلومات والتأثير عليه. وبكلمات أخرى، هي قدرة المعلومات لايجاد فرق في اتخاذ القرار. ويندرج تحت هذه الصفة القدرة التنبؤية وقيمة التغذية العكسية والتوقيت الجيد او المناسب . ويمكن كذلك أن تتحقق الملائمة اذا كانت المعلومات تساعد متخذ القرار على الادراك والفهم للبدائل المتاحة من خلال ما توفره للتنبؤ والتوقع والتأكد من صحة هذه التنبؤات والتوقعات، وذلك في الوقت المناسب، شريطة أن تكون ذات منفعة، بحيث تكون الفائدة منها اكبر من تكلفة الحصول عليها.

- **الموثوقية:** اي مدى خلو المعلومات المحاسبية من الخطأ والتحيز الى حد منطقي ومعقول، ولكي تكون المعلومات المحاسبية بها ويمكن الاعتماد عليها فانها يجب ان تمتلك عدة صفات هي : قابلية الصحة والتحقق، التمثيل أو العرض الصادق ، الحياد . ومن أجل إعطاء المصدقية والموثوقية بالمعلومات المحاسبية، فإلى ادارة المؤسسة تستخدم المعلومات التي يجمعها ويلخصها ويضعها المحاسب في القوائم المالية ك أساس لاتخاذ القرارات ورسم السياسات، و أن المؤسسات المالية والمساهمين والمستثمرين والدوائر الحكومية، تعتمد على هذه البيانات والقوائم المالية إذا ما تم اعدادها لاعراف ومبادئ معترف بها ومقبولة من قبل العاملين بمهنة المحاسبة . ولكي تكتسب المعلومات المحاسبية خاصية المصدقية يجب أن تتسم بصدق التعبير في المضمون أو الجوهر وليس مجرد الشكل، وتحقيق ذلك يتطلب ضرورة التحديد الواضح لمفاهيم الظواهر أو الاحداث المقدمة عنها القوائم المالية حتي يتسني للمستخدمين أن يفهموا طبيعة ماتعبر عنه المعلومات المفصح عنها وهذا لزيادة درجة الشفافية.

- **قابلية المقارنة:** وتعني امكانية مقارنة المعلومات الخاصة بمؤسسة معينة مع معلومات مؤسسات أخرى، و كذلك امكانية مقارنة هذه المعلومات مع معلومات مشابهة لنفس المؤسسة لفترات زمنية مختلفة من أجل تحديد اتجاهات القوائم المالية والتغيرات التي تطرأ عليها وهذا يتطلب اعداد التقارير المالية على أساس ثابت من حيث التصنيف والمعالجات المحاسبية، من فترة إلى أخرى، وهو ما يطلق عليه الثبات، أي استخدام نفس المعالجات المحاسبية من فترة لآخرى ولنفس الظروف، وبمعنى آخر أن المؤسسة تستخدم نفس المعايير المحاسبية في السنة الحالية كما كانت مطبقة في الفترة السابقة.

- **الأهمية النسبية:** وتعني اظهار جميع البنود ذات الأهمية النسبية بشكل منفصل، وتعتبر المعلومات ذات أهمية في حال إن حذفها تؤدي الى التغيير أو التأثير في قرار مستخدمها، كما وتعتبر المعلومات ذات أهمية نسبية إذا كان الافصاح عنها أو عدمه له تأثير على قرار مستخدم المعلومات ، وإذا كان تضمينها في القوائم المالية أو حذفها أو تصحيحها في ظل الظروف المحيطة من حيث حجمها ونوعيتها وتوقيتها بشكل يحتمل أن يؤثر أو يغير الحكم الشخصي للمستثمر العقلاني الذي يعتمد على هذه المعلومات.

فعلى مسيري المؤسسة أن يزودوا السوق المالية، وفقا لمتطلبات قاعدة الإفصاح العادل من منظور

حوكمة المؤسسات، ببنود الإفصاح التالية:<sup>1</sup>

- . الإفصاح عن المعلومات العامة للمؤسسة: والتي تتضمن: اسم المؤسسة وشكلها القانوني، خلفية مختصرة عن تاريخ المؤسسة، عرض مختصر لأهداف المؤسسة وتوقعاتها المستقبلية، وصف للممتلكات الرئيسية من حيث المواقع والوظائف والحجم، وصف للمنتجات أو الخدمات الرئيسية، أنشطة البحوث والتطوير، وصف للعمالة من حيث عددهم وأنواعهم والعقود المبرمة معهم والمزايا التي يحصلون عليها.
- . الإفصاح عن المعلومات بإدارة المؤسسة: حيث تشمل: أعضاء مجلس إدارة المؤسسة، من حيث الأسماء والوظائف والخبرات والمرتبات والحوافز ومدى ارتباطها بالأرباح، المديرين التنفيذيين من حيث الأسماء والوظائف والخبرات والمرتبات والحوافز ومدى ارتباطها بالأرباح والمسؤوليات، معلومات عن المتعاملين الرئيسيين مع مجلس الإدارة من مديري المكاتب والسكرتارية والأمن.
- . الإفصاح عن المعلومات التي تخص هيكل التمويل: وهي أساسا: معلومات عامة عن رأس المال، الاحتياطات تفصيلا مع أسباب تكوينها، الأرباح المحتجزة، معلومات عن التغيرات في حقوق الملكية في السنوات الأخيرة، معلومات عن القروض والمديونية من حيث حجم القروض من البنوك ونسبتها إلى إجمالي الأصول ومجموع الديون الأخرى.
- . الإفصاح عن المعلومات المالية: وتشمل على: ملخص تاريخي للبيانات المالية الأساسية (تطور حجم الأصول، الإيرادات، المصاريف، الأرباح، التدفقات النقدية...)، معلومات عن الميزانية، معلومات عن جدول حسابات النتائج، قائمة التغير في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية، السياسات المحاسبية والإيضاحات المتممة (أسس القياس المستخدمة، الفروض الأساسية، التقديرات في حالة عدم التأكد...)، معلومات دورية تشمل تقدير قوائم مرحلية بانتظام، توزيعات الأرباح، معلومات عن الاستثمار في المؤسسة.
- . الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بمعاملات أصحاب المصالح: وتشمل: نوعية أصحاب المصالح (شركات قابضة، مؤسسات تابعة، مؤسسات شقيقة، مشاريع مشتركة، أفراد العائلة المقربين...)، معلومات عن معاملات الأطراف ذوي العلاقة (شراء أو بيع للممتلكات والأصول، ترتيبات الوكالة، عقود الإيجار، تمويل البحوث والتطوير، عقود الترخيص، التمويل...)، الإفصاح عن حوافز ومنافع أفراد الإدارة الأساسيين (وتشمل الحوافز قصيرة الأجل والمنافع بعد التقاعد والمنافع في حقوق الملكية...).

<sup>1</sup> - أحمد علي محمد محفوظ، " نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق قواعد الحوكمة المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وواقع بورصة عمان" أطروحة دكتوراه فلسفة غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الأعمال، عمان، 2009، ص:63-69.

- حسين عبد الجليل آل غزوي، " حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية: دراسة اختبارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية" ، مذكرة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، الأكاديمية العربية في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، 2010، ص:55-69.

. الإفصاح عن التطورات الحديثة والمتوقعة: وتشمل: معلومات عامة عن اتجاه أعمال المؤسسة منذ آخر تاريخ للقوائم المالية، معلومات أخرى يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، عرض العوامل الرئيسية التي سوف تؤثر على نتائج العام القادم من توقعات مالية وتجارية.

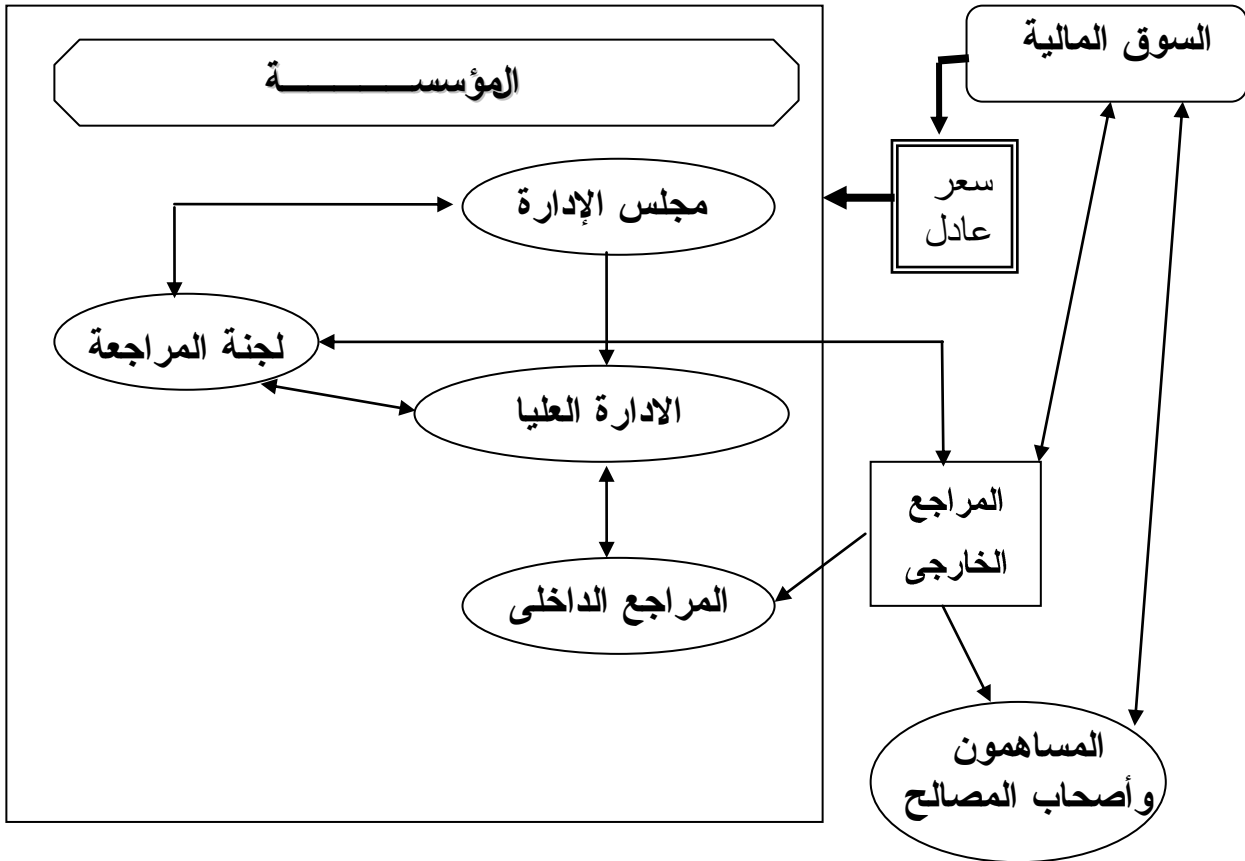
. معلومات وإيضاحات أخرى: من بينها: معلومات عن كل الدعاوي والقضايا المنظورة أمام القضاء والتي من المحتمل ان يكون لها تأثير على الموقف المالي للمؤسسة، عرضا لشكل وتأثير الظروف التي يتوقع أن تؤدي إلى تغير في رأس مال المؤسسة أو إعادة التنظيم، مزيدا من المعلومات والتفاصيل الاضافية والتي تقدم في القوائم المالية بطريقة ملائمة.

## 2-2. مكانة المراجعة ضمن شفافية الإفصاح في السوق المالية:

من بين أهم أهداف حوكمة المؤسسات الجيدة هو ضمان حقوق المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين وتحقيق الشفافية والإفصاح العادل في السوق المالية وللجهات الرقابية الأخرى. وتعتبر المراجعة ومختلف الأطراف المكونة لها أهم الأطراف القادرة على تحقيق تلك الأهداف.

وبعد الفضائح المالية الكثيرة بدأ التساؤل حول دور المراجعة من هذه الفضائح، خاصة وأن جميع تلك المؤسسات كان بها مجالس إدارة على درجة عالية من الخبرة، لهذا اعتبرت المراجعة أحد الآليات الرئيسية لتعزيز الحوكمة من خلال جميع المستويات (مراجعة خارجية، مراجعة داخلية، لجان المراجعة) ونظرا للطبيعة الرقابية لمفهوم حوكمة المؤسسات، فإن المراجعين يتمتعون بنفس الخاصية أو الطبيعة الرقابية، وبالتالي فإن دورهم في شفافية الإفصاح في السوق المالية الكفأة يعتبر دورا تكاملي بين الأطراف الداخلية (مراجع داخلي، لجنة المراجعة) والأطراف الخارجية (المراجع الخارجي والجهات الرقابية). وعلى العموم يمكن توضيح دور المراجعة بمختلف مستوياتها في الشكل التالي:

شكل رقم (10): دور مكونات المراجعة في شفافية الإفصاح في السوق المالية



المصدر: من اعداد الباحث بناء على بعض الأدبيات

من خلال الشكل تبين أن الأطراف الثلاثة للمراجعة تساهم في جودة المعلومات المالية المفصّل عنها في السوق المالية:

فتقوم لجان المراجعة ب:<sup>1</sup>

- دراسة القوائم المالية قبل اعتمادها ونشرها، وأنه لم يحذف من هذه القوائم أي بيانات أو معلومات أو مبالغ ذات أهمية نسبية ينتج عن حذفها أن تكون القوائم المالية مضللة.
- دراسة السياسات المحاسبية التي تتبناها المؤسسة قبل اعتمادها وأي تغيير في هذه السياسات، أخذًا في الاعتبار مدى ملائمة السياسات المحاسبية لطبيعة أعمالها، وأثرها على المركز المالي ونتائج أعمالها.
- التحقق من كفاية تصميم الأنشطة الرقابية في الم مؤسسة، وفاعلية تنفيذ الأنشطة الرقابية بطريقة تمكن التحقق من جودة تنفيذ الأنشطة الرقابية والثبات في تنفيذها.
- الإشراف على عمليات التقصي ذات العلاقة بالغش أو الأخطاء التي تقع في الم مؤسسة، أو أي أمور أخرى تراها اللجنة مهمة.

<sup>1</sup> مجدى محمد سامى، " دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية " في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية – جامعة الإسكندرية العدد رقم 2 مجلد رقم 46 جويلية 2009، ص:24-26.

هـ. دراسة التقارير والملاحظات التي يقدمها المراجع الخارجي، وتكون اللجنة حلقة الوصل بين ومجلس الإدارة، بما يمكنه من القيام بعمله بمنأى عن أي قيود أو تأثيرات من قبل مجلس الإدارة وإدارة المؤسسة. وتتولى اللجنة اقتراح تعيين للسنة المالية التالية، والتحقق من أن الخدمات المهنية التي يقدمها في مراجعة القوائم المالية للمؤسسة والخدمات المهنية الأخرى التي يقدمها كانت تنفيذًا لمتطلبات نظامية محددة. كما تقترح اللجنة عزله، مع بيان الأسباب.

و. التحقق من إستقلالية المراجعين الداخليين، ودراسة خطة عمل المراجعة الداخلية في المؤسسة، ونطاق الفحص والتقارير التي تصدر عنها، وتقديم أي مقترحات من شأنها تأكيد إستقلالية المراجعين الداخليين وتكون اللجنة حلقة الوصل ما بين مجلس الإدارة والمراجعين الداخليين. كما تقوم اللجنة بدراسة طلبات الترشيح لوظيفة مدير المراجعة الداخلية في المؤسسة والمكافآت والبدلات والمزايا الأخرى المخصصة له وترشيح الشخص الأكثر ملاءمة، والنظر في إنهاء عمل مدير المراجعة الداخلية سواء بسبب الاستقالة أو العجز أو الإغفاء، ورفع ما يتم التوصل إليه من توصيات في هذا الشأن إلى مجلس الإدارة.

ز. اتخاذ ما يلزم للتأكد من عدم مخالفة المؤسسة للأنظمة والقوانين السارية.

ح. الاستعانة كلما دعت الحاجة بمستشارين مستقلين للقيام بدراسات متخصصة تساعد اللجنة على تنفيذ مهامها وتحديد أتعابهم.

أما المراجعة الداخلية فتقوم بتقييم مدى ملاءمة وفعالية نظام الرقابة الداخلية والعمليات التشغيلية وأنظمة المعلومات في المؤسسات لمبادئ الحوكمة. ويختص هذا التقييم بالجوانب التالية: مدى سلامة وموثوقية المعلومات المالية والتشغيلية، فعالية وكفاءة العمليات، حماية ممتلكات المؤسسة ومدى الامتثال للوائح والقوانين. ومن خلال هذه الجوانب، تتلخص مهام المراجع الداخلي في:<sup>1</sup>

أ. مهمة مراجعة تشغيلية، إذ يقوم المراجع الداخلي بإجراء فحص نظامي لأنشطة وعمليات المؤسسة بهدف تقييمها وتقييم إنجازاتها وتحديد الممارسات غير الاقتصادية وغير المنتجة وغير الفعالة، واقتراح حلول لتحسن الوضع ومتابعتها؛

ب. مهمة مراجعة مالية، مركزة على موثوقية المعلومات المالية، وحماية للأصول المادية والبشرية والمالية. وفي هذا الصدد يقوم المراجع الداخلي بضمان أن الإجراءات المحاسبية للرقابة الداخلية ذات مصداقية وموثوق بها ويكون هذا بالتعاون مع المراجع الخارجي؛

ج. مهمة مراجعة إستراتيجية، فيقوم المراجع الداخلي بتحديد المخاطر المتعلقة بالأهداف وبالتوجهات الإستراتيجية الكبرى للمؤسسة، والحكم على مدى الانسجام بين التقديرات والانجازات لتقييم الأداء.

<sup>1</sup> Eustache EBONDO WA MANDZILA, "Audit interne et gouvernance d'entreprise : lectures théoriques et enjeux pratiques", [http://cermat.iae.univ-tours.fr/IMG/pdf/Communication\\_Eustache\\_Ebondo\\_Wa\\_Mandzila.pdf](http://cermat.iae.univ-tours.fr/IMG/pdf/Communication_Eustache_Ebondo_Wa_Mandzila.pdf) 15/11/2010.

أما المراجعة الخارجية فتقوم ابداء الرأي الفني والمحايد والموضوعي في مدى صدق القوائم المالية وعدالتها عن فترة زمنية معينة، فهي بذلك تحقق زيادة درجة الثقة في المعلومات الواردة في القوائم المالية وبالتالي زيادة درجة اعتماد مستخدمي القوائم المالية في المعلومات الواردة فيها، كما تبين المراجعة مدى التزام المؤسسة بالقوانين واللوائح ذات الصلة، ومدى كفاءتها في استغلال الموارد المتاحة لها.<sup>1</sup>

ومما سبق يتبين أن السوق المالية الكفأة بقيامها بعملية تسعير عادل للأوراق المالية للمؤسسة، والتي كما قلنا تعتبر وسيلة رقابية تأديبية للمسيرين، عليها أن تحصل على معلومات بشفافية وذات مصداقية، ولا يتأتى ذلك إلا من خلال تظافر أطراف المراجعة: المراجع الخارجي، المراجع الداخلي ولجنة المراجعة. وإذا ما اختل عمل هذه الأطراف فإن السوق المالية ستقوم بوظيفتها التأديبية، وهذا ما حدث في الانهيارات المالية العالمية المعروفة، والتي سنرى جزءاً منها في النقطة الموالية.

## 2-3. الانهيارات المالية وعلاقتها بالافصاح والشفافية:

2-3-1. مؤسسة أنرون: يعد انهيار مؤسسة إنرون " enron " نهاية 2001 من أبرز الانهيارات التي وقعت نتيجة العديد من العوامل لعل من أبرزها عدم تطبيق أو انعدام أخلاقيات المهنة والأعمال، حيث سقطت المؤسسة العملاقة بأصول تقدر قيمتها ب 63.4 مليار دولار الأمر الذي شكل أكبر إفلاس لمؤسسة أمريكية وربما على مستوى العالم أجمع. فلقد تنامى سعر سهم مؤسسة إنرون على مدار السنوات من أقل من 7 دولارات في التسعينيات من القرن الماضي حتى وصل إلى سعر 90 دولاراً منتصف سنة 2000 ولكنه فقد قيمته فجأة فأصبح حوالي 90 سنناً نهاية سنة 2001. ويمكن عرض العوامل التي أدت لهذا الانهيار المدوي إلى:<sup>2</sup>

- 1- أن مجلس الإدارة أوكل مهمة مراجعة الصفقات التي تقوم بها ال مؤسسة للجنة فرعية داخل المؤسسة ولم تقم اللجنة إلا بمراجعة خاطفة سريعة لتلك الصفقات، كما أن مجلس الإدارة أخفى معلومات في غاية الأهمية كان من الممكن أن تؤدي معرفتها إلى اتخاذ بعض الإجراءات المناسبة.
- 2- قامت إدارة المؤسسة بتضخيم الأرباح إلى حوالي مليار دولار في العام الذي سبق انهيار، كما أن الرقابة الداخلية في المؤسسة قد فشلت من الناحية الأخلاقية والمالية كنتيجة للخداع المستمر.
- 3- تعد حادثة إنرون تذكيراً هاماً لطبيعة العلاقة المهمة بين المراجعة الداخلية مع لجنة المراجعة، حيث يحتاج المراجعون الداخليون كما هو الحال بالنسبة للمراجعين الخارجيين لرفع تقاريرهم إلى لجنة المراجعة بكل ما يواجههم مباشرة بدلاً من الرفع للإدارة.

<sup>1</sup> شادي كراز، " دور المراجعة في حوكمة الشركات للحد من التلاعب في التقارير المالية المنشورة، دراسة في سورية " ، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2010، ص:73.

<sup>2</sup> إحسان بن صالح المعتاز، " أخلاقيات مهنة المراجعة والمتعاملين معها: انهيار شراء إنرون والدروس المستفادة "، بحث مقدم للندوة الحادية عشرة لسبل تطوير المحاسبة دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية، جامعة الملك سعود بالرياض المملكة العربية السعودية، 2006.

4. قيام مكتب المراجعة العالمي الكبير آرثر أندرسن " Arthur Andersen " والذي كان أحد المكاتب الخمس الكبرى آنذاك تقاضى مبلغ 25 مليون دولار كأتعاب لقيامه بمراجعة حسابات المؤسسة إنرون عن سنة 2000، في حين أنه تقاضى مبلغ 27 مليون دولار لقيامه بالأعمال الاستشارية لنفس المؤسسة في نفس السنة. وهو الأمر الذي يعد دليلاً على أن استقلال المراجع وحياده يصبح مهدداً إذا جمع بين هاتين المهمتين، فقررت بقية المكاتب الخمس الكبرى بعد هذه الحادثة التوقف عن الجمع بين هذين الخدمتين لنفس العميل وهو الأمر الذي تم إقراره بعد ذلك عبر قانون ساربنس أوكسلي لعام 2002.

2-3-2. مؤسسة وورلدكم *World Com*: عبارة عن مجموعة مؤسسات الوردكلم لإدارة المعلومات وتزويد خدمات الاتصالات والإنترنت وتعد من أضخم مؤسسات الأعمال في التجارة الأمريكية والدولية والتي يمر عبرها نصف تعاملات الإنترنت العالمية . تمارس هذه المؤسسة أعمالها منذ أكثر من عشرة سنوات، واندمجت عام 1998 مع شركة *MCI* للاتصالات بصفقه وصلت قيمتها الى مبلغ قدره 40 مليار دولار أمريكي، وهي أكبر عملية اندماج بالتاريخ في ذلك الوقت وقد اتهمت من قبل محكمة نيويورك الفيدرالية بالاحتيال بعد اعترافها بإخفاء تكاليف بلغ قدرها 4 مليارات دولار مما دفع المؤسسة الى اشهار افلاسها في واحدة من اكبر الفضائح المحاسبية في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية. إذ أدت المخالفات الى رفع سعر سهمها في السوق المالي سنة 1998 الى أعلى سعر وهو 71.7 دولار وانخفض بصورة مفاجئة في سنة 2002 بعد انكشاف المخالفات انخفض السعر الى 2.47 دولار، ووصل سعر السهم في 2004 إلى 0.0005 الدولار . وقد تأكدت هذه المخالفات من خلال الدعوى القضائية التي رفعتها لجنة الأوراق المالية الأمريكية ضد المؤسسة المذكورة، اتهمتها فيها بالتلاعب في حسابات إيراداتها لكي تظهر بشكل يتفق مع توقعات المستثمرين في البورصة بهدف رفع سعر السهم في السوق والحصول على ارباح غير حقيقية بصورة مخالفة لضوابط اللجنة، وقد اتهم المسؤول التنفيذي بتزييف سجلات المؤسسة المالية وتضليل جمهور المستثمرين.<sup>1</sup>

ويرى الباحث أن هذه الانهيارات وغيرها التي هزت العالم، إنما سببها الأساسي عدم شفافية المعلومات والافصاح عن معومات خاطئة غير حقيقية. ولهذا غالباً ما يكون رد فعل السوق المالية، إذا ماتبين الأمر شديد القسوى، وهذا بالتأثير على أسعار الأوراق المالية سلبي وانخفاضها بصورة كبيرة مؤدياً إلى إفلاس المؤسسة. فالسوق المالية في هذه الحالة تلعب دوراً مهماً في مراقبة المؤسسات والمسيرين بصورة أدق وهو جوهر ما تنادي به حوكمة المؤسسات.

<sup>1</sup> دريد آل شبيب ، عبد الرحمن الجبوري، مرجع سبق ذكره.



### المبحث الثالث: تأثير المستثمرين المؤسسيين وأسواق الاندماج

كثيرة هي الأدبيات التي تكلمت عن تأثير المستثمرين المؤسسيين باعتبارهم أحد الآليات القوية لمراقبة المؤسسة ومسيرها وتأثيرهم على نظام حوكمة المؤسسات وكيفية مراقبتها وتوجيهها نحو طرق محددة للتسيير واتخاذ القرارات، هذا باعتبار أن هؤلاء المتعاملون يعتبرون من بين المساهمين المسيطرين على تلك المؤسسات فهمهم هو الحرص على أمان وسلامة رؤوس أموالهم. وكذلك الأمر بالنسبة لعمليات الاستيلاء والاستحواذ عن طريق السوق المالية، إذ أن خوف المسيرين من امكانية حدوث عملية استحواذ للمؤسسة التي يشرفون عليها تمثل آلية تأديبية قوية لهم.

نحاول في هذا المبحث تبيان كيف يمكن للمستثمرين المؤسسيين في سوق الأوراق المالية القيام بعملية مراقبة نظام الحوكمة في المؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى كيف يمكن لأعمال الاستحواذ والاستيلاء أن تصبح آلية جيدة في ذلك النظام.

**1- تأثير المستثمرين المؤسسيين على حوكمة المؤسسات:** يتعامل ببورصة الأوراق المالية الكثير من الفاعلين، من مستثمرين أفراد ومستثمرين ذو طابع مؤسسي يسمون بالمستثمرين المؤسسيين *Les investisseurs institutionnels*.

**1-1. أصناف ومكانة المستثمرين المؤسسيين:** يمكن تعريفهم على أنهم: "هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة"<sup>1</sup>. ومن بين أنواع المستثمرين المؤسسيين نجد:<sup>2</sup>

**1-1-1. صناديق التقاعد *Les fonds de pension*:** وهي توظف جزء هام من اقتطاعات المداخيل في بورصة القيم المنقولة قصد تحقيق عوائد و هذا لوجود فارق زمني طويل بين مدة الاقتطاع ومدة التسديد.

**1-1-2. شركات التأمين *Les compagnies d'assurances*:** وهي مؤسسات مالية تقوم بالتأمين ضد الأخطار وعلى الحياة، وتعتبر من بين أهم المستثمرين التأسيسيين.

**1-1-3. صناديق البطالة *Les fonds de chômages*:** ووظيفتها توفير علاوات للبطالين الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل، وتستطيع هذه الصناديق توجيه سيولتها للتوظيف على شكل أوراق مالية.

<sup>1</sup> Alain CHOINEL&Gérard ROUYER, *Le marché financier: structures et acteurs*, 8e édition, Revue banque édition : Paris, 2002, P:336.

<sup>2</sup> يمكن الرجوع إلى:

• براق محمد، مرجع سبق ذكره ص: 134 - 138.  
• Alain CHOINEL&Gérard ROUYER, *Opcit*, P : 336-344.

#### 1-1-4. صناديق الودائع والضمانات *Les caisses des dépôts et consignations*: وتقوم بجمع الودائع

من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة، وتتمتع بسيولة هامة لا تجد لها سوى البورصة مكانا مناسباً للتوظيف.

#### 1-1-5. هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية ( *PCVM* ) *Les organisations de placement collectif des valeurs mobilières*: وتتكون أساساً من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ للأوراق المالية

لحساب عملاء من صغار المستثمرين، وتتكون هذه الهيئات من :

شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير ( *SICAV* ) *Les sociétés d'investissement à capital variable*:

وهي التي يتكون رأسمالها من مجموعة مساهمات لأشخاص، وهذه المساهمات قابلة للزيادة والنقصان عن طريق التعديل في محفظة الأوراق المالية لها بانضمام مساهمين أو بيع الأوراق المالية.

شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت ( *SICAF* ) *Les sociétés d'investissement à capital fixe*: ولا

يمارس فيها المساهمون حق الحيازة والتصرف المباشر في قيمة الأوراق المالية إلا باللجوء إلى السوق المالية وبيع حصتهم فيها.

الصناديق الجماعية للتوظيف ( *FCP* ) *Les fonds communs de placement* : ويتم فيها تجميع ادخارات

العائلات غير المختصة نحو البورصة ، وتسير من طرف هيئات مالية مختصة.

نوادي الاستثمار ( *CI* ) *Les clubs d'investissement* : وتكون فيها المحفظة المالية ملك لمجموعة من

الأشخاص من خلال تقديم أعضائها لدفعات شهرية.

ولقد تنامت مكانة المستثمرين المؤسسيين كثيراً على الصعيد الدولي خاصة منذ منتصف العشرينية

الأخيرة من القرن الماضي من خلال حجم الأصول المالية المملوكة من طرفهم وهذا حسب ما تبينه

احصائات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية المبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (09): الأصول المالية للمستثمرين المؤسسيين في بعض الدول (مليون وحدة من العملة الوطنية)

السنوات	الدولة						
	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
شركات التأمين	6221051	5 830533	6 337787	6 022404	5 598304	5 291883	4 832104
صناديق التقاعد	9481103	8 098432	10806542	10313660	9 181517	8 523236	7 827482
شركات الاستثمار	11226995	9 930365	11786848	10097484	8 627924	7 789309	7 026909
أشكال أخرى	255 493	253 927	316 674	344 013	305 252	251 319	134 882
شركات التأمين	----	1 252423	1 411770	1 326309	1 196387	1 047112	965 696
صناديق التقاعد	----	904 832	1 062206	1 053334	938 534	770 016	688 863
شركات الاستثمار	----	464 719	543 401	491 930	423 786	331 326	306 972
أشكال أخرى	----	----	----	----	----	----	----
شركات التأمين	----	----	269149700	271509500	263148100	237898100	227144400
صناديق التقاعد	----	----	100132900	111762700	112126900	91980200	89627000

الفصل الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تفعيل حوكمة المؤسسات

----	----	371570000	359244100	353113800	285532400	259526700	شركات الاستثمار	
----	----	----	----	----	257808000	239346000	أشكال أخرى	
1429065	1392888	1428607	1413645	1356381	1257746	1212611	شركات التأمين	ألمانيا
318 854	301 629	289 313	263 711	240 458	220 770	198 357	صناديق التقاعد	
1 072 018	951 696	1 083 338	1 061 990	1 008 289	894 777	865 345	شركات الاستثمار	
----	----	----	----	----	----	----	أشكال أخرى	
1 864 364	1 655 672	1 716 599	1 525 115	1 484 525	1 326 251	1 077 258	شركات التأمين	فرنسا
----	----	----	----	----	----	----	صناديق التقاعد	
1 263 583	1 059 766	1 256 652	1 240 942	1 065 242	945 724	862 182	شركات الاستثمار	
							أشكال أخرى	

المصدر: بيانات مجمعة ومجدولة من موقع: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=7IA&lang=fr> تاريخ الاطلاع: 2010/01/03.

كما يلاحظ كذلك أن مجموع الأصول المالية يفوق إجمالي الناتج الوطني الخام للدول الصناعية كما

تبينه إحصاءات أخرى عرضتها المنظمة، والمبينة في الجدول التالية:

جدول رقم (10): نسبة الأصول المالية للمستثمرين المؤسسين إلى الناتج الوطني الخام في بعض الدول

السنوات	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
الدولة							
الو.م.أ	المستثمرون						
	المجموع	151,8	162,9	178,4	192	207,8	191
	شركات التأمين	37,9	38,6	40,4	41,5	42,5	40,5
	صناديق التقاعد	57,1	60,7	66,9	71	73,9	63
	شركات الاستثمار	36,8	43,2	50,3	58,1	67,9	65,4
	أشكال أخرى	20	20,4	20,9	21,3	23,5	22
المملكة المتحدة	المجموع	162,8	172	194,1	202	227,7	190,9
	شركات التأمين	73,3	78,9	89,8	96,9	108,9	97,1
	صناديق التقاعد	68,2	69	78,9	79,3	87,8	66,4
	شركات الاستثمار	21,4	24	25,5	25,8	30,9	27,4
	أشكال أخرى	..	..	..	..	..	..
اليابان	المجموع	88,6	88,4	86,7	89,6	98,9	94,7
	شركات التأمين	55,8	56,4	56,6	58,3	61	60,3
	صناديق التقاعد	15,2	15	15,5	16,2	18,5	18,5
	شركات الاستثمار	8,8	8,6	7,4	8,3	11,3	9,5
	أشكال أخرى	8,9	8,4	7,2	6,8	8	6,4
ألمانيا	المجموع	45,3	50,6	58,8	66,3	76,9	81
	شركات التأمين	27,6	30	32,6	34,6	36,9	41,3
	صناديق التقاعد	2,7	2,8	3	3,1	3,2	3,3
	شركات الاستثمار	15	17,9	23,2	28,6	36,9	36,4
	أشكال أخرى	..	..	..	..	..	..
فرنسا	المجموع	77,7	86,6	97	106,9	124,2	131,8
	شركات التأمين	41,4	48	55,8	60,2	67,5	69
	صناديق التقاعد	..	..	..	..	..	..

62,8	62,5	56,7	46,7	41,2	38,6	36,3	شركات الاستثمار
..	..	..	..	..	..	..	أشكال أخرى

المصدر: <http://cs4hq.oecd.org/oecd/fra/TableView/wdsview/download.asp> تاريخ الاطلاع: 2006/07/20.

حيث أن نسبة الأصول المالية إلى الناتج الوطني الأجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2001 تقدر بـ 191 %، و 190.9 % في المملكة المتحدة و 94,7 % في اليابان و 81 % وفي ألمانيا 131,8 % . كل هذا يدل على المكانة الهامة التي أصبح هؤلاء المستثمرون يحتلون على صعيد التمويل الدولي.

كما يلاحظ كذلك أن حجم الأصول المالية يختلف من دولة إلى أخرى، فترتفع النسبة في الدول الأنجلو-ساكسونية كالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، وتنخفض في دول أخرى كاليابان وألمانيا.

سعيًا لمردودية أكبر لرأسمال، اتجه المستثمرون المؤسسيون لاتباع إستراتيجية مالية جديدة تتمثل في استثمار أموال زبائنهم في بورصة الأوراق المالية نظراً للخدمات المتميزة التي توفرها هذه السوق للمتعاملين فيها. ويشير الجدول رقم 11 أن الأصول المالية للمستثمرين المؤسسيين في ارتفاع، فمثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية انتقل إجمالي الأصول من 11237 مليار دولار سنة 1995 إلى 19274 مليار دولار سنة 1999. وعن تكوين محفظة هذه الأصول نجد أن المستثمرين المؤسسيين يميلون إلى الاستثمار في شكل أسهم في المؤسسات المدرجة في البورصة، فمثلاً تشكل حوالي 38.41% في سنة 1995 و 51.3% سنة 1999 ثم تليها السندات بنسبة 31.25% في سنة 1999.

جدول رقم (11): مكونات محفظة المستثمرين المؤسسيين بـمليار وحدة العملة الوطنية وبنسبة مئوية

السنوات	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
الدولة							
الو.م.أ.	11237	12728,8	14843,4	16856,2	19274	19522,5	19257,7
سندات %	40,36	37,69	34,89	33,52	31,25	32,34	35,47
قروض %	10,38	9,41	8,54	8,19	7,85	8,75	8,97
أسهم %	38,41	42,13	46,19	48,19	51,3	48,81	44,11
أخرى %	10,83	10,75	10,35	10,07	9,56	10,08	11,41
المملكة المتحدة	1170,89	1310,67	1574,66	1735,83	2054,74	2022,47	1891,43
سندات %	15,69	15,74	15,76	17,12	14,95	14,61	15,22
قروض %	0,76	0,64	0,63	0,73	0,58	0,55	0,6
أسهم %	68,37	67,24	67,99	64,98	66,59	65,48	64,92
أخرى %	15,18	16,38	15,63	17,18	17,88	19,36	19,26
اليابان	441880,9	452786,7	453624,1	462922,7	503666,6	501822,8	480386,9
سندات %	43,21	47,39	47,99	49,35	50,58	52,99	56,17

20,77	21,35	21,31	24,12	26,19	26,31	27,4	قروض %	المانيا
15,73	17,05	18,78	15,35	15,31	16,8	19,13	أسهم %	
7,33	8,61	9,33	11,18	10,51	9,5	10,25	أخرى %	
1677,54	1619,49	1522,05	1279,89	1100,03	928,45	815,89	الأصول المالية *	
42,25	39,86	39,99	42,51	42,43	42,9	42,81	سندات %	
27,59	27,29	27,54	30,4	34,03	38,21	39,91	قروض %	
24,43	28,01	27,91	21,79	18,61	13,99	12,23	أسهم %	
5,73	4,85	4,56	5,31	4,92	4,91	5,05	أخرى %	
1930,49	1866,86	1683,4	1396,29	1213,81	1049,81	918,77	الأصول المالية *	فرنسا
47,35	45,27	47,16	53,86	57,66	61,22	61,5	سندات %	
2,56	2,48	2,66	3,43	3,81	3,93	4,4	قروض %	
42,89	45,64	42,03	34,26	29,68	25,03	23,31	أسهم %	
7,2	6,62	8,15	8,46	8,85	9,82	10,79	أخرى %	

\* بمليار وحدة للعملة الوطنية

المصدر: <http://cs4hq.oecd.org/oecd/fra/TableViewer/wdsview/download.asp> تاريخ الاطلاع: 2006/07/20.

يدل الجدول السابق أن المستثمرين المؤسسين أصبحت سياستهم المالية تتجه نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وتشكيل محافظ ضخمة منها تقوم على مبدأ التنويع الداخلي والتنويع الدولي. ومن ثم فإن امتلاك عدد كبير من الأوراق المالية للمؤسسات خاصة الأسهم، سيكون له تأثير واضح على أداء تلك المؤسسات وعلى نظام الحوكمة المتبع فيها، وذلك بالتأثير على قرارات المسيرين وتوجيهها نحو نجاعة أفضل ومردودية مالية أكبر للأموال التي يمتلك فيها هؤلاء المستثمرون نسب معتبرة. وهذا ما نراه في النقطة الموالية.

## 1-2. دراسة فعالية التأثير " *L'activisme* " لدى المستثمرين المؤسسيين: بظهور المستثمرين

المؤسسيين كأهم المتعاملين في السوق المالية، و أهم المؤثرين في طرق تسيير المؤسسات وفي نجاعتها أصبح الكثير من الكتاب يتكلم عن ما يسمى بفعالية التأثير لدى المستثمرين المؤسسيين *L'activisme des investisseurs institutionnels* ويمكن تعريفها على النحو التالي:<sup>1</sup>

يعرفها *Hervé* بأنها: " بمفهومها الواسع تحركات وسلوك يقوم به المستثمر بسبب عدم رضاه عن استراتيجية أو نجاعة المؤسسة التي يعتبر فيها مساهما ". وعلى هذا الأساس يبين هذا الكاتب أن نزعة التأثير لدى المستثمرين المؤسسيين ليست هي اتصال مع المؤسسة وإنما هي إشارة يصدرها ضد المؤسسة لعدم قبوله بنظام الحوكمة المتبع من قبلها.

\* أصل كلمة *L'activisme* هو مذهب سياسي ذو نزعة تطرفية في عملية تغيير السلطة السياسية التي يمارسها، فهو يتسم بالعنف في التأثير على المتغيرات المستهدفة. ومن ثم تم استعمال هذا المصطلح في عمليات التأثير التي يقوم بها المساهمون نحو مؤسسة ما.<sup>1</sup> وردت هذه التعاريف في:

أما *Crête* و *Rousseau* فيعرفانها على أنها في الغالب تستعمل لوصف النشاطات الأكثر وضوحاً لبعض المساهمين الذين يهدفون إلى تغيير سلوك المسيرين وطريقة تسيير المؤسسة". وعند *Caby* تأخذ العلاقات الموجودة بين المستثمر في المؤسسيين والمؤسسة شكلين أساسيين: تفاوضي و نزاعي. الشكل التفاوضي يمر من خلال مفاوضات تتمحور على تطوير حوكمة المؤسسة المعنية. أما الشكل النزاعي، والذي نكون فيه بصدد فعالية التغيير التطرفية، فيتكون من خلال اقتراح الحلول على الجمعية العامة للمساهمين دون الرجوع إلى المسيرين لفشل المفاوضات معهم مسبقاً. وكذلك *Hervé* يقترح مرة أخرى مفهوماً أكثر دقة من المفهوم السابق، إذ يعتبر أن فعالية التغيير التطرفية للمساهمين، تظهر من خلال تشجيع هؤلاء المؤسسة على تغيير إستراتيجيتها بواسطة الحصول على تفويض من بعض المساهمين في ممارسة حق التصويت. كما توجد كذلك رؤية أكثر تحديداً لـ *Smith* الذي يرى أن فعالية التأثير التطرفية للمساهمين هي محاولة إحداث تغيير في هيكل الرقابة التنظيمية على المؤسسة التي تفرض من خلال المستثمرين المؤسسيين الذين يدركون أن المؤسسة لا تسهر على تحقيق هدف تعظيم ثروتهم . وبصفة عامة، نقول فعالية التأثير لدى المستثمرين المؤسسيين إنما تتجم من خلال عدم رضاهم على أداء المؤسسة، وبالتالي السعي لإحداث تعديل على نظام الحوكمة المتبع من قبلها. وكما أشرنا سابقاً أن الحوكمة هي مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد والتأثير على قرارات المسيرين، والتحكم في توجهاتهم وتبين مجال صلاحياتهم. وهي تقوم أساساً على نظرية الوكالة والتي تنص على أنه في حالة ضعف أداء المسيرين فإنه يتم معاقبتهم حتى يتم تحسين أدائهم، وعلى هذا الأساس فإن المسيرين حينما يشعرون بعدم رضا الملاك فإنهم سيسهرون على تطوير أدائهم. وقد بين كل من *Prevost & Rao* أن أي سلوك من قبل المستثمرين المؤسسيين في محاولة للتغيير سيكون له أثر إيجابي في السوق المالية، إذا يعتبر كإشارة أولية لتحرك السوق في مواجهة ضعف أداء المسيرين أو وجود مشاكل تربطهم مع المساهمين. ولقد بينت الكثير من الدراسات عن التأثير الإيجابي لسلوك المستثمرين على المؤسسة، فلقد بين *Solh* أن في حالة امتلاك المستثمرين المؤسسيين لنسبة معتبرة من رأسمال المؤسسة فإن ذلك سيؤثر إيجاباً على سلوك المسيرين طويل الأجل في اختيار الاستثمارات المثلى.<sup>1</sup> ويستعمل المستثمرون المؤسسيون وسيلتين في التأثير على قرارات المسيرين: إما بالتخلي عن الأوراق المالية وبيعها دفعة واحدة، مما سيكون له الأثر السلبي على قيمتها، أو محاولة القيام بتعديل سياسة المؤسسة باستعمال سلطتهم وممارسة حقوقهم في التصويت، ومن هنا إصدار إشارات تأخذ إحدى الأشكال التالية:

1. المتابعة القضائية للمؤسسة في محاولة إرغامها على ممارسة كامل حقوقهم القانونية؛

<sup>1</sup> Sophie MONTANDRAU, " L'activisme des investisseurs institutionnels, gouvernement d'entreprise et richesse de l'actionnaire ", W.P No 693, Université Paul Cézanne , Juillet 2004, P:06.

2. التصويت ضد تعيين طاقم الإدارة في مجلس إدارة المؤسسة؛

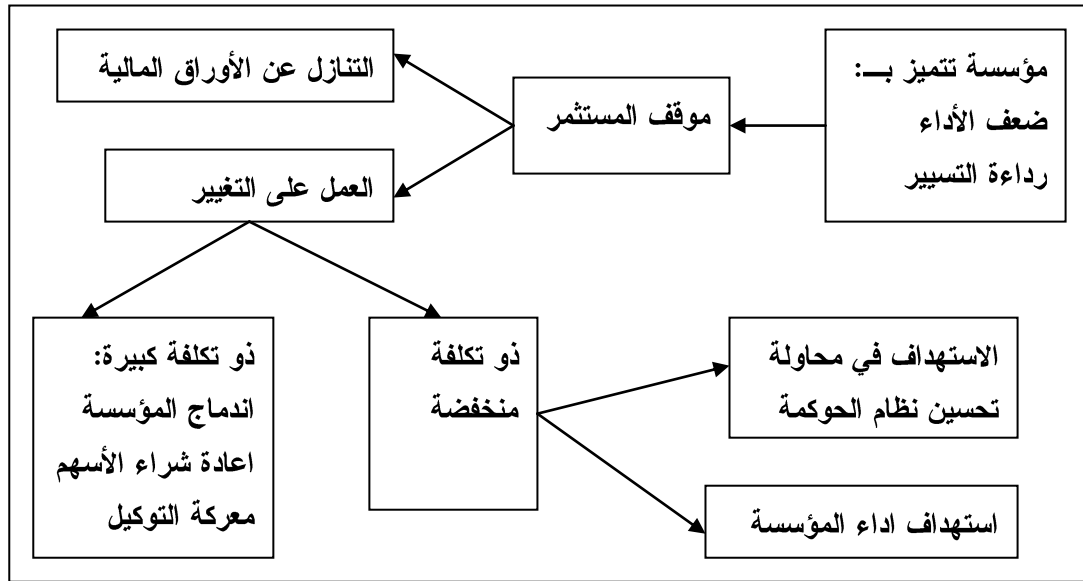
3. الاستهداف الصريح للمؤسسة.

ويمكن تقسيم استهداف المؤسسة إلى قسمين أساسيين: الاستهداف عن طريق التصويت بالتوكيل *Le ciblage par proxy* ، ويكون ذلك عن طريق الحصول على أكبر عدد من أصوات المساهمين بالتوكيل، ومحاولة إمرار اقتراح بشأن التغيير في الجمعية العامة. والاستهداف من أجل أداء المؤسسة *Le ciblage pour performance* ويكون ذلك من خلال إعلام الجمهور عن عدم رضا المستثمرين عن أداء المؤسسة.<sup>1</sup> يمر النوع الأول من الاستهداف بعدة مراحل أهمها:

- يقوم المستثمرون المؤسسيون باختيار المؤسسات التي ستستهدف من المحفظة المشكلة لديهم؛
- يقوم المستثمرون بمحاولة إجراء حوار مع تلك المؤسسة بشأن بعض اقتراحات التغيير؛
- يحرر المستثمرون اقتراحهم بوثيقة رسمية لعرضها على الجمعية العامة السنوية للمساهمين؛
- إذا تم الاتفاق بين المؤسسة والمستثمرين على الاقتراح، فلن يمرر على الجمعية العامة بل يضل سرياً، أما إذا تم عرض الاقتراح على الجمعية العامة للمساهمين، فإن المستثمرين سيحاولون مراقبة تنفيذ هذا الاقتراح من قبل المؤسسة.

أما النوع الثاني من الاستهداف، فلا يمر بالمراحل السابقة، وإنما يتم من خلال إعلام الجمهور بضعف أداء المؤسسة، وذلك بإعداد قوائم تبين ترتيب أداء المؤسسات. ونستطيع تلخيص طرق استهداف المؤسسة في الشكل التالي:

شكل رقم(11): بدائل التأثير على المؤسسة من قبل المستثمرين المؤسسيين



المصدر: Fabrice HERVE, OpCit, P:07.

<sup>1</sup> Fabrice HERVE, "Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noirs du conseil des investisseurs institutionnels?", revue de l'économie financière, N°36(3-2001), P:07.

### 1-3. تأثير المستثمرين المؤسسين على نظام حوكمة المؤسسات: بين Smith في دراسته أن 72% من

المؤسسات المستهدفة من قبل المستثمرين المؤسسين تم تغيير فيها كامل نظام الحوكمة المتبع، وأن أغلب المؤسسات اتبعت سياسات مما يناسب أغراض هؤلاء المستثمرين، وسنحاول في هذه النقطة إبراز الدراسات التي بينت أن المستثمرين المؤسسين كان لهم تأثير على نجاعة المؤسسة، وعلى قيمتها السوقية. فلقد وجد كل من *McConnel* و *Servaes* علاقة طردية بين مساهمة المستثمرين المؤسسيين وأداء المؤسسة، وسيزيد اقتناء أسهمها كلما زادت نسبة الأداء. وحسب كل من *Pound, Barclay et Holderness* و *Loderer et Martin*، فإن هذه العلاقة تتحدد وفقا لسلوك المستثمرين، إذ إن هؤلاء لا يكون لهم تأثير على أداء المؤسسة إلا بمحاولة تحسينهم لحوكمة المؤسسات. أما من خلال دراسة *Wruck* لعينة مكونة من 128 مؤسسة قامت بإصدار أسهم جديدة تم اقتناء جزء منها من قبل المستثمرين المؤسسيين، فقد وجدوا أنه في حالة ما رفع الإصدار الجديد نسبة تمركز الملكية في يد المستثمرين إلى أكثر من 25% سيحدث هنا أثر إيجابي على أسعار تلك الأوراق في البورصة. وبالعكس، في حالة إذا زادت نسبة التمركز إلى ما بين 5% و 25% فسيكون هناك أثر سلبي في أسعار البورصة. أما إذا حدث أي تغيير في هذه النسبة إلى ما دون 5% فلا يكون هناك أي ارتفاع يذكر. معنى ذلك أن حيازة المستثمرين المؤسسيين لنسبة أكثر من 25% فسيكون ذلك مؤشرا إيجابيا في السوق المالية على تفعيل نشاط مراقبة المسيرين وضمان خدمة مصلحة الملاك. ومن جهة أخرى فقد توصل كل من *Hudson, Parrino et Starks* إلى أن المستثمرين المؤسسيين يعتبرون كآلية أساسية في مراقبة مسيري المؤسسات، وتوجيههم نحو سياسات واستراتيجيات معينة تخدم مصلحتهم، فهم من بين الآليات الهامة لتحسين حوكمة المؤسسات.<sup>1</sup> وقد بين كل من *Thomsen et Pedersen* أن تأثير المساهمين في أهداف المؤسسة، إنما يتحقق طبقا لفئته، فكل نوع من المساهمين إلا ويسعى لتحقيق أهداف خاصة به: فالمستثمرين المؤسسيين يسعون لتوجيه المؤسسة نحو زيادة الأداء وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهمها ومن ثم زيادة ثروة الملاك. أما المساهمات العائلية فتهتم بطول حياة المؤسسة واستمراريتها. الدولة تهدف إلى توجيه المؤسسة نحو الجوانب الاجتماعية كطبيعة العمل والحماية الاجتماعية للعمال، أما المؤسسات المساهمة فتقوم بمحاولة تطوير التبادلات التجارية وتحقيق نمو مطلوب.<sup>2</sup>

ومن خلال ما سبق يمكن اعتبار ان النمو المستمر للمستثمرين المؤسسيين وامتلاكهم لنسب كبيرة من أسهم المؤسسات أدى إلى تحول في أنظمة حوكمة المؤسسات، من النموذج الإداري المعتمد على آليات داخلية لمراقبة سلوك المسيرين خاصة من قبل مجلس إدارة المؤسسة، إلى نموذج يعتمد على آليات

<sup>1</sup> وردت هذه الدراسات في:

Mohammed Ali OMRI, " Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes", Centre Africain de Formation et de Recherche Administratives pour le Développement, Tanger, Maroc – 2002

<sup>2</sup> Céline DU BOYS, op cit,P:17.



خارجية في عمليات المراقبة من قبل السوق والمساهمين. هذا النموذج الأخير، المعتمد أساساً على المستثمرين المؤسسيين، له هدفين مزدوجين: من جهة تقليل عدم تماثل المعلومات الذي يكون في صالح المسيرين في الغالب، ومن جهة أخرى محاولة وضع نظام للمكافآت والتعيينات يسمح للمسيرين بمتابعة تحقيق أهداف المساهمين.

- 1-4. دراسة مثال صناديق المعاشات الأمريكية: تعد صناديق المعاشات في الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر المستثمرين المؤسسيين، وهي تملك، وفقاً لبعض التقديرات، 40% من كافة حقوق الملكية. وتقوم هذه الصناديق بلعب أدوار هامة في تحديد ملامح الحوكمة المؤسسية في الولايات المتحدة الأمريكية. فمثلاً يملك صندوق *TIAA-CREF*، وهو صندوق معاشات ضخم، نحو 95 مليار دولار من الأصول المتمثلة في أسهم الشركات. وبالنسبة لصندوق كاليفورنيا لمعاشات الموظفين العموميين *CALPERS*، وهو أحد أكبر صناديق المعاشات بالدولة يمتلك نحو 60 مليار دولار في صورة إجمالي أصول ولديه مساهمات في نحو أكثر من 1600 مؤسسة، ويعد أكبر استثمار له في شركة جنرال إلكتريك بنحو 6.6 مليون سهم. وقد قام هذا الصندوق بوضع برنامج شديد النشاط لتشجيع حوكمة المؤسسات الجيدة. كما أنهم يقومون بالاشتراك مع صناديق أخرى على إحداث التغيير، والتأكد من أن المؤسسات تدير بطريقة فعالة وأن استراتيجيتها قد تم وضعها بعناية وتفكير. وبعد الإصلاحات التي عرفها نظام التقاعد والمعاشات الأمريكية وبالنظر إلى حجم الاستثمار في السوق المالية، فإن هذه الصناديق تقوم بممارسة استراتيجيه في تسييرها متميزة. وتحكم العلاقات الائتمانية بين هذه الصناديق وزبائنها ثلاثة مبادئ أساسية وهي:<sup>1</sup>
- مبدأ الاحتراز والحيطه في العمل *le principe de prudence*: وينص على أن نشاط الصندوق يحكمه العناية الحذر والاحتراز من كل قرار سيكون له أثر سلبي.
  - مبدأ والمصادقية *le principe de loyauté*: ويقضي هذا المبدأ أن تصب جميع قرارات الصندوق في مصلحة المدخر بأمان وصدق.
  - مبدأ تسيير المخاطر بالتنوع *le principe de gestion des risques par diversification*: وذلك بجمع المدخرات من مصادر مختلفة ومتنوعة للتقليل من الأخطار التي يستعرض لها. وتتميز الإستراتيجية المالية للصناديق بثلاث مظاهر:
  - أغلب مسيري هذه الصناديق يعتمدون على خبراء ومختصين من خارج الصندوق، في عمليات اتخاذ القرارات المالية وتقديم النصائح والإرشادات بخصوص عمليات الاستثمار في مختلف المؤسسات.
  - من أجل تسيير محكم للمخاطر تقوم الصناديق بحيازة عدد ضخم من الأوراق ومن مؤسسات مختلفة؛

<sup>1</sup>EstherJEFFERS&Dominique PLIHON," INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET GOUVERNANCE DES ENTREPRISES ", revue de l'économie financière,N°36(3-2001),P: 11

-أغلب الصناديق الأمريكية تقوم بتسيير محافظ الأوراق المالية بمحاكاة مكونات مؤشرات البورصة، وهذا لتسهيل عمليات تتبع السوق وقياس المخاطر والعوائد.

وتتص سياسة صناديق التقاعد الأمريكية بخصوص المساهمة في المؤسسات بامتلاك حصصا معتبرة من رأسمالها، وهذا لممارسة رقابة فعالة على أنشطتها. وتأخذ هذه السياسة جانبين: من جهة حث المؤسسات على تعظيم القيمة السوقية للأسهم في محاولة لتعظيم العوائد، ومن جهة أخرى توجيه المؤسسات إلى اتباع قواعد لممارسة أفضل للحوكمة، مما يسهل عمليات الرقابة الخارجية. وعلى هذا الأساس، فإن مطلب صناديق التقاعد الأمريكية بشأن حوكمة المؤسسات ، يكون في خمس نقاط أساسية وهي:<sup>1</sup>

أ. **مسؤوليات ومكونات مجلس الإدارة:** على إطار الحوكمة المؤسساتية ضمان التوجيه الإستراتيجي للمؤسسة، والرقابة الفعالة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة، وضمان مسؤولية مجلس الإدارة تجاه حملة الأسهم. ويتحقق ذلك بإتباع نظام معين للمكافآت والمرتبات مبني على الفعالية في الأداء، أو بتعيين أعضاء مستقلين عن المؤسسة تماما في المجلس، أو بالترقية بين مهام الرئيس والمدير العام ، أو بإنشاء لجان متخصصة في المجلس.

ب. **حقوق التصويت:** وفي هذا الصدد، توجد ثلاث عناصر أساسية يجب توفرها ، وهي: مرونة في إجراءات تنفيذ حقوق التصويت، أو التصويت بالوكالة، تسهيل عمليات التصويت للمساهمين غير المقيمين، وأخيرا ضرورة العمل بمبدأ " لكل سهم صوت " وهذا لتوفير العدالة في معاملة كل المساهمين؛

ج. **الشفافية:** وتوفر الشفافية يقتضي شيئين أساسيين: استعمال المعايير المحاسبية الدولية في إعداد الحسابات المقدمة للجمهور، والقيام بنشر نتائج المؤسسة دوريا، وكل المعلومات الأساسية خاصة تلك المتعلقة برواتب المسيرين؛

د. **الحوافز ضد العروض العامة للشراء** \* **OPA**: ويؤدي التقليل من هذه العوائق ( كوجود مساهم

مرجعي مثلا) إلى مراقبة فعالة للمؤسسات من طرف السوق في انضباط سلوك المسيرين؛

هـ. **مرتبات ومكافآت المسيرين:** وذلك بوضع نظام للأجور والمرتبات يسمح أساسا بالدفاع عن

مصالح المساهمين، كنظام المكافآت طبقا للنتائج، أو وضع ما يسمى بحقوق الشراء **Stock-**

**option** .\*\*

ويمكن تلخيص تأثير صناديق المعاشات الأمريكية على نظام حوكمة المؤسسات ، في الشكل التالي:

<sup>1</sup> EstherJEFFERS&Dominique PLIHON,Op cit,P :15-16.

\* العرض العمومي للشراء Offre publique d'chat هو عملية يتم بمقتضاها ، يتقدم أحد المساهمين أو المسيرين عارضا من المستثمرين شراء الأسهم التي ما بحوزتهم ، بسعر غالبا ما يكون أعلى من السعر السوقي، وهذا لإغرائهم على التنازل.ويستعمل في الغالب المسيرين هذا الاجراء للتملص من مراقبتهم. وبالتالي فوجود مساهم مرجعي مثلا من شأنه ان يعيق هذه العملية.  
\*\* خيار الشراء هو حق يمنح للمسيرين شراء عدد محدد من الأسهم في المستقبل ، بناءا على فعاليتهم في تسيير المؤسسة.

شكل رقم(12): العلاقة بين صناديق المعاشات الأمريكية وحوكمة المؤسسات



## 2- تأثير أسواق الاندماج والاستحواذ:

عادة ما يؤدي وجود أسواق تساعد على عمليات الاندماج والاستحواذ إلى تقوية حوكمة المؤسسات بفعل أن تلك الأسواق تعتبر آليات تاديبية لمعاقبة المسيرين على ضعف أدائهم، مما يرغمهم على تحسين أدائهم أو التعرض لخطر ضياع سيطرتهم على المؤسسة. وهو ما نحاول تبياناه في هذه النقطة.

**1-2. أشكال وصور الاندماج:** قد يأخذ الاندماج عدة مفاهيم: <sup>1</sup> فقد يكون على صورة الاندماج *La fusion* هو نوع من التوسع والنمو، ينطوي على تملك مؤسسة ( تسمى مشترية أو مغيرة *L'entreprise* *initiatrice ou acheteuse* ) لمؤسسة أخرى مستهدفة ( *l'entreprise cible* ) ، فالمؤسسة الأولى تظل باقية كما هي ، في حين أن المؤسسة الثانية تختفي وتذوب في المؤسسة الأولى. ويختلف الاندماج عن الاتحاد *consolidation* ، الذي يعني أن كلا من المؤسستين يختفيان ويظهر كيان قانوني جديد وباسم جديد.

ويختلف الاندماج والاتحاد عن الاستحواذ أو السيطرة *l'acquisition*، وهي عملية تقوم بموجبها مؤسسة تحقق سيطرة على مؤسسات أخرى من خلال ملكيتها لنسبة من الأسهم يعطيها أغلبية في التصويت في الجمعية العامة مما يضمن لها حق الرقابة والسيطرة. تسمى في هذه الحالة المؤسسة المغيرة بالمؤسسة الأم، أما المؤسسة المستهدفة فتسمى بالشركة التابعة. ويتم تبويب أشكال وأنواع الاندماج وفقا لمعيارين: <sup>2</sup> معيار طبيعة نشاط ال مؤسسات المندمجة، ومعيار طبيعة العلاقة بين أطراف عملية الاندماج:

فحسب معيار طبيعة نشاط المؤسسات المندمجة: إذا كان الاندماج بين مؤسستين تعملان في نفس نوع النشاط فنحن بصدد الاندماج الأفقي *La fusion horizontale*. والمشكلة هنا في ظهور احتكارات عملاقة في السوق. وهناك الاندماج الرأسي أو العمودي *La fusion verticale* والذي يحصل بين مؤسسات تمارس أنشطة غير مرتبطة فيما بينها ، قد يكون بين المؤسسة ومورديها أو المؤسسة وعملائها . وهناك الاندماج المختلط *La fusion conglomerale* وهو الذي يحدث بين مؤسستين أو أكثر تعملان في أنشطة مختلفة وغير مترابطة فيما بينها وبما يحقق التكامل في الأنشطة بين المؤسستين المندمجين.

أما حسب معيار طبيعة العلاقة بين أطراف عملية الاندماج: هناك الاندماج الإرادي (الطوعي) *La fusion amicale* وهو أن يتم الاتصال بإدارة المؤسسة المستهدفة ، والتي إذا ما وافقت فإنها تعرض الأمر على الجمعية العامة الممثلة لحملة السهم ، وإذا تمت الموافقة تقوم المؤسسة المندمج فيها بدفع القيمة لحملة

<sup>1</sup> تم الاعتماد على:

• علي محمد حسن هويدي، " الاندماج المصرفي: دراسة في بعض الجوانب المحاسبية للتجربة المصرية "، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الادارية والمالية ، جامعة قيلاديلفيا ، الأردن، 2005

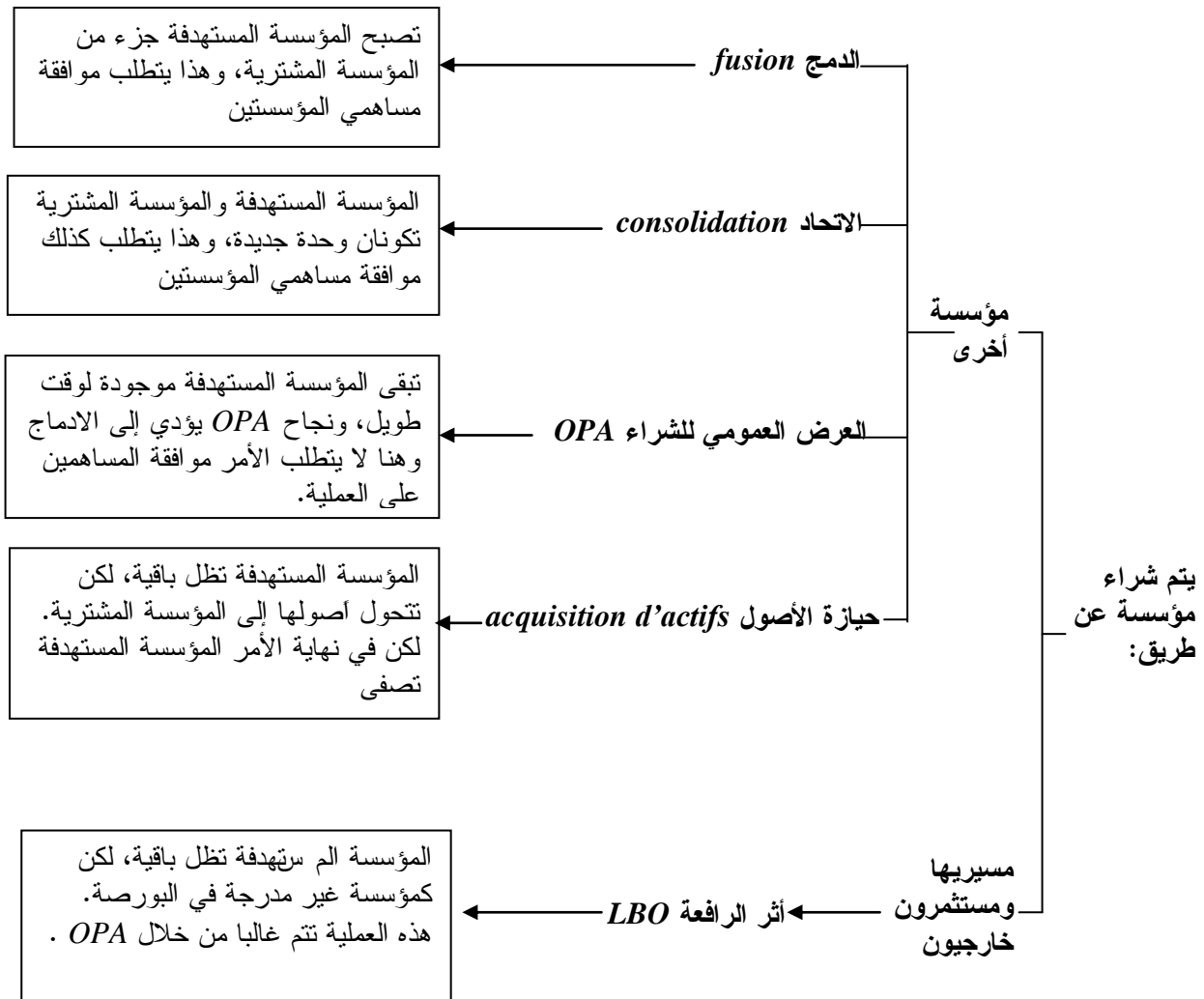
• Andrew J. Sherman and Milledge A. Hart, *Mergers & acquisitions from A to Z*, 2nd ed, AMACOM: New York, 2006, P:11

<sup>2</sup> علي محمد حسن هويدي، مرجع سبق ذكره.

السهم إما نقداً أو بأسهم أو سندات . وهناك الاندماج العدائي *La fusion hostile* الذي يحدث ضد رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة ويتم ذلك من خلال حرب التصويت أو بتقديم عرض عمومي للشراء *Offre publique d'achat "OPA"* . ويقصد بحرب التصويت سعي عدد من المستثمرين للحصول على تفويض من مساهمي المؤسسة المستهدفة للتصويت نيابة عنهم لإقصاء الإدارة التي تعارض فكرة الاندماج. غير أن الواقع يكد صعوبة الاندماج عن هذا الطريق. فبمجرد استعمال الطريق البديل وهو *OPA* ، حيث تقوم إدارة المؤسسة المغيرة بتقديم عرض للشراء مباشرة إلى مساهمي المؤسسة المستهدفة ، وتطلب في هذا العرض منهم أن يتقدموا بأسهمهم إليها، وتمنح لهم سعر شراء عادة يكون أعلى من السعر السوقي الحالي له ، وهذا يمثل حافزاً لمساهمي المؤسسة المستهدفة لقبول هذا العرض من ناحية ، كما أنه يتغلب على مقاومة الإدارة فيها من ناحية أخرى.

وقد قام Aswath DAMODRAM بتلخيص تقسيمات الاندماج في الشكل التالي:

شكل رقم (13): تقسيمات الاندماج



فالاندماج حسب الشكل ينقسم إلى شراء مؤسسة مستهدفة من قبل مؤسسة أخرى: ويأخذ أحد الأشكال الأربعة، كما بينا سابقا، إما بالدمج أو الاتحاد أو بالعرض العمومي للشراء أو بحيازة أصولها. ويمكن أن يكون من قبل مدرائها أو مجموعة من المستثمرين الخارجيين، ويكون غالبا بممارسة عرض عمومي للشراء، بعد إجراء المعاملة، قد تتوقف المؤسسة المشتراة لوجوده كمؤسسة مدرجة وتصبح مؤسسة غير المدرجة. تسمى هذه الحيازة بإعادة شراء المؤسسة من قبل أجرائها، وقد يتم الاستدانة لهذه العملية من أجل شراء المؤسسة إي استخدام الرفع المالي أو ما يسمى اصطلاحا بـ :  
 . Leveraged buy-out “LBO”

**2-2. دوافع الاندماج والسيطرة على المؤسسات:** إن المبرر الأساسي للاندماج بين مؤسستين هو خلق قيمة إضافية، فإذا كانت قيمة أسهم المؤسسة الناتجة من الاندماج أكبر من حاصل جمع قيمة أسهم المؤسستين قبل الاندماج، فهنا نقول انه تم خلق قيمة إضافية من الاندماج، هذه القيمة تتحقق من ما يسمى بالتعاون الايجابي أو الأثر التجميعي *La synergie*، أو كما يقال أن:  $2 + 2 = 5$  وليس 4. وينشأ هذا الأثر التجميعي في عمليات الاندماج من مصدرين: الأثر التجميعي التشغيلي والأثر التجميعي المالي:<sup>1</sup>

**2-2-1. الأثر التجميعي التشغيلي *La synergie d'exploitation* :** وهو الذي يسمح للمؤسسة بزيادة أرباحها للاستغلال حيث تكون أرباح المؤسستين مجتمعتين أكبر من أرباح كل مؤسسة قبل الاندماج ويتحقق هذا الأثر نتيجة لما يلي:

- وفورات الحجم *Les économies d'échelle*: وذلك بتخفيض في تكاليف أنشطة المبيعات أو المشتريات أو الأنشطة المالية والإدارية. ففي ظل الاندماج يتوقع أن تنخفض التكاليف وبالتالي ستكون قيمة المؤسستين أكبر من ذي قبل. وتتحقق وفورات الحجم بمجرد زيادة حجم الأعمال، حيث تنتج الوفورات من انخفاض نصيب الوحدة المنتجة من التكاليف الثابتة.
- زيادة القوة التسويقية واحتمالات التسعير الاحتكاري: حيث تتوحد وظائف التسويق والمشتريات وتصبح مجالات تسويق المنتجات أوسع ونقل المنافسة لهذه المؤسسة مما يعني زيادة هوامش الأرباح أو تصبح أكثر استقرار.
- زيادة الكفاءة: وذلك من خلال زيادة المنتجات وانخفاض تكلفة الوحدة، حيث يسمح ذلك باستعمال أكثر كفاءة لموارد المؤسسة.

<sup>1</sup>Aswath DAMODRAM, Op cit, P: 1147-1149.

J. FRED WESTON & SAMUEL C. WEAVER, *Mergers and acquisitions*, McGraw-Hill, New York: 2001, P: 83-87.

## 2-2-2. الأثر التجميعي المالي *La synergie financière*: ويكون إما نتيجة لزيادة التدفقات المالية

الصافية أو لانخفاض في تكلفة الأموال وينتج هذا الأثر من العوامل التالي:

• المنافع الضريبية: فيمكن للمؤسسة المغيرة أن تستخدم خسائر المؤسسة المستهدفة بعد الاندماج في تقيض جزء من أرباحها، وبالتالي تحقق وفورات في مدفوعات الضرائب.

• تخفيض تكلفة التمويل: من شأن الاندماج، الذي يصحبه بالضرورة ضخامة في حجم المؤسسة، أن يكون حجم إصداراتها في المستقبل من الأوراق المالية كبيراً وبالتالي فإن تكلفة التمويل ستتناقص. يضاف إلى ذلك أن من شأن استقرار التدفقات النقدية أن يسفر على حصول المؤسسة على القروض مستقبلاً بأقل تكلفة، وبالتالي احتمال ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

• تحقيق السيولة لحملة الأسهم: عندما تندمج مؤسستين صغيرتين أو مؤسسة صغيرة في مؤسسة كبيرة فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق سيولة أفضل لملاك المؤسسة الصغيرة، نتيجة لسهولة تسويق الأسهم التي يمتلكونها. فبامتلاك أسهم مؤسسة صغيرة سوق أسهمها ضيق، فإن ملاك هذه المؤسسة قد يحصلون في ظل الاندماج على أسهم المؤسسة المندمج فيها، وهي أسهم لها سوق أوسع، مما يعني سيولة أفضل وكقاعدة عامة هناك علاقة طردية بين سيولة السهم وقيمه السوقية.

## 2-2-3. دوافع أخرى للاندماج: بالإضافة إلى الأثر التجميعي سواء التشغيلي أو المالي، هناك دوافع أخرى أهمها:

- التنويع من أجل تخفيض المخاطر: قد يتحقق التنويع نتيجة للاندماج، ومن أبرز مزايا التنويع هو تحقيق قدر من الاستقرار في ربحية المؤسسة وعائد السهم بالتبعية. يحدث هذا بسبب انخفاض المخاطر التي كانت محيطة بمؤسسة معينة أو ما يسمى بالمخاطر غير المنتظمة والتي يمكن التقليل منها بتنويع النشاط.
- ضعف أداء تسيير المؤسسة المستهدفة: قد يكون الدافع وراء محاولة امتلاك مؤسسة أخرى، هو اعتقاد إدارة المؤسسة الراغبة في الشراء في أن أداء المؤسسة المستهدفة أقل مما ينبغي، وأنه لم يتم الاندماج فسوف يتحسن الأداء، الأمر الذي يترك أثره الإيجابي على ملاك المؤسسة المشتري، ويحفز إدارتها على لامتلاك المؤسسة وتحسين طرق وتطبيقات وسياسة التسيير فيها من أجل زيادة قيمتها.
- مواجهة محاولة السيطرة على المؤسسة: قد تعتمد إدارة المؤسسة المستهدفة للسيطرة لإجراء دفاعي يتمثل في امتلاك مؤسسة أخرى وتمويل العملية من أموال مقترضة. هنا سيصبح حجم المؤسسة المستهدفة أكبر، بشكل قد يصعب على مؤسسة أخرى امتلاكها. هذا إلى جانب أن الرفع المالي قد يكون كبيراً بشكل يجعلها أقل جاذبية.

## 2-3. أسواق الاندماج والاستحواذ وحوكمة المؤسسات : تواجه العديد من المؤسسات ذات الأداء

الضعيف خطر الاستيلاء عليها من طرف مستثمرين أو مؤسسات أخرى، فهذا يعتبر عند كثير من الأكاديميين آلية هامة للحوكمة. فإذا لم يستطع مسيرو تلك المؤسسات ممارسة عملهم جيدا، سواء لعدم كفاءتهم التسييرية أو لأنهم يسيئون استخدام صلاحياتهم الإدارية عن طريق استخدام سلطتهم لتحقيق غايات شخصية، فإن مؤسستهم يمكن الاستيلاء عليها ويتم فصلهم هم بعد ذلك. وبهذا المنطلق يمثل الخوف من استيلاء محتمل آلية تأديبية قوية تضمن أن يؤدي المسيرون عملهم وفق أفضل قدراتهم وتضمن السيطرة والرقابة على حرية التصرف الممنوحة لهم. ومن هنا ظهرت فكرة الاستيلاء التأديبي. ويرى *Michael Jensen* من خلال دراسة أجراها على 250 عملية استحواذ، أنه بالإضافة إلى دافع حافز الأثر التجميعي هناك حافز لا يقل أهمية حافز الاستيلاء التأديبي، من خلال أن أكثر من نصف المسيرين في المؤسسات المستهدفة وأحيانا رؤساء مجلس الادارة قد تم اقالتهم خلال عامين من عملية الاستحواذ.<sup>1</sup> ولقد انتشرت الاستحواذات التأديبية كثير في الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي، لكنها خفت في القرن الحالي بالرغم من اعتبارها آلية فعالة ومؤثرة علة نظام الحوكمة، وترجع ذلك دراسة *Crawford&lechner* إلى الأسباب التالية:<sup>2</sup>

- تضخم أسعار الأسهم بسبب الفقاعات المضاربية، مما جعل عمليات الاستحواذ التأديبي غير مربحة؛
- عمليات الاستيلاء تكلف أموالا باهضة، ففي الفترة السابقة كان الدين الرديئ مصدر تمويلي شائع، لكن هذا النصدر لم يصبح متاحا كثيرا؛
- والسبب الرئيسي هو وجود دفاعات شديدة ضد الاستحواذ التأديبين وذلك بوضع المؤسسات المستهدفة خطط دفاع ضد الاستحواذ أعاققت كفاءة هذه الآلية من أن تلعب دورا فعالا في نظام حوكمة المؤسسات.

ويمكن تصنيف خطط الدفاع ضد الاستحواذ التأديبي إلى قسمين: خطط على مستوى المؤسسة وخطط على مستوى الدولة، وتفصيل ذلك في الآتي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Michael JENSEN, “ The modern industrial revaluation, exit and failure of internal control systems”, in journal of finance, vol 84 N 4,P:832-880.

<sup>2</sup> Dean CRAWFORD, Thomas Lechner,” Takeover premiums and anticipated merger gains in the US market for corporate control ” , in Journal of business finance & accounting, vol 33 issue 5-6, P: 807-829.

<sup>3</sup> يمكن الرجوع إلى:

- V.A. Kennedy, R.J. Limmack , “Takeover activity, ceo turnover, and the market for corporate control”. In Journal of Business Finance & Accounting, Vo 23, Issue 2,P: 267-285,1996.
- Anant K. SUNDARAM,” mergers and acquisitions and corporate governance”, in Advances in Mergers and Acquisitions, Volume 3, 197-223, <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/Anant.Sundaram/Downloads/Sundaram%20MandA%20Governance.PDF>. 15/12/2010.



أ. **خطط الدفاع على مستوى المؤسسة:** وهي الاستراتيجيات التي تتبعها المؤسسة المستهدفة لتقليل فرص الاستحواذ عليها، من بين هذه الاستراتيجيات:

**حبوب السم Poison Pills:** وهي استراتيجية تقوم بها المؤسسة المستهدفة تجعلها أقل جاذبية بعد أن يتم الاستحواذ عليها مباشرة، ومن أمثلة حبوب السم، منح مساهمي المؤسسة المستهدفة الحق في شراء الأسهم الخاصة بمؤسسة المستحوذ بخصم كبير وذلك في حالة ما إذا تم الاستحواذ عليها. فهذه الحقوق تلك المؤسسات أقل جاذبية لاستحواذ من وجهة نظر المستحوذ. وبعض الأنواع الأخرى من حبوب السم تتضمن استحقاق دفع ديون المؤسسة فور الاستحواذ عليها أو البيع الفوري للأصول بخصم كبير بمجرد اتمام الاستيلاء.

**المظلة الذهبية Golden parachute:** وهي طريقة دفع اوتوماتيكي لصالح مسيري المؤسسة المستهدفة إذا تم الاستحواذ على مؤسستهم، ولأن المستحوذ هو الذي يدفع تلك التكاليف سيجعل تلك المؤسسة أقل جاذبية للاستحواذ عليها.

**قوانين الأغلبية الفائقة Supermajority laws:** حيث يمكن للمؤسسة المستهدفة أن تتضمن في قانونها شرط موافقة ثلثي المساهمين على تسليم السلطة والسيطرة لمؤسسات أخرى.

**مجالس إدارة متعاقبة ومتداخلة staggered boards:** وهي أن تطبق المؤسسات عملية يتم فيها انتخاب نسبة فقط من أعضاء مجلس الإدارة كل عام على عدة أعوام، الأمر الذي يجعل من الصعوبة التحكم في مجلس الإدارة في أي سنة معينة.

**البريد الأخضر Greenmail:** الذي يحاول فيه منع الشخص من استكمال عملية الاستحواذ، حيث تقوم إدارة المؤسسة المستهدفة بشراء نصيب من الأسهم بسعر مغري، أو محاولتها لاقتناع مساهميها أن سعر عرض الاستحواذ منخفض جدًا، أو لإثارة قضايا تدعوا إلى عدم الثقة في المستحوذ، أو البحث عن مستحوذ آخر يعرف عادة بالفارس الأبيض، والذي لا يقوم باقالة الإدارة بعد الاستحواذ، أو البحث عن مستثمر يقوم بشراء عدد كافي من الأسهم، يطلق عليه حامل الدروع الأبيض، ليكون له السلطة الكافية لسد المنافذ أمام عملية الاستحواذ.

ب. **خطط الدفاع على مستوى الدولة:** وهي عبارة عن قوانين الدولة التي من شأنها تنظيم وتحذ من عمليات الاستحواذ، فمثلا هناك خمسة قوانين لمقاومة الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية، وتلك القوانين هي: قوانين التجميد: والتي تشترط مدة زمنية، عادة ثلاثة أعوام، يتعين خلالها على العرض أن ينتظر تلك المدة حتى يدمج المؤسسة المستهدفة مع أصوله الخاصة. قوانين السعر العادل: للتأكد من أن المساهمين ممن باعوا أسهمهم في فترة لاحقة لعملية الاستحواذ قد حصلوا على نفس السعر الذي باع به المساهمون أسهمهم للمستحوذ قبل هذه الفترة. القوانين الملحقة بحبوب السم: والتي تحمي حقوق المؤسسة في تبني تلك الحبوب. قانون الاستحواذ على الأسهم الرقابية: حيث تطلب تصديق المساهم قبل أن يمكن

للعارض التصويت على أسهمه. وأخيراً، يسمح القانون الأساسي للمسيرين بادراج مصالح غير المساهمين، كالموظفين والدائنين، في الدفاع ضد عمليات الاستحواذ. إن خطط الدفاعات السابقة قد ساهمت على الأقل حتى قضت على عمليات الاستحواذ التأديبي، وبالتالي كانت ذات تأثير سلبي على نظام الحوكمة.

### خلاصة الفصل:

تم التركيز في هذا الفصل على عرض بعض الأدبيات الخاصة بجوانب تأثير سوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة في المؤسسة، وتوصلنا إلى النقاط التالية:

- تلعب هيئات تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية، دوراً بارزاً من خلال متابعة والإشراف على عمليات التداول وإصدار الأوراق المالية، ومن خلال كذلك الحرص على ضمان تطبيق قواعد واضحة لحوكمة المؤسسات، وهذا يظهر أساساً من خلال إدارج ضمن شروط القيد في السوق شروط وقواعد تخضع تطبيق مبادئ وقاعد الحوكمة المتعارف عنها؛
  - تلعب كفاءة سوق راس المال دوراً مهماً في الرقابة على المؤسسات وحماية حقوق المساهمين في من خلال الإفصاح عن كل المعلومات وبشفافية وفي الوقت المناسب. وإتاحة المعلومات الكافية والصحيحة للمساهمين يكون من قبل التزام مجلس الإدارة بالإفصاح العادل ووجود رقابة عليه من طرف مدقق الحسابات و الجمعية العامة للمساهمين؛
  - يعتبر وجود المستثمرين المؤسسين وسيلة هامة للتأثير على أداء المؤسسة، وازغامها على انتهاج نظام مبني على ارساء الشفافية والامتثال إلى قواعد الحوكمة؛
  - يقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آليات لمعاقبة المؤسسات المدرجة فيه، خاصة ذات الأداء الضعيف، من خلال تعرضها للمؤسسات لعمليات الاستحواذ والاندماج العدائية، التي تعتبر وسيلة هامة تأديبية، توفرها السوق.
- تعتبر هذه التأثيرات أهم جوانب مساهمة سوق الأوراق المالية في نظام حوكمة المؤسسات، وللوقوف على تجارب مختلف الدول في هذا المجال نعرض الفصل الموالي ، والفصل الأخير الخاص بتجربة الجزائر.

# الفصل الرابع

تجارب أسواق الأوراق المالية المختلفة في أنظمة حوكمة المؤسسات

تمهيد:

أدى التقدم الاقتصادي والتجاري مع التقدم التقني في المعلومات والاتصالات إلى تنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية العالمية، واستطاعت الدول المتقدمة والدول الناشئة أن توفر التمويل اللازم لمختلف المؤسسات، خاصة بتراجع الوساطة المالية. وبهذا أصبحت الأسواق المالية، عنصراً مؤثراً على معظم الاقتصاديات، ليس فقط بالنسبة للتمويل، وإنما كذلك كآلية هامة لمراقبة المؤسسات، كما رأينا في الفصل السابق.

لكن هذا التأثير يختلف من دولة لأخرى، ومن نظام للحكومة لآخر، فمثلًا، كالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة نجد فيها أسواق الأوراق المالية هي المهيمنة، فمن المفترض أن يكون تأثيرها على نظام الحوكمة، أكبر من دول أخرى كألمانيا أو اليابان.

لكن أغلب الدول المتقدمة والناشئة بدأت تقوم بتفعيل دور أسواق الأوراق المالية في تعزيز نظام الحوكمة عن طريق إنشاء معايير أو قواعد للحوكمة واستحداث قوانين تقلص من الممارسات السلبية.

وفي هذا الفصل نستعرض أهم تجارب الدول من خلال ثلاثا مباحث:

المبحث الأول: مكانة سوق الأوراق المالية ضمن أنظمة الحوكمة الدول المتقدمة؛

المبحث الثاني: مكانة سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة من غير العربية؛

المبحث الثالث: مكانة سوق الأوراق المالية في الدول العربية.

### المبحث الأول: مكانة سوق الأوراق المالية ضمن أنظمة الحوكمة الدول المتقدمة

تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يعتمد فيها بدرجة كبيرة على المؤسسات الخاصة وشركات المساهمة العامة التي تؤدي إلى انفصال الملكية عن الإدارة ، وبذلك ظهرت الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من الدول في عقد التسعينات من القرن العشرين. وهنا برز دور تلك الأسواق في تعزيز نظام الحوكمة المطبق في كل دولة.

ودراسة هياكل حوكمة المؤسسات في الدول المتقدمة، يسمح لنا بالتمييز بين الدول الأنجلوساكسونية حيث الأسواق المالية تلعب دورا كبيرا، وبين بعض البلدان الأوربية كألمانيا واليابان ، حيث نظم الوساطة المالية هي المهيمنة.

#### 1- مكانة سوق الأوراق المالية في النموذج الأنجلو ساكسوني:

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة المثل الرائد في هذا النموذج، أين نجد أسواق الأوراق المالية تحتل مكانة هامة في تمويل الاقتصاد وفي التأثير على مختلف السياسات وعلى نظام الحوكمة السائد فيها.

جدول رقم (12): مكانة سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة

2010	2009	2008	2007	2006		
4 279	4 401	5 603	5 130	5 133	عدد المؤسسة المدرجة	الو.م.أ
17138978	15077285	11737645	19947283	19425854	القيمة السوقية (10 <sup>6</sup> دولار امريكي )	
117.5	107.4	82.1	142.5	145,7	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي ( % )	
2 056	2 179	2 415	2 588	2 913	عدد المؤسسة المدرجة	المملكة المتحدة
3 107 037	2 796 444	1 851 953	3 858 505	3 794 310	القيمة السوقية (10 <sup>6</sup> دولار امريكي )	
138.3	128.7	69.7	137.3	155.2	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي ( % )	

المصدر: موقع البنك العالمي <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur> تاريخ الاطلاع: 2010/11/04.

يبين الجدول أعلاها، الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الأمريكي والبريطاني، حيث عدد المؤسسات بلغ مستويات كبيرة أكثر من 5000 مؤسسة في سنة 2006 في الولايات المتحدة وقرابة 3000 في نفس السنة في المملكة المتحدة، الأمر الذي يظهر اعتماد المؤسسات على تمويل مشاريعها في الغالب من البورصات، وهو ما يؤكد اعتماد الدول الأنجلوساكسونية على نموذج اقتصاد السوق المالية المشار إليه سابقاً.

كما تمثل القيمة السوقية الاجمالية للمؤسسات الأمريكية في سنة 2006 ما يزيد عن 19 مليار دولار بنسبة 145,7 % من الناتج الداخلي الاجمالي أي تقريبا ثلاثة أضعاف، أما في المملكة المتحدة فتزيد القيمة السوقية عن الثلاثة ملايين دولار بنسبة 155.5 % من الناتج الداخلي الاجمالي. وهذه المكانة لسوق الأوراق المالية جعلت منه آلية هامة في مراقبة المؤسسات في تلك الدول فهو بمثابة جوهر وقلب نظام الحوكمة فيها.

### 1-1. الولايات المتحدة الأمريكية:

نجد في الولايات المتحدة الأمريكية أهم القوانين التي تحكم حوكمة المؤسسات:

- قواعد الإدراج في بورصة نيويورك النهائي (2003) *Final NYSE Listing Rules*؛
- قواعد الإدراج في بورصة ناسداك النهائي (2003) *Final NASDAQ Listing Rules*؛
- قانون ساربانيس اوكسلي (2002) *The Sarbanes-Oxley Act*؛
- مبادئ حوكمة الشركات - اجتماع المائدة المستديرة - *Principles of Corporate Governance* - *The Business Round Table* (2002)
- مبادئ حوكمة الشركات : تحليل وتوجيهات -- معهد القانون الأمريكي *Principles of Corporate Governance : Analysis & Recommendations - American Law Institute* (2002)
- مبادئ حوكمة الشركات لصندوق التقاعد كالبيرز *CalPERS Global Corporate Governance Principles* (1999)

وبالنظر لهذا القوانين والمبادئ نجد أهم خصائص نظام حوكمة المؤسسات ما يلي:<sup>1</sup>

- 75% من المؤسسات المدرجة في S&P 500 في عام 2004 لا يتم فيها الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة و الرئيس التنفيذي للمؤسسة.
- تتكون مجالس إدارة الشركات المدرجة في الغالب من أعضاء مستقلين؛

<sup>1</sup> l'Institut Français des Administrateurs, "Pratiques internationales de gouvernance: Une Approche comparative" [http://ifa-sso.com/download.php?module=documents&file\\_id=87&fichier\\_nom=document-87.pdf&name=document](http://ifa-sso.com/download.php?module=documents&file_id=87&fichier_nom=document-87.pdf&name=document).

- كثير من المؤسسات المدرجة أصبحت بشكل متزايد تعتمد على تعيين مسؤول عن الحوكمة *CGO* 'Chief Governance Officer'، والذي هو بمثابة واجهة و حلقة وصل مع جميع أصحاب المصلحة، وبين مجلس الإدارة واللجان المتخصصة، وبين المساهمين. ومسؤوليته تتمثل في تحديد المخاطر المتصلة بالحوكمة في المؤسسة.
- يتم تعيين المديرين بناء على توصية من لجنة التعيينات أو "لجنة حوكمة المؤسسات".
- لا توجد لوائح رسمية تحد من عدد العهود التي يشغلها المدير.
- يوصي مؤتمر مجالس الإدارة منذ عام 2003 لجنة التعويضات بتحديد بدقة الجزء المتغير والثابت من أجر المدير التنفيذي الأول.
- تخضع مجالس الإدارة لتقييم ذاتي سنوي يفوضه بورصة نيويورك. وينبغي أن تكون آليات التقييم مكشفت عنها علنا مع مبادئ حوكمة المؤسسات التي تطبقها المؤسسة.
- يجب على جميع المؤسسات المدرجة، ومنذ بدء تنفيذ قانون ساربنز أوكسلي، أن تتألف لجنة المراجعة فيها كلية من أعضاء مستقلين.
- يتم احترام حقوق المساهمين أساسا من خلال مطالبات صناديق المعاشات التقاعدية. التي تعتبر في الولايات المتحدة الأمريكية صوت المساهم.
- في الولايات المتحدة؛ مسؤولية المسيرين، وخصوصا تلك التي تؤثر على المدراء التنفيذيين وأعضاء المجلس بشأن حوكمة الشركات، تتم أساسا من قبل وسيط لإجراء يعرف باسم "class action". هذا الإجراء يسمح للأقلية من المساهمين من التجمع، لأجل طلب الحق في التعويض لجميع المساهمين بسبب تصرفات المسيرين التي يحتمل أن تضر بهم.
- يتم تقييم حوكمة المؤسسات على الجوانب الشكلية البحتة (الامتثال للقوانين والأنظمة) فقط دون تقييم عمل المؤسسات الفعلي وأدائها. وهو ما يؤدي إلى ظهور خطر للحوكمة يتمثل في نموذج يعتمد على الشكل دون الجوهر، الأمر الذي يشجع المؤسسات التي تمتثل للقوانين والأنظمة دون الأخرى.

## 2-1. المملكة المتحدة:

ومن بين أهم القوانين في المملكة المتحدة التي تحكم حوكمة المؤسسات:

- الكود الموحد حول حوكمة المؤسسات 2003 *Combined Code : Corporate Governance* ؛
- تقرير سميث حول لجان التدقيق *The Smith Report: Audit Committees Combined Code Guidance 2003*

• تقرير هيغز حول دور وفعالية المديرين غير التنفيذيين *The Higgs Report : Review of the role of non-executive directors 2003*

• تقرير تيرنبول حول المدراء *The Turnbull Report – Guidance for Directors 1999*

• الكود الموحد حول مبادئ حوكمة المؤسسات و أفضل الممارسات *The Combined Code Principles of good governance & code of best practices 1998*

• تقرير هامبل *The Hampel Report 1998*

• تقرير جرينبوري *The Greenbury Report on Director's remuneration 1995*

• تقرير كادبوري *The Cadbury Report 1992*

وبالنظر لهذا القوانين والمبادئ تتجلى أهم خصائص نظام حوكمة المؤسسات فيما يلي:<sup>1</sup>

• تدار الشركات من خلال نظام وحدوي ، لا يتم فيه الفصل بين الإشراف والتسيير، ويتم تنفيذ هذه المهام من قبل مجلس واحد.

• في سنة 2003، 97.6 % من المؤسسات ليس لديها سيطرة أغلبية من المساهمين.

• تجتمع مجالس الإدارة سنويا بمعدل 9 مرات، وهي أعلى قليلا من المتوسط الأوروبي. وكذلك مدة الاجتماع هي أيضا أكثر كذلك، إذ تقدر بحوالي نصف يوم.

• حجم الحد الأدنى القانوني لمجلس الإشراف عضوين. وفي الممارسة العملية، ثمانية أعضاء فقط في المتوسط يجتمعون وهو الحد الأدنى الأوروبي.

• يوجد ما يسمى " المدير المستقل " « *senior independent director* » والذي يقوم بمهمة الوساطة بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة والمساهمين.

• يتم توظيف المديرين في المملكة المتحدة بطريقة مهنية، إذ توجد شركات متخصصة في هذه الوظيفة.

• هناك إجراءات رسمية و صارمة وشفافة لتعيين أعضاء جدد للمجلس.

• يقوم المجلس بإجراء تقييم سنوي رسمي ودقيق لأداء هيئة المجلس ككل ولأداء اللجان المتخصصة والإداريين بشكل فردي. وهنا يجب على المديرين غير التنفيذيين كذلك تقييم الرئيس مع الأخذ في الاعتبار آراء جميع المديرين الآخرين.

• في المملكة المتحدة، على العموم ما يكون هناك ثلاث لجان متخصصة في المجلس لكل مؤسسة، والتي هي الآن أكثر من غيرها في أوروبا.

• عادة لا تحتوي أجور المديرين المستقلين على عوائد الأسهم أو الأوراق المالية للمؤسسة.

<sup>1</sup> l'Institut Français des Administrateurs, Op cit.



- لا تتعدى عهدة المديرين التنفيذيين 12 شهرا أو أقل.
- القانون لا ينص على نشر الحسابات السنوية للمؤسسات أو إخضاعه لتصويت المساهمين.
- يتمثل دور المجلس في حماية مصالح المساهمين وكل الأطراف، وهذا هو وجهة المستثمرين، فمجلس الإدارة هو المسؤول عن كل العلاقات التي تربط المؤسسة مع أصحاب المصالح، وضمان النجاح على المدى الطويل للشركة، وهذا يتناقض مع الاعتقاد أن الثقافة الآن جلو ساكسو نية يستجيب لمنطق المدى القصير.
- تعتبر المملكة المتحدة من بين أقوى الدول في مجال الشفافية في المعلومات عن البلدان الأوروبية الأخرى، باستثناء السويد، التي لا تزال متخلفة عن توفير المعلومات اللازمة والضرورية التي تتعلق بالمديرين التنفيذيين و أعضاء مجلس الإدارة ومكافأاتهم... الخ.
- يتعرض المديرون في المملكة المتحدة أكثر للمخاطر المالية والقانونية وحتى المتعلقة بالسمعة بوظائفهم من الدول الأوروبية.
- يعتبر تقرير كادبوري من بين التقارير الأولى في العالم التي رسمت الأسس الأولى للعلاقة بين الحوكمة وإدارة المخاطر. إذ أشار إلى أنه يمكن التحكم في مخاطر لاحتيايل من جانب هياكل وإجراءات الرقابة الداخلية، وشدد على ضرورة أهمية التدقيق الداخلي والتدقيق الخارجي .
- الاقتصاد البريطاني يعتمد اعتمادا كبيرا على الاكتتاب العمومي للادخار، الأمر الذي يجعل ضغوط السوق المالية والافصاح كبيرة بالنسبة للمؤسسات. لذا، من الطبيعي أن يؤسس نظام للحوكمة يقتصر في الامتثال للمعايير التي يطالب بها المساهمين. ومع ذلك تبقى مجالس الإدارة تعتبر من بين المجالس الأكثر فعالية. وتعتبر فعالية مجلس الإدارة الموضوع الغالب للكود الموحد  
.Combined Code

وبالنظر لخصائص نظام الحوكمة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، يمكن عرض خصائص النظام الأنجلوساكسوني في الجدول التالي:

جدول رقم (13): ملخص النظام الأنجلوساكسوني لحوكمة المؤسسات

تعريف النموذج	وهو النظام التي تمثل فيه الأسواق المالية وأسواق العمل الآلية الأساسية في التأثير على المؤسسات ومراقبتها، ولا تحتل فيه البنوك مكانة مهمة.
محددات النموذج	<p><b>خلفية التاريخية:</b> تم اعتماد مجموعة من التدابير من السلطات النقدية تحد من نطاق وقوة المؤسسات المالية بعد أزمة عام 1929، حيث كان النظام يعتمد على البنوك، لكن في أعقاب الأزمة، تم القاء جزئيا المسؤولية على المصارف، وتم الحد من نشاطها.</p>

<p><b>الإطار القانوني :</b> يعتبر كل من قانون قلاس ستيجال <i>Glass Steagall Act</i> لعام 1933 وقانون الشركة القابضة للبنك <i>Bank Holding Company Act</i> لعام 1956 من بين القوانين الهامة التي تؤسس لهذا النظام، إذ يحظران رسمياً البنوك العاملة في الولايات المتحدة العمل في الأسواق المالية وفي مجال صناعة التأمين. كما تم الفصل بين وظائف البنك التجاري وبنك الاستثمار، ومنع البنوك من المشاركة في رأسمال المؤسسات.</p>	
<p>لا تتجاوز ملكية البنوك 5% من رأس مال نفس المؤسسة؛ وجود تشتت كبير لملكية رأس المال؛ عدم وجود ملكيات متقاطعة، أي مؤسسة تملك في بنك أو مؤسسة أخرى، والعكس؛ وجود نفس القيود المفروضة على كل المستثمرين المؤسساتيين؛</p>	<p><b>هيكل رأس المال</b></p>
<p><b>الرقابة الخارجية :</b> عن طريق آلية العرض العمومي للشراء <i>OPA</i> التي تعتبر الأداة الرئيسية لرقابة المؤسسات. فنتشتت وسيولة حقوق الملكية، و انتشار المعلومات عن المؤسسات وتمويل الاستثمار، يفسر سبب اعتماد أسواق الأنجلوساسكونية على هذه الآلية. فالسيطرة والاستحواذ على المؤسسات تمثل تهديدا كبيرا للمديرين، مما يجعلهم يمارسون وظائفهم بفعالية خشية فقدان مناصبهم.</p> <p><b>الرقابة الداخلية :</b> غالبا ما يتكون مجلس الإدارة من المديرين، كما أن العديد من أعضاء المجلس هم من العاملين في المؤسسة وعلى مقربة من المديرين ولهم مصلحة في الحفاظ على الإدارة الحالية. اما الأعضاء من خارج المؤسسة فيتم تعيينهم من قبل ال مدير التنفيذي للمؤسسة وهنا يظهر عامل الولاء على حساب الكفاءة. وفي غالب الأحيان يعتبر رئيس مجلس الإدارة هو نفسه المدير العام للمؤسسة، فمن الصعب إذا محاسبة مجلس الإدارة للمدراء ذوو الأداء غير الكافي. لكن ينبغي الإشارة أن المستثمرين المؤسساتيين لا يتدخلون في التدخل في إدارة المؤسسة وتوجيهها التي لديهم فيها حصة ملكية معتبرة.</p>	<p><b>طرق الرقابة والسيطرة</b></p>
<p>العديد من المؤسسات المدرجة في السوق؛ وجود عدد كبير من المساهمين؛ أسواق مالية متقدمة وتتمتع بسيولة كبيرة؛ قواعد محاسبية صارمة ناجمة عن الحاجة إلى الشفافية ؛ قلة الملكيات والمساهمات المتبادلة والمنقطة بين المؤسسات غير المالية، وبين</p>	<p><b>خصائص النظام</b></p>

البنوك والمؤسسات غير المالية؛	
تهديد دائم للمسيرين؛ كفاءة تخصيص الموارد؛ احترام استقلالية الأعوان الاقتصاديين؛ يعتبر نظام يقوم بعلاج مشكلات الحوكمة.	الإيجابيات
التركيز على المدى القصير؛ الاهتمام الكبير بالمعلومات مما يجعل وجود خطر التضليل والتحريف؛ نظام يشجع المسيرين على وضع استراتيجيات من أجل الاندماج والاستحواذ واكتساب مزيد من التجذر في المؤسسات؛ وجود تكاليف باهضة للرقابة والإشراف؛ خطر عدم احترام حرية الأعوان الاقتصاديين، من خلال تدخل الدولة في شؤون السوق	السلبيات

المصدر: Wadji Ben Rejeb, "Gouvernance et performance dans les établissements de soins en Tunisie", Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis, Mémoire pour l'obtention du Diplôme des Etudes Approfondies en Management;2003.

ومن خلال ماسبق يمكن القول، أنه في النظام الأنجلوساكسوني، تلعب فيه أسواق الأوراق المالية دورا هاما في التأثير على نظام الحوكمة من خلال النقاط التالية:

- توفر أسواق الأوراق المالية آليات خارجية مهمة لرقابة المؤسسات، منها خاصة العرض العمومي للشراء OPA الذي أصبح من بين الأدوات المهمة المستعملة في تأديب المسيرين ومعاقبة المؤسسات ضعيفة الأداء؛
- تتميز الأسواق في هذا النموذج بالتقدم والكفاءة، مما يجعل لأسعار الأوراق المالية دورا مهما في الحكم على أداء المسيرين والمؤسسات بصفة عامة، الأمر الذي يجبر بهذه الأخيرة ان تكون قراراتها تصب في مصلحة المستثمرين؛
- تعتبر البورصات في هذه الدول من بين أول البورصات التي سعت لوضع معايير وقواعد ومبادئ تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات بما يحقق أهداف المؤسسة وغاياتها ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة به، ويكون ذلك اما بإلزام المؤسسات أو ارشادها ( عادة ما يطبق في هذا الصدد مبدأ " الالتزام أو تفسير عدم الالتزام " المشار اليه سابقا ) على تعزيز الممارسات السليمة للحوكمة؛

## 2- مكانة سوق الأوراق المالية في النموذج الألماني الياباني:

لم تتبع ألمانيا واليابان المسار الذي انتهجته كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة. إذا أسستنا لنموذج آخر النموذج الألماني - الياباني *le modele germano-nippon* يقوم على وجود قطاع مصرفي قوي، يساهم بقوة في تمويل المؤسسات.

جدول رقم (14): مكانة سوق الأوراق المالية في ألمانيا واليابان

2010	2009	2008	2007	2006	
571	601	638	658	656	عدد المؤسسة المدرجة
1 429 707	1 297 568	1 107 957	2 105 506	1 637 826	القيمة السوقية (10 <sup>6</sup> دولار أمريكي )
43.2	39.0	30.5	63.2	56.1	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي ( % )
3 553	4 161	3 299	3 844	3 362	عدد المؤسسة المدرجة
4 099 591	3 377 892	3 220 485	4 453 475	4 726 269	القيمة السوقية (10 <sup>6</sup> دولار أمريكي )
74.6	67.1	66.0	101.7	108.3	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي ( % )

المصدر: موقع البنك العالمي <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>

يظهر الجدول أن أسواق الأوراق المالية بدأت تأخذ مكانة هامة كذلك في تمويل الاقتصاد، إذ تقدر القيمة السوقية الاجمالية في ألمانيا حوالي 1.5 ألف مليار بـ 571 مؤسسة مدرجة سنة 2010 وهو عدد أقل من المؤسسات المدرجة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، أما في اليابان فتقدر القيمة السوقية الاجمالية بحوالي 4 آلاف مليار بـ 3553 مؤسسة مدرجة سنة 2010.

لكن بموازاة مع ذلك، يشهد القطاع المصرفي تطوراً كبيراً في عمليات التمويل، وهذا ما يبيئه

الجدول التالي:

جدول رقم (14): نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع المصرفي من إجمالي الناتج المحلي في ألمانيا واليابان

2009	2008	2007	2006	
131.8	126.3	124.5	131.0	ألمانيا
320.5	295.4	294.3	305.0	اليابان

المصدر: موقع البنك العالمي <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>

يبين الجدول أعلاه نسبة الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي من إجمالي الناتج المحلي، ويشمل الائتمان المحلي المتاح من القطاع المصرفي كل الائتمان المقدم إلى القطاعات المختلفة إجمالاً،

عدا الائتمان المقدم للحكومة المركزية. ويشمل القطاع المصرفي سلطات النقد والبنوك المتلقية للودائع النقدية، وكذلك المؤسسات المصرفية الأخرى.

وتبين النسب، المساهمة الكبيرة للقطاع المصرفي في عمليات التمويل ، خاصة في اليابان إذ بلغت النسبة في 2009 حوالي 320.5% من الناتج المحلي وهي نسبة جد معتبرة. وهو ما جعل بكثير من الكتاب تسمية هذا النموذج بنظام موجهة بالبنوك *Le système orienté banques*.

## 2-1. ألمانيا:

ومن بين أهم القوانين في ألمانيا التي تنظم حوكمة المؤسسات:

- قانون كروم - القانون الألماني لحوكمة الشركات ( 2002 ) ، *Code Cromme – The German Corporate Governance Code 2002*
- تقرير لجنة باوم *Rapport de la Commission Baum – Bericht der Regierungskommission* 2001؛
- قانون حوكمة الشركات الألمانية *German Code of Corporate Governance–GCCG/Berliner* *Initiativkreis 2000*
- المبادئ التوجيهية لـ *DSW* - الدفاع عن المساهمين 1998 *DSW Guidelines – défense des actionnaires*
- قانون *KonTraG* المتعلق بالرقابة والشفافية على المؤسسات 1998 *Loi KonTraG sur le contrôle et la transparence des entreprises*

وبالنظر إلى مضمون تلك القوانين والتوجيهات، نستطيع عرض بعض جوانب خصائص نظام الحوكمة في ألمانيا على النحو التالي:<sup>1</sup>

- التشريع الألماني يقتضي وجود نظام مزدوج للمؤسسات الألمانية، يقوم على مجلسين : مجلس إداري ومجلس للإشراف *directoire & conseil de surveillance* ، المجلس الإداري مهمته إدارة أعمال المؤسسة، ومجلس الإشراف وظيفته تعيين والإشراف على المجلس الإداري، وهنا يظهر التكامل بين المجلسين؛
- يتم مشاركة العمال في إدارة شركات المساهمة، وخصوصا الكبيرة، إذ يفرض القانون على المؤسسات التي فيها من 500 إلى 2000 موظف أن يشمل مجلس الإشراف الثلث من الموظفين وفقا للقانون الأساسي لعام 1952. أما المؤسسات التي توظف أكثر من 2000 موظف فيجب أن يكون مجلس يشتمل النصف من الموظفين والمساهمين ، كما حددها قانون في سنة 1976. فمثلا

<sup>1</sup> l'Institut Français des Administrateurs, Op cit.

في سنة 2004 ، ويضم المجلس 20 عضوا ويتم انتخاب 10 من المساهمين ، و 10 يمثلون الموظفين والنقابات؛

- يلاحظ عدم وجود أعضاء مستقلين في المجالس الألمانية؛
- يجتمع مجلس الاشراف في المتوسط أقل من 5 مرات في السنة، وهي تمثل أدنى معدل في أوروبا؛
- يتم تعيين أعضاء المجلس الإداري بموجب القانون، من قبل أعضاء المجلس الإشرافي . لكن الممارسة تبين أنه تتم عمليات التوظيف عموما نتيجة لتعاون المجلسين.
- يعين المساهمون أعضاء مجلس من المساهمين أثناء الجمعية العامة، لكن لا يحق لهم تعيين ممثلي الموظفين والنقابات؛
- منذ سنة 2002 ، أصبح للمساهمين الحق في الحصول على معلومات إضافية للمبتدئين لمنصب المدير، بما في ذلك العهود التي شغل فيها هذا المنصب ، وهذا للتخفيف من خطر تضارب المصالح؛
- يركز تقرير لجنة Cromme بشكل خاص على تضارب المصالح في المجالس. حيث يجب على أعضاء كل من المجلس الاشرافي والاداري الاعلان عن كل نزاع في أسرع وقت ممكن؛
- المجالس الألمانية لا تعتبر من المجالس التي تقوم برقابة شاملة ومعقدة؛
- توجد في المؤسسات الألمانية في المتوسط لجنتين متخصصين (لجنة المراجعة ولجنة المكافآت) ووضعها جيد ضمن المتوسط الأوروبي. لكن بينت الممارسة في المؤسسات الألمانية وبناء على توصيات قانون Cromme ، أن الأمر يتطلب إنشاء لجنة واحدة للمراجعة، والسماح للمجلس الاشرافي بمهمة إنشاء لجان خاصة حسب الحاجة؛
- يتم تحديد أجور ومكافأة أعضاء المجالس الإشرافية أثناء انعقاد الجمعيات العامة؛
- يعتبر للبنوك مكانة هامة و تاريخية في تمويل الاقتصاد الألماني ولا تزال موجودة حتى الآن ، بالرغم من الانفطح الكبير على الأسواق المالية الدولي منذ قانون KonTraG؛
- يختلف سير اجتماعات الجمعية العامة تماما عن الممارسات الأوربية، إذ يتطلب الأمر أحيانا يومين كاملين للاجتماع. ويحق لجميع المساهمين طرح أسئلة على مجلس الاشراف، أو المجلس الإداري للمؤسسة. فهي تعتبر مكان مناسب للمساءلة وتبادل النقاش بين المساهمين والمسيرين واعضاء المجلس؛
- يمكن للمساهم اللجوء إلى العدالة إذا رفض مجلس الاشراف للمؤسسة منحه المعلومات التي طلبها؛

- يحق لكل مساهم يملك ما نسبته 1% من رأس مال المؤسسة (أي ما يعادل حوالي 100000 أورو) أن يستدعي مراجع خاص أو اتخاذ اجراءات اخرى ضد المديرين في حال وجود مخالفات؛
- عادة ما يميل المستثمرون المؤسسيون إلى الحصول على المعلومات مباشرة من المناقشات التي تجري وجها لوجه مع المديرين التنفيذيين للمؤسسة. وليس في الجمعيات العامة؛
- من حيث المبدأ، تمنح لكل سهم صوت واحد. أم أسهم التصويت ذات الأولوية أو القيود المفروضة على حقوق التصويت لا توجد؛
- يجب على المؤسسات المدرجة ان تفصح في الوقت المناسب لكل المستثمرين على أي تغيير وقع في نطاق المؤسسة ومن المرجح أن يؤثر على سعر السهم وهذا بعد ابلاغ السلطات الوصية؛
- سجلت ألمانيا وضعاً جيداً في أوروبا حول موضوع الشفافية، وقد تم إحراز تقدم حقيقي في ألمانيا حول الإفصاح عن المعلومات والشفافية نحو المساهمين خاصة منذ قانون NaStraG سنة 2000، ولكن تبقى هناك بعض المسائل التي لم تحسم بعد، مثل أجور ومكافآت المديرين وأعضاء المحال و اشكاليات منح خيارات الأسهم *stock-options*؛
- يعتبر الهدف الرئيسي لموجة الإصلاحات في حوكمة المؤسسات في ألمانيا هو تعزيز ثقة المستثمرين (بما في ذلك الأجانب) و كل الأعوان الاقتصاديين الرئيسيين في إدارة المؤسسات، وهذا ما أشار إليه قانون *Cromme* إذ نص ان حوكمة المؤسسات هي عامل تحقيق القدرة التنافسية وجاذبية لرؤوس الأموال؛
- تتم مراجعة مبادئ حوكمة المؤسسات وتحديثها سنوياً، حيث تم انشاء مؤسسة دائمة مستقلة وتكليف الخبراء في تطوير حوكمة المؤسسات الألمانية.

## 2-2. اليابان:

- من بين أهم القوانين والمبادئ المتعلقة بحوكمة المؤسسات في اليابان:
- التوصيات العاجلة بشأن حوكمة المؤسسات، الاتحاد الياباني للمنظمات الاقتصادية 1997، *Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance, Japan Federation of Economic Organisations (Keidanren)*؛
- مبادئ حوكمة المؤسسات: النظرة اليابانية، منتدى حوكمة المؤسسات اليابانية، 1997، *Corporate Governance Principles: A Japanese view, Japan Corporate Governance Forum*؛
- مبادئ حوكمة المؤسسات اليابانية المدرجة، بورصة طوكيو، 2004، 2009، *Principles of Corporate Governance for Listed Companies, Tokyo Stock Exchange*

نستطيع عرض بعض جوانب خصائص نظام الحوكمة في اليابان كما يلي:<sup>1</sup>

- يلعب البنك الرئيسي *La banque principale* دورا هاما في العلاقات ما بين المؤسسات في اليابان بسبب علاقاتها المتشعبة مع تلك المؤسسات في شكل قروض مقدمة لها او شكل مساهمات في رأس مالها.
- فهو يعتبر أكبر دائن للمؤسسات غير المالية، إذ في متوسط تبلغ نسبته 25 % من إجمالي القروض المقدمة، وهو أول أو ثاني أكبر مساهم بحصة 39 % من المؤسسات المدرجة في بورصة طوكيو، كما انه يمثل عضو مجلس إدارة 1820 مؤسسة بـ 1712 عضو، أي بنسبة 5 % من جميع الأعضاء.
- لا يوجد أعضاء مستقلين في مجالس الإدارة، حيث من 46 % من الشركات ليس لديهم عضو مستقل و 47 % لديها أقل من 3 أعضاء. فمعظم أعضاء المجلس من داخل المؤسسة مثل رؤساء أقسام التسويق والتمويل والموظفين، والإنتاج والذين هم تابعون للرئيس. وإذا كان هناك أعضاء خارجيين فهم غالبا ما يكونون ممثلين للبنك الرئيسي أو عملاء والموردين الأساسيين، والذين لهم مساهمات أو علاقات تجارية مع المؤسسة. يتم اختيارهم من قبل الرئيس فلا يمكن اعتبارهم أعضاء مستقلين؛
- بالرغم من فصل منصب المدير العام عن منصب رئيس المجلس، إلا أن هذا الأخير وجوده يعتبر شرفيا دون ممارسة رقابة على المدير العام، لأنه غالبا ما يمنح للمدير العام المشرف على التقاعد منصب رئيس المجلس، كما أن دوره لا يتعدى تمثيل المؤسسة في اجتماعات المنظمات المهنية، وأرباب العمل والحكومة وهو نادرا ما يتدخل في قرارات المدير العام مقتصرًا على إبداء الرأي أو المشورة لا سيما إذا كان الأمر يتعلق بالقرارات الاستراتيجية أو تعيين مدراء جدد؛
- يعتبر مجلس الإدارة في المؤسسات اليابانية الكبرى أكبر حجما مقارنة مع البلدان أخرى. فمثلا يوجد 47 عضوا في مؤسسات قطاع البناء والأسغال العمومية، و 50 عضوا في شركات الاستيراد والتصدير و 43 عضو في قطاعات انتاج السيارات و البروك؛
- يتميز النظام الياباني بوجود مساهمات لرأس المال متقاطعة *Les participations croisées* بين مختلف المؤسسات، أي وجود مؤسسات مالكة في مؤسسات أخرى، هذه الأخيرة لها حصة كذلك في تلك المؤسسات، حيث تمثل هذه المساهمات مانسبته 70 % من حصص المؤسسات والتي هي في الغالب موردين أو عملاء... الخ. وساعد ذلك الاعتماد على تكتل مجموعة كبيرة من

<sup>1</sup> Masaru YOSHIMORI, " La gouvernance des entreprises au Japon : les causes de son dysfonctionnement", in Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 4, décembre 1998, p: 137 – 165



المؤسسات والبنوك تحت اسم الكيريستو *keirestu* ، كما أن هذه المساهمات المتقاطعة أصبحت حاجزا منيعا ضد عمليات الاستحواذ التي تقوم بها المؤسسات الأجنبية خاصة الأمريكية؛

- مدقق الحسابات القانوني هو مؤسسة من مؤسسات الرقابة المحددة في اليابان ، وتعرف واجبات مدققي الحسابات القانونيين في قانون التجارة والمتمثلة أساسا في الوقاية ضد قرارات وإجراءات رئيس مجلس الإدارة، إذا كانت مخالفة للقوانين أو تضر بمصالح المجتمع. لكن هذه الوظيفة هي غير ناجحة تماما في الواقع الياباني، إذ غالبا ما يتم تعيين المراجعين من قبل رئيس مجلس الإدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وهو ما يؤثر على مصداقيتهم واستقلاليتهم.

وبالنظر لخصائص نظام الحوكمة في كل من ألمانيا واليابان، يمكن عرض خصائص هذا النموذج من الحوكمة في الجدول التالي:

جدول رقم (16): ملخص النظام الألماني- الياباني لحوكمة المؤسسات

تعريف النموذج	ألمانيا	اليابان
وهو نظام للحوكمة تلعب فيه البنوك دورا مهما في مراقبة المؤسسات باعتبارها الدائن والمساهم الرئيسي فيها، وكذلك يظهر دور كل الأطراف في عمليات الرقابة مشكلين شبكة من العلاقات تحكم المؤسسة.		
محددات النموذج	<p><b>خلفيته التاريخية:</b> النموذج الألماني للبنك العالمي يمكن ارجاع جذوره التاريخية إلى العصور الوسطى في نموذج رابطة النقابات الشهيرة. وقد جعلت الحرب العالمية الثانية الوساطة البنكية أكثر ملاءمة من استخدام الأسواق المالية.</p> <p><b>الإطار القانوني:</b> ويعتبر البنك المركزي الألماني أكثر البنوك استقلالية في العالم فهو مستقل في إدارة أعماله، حيث لا يخضع لتدخل الحكومة أو البرلمان أو أية مؤسسة حكومية عند اتخاذ القرارات الخاصة بإدارة النظام المصرفي.</p>	<p><b>خلفيته التاريخية:</b> في اليابان، وهي البلد الذي دمرته الحرب العالمية الثانية، لم تكن ال مؤسسات قادرة على توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين لتقييم ملاءمة المصدرين، فكان عدم وجود نظام معلومات فعال أن تحتل البنوك مكانة في التمويل منه على الأسواق.</p> <p><b>الإطار القانوني:</b> في اليابان، سوق السندات لا يتاح قانونيا إلا للمؤسسات الوطنية كبيرة، وهو ما قزم دور السوق المالية.</p>
هيكل رأس المال	يتميز النظام الألماني بعدد كبير من المساهمات المتقاطعة بين المؤسسات،	في اليابان تعرف المساهمات المتقاطعة تطورا كبيرا، إذ ما يزيد عن ثلثي الأسهم

<p>مملوكة من قبل مؤسسات أخرى تربطها علاقات زبون أو مورد أو دائن... كذلك تعتبر البنوك من بين اهم المساهمين في تلك المؤسسات.</p>	<p>ورأس المال هو أكثر تركزا، حيث خمس المساهمين الكبار يملكون حوالي 40% من رأس مال المؤسسات.</p>	
<p>تتركز السلطة أساسا في أيدي مسيري المؤسسات. رئيس مجلس الإدارة هو منصب شرفي تقريبا كونها الخطوة الأخيرة قبل التقاعد النهائي من منصب المدير التنفيذي.</p>	<p>يوجد النظام المزدوج ب ين مجلس الإداري (Vorstand) ، الذي يدير عمل المؤسسات، ومجلس الا شراف (Aufsichrat) الذي يراقب الأول بما في ذلك تعيين أعضاء.</p>	<p><b>طرق الرقابة والسيطرة</b></p>
<p>هناك عدد قليل من المؤسسات المدرجة في البورصة، تركز للملكية؛ أسواق الأوراق المالية لا تتمتع بسيولة كبيرة؛ يعتبر عرض القوائم المالية طبقا للقواعد المحاسبية أقل تقييدا؛ تعتبر المساهمات المتقاطعة بين المؤسسات غير المالية و بين البنوك الكبيرة والمؤسسات غير المالية السمة البارزة؛ هناك تمثيل واسع لكل الأطراف في المؤسسة؛ هناك مشاركة قوية من البنوك في إدارة المؤسسات.</p>		<p><b>خصائص النظام</b></p>
<p>يركز النظام كثير على عامل العمال و هناك تمثيل لأغلب أصحاب المصلحة الرئيسيين في المؤسسة؛ إمكانية التوصل إلى توافق في الآراء؛ دور وقائي لنظام الحوكمة.</p>		<p><b>الإيجابيات</b></p>
<p>التركيز على المدى الطويل، واهمال المدى القصير؛ يتيح النظام للمسيرين امكانيات عديدة للتجذر في المؤسسة؛</p>		<p><b>السلبيات</b></p>

المصدر: Wadji Ben Rejeb, Op cit.

وعلى هذا الأساس، يتعبر النظام الألماني الياباني أقل تأثيرا لأسواق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات من النظام الأنجلوساكسوني. حيث تلعب الوساطة المالية والبنوك دورا كبير في مراقبة المؤسسات، من خلال التمثيل القوي، سواء في مجالس الادارة أو رأس مال المؤسسات. كما أن وجود المساهمات المتقاطعة فعلت من هذ الدور وقلصت من تأثير سوق الأوراق المالية خاصة عند استعمال آلية العرض العمومي للشراء والاستحواد التي لا تجد فعالية في هذا النموذج . هذا بالرغم من الاصلاحات

التي تقام على مستوى تطوير العمل في البورصات، هذه الأخيرة بدأت في وضع قواعد ومعايير لحوكمة المؤسسات.

### 3- مكانة سوق الأوراق المالية في النموذج الأوربي:

تعتمد كثير من الدول الأوروبية نظاما هجيناً للنظامين السابقين، بحرصها على تطوير أسواق الأوراق المالية من جهة، وعدم التخلي عن دور البنوك في تمويل الاقتصاد، نحاول ان ندرس هذا النموذج من خلال حالة كل من بلجيكا وفرنسا.

جدول رقم (17): مكانة سوق الاوراق المالية في بلجيكا وفرنسا

2010	2009	2008	2007	2006		
161	166	167	163	153	عدد المؤسسة المدرجة	بلجيكا
269 341	261 428	167 446	386 361	396 220	القيمة السوقية (10 <sup>6</sup> دولار امريكي )	
57.6	55.5	33.1	84.2	99.3	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي ( % )	
901	941	966	707	717	عدد المؤسسة المدرجة	فرنسا
1 926 488	1 972 040	1 492 327	2 771 216	2 428 571	القيمة السوقية (10 <sup>6</sup> دولار امريكي )	
75.3	75.1	52.7	107.3	107.7	نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي ( % )	

المصدر: موقع البنك العالمي <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>

يلاحظ في الدولتين وجود عد أقل من المؤسسات المدرجة في السوق من الدول المدروسة سابقا، وهذا ما يترجمه ضعف القيمة السوقية، حوال 270 مليار دولار في بلجيكا سنة 2010، قرابة ألفين مليار دولار في فرنسا لنفس السنة، لكن هذا ليس معيار على ضعف الأسواق المالية، نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي هي مرتفعة مقارنة بألمانيا أو اليابان، فوصلت إلى 99.3% في بلجيكا سنة 2006، و 107.7% في فرنسا في نفس السنة، وهذا يدل أن هناك مساعي كبيرة للنهوض وبتطوير الأسواق المالية في هذه الدول.

### 3-1. بلجيكا:

ومن بين أهم القوانين في بلجيكا التي تنظم حوكمة المؤسسات:

- القانون البلجيكي لحوكمة المؤسسات، أو ما يسمى بقانون لابين

Le Code Belge de 2004

Corporate governance, dit Code Lippens

- ميثاق المديرين 2000، *La charte des Administrateurs*؛
  - الدليل العملي للإبلاغ عن حوكمة المؤسسات، اللجنة البنكية و المالية و بورصة بروكسل 1999، *Guide pratique pour le reporting corporate governance, Commission Bancaire et Financière et Brussels Exchange*
  - حوكمة المؤسسات البلجيكية المدرجة 1998، *La gouvernance des sociétés cotées belges*
  - توصيات بشأن حوكمة المؤسسات، اتحاد المؤسسات البلجيكية 1998، *Recommandations sur la gouvernance d'entreprise, Fédération des entreprises belges*
- وبالنظر لهذه القوانين والتوصيات يمكن عرض أهم خصائص نظام الحوكمة في بلجيكا في النقاط التالية:<sup>1</sup>
- وفقا لقانون المؤسسات البلجيكية، فإن المسؤولية عن تسيير المؤسسة يتحملها بشكل جماعي كل أعضاء مجلس الإدارة، حيث تعتبر مسؤوليتهم تضامنية وفردية. ووظائف رئيس مجلس الإدارة لم يتعرض لها من الناحية القانونية، فإنه عادة ما يختار المجلس أحد أعضائه لقيادة المناقشات حول المؤسسة؛
  - يخول مجلس الإدارة جزئيا تسيير المؤسسة إلى لجنة إدارة *comité de direction*، وينبغي للأعضاء الذين يشكلونها لا يكونون من الإداريين؛
  - وعادة ما يتم تفويض التسيير اليومي الى مدير يتم اختياره يحمل لقب العضو المنتدب، ولديه نفس وظيفة المدير العام؛
  - هناك عدد كبير من المؤسسات المدرجة في السوق البلجيكي لديها مستثمرين أجانب يملكون الحصة الأغلبية ويتراوح عدد المديرين الأجانب حوالي 19 %؛
  - يجتمع مجلس الإدارة في المؤسسات الكبيرة مرات عديدة (تسع مرات) وهو عدد يزيد مقارنة بالدول الأخرى المدروسة؛
  - تقدر نسبة عدد المديرين غير التنفيذيين بحوالي 39 %؛
  - يقوم مجلس الإدارة بتقديم لائحة المترشحين الى الجمعية العامة، والتي هي سقور التوظيف.
  - يجب على مجلس الإدارة أن يقوم بإنشاء لجنة التعيينات والتي تتألف من أغلبية المستقلين غير التنفيذيين؛
  - يحتل الأعضاء المستقلين في المؤسسات المدرجة أكثر من 50 % إذ يبلغ متوسط عدد الأعضاء حوالي 13 والتي لم يعرف تغيرت بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة؛

<sup>1</sup> l'Institut Français des Administrateurs, Op cit.

- تظهر التقارير حول تقييم مجالس الإدارة، كفاءة المجالس في الممارسة التطبيقية؛
- العدد المتوسط للجان المجلس في المؤسسة ارتفع من 1.95 في 2001 إلى 2.45 في سنة 2003، حيث وحسب نفس المسح تعتبر لجنة المراجعة ولجنة المكافآت هي الأكثر وجودا؛
- يجب على المؤسسات نشر الأجرور الفردية للمديرين غير التنفيذيين. ولا يمكن للأجور أن تكون مرتبطة بأداء المؤسسة، وهذا يدل على السعي لتطوير عنصر الشفافية في المؤسسات البلجيكية؛
- تشكيل مجالس في بلجيكا تحوي على ما نسبته 41 ٪ من ممثلي المساهمين، وغالبية المؤسسات البلجيكية يوجد بها مساهمين مراقبين، وهم مساهمين أقلية تتعرض مصالح للتهديد، وهنا يمكن الإشارة إلى انه لاتخاذ قرارات ( مثل التغييرات في النظام الأساسي أو زيادة رأس المال ) يجب الحصول على أغلبية 75 ٪ في الجمعية العامة لتمرير تلك القرارات وهو ما يشكل أفضل حماية للمساهمين الأقلية.

### 3-2: فرنسا:

ومن بين أهم القوانين والتقارير في فرنسا التي تنظم حوكمة المؤسسات:

- تقارير فينوا 1995 و 1998 ، *Les rapports VIENOT* ؛
- تقرير بوتون 2002 ، *rapport BOUTON* ؛
- تقرير كليمنت 2003 ، *Rapport Clément* ؛
- حوكمة المؤسسات المدرجة 2003 ، *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* ،
- *Association Française des Entreprises Privées " AFEP " , Mouvement des Entreprises de France " MEDEF "*.

وبالنظر لهذه التقارير والقوانين، يمكن عرض أهم خصائص نظام الحوكمة في فرنسا كما يلي:<sup>1</sup>

- القانون الفرنسي هو الوحيد الذي يتيح إمكانية الاختيار بين صيغة أحادي المجلس (مجلس الإدارة) وهيكل مزدوج (مجلس الاشراف ومجلس الإدارة) لجميع المؤسسات، بالإضافة إلى ذلك يمكن كذلك الاختيار بين صيغة الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير العام للمؤسسة أو الصيغة التراكمية لهذه المهام. وفقا لتوصيات تقرير فيينو القانون لا يحبز أي صيغة ويسمح لمجلس الإدارة الاختيار بين النموذجين وفقا لمتطلبات المؤسسة الخاصة؛
- يمثل مجلس الإدارة جميع المساهمين، إذ يقوم بالمسؤوليات الأساسية من الناحية القانونية : فهو يدعو ويحدد جدول أعمال الجمعية العامة، ويعين ويقيّل رئيس المجلس والمدراء التنفيذيين

<sup>1</sup> Amir LOUIZI, " Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Études empiriques ", thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3 , Université de Sfax École doctorale : Sciences économique et de gestion, 2011,p:49-47.

المسؤولون عن إدارة المؤسسة، والرقابة على تسييرهم، ويعتمد الحسابات السنوية المقدمة للجمعية العامة؛

• يشير تقرير فيينو إلى دور المدراء المستقلين في هياكل الإدارة والرقابة داخل المؤسسة . ومن الأفضل أن يحوي مجلس إدارة المؤسسة المدرجة اثنين على الأقل من المديرين المستقلين لتحسين إدارة المؤسسات، والملاحظ في الواقع أنه من بين 9 أعضاء مجلس الإدارة في المتوسط يوجد 4 مستقلين؛

• في الممارسة العملية قد يجتمع مجلس الإدارة في المؤسسات الكبيرة 6 مرات؛

• ينبغي إجراء تقييم رسمي كل ثلاث سنوات على الأقل. ومن الأفضل أن يتم التقييم تحت قيادة عضو مستقل مع الاستعانة بخبير استشاري خارجي. كما يجب إبلاغ المساهمين في كل عام في التقرير السنوي عن محتوى التقييم؛

• ينبغي الإشارة لعدد اجتماعات المجلس واجتماعات لجان المجلس التي عقدت خلال العام الماضي في التقرير السنوي، والذي يجب أن يوفر كل المعلومات ذات الصلة للمساهمين ؛

وبالنظر لخصائص نظام الحوكمة في كل من بلجيكا وفرنسا، يمكن عرض خصائص هذا النموذج من الحوكمة في الجدول التالي:

جدول رقم (18): ملخص النظام الهجين للحوكمة

تعريف النموذج	يسمى نظام الحوكمة بلهجين إذا كانت الرقابة على المؤسسات تتم عن طريق كل من الأسواق والمؤسسات المالية على حد سواء
محددات النموذج	<p><b>الخلفية التاريخية :</b> حالة فرنسا مثلا، كانت الدولة تهيمن على الاقتصاد الفرنسي من خلال مساهمتها المعتبرة أسهم المؤسسات الكبرى، بعد عدة موجات من التأميم. مع أزمة الائتمان بدأت الدولة عمليات اصلاح لتطوير الأسواق المالية المحلية، وتخلت عن كثير من مساهماتها في المؤسسات الوطنية، كما تم ادخال النموذج الألماني (البنك الرئيسي) الذي أصبح يملك مساهمات في تلك المؤسسات.</p> <p><b>الاطار القانوني :</b> في هذه النموذج لا يوجد أي تنظيم أو قانون يحد من مساهمة البنوك في المؤسسات غير المالية، كما أن هناك حرية في فرنسا في الاختيار بين هيكليين لرقابة المؤسسات، بنظام وحيد لمجلس الإدارة، او نظام مزدوج يضم مجلس للإشراف ومجلس اداري.</p>
هيكل رأس المال	بالرغم من عدم وجود أي عائق قانوني يحد من مساهمة البنوك في المؤسسات، إلا مساهماتها لا تتعدى 5% ؛

<p>تملك شركات الاستثمار في الأوراق المالية في فرنسا ما يقارب 38% من أسهم المؤسسات؛</p> <p>تملك المؤسسات في فرنسا ما نسبته 57% من أسهم المؤسسات الأخرى، وه ذا يكشف عن وجود مساهمات متقاطعة، كما أنه هناك ضعف في الاعتمادا على البنوك نظرا للأهمية الاعتمادات بين المؤسسات؛</p> <p>كما أن تركيز كبير في الملكية في أسهم المؤسسات الاقتصادية.</p>	
<p><b>الرقابة الداخلية:</b> مع حرية الاختيار بين مجلس ادارة و بين مجلس للإشراف مدعوم بمجلس اداري ، فإن غالبية المؤسسات لها مجلس الإدارة. ويتألف المجلس من المساهمين وممثلي الموظفين.</p> <p><b>الرقابة الخارجية:</b> تكون الرقابة من قبل السوق المالية خلال المشاركة في رأس المال رأس المال والسيطرة عليها. وكذلك من خلال المساهمات المتقاطعة لوجود هيكل ملكية للمؤسسات تتميز بوجود مساهمات من قبل مؤسسات مالية وغير مالية.</p>	<p><b>طرق الرقابة والسيطرة</b></p>
<p>وهناك عدد مقبول من المؤسسات المدرجة في البورصة، تركيز للملكية؛</p> <p>تساهم أسواق الأوراق المالية بنسب كبيرة في الاقتصاد؛</p> <p>تعتبر المساهمات المتقاطعة بين المؤسسات غير المالية وبين البنوك الكبيرة والمؤسسات غير المالية السمة البارزة؛</p> <p>هناك مشاركة قوية من البنوك في إدارة المؤسسات.</p>	<p><b>خصائص النظام</b></p>

المصدر: Wadji Ben Rejeb, Op cit.

في هذا النموذج تلعب كل من أسواق الأوراق المالية والبنوك دورا مهما، وعلى حد سواء، إذ يتم الاعتماد على آليات السوق من جهة، وعلى مساهمة البنوك وحضورها في رأس مال المؤسسات كمساهم مرجعي من جهة أخرى.

كما أنه غالبا ما نجد هيكل مجلس الإدارة مطبقان، الهيكل الذي يعتمد على مجلس واحد للإدارة، وهيكل مزدوج يعتمد على مجلس للإشراف ومجلس إداري.

تشهد اغلب بلدان هذا النموذج اصلاحات عميقة لتطوير أسواق الأوراق المالية، لكن بالمحافظة على مساهمة البنوك في تمويل الاقتصاد، فهذا النموذج يعتمد على كل من نظام السوق المالية وعلى نظام الاستدانة.

## المبحث الثاني: مكانة سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة من غير العربية:

بدأت الدول الناشئة أو الدول الصاعدة تحتل مكانة هامة في الاقتصاد العالمي، خاصة بعد تدفقات رأس المال الكبيرة التي حضيت بها، وعمليات الانفتاح والتحرير التي تباشرها في سبيل تطوير أسواقها المالية.

### 1- خصائص الأسواق الناشئة:

تستعمل عبارة الأسواق الناشئة لوصف الأسواق المالية للدول التي تعرف مرحلة انتقال نحو اقتصاد السوق. ولا يحضى مصطلح الأسواق الناشئة بتعريف موحد، بل تختلف حسب وجهات النظر له، والتي تقوم على بعض المعايير الكمية والكيفية والجغرافية والاقتصادية للتصنيف كما سنرى لاحقا، فصفة الناشئة " *Emergent* " تصور فكرة أن الاقتصاد هو في مرحلة انطلاقة يتمتع بقوة كامنة للنمو، وهذا يستلزم أن فرص تحقيق الأرباح من المؤسسات والمردودية من المستثمرين ستكون أكثر أهمية من تلك الموجودة في الاقتصاديات المتطورة ، أما كلمة " السوق " ، فيشير إلى أنه يجب أن يتمتع بهيكل لبورصة متطور بما فيه الكفاية، للسماح للأعوان بالاستمرار ، وبالتالي فالأسواق الصغيرة جدا " الجنينية " التي تتميز بغياب نشاط حقيقي للبورصة هي مستثناة من التصنيف<sup>1</sup>.

وكبعض المعايير التي يمكن من خلالها تصنيف البلدان إلى بلدان ناشئة: عند مؤسسة التمويل الدولية *IFC* يطلق مصطلح الأسواق الناشئة عن كل بلد يقل فيه نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام عن 10000 دولار، ومن جهة أخرى كذلك، يمكن القول أن البلدان الناشئة هي كل الدول خارج نطاق مجموعة الخمسة عشرة أو مجموعة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية *OCDE*<sup>2</sup>. وقصد تسليط الضوء أكثر على الأسواق الناشئة نقوم بعرض مختلف تصنيفاتها، فعادة ما تصنف هذه الأسواق إلى ثلاث مجموعات:<sup>3</sup>

### 1-1. الأسواق الناشئة الأكثر تقدما: وتتميز هذه الأسواق بخصائص مشتركة مع الدول المتقدمة: معدل

تضخم منخفض، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات، تداول معتبر في أسواق الأسهم، تطور نسبي لأنظمة التعامل وتسوية الأوراق المالية... الخ، ومن أمثلة هذه المجموعة: ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان وتايلندا. وفي مثل هذه الدول قد تفوق رسملة بورصاتها رسملة بورصات تلك الدول المتقدمة خاصة الصغيرة منها مثل: بلجيكا، الدانمارك، السويد وإسبانيا.

<sup>1</sup> E.TCHEMENEI , " **Marchés émergents** ", in Y.SIMON, Encyclopédie des marchés financier, Economica:Paris 1997,P :913.

<sup>2</sup> D.GRIMBERT,P.MORDACQ & E.TCHEMENEI , **Les marchés émergents** , Economica: Paris, 1995,P :61

<sup>3</sup> E.TCHEMENEI, Op cit,P :914-915



**1-2. الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق:** وهي الدول التي تتجه نحو طريق التحول النوعي لاقتصادها وذلك بوضع مخططات لتحسين أسواقها، من خلال تطوير عمليات نشر والإفصاح عن المعلومات ، ميكنة التسعير، مستوى تسوية العمليات وتسليم الأوراق ... بالإضافة إلى ذلك لازالت هذه الدول تعاني من بعض المشاكل منها : تضخم مرتفع، تركيز المداخيل والثروة، عدم توازن التجارة الخارجية وتطور غير كافي للأسواق المالية، وتجد مثل هذه الدول صعوبة من الاندماج في الأسواق الدولية، ومن أمثلتها: الأرجنتين، البرازيل، الهند ، نيجيريا والفلبين.

**1-3. الأسواق الوليدة أو التي في حالة ركود:** وتعتبر هذه المجموعة عن معظم الدول التي ليس لها اقتصاد متطور كأغلب الدول النامية، دول أوروبا الوسطى والشرقية، دول الاتحاد السوفياتي سابقا، وبعض الدول الاشتراكية في آسيا. وتتميز أغلب الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد، وتدفق جد ضعيف لرؤوس الأموال الدولية ، كما أن الأسواق المالية فيها مازالت في مرحلة الإنشاء.

تتميز البلدان الناشئة بعدة خصائص مشتركة، بغض النظر عن خصوصية كل دولة وكل منطقة، وعلى العموم تتميز بـ: عدد كبير من السكان، نسبة مرتفعة من الشباب، تركيز النمو الاقتصادي على الصناعات الأساسية، ضعف نصيب الفئة النشيطة من القطاع الزراعي ، ارتفاع صادرات السلع المصنعة ... الخ ، ويمكن عرض أهم خصائص الأسواق الناشئة في الجدول التالي:

جدول رقم (19): بعض خصائص الدول الناشئة مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية

الدولة	عدد السكان (مليون )		نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي \$		التضخم (2000=100)	نسبة الرسملة البورسية إلى الناتج الداخلي الخام.	
	2001	2009	2001	2009		2001	2008
الو.م.أ	285	307	36065	46381	125	137.5	83.3
البرازيل	174	191	3190	8220	181	33.6	37.4
التشيلي	15	17	4451	9525	136	82.1	78.1
كولومبيا	41	45	2276	5087	168	14.2	35.7
المكسيك	100	108	6714	8135	152	20.3	21.4
البيرو	26	29	2107	4356	124	20.6	43.1
التشيك	10	10	6077	18557	127	15.1	22.7
المجر	10	10	5232	12927	165	19.5	12.0
بولندا	38	38	4979	11288	128	13.7	17.1
روسيا	146	141	2096	8694	304	24.9	78.7
تركيا	64	71	3064	8723	461	24.1	16.0

64.6	39.5	120	3678	1038	1335	1276	الصين
55.7	23.1	165	1031	446	1199	1060	الهند
19.3	14.3	215	2329	773	232	208	أندونيسيا
53.2	43.6	133	17074	10655	49	47	كوريا
84.4	129.3	122	6897	3864	28	24	ماليزيا
31.2	58.3	160	1746	906	92	79	الفلبين
-	-	109	16392	13108	23	22	تايوان
37.7	31.5	125	3940	1836	67	63	تايلندا
52.9	24.9	191	2450	1474	77	65	مصر
66.5	57.1	120	26797	19813	7	6	اسرائيل
74	24.1	119	2865	1308	32	29	المغرب
177.7	118.0	171	5824	2633	49	45	ج افريقيا

المصدر: A)IMF's World Economic Outlook Database: <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>; B) World Bank Database

Bank Database

يمثل الجدول أعلاه بعض خصائص الأسواق الناشئة المدرجة في عينة مؤشر الأسواق الناشئة (MSCI). يتألف مؤشر MSCI للأسواق الناشئة من أسواق 22 دولة وهي: البرازيل، تشيلي، الصين، كولومبيا، جمهورية التشيك، مصر، هنغاريا، الهند واندونيسيا واسرائيل وكوريا وماليزيا والمكسيك والمغرب وبيرو والفلبين وبولندا، روسيا وجنوب افريقيا وتايوان وتايلاند وتركيا. وهي بلدان تقع في مختلف أنحاء العالم. ويبلغ مجموع سكانها 3.85 مليار دولار في ديسمبر 2009، وهو يمثل حصة معتبرة في السوق التجارية العالمية. ويبلغ متوسط معدل النمو السكاني بنسبة 9 في المائة في هذه الأسواق. كما يعرض الجدول أيضا خصائص أخرى للأسواق الناشئة مقارنة بالولايات المتحدة. فنجد مثلا في تلك الدول متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي 8478 في نهاية 2009 و 4456 في نهاية 2001 وهذا المبلغ هو في سنة 2009 أقل بـ 82% من الولايات المتحدة التي يقدر فيها بـ 46381. ومن بين الاقتصادات الناشئة، سجلت الهند أدنى نصيب واسرائيل أعلى نصيب من الناتج المحلي الإجمالي للفرد: 1031 ، 26797 على التوالي في نهاية 2009. وبالمقارنة هناك زيادة بنسبة 28% في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد بالنسبة للولايات المتحدة بين 2001 و 2009. وبالمقارنة حققت الصين قفزة بنسبة 254% من نصيب الفرد من اجمالي الناتج المحلي خلال نفس الفترة الزمنية. وتكشف بيانات الجدول أن تايوان شهدت أقل تغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ( 25 %) بين عامي 2001 و 2009. وفي المتوسط ، كان هناك تغيير إيجابي في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد من 127.33% بين عامي 2001 و 2009. وهناك 68% من البلدان الواردة عينة الأسواق الناشئة زاد

ناتجها المحلي الإجمالي للفرد الواحد أكثر من الضعف ما بين 2001 و 2009، مما يشير إلى احتمال زيادة هائلة في متوسط الدخل.

أما بالنسبة للتضخم، والذي يقارن بسنة الأساس 2000، يظهر انه مرتفع مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية باستثناء ستة أسواق، وهى الصين وإسرائيل، ماليزيا والمغرب وبيرو وتايوان، كما شهدت تركيا أعلى مستوى من بين الدول الناشئة في عام 2009 .

## 2- تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة:

كما قلنا تختلف كل دولة عن باقي الدول الأخرى، لكن عموما تشترك أسواق الأوراق المالية فيها ببعض الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

1-2. **الخطر والعائد:** يقاس الخطر عادة بالانحراف المعياري للعائد بناء على فترة محددة أو بما يسمى بتقلبات الأسعار " *La volatilité* "، وتتميز هذه الأخيرة بمستويات مرتفعة في الأسواق الناشئة، كما يبينه الجدول التالي:

جدول رقم (20): مقارنة تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة

الأسواق	عدد الأشهر	التقلبات ( % )
الأرجنتين	60	68,07
البرازيل	60	81,68
الصين	24	45,36
إندونيسيا	51	35,09
باكستان	45	41,01
بولونيا	24	99,56
تركيا	60	64,02
فنزويلا	59	69,74
زيمبابوي	18	42,50
<b>المؤشرات الإقليمية</b>		
مؤشر IFCI	60	25,85
أمريكا اللاتينية	60	29,31
آسيا	60	24,21
أوروبا، الشرق الأوسط، آسيا	60	36,78

<sup>1</sup> D.GRIMBERT,P.MORDACQ & E.TECHEMENI, Op cit, P :24-32

الأسواق المتقدمة		
الولايات المتحدة الأمريكية	60	12,41
أوروبا، أستراليا، الشرق الأقصى	60	18,81

المصدر: E.TCHEMENI, Op cit, P: 917

تمثل المعطيات متوسط سنوي للتقلبات الشهرية لمدة خمسة سنوات وأكثر حتى 1994/21/31 ، ويوضح الجدول أن نسب تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة هي جد مرتفعة ( أكثر من 99 % أحيانا) مما يوحي بارتفاع الأخطار فيها، وهذا يعود أساسا إلى ضعف رسملة الأسواق وضعف سيولتها، وحساسية هذه الأسواق للمعلومات الواردة إليها ولعوامل خارجية، وبالتالي فإن أسعار الأصول المالية تنتج دائما نحو التذبذب بالانخفاض والارتفاع مما يرفع من نسب الأخطار فيها، سواء تلك الأخطار المتعلقة بأفاق نمو الاقتصاد ونتائج المؤسسات والأخطار السياسية أو تلك الأخطار المتعلقة بسيولة السوق. وبالموازاة لارتفاع الأخطار في الأسواق الناشئة نلاحظ كذلك ارتفاع العوائد فيها وهو ما يطابق منطق النظرية المالية الذي ينص على أنه كلما ارتفعت أخطار السوق كلما ارتفعت العوائد فيه. ويرجع ارتفاع العائد في الأسواق الناشئة إلى نمو الاقتصاد وإلى التوقعات المشجعة لأرباح المؤسسات ، فمثلا بلغ معدل العائد المتوسط في الأسواق الناشئة المقاس بمؤشر " IFCI Emerging market composite " \* 24,34 % خلال فترة 1994-1990 ، والتي بلغ خلالها معدل العائد المتوسط لمؤشر S&P500 ، ومؤشر MSECIEAFE \*\* ؛ 11,5 % و 10,02 % على التوالي.

2-2. السيولة وعمق السوق: يمكن دراسة سيولة السوق وعمقها من خلال حجم التداول وقيمة التعامل والرسملة البورصية ونصيب العشر أو العشرين مؤسسة الكبر في السوق من رسملته، ونلخص ذلك في الجدول التالي:

جدول رقم(21): رسملة وتركز الأسواق الناشئة

الأسواق	الرسملة ( مليون دولار )	حصة 10 مؤسسات من الرسملة %	حصة 10 أوراق الأكثر نشاطا من حجم التداول
الأرجنتين	36,860	41,7	47,7
البرازيل	189,280	34,5	36,4
كولومبيا	15,445	61,2	-
المكسيك	130,240	33,8	57,6

\* يتكون هذا المؤشر أساسا ( مؤشر مؤسسة التمويل الدولية ) من الأوراق التي بحوزة المستثمرين الأجانب فقط، وهو يختلف عن مؤشر " International Finance corporation Global , IFCG " والذي يمثل ما يقارب 60 إلى 75 % من الرسملة البورصية في مختلف الأسواق.

\*\* MSECIEAFE: Morgan Stanley Capital International : Europe , Australia and the Far East.

80,07	73,8	4,110	فنزويلا
55,2	55,8	8,170	البيرو
12,1	17,3	43,520	الصين
6,2	4 و19	127,515	الهند
35,4	29,8	47,240	إندونيسيا
28,0	35,6	131,480	تايلندا
13,5	29,6	199,275	ماليزيا
52,6	51,1	16,248	البرتغال
26,1	43,9	1,600	هنغاريا
33,5	46,8	3,060	بولونيا
62,1	61,4	1,828	زيمبابوي

المصدر: Ibid,P:918.

ويتبين من ذلك أن في الأسواق الناشئة توجد هناك بضع مؤسسات تسيطر على أغلب السوق، فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية توجد 10 مؤسسات كبيرة تمثل 13 % من الرسمة الإجمالية، هذه النسبة ترتفع إلى 30 % في السوق الإندونيسية، و 74 % في السوق الفينزويلية و 61 % في السوق الكولومبية وبالمتوسط نجد أن هناك 17 شركة في الأسواق الناشئة تمثل 64 % من حجم المعاملات و 60 % من الرسمة البورصية الإجمالية. هذا التركيز الشديد سيؤدي إلى خطر سيولة مرتفع، إذ سيؤدي القصور النسبي في تداول مجموعة هامة من الأوراق بدون إحداث أثر بارز على الأسعار، إلى التقليل من جاذبية الأسواق الناشئة، لكن في المقابل هي خاصية مفضلة من المستثمرين الأجانب.

**2-3. المنتجات المتداولة:** وهنا نميز بين المنتجات التي تصدر وتفيد في الأسواق المحلية وتلك التي تفيد في الأسواق الأجنبية. فنجد في الأسواق المحلية الناشئة، إلى جانب السهم والسندات، المنتجات المشتقة التي بدأ بالتعامل بها، ولقت رواج ملحوظا ، فمثلا بورصة سامبا ولو للعقود المستقبلية في البرازيل " *Bolsa Mercadorias e Futuros de Sao Paulo* " احتلت المركز الخامس عشرة من ضمن البورصات الأكثر نشاطا في سنة 1990. ومن أجل جلب عدد أكبر من المستثمرين الأجانب ، قامت مؤسسات عديدة في الأسواق الناشئة بإصدار أسهم في بعض الأسواق المتقدمة\* ، وإصدار أورو-سندات بما يقارب 37 مليار دولار من طرف الدول الناشئة، إلى جانب اللجوء إلى منتجات مشتقة تستثمر في الأسواق المتقدمة.

\* . تتمثل هذه السهم أساسا في: " Global Depository Receipt " GDR ، " European Depository Receipt " EDR ، " American Depository Receipt " ADR .

**2-4. درجة انفتاح السوق:** يمكن أن نقيم درجة انفتاح السوق بالنظر إلى عدد الشركات الأجنبية المقيدة في الأسواق الناشئة وتحرير تنقل رأس المال. فنلاحظ أن الأسواق الناشئة هي أقل تدويلا من مثيلاتها المتطورة ، وأكثر قليلا من عدد الشركات المقيدة فيها ، فمثلا كان نصيب المستثمرين الأجانب ما نسبته 25 % من حجم التعامل في إندونيسيا و 20 % في المكسيك، وبصورة عامة، وبالرغم من تزايد عمليات التحرر من التنظيمات والقوانين التي تعرقل الاستثمار الأجنبي، وكذلك السعي لتدويل أسواق المال ، إلا أن درجة الانفتاح لا زالت غير تامة.

**2-5. مستوى الادخار الوطني:** أغلب الدول الناشئة تتميز بمستوى ادخار وطني غير كافي لتلبية احتياجات تمويل اقتصادياتها ، باستثناء بعض الدول الآسيوية التي لها معدلات ادخار من بين ضمن المعدلات الأعلى في العالم . فعلى هذا الأساس يجب تحقيق معدلات ادخار وطنية مرتفعة حتى يتسنى المحافظة على الاستقرار المالي وتخفيض تقلبات عوائد أسواقها وجلب استثمارات أجنبية.

**2-6. التشريع الضريبي:** يعتبر تكييف الجباية من بين العناصر التي تساعد على نمو البورصات الوطنية وتنشيط الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية. والتشريع الضريبي في الدول الناشئة يتميز بمرونة أكثر منه في الدول المتقدمة، خاصة في الضرائب المتعلقة بفوائد القيم وبالأرباح. كما يمكن تبيان تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة في الجدول التالي:

جدول رقم (22): تطور عدد المؤسسات المدرجة ونسبة القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي الاجمالي في الأسواق الناشئة

الدولة		2006	2007	2008	2009	2010
البرازيل	عدد المؤسسات المدرجة	392	442	432	377	373
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	65.3	100.3	35.7	73.2	74.0
شيلي	عدد المؤسسات المدرجة	244	238	235	232	227
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	118.9	129.6	77.6	130.2	167.9
كولومبيا	عدد المؤسسات المدرجة	114	96	96	86	84
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	34.5	49.2	35.6	56.5	72.3
المكسيك	عدد المؤسسات المدرجة	131	125	125	125	130
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	36.6	38.4	21.2	38.6	43.7
البيرو	عدد المؤسسات المدرجة	193	190	199	195	199
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	64.6	98.8	43.9	55.0	64.9
التشيك	عدد المؤسسات المدرجة	29	32	28	16	16
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	34.1	42.1	22.6	27.7	22.4
المجر	عدد المؤسسات المدرجة	41	41	41	43	48
	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	37.2	34.6	12.0	22.0	21.2

569	354	349	328	267	عدد المؤسسات المدرجة	بولندا
40.6	31.4	17.0	48.7	43.6	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
345	279	314	328	309	عدد المؤسسات المدرجة	روسيا
67.9	70.5	23.9	115.6	106.8	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
337	315	284	319	314	عدد المؤسسات المدرجة	تركيا
41.7	36.7	16.1	44.3	30.6	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
2 063	1 700	1 604	1 530	1 440	عدد المؤسسات المدرجة	الصين
81.0	100.3	61.8	178.2	89.4	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
4 987	4 955	4 921	4 887	4 796	عدد المؤسسات المدرجة	الهند
93.5	85.4	53.2	146.4	86.1	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
420	398	396	383	344	عدد المؤسسات المدرجة	أندونيسيا
51.0	33.0	19.4	49.0	38.1	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
1 781	1 778	1 778	1 767	1 694	عدد المؤسسات المدرجة	كوريا
107.4	100.3	53.1	107.1	87.8	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
957	953	977	1 036	1 027	عدد المؤسسات المدرجة	ماليزيا
172.6	132.6	84.3	174.5	150.4	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
541	535	476	475	518	عدد المؤسسات المدرجة	تايلندا
87.1	52.4	37.6	79.4	68.1	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
596	609	630	654	612	عدد المؤسسات المدرجة	اسرائيل
100.3	93.2	66.5	141.5	118.8	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	
360	363	425	422	401	عدد المؤسسات المدرجة	ج افريقيا
278.4	249.3	178.5	291.3	273.9	نسبة القيمة السوقية إلى PIB	

المصدر: موقع البنك العالمي <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>

يتبين من الجدول أن أسواق الأوراق المالية الناشئة عرفت تطورا كبيرا مقارنة بالدول المتقدمة، باستثناء خلال الأزمة العالمية 2008 أين بدأت تتراجع شأنها في ذلك شأن باقي الدول. وبالنظر لعدد المؤسسات المدرجة نلاحظ في بعض الدول، كإلهند والصين وكوريا تفوق عدد المؤسسات المدرجة في السوق الكثير من الدول المتقدمة ، بل وتقترب من عدد المؤسسات المدرجة في السوق الأمريكية، وهو ما يدل على تنامي الاعتماد على السوق المالية في عمليات التمويل.

وباستخدام نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج الداخلي الاجمالي كمؤشر على الأسواق الناشئة، يتبين أن هذه الأخيرة في مجملها تشكل حاليا 10 من بين أكبر 20 اقتصاد في العالم. كما ارتفعت هذه النسبة من 40% في سنة 2001 إلى 51% اعتبارا من ديسمبر 2008. وفي سوق الولايات المتحدة بلغت في

سنة 2001 ، 137.5 % ، وهي أكثر بثلاثة أضعاف من متوسط القيمة في الأسواق الناشئة في العام نفسه. لكن بحلول نهاية عام 2008، بدأ هذا الفارق بالتقلص ، حيث لم يتعدى 1.62 % ، والملاحظ كذلك أن بعضا الدول تعرفا تطورا غير مسبوق كحال جنوب افريقيا مثلا، حيث سجلت السوق الأفريقية نسبة 278.4% في سنة 2010، بزيادة قدرها 136% عن سنة 2001، هذه النسبة حوالي 13 مرة أكبر من النسبة في المجر (21.2%). وهذا يدل كذلك أن حتى في الأسواق الناشئة هناك تباين، فمنها من يعرف تطور كبيرا ومنها من يعرف استقرارا ومنها من يعرف تدهورا.

### 3- دور الأسواق الناشئة في نظام حوكمة المؤسسات:

تشهد الدول الناشئة نقاشا كبيرا حول موضع حوكمة المؤسسات خاصة بعد الأزمات التي عرفتتها تلك الدول، والتي سعت إلى تشييد نظاما فعالا للحوكمة قد يقي من تلك الأزمات. وفي هذا الصدد تم اشراك العديد من الهيئات والفاعلين، من بينها أسواق الأوراق المالية، التي سارعت إلى وضع قواعد وارشادات للحوكمة في المؤسسات المدرجة وحتى غير المدرجة. ويمكن سرد بعض هذه القواعد والمبادئ لعينة من البلدان على النحو التالي:

جدول رقم (23): قواعد حوكمة المؤسسات في بعض الأسواق الناشئة

الدولة	إسم الدليل	الهيئة المصدرة	التقيد	الأهداف	النطاق	المحتوى
البرازيل	توصيات بشأن حوكمة المؤسسات	الهيئة البرازيلية للأوراق المالية جوان 2002	طوعي	- تحسين اداء المؤسسات وقدرتها على المنافسة وامكانية حصولها على رأس المال؛ - تحسين نوعية المعلومات ذات الصلة بالحوكمة والمتاحة لأسواق الأسهم.	المؤسسات المدرجة في البورصة	- شفافية الملكية والسيطرة والجمعيات العامة للمساهمين؛ - هيكل ومسؤوليات مجلس الإدارة؛ - حماية المساهمين الأقلية؛ - المحاسبة والمراجعة.
<b>عنوان الأترنيت:</b> <a href="http://www.cvm.gov.br/ingl/mapa/redir.asp?submenu=/ingl/public/submenu.asp&amp;submain=/ingl/public/publ/governanca/recomen.doc">http://www.cvm.gov.br/ingl/mapa/redir.asp?submenu=/ingl/public/submenu.asp&amp;submain=/ingl/public/publ/governanca/recomen.doc</a>						
الصين	مدونة قواعد حوكمة المؤسسات الخاصة	الهيئة الصينية المنظمة للأوراق المالية واللجنة الحكومية الاقتصادية	التقيد أو التبرير	- تحسين اداء المؤسسات وقدرتها على المنافسة وامكانية حصولها على رأس المال؛	المؤسسات المدرجة في البورصة	المساهمون والجمعيات العامة؛ المؤسسات الميقدة في البورصة والمساهمون مالكو



<p>بالمؤسسات المقيدة بالبورصة</p>	<p>والتجارية جانفي 2002</p>		<p>- تحسين نوعية المعلومات ذات الصلة بالحوكمة والمتاحة لأسواق الأسهم.</p>		<p>ححص السيطرة؛ مجالس الإدارة ؛ المراقبوم ومجلس الرقابة؛ تقييمات الأداء ونظم الحوافز والأنظمة التأديبية؛ أصحاب المصلحة؛ الافصاح عن المعلومات و الشفافية.</p>
<p>عنوان الأنترنيت: <a href="http://www.csrc.gov.cn">http://www.csrc.gov.cn</a></p>					
<p>تقرير اللجنة المعنية بحوكمة المؤسسات</p>	<p>الهيئة الهندية للأوراق المالية والبورصة. جانفي 2000</p>	<p>بعض التوص يات المحددة إلزامية</p>	<p>تحسين اء المؤسسات وقدرتها على المنافسة وامكانية حصولها على رأس المال.</p>	<p>المؤسسات المدرجة في البورصة</p>	<p>مجلس الإدارة؛ لجنة المراجعة؛ لجنة المكافآت؛ المعايير المحاسبية والابلاغ المالي؛ جهاز الادارة والمساهمون.</p>
<p>عنوان الأنترنيت: <a href="http://www.sebi.gov.in/commreport/corpgov.html">http://www.sebi.gov.in/commreport/corpgov.html</a></p>					
<p>مدونة قواعد الحوكمة الجيدة للمؤسسات</p>	<p>اللجنة الوطنية لحوكمة المؤسسات مارس 2001</p>	<p>التقيد أو التبرير</p>	<p>تحسين نوعية حوكمة ورقابة مجلس الادارة</p>	<p>المؤسسات المقيدة في البورصة، والمملوكة للدولة،</p>	<p>المساهمون؛ مجلس المفوضين □ <i>Komisaris</i> □؛ مجلس أعضاء الإدارة المنتدبين <i>Direks</i>؛ أنظمة المراجعة؛ سكرتير المؤسسة؛ أصحاب المصلحة، الافصاح والسرية؛ المعلومات المتاحة على بواطن الأمور؛</p>

الهند

إندونيسيا

أخلاقيات العمل و الفساد؛						
عنوان الأنترنت: مدونة القواعد متاحة على موقع بورصة جاكارتا <a href="http://www.jsx.co.id">http://www.jsx.co.id</a>						
المساهمون؛ مجلس الإدارة؛ أنظمة المراجعة؛ أصحاب المصلحة؛ مراقبة السوق لجهاز الإدارة.	المؤسسات المقيدة في البورصة، ويتم تشجيع جميع المؤسسات	-تحسين نوعية حوكمة ورقابة مجلس الإدارة؛ -وضع معايير مراجعة القوانين الكورية؛	التقيد أو التبرير	اللجنة الكورية المعنية بحوكمة المؤسسات سبتمبر 1999.	مدونة قواعد أفضل ممارسات حوكمة المؤسسات	جمهورية كوريا
عنوان الأنترنت: <a href="http://www.ecgi.org/codes/country_documents/korea/code_korea.pdf">http://www.ecgi.org/codes/country_documents/korea/code_korea.pdf</a>						
أعضاء مجلس الإدارة؛ مستحقات أعضاء مجلس الإدارة؛ المساهمون؛ المساءلة والمراجعة.	المؤسسات المقيدة في البورصة.	- تحسين اداء المؤسسات وقدرتها على المنافسة وامكانية حصولها على رأس المال؛ - تحسين نوعية حوكمة مجلس الإدارة.	التقيد أو التبرير	هيئة الأوراق المالية مارس 2000	المدونة الماليزية لقواعد حوكمة المؤسسات	ماليزيا
عنوان الأنترنت: <a href="http://www.acga-asia.org/loadfile.cfm?site_file_id=78">http://www.acga-asia.org/loadfile.cfm?site_file_id=78</a>						
مجلس الإدارة ( ) وظائف، هيكل، واجبات وعمل المجلس)؛ تقييم ودفع مستحقات أعضاء المجلس؛ مراجعة الجسبات؛ المالية والتخطيط؛ المعلومات المقدمة للمساهمين.	المؤسسات المقيدة في البورصة	- تحسين نوعية حوكمة ورقابة مجلس الإدارة؛ - تحسين اداء المؤسسات وقدرتها على المنافسة وامكانية حصولها على رأس المال.	التقيد أو التبرير	مجلس تنسيق مؤسسات الأعمال، وهي لجنة مرتبطة بالبورصة جوان 1999	مدونة قواعد حوكمة المؤسسات الخاصة بالمكسيك	المكسيك
عنوان الأنترنت: <a href="http://www.ecgi.org">http://www.ecgi.org</a>						

المدونة الروسية لقواعد حوكمة المؤسسات	مجلس تنسيق حوكمة المؤسسات أفريل 2002	طوعي تشجيع الافصاح ح	تحسين اداء المؤسسات وقدرتها على المنافسة وامكانية حصولها على رأس المال.	المؤسسات المقيدة في البورصة، ويتم تشجيع جميع المؤسسات	الجمعيات العامة؛ مجلس الإدارة؛ أجهزة المؤسسة التنفيذية؛ سكرتير المؤسسة؛ الافصاح؛ الرقابة على العمليات المالية؛ أرباح الأسهم؛ تسوية النزاعات.	روسيا
عنوان الأترنيت: <a href="http://rid.ru">http://rid.ru</a>						
تقرير KING عن حوكمة المؤسسات	معهد أعضاء مجالس الادارة في جنوب افريقيا مارس 2002	التقيد أو التبرير	تحسين نوعية حوكمة ورقابة مجلس الإدارة.	المؤسسات المقيدة في البورصة والبنوك والمؤسسات المالية ومؤسسات القطاع العام	مجالس الإدارة؛ إدارة المخاطر؛ المرجعة الداخلية؛ المحاسبة والمراجعة؛ التقيد وفرص فرص التنفيذ؛ دور وسائل الإعلام؛ تشجيع دور المساهمين؛	جنوب افريقيا
عنوان الأترنيت: متاح في: <a href="http://www.iodsa.co.za">www.iodsa.co.za</a>						

المصدر: Global Corporate Governance Forum, "GUIDE: Comment élaborer et mettre en œuvre un code de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise?", 2005.

يبين الجدول اعلاه أن كل الدول الناشئة بدأت بوضع قواعد للحوكمة من شأنها القضاء على الفساد في المؤسسات من قبل أعضاء بالداخل سواء كانوا من مجلس الإدارة أو المديرين أو الموظفين من نهب المؤسسة أو المال على حساب المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين. وهذا بعدما أدركت هذه الدول أن درجة التزام المؤسسات بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار وإن افتقار المؤسسات المختلفة للشفافية في معاملاتها

وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وفي جميع عمليات المؤسسة من شأنه أن يؤدي إلى زعزعة الثقة من جانب المستثمرين سواء المحليين أو الدوليين للاستثمار في هذه الدول. نحاول أن ندرسة حالتين، وهما البرازيل والصين.

### 3-1. البرازيل:

يعتبر عام 1994 حجر الزاوية في عملية الإصلاح الاقتصادي والمؤسسي في التاريخ البرازيلي تحت رئاسة ايتمار فرانكو *Itamar Franco* ، والتي تقوم أساسا على الحد من معدلات التضخم، ومحاولة الوصول إلى الاستقرار النقدي، وتحرير التجارة وعمليات الخصخصة . ففي الجيل الأول من الإصلاحات باشرت الحكومة عمليات الخصخصة، وشملت 119 مؤسسة حولت ملكيتها للقطاع الخاص ما بين بداية 1991 و 2001. ثم جاء الجيل الثاني من الإصلاحات، والذي يتضمن إنشاء آليات لتعزيز القدرة التنافسية في القطاع الخاص، وتعزيز فرص العمل والحد من تدخل الدولة في الاقتصاد، والعمل على زيادة ثقة المستثمرين، والتوسع في الاستثمارات على الصعيد الداخلي والأجنبي، مما سيؤدي إلى زيادة المنافسة وتحرير الأسواق المالية. وفي هذه المرحلة ظهرت اصلاحات عميقة مست أسواق الأوراق المالية وقانون المؤسسات وقوانين الأوراق المالية، والتي عدلت في سنة 2001 بقانون (2001/10.303) ، وبعد ذلك في سنة 2007 بقانون (11.638/2007) والتي تتمحور أساس حول:

الفصل بين الملكية والسيطرة وعلاوة على ذلك انشاء السوق الجديد *(Novo Mercado)* ، حل النزاعات، الدعوة لاجتماعات المساهمين، تشكيل مجلس الإدارة،تنظيم مراجعي الحسابات المستقلين، تنظيم المعلومات الداخلية وطريقة التداول. وأطلقت كذلك بورصة ساو باولو مبادرة التنظيم الذاتي في سنة 2000، والذي حدد شرائح مختلفة لممارسات حوكمة المؤسسات. ومن خلاله نشأت السوق المالية الجديدة *(Novo Mercado)*.

وبالنظر إلى كل هذه الجهود في محاولة لزيادة الثقة لدى المستثمر وحمائته ، و زيادة مشاركة الأفراد وصغار المستثمرين في الأسواق المالية ، لكن يلاحظ أن هذه الاصلاحات لم تؤثر كثيرا توزيع الملكية والسيطرة في المؤسسات المدرجة في البورصة. إذ مازالت ملكية أغلب المؤسسات المدرجة متمركزة في أيدي مساهمين كبار، فقد بينت دراسة أن مانسبته 69% من حقوق الأسهم متمركزة لدى كبار المساهمين ( 87% لدى ثلاث مساهمين )<sup>1</sup>. والجدول التالي يبين نمط الملكية في المؤسسات البرازيلية:

<sup>1</sup>Ruth V. Aguilera & all, " Corporate Governance in Emerging Markets " in G. Morgan and R. Whitley, Capitalisms and Capitalism in the 21st Century. Oxford: Oxford University Press. 2011, P: 6-7.  
[http://www.business.illinois.edu/Working\\_Papers/papers/11-0104.pdf](http://www.business.illinois.edu/Working_Papers/papers/11-0104.pdf)

جدول رقم (24): تركيز الملكية في المؤسسات البرازيلية

السنة	ملكية كبار المساهمين	ملكية ثلاث كبار من المساهمين	ملكية المساهمين الأجانب	ملكية المساهمين المحليين
2004	50.3	66.1	18.0	82.0
2005	50.0	66.6	21.3	78.7
2006	49.3	67.0	25.8	74.2
2007	47.1	65.5	27.7	72.3
2008	49.2	66.9	28.2	71.8
المتوسط	49.1	66.4	25.0	75.0

المصدر: Ruth V. Aguilera & al, Op cit,p: 34

ويبين لنا من الجدول أن تركيز الملكية في أيدي المساهمين الكبار هي 49.1%، وتركز الملكية في أيدي ثلاثة مساهمين فقط 66.4% في متوسط الفترة 2004 - 2008. وهذا يعزز الاستنتاجات السابقة والتي تشير إلى أن المؤسسات البرازيلية لديها مستويات عالية من تركيز ملكية تؤثر على نمط الحوكمة والمراقبة، وهذا النمط لم يتغير على مر الزمن بالرغم من تلك الإصلاحات التي كانت ترمي أساساً إلى تعزيز أسواق الأوراق المالية البرازيلي وزيادة سيولتها من خلال زيادة امتلاك الأفراد التي يمكن أن يكون لها دور في الرقابة والحوكمة.

وبالإضافة إلى دراسة أنماط تركيز الملكية، هناك دراسات أخرى ركزت على هيكل الملكية في حد ذاته من خلال التمييز بين أنواع مختلفة من المساهمين وسيطرة على ملكية المؤسسات. والجدول التالي يبين أصناف المساهمين وملكيتهم في المؤسسات البرازيلية:

جدول رقم (25): هيكل الملكية في المؤسسات البرازيلية

السنة	الأفراد	الدولة	البنوك	المستثمرون المؤسساتيون	مؤسسات اقتصادية	أخرى
2004	12.6	5.3	25.1	10.2	45.9	0.9
2005	12.8	6.2	27.1	7.7	46.0	0.4
2006	12.4	4.7	29.3	13.4	38.6	1.7
2007	13.1	4.0	31.6	12.9	37.6	0.7
2008	12.3	5.0	32.3	15.4	34.0	0.9
المتوسط	12.7	5.0	30.0	12.8	40.1	1.3

المصدر: Ruth V. Aguilera & al, Op cit,p: 34

ويبين الجدول أن المؤسسات الاقتصادية تسيطر على نسبة معتبر من الملكية، إذ تقدر بـ 40.1% في متوسط الفترة 2004-2008، ثم تأتي البنوك بمتوسط 29.95%، يلي المستثمرون المؤسساتيون (

صناديق التحوط وصناديق التقاعد وشركات التأمين، الخ) بـ 12.75 % والأفراد والأسر بـ 12.65 % أما المشاركة الحكومية فتقدر فقط 4.96%. كما يلاحظ من الجدول كذلك انخفاضاً في ملكية المؤسسات الاقتصادية (من 45.93 % في 2004 حتى 34.04 % في عام 2008) في حين ارتفعت الحصة النسبية للهوك والمستهثمون المؤسساتيون من 35.32 % إلى 47.69 %. بالإضافة إلى ذلك، أنه على الرغم من الزيادة المستمرة في حصة المساهمين الأجانب من 17.96 % في عام 2004 إلى 28.22 % سنة 2008 (انظر الجدول السابق)، لا زال المساهمون المحليون أصحاب أغلبية الأسهم.

ويظهر دور بورصة ساو باولو *BOVESPA* جلياً في تطوير نظام حوكمة المؤسسات في البرازيل، من خلال وضعها لمشروع يهدف إلى تحسين العلاقة بين المؤسسات والمستثمرين. كما أصدرت العديد من المدونات مثل "دليل قرارات المؤسسات" و"دليل بورصة ساو باولو للطرح العام" و"دليل بورصة ساو باولو لعلاقات المستثمرين" بالإضافة إلى المشاركة غير الرسمية مع المعهد البرازيلي لقواعد حوكمة المؤسسات في إصدار قواعد الحوكمة. كما ووضعت بورصة ساو باولو سلسلة من المعايير لتصرفات المؤسسات والمديرين والمساهمين المسيطرين، وهي في مجملها معايير هامة لتقييم أسهم وأصول المؤسسة الراغبة في القيد. ويمكن من خلال الالتزام بهذه الممارسات تصنيف المؤسسات حسب مستويين: المستوى 1 أو المستوى 2 وذلك حسب درجة التزام المؤسسة. ووضعت أيضاً مستويات خاصة لقواعد حوكمة المؤسسات، وعلى أساسها تتمكن الشركات من تحسين علاقاتها مع المستثمرين وتحسين فرص زيادة قيمة أصولها. وقد تعهدت مؤسسات كثيرة بتحسين أساليب الإفصاح اللازم للسوق وتوسيع قاعدة امتلاك أسهمها بين أكبر عدد ممكن من المساهمين. وعلاوة على ذلك فإن السوق الجديدة المنشأة في بورصة ساو باولو (*Novo Mercado*) تطالب المؤسسات البرازيلية بالالتزام بسلسلة من ممارسات وقواعد حوكمة المؤسسات، وتشمل هذه الممارسات: المعايير الدولية للمحاسبة، حقوق التصويت المتساوية لجميع المساهمين، الطرح الإلزامي للأسهم أمام الجمهور في حالة تغيير المساهم المسيطر أو في حالة شطب قيد المؤسسة، ووجود مجلس تحكيم داخلي لفض المنازعات وتسوية الخلافات التي تنشأ بين المساهمين والمؤسسات.<sup>1</sup>

### 3-2: كوريا الجنوبية:

تمكنت كوريا من تغيير صورتها تماماً في أواخر التسعينات من الآثار السلبية التي خلفتها الحرب العالمية الثانية. حتى أصبحت تتبوأ المركز الحادي عشر في الاقتصاد الصناعي. وأصبحت كوريا عضواً في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الدول ذات الاقتصاد المتقدمة في العالم. وقد ركزت الحكومة الكورية على الصناعات الثقيلة والصناعات الكيماوية منذ السبعينات كعامل رئيسي في نمو المجموعات

<sup>1</sup> شهيرة عبد الشهيد، "قواعد إدارة الشركات تصبح سعياً دولياً: ماذا يمكن عمله في مصر؟"، ورقة عمل مقدمة إلى إدارة البحوث وتنمية الأسواق، بورصتنا القاهرة والإسكندرية، 2001، ص: 45-47.

الكبيرة المعروفة باسم تشايبول *Chaebol*. وتعنى كلمة تشايبول "البيت المالي". ويتكون كل تشايبول من مجموعة من المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية والتي تعمل في مختلف مجالات الصناعة والخدمات. وفي أغلب الحالات، تدير كل بيت من هذه البيوت المالية إدارة أوتوقراطية شديدة المركزية تتكون من المؤسس وأعضاء أسرته الأقربين. وبالمقارنة بالمعايير القياسية الدولية، يتميز الهيكل المالي للتشايبول بمستويات عالية من الديون ومعدل منخفض من حقوق الملكية. وكانت معظم الديون المستخدمة في تمويل التشايبول تأتي من البنوك التجارية الكورية والمؤسسات المالية المملوكة للحكومة. وخلال النصف الثاني من عام 1996 بلغت نسبة البنوك في تمويل أنشطة الشركات 12%، مقابل 14% من المؤسسات غير البنكية، و 17% من سندات الشركات، و 21% من الأوراق التجارية، و 16% من القروض الأجنبية و 8% فقط من حقوق الملكية<sup>1</sup>. والجدول التالي يبين هيكل الملكية في المؤسسات الكورية:

جدول رقم (26): هيكل الملكية في المؤسسات الكورية

السنة	الأفراد	الدولة	المستثمرون المؤسساتيون	مؤسسات اقتصادية	الأجانب
2000	37.7	12.7	15.8	20.0	13.8
2001	38.5	7.3	19.2	20.3	14.7
2002	35.4	7.4	24.6	21.0	11.5
2003	37.1	6.7	16.5	21.7	18.0
2004	33.8	6.4	18.9	19.0	22.0
2005	34.2	5.0	18.6	19.3	23.0
2006	35.5	4.8	17.0	20.4	22.3
2007	36.5	4.4	15.5	24.7	18.9
2008	45.8	4.6	7.1	26.4	16.1
2009	49.9	1.5	15.6	16.7	16.3

المصدر: Ruth V. Aguilera & al, Op cit,p: 35

كما هو موضح في الجدول، تجاوز المساهمين الأجانب أكثر من 15% من الأسهم السوقية في عام 2003 وأكثر من 20% في السنوات الثلاث التالية. ويعد 40% من هذه الاستثمارات الأجنبية مصدرها الولايات المتحدة والمملكة المتحدة. وتلثي هذه الاستثمارات تعد من المؤسسات. المستثمرون الأجانب هم أكثر احتمالاً لامتلاك حصة أو القاييم بتكتلات أو أعضاء في *Chaebol*. ومن المثير للاهتمام، وخلال سنة 1997 أثناء الأزمة المالية الكورية، شهدت المؤسسات التي لديها أكبر ملكية الأسهم من قبل المستثمرين الأجنبية أقل انخفاضاً في القيمة السوقية، وكذا المؤسسات ذات الإفصاح الكافي لم تعاني كثيراً من آثار

<sup>1</sup> Ruth V. Aguilera & al, Op cit,p:13-16.

تلك الصدمة. وفي المقابل، شهدت *Chaebol* ذات الملكية المركزة من قبل المديرين المالكين ومن من قبل المؤسسات التابعة لها أكبر انخفاض في قيمة حقوق المساهمين . ويبين الجدول كذلك انخفاض المساهمة حكومية بعد الأزمة المالية في آسيا، وهو دليل على الخصخصة وبيع الاستثمارات من الشركات المملوكة للدولة في كوريا. وعلاوة على ذلك، يملك المستثمرين الأفراد، والتي تشمل الشركات المملوكة للعائلة، أكثر من 35% من حصص السوق.

وبعد الأزمة المالية، اضطرت *Chaebols* إلى إجراء إصلاحات هيكلية عديدة لتحسين الشفافية المالية وتعزيز بنيتها حوكمة المؤسسات. وفيهاذ الصدد أعربت وكالة الرقابة المالية الكورية عن قلقها من مستوى العالوي من تركيز ملكية الشركات المدرجة في البورصة. والجدول التالي يبين مستوى تركيز الملكية.

جدول رقم (27): تركيز الملكية في المؤسسات الكورية

السنة	ملكية كبار المساهمين	ملكية المساهم المهم	ملكية المساهمين الأقلية	أخرى	مؤسسة إيداع الأوراق المالية
2004	33.8	6.4	36.7	23.0	0.1
2005	34.3	5.4	36.7	23.7	0.1
2006	34.9	5.3	36.5	23.2	0.1
2007	38.4	4.6	35.8	21.1	0.1
2008	39.9	3.9	35.7	20.4	0.1

المصدر: Ruth V. Aguilera & al, Op cit,p: 34

يصنف المساهمون في كوريا إلى الفئات الرئيسية التالية: كبار المساهمين *largest shareholder* والذين عرفهم قانون الأوراق المالية بأنهم أشخاص أو مؤسسة محلية أو أجنبية، يهكون أكبر عدد من الأسهم القائمة (أي الأسهم حق التصويت) بما في ذلك أسهم مشتركة أو إيصالات الإيداع. وهناك المساهم المهم *significant shareholder* وهو المساهم الذي يملك أكثر من 1 % من إجمالي الأسهم الصادرة عن المؤسسة. أما المساهمين الأقلية *minority shareholders* فهم المساهمين الذين يمتلكون الأسهم أو الشهادات التي تمثل أقل 1 % من مجموع الأسهم.

ويبين الجدول أن ما يملكه المستثمرون الأقلية هو نسبة كبيرة من إجمالي الأسهم، وهو تقريبا نفس ملكية المستثمرين الكبار. ومع ذلك، هذا لا يعني بالضرورة أن تكون أقلية المساهمين محمية جيدا من قبل القوانين المالية الكورية.

ويبين واقع المؤسسات الكورية أن معدل الديون إلى حقوق الملكية في المؤسسات الكورية يفوق إلى حد كبير نفس المعدلات بالنسبة للمؤسسات اليابانية والألمانية والأمريكية والبريطانية، مما جعل



المؤسسات الكورية هشة من الناحية المالية. وأصبحت معدلات تغطية الفوائد ضعيفة جدا بالمقارنة بالمعدلات السائدة في الدول الأخرى. ورغم ذلك، لم تمارس البنوك الكورية في الماضي دورا رقابيا ملحوظا ولم تمارس الائتمان الجيد والمدرّوس مع عملائها من المؤسسات الرئيسية أو التشايبول. وإضافة إلى ذلك، لم تكن للمؤسسات المساهمة تأثيرا ملحوظا على صنع القرارات في المؤسسات. والملاحظ أن مساهمة المؤسسات الاستثمارية في رؤوس أموال المؤسسات الكورية محدودة بالمقارنة بالدول المتقدمة الأخرى، وأن كثيرا من المؤسسات الاستثمارية تابعة للتشايبول أو تعمل تحت سيطرته، ولكن حاليا أصبحت المؤسسات الأجنبية من أهم المستثمري نفي المؤسسات الكورية، ولكن تأثيرها على قواعد حوكمة المؤسسات ما يزال متواضعا جدا.

وقد قامت الحكومة بسلسلة من الإصلاحات القانونية الهامة. ومن أكثر القوانين الكورية التي أثرت على قواعد حوكمة هي القانون التجاري، وقانون شركات المساهمة، وقانون الأوراق المالية والبورصة، وقانون المراجعة الخارجية للشركات المساهمة، وقانون الإفلاس، الخ. واشتملت تعديلات القوانين واللوائح الرئيسية الكورية المتعلقة بقواعد حوكمة المؤسسات على ما يلي<sup>1</sup>:

- لا بد أن تكون مجالس الإدارة مستقلة، أي أن يكون هناك "مديرون من خارج المؤسسات"، وبالنسبة لأكبر المؤسسات المقيدة، لا بد أن يكون نصف عدد أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من المستقلين؛
- إعداد قوائم مالية مجمعة لأكبر 30 تشايبول، وزيادة العقوبات الموقعة على من يقوم بتزوير تقارير المراجعة، وتعديل الإجراءات المتبعة لاختيار المحاسبين الخارجيين؛
- ساعدت قواعد القيد الجديدة لسوق الأوراق المالية الكورية إلى تقوية سلطتها في التأكد من استقلال المراجعين الخارجيين الذين يتم اختيارهم للمؤسسات المقيدة؛
- راجعت كل من لجنة الرقابة المالية ولجنة الأوراق المالية ولجنة العقود الاجلة، المعايير المحاسبية أو المعايير المحاسبية الأمريكية (IAS) للمؤسسات وذلك لتحقيق الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية؛
- إلزام المؤسسات المقيدة بتقديم التقارير ربع سنوية بالإضافة إلى التقارير السنوية ونصف السنوية التي كانت تقدمها من قبل؛
- يجوز للمساهمين اقتراح موضوعات للدراسة في الجمعية العامة للمساهمين؛
- يمكن للمساهمين طلب التصويت التراكمي ما لم يكن النظام الأساسي للمؤسسة يحول دون ذلك؛
- تم استحداث واجب يتعلق بالأمانة وهو مطالبة المديرين بأداء واجباتهم بإخلاص لصالح المؤسسة وفقا للقوانين السارية والنظام الأساسي للمؤسسة.

<sup>1</sup> شهيرة عبد الشهيد، مرجع سبق ذكره، ص: 40-41.

من خلال عرض حالتي البرازيل وكوريا ومن خلال عرض اهم قواعد حوكمة المؤسسات في الدول الناشئة، نستنتج ان هذ الأخيرة باشرت العديد من الاصلاحات في سبيل تعزيز نظام الحوكمة فيها، ولقد كانت لأسواق الأوراق المالية دورا بارزا في تلك الاصلاحات التي لازلت متواصلة ومستمرة.

### المبحث الثالث: مكانة سوق الأوراق المالية في الدول العربية:

تحتل الاقتصاديات العربية مركزا مؤثرا نتيجة التغيرات التي عرفها الاقتصاد العالمي، والتي انعكست بدورها عليها، ولعل من أهم تلك التغيرات: التقدم في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، رفع القيود على حركة رأس المال، تعويم أسعار صرف العملات الرئيسية، خلق أدوات مالية جديدة، تحرير الأجهزة المصرفية والمالية من القيود التشريعية وزيادة دور القطاع الخاص من خلال تحويل ملكية عدد من المؤسسات العمومية العامة إلى القطاع الخاص . ولقد أثرت تلك التغيرات كثيرا على أسواق الأوراق المالية، التي عرفت هي الأخرى اصلاحات عميقة، خاصة في سبيل ارساء نظام سليم للحوكمة.

#### 1- نبذة عن أسواق الأوراق المالية العربية:

يختلف تاريخ البورصات العربية من دولة إلى أخرى، ومن خصوصيتها الاقتصادية وواختلافها عن بعضها البعض، ومن أهم البورصات العربية:

##### 1-1. سوق الأوراق المالية المصرية:

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم انشاء بورصة الاسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903. مرت سوق المال في مصر بعدة مراحل:

**المرحلة الأولى:** ما قبل ثورة 1952، حيث كان الاتجاه السائد نحو الاعتماد على الاقتراض من

المصارف العالمية، وقد شهت هذه الفترة إنشاء بورصتي القاهرة والإسكندرية.

**المرحلة الثانية:** فترة الخمسينيات والسبعينيات، وصدرت أثناءها قوانين وقرارات اشتراكية أدت إلى تغييرات جذرية على الاقتصاد المصري، وانعكست سلبا على سوق المال، حتى أنه في 1961، صدر قانون رقم 116 ينص على تعطيل البورصتين لمدة شهرين.

**المرحلة الثالثة:** بدأت منذ أوائل السبعينيات، وهي مرحلة الانفتاح الاقتصادي، وصدرت فيها عدة قوانين

لتطوير السوق المالية: قانون الاستثمار رقم 43 لسنة 1974 وتعديلاته، قانون الضرائب على الدخل رقم

57 لسنة 1981، وقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 وقانون تعديل اللائحة العامة للبورصات رقم

121 لسنة 1986، كما شهت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال التي تعمل على الإشراف وتطبيق

القوانين إلى جانب هيئة الاستثمار، وفي سنة 1992 صدر قانون 95 الخاص بتطوير سوق رأس المال

الذي يعتبر نقطة تحول هامة، حيث سمح بإنشاء صناديق الاستثمار وإقامة شركات متخصصة في الأوراق المالية. (الموقع على الأنترنت: <http://www.egyptse.com>).

### 1-2: سوق الأوراق المالية السعودية:

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات من القرن الماضي عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975 كان هناك نحو 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، أذ تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 31 / 7 / 2003 بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم ( م / 30 ) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق. وافق مجلس الوزراء السعودي في 19 مارس 2007 على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية ( تداول )"، يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة. ( الموقع على الأنترنت: <http://www.tadawul.com.sa> ).

### 1-3. سوق الأوراق المالية المغربية:

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". وقد دفعت الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحًا جذريًا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسّسة، وهي: القانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم، القانون

رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم ، القانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.(الموقع على الأنترنت: <http://www.casablanca-bourse.com>).

#### 1-4. سوق الأوراق المالية الكويتية:

عرف التعامل في الأسهم منذ أول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهمها للاكتتاب العام في 1952 وهو بنك الكويت الوطني، ثم أخذت الشركات المساهمة بعد ذلك في التزايد حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا للأموال التي تراكمت من النشاط الاقتصادي خاصة بعد اكتشاف النفط. وقد اكتسبت مرحلة بداية التعامل في الأسهم أهمية مميزة، ليس فقط لأنها مثلت المرحلة الأولى لتأسيس الشركات المساهمة وظهور أسهمها كأول نوع من الأوراق المالية المحلية القابلة للتداول، وإنما استمدت أهميتها من كونها شهدت تكوين المعالم والملاح الرئيسية للاقتصاد الكويتي الحديث. كما شهدت هذه المرحلة تدفق رؤوس الأموال الكويتية من الخارج للاستثمار المباشر ، بالإضافة الى استيراد السلع والخدمات . وقد كان لصدور القانون التجاري رقم ( 15 ) لسنة 1960 دورا أساسيا في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكنتاب فيها، و صدر أول قانون رقم ( 37 ) لتنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت في أكتوبر من عام 1962، حيث اهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج. ويعد صدور القانون رقم (32) لسنة 1970 والخاص بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة ، أول خطوة هامة لتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية. وفي فيفري عام 1972 تم إنشاء مكتب لشعبة الأوراق المالية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت وتم في نوفمبر سنة 1976 صدر أول قرار وزاري رقم ( 1976/61 ) بتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية وتشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية. وفي أفريل عام 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت، حيث تولي العاملون فيه جميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم، ثم إصدار نشرة يومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات ثم توزيعها علي وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء. وفي 14 أوت عام 1983 صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.kuwaitse.com>).

#### 1-5. سوق الأوراق المالية القطرية:

تم إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم ( 14 ) لسنة 1995، وافتتحت السوق في 26 من شهر ماي عام ، وبدأ العمل يدويا في قاعة التداول وإدارة التسويات والتقاص ، ثم تم التحول نحو

نظام التسجيل المركزي في شهر أوت عام 1998، وقد تم تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني، و دشن المشروع في 11 من شهر مارس 2002 . وقبل إنشاء السوق كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، الأمر الذي أدى إلى تحديد أسعار البيع والشراء على نحو غير عادل، في ظل غياب المعلومات، كما أدى إلى صعوبة تسهيل الأسهم عند حاجة المستثمر إلى النقد.

لما شهدت السوق تطورين تشريعيين هامين خلال العام 2005، يتمثل أولهما في صدور القانون رقم (2) لسنة 2005 بتعديل بعض أحكام القانون رقم (13) لسنة 2000 بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي الذي أجاز لغير القطريين عامة تملك نسبة لا تزيد على 25% من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول في سوق الدوحة للأوراق المالية، وثانيهما صدور القانون رقم (33) لسنة 2005 بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.qe.com.qa> ).

#### 1-6. سوق الأوراق المالية البحرينية:

تأسست بورصة البحرين كشركة مساهمة مغلقة بموجب مرسوم رقم 60 لسنة 2010 لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية الذي تأسس عام 1987. وتعود بدايات تكوّن قطاع رأس المال في مملكة البحرين إلى العام 1921 عندما افتتح فرع البنك الشرقي المعروف حالياً ببنك "ستاندرد تشارترد" في البحرين.

وفي العام 1957 تأسست أول شركة مساهمة عامة بحرينية، حيث تواصل بعدها تأسيس هذه الشركات لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات، وهي الفترة التي شهدت نشاطاً كبيراً في تداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق الجوهرة". ونتيجة لتوصية توصلت إليها دراسة مشتركة قامت بها حكومة مملكة البحرين ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987 بموجب مرسوم رقم 4، و باشر السوق عمله بشكل رسمي في جوان من العام 1989 حيث كان عدد الشركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية. بدأت بورصة البحرين بتطبيق نظام التداول الآلي في العام 1999، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي. وقد انتقلت السلطة التشريعية والرقابية من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي في 2002، لتصبح بورصة البحرين خاضعة لرقابة وإشراف المصرف. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.bahrainbourse.com.bh> ).

### 1-7. سوق الأوراق المالية اللبنانية:

تعتبر بورصة بيروت واحدة من أقدم الأسواق المالية في المنطقة حيث يعود تاريخ تأسيسها للعام 1920، تحت سلطة الإنتداب الفرنسي، وكانت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي. في البداية إنحصر التداول بالذهب والعملات الأجنبية، ليشمل مع بداية الثلاثينات أسهم شركات لبنانية فرنسية هدفت الى خصخصة مصالح القطاع العام من سكك الحديد والاتصالات والبريد وكان بعض هذا الشركات مدرجاً على بورصة باريس بالإضافة الى بورصة بيروت. في أوائل الخمسينات تميز، الإقتصاد اللبناني بنشاط ملحوظ حيث بدأت شركات صناعية ومصرفية وخدمائية تدخل البورصة لتعد بورصة بيروت أفضل سوق مالي في المنطقة مع دخول حوالي خمسين شركة. ومع إندلاع الأحداث اللبنانية 1975 تراجعت حركة التداول في بورصة بيروت، ومع تدهور الوضع الأمني، علق العمل في البورصة من العام 1983، وفي عام 1994 عيّنت الحكومة اللبنانية لجنة لوضع نظام داخلي جديد للبورصة وتنظيم وتحديث آلية التداول وذلك بمساعدة بورصة باريس. وفي 1996، عاودت بورصة بيروت نشاطها بعد توقف قصري دام ثلاثة عشر عاماً. وفي 1999، تم توقيع إتفاقية بين لجنة بورصة بيروت وبورصة باريس تؤمن بورصة باريس على أساسها نظام تداول معلوماتي جديد يسمح بالتداول المستمر ويحل محلّ نظام التثبيت السابق. في سنة 2000، إعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد يرتكز على نظام مختلط يتضمن نظام التداول المستمر ونظام ( تثبيت السعر). في عام 2002، تم نقل مكاتب بورصة بيروت الى قلب بيروت الى وسط المدينة في مبنى العازارية. وفي سنة 2003، إعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد مصمم من قبل البورصة الأوروبية Euronext Atos تحت إسم NSC-Unix. و في نهاية عام 2006 أطلقت بورصة بيروت نظام تداول جديد عن بعد، يسمح للوسطاء بتداول الصكوك المدرجة على بورصة بيروت عن بعد من مكاتبهم الخاصة. وفي سنة 2008 قررت بورصة بيروت الاجازة باعتماد التداول الالكتروني "عن بعد" على بورصة بيروت عبر الانترنت و ذلك حصراً من خلال شركات الوساطة المعتمدة في البورصة. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.bse.com.lb> ).

### 1-8. سوق الأوراق المالية التونسية:

تم انشاء بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية في فيفري 1969، وفي نوفمبر 1994 تم إعادة تنظيم السوق المالية بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق، وفي نوفمبر 1995 تم إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الإسم. يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي،: وانطلق العمل بنظام التداول الالكتروني NSC في أكتوبر 1996، وتم انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة وتشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC في ديسمبر 2007. ( الموقع في الأنترنت: [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn) ).

#### 9-1. سوق الأوراق المالية الأردني:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينيات في القرن العشرين حيث تم تأسيس ثلاث شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء . وقد اخذ الجمهور الأردني يكتتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ ، كما توالى تأسيس الشركات المساهمة العامة ليصل إلى (66) شركة عام 1978 . وبالنسبة لاسناد القرض فقد تم إصدار أول إسناد قرض في أوائل الستينيات . وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير المنظم . ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام، برزت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة. وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم (31) لسنة 1976 حيث بدأ أول يوم عمل فعلي له كسوق منظم للأوراق المالية في 1978/1/1. وفي سنة 1997 صدر قانون الأوراق المالية رقم 23 والذي مهد لمرحلة إعادة هيكلة وإصلاح سوق رأس المال الوطني، وتم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات بدلاً من سوق عمان المالي، كما تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الوطني. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.exchange.jo> ).

#### 10-1. سوق الأوراق المالية العمانية:

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 بتاريخ 21 جوان 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليس اهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصولياً فيما بين أطراف التعامل - بائعين ومشتريين وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها و رصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين. استمرت السوق على هذا النحو إلى أن صدر المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 والذي نصت المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية . أما سوق مسقط للأوراق المالية الحالية فقد أصبحت كيانا قانونياً لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية و تستمد شرعيتها من المرسوم السلطاني السامي رقم (98 /80). ( الموقع في الأنترنت: <http://www.msm.gov.om> ).

## 11-1. سوق الأوراق المالية الاماراتية:

نص القانون الاتحادي رقم (4) لعام 2000م على إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية ، وشرعت الهيئة فور إصدار القانون في وضع هيكلها الإدارية والفنية والأخذ بزمام المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية. وتوجد في الإمارات العربية سوقيين: سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وعملت الهيئة على تحقيق ربط إلكتروني بين السوقيين. حيث تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. وتعمل السوق كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. (الموقع في الأنترنت: <http://www.dfm.ae>).

تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبوظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.adx.ae>).

## 12-1. سوق الأوراق المالية الفلسطينية:

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 فيفري 1997. وفي مطلع سنة 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة. وفي سبتمبر 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسساتية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعارا لها. تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في للأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن. في العام 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال



على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية.

بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة حتى تاريخ 2011/05/17 46 شركة بقيمة سوقية مبلغها

2.8 مليار دولار، موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 10 شركات. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.pex.ps> ).

### 1-13. سوق الأوراق المالية السودانية:

ترجع فكرة قيام سوق للأوراق المالية في السودان لعام 1962 حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية وتضمنت اهداف الخطة الخمسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية 1971/70 - 1975/74 ضرورة اشراك رأس المال الخاص الوطني والاجنبي للاستثمار في المشاريع ذات الاهمية. إلا ان قانون سوق الاوراق المالية قد وضع عام 1993 بعد ما نصت عليه الاستراتيجية القومية الشاملة 1992-2002 ضمن الموجهات الاساسية للاستراتيجية الاقتصادية على ضرورة مكافحة التضخم بتنفيذ قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية هذا وقد اجيز في جوان 1994. وافتتح السوق رسمياً في يناير 1995 كسوق ثانوية لتداول الأسهم. وتنقسم الشركات التي تتداول اوراقها المالية داخل السوق الى اربعة قطاعات هي : قطاع التأمين ، قطاع البنوك ، قطاع الصناعة ، قطاع الخدمات. ( الموقع في الأنترنت: <http://www.khartoumstock.com> ).

### 2- أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

تؤكد البيانات التحصل عليها من صندوق النقد العربي حدوث نشاط ملحوظ في أداء البورصات العربية مجتمعة، والتي قمنا بجمعها خلال ثلاث فترات، من سنة 1995-1997، ثم من سنة 2001-2003، وأخيراً من سنة 2007-2010، وهذا حتى يتم الالمام بكل السنوات التي عرفت فيها أسواق العربية تطورات هامة وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء البورصات العربية خلال تلك الفترات. حيث ارتفعت القيمة السوقية من سنة 1995 إلى 1997 من 84 مليار دولار إلى 145 مليار دولار أي بنسبة 72% ثم ارتفعت في سنة 2003 إلى 360 مليار دولار أي بنسبة ارتفاع مقارنة 1995 تقدر بـ 330% وإلى 990 مليار دولار في سنة 2010 أي بجوالي 10 أضعاف مقارنة بسنة 1995. كما يلاحظ أن سنة 2007 شهدت اكبر قيمة سوقية إذ تعدت قيمة الألف مليار دولار. لكن تراجع بعد ذلك بسبب الأزمة المالية العالمية التي عرفتھا سنة 2008. ونفس الشيء يقال بالنسبة لقيمة التداول الاجمالية التي ارتفع هي الأخرى بأكثر من 10 أضعاف بين سنتي 1995 و2010. وهو ما أثر على ارتفاع المؤشر المركب

لأسواق العربية كذلك. كما يلاحظ بموازاة ذلك أن عدد المؤسسات المدرجة لم يرتفع بنفس الوتيرة، بل بالعكس يعرف انخفاض ابتداء من سنة 2003 ليصل إلى 1441 مؤسسة في سنة 2010.

جدول رقم (28): تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1995-2010)

السنة	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	المؤشر المركب للصندوق
1995	84564.8	14988.2	1081	108.3
1996	107766.5	30529.6	1091	119.9
1997	145186.9	63894.75	1184	138.45
2001	152230.1	42687.85	1687	101.1
2002	208858	65400.1	1826	100.7
2003	361824.7	59737.57	1723	141.9
2007	1330400.45	281038.29	1550	328.7
2008	805561.98	280373.68	1542	170.2
2009	887087.36	350816.30	1495	196.3
2010	991533.62	200757.89	1441	240.04

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

## 2-1. القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية:

جدول رقم (29): القيمة السوقية ونسبتها إلى الناتج المحلي الاجمالي للأسواق المالية العربية منفردة

السوق	2007	2008	2009	2010
سوق أبوظبي المالية للأوراق	112,159.52 %63.1	61,887.63 ..	72,967.81 --	71,268.62 --
بورصة عمان	41,298.47 %260.4	35,984.36 %179.1	31,985.19 %127.0	30,995.34 %111.9
سوق البحرين للأوراق المالية	26,795.93 %146.1	19,954.52 %82.0	16,141.33 %82.2	19,902.66 --
سوق الأسهم السعودي	522,721.12 %137.6	246,809.85 %52.7	318,784.68 %84.8	353,419.01 --
سوق الكويت المالية للأوراق	193,513.28 %126.8	113,527.07 %81.8	104,226.22 --	124,919.97 --
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	18,535.91 %102.8	63,420.58 %76.7	60,694.46 %68.8	69,058.36 %75.8
بورصة الأوراق المالية بتونس	4,992.75 %15.4	6,381.83 %15.2	9,399.05 %21.0	11,750.70 %24.1
سوق دبي المالي	138,697.83	65,217.73	58,829.91	54,722.23

الفصل الرابع: تجارب أسواق الأوراق المالية المختلفة في أنظمة حوكمة المؤسسات

--	--	..	72.0%	
2,446	3,033	3,804	4,931	سوق الخرطوم للأوراق المالية
--	--	6.2%	8.6%	
3,460.80	3,199.74	2,104.57	2,403.96	سوق فلسطين للأوراق المالية
--	--	..	%	
21,712.05	18,361.76	15,643.01	22,767.03	سوق مسقط للأوراق المالية
--	37.5%	25.3%	57.2%	
123,316.64	87,931.99	76,656.74	95,517.99	بورصة قطر
--	89.4%	74.9%	149.5%	
18,210.20	18,297.99	14,789.07	16,093.14	بورصة بيروت
32.1%	36.9%	32.4%	44.1%	
85,725.96	86,267.22	83,185.00	134,903.52	البورصة المصرية
37.7%	47.6%	52.8%	108.5%	

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق العربية،

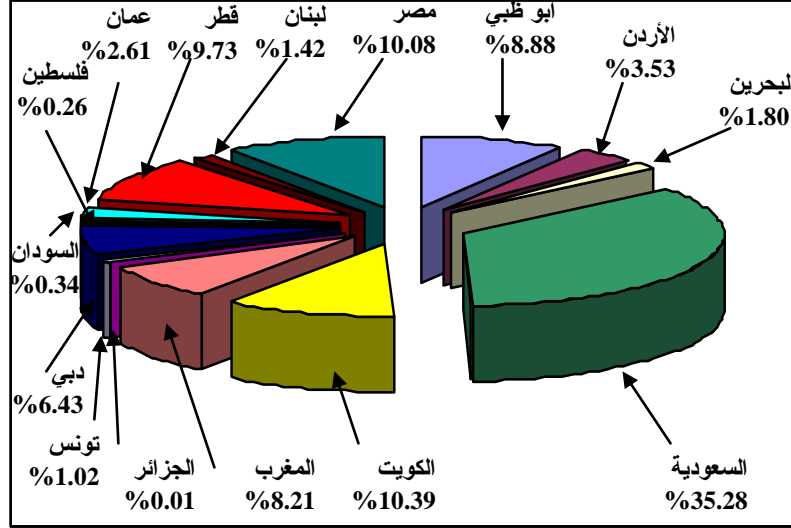
موقع البنك الدولي،

يلاحظ من الجدول أن القيمة السوقية في الأسواق العربية هي أقل بكثير من مثيلتها في الأسواق الناشئة والدول المتقدمة، لكن مع ذلك بدأت هذه القيمة تتحسن خاصة بعد التعافي النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية، لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية، وخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الربع الأخير من عام 2009 . وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو 758 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من 2008 إلى 2009 ، أي أكثر قليلاً من نصف قيمتها السوقية خلال تلك الفترة (51.3 %)، فمثلاً في 2009 ، فإن الأسواق العربية استعادت ما يعادل 133.8 مليار دولار من خسائرها، حيث ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة 17.3 % خلال العام. وتعكس الزيادة في القيمة السوقية خلال عام 2009 تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق العربية خلال العام. وقد سجلت مؤشرات الأسعار المحلية لأسواق تونس ومصر والسعودية أعلى الارتفاعات خلال عام 2009 بين الأسواق العربية، وذلك بنحو 48 % و 32 % و 28 % على التوالي، تلتها أسواق مسقط وأبو ظبي ولبنان وفلسطين ودبي، وذلك بنسب بلغت 17 % و 15 % و 13 % و 12 % و 10 % على الترتيب، في حين سجل مؤشر بورصة قطر ارتفاعاً بلغت نسبته 1% خلال العام. وفي المقابل، تراجعت مؤشرات أسعار كل من البحرين والكويت والأردن والمغرب، بنسب بلغت نحو 20 % و 10 % و 8 % و 5 % على الترتيب خلال العام.

كما يلاحظ أن أغلب الأسواق لا تتحل مكانة هامة في الاقتصاديات المحلية وهذا بالنظر إلى مؤشر نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الاجمالي، حيث تحتل بورصة عمان المركز الأول في سنة 2007 بنسبة 260.4% ثم تليها السوق القطرية بسنة 149.5% فالسوق البحرينية بـ 146.1% السوق السعودي بنسبة 146.1% ثم الكويت والمغرب ومصر .

وعن الأهمية النسبية للأسواق العربية نقوم بحساب نسبة القيمة السوقية لكل سوق على اجمالية القيمة السوقية في كل سنة، فمثلا في سنة 2009، تظهر الأهمية النسبية في الشكل التالي:

شكل رقم (14): الأهمية النسبية للأسواق العربية



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية للربع الرابع 2009، العدد 60.

يتبين من الشكل أن السوق السعودية تحتل المركز الاول من حيث القيمة السوقية لسنة 2009 بنسبة 35.28% ثم تليها الكويت ومصر بنسب 10.39% و 10.08% على التوالي، ثم قطر وأبو ظبي والمغرب بنسب 9.73%، و 8.88% و 8.21%، وفي آخر ترتيب نجد كل من السودان وفلسطين والجزائر بنسب 0.34% و 0.26% و 0.01% على الترتيب.

## 2-2. المؤسسات المدرجة وحجم الاصدار:

جدول رقم (30): المؤسسات المدرجة للأسواق المالية العربية منفردة

السوق	2007	2008	2009	2010
المالية سوق أبوظبي للأوراق	64	65	67	64
بورصة عمان	245	262	272	277
سوق البحرين للأوراق المالية	51	51	49	49
سوق الأسهم السعودي	111	126	135	146
المالية سوق الكويت للأوراق	196	204	205	214
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	73	77	73	75
بورصة الأوراق المالية بتونس	51	50	52	56
سوق دبي المالي	55	65	67	65
سوق الخرطوم للأوراق المالية	52	52	53	53
سوق فلسطين للأوراق المالية	35	37	39	40
سوق مسقط للأوراق المالية	125	122	120	119
بورصة قطر	40	43	44	43
بورصة بيروت	15	13	11	26
البورصة المصرية	435	373	306	212

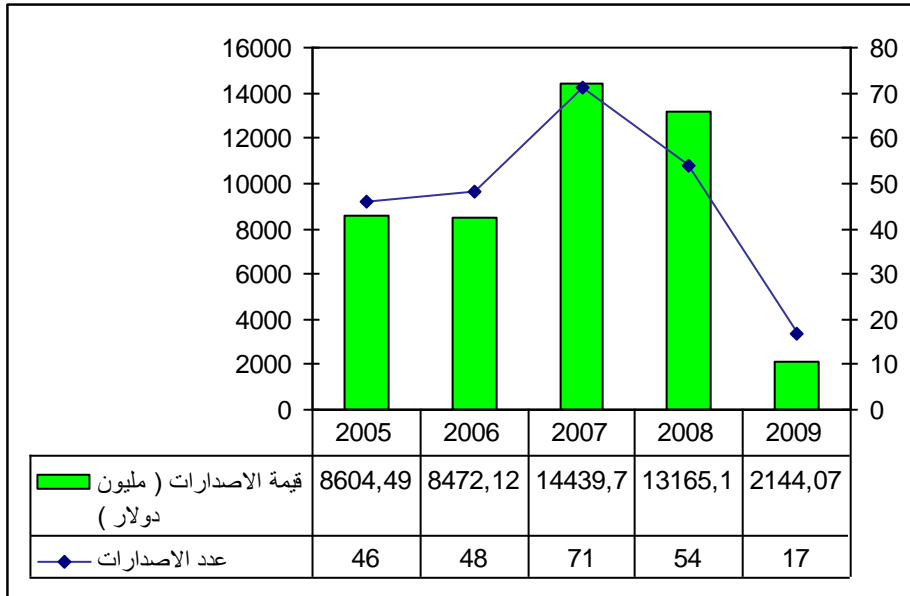
المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق العربية.

بالنسبة لعدد المؤسسات المدرجة في الأسواق العربية، يلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية من إجمالي عدد المؤسسات المقيدة بالبورصات العربية لكن هذه الأهمية في انخفاض، حيث بعد ما كانت حوالي 64% في سنة 1994 ارتفعت الى نحو 65.8% عام 2001 ثم انخفضت في عام 2003 لتصل الى 56% وإلى 28% سنة 2007 وإلى 15% سنة 2010. ثم تليها في الأهمية النسبية بورصة عمان فسوق الكويت ثم السوق السعودية.

كما يلاحظ انخفاض عدد المؤسسات المدرجة في كل الأسواق ، هذا سببه تداعيات الأزمة العالمية الحديثة، والتي أثرت كثيرا على المؤسسات ووضعياتها المالية.

أما بالنسبة لحجم اصدارات الجديدة للمؤسسات العربية، يمكن توضيحه في الشكل التالي:

شكل رقم (15): تطور الاصدارات الجديدة في الأسواق العربية



المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق العربية.

شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعاً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، مما كانت عليه نشاط هذه الإصدارات في السنوات السابقة. ويعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية وتراجع الثقة بالأسواق المالية. وتظهر البيانات أن عدد الإصدارات الأولية قد انخفض من 71 إصداراً جديداً خلال سنة 2007 إلى 54 إصداراً خلال سنة 2008 ، ثم إلى 17 إصداراً فقط خلال سنة 2009 ، وهو العدد الأقل من الإصدارات الأولية منذ بداية عقد التسعينات.

وقد بلغت قيمة الإصدارات الأولية نحو 2.14 مليار دولار فقط خلال سنة 2009، مقارنة بحوالي 14.4 مليار و 13.2 مليار دولار خلال سنتي 2007 و 2008 على التوالي. ولم يقتصر التراجع على عدد وقيمة الإصدارات الأولية بل شمل أيضاً نسب تغطية هذه الاكتتابات التي عكست شح السيولة ومخاوف المستثمرين. فقد بلغ متوسط هذه التغطية نحو 4.9 مرة فقط في سنة 2009 مقارنة بحوالي

14.7 مرة في سنة 2008 علماً بأن هذا المتوسط كان قد وصل أعلاه خلال سنة 2005 حين بلغ أكثر من 41 مرة، وهو العام الذي تميز بتزايد الاهتمام بأسواق الإصدارات الأولية العربية في ظل اندفاع المصارف في تقديم تسهيلات ائتمانية واسعة للمكاتبين، وبوجه خاص، في دول مجلس التعاون الخليجي. يتضح من التحليل السابق لأداء البورصات العربية انه على الرغم من اختلاف ظروف نشأة البورصات العربية ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها إلا أنها تتميز بخصائص مشتركة تتمثل أساساً ضالة الحجم النسبي لها وذلك من خلال تطور عدد المؤسسات المسجلة بالبورصة، ونسبة القيمة السوقية للنتائج المحلى وكذا بالنسبة لسوق الاصدار.

### 3- دور أسواق الاوراق المالية العربية في نظام الحوكمة:

سارعت العديد من الأسواق المالية العربية تدراك التأخر بشأن تطبيق حوكمة المؤسسات، وقامت كثير منها باصدار قواعد ومبادئ للحوكمة تفرضها او ترشد بها المؤسسات المقيدة على اتباعها من اجل الوصول إلى الثقة المرجوة لدى المستثمرين وكل مكونات الاقتصاد. نحاول عرض جانب من تجارب الأسواق العربية في وضع وصياغة تلك القواعد:

#### 3-1. تجربة الأردن:

تعتبر تجربة بورصة عمان رائدة من خلال دورها في تعزيز حوكمة المؤسسات، فبعدما تم فصل ادوار السوق الى دورين تنفيذي ورقابي وذلك بانشاء بورصة عمان عام 1997 لتقوم بدورها التنفيذي وكذلك بانشاء مركز ايجاع الاوراق المالية وهيئة الاوراق المالية لتقوموا بدورهما الرقابي ايضا، وقد انتهت هيئة الأوراق المالية الأردنية في سنة 2008 من اعداد دليل حوكمة الشركات الاردنية المدرجة في بورصة عمان والذي يركز على اهمية موضوع حوكمة المؤسسات من خلال تقديم وتوضيح وشرح بعض التعريفات الخاصة بالنظام الداخلي للشركات وكذلك تضمن المشروع وضع العديد من القوانين والتشريعات التي تنظم وتبين مفهوم الحاكمة فيما يتعلق بمبادئ الحوكمة الخمسة وهي مجلس الادارة والمعاملة المتكافئة للمتعاملين ، الاطراف ذات العلاقة، والافصاح والشفافية وحقوق المساهمون، اضافة الى تنظيم مهام الرقابة الداخلية والتدقيق الخارجي. وشمل هذا الدليل على خمس أبواب على النحو التالي:<sup>1</sup>

الباب الأول: تعاريف؛

الباب الثاني: مجلس إدارة الشركة المساهمة، وتناول النفاط التالية: - مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة ، - اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة، - اجتماعات مجلس الإدارة؛  
الباب الثالث: اجتماعات الهيئة العامة؛

<sup>1</sup> يمكن الرجوع للدليل من الموقع: [http://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/corporate\\_governance\\_companies.pdf](http://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/corporate_governance_companies.pdf)

الباب الرابع: حقوق المساهمين، وشمل النقاط التالية: - الحقوق العامة ، - الحقوق ضمن صلاحيات الهيئة العامة؛

الباب الخامس: الإفصاح والشفافية، وشمل: - لجنة التدقيق، - مهام لجنة التدقيق، - صلاحيات لجنة التدقيق، - مدقق الحسابات الخارجي.

ويضع هذا الدليل اطارا متقدما واضحا ينظم الحقوق والواجبات والمسؤوليات والعلاقات في المؤسسات المدرجة بما يحقق أهدافها ويحفظ حقوق أصحاب المصلحة.

فلقد وضعت هيئة الأوراق المالية الأردنية هذا الدليل لترسيخ القواعد التشريعية وارساء قواعد حماية جديدة، وبالتالي المساهمة في تعزيز حماية المستثمرين وزيادة الثقة في سوق الأوراق المالية والمناخ الاستثماري المبني على قواعد ومعايير دولية.

### 3-2. التجربة المصرية:

نجحت السوق المصرية في تحقيق تقدم في مجال الإصلاح الاقتصادي، وتحسين مناخ الاستثمار، وجذب المزيد من الاستثمارات المحلية والعربية والأجنبية. وتتخذ الحكومة إجراءات وخطوات تهدف إلى زيادة النمو الاقتصادي وتعزيز ثقة المستثمرين في مناخ الاستثمار في مصر، ولعل من أهم تلك الإجراءات هو العمل على تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات المصرية. لذلك قامت الهيئة العامة للإستثمار أكتوبر 2005 بإصدار دليل حوكمة المؤسسات الخاصة المقيدة في البورصة، ويمثل الدليل الإطار العام لمبادئ حوكمة المؤسسات في مصر، حيث تضمن مجموعة هامة من القواعد التي من شأنها زيادة فعالية مجالس إدارة الشركات، وضمان حقوق المساهمين، والمتعاملين مع الشركات، ويتطرق هذا الدليل إلى النقاط التالية:<sup>1</sup>

- نطاق تطبيق قواعد حوكمة المؤسسات؛
- الجمعية العامة؛
- مجلس الإدارة؛
- إدارة المراجعة الداخلية؛
- مراقب الحسابات؛
- لجنة المراجعة؛
- الإفصاح عن السياسات الاجتماعية؛
- قواعد تجنب تعارض المصالح؛

<sup>1</sup> يمكن الرجوع لهذا الدليل من الموقع: <http://www.cipe.org/regional/menacg/pdf/Egypt%20CG%20Code%20Final%20-%20Arabic.pdf>

• قواعد الحوكمة بالنسبة للمؤسسات الأخرى.

كما قامت الهيئة العامة لسوق المال في سنة 2007 كذلك بالتنسيق مع المؤسسات العامة في السوق بوضع دليل عملي لتطبيق حوكمة المؤسسات سمي " دليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة "، بحث يعد هذا الدليل جزءا مكملًا للقواعد التنفيذية للحوكمة ولأعضاء مجالس الإدارة والمراجعين الداخليين والمراجعين الخارجيين، حيث يمكن الرجوع لهذا الدليل لمعرفة دور واختصاصات كل منهم. ويتضمن الدليل ملحقًا يشمل على الرقابة الداخلية، والتنظيم التفصيلي كذلك للمراجعة الداخلية، بما في ذلك اختصاصاتها وتشكيلها ونظم العمل فيها.<sup>1</sup>

### 3-3. تجربة المملكة العربية السعودية:

قامت هيئة السوق المالية باصدار لائحة حوكمة الشركات السعودية المدرجة بالسوق وهذا ضمن مخطط تطوير السوق المالية في ضوء تعاضم الاهتمام الدولي بمبادئ حوكمة الشركات واعتبارها أهم الآليات التي تقيس مدى انتظام وكفاءة السوق المالية وبالتالي تعزيز هذه السوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها. ولقد راعت الهيئة في إعداد اللائحة المبادئ المقررة من المنظمات الدولية، كما تم الاسترشاد بتجارب الدول وما أقرته من قوانين أو قواعد في مجال حوكمة الشركات. وتنظم اللائحة النقاط التالية:<sup>2</sup>

#### الباب الأول: أحكام تمهيدية؛

الباب الثاني: حقوق المساهمين والجمعية العامة، ويتضمن:- الحقوق العامة للمساهمين، - تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات، - حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة - حقوق التصويت، - حقوق المساهمين في أرباح الأسهم

الباب الثالث: الإفصاح والشفافية: ويتضمن: - السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، - الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة.

الباب الرابع: مجلس الإدارة: ويتضمن: - الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة، - مسؤوليات مجلس الإدارة - تكوين مجلس الإدارة، - لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها، - لجنة المراجعة، - لجنة الترشيحات والمكافآت، - اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال، - مكافآت أعضاء مجلس الإدارة وتعويضاتهم - تعارض المصالح في مجلس الإدارة؛

#### الباب الخامس: أحكام ختامية

لكن بالرغم من هذه الجهود من قبل البورصات العربية الرامية إلى تحسين نظام الحوكمة، إلا ان الواقع يبين ان طريق الحوكمة الجيدة مازل بعيد المنال بالنسبة للسواق العربية، فمثلا في دراسة للمعهد

<sup>1</sup> يمكن الرجوع لهذا الدليل في الموقع: [http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2\\_ar/pool\\_extra\\_efsa/howkama\\_02.htm](http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/pool_extra_efsa/howkama_02.htm)

<sup>2</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع لللائحة من الموقع: <http://www.sahmy.com/t114714.html>



العربي للتخطيط، ظهر أن أسواق الأوراق المالية العربية مازالت بحاجة إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، خصوصاً تلك المتعلقة بحوكمة الشركات من جهة ، ومن جهة أخرى يظهر ان معظم المؤسسات خصوصاً المصارف في الدول العربية، لا يطبق معايير حوكمة المؤسسات سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى مبدأ الشفافية والوضوح ، وهو ما تنادي به المعايير الدولية لحوكمة المؤسسات، التي تشدد على التزام الحوكمة الرشيدة، وهيكله مجلس الإدارة وبيئة الرقابة والشفافية والإفصاح وإجراءاتها، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية.

وشرحت هذه الدراسة الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق الأسهم العربية ، واعتبرت أن أهم الآليات لتوفير الشفافية في أسواق المال عموماً، هي التأكد من فاعلية متطلبات الإدراج وشفافيتها، وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المدرجة في السوق، وتأمين قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة من خلال مركز لإيداع الأوراق المالية، ووضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، والتأكد من قوة الأوضاع المالية للوسطاء ومثانتها، واتخاذ الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة المالية، ووضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية في شأن حوكمة المؤسسة المدرجة في أسواق المال، وتوفير التداول الإلكتروني الذي يستوعب أكبر قدر من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

واعتبرت الدراسة أن أهم المعوقات التي تقلل من شفافية أسواق الأسهم العربية، يتمثل في غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق المعنية من قبل الحكومة، عن الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة، فضلاً عن غياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، ما يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى وحدات القطاع العام، وغياب الإطار التشريعي أو ضعفه الملزم للمؤسسات المدرجة في الأسواق بالالتزام بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> المعهد العربي للتخطيط، " الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية"، في سلسلة جسر التنمية، فيفري 2011.

### خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لتجارب بعض الدول في دور سوق الأوراق المالية في نظام حوكمة المؤسسات توصلنا إلى النتائج التالية:

- يعتبر النموذج الأنجلو ساكسوني النموذج الرائد لمكانة أسواق الأوراق المالية في عمليات التمويل، ومن ثم التأثير على نظام حوكمة المؤسسات، إذ تعتبر الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا عصب الاقتصاد، وآلية جد مؤثرة في مراقبة المؤسسات من خلال وضع قوانين وقواعد تخص الحوكمة، ومن خلال آلية الاستيلاء والسيطرة بواسطة عملية العرض العمومي للشراء خاصة ، ومن خلال كذلك مستوى الكفاءة التي تتميز بها الأسواق، والتي تعتبر فيها تغيرات أسعار الأوراق المالية وسيلة هامة في التأثير على مسيري المؤسسات؛
- اما بالنسبة للنموذج الألماني الياباني، فيقل دور سوق الأوراق المالية في التأثير على نظام الحوكمة، ويحل مكانه الدور المحوري للبنوك التي تتعبر الدائن والمساهم الرئيسي في أغلب مؤسسات تلك الدولتين، بالاضافة إلى مشاركة كثير من الأطراف في عملية المراقبة، مما جعل البعض يسمي هذا النموذج بالنموذج المتجه نحو شبكة من العلاقات بين البنوك ومختلف الأطراف والمؤسسات؛
- هناك نموذج آخر في الدول المتقدمة، والذي يأتي دوره وسطا بين النموذجين السابقين، إذ يسمى النموذج الهجين، وهو غالبا في معظم الدول الأوربية الأخرى، حيث تلعب كل من البنوك وأسواق الأوراق المالية دورا متميز في التأثير على نظام الحوكمة ومراقبة المؤسسات؛
- بالنسبة للدول الناشئة، هناك دور هام مرتقب لأسواق الأوراق المالية، وهذا بالنظر للمكانة الهامة التي أصبحت تحتلها تلك الأسواق في النظام المالي العالمي ومن خلال مباشرة اغلب هذه الدول لأصلاحات عميقة وهيكلية على بورصاتها، هذه الأخيرة أصبحت تلعب دورا بارزا في توجيه المؤسسات من خلال اصدار العديد من التوصيات والقواعد الخاصة بالحوكمة؛
- وفي الدول العربية، والتي غالبا ما تعتبر بورصاتها حديثة النشأة، باستثناء القليل منها، وبالرغم من الاصلاحات التي تقوم بها السلطات في تلك الدول للنهوض بأسواقها، إلا أن هذه الأخيرة مازلت بعيدة عن الدور المعهود لها، حتى وإن نجد أغلب الأسواق العربية بدأت في سن قوانين وقواعد تخص حوكمة المؤسسات، إلا أن الواقع يدل على أن المؤسسات لا تتمتع بالشفافية المطلوبة ولا تتوفر على هياكل جيدة للحوكمة.

# الفصل الخامس

مكانة سوق الأوراق المالية في نظام حوكمة المؤسسات في الجزائر

### تمهيد الفصل:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية اللبنة الأساسية للتنمية والنهوض بالاقتصاد الوطني ، ولهذا فقد شهدت الجزائر إصلاحات عديدة ومتلاحقة انطلاقا من إعادة الهيكلة واستقلالية المؤسسات ومحاولة لتأهيلها وتطهيرها كل ذلك كان حتمية فرضتها التغيرات الداخلية والتوجهات العالمية الجديدة. واستجابة لمتطلبات الوضعية التي كانت تشكوها من ضعف التسيير والتنظيم وكذا جهاز إنتاجي عاجز عن تلبية حاجيات المجتمع، وذو تكاليف عالية جدا. مع الملاحظ أن البنوك في تلك المراحل كانت تلعب دورا كبيرا في تمويل المؤسسات وفي مراقبتها.

لكن بالرغم من كل هذه الإصلاحات التي مست المؤسسات العمومية، لم تتحقق الأهداف المرجوة خاصة فيما يتعلق بتحسين أدائها وفعاليتها الاقتصادية والمالية، فدخلت الجزائر في برنامج إصلاحات كبرى يرمي إلى تبني آليات اقتصاد السوق، والمرتكز أساسا على تقليص دور القطاع العام من خلال خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية، هذه الأخيرة التي تعد أهم الإصلاحات، لاختلافها اختلافا جذريا عن سابقتها. ومن الإصلاحات المؤسسية الرامية إلى ترسيخ قواعد اقتصاد السوق، خاصة على مستوى القطاع المالي، إنشاء سوق الأوراق المالية، لما تلعبه من دور فعال في خصخصة المؤسسات من جهة ولما تقوم به من دور في تعبئة وتجميع المدخرات المحلية منها والأجنبية لتوجيهها إلى تمويل الاقتصاد بصورة فعالة من جهة أخرى. وهنا يظهر إشكال دور هذه السوق في تطوير المؤسسات وفي مراقبتها وحثها على تبني إجراءات وقواعد لحوكمة المؤسسات. هذا ما نحاول دراسته في هذا الفصل والذي ندرسه من النقاط التالية:

المبحث الأول: تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية؛

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الجزائرية؛

المبحث الثالث: دراسة ميدانية لدور بورصة الجزائر في حوكمة المؤسسات.

## المبحث الأول: تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

عرفت المؤسسة الاقتصادية تطورا كبيرا في الجزائر بداية بعد الاستقلال إلى الآن، حيث مرت بعمليات كثيرة للإصلاح مست هيكلا وطابعا القانوني، ومهامها وطرق تمويلها... والأكد أن هذا التطور يصحبه تطور مماثل في طريقة تسيير هذه المؤسسات.

### 1- تطور تسيير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

على العموم نميز بين مرحلتين أساسيتين: المرحلة التي سبقت سنة 1988 والمرحلة الثانية هي بعد سنة 1988 وهي مرحلة الإصلاحات الهامة:

#### 1-1. مرحلة قبل سنة 1988:

مرت المؤسسة الاقتصادية في هذه الفترة بتغيرات عديدة انطلاقا من التسيير الذاتي مرورا بالشركات الوطنية وصولا إلى الإصلاحات الجديدة التي أدخلت عليها عن طريق إعادة الهيكلة.

#### 1-1-1. مرحلة التسيير الذاتي:

فالمؤسسة المسيرة ذاتيا كانت قد ظهرت غداة الاستغلال بهدف إعادة بعث الأنشطة الاقتصادية التي توقفت بسبب مغادرة الأوروبيين الذين كانوا يملكونها ويقومون بإدارتها. فالتسيير الذاتي ظهر كتنظيم اجتماعي فرض نفسه بمشاركة العمال. وفي هذا الصدد برزت عدة مراسيم تنظيمية للتسيير الذاتي لعل أهمها المرسوم المؤرخ في 22/03/1963 الذي وضح المعالم الكبرى للتسيير الذاتي وهياكله، وتمثلت هذه الهياكل الأساسية في:<sup>1</sup>

- **الجمعية العامة للعمال:** وهي تضم جميع العمال الدائمين للمؤسسة ومن جنسية جزائرية وبالغين من العمر 18 سنة فما فوق وهي تمثل سلطة العمال، وتجتمع باستدعاء من مجلس العمال أو لجنة التسيير مرة كل ثلاثة أشهر، وتقوم الجمعية بالانتخاب المباشر لمجلس العمال، وغير المباشر للجنة التسيير، وتبني خطة تنمية المؤسسة والبرامج السنوية الخاصة بالتجهيز والإنتاج وكذلك التصريف، تبني جملة الترتيبات الخاصة بتنظيم العمل بالمؤسسة، والمصادقة على الحسابات المتعلقة بنهاية السنة.
- **مجلس العمال:** ويتكون من أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة من بين العمال الدائمين. أما عددهم فهو بنسبة واحد لكل خمسة عشر عضوا. وتمتد عهدة المنتخبين إلى ثلاث سنوات يجدد فيها ثلث الأعضاء كل سنة، ومن مهامه انتخاب لجنة التسيير، واتخاذ قرارات شراء أو بيع التجهيزات التي تدخل في إطار تنمية المؤسسة، اتخاذ قرارات الاقتراض، تبني النظام الداخلي للمؤسسة، اتخاذ

<sup>1</sup>BOUSSOUMAH Mohamed, L'Entreprise socialiste en Algérie, O.P.U.ALGER, 1982,P:140-143.

قرارات قبول أو عزل أعضاء من الجمعية العامة، مراقبة لجنة التسيير، فحص حسابات نهاية السنة، من أجل تبنيها من طرف الجمعية العامة للعمال.

- **لجنة التسيير:** تنتخب لجنة التسيير من طرف مجلس العمال لمدة ثلاث سنوات، بعدد ثلاثة أعضاء إلى إحدى عشرة، مع تجديد ثلث عدد الأعضاء كل سنة، ومن مهامها الانتخاب السنوي للرئيس، إعداد خطة تنمية المؤسسة وكذلك إعداد البرامج السنوية المتعلقة بالتجهيز والإنتاج، إعداد القرارات التي تقدمها لمجلس العمال أو للجمعية العامة للنظر فيها، إعداد النظام الداخلي للمؤسسة وكذلك ترتيبات العمل بها، توقيف حسابات آخر السنة، اتخاذ القرارات المتعلقة بشراء وبيع المنتجات وحل المشاكل المطروحة في الإنتاج.
- **الرئيس:** ينتخب الرئيس من بين أعضاء لجنة التسيير لمدة سنة. أما صلاحيته فتتمثل في دعوة لجنة التسيير أو مجلس العمال أو الجمعية العامة للعمال للاجتماع و تترأس اجتماعاتها، التوقيع على محاضر الاجتماعات وعلى وثائق التعهدات المالية، تمثيل المؤسسة أمام الغير وأمام العدالة.
- **المدير:** لا يتم انتخاب المدير في المؤسسة المسيرة ذاتيا، كبقية الأعضاء المكلفين بالتسيير، بل يعين من طرف الوزارة الوصية. ودور المدير يتمثل في العمل على ضمان السير العادي للمؤسسة من خلال تنفيذ قرارات الهيئات المنتخبة: لكإمضاء أوراق التعهدات المالية، تأشير حسابات نهاية السنة، القيام بجرد آخر السنة، تحويل نسخة من محاضر اجتماعات الهيئات المنتخبة إلى الوزارة الوصية. فهو بمثابة الممثل للدولة بالمؤسسة. وبصفته هذه يكون معنيا بالحرص على عدم تعارض مخطط المؤسسة مع المخطط الوطني وكذلك على المحافظة على قيمة الممتلكات التي حولتها الدولة إلى العمال.
- كانت المؤسسات المسيرة ذاتيا تعاني من مشاكل عديدة أهمها نقص في الإطارات واليد العاملة المؤهلة لأنه قبل الاستقلال لم يكن العمال الجزائريون يعملون في المناصب التقنية، فالذهاب الجماعي للمعمرين ترك فراغا كبيرا، بالإضافة نمط التسيير هذا واجه صعوبات بسبب تداخل الصلاحيات وتقاسمها بين مختلف التنظيمات الموجودة داخل المؤسسة، التي تسعى إلى أخذ القرارات.

## 1-1-2. مرحلة الشركات الوطنية:

ابتداء من سنة 1964 تم إنشاء العديد من الشركات الوطنية في مجالات و أنشطة إقتصادية متعددة تهدف إلى تحقيق النمو الإقتصادي والاجتماعي من خلال تمويل السوق الوطنية بالمواد الضرورية، وقد ظهرت هذه الشركات تزامنا مع عمليات التأميم التي باشرتها الجزائر آنذاك، حيث تم نقل جميع الأملاك المؤممة إلى الشركة الوطنية معتبرة إياه كرأس مال تأسيسي لهذه الشركات . وتتمثل الهيئات الرئيسية في

وجود مجلس إدارة ومدير عام مكلف بالتسيير الجاري. أما الجمعية العامة التي تمثل الهيئة الأساسية في شركة المساهمة فلا وجود لما يقابلها في الشركة الوطنية، لأن المالك، الذي هو الدولة، وحيد في هذه الحالة. وعلى العموم يتم تنظيم وتسيير هذه الشركات من خلال الهياكل التالية:<sup>1</sup>

● **هيئة التنظيم:** عرفت الشركة الوطنية في الجزائر خلال سنوات الستينيات ثلاثة أشكال من التنظيم، الشكل الأول من التنظيم هو الشكل المعتاد الذي يتميز بوجود مجلس إدارة على رأس الشركة. وفي هذه الحالة يكون المجلس مشكلا من موظفين سامين ومديرين مركزيين في الوزارات ذات العلاقة بنشاط الشركة. ويكون الوزير المكلف بالوصاية هو رئيس مجلس الإدارة، هذا الشكل من التنظيم تم تبنيه في السنوات الأولى من الاستقلال. أما الشكل الثاني فيخص الشركات الوطنية التي زوّدت، بدل مجلس الإدارة، بهيئة عرفت بلجنة التوجيه والمراقبة وهي لجنة يعين أعضاؤها من طرف الدولة، لكن لم يكن لها سوى دور استشاري تقوم به تدعيما وإسنادا للمدير العام. وأما الشكل الثالث فيخص الشركات الوطنية التي يكون فيها التسيير موكلا إلى مدير عام مناط بكل السلطات الضرورية لضمان السير الحسن للمؤسسة، تحت وصاية الوزير.

● **الهيئة المسيرة:** في الحالات التي تكون فيها الشركة مزوّدة بمجلس إدارة على رأسها، نجد أن القائم بالتسيير يجمع في الغالب بين وظيفتي الرئيس والمدير العام. أما في حالة وجود لجنة الرقابة والتوجيه فإن القائم بالتسيير يكون هو المدير العام. بالنسبة للتعين فإن الرئيس أو المدير العام يعينان بمرسوم، بعد اقتراح من وزير الوصاية. أما فيما يخص الصلاحيات، وعلى خلاف الرئيس الذي ليس له إلا دور شرفي، فإن المدير العام يتمتع بصلاحيات واسعة.

و في هذه المرحلة كانت أهداف الاقتصاد الوطني غير محددة حسب قانون العرض و الطلب و إنما حسب منطق خطة التنمية الموضوعة، و هذا ما جعل التحكم في عملية التصنيع و اتخاذ القرارات يتم خارج الشركات الوطنية من قبل الجهاز المركزي و هذا ما دفع بالسلطة إلى تغيير نمط آخر للتسيير.

### 1-1-3. مرحلة المؤسسة الاشتراكية:

ابتداء من سنة 1970، عرفت المؤسسات العمومية تحولات تنظيمية مهمة، حين إعتمدت على التخطيط كوسيلة ضرورية لإدارة وتنظيم الإقتصاد الوطني. وظهر مفهوم المؤسسة الاشتراكية، و هي التسمية القانونية التي أعطيت للمؤسسة العمومية الوطنية بموجب الأمر 74-71 المؤرخ في 16 نوفمبر 1971 والمتعلق بالتسيير الاشتراكي للمؤسسات. وأصبحت المؤسسات العمومية مكلفة بتنفيذ توصيات المخطط وتحقيق أهدافه، وبالتالي أدخل التخطيط المركزي أبعاد جديدة في نظام التسيير والتنظيم الداخلي

<sup>1</sup> الدراجي شعوة، " إعادة تنظيم المؤسسة العمومية الصناعية الجزائرية وتبني مواصفة الإيزو 2000/9001: دراسة حالة المؤسسة الصناعية للكوابل - بسكرة " مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2008/2007، ص: 19-21.

للمؤسسات العمومية. وتمثل هيئات المؤسسة الاشتراكية الرئيسية التي حددتها النصوص التشريعية والتنظيمية للتسيير الاشتراكي في:<sup>1</sup>

- **جمعية العمال:** تنتخب جمعية عمال المؤسسة من طرف أعضاء جمعيات عمال الوحدات والتي بدورها تنتخب طرف عمال الوحدة. ويتم اختيار العمال المرشحين من ضمن العمال المنخرطين في الاتحاد العام للعمال الجزائريين، ومن مهامها: تقديم اقتراحات وإبداء آراء في مسائل تخص المخطط السنوي والمخطط متوسط الأمد والعمليات الاقتصادية التي تنوي المديرية القيام بها وتنظيم العمل ومشروع شبكة الأجور كذلك مشاريع تغييرات ذات أهمية في هيكل المؤسسة بالإضافة إلى مهمتها في صياغة السياسة الاجتماعية والثقافية في المؤسسة واتخاذ القرار فيما يتعلق بتخصيص النتائج المالية للمؤسسة وتوزيع حصة الأرباح العائدة للعمال.
- **اللجان التابعة لجمعية العمال:** وهي خمس لجان: اللجنة الاقتصادية والمالية، لجنة الشؤون الاجتماعية والثقافية، لجنة المستخدمين والتكوين، لجنة حفظ الصحة والأمن وأخيرا لجنة التأديب. وقد حددت النصوص سير هذه اللجان بعقد اجتماع واحد بصفة عادية كل شهر. كما تعقد اجتماعات إضافية كلما دعت الحاجة إلى ذلك. وفي ختام نشاطاتها، تقدم هذه اللجان ملاحظاتها ونتائج عملها إلى جمعية العمال في تقرير يوجه إلى رئيسها. وبدورها ترسل الجمعية كشفا بنتائج العمل التي تصلها إلى مجلس المديرية.
- **مجلس المديرية:** ويتشكل من عدد من الأعضاء يرأسهم المدير العام، وهم في أغلبيتهم من مساعدي المدير ويكون بينهم اثنان من ممثلي العمال. وينعقد مجلس المديرية مرة كل أسبوع بصورة عادية. كما ينعقد استثناء كلما دعت الضرورة إلى ذلك. ومن صلاحياته متابعة السير العام للمؤسسة، تحضير مشاريع مخططات تنمية ومشاريع برامج عمل تخص المؤسسة، متابعة محاسبة المؤسسة وتبني وثائقها، الإدلاء بالرأي بخصوص كل قرض بنكي وكيفية تسديده، تبني كل مشروع لتوسيع نشاطات المؤسسة وتغيير هيكلها قبل عرضه على الوصاية للمصادقة عليه تحضير مشروع الخارطة الهيكلية للمؤسسة، فحص المشاريع الأولية للقوانين الأساسية للعمال وشبكة الأجور والنظام الداخلي المعدّ من طرف المديرية، وتبنيها قبل تبليغها للوصاية والهيئات الأخرى (وزارة العمل) للمصادقة عليها.
- **المدير العام:** يعين المدير العام بالمؤسسة الاشتراكية بمرسوم، بعد اقتراح من وزير الوصاية، وتنتهي مهامه بنفس الطريقة التي تم بها تعيينه، ومن أهم الصلاحيات: يعتبر هو المسؤول الأول عن التسيير، يمارس السلطة السلمية على العاملين، ويرأس مجلس المديرية. وبالتالي فقد ألغت نصوص التسيير الاشتراكي مجلس الإدارة ولجنة المراقبة والتوجيه للذين كانا على رأس الشركة



الوطنية، وجعلت صلاحيات هذه الهيئات بيد المدير العام، وأسندت هذا الأخير بمجلس مديريةية يمثل فيه العمال، مع إبقاء الأغلبية فيه للجهاز الإداري. ولقد كان لنظام التخطيط المركزي في إدارة الإقتصاد الوطني دورا سلبيا، تمثل في إجبار المؤسسات الإقتصادية على أن تكون منفذ توصيات وأهداف الهيئات العليا، إذ أن الأهداف الكبرى والمتعلقة بالاستثمارات كانت كلها مركزية فوزارة التخطيط تقوم بتقسيم الأغلفة المالية على جميع القطاعات الإقتصادية وفق المشاريع المسطرة والأهداف المرسومة. وهذا ما كان له أثر سلبي على أداء المؤسسات بحكم عدم إستقلاليتها عن الهيئات المركزية سواء من الناحية المالية أو من ناحية إتخاذ القرارات الإستراتيجية.

#### 1-1-4. مرحلة إعادة الهيكلة:

مع بداية الثمانينيات بدأت الجزائر في انتهاج اصلاحات عميقة على المؤسسات العمومية، وبداية هذه الاصلاحات كانت بصدور المرسوم رقم 80-242 بتاريخ 14/10/1980 المتعلق باعادة هيكلة المؤسسات العمومية. وكان هذا نتيجة للمشاكل التي عرفتها المؤسسات العمومية في الفترات السابقة والمتمثلة أساسا في تمركز الإطارات وكفاءات التسيير في مراكز القرار وتعقيد عمليات التوجيه والتنسيق وحل مشاكل الإنتاج والتسيير اليومي بين المركز والوحدات الإنتاجية الموزعة عبر التراب الوطني والذي أضعف من كفاءات التسيير على مستوى الوحدات الإنتاجية لكونها تعتمد على قرارات المركز، والتي هي غالبا لا تتطابق مع الواقع الحقيقي في الميدان. فجاءت فكرة إعادة الهيكلة مع نهاية السبعينيات وبداية الثمانيات وأعيد تنظيم النسيج الصناعي.<sup>1</sup> وهنا نميز بين إعادة الهيكلة العضوية وإعادة الهيكلة المالية:

- **إعادة الهيكلة العضوية:** وتعرف على أنها تحويل مؤسسات القطاع العام إلى مؤسسات صغيرة الحجم أكثر تخصصا وأكثر كفاءة، وهذا يعود للأسباب تتعلق بكبر حجم المؤسسات الجزائرية مما صعب عملية التحكم فيها وتسييرها، وبسبب تعدد أنشطتها حيث تعددت المسؤوليات ونقص الأخصائيين في الإدارة، وكذلك لعدم فعالية وكفاءة الأداء فيها ولعدم وجود اتصال بين وحدات المؤسسة.<sup>2</sup> وتتمثل إعادة الهيكلة العضوية في إعادة النظر في حجم المؤسسات الاقتصادية الكبير وتقسيمه إلى مؤسسات صغيرة يسهل التحكم فيها ويسهل تسييرها وتنظيمها ومراقبتها، وبالتالي الاعتماد على مبدأ التخصص في النشاط، والفصل بين المهام في المؤسسات الاقتصادية الكبرى والحفاظ على الكيان القانوني للمؤسسات مع لامركزية المهام على مستوى وحداتها، وإنشاء مؤسسات تحمل على عاتقها مهام جديدة، بالإضافة إلى تخصص العمال في نشاطات محددة

<sup>1</sup> بهدي عيسى بن صالح، " ملامح هيكلة المؤسسات الشبكية "، في مجلة الباحث، عدد 3، 2004، ص: 09.  
<sup>2</sup> الطيب الداودي، ماني عبد الحق، " تقييم إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية " في مجلة المفكر، العدد الثالث، 2008، ص: 135-

بوضوح. كما حولت إعادة الهيكلة العضوية مقرات المؤسسة من العاصمة إلى داخل الوطن وفي بعض الأحيان قربت من مراكز الإنتاج.<sup>1</sup>

• **إعادة الهيكلة المالية:** بعدما عانت المؤسسات في تلك الفترة الوطنية عجزا ماليا وديون بنكية كبيرة ومتراكمة، تم اللجوء إلى إعادة هيكلتها المالية، وذلك بتكوين رأس مال للمؤسسات وتحويل الديون البنكية الطويلة الأجل إلى هبات تتحمل مسؤوليتها خزينة الدولة. وتهدف هذه العملية إلى مسح ديون المؤسسات وتطهيرها، تصفية الحسابات بين المؤسسات العمومية، تحقيق معدلات مردودية ايجابية... الخ. وقد تم امداد المؤسسات ذات العجز بقروض طويلة الأجل بدل القرض قصيرة الأجل، وتم منح كذلك اعانات لمساعدة المؤسسات في عمليات تصفية ديونها.<sup>2</sup> والملاحظ على عملية إعادة الهيكلة انها لم تغير كثيرا في الوضع القائم، وإنما اكتفت بتقليص أحجام المؤسسات للحد من قوتها واستقلاليتها تجاه المركز، في محاولة لتحسين آليات التسيير المؤسسات. غير أن ظروفًا دولية خاصة أزمة 1986 أدت إلى تراجع ثقة المسؤولين بنجاعة التسيير الإداري للاقتصاد. وبدأ يجري التحضير لاعتماد تغييرات جوهرية على تنظيم الاقتصاد الوطني وتسييره بحيث يفسح المجال للمبادرات الفردية. وقد أسفر ذلك في النهاية عن إصلاحات جديدة شملت إعادة تنظيم الاقتصاد الوطني في مجموعه والمؤسسات العمومية العاملة بها وهو ما سنراه في المرحلة الموالية.

## 1-2. مرحلة بعد سنة 1988:

في هذه المرحلة تم المرور مباشرة إلى نمط جديد من الاقتصاد، وهذا بعد فشل النظام السابق، وكانت هناك قناعة بضرورة تحرير النشاط الإقتصادي والتخلي عن نظام التخطيط المركزي وآليات الضبط الإداري، وأصبح الكلام صريحا عن الانتقال إلى إقتصاد السوق والانفتاح الفعلي على الإقتصاد الخارجي. وهو ما رافقته تغييرات متتالية في النصوص القانونية الأولية للإصلاحات عبر سنوات عشرية التسعينات وإلى غاية اليوم. والذي شهدت فيه المؤسسات العمومية الاقتصادية تطورات كثيرة، أهمها:

### 1-2-1. استقلالية المؤسسات العمومية:

تم تبني مفهوم الاستقلالية للمؤسسات الاقتصادية بموجب القانون التوجيهي للمؤسسة رقم 88-01 المؤرخ في 12/01/1988 و الذي من خلاله ظهرت تسمية المؤسسة العمومية الاقتصادية والتي عرفها القانون على أنها شركة مساهمة أو شركة محدودة المسؤولية، تملك الدولة وأو الجماعات المحلية فيها بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة جميع الأسهم أو الحصص.<sup>3</sup> ويستند مبدأ الإستقلالية الذاتية للمؤسسة العمومية الإقتصادية إلى ثلاث اعتبارات هي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> – Hocine BENISSAD, *Algérie restructuration et réforme économie (1979-1993)*, OPU, ALGER, 1994, P:14.

<sup>2</sup> الطيب الداودي، ماني عبد الحق، مرجع سبق ذكره، ص: 139.

<sup>3</sup> قانون 01-88 المادة رقم 05.

<sup>4</sup> بعلي محمد الصغير، تنظيم القطاع العام في الجزائر ( إستقلالية المؤسسات )، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 1992، ص: 54-59.

- التمتع بالشخصية القانونية، من خلال تخويل المؤسسة العمومية الاقتصادية القدرة على إكتساب الحقوق وتحمل الإلتزامات، و تتجسد هذه القدرة من خلال تمتع المؤسسة بذمة مالية مستقلة وبأهلية قانونية كاملة؛
- الحد من التدخل الخارجي في شؤون تسيير المؤسسة، فنصت المادة 58 من القانون 88-01 على أنه "لا يجوز لأحد أن يتدخل في إدارة أو تسيير المؤسسة العمومية الاقتصادية خارج الأجهزة المشكلة قانونا والعاملة في إطار الصلاحيات الخاصة بها و تشكل كل مخالفة لهذا الحكم تسييرا ضمنيا. و يترتب عنها تطبيق قواعد المسؤولية المدنية والجزائية المنصوص عليها في هذا الشأن؛
- العمل في مناخ يبني فيه القرار الإقتصادي على معطيات موضوعية و مضبوطا بآليات إقتصادية و غير إدارية؛

وفي ظل الاستقلالية تمنح للمؤسسات العمومية الاقتصادية جانبا في حرية المبادرة في إطار العمل على التجسيد الفعلي للامركزية من خلال إعادة القانون الأساسي للمؤسسة الذي يجعلها تأخذ فردية المبادرة والتسيير من أجل استغلال طاقاتها الذاتية، كما أصبح اتخاذ القرارات من صلاحية المؤسسات بعدما كان مخول للوزارة الوصية أو السلطة، وأصبح المسير دائما يحمل على عاتقه المسؤولية الكاملة لعملية التمويل والتحكم في تكاليف الانتاج بأكبر قدر ممكن. وتتيح الاستقلالية إمكانية التعاقد بحرية وفق القانون التجاري، لا سيما وأن المؤسسة أخذت شكلا آخر في تعريفها فأصبحت حسب القانون الخاص شخصية معنوية (شركات أسهم وشركات مسؤولية محدودة) مسؤولة عن نشاطها وتخضع لمبادئ الربحية ويطبق عليها القانون التجاري بما في ذلك امكانية تصفيتها و افلاسها في حالة العجز.<sup>1</sup>

كما فصلت استقلالية المؤسسات بين حق ملكية رأس المال من طرف المؤسسة وصلاحية الإدارة والتسيير فيها، فلمؤسسة الاقتصادية العمومية شخصية معنوية متميزة عن الدولة، والدولة مالكة مساهمة في رأس مال المؤسسة، لكن لا تسييرها. حيث تتوب صناديق المساهمة للدولة في أداء دور المالك لرأس مال المؤسسة، وهذا باعتبارها مؤسسات مالية اقتصادية وتلعب دور الوسيط بين المؤسسات العمومية و الدولة.

وبالتالي فالمؤسسة العمومية الاقتصادية أصبحت تشبه تماما شركات مساهمة بالرغم من عدم توافر عناصر التشابه بين المؤسستين. فللمساهمين في حالة شركة المساهمة يقابله في حالة المؤسسة العمومية الاقتصادية وجود مالك هو الدولة. وإنما تحول هذه الأخيرة أسهما إلى صناديق المساهمة أو الهيئات التي

<sup>1</sup> اوكيل السعيد وآخرون، استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية- تسيير واتخاذ القرارات في اطار المنظور القانوني، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 1999، ص: 55-57.

جاءت بعدها (والتي سندرسها لاحقا ) للتكفل بدور المساهم. أما عن الهيئات الأساسية المسؤولة عن إدارة وتسيير المؤسسة الجديدة فهي كما حددتها نصوص إصلاحات 1988:<sup>1</sup>

- **الجمعية العامة:** منحت قوانين 1988 لأشخاص القانون العام أو المؤسسات العمومية الاقتصادية فقط بالمساهمة في رأسمال المؤسسة العمومية الاقتصادية، ويتم تعيين أعضاء الجمعيات العامة للمؤسسات العمومية الاقتصادية من طرف صناديق المساهمة، وبالنسبة للاختصاصات فتميز بين اختصاصات الجمعية العامة العادية واختصاصات الجمعية العامة غير العادية، فالأولى تقوم بتحديد وإقرار الوثائق الأساسية للمؤسسة والمتمثلة في العقد التأسيسي للمؤسسة والقانون الأساسي، تعيين مختلف الأشخاص القائمين على إدارة المؤسسة وتسييرها وكذلك القائمين بالمراقبة المالية عليها، تحديد صلاحيات أجهزة الإدارة، تعيين محافظي الحسابات بغرض القيام بالمراقبة المالية، مناقشة الشؤون المالية المتعلقة بالميزانية والحسابات والنتائج والفصل فيها بالتصديق أو الرفض، اتخاذ القرار بخصوص الترخيص في إصدار السندات أو بالتنازل عن الأسهم وتكوين مختلف الاحتياطات القانونية والنظامية والاختيارية، القيام بتسديد القيمة المستحقة لأصحاب السندات، اتخاذ القرار بخصوص الترخيص في إصدار السندات أو بالتنازل عن الأسهم. أما اختصاصات الجمعية غير العادية تتعلق بأمر ذات طبيعة استثنائية، لتعديل رأس المال التأسيسي بالرفع أو التخفيض، تعديل القانون الأساسي للشركة، تغيير الشكل القانوني لها، اتخاذ القرار بخصوص دمجها أو تقسيمها أو حلها، نقل مقرها الاجتماعي، أخذ مساهمات في مؤسسات أخرى.
- **مجلس الإدارة:** ويعتبر مجلس الإدارة في المؤسسة العمومية الاقتصادية جهاز أساسي لأنه يعتبر الوسيط بين الجمعية العامة التي تعود إليها سلطة المساهم والمديرية التي تتمتع بسلطة التسيير أو الاستغلال. وهو الجهاز الذي يقوم بتحديد إستراتيجية المؤسسة على المدى المتوسط ومن خلال ذلك أهم جوانب مخططها. وقد حدد قانون 88-01 عدد أعضاء هذا المجلس بسبعة كحد أدنى وإثنى عشر كحد أقصى، ويمثل أغلب هؤلاء الأعضاء الجمعية العامة الذين يعينون لمدة ست سنوات. أما البقية فيمثل بعضهم الدولة والبعض الآخر العمال ومدة عضويتهم غير محدودة. أما عن سير المجلس فتم إحالتها إلى القانون الأساسي للمؤسسة الذي يحدد دورية الاجتماعات وشروط النصاب والأغلبية وموانع حضور القائمين بالإدارة وشروط استخلافهم وكيفية تاه.
- **المدير العام:** وهو المكلف مباشر بالتسيير الجاري للمؤسسة. وهو محمي قانونا من أي تدخل خارجي في عمله. وذلك لضمان الاستقلالية الذاتية الفعلية التي تقوم عليها الإصلاحات. ولا توجد هناك النصوص الواردة عن كيفية تعيينه، الأمر الذي يقتضي تطبيق الأحكام العامة السارية في القانون

<sup>1</sup> الدراجي شعوة، مرجع سبق ذكره، ص: 62-65.

التجاري من حيث انتخاب مجلس الإدارة لرئيسه وتعيين المدير العام من طرف المجلس بعد اقتراح من الرئيس. أما بالنسبة لصلاحيات جهاز التسيير فإنها في حالة الجمع بين مناصبي الرئيس والمدير العام تكون واسعة جدا لا تحدها إلا صلاحيات الأجهزة الأخرى، الجمعية العامة ومجلس الإدارة . أما في حالة تعيين مدير عام فإن صلاحياته يحددها القانون الأساسي بالإضافة إلى ما ورد في المادة 16 من القانون 88-04 والتي جاء فيها ان المدير العام يخوّل له: إبرام جميع العقود والصفقات وتقديم كل العروض والمشاركة في كل المزايدات والمناقصات ، فتح أي حساب وتسييره لدى مصالح الصكوك البريدية ومؤسسات البنك والقرض وكل الحسابات الجارية والتسبيقات أو حسابات الإيداع ضمن الشروط القانونية الجاري بها العمل، توقيع كل السفتجات والصكوك وأوراق الصّرف والأوراق التجارية الأخرى وقبولها وقبول تظهيرها، توكّي الكفالة والضمان وفق الشروط التي حددها القانون، قبض كل المبالغ المستحقة للمؤسسات العمومية الاقتصادية والقيام بكل سحب لمبالغ الكفالة، رفع الدعوى أمام القضاء، ممارسة السلطة السّلمية على جميع عمال المؤسسة العمومية الاقتصادية مع مراعاة الأحكام المعمول بها.

### 1-2-2. برنامج التعديل الهيكلي وخصوصة المؤسسات:

في ظل تفاقم الاضطرابات والمشاكل التي أرهقت الاقتصاد الجزائري خاصة بعد انخفاض أسعار البترول، التي كانت ولا زالت تمثل المصدر الرئيسي للعملة الصعبة ، وظهور كثير من الإختلالات على مستوى التوازنات الداخلية والخارجية للبلاد، وفي ظل فشل معظم الاصلاحات الاقتصادية، كان لا مفر للجزائر من التوجه إلى المؤسسات الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، والذي فرض عليها برنامج للتعديل الهيكلي يقوم على إتباع عدة سياسات مالية ونقدية انكماشية، بهدف تصحيح هيكل الإنتاج وتوجيه سياسة الاستثمار إلى أبعد الأهداف عن طريق إعادة توزيع الأدوار بين القطاعين العام والخاص وجعل هذا الأخير هو الرائد في المرحلة القادمة للتنمية. وبالتالي تعدّ الخصوصية من أهم التغييرات البنوية في الهيكل الاقتصادي في تلك الفترة وإلى حد الآن.

ولقد تم وضع الخطوات الأولى لعملية خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية من خلال الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 حيث جاء في المادة الأولى منه أن الخصخصة تعني قيام الدولية في تحويل جزء أو كل من ملكية الأصول المادية أو المعنوية من مؤسسة عمومية لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص ، أو في تحويل تسيير مؤسسات عمومية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص و ذلك بواسطة صيغ تعاقدية تحدد كيفية التحويل و ممارسته و شروطه، يسمى هذا النمط بخصخصة التسيير.

وفي هذا الصدد تطرق المشرع الجزائري إلى عدة طرق لعملية خصخصة المؤسسات العمومية، وهي:<sup>1</sup>

- **العرض العام للأسهم:** وتعرف باسم الاكتتاب العام، وهو بيع جزء أو كل أسهم الدولة في المؤسسة العمومية الاقتصادية للجمهور، والبيع الجزئي للأسهم الغرض منه هو رغبة الحكومة في الاحتفاظ بمراقبة المؤسسة.
- **العرض الخاص للأسهم:** ويعرف بالإكتتاب الخاص، حيث أن المشتركين في هذه التقنية هم معروفين إذ أن كامل أو جزء من أسهم المؤسسة يباع لفئة معينة من المستثمرين. ويكون تحديد المستثمرين من قبل الدولة إما عن طريق المنافسة بالبيع بالمزاد العلني، أو من خلال التفاوض المباشر مع شخص أو أشخاص وطنيين أو أجانب.
- **بيع أصول المؤسسة:** وتتمثل في تحويل أو انتقال عناصر الأصول إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين كبيع استثمارات منقولة (معدات، محلات، أو حصص في السوق) وذلك عن طريق البيع المباشر أو المزاد العلني.
- **إصدار أسهم جديدة (الاستثمار الخاص الجديد):** تتمثل هذه التقنية في زيادة رأس مال المؤسسة العمومية، وهذا من أجل إعادة الاعتبار لها أو توسيعها، بذلك تقوم الدولة بفتح المجال للقطاع الخاص المحلي أو الأجنبي بإصدار أسهم جديدة تساعد على التقليل من حصة الدولة في المؤسسة، وتعتبر هذه العملية أحسن وسيلة لزيادة رأس مال المؤسسة التي تحتاج إلى أموال من أجل الاستثمار في النشاط لا سيما أن المؤسسة سوف تعمل في محيط ثقافته المنافسة، لذلك تسعى إلى احتلال مكانة في السوق الوطنية وحتى الدولية إن أمكن ذلك. وبإمكان أيضا المؤسسة أن تستفيد وفق هذه التقنية من الخبرات المترجمة للمؤسسات الأخرى المساهمة. فيفضل هذه التقنية لحل مشكل السيولة والتكنولوجية وربما حتى الإدارة.
- **بيع الأصول للمسيرين والمستخدمين:** تعتبر هذه التقنية الاختيار الأفضل عندما تكون المؤسسة غير قابلة للبيع بالنسبة للدولة، كما أن المساهمة العمالية تبعث نوع من الحافز نحو تنشيط إنتاجيتهم لأنهم سوف يشعرون بخطورة الوضع في حالة تحقيق معدلات منخفضة من الأرباح. وقد تم اللجوء إلى عملية الخصخصة بعد القيام بعمليات التدعيم التي سخرت للمؤسسات العمومية لإعادة بعثها من جديد، من خلال إجراءات التطهير المالي وإعادة الهيكلة في ضمان وترشيد التسيير وتحسين مردودية هذه المؤسسات، وكانت البداية الفعلية لتنفيذ برنامج الخصخصة في الجزائر بدعم من البنك الدولي في أبريل 1996، حيث تم التركيز على المؤسسات العمومية المحلية المقدرة بـ 1300 مؤسسة إذ تم خصخصة حوالي 200 مؤسسة مع نهاية تلك السنة، وتميزت عملية الخصخصة بالبطء حتى

<sup>1</sup> الطيب الداودي، ماني عبد الحق، مرجع سبق ذكره، ص: 148-149.

تم إنشاء خمس شركات قابضة جهوية، وتشير الإحصائيات أنه تم خص خصبة أو تصفية ما بين 1994-1998 أكثر من 959 مؤسسة عمومية منها 696 مؤسسة عمومية محلية موزعة على مختلف القطاعات الاقتصادية (الصناعة، البناء والأشغال العمومية، الخدمات، السياحة، التجارة). وقد تم بيع 464 مؤسسة منها للعاملين فيها مما أدى إلى ميلاد 608 مؤسسة جديدة.<sup>1</sup>

كما تم القيام بالعرض العمومي في البورصة للمؤسسات العمومية الاقتصادية بفتح 20 % من رأس مال فندق الأوراسي، رياض سطيف وصيدال بين الفترة 1998 و 2001، كما تم التنازل لصالح العمال عن بعض أصول كثير من المؤسسات المنحلة، أما في الفترة 2001 و 2002 فقد صدر قانون أكثر وضوحا بالنسبة للخصخصة ويتعلق بالأمر رقم 01-04 الصادر في 2001/08/20. هذا التشريع الجديد أعطى بعضا من الدينامكية لمسار الخصخصة، حيث تشير الأرقام إلى 1270 شركة كانت معنية بالخصخصة، منها 459 مؤسسة عمومية اقتصادية و 713 فرع. ويتعلق الأمر أساسا بمؤسسات متوسطة وأغلبها مؤسسات صغيرة، أم الأرقام فتشير أنه في سنة 2003 تم خص خصبة 20 مؤسسة وارتفع العدد إلى 58 سنة 2004، ثم 113 سنة 2005، ثم 116 سنة 2006 ثم 110 سنة 2007، كما بلغ عدد المؤسسات المخصخصة بنسبة 100%، 192 مؤسسة والمخصخصة بنسبة تفوق 50%، 33 مؤسسة والمخصخصة بنسبة تقل عن الـ 50%، 11 مؤسسة.<sup>2</sup>

ورغم انشاء شركات تسيير مساهمات الدولة، واصدار العديد من القوانين والتحفيزات ومحاولة اشراك البورصة في الخصخصة الجزئية، وانشاء هيئة تشرف على متابعتها وتنفيذها تمثلت في جهاز الخصخصة إلا أن هذه العملية لا زالت تعرف ببطءا كبيرا، بسبب عدم تهيئة المحيط الاقتصادي بشكل كاف لمواكبتها، وبسبب عدم الاتفاق حول نوعية المؤسسات العمومية المرشحة للخصخصة، بالإضافة إلى الحذر والتخوف من فشل التجربة في بدايتها.

## 2- رقابة المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية:

قبل القيام بالإصلاحات، في ظل الإقتصاد الموجه كان دور المؤسسات العمومية الاقتصادية يقتصر على تنفيذ و إنجاز ما تم تخطيطه من السلطة الوصية عليها من كل النواحي، و السلطة الوصية هي الضامنة لإستمرار المؤسسة الاقتصادية في ممارسة نشاطها، وهي التي تتكفل بإيجاد مصادر التمويل وإختيار الأسواق ومراقبة كل العمليات. لكن ومع تغير التوجه الإقتصادي إلى اقتصاد السوق أصبح على المؤسسة العمومية الاقتصادية التكفل بكافة هذه المهام، وأصبحت تمتاز بإستقلالية أكبر في التسيير و إتخاذ القرارات التي تراها مناسبة لها في إطار هيئاتها الداخلية المؤهلة لذلك ومراقبة ذلك

<sup>1</sup>Nacer-eddine SADI, La privatisation des entreprises publiques en Algérie, O. P. U. 2005,P: 189.

<sup>2</sup> محمد زرقون، " إنعكاسات إستراتيجية الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية" في مجلة الباحث، عدد 07، 2009/2010، ص: 155-156.

داخليا. في هذه النقطة نحاول التركيز فقط على رقابة المؤسسة الاقتصادية بعد سنة 1988، والتي أصبحت، كما قلنا سابقا، تسمى بالمؤسسة العمومية الاقتصادية، حيث عرفه المشرع الجزائري المؤسسات العمومية الاقتصادية في المادة 02 من الأمر 04-01 كما يلي: " المؤسسات العمومية الاقتصادية هي شركات تجارية تحوز فيها الدولة أو أي شخص معنوي آخر خاضع للقانون العام أغلبية رأس المال الإجتماعي مباشرة أو غير مباشرة، وهي تخضع للقانون العام ". وبالتالي فالمؤسسة العمومية الاقتصادية تمتاز بالطابع المزدوج: العمومية و المتاجرة، فهي شخص من أشخاص القانون العام يخضع في تنظيمه لأحكام القانون التجاري. وهذا تدعيم لمبدأ الاستقلالية الذي جاءت به اصلاحات 1988، ونص عليه الأمر 95-25 و عدل بالأمر 04-01، حيث لم يعد رأسمال المؤسسة الاقتصادية حكراً على الدولة أو أشخاص القانون العام فقط، وإنما يمكن لأشخاص القانون أن يملكو مساهمات فيه و يمكن لهم المشاركة في الجمعية العامة لها و تسييرها إلى جانب الدولة و ممثلين عن العمال. وبالتالي ظهر هناك نوع آخر من الرقابة، فبالإضافة إلى الرقابة الخارجية من أجهزة الدولة، هناك رقابة داخلية من قبل هيئات تشبه هيئات المؤسسات الخاصة الرأسمالية، وهو ما سندرسه في النقطة الموالية:

## 2-1. الرقابة الداخلية للمؤسسة العمومية الاقتصادية:

كرست الاصلاحات التي قامت بها الجزائر منذ 1988 مبدأ استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية وذلك من خلال ترسانة القوانين التي قامت بها، خاصة الأمر 01-04 الذي من خلاله أصبحت المؤسسات خاضعة للقانون التجاري، وبالتالي ستعامل وكأنها مؤسسات خاصة لها أجهزة واليات داخلية للرقابة هذه الآليات تهدف إلى توجيهم نشاط المؤسسة وحسن أدائها من أجل تحقيق أكبر قدر من الأرباح، و غيره من الأهداف التي تصبوا إلى تحقيقها من اجل ته يئة المؤسسات العمومية الاقتصادية للدخول لميدان المنافسة الذي يتطلب السرعة في اتخاذ القرارات الذي تقتضيه متطلبات إقتصاد السوق . تظهر أهمية الأجهزة الداخلية في الرقابة من أنها هي الأدرى من غيرها بالمعطيات و الإمكانيات المتوفرة لدى المؤسسة و الظروف المحيطة بها، ولضمان رقابة فعالة من طرفها يجب تحديد إختصاصات الأجهزة الداخلية تحديدا دقيقا و واضحا بصورة متكاملة ومنسقة حتى تتمكن من الإطلاع الدائم على أوضاع مؤسستها لإتخاذ القرار الملائم في الوقت المناسب . هذه الأجهزة هي: الجمعية العامة، مجلس الادارة، الهيئة المسيرة ومراقب الحسابات.

## 2-1-1. رقابة الجمعية العامة:

الجمعية العامة هي الاطار المناسب الذي يجتمع فيه الشركاء و المساهمين لممارسة السلطة في مؤسستهم حيث يجتمعون دوريا في كل سنة في إطار ما يسمى بالجمعية العادية، أو في إطار جمعية عامة استثنائية لكن بالنسبة للمؤسسات التي تحوز فيها الدولة على مجموع الرأسمال الإجتماعي مباشرة فإن ه



طبقا للمادة 12 من الأمر 01-04، صلاحيات الجمعية العامة يتولاها ممثلون مؤهلون قانونا من مجلس مساهمات الدولة، وقبل ذلك وطبقا للمادة 21 من الأمر 95-25، كان يتولاها ممثلون مفوضون من المجلس الوطني لمساهمات الدولة، أما قبل سنة 1995 كانت تتولى الجمعية العامة أجهزة تؤهلها لذلك صناديق المساهمة، وتتكون الجمعية العامة في هذه الحالة من ممثلين عن الدولة. و تعتبر الجمعية العامة للمساهمين جهاز أساسي في المؤسسات العمومية الاقتصادية، وضع لها المشرع نظام مستمد من الأحكام العامة للقانون التجاري سواء من حيث تشكيلها أو تسييرها أو اختصاصاتها ماعدا في المؤسسات التي يكتسي نشاطها طابعا إستراتيجيا، أو التي تحوز فيها الدولة مجموع رأس المال الإجتماعي.

وتتولى الجمعية العامة رقابة جميع الأعمال التي تقوم بها هيئة الإدارة و التسيير، وكذا الأعمال التي يقوم بها مراقب الحسابات، كما تتولى المصادقة على تقرير مندوب الحصص، و تعد الجمعية العامة هي الهيئة المختصة بتعيين و عزل أعضاء مجلس الإدارة و مجلس المراقبة، وكذلك المسيرين و مندوبي الحسابات، و من له سلطة التعيين و العزل له سلطة الرقابة على من عينه . ويعتبر الدور الرقابي الذي تمارسه الجمعية العامة في المؤسسات العمومية الاقتصادية فعال نظرا لمساهمة جميع الأطراف في هذه الرقابة من المساهمين و مندوب الحسابات وحتى القائمين بالإدارة ، و للمساهمين حق الإطلاع على الوثائق اللازمة المتعلقة بالوضع المالي و الإداري للمؤسسة قبل إنعقاد الجمعية العامة و يمكنهم الإستعانة بخبراء إذا كانت تنقصهم الخبرة اللازمة لذلك . وهناك عدة ضمانات لضمان رقابة فعالة من طرف الجمعية العامة هي:<sup>1</sup>

- منع إبرام أي إتفاقية بين المؤسسة وأحد القائمين بإدارتها سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة بدون إستئذان الجمعية العامة مسبقا تحت طائلة البطلان ؛
- الفصل في تقرير مندوب الحسابات، و لا يمكن الطعن في الإتفاقات التي تصادق عليها الجمعية العامة إلا في حالات معينة؛
- لا يمكن للقائمين بالإدارة المعنيين أن يشاركوا في التصويت و لا تؤخذ بعين الإعتبار أسهمهم لحساب النصاب و الأغلبية؛
- الجمعية العامة هي المكلفة بمنح مكافأة و أجر القائمين بالإدارة عن بدل الحضور؛
- بالنسبة للمؤسسات التي تأخذ الشكل الخاص فإن الجمعية العامة هي التي تعين مجلس المديرين و من بينهم الرئيس، و هي التي تبرم العقود معهم التي تحدد فيها المهام الموكلة لهم و حقوقهم و واجباتهم و مدة عهدهم في إطار ما يسمى بعهدة التسيير.

<sup>1</sup>سعودي زهير، " النظام القانوني لتسيير و رقابة المؤسسات العمومية الاقتصادية على ضوء الأمر 04-01 "، مذكرة ماجستير في قانون الأعمال غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الادارية، جامعة الجزائر، ص:81.

## 2-1-2. رقابة مجلس الإدارة:

لا بد من الإشارة هنا، أن هناك نوعين من التنظيم يمكن أن تختارهما المؤسسة العمومية الاقتصادية إما الجمع بين الإدارة و المراقبة وهو ما يسمى بمجلس الإدارة، أو الفصل بينهما من خلال ما يسمى بمجلس المراقبة و مجلس المديرين.

فبالنسبة للتنظيم الأول، فإن المؤسسات العمومية الاقتصادية تقوم بالجمع بين وظيفتي التسيير والمراقبة، والهيئة المكلفة بتعيين أعضاء مجلس الإدارة وتشكيلته هي الجمعية العامة للمؤسسة العمومية الاقتصادية. ولمجلس الإدارة عدة صلاحيات ( يمكن الرجوع إليها في المادة 8 و 9 من المرسوم التنفيذي 01-283 ) تمكنه من القيام بوظيفة التسيير والمراقبة.

أما التنظيم الثاني فهدفه هو الفصل بين إدارة المؤسسة العمومية الاقتصادية ومراقبتها، فتسند المراقبة إلى مجلس المراقبة، والإدارة إلى مجلس المديرين . إذ يكلف هذا الأخير بإدارة المؤسسة بعد تعيينه من طرف مجلس المراقبة ويمارس صلاحياته تحت رقابته، وتسند رئاسة مجلس المديرين لأحد الأعضاء المعيّنين، ويمكن للجمعية العامة عزلهم في أي وقت بناء على إقتراح مجلس المراقبة.<sup>1</sup> أما مجلس المراقبة فيقوم بالرقابة الدائمة للمؤسسة، و يمكن حتى أن تخضع بعض العقود التي تبرمها المؤسسة لترخيص مسبق منه، حيث أن هناك بعض العقود و التصرفات يجب أن تخضع إلى ترخيص صريح من مجلس المراقبة حسب الشروط المنصوص عليها في القانون الأساسي، وحددتها المادة 654 من القانون التجاري كإعمال التصرف كالتنازل عن العقارات، و التنازل عن المشاركة و تأسيس الأمانات وكذا الكفالات و الضمانات الإحتياطية. و يمكن لمجلس المراقبة القيام في أي وقت من السنة بإجراء الرقابة التي يراها ضرورية، كما يمكنه أن يطلع على الوثائق التي تساعد في مهمته، هذا و يجب على مجلس المديرين أن يقدم مرة كل ثلاث أشهر على الأقل وعند بداية كل سنة مالية تقريرا إلى مجلس المراقبة حول تسييره.<sup>2</sup>

## 2-1-3. رقابة جهاز التسيير:

إن تنظيم جهاز التسيير بالنسبة للمؤسسات العمومية الاقتصادية يأخذ عدة أشكال أو صيغ، فمنها من يختار العمل بنظام الرئيس المدير العام، و منها من يختار نظام المدير العام أو رئيس مجلس المديرين في المؤسسات التي تحتوي على مجلس المراقبة ، ويسمى الرئيس المدير العام في حالة تولي رئيس مجلس الإدارة بالمؤسسة العمومية الاقتصادية مهام المديرية العامة بها، و يسمى مدير عام عندما يتولى الرئيس الإشراف فقط على المؤسسة الاقتصادية، و يكلف شخص أو شخصين يساعده كمدبرين عامين

<sup>1</sup> المادة 644 من القانون التجاري.  
<sup>2</sup> المادة 656 من القانون التجاري.

يقترحها على مجلس الإدارة و الذي يخول لهما صلاحيات معينة.<sup>1</sup>

فحسب المواد السابقة، فإن للمؤسسات التي تحتوي على مجلس إدارة، فإن رئيس مجلس الإدارة يتولى الإدارة العامة للشركة تحت مسؤوليته، ويمثل الشركة في علاقاتها مع الغير، وله السلطة الواسعة للتصرف بإسم المؤسسة مع مراعاة السلطات التي منحها القانون لجمعيات المساهمين، إضافة إلى أنه يمكن له القيام ببعض الوظائف بإذن من مجلس الإدارة مثل إعطاء الكفالات والضمانات الإحتياطية أو الضمانات بإسم الشركة. وبالنسبة للمؤسسات العمومية الإقتصادية التي يديرها مجلس مديرين، فإن هذا الأخير يتمتع بسلطات واسعة للتصرف بإسم المؤسسة في حدود معينة مع مراعاة السلطات التي يمنحها القانون صراحة لمجلس المراقبة وجمعيات المساهمين، و يمثل رئيس مجلس المديرين ال مؤسسة في علاقاتها مع الغير.<sup>2</sup>

ولهذا، فقد منحت لجهاز التسيير بمختلف أشكاله، سلطة التأديب و سلطة التوجيه للمرؤوسين بموجب تعليمات أو قرارات، كما له سلطة التصديق و التعديل و الإلغاء لأعمال المرؤوسين، كما زود بمختلف الصلاحيات القانونية اللازمة للقيام بوظيفة التسيير على أحسن وجه و هذا ما يجسد الوسيلة المثلى في الرقابة و التنظيم الذي يقوم عليه التسيير.

#### 2-1-4. رقابة محافظ الحسابات:

ينظم مهنة محافظ الحسابات في الجزائر القانون 91-08 المؤرخ في 27/04/1991، والذي يحدد شروط وكيفيات التعيين وممارسة المهنة، وأحكام القانون التجاري في المرسوم التشريعي 93-08 التي تنظم عمل مندوب الحسابات وعلاقته مع المؤسسة والمساهمين فيها. فمراقب الحسابات، حسب القانون السابق، هو كل شخص يمارس بصفة عادية بإسمه الخاص وتحت مسؤوليته مهمة الرقابة الدائمة ويشهد بصحة و إنتظام حسابات الشركات بموجب أحكام التشريع المعمول به. ويتمثل الدور الرقابي لمندوب الحسابات في:<sup>3</sup>

- التحقيق في الدفاتر والأوراق المالية للمؤسسة ومراقبة إنتظام الحسابات السنوية وصحتها ومطابقة نتائج العمليات التي تمت في السنة المنصرمة، وكذا الوضعية المالية وممتلكات المؤسسة؛
- التأكد من صحة الحسابات السنوية ومطابقتها للمعلومات المبينة في تقرير التسيير الذي يقدمه المسيرين للمساهمين؛
- إعلام المسيرين و الجمعية العامة بكل نقص قد يكتشفه أو يطلع عليه قد يؤثر على إستمرار وإستقرار المؤسسة؛

<sup>1</sup> المواد 638 إلى 641 من القانون التجاري.

<sup>2</sup> سعودي زهير، مرجع سبق ذكره، ص:73.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 4 من القانون التجاري، و المادة 28، 29 من القانون 91 - 08.

- المصادقة على إنتظام الجرد وحسابات المؤسسة و الموازنة؛
- التحقق من إحترام مبدأ المساواة بين المساهمين؛

و للقيام بهذه الوظائف يمكن لمحافظ الحسابات في كل وقت الإطلاع على السجلات و الموازنات والمراسلات وكل الوثائق الخاصة بالمؤسسة، كما يمكن له أن يطلب من القائمين بالإدارة في المؤسسة توضيحات و معلومات، و أن يقوم بالتفتيشات التي يراها لازمة.

## 2-2. الرقابة الخارجية:

من المبادئ الأساسية في إصلاحات 1988، إبعاد الدولة عن ميدان التسيير وكذا عن ميدان المراقبة الاستراتيجية على المؤسسات العمومية الإقتصادية. فالأول أوكل للمؤسسات نفسها، أما الثاني فأوكل الى جهات اشرافية رقابية خارجية عن المؤسسة، في مرحلة أولى كانت صناديق المساهمة ثم في مرحلة ثانية حيث عدلت مهام هذه الأخيرة ونظامها فصارت شركات قابضة ثم عدلت مرة أخرى فصارت كما هي الآن شركات تسيير المساهمات. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الهيئات تتوب عن الدولة في أداء دور المالك في رأس مال المؤسسات العمومية، فهي اذا بداية لما جاءت بها إحدى النظريات الأساسية المفسرة للحوكمة، وهي نظرية الوكالة المشار إليها سابقا، والتي نشئت أساسا بعد عمليات فصل الملكية عن التسيير.

## 2-2-1. صناديق المساهمة *Les fonds de participation*:

يعتبر انشاء صناديق المساهمة، تكريسا لمبدأ الاستقلالية التي جاء بها القانون 88-01، والذي مهد لفصل بين ملكية رأس المال وصلاحيات الإدارة و التسيير، إذ أصبحت هذه المؤسسات تتوب عن الدولة في أداء دور المالك لرأسمال المؤسسات الاقتصادية، بلعبها دور الوسيط بينهما. وتعتبر صناديق المساهمة شركات مساهمة عمومية تعد ضامنا لمقابل القيمة المتمثلة في الأسهم والحصص والسندات والقيم الأخرى التي تقدمها الدولة والجماعات المحلية باعتبارها عونا ائتمانيا لها.<sup>1</sup> وبدأ النشاط الفعلي لهذ الصناديق يوم 23 آب 1988 الذي بلغ عددها آنذاك ثمانية، وهي: (الصناعات الغذائية، المناجم، الكيمياء- البتروكيميا- الصيدلانية، مواد التجهيز، البناء، الإلكترونك- المواصلات السلكية واللاسلكية- الإعلام الآلي، الصناعات المختلفة، الخدمات).<sup>2</sup> ولقد أوكلت لها مهام إعداد ومتابعة وتنفيذ مخطط المؤسسة بواسطة ممثليها في مجلس الإدارة، باعتبارها صاحبة أسهم الدولة. وضمان الحفاظ على حصص الدولة، وذلك بعملية التعويض بين المؤسسات التي لها فوائض مالية والمؤسسات التي تعاني مشاكل مالية، ويتم هذا عن طريق امتلاكها سندات من رؤوس

<sup>1</sup> المادة رقم 12 من القانون المتعلق بتوجيه المؤسسات العامة الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988.

<sup>2</sup> الداوي الشيخ، "الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة المؤسسات العامة"، في مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية- المجلد 25 - العدد الثاني- 2009، ص:265.

الأموال، وتتدخل الدولة في توفير المبالغ المالية لتغطية الخسائر. دراسة وتفتيح كل التدابير التي من شأنها تشجيع التوسع الاقتصادي والمالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.<sup>1</sup>

ومن أجل أدائها للمهمة التي أوكلت لها، وضعت الدولة تحت تصرف هذه المؤسسات الموارد الضرورية، من مالية وبشرية، كما حددت لها الإطار التنظيمي الذي تنشط ضمنه، من خلال وجود هيئتين هما مجلس الإدارة والمدير وهناك أيضا الجمعية العامة، إلا أنها تقع على مستوى الحكومة، وهي لا تعنى فقط بصندوق واحد، بل بكل الصناديق. حيث يتشكل مجلس إدارة للإشراف على أنشطة الصندوق ويتكون من أعضاء معينين من طرف الدولة ويؤدون مهمتهم بصفة دائمة ومستمرة في الصندوق. ويقوم بتنسيق أعمالهم العضو المعين كرئيس للمجلس. اما المدير العام فيتعين من طرف مجلس الإدارة، من خارج أعضائه وباقتراح من رئيسه. كما يحدد المجلس مدة عهده ويبيّن صلاحياته، ويحق له في كل وقت عزله أما فيما يتعلق بالصلاحيات، فإن المدير العام يقوم بضمان سير الإدارة العامة، التي تمثل الهيئة التنفيذية لقرارات وتوصيات المجلس، كما يمثل الصندوق في علاقاته مع الأشخاص الآخرين في حدود موضوعه الاجتماعي.<sup>2</sup>

وقامت صناديق المساهمة بعملية المراقبة الإستراتيجية على المؤسسات العمومية الاقتصادية حتى

سنة 1995 بالرغم من أنها لم تكن تمتلك أسهم هذه المؤسسات، بل كانت فقط مكلفة بتسييرها لصالح الدولة. كما لم تكن تركز على إحراز أعلى مردودية في إستثماراتها، بل كانت تسعى لتشكيل محافظ أوراق متوازنة لتغطية عجز جزء من المؤسسات بأرباح مؤسسات أخرى.

## 2-2-2. الشركات القابضة *Les holdings*:

بعد حل صناديق المساهمة، تم إعادة تنظيم المؤسسات العمومية في شكل جديد وذلك بإصدار عدد من القوانين وإنشاء شركات قابضة لمراقبة المؤسسات الاقتصادية العمومية تنشأ وفقا لأحكام القانون التجاري بموجب عقد موثق حسب الشروط والكيفيات المطبقة في شركات المساهمة، و التي خولت لها جميع خصائص حق الملكية على الأسهم والمساهمات والقيم المنقولة الأخرى التي تحول إليها أو تكتب باسم الدولة، أو من أموال خاصة، في أية شركة تجارية، مهما كانت طبيعتها، حيث تستطيع أن تتصرف فيها بالشراء أو بالتنازل، بعد ترخيص مسبق من الجهاز الذي يقوم بمهام الجمعية العامة، يتم الحصول عليه بناء على تقرير مفصل من مجلس المديرين، وبعد الاستماع الى مجلس المراقبة، اللذين يشكلان الهيئتين الرئيسيتين في الشركات القابضة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حاج صدوق بن شرفي، " المؤسسة العمومية الاقتصادية و اقتصاد السوق، دراسة حالة الشركة الوطنية للبناءات المصنعة باتيسيك"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

<sup>2</sup> الدراجي عشوة، مرجع سبق ذكره، ص:50.

<sup>3</sup> المواد 5، 6، 7 من الأمر 25 - 95 المؤرخ في 20 أوت 1995.

وتتمثل مهمة الشركات القابضة الأساسية في استثمار حافظة الأسهم والمساهمات والقيم المنقولة الأخرى المحولة إليها وجعلها أكثر مردودية، وتشجيع تنمية المجموعات الصناعية والتجارية والمالية التي تراقبها، وذلك من خلال تحديدها وتطويرها لاستراتيجيات وسياسات استثمار وتمويل ملائمة في الشركات التابعة لها وكذلك من خلال تحديدها لسياسات إعادة الهيكلة أو إعادة الانتشار بهذه الأخيرة.<sup>1</sup>

يقوم على الشركات القابضة ثلاث هيئات رئيسية هـ ي: مجلس المديرين، مجلس المراقبة والجمعية العامة. حيث منح لمجلس المديرين الصلاحيات الأوسع كي يتصرف في كل الظروف باسم الشركة القابضة العمومية التي يمثلها إزاء الغير. وذلك في حدود موضوع الشركة ومع مراعاة الصلاحيات المخولة للجمعية العامة والصلاحيات المسندة صراحة إلى مجلس المراقبة<sup>2</sup>. فيما تمثل مهمة هذا الأخير في الرقابة المستمرة على تسيير الشركة القابضة العمومية، حيث يمكنه القيام في كل وقت بعمليات المراقبة التي يراها مناسبة، كما يمكنه أن يطلب الإطلاع على كل الوثائق التي يعتبرها ضرورية للقيام بمهامه<sup>3</sup>. أما الجمعية العامة للشركة القابضة تتكون من ممثلين يفوضهم المجلس الوطني لمساهمات الدولة، ويمارس هؤلاء مهامهم إزاء الشركة القابضة وفقا لأحكام القانون التجاري الخاصة بشركات رؤوس الاموال.<sup>4</sup>

ولتنسيق وتوجيه أعمال الشركات القابضة في الإقتصاد الوطني انشأ الأمر رقم 25-95 كذلك المجلس الوطني لمساهمات الدولة، وهو مجلس تتحدد تشكيلته وطريقة سيره بمرسوم تنفيذي، ويتولى رئاسته رئيس الحكومة، أما مهامه فتتمثل في تحديد أهداف تسيير مساهمات الدولة وشروط توظيف رؤوس الأموال التابعة لها وشراء الأسهم وغيرها من القيم المنقولة والتنازل عنها، بالتشاور مع الأجهزة المدولة في الشركات القابضة.<sup>5</sup>

### 2-2-3. شركات تسيير المساهمات (S.G.P) : Les Sociétés de Gestion des Participations

ألغى الأمر 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001 الشركات القابضة التي كانت تقوم بالمراقبة الاستراتيجية على المؤسسات العمومية الإقتصادية وأنشأ بدلا منها مؤسسات عمومية إقتصادية أخرى ، أخذت اسم شركات تسيير المساهمات. و هي مؤسسات عمومية مكلفة بتسيير مساهمات الدولة في المؤسسات العمومية الإقتصادية، تحوز الدولة أو أي شخص معنوي آخر خاضع للقانون العام مجموع الرأسمال الإجتماعي لها بصفة مباشرة أو غير مباشرة. كما تنشأ بموجب لائحة تصدر من مجلس

<sup>1</sup> المادة 9 من الأمر السابق.

<sup>2</sup> المادة 11 من الأمر السابق.

<sup>3</sup> المادة 15 من الأمر السابق.

<sup>4</sup> المادة 21 من الأمر السابق.

<sup>5</sup> المادة 20 من الأمر السابق..

مساهمات الدولة، بحيث هو الهيئة المخول لها قانونيا صلاحية إخضاع مؤسسة عمومية إقتصادية لهذا الشكل و هو الهيئة الوصية عليها، ويقور إنشاء 28 شركة تسيير للمساهم.<sup>1</sup>

وبين المرسوم التنفيذي رقم 01-283 المؤرخ في 24 سبتمبر 2001، تنظيم أجهزة إدارة شركات تسيير المساهمات وتسييرها، و حدد لهذا الغرض من خلال مادته الثالثة جهازين اثنين هما: مجلس المديرين والجمعية العامة أما مجلس المراقبة الذي ميّز الشركة القابضة فقد تم إلغاؤه. حيث منحت لمجلس المديرين كامل السلطات للقيام بإدارة المؤسسة العمومية الإقتصادية و تسييرها و الإشراف عليها في حدود الصلاحيات المنصوص عليها في العقود التي يبرمونها مع الجمعية العامة التي تحدد لهم مهامهم و حقوقهم و واجباتهم، أي صلاحياتهم تكون موضوع عقد مع الجمعية العامة عن طريق ما يسمى بعهدة التسيير<sup>2</sup> *manda de gestion* ، و مجلس المديرين مسؤول عن السير العام للمؤسسة ويمثل رئيس مجلس المديرين أو المدير العام الوحيد للمؤسسة في علاقتها مع الغير، و من أجل تفادي أي إشكال في تنفيذ القرارات يضمن رئيس مجلس المديرين تنسيق تنفيذها في إطار نظام قواعد تسيير يصادق عليه في إجتماع مجلس المديرين. اما عن الجمعية العامة، فإنه خلافا لما كان عليه الأمر في حالة الشركات القابضة، فإن في حالة شركات تسيير المساهمات، الجمعية العامة هي جمعية موحدة تخص كافة *S.G.P* من المؤسسات العمومية الإقتصادية. وهي تتكون من ممثلين مفوضين قانونا من مجلس مساهمات الدولة، كما يشارك أعضاء مجلس المديرين أو المدير العام الوحيد في دورات الجمعية العامة ولكن دون أصوات تداولية<sup>3</sup>. أما عن صلاحياتها فإن مخول لها بالفصل في كل المسائل المتعلقة بحياة المؤسسة باستثناء قرارات التسيير العادي.<sup>4</sup>

كما أنه بموجب الأمر 01-04 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية وتسييرها وخصخصتها تم حل المجلس الوطني لمساهمات الدولة واستبداله بمجلس مساهمات الدولة. وقد حدد المرسوم التنفيذي 01-255 المؤرخ ب 10 سبتمبر 2001 تشكيلة هذا المجلس وسيره. أما مهامه فقد حددتها المادة الثامنة من الأمر 01-04 في الإشراف على الشركات المسيرة للمساهمات وتنسيق عملها وتوجيهها كما في عهد المجلس الوطني لمساهمات الدولة، مع الإهتمام بتحديد سياسات وبرامج خصوصة المؤسسات الإقتصادية و بدراسة ملفات الخصخصة و الموافقة عليها.<sup>5</sup>

#### 2-2-4. رقابة المفتشية العامة للمالية (*I.G.F*) *Inspection Générale des Finances* :

أنشئت المفتشية العامة للمالية سنة 1980 بموجب المرسوم رقم 80-53 المؤرخ في 01 مارس 1980 والذي كان المحدد لتنظيمها وسيرها وصلاحيتها، قبل صدور المرسوم التنفيذي رقم 92 - 32

<sup>1</sup> المواد 3 ، 4 ، 5 من الأمر 01-04 ، والمادة 01 من المرسوم التنفيذي 01-283.

<sup>2</sup> المادة 8 و 9 من المرسوم السابق.

<sup>3</sup> المادة 4 من المرسوم السابق.

<sup>4</sup> المادة 5 من المرسوم السابق.

<sup>5</sup> المادة 08 من الأمر 01-04.

المؤرخ في 20 جانفي 1992 والمتضمن تنظيم هيكلها المركزية، و المرسوم التنفيذي رقم 92-33 المؤرخ في 20 جانفي 1992 والمحدد لتنظيم مصالحها الخارجية وصلاحياتها، و المرسوم التنفيذي رقم 92-78 المؤرخ في 22 فيفري 1992 والمحدد لصلاحياتها، و اللاغي في نفس الوقت لأحكام المرسوم رقم 80-53، باستثناء مادته الأولى المتعلقة بإحداث المفتشية و التي تنص على أنها توضع تحت السلطة المباشرة لوزير المالية. وهذا يعني أن أعضاءها لا يخضعون لنفس التسلسل الإداري المطبق على موظفي وزارة المالية الآخرين، وهو ما يضمن لهم نوعا من الاستقلالية في أداء مهامهم.

وقد منحت صلاحيات كبيرة للمفتشية العامة للمالية تمكنها من مراقبة تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، خاصة بعد صدور المرسوم التنفيذي الجديد رقم 09-96 المؤرخ في 22 فيفري 2009 الذي يحدد شروط وكيفيات رقابة هذه الهيئة لمؤسسات الدولة، حيث بينت المادة 02 منه أن تدخلات المفتشية العامة للمالية على وثائق المؤسسات العمومية يمكن أن تكون حسب الحالة فجائية أو موضوع تبليغ مقارنة بالمرسوم السابق التي تقتصر فيه تدخلات المفتشية لمؤسسات الدولة عن طريق موضوع تبليغ.

وأوضحت المادة 05 أن التدخلات تتم عن طريق رقابة تسيير الصناديق وفحص الأموال والقيم والسندات والمواد من أي نوع التي يحوزها المديرون أو المحاسبون وكذا الحصول على كل المستندات أو وثيقة تبريرية ضرورية لفحوصاتهم بما في ذلك التقارير المعدة من قبل هيئة رقابية أو خبرة خارجية، كما خول للمفتشية العامة للمالية تقديم أي طلب معلومات شفاهي أو كتابي مع القيام في عين المكان بأي بحث وإجراء تحقيق بغرض فحص النشاط أو العمليات المسجلة في الحسابات، وبينت المادة 07 أنه يمكن إطلاع الوحدات العملية للمفتشية العامة للمالية على الملفات والمعطيات لكل المؤسسات العمومية أيا كان سندها مع التأكد مع صحة المستندات المقدمة ومصادقية المعطيات والمعلومات وتكون العمليات ذات الطابع الإستعجالي للتدخل بطلب من السلطات والأجهزة الممثلة للدولة المساهمة.

وفي إطار تقديم صلاحيات أكبر لهذه الهيئة لمحاربة مختلف أنواع وأشكال الفساد خولت الحكومة للمفتشية العامة للمالية فحص المؤسسات العمومية بقصد التأكد من أعمال التسيير ذات التأثير المالي قد قيدت في المحاسبة بصفة صحيحة وكاملة ومعاينة حقيقة الخدمة المنجزة عند الاقتضاء، وتمارس المفتشية العامة للمالية حق مراجعة جميع العمليات التي يجريها محاسبو المؤسسات العمومية الاقتصادية لكن المرسوم يصرح بعدم إمكانية المفتشية العامة مراجعة حسابات هذه المؤسسات التي تمت تصفيته نهائيا وفقا للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى المرسوم التنفيذي رقم 09-96.



ولقد بين هذا المرسوم أن آليات الرقابة الداخلية والمتمثلة في الجمعية العامة ومجلس الإدارة ومحافظ الحسابات غير كافية لضمان الشفافية في تسيير المال العام والصفقات العمومية ، مما جعل السلطات تخضع المؤسسات الاقتصادية العمومية إلى رقابة خارجية من جديد.

### المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر

من خلال الإصلاحات التي قامت بها الجزائر، كان للقطاع المالي حيز كبير من تلك الإصلاحات، خاصة النظام المصرفي، باعتباره المصدر الأساسي لجلب رؤوس الأموال وتوجيهها نحو المؤسسات الاقتصادية، لكن نتيجة الضغط الذي عانت به البنوك، ونتيجة للتوجهات العالمية التي ترمي إلى تنوع وسائل التمويل، عمدت الجزائر إلى انشاء منظومة جديدة للتمويل تتمثل في البورصة باعتبارها أهم قواعد اقتصاد السوق والدائرة التمويلية الحرة، وقبل التطرق لسوق الأوراق المالية في الجزائر نعرض إلى تطور نظام التمويل في الجزائر، وهو ما سندرسه في هذه النقطة.

#### 1- تطور نظام تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية:

عرف تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عدة تطورات منذ الاستقلال وإلى إصلاحات التسعينيات:<sup>1</sup>

#### 1-1. تمويل المؤسسات الاقتصادية قبل سنة 1990:

عرفت الفترة الممتدة من سنة 1963 إلى سنة 1966، وجود صعوبات بالنسبة للمؤسسات الجزائرية، الموضوعة تحت التسيير الذاتي، وذلك بسبب خروج رؤوس الأموال إلى الخارج. فتولى البنك المركزي الجزائري *Banque central d'algerie* (والذي أنشئ سنة 1963) مهمة تمويل تلك المؤسسات عن طريق منح قروض استغلال ضمن المخطط العاجل 1963-1967، كما تكلف الصندوق الوطني للتنمية *Caisse algerienne de developpement* بتمويل الاستثمارات المنتجة بالقروض متوسطة الأجل غير قابلة للتسديد، ونظرا للصعوبات وعدم قدرة الهيئتين على التمويل تم انشاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط *Caisse national d'epargne et preveyence* في سنة 1964 مهمته جمع المدخرات من طبقة الدخل المتوسطة وتوجيهها لبنا السكنات لاجتماعية لمواجهة مشاكل المؤسسات الاقتصادية. ثم قامت الدولة بإنشاء العديد من البنوك التابعة لها، كالبنك الوطني الجزائري *Banque national d'algerie* والقرض الشعبي الجزائري *Credit populaire d'algerie* سنة 1966، ثم البنك الجزائري الخارجي

<sup>1</sup> تم الاعتماد في هذه النقطة على:

- امغار سمير، " نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف" ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، بدون تاريخ، ص: 32-111.
- سوامس رضوان، " العلاقة بين البنك والمؤسسة على ضوء الإصلاحات المالية والنقدية الجارية في الجزائر "، في الملتقى الوطني الأول حول "المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد" جامعة عنابة، 23 أفريل / 2003 .
- عبد اللطيف بلغرس، " المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل الإصلاحات المالية و المصرفية، دراسة تحليلية و رؤية مستقبلية"، في الملتقى الوطني الأول حول "المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد" جامعة عنابة، 23 أفريل / 2003 .

*Banque exterieure d'algerie* سنة 1967، حيث أعطيت لكل بنك اختصاصه وصلاحياته وتم تخليص البنك المركزي الجزائري من مهام التمويل المباشر، وبذلك ارتفعت القروض الممنوحة للاقتصاد من 2150 مليون دينار إلى 5970 مليون دينار سنة 1969..

وقد اقتصر تمويل المؤسسات الاقتصادية في تلك الفترة على نموذجين: يختص نموذج التمويل الأول على الموارد الذاتية للمؤسسات بالإضافة إلى سلفات الخزينة العامة، والنموذج الثاني يتعلق بالقروض الخارجية الممنوحة من قبل الجهاز المصرفي.

وفي فترة السبعينيات أي فترة التسيير الاشتراكي للمؤسسات، تبنت الجزائر تمط التخطيط المركزي من خلال المخطط الرباعي الأول ( 1970 - 1973 )، والمخطط الرباعي الثاني ( 1974 - 1979 )، وبالتالي ظهر نظام تمويلي جديد يقوم على استحداث طرق وإجراءات تمويلية جديدة، فالإجراء الأول يتعلق باجبار المؤسسات على ايداع رؤوس أموال متكونة من الاهتلاكات والاحتياطيات في حساب الخزينة، على شكل اكتتاب اجباري لسندات الخزينة، كما اجبرت المؤسسات على دفع جباية خاصة إلى ميزانية الدولة اضافة إلى الجباية العادية. أما الإجراء الثاني فيتعلق بتمويل المؤسسات العمومية اما عن طريق القروض الممنوحة من قبل البنوك الوطنية أو من قروض خارجية. وبالتالي اصبح تمويل الاستثمارات المخططة يتم من المصادر التالية: إما من قبل القروض طويلة المدى المجمعة لدى الخزينة والمسيرة من قبل البنك الجزائري للتنمية والبنوك الوطنية الأخرى، وإما من قبل السلفات المصرفية ذات المدى المتوسط تحت شكل سندات خزينة قابلة لإعادة الخصم من قبل البنك المركزي، وإما عن طريق القروض الدولية المكتتبه من قبل الخزينة أو البنوك أو حتى المؤسسات الوطنية.

وقد عرف هذا النظام كذلك عدة مشاكل أهمها غياب مفهوم المردودية في المؤسسات، ضعف النظام المصرفي المرتكز على التمويل عن طريق الخلق النقدي والتضخم، تدهور الهيكل المالي للمؤسسات وضخامة استدانتها.... ومن أجل تصحيح هذه الاختلالات بدأت السلطات في إصلاحات جديدة منذ بداية الثمانينيات.

وبهذا عرفت فترة الثمانينيات ظهور نمط جديد للتمويل بفضل انتهاز السلطات لأعاد الهيكلة

العضوية والمالية للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الذي كان ينتظر منه اعطاء تلك المؤسسات توازنا حقيقيا، من خلال السعي إلى استهلاك الوسائل الانتاجية وضمان التجديد، واحترام مواعيد تسديد القروض، وتحقيق فائض مالي للمساهمة في تمويل التنمية الاقتصادية.

فمن طريق اعادة الهيكلة العضوية تم انشاء بنوك جديدة لفك الاختناق عن تمويل المؤسسات، فانشئ البنك الجزائري للتنمية الريفية *Banque algérienne de développement rural* في 13 مارس 1982 لضمان تمويل الأنشطة الفلاحية والزراعية والحرفية، وبنك التنمية المحلية *Banque de développement locale* في 30 افريل 1985 لتمويل الاحتياجات النقدية والمالية للجماعات المحلية.

وبعد حدوث مشاكل عديدة لنتائج لاعادة الهيكيلة العضوية، خاصة فيما يتعلق بالعجز المعتر في الاستغلال و حدوث استنادة بنكية كبيرة للمؤسسات تم القيام بتدابير اخرى تخص اعادة الهيكيلة المالية لتطهير الوضعية السابقة السلبية للمؤسسات واعادة التوازن لهياكلها المالية بصورة دائمة، وفي هذا الصدد تتمحور هذه التدابير حول تدابير داخلية وتدابير خارجية، فالأولى تخص تغيير بنية الديون طويلة الأجل للمؤسسات تجاه الخزينة العمومية، وتجميد الاستنادة البنكية وتصفية الديون ما بين المؤسسات واعادة هيكيلة الديون باعادة جدولة الفوائد. أما فيما يخص بالتدابير الخارجية فيتعلق الأمر من تمكين المؤسسات من رأس مال اجتماعي والتدابير المتعلقة بأسعار البيع والمتعلقة وبالجباية لتخفيض الضرائب المرفوضة على الأرباح الصناعية والتجارية وكذا الاعفاء منها وللدفع الجرافي للمؤسسات الصناعية التي تنتج للتصدير. وتبنت السلطات بين سنتي 1983 و 1987 مخططات اعادة الهيكيلة المالية لـ 300 مؤسسة وطنية وخصت امكانيات مالية تقدر بـ 60.5 مليار دينار بصورة الدعم النهائي لرأس المال الاجتماعي للمؤسسات بمبلغ 34.2 مليار دينار او بصورة دعم مؤقت لتمويل رأس المال العام لها بمبلغ 26.3 مليار دينار.

وبالرغم من كل هذه الامكانيات المالية بقيت المؤسسات تعاني من وضعية صعبة، فارضا على السلطات في التفكير في منح الاستقلالية لها خاصة بعدة أزمة البترول سنة 1986 التي أحدثت خلاا تمويليا للاقتصاد. وفعلا بدأ منح الاستقلالية للمؤسسات الجزائرية ابتداء من سنة 1988 حيث ظهرت مفهوم المؤسسة العمومية الاقتصادية *Entreprise publique Economique* كما شارنا اليه سابقا، حيث في جانب التمويل اصبجت الدولة هي المالك لأسهم تلك المؤسسات لكنها لا تستطيع التدخل بصفة مباشرة في تسييرها. ولهذا الهدف تم انشاء مؤسسات ائتمان تهدف إلى تسيير محفظة القيم المنقولة والأسهم الصادرة من قبل المؤسسات لصالح الدولة، وهذه المؤسسات هي صناديق المساهمة التي تمثل العون الائتماني للدولة.

## 1-2. تمويل المؤسسات الاقتصادية بعد سنة 1990:

على الرغم من كل الاصلاحات السابقة ورغم القوانين الكثيرة التي صدرت، لم تأتي بنتائج مرضية حيث أنها لم تسمح للمؤسسات بتحسين وزيادة إنتاجها ولا للبنوك بالقيام بمهامها كوسيط مالي، مما استدعى السلطات النقدية إلى تعزيز وتقوية النظام المالي قصد تحقيق أكبر فعالية وهذا من خلال إصدار قانون النقد والقرض رقم 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990. وأعطى هذا القانون أفكارا جديدة فيما يتعلق بتمويل المؤسسات العمومية والاقتصادية وبتنظيم النظام الهنكي وأدائه، فمن أهم ما جاء به هو الفصل بين دائرة الميزانية ودائرة الائتمان فقد كانت الخزينة في النظام الموجه تلعب الدور الأساسي في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية بتهميش واضح لدور البنوك و التي كان دوره يقتصر

على تسجيل عبور الأموال من دائرة الخزينة إلى المؤسسات، وخلق مثل هذا الأمر غموضا كبيرا على مستوى نظام التمويل، فجاء قانون النقد والقرض ليضع حدا لذلك، فأبعدت الخزينة عن منح القروض للاقتصاد، ليبقى دورها يقتصر على تمويل الاستثمارات العمومية المخططة من طرف الدولة. وعليه أصبح النظام البنكي هو المسؤول عن منح القروض في إطار مهامه التقليدية، وأصبح توزيع القروض لا يخضع إلى قواعد إدارية، وإنما يرتكز أساسا على مفهوم الجدوى الاقتصادية للمشروع.

وقد عرف التمويل البنكي للمؤسسات بعض التحولات على الأقل من الجانب التنظيمي والتشريعي حيث أصبح بنك الجزائر يفرض أكثر صرامة في إعادة تمويل البنوك التجارية بالسيولة ويطبق قواعد الحذر وشدد على الرقابة المصرفية ( في علاقاته مع البنوك التجارية ) حرصا منه على تسيير الائتمان بضوابط تقلص من تأثير النقود على معدلات التضخم. وحدث هناك تطور في نشاط البنوك التجارية العمومية فنجد أن القروض الممنوحة إلى الاقتصاد شهدت نموا طفيفا من سنة 1993 إلى 1994 قدر ب 85 مليار دينار أما بخصوص مراقبة البنوك فقد تحسنت الودائع لأجل بمقدار 17.2 مليار دينار من سنة 1993 إلى 1994 في حين تراجعت نسبة سيولة البنوك خلال نفس الفترة بـ 3,8%.

والحقيقة أن قانون النقد والقرض الصادر سنة 1990 يعتبر بمثابة الإطار القانوني والتنظيمي المحدد للمسار الإنشائي للاقتصاد الجزائري، حيث أعاد هذا القانون النظر في علاقة بنك الجزائر بالخزينة العمومية والمؤسسات الاقتصادية على أسس وضوابط جديدة تعتمد على الصرامة النقدية وتسيير الخطر. من جانب آخر سمح للبنوك التجارية بلعب دور أكثر أهمية في مجال تمويل الاستثمارات المنتجة شريطة أن يتضمن طلب التمويل بنودا تسمح بتسديد القروض البنكية.

لكن كذلك ظهرت مصاعب كبيرة على نظام تمويل المؤسسات، حيث عانت هذه الأخير من ثقل المديونية البنكية، حيث مثلا ارتفعت ديون المؤسسات العمومية تجاه البنوك التجارية من 13.7 مليار دينار سنة 1977 إلى 150 مليار دينار سنة 1991 بنسبة كبيرة تفوق 994.9%، دون الأخذ بعين الاعتبار ديون الخزينة العمومية. هذه الوضعية الصعبة دفعت السلطات إلى تنفيذ برنامج إعادة تطهير المؤسسات بالقضاء على العجز المالي ومديونية المؤسسات تجاه البنوك التجارية والخزينة العمومية لتصبح لها هيكل متوازن. وتمثل هذا البرنامج في شراء ديون المؤسسات الاقتصادية وتسديد خسائر الصرف وإعادة تكوين رأس المال وتجميد الدين قصير الأجل والتي قدرت في مجملها بـ 250 مليار دينار جزائري، واختلفت هذه العملية من مؤسسة إلى أخرى طبقا لوضعيتها المالية. ويمكن القول أن عملية التطهير المالي طبقت بهدف إخضاع المؤسسة العمومية الاقتصادية إلى معايير اقتصادية ومالية مقبولة، والذي كلف خزينة الدولة حتى سنة 1996 حوالي 676 مليار دينار وفي سنة 1997 حوالي 411 مليار

دينار، وبالغم من كل هذا لم تتحقق النتائج المنتظرة، واستمر تخبط المؤسسات في وضعيات حرجة مؤذنا بضرورة القيام بنوع إصلاحات أخرى أكثر عمقا. وهو ما تم تجسيده سنة 1996 عن طريق الاجراءات الجديدة للمؤسسات مع البنوك والقيام بعمليات التصحيح الداخلي للمؤسسات.

ويتجسد التصحيح الداخلي في القيام بجملة من الإجراءات والقرارات بهدف تصحيح وتطوير وضعية المؤسسات المتدهورة بما في ذلك وسائل مراقبتها وانعاشها، والذي ينتظر منه المساهمة في خفض تكاليف التمويل مع المحيط الخارجي لها. كما يسمح كذلك بتحسين نظام التسيير الداخلي وزيادة فعاليته وتخفيض التكاليف غير الضرورية فيه، وتحسين انتاجية العمل ومردودية رأس المال ومنه تقوية قدرة المؤسسة على البقاء والمنافسة. ويتم تنفيذ ومتابعة مخططات التصحيح الداخلي عن طريق عقود النجاعة التي توقعها المؤسسة العمومية الاقتصادية بعد تطهيرها ماليا وتتعهد فيها بالقيام باصلاحات داخلية. والتي توقع بين المؤسسة والجهة الوصية من جهة، وبين المؤسسة والبنك من جهة أخرى. وبذلك يمكن القول ان هذه المخططات إلى تمهيد وتحضير لخصوصية المؤسسات العمومية الذي كان ينتظر ان يكون لأنشاء بورصة الجزائر دور فيه. وهو ما نتطرق إليه في النقطة الموالية من خلال انشاء السوق المالية الجزائرية.

## 2- سوق الأوراق المالية في الجزائر:

أمام متطلبات نظام اقتصاد السوق الحر، وأمام فشل نظام التمويل الذي يعتمد، كما قلنا سابقا، على التمويل البنكي المدعم من قبل الخزينة العمومية لهؤسسات عمومية تفتقر إلى الفعالية، سارعت الجزائر إلى انشاء سوق للأوراق المالية يسمح لها بتوفير نوع جديدي من التمويل للمؤسسات الوطنية وتأهيلها نحو الفعالية عن طريق فتح الرأسمال العمومي وضمان التمويل المباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي على المدى الطويل. نحاول في هذه النقطة التطرق إلى بورصة الجزائر من خلال نشأتها وتنظيمها ومختلف المؤسسات المدرجة فيها.

## 2-1. نشأة سوق الأوراق المالية الجزائرية:

بدأت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه سنة 1987، وبُشر تطبيقه سنة 1988، حيث بدأ التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة ابتداء من سنة 1990، حيث نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، وفي 9 ديسمبر 1990 تم إنشاء وفقا لعقد موثق شركة القيم المنقولة *Société des valeurs mobilières* مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة، والتي تأسست بفضل ثمانية صناديق للمساهمة، برأسمال قدره 320.000.00 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق، وفي 28 ماي 1991 تم صدور ثلاث مراسيم تنفيذية تتمثل في: 91-169 يختص بتنظيم المعاملات على القيم المتداولة، المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بأنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط إصدارها

من طرف المؤسسات والمرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة. وفي فيفري 1992 تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها إلى 9.320.000.00 دج ، وأصبحت تسمى ببورصة الأوراق المالية. وفي 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري وهي تعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، حيث بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 أصبح ممكن تأسيس شركات مساهمة بالقيام بالعرض العمومي للإدخار *Appel public à l'épargne* سواء عند تأسيس الشركة أو عند رفع رأسمالها. كما نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الإستثمار، شهادات الحق في التصويت، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم شهادات المشاركة والسندات المرفقة بأذونات الإكتتاب. وحدد المرسوم التشريعي الصادر في 23 ماي 1993 الهيئات العاملة بالبورصة والمتمثلة في لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصة *La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse COSOB* ، وهي تمثل سلطة البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة *La Société de la Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières SGBV* وهي التي تسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة. وتم مع نهاية سنة 1996 الانتهاء من كل الأمور التنظيمية والقانونية لإنشاء البورصة حيث تم تشكيل فعلا اللجنتين السابقتين وتحديد مخطط وتنظيم كل هيئة، وتم اختيار الوسطاء الماليين العاملين في البورصة. وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 ولها مكان مادي " مقر " بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة.<sup>1</sup>

## 2-2. تنظيم بورصة الجزائر:

يسهر على بورصة الجزائر هيئات تفتظمها وتحكمها وفق القوانين واللوائح الصادرة عن الجهات

المؤهلة، وهذه الهيئات هي:

**2-2-1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:** تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتمثل السلطة الإدارية والمالية. وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدتها مدتها أربع سنوات ، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب إقفااتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات تبعا للتوزيع الآتي: قاض يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي

<sup>1</sup> تم الاعتماد في هذه النقطة على:

• تكارلي صوفية نبيلة ، " السوق المالي و بورصة الجزائر " ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص: 94-100.

• Mustapha Ferfera, " Évolution de Bourse d'Alger ", Journée d'étude sur la Bourse d'Alger, genèse, actualité et perspectives, université de Laghouat, 12/05/2011

يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضو يُختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مُصدري القيم المنقولة، عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.<sup>1</sup>

وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق الأوراق المالية ومراقبتها بالسهر على: حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، من خلال تسليم تأشيرة على المذكورات الإعلامية التي تعدّها لكل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية. وتمارس اللجنة، زيادة على هذه المراقبة القبّلية على الإعلام، مراقبة بَعْدية على ال مؤسسات المقبولة في التسعير، وتتعلق هذه المراقبة بالمشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات: الكشوف المالية والتقارير السنوية. والمهمة الثانية تتمثل في ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها، من خلال مراقبة السوق وضمان نزاهته وأمنه، ومراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المرئوي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد من احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير عادل، سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر، القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.<sup>2</sup> وبالتالي فهمام هذه الجئة ينحصر في الوظيفة القانونية ووظيفة المراقبة.

2-2-2. شركة تسيير بورصة الأوراق المالية SGBV : تأسست هذه الهيئة في 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ بـ 23 ماي 1993، وهي شركة ذات اسهم ب رأسمال قدره 4752000 دج، وهي تسهر على تنظيم خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع و شراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين و التنظيمات المعمول بها. والأعضاء المؤسسون لها هم الوسطاء المالييون من بنوك وهم: بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني للتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي. وشركات تأمين وهي: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، الشركة الجزائرية للتأمين والنقل، الشركة الجزائرية للتأمين. بنك خاص هو UNION BANK. ومن مهامها: التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة و التنظيم الفعلي

<sup>1</sup> لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، " دليل تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها"، 2004.

<sup>2</sup> COSOB, Rapport annuel, 2010 ,P: 9- 10.

لحصص التداول، تسيير نظام التداول و التسعيرة، تنظيم المقاصة على الأوراق المالية، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.<sup>1</sup> فهذه الهيئة تلعب دور تنظيم حصص التفاوض، لتحديد سعر التوازن في الجلسة، مع الإشارة هنا إلى أن طريقة التسعيرة المتبعة في ذلك هي طريقة التحديد الثابت " Fixing"، والتي تتمثل في تطبيق تسعيرة واحدة بالنسبة لكل الصفقات المبرمة على كل ورقة مالية.

**2-2-3. وسطاء عمليات البورصة (IOB) les intermédiaires en Opérations de Bourse:** وهم أعوان مختصين في حق التفاوض في الأوراق المالية كما نص عليهم المرسوم التشريعي رقم 93-10، حيث نصت المادة 5 من على أنه " لا يجوز إجراء أي مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها و عن طريق وسطاء في عمليات البورصة هذا يعني أن المشتريات و المبيعات للقيم المسعرة تتم بالحضور الإجباري لهؤلاء الوسطاء". وممارسة حق التفاوض تخول للوسطاء في عمليات البورصة القيام: إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب زبائنهم ويتلقون لهذا الغرض أموالا مدفوعة بتفويض من الإدارة، الوقوف كطرف مقابل في العمليات حول الأوراق المالية ولا يمكن أن يمارسوا الحق لحساب زبائنهم، التأكد من أن رؤوس أموال زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة هي من عائدات مصرح بها قانونا.<sup>2</sup> ولكي يتم اعتماد هؤلاء الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط المنصوص عليها في المادة الخامسة والسادسة من التنظيم رقم 96-03، فبالنسبة للأشخاص الطبيعيين فيشترط ما يلي:<sup>3</sup>

- بلوغ سن 25 سنة على الأقل.
  - التمتع بكامل القوى العقلية والأهلية.
  - الاتسام بصفات النزاهة المطلوبة لحماية المدخرين
  - أن يمتلك محل ملائم لمتابعة نشاطه.
  - التعهد بالمساهمة في صندوق ضمان و حماية المدخرين
  - تقديم طلب الإعتماد على مستوى اللجنة.
- أما بالنسبة للأشخاص المعنويين فيشترط ما يلي :
- الحد الأدنى لرأس المال هو 1 مليون دينار جزائري.
  - أن يمتلكوا محلات لائقة لحماية مصالح زبائنهم.
  - أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة ويتمتع بالأهلية.

<sup>1</sup> SGBV, **Présentation de Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.** <http://www.sgbv.dz>. 20/09/2011.

<sup>2</sup> Règlement COSOB n° 96-03 du 17 Safar 1417 correspondant au 03 Juillet 1996 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse.

<sup>3</sup> Ibid.



• تقديم طلب الإعتماد على مستوى اللجنة

وقد ميزت المادة 2 من التنظيم السابق بين نوعين من الوسطاء:

أ- الوسيط ذو النشاط الكامل (غير المحدود) *I.O.B de pleine activité*: في هذه الحالة يمارس الوسيط إضافة إلى مهمة مفاوضة القيم المنقولة القابلة للتداول: شراء وبيع القيم المنقولة لحسابه، توظيف القيم المنقولة لحساب الغير، تسيير حافظات القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل، القيام بالسعي نحو المستثمرين أو ما يسمى بـ *Le démarchage*.

ب- الوسيط ذو النشاط المحدود *I.O.B d'activité limitée*: وهنا يقتصر نشاط الوسيط في العمليات البورصية، على دور التفاوض فقط ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير.

ولقد تم اعتماد الوسطاء التاليين: - شركة الرشد المالي المكونة من طرف البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي وصندوق التقاعد والبطالة. - الشركة المالية للخبرة و التوظيف المكونة من طرف البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين. - الشركة العامة المالية المكونة من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل. - شركة توظيف القيم المنقولة المكونة من البنك الجزائري للتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين. بالإضافة إلى مؤسسة ذو رأس مال خاص تابعة لبنك *Union Bank*. أما حاليا هناك ستة وسطاء في عمليات البورصة تمثل البنوك العمومية التالية: البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك، بنك التنمية المحلية القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية.<sup>1</sup>

2-2-4. المؤتمر المركزي *Le Dépositaire Central*: تم تأسيس المؤتمر المركزي على السندات

( الجزائرية للتسوية ) طبقا للقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، و لقد أصبح مكلفا بالعمليات الئيلية: افتتاح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه ، يركز حفظ السندات بتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين ، تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة ( دفع أرباح السهم، رفع رأس المال ... )، ترميز السندات المقبولة لعملياته و ذلك حسب المقياس الدولي *ISIN ( International Securities Identification Number )*، نشر المعلومات المتعلقة بالسوق. و قد ساهم تأسيس هذه الهيئة في تخفيض تكلفة وأجال عمليات الدفع/التوصيل و العمليات الأخرى على السندات (تحصيل ربح الأسهم، الفوائد، ممارسة الحقوق ...).<sup>2</sup>

\* هو عبارة عن نشاط يمارسه الوسيط والذي من خلاله يذهب إلى إقامة المستثمرين أو أماكن عملهم أو في الأماكن العامة، أو استخدام الطريقة المعتادة بالمكالمات الهاتفية أو رسائل، يقترح اقتناء أو التصرف في الأوراق المالية أو المشاركة في معاملات الأوراق المالية أو تقديم الخدمات أو المشورة لنفس الغرض.

<sup>1</sup> SGBV, Mission de l'IOB. <http://www.sgbv.dz/>.

<sup>2</sup> SGBV, Rôle de Dépositaire Central . <http://www.sgbv.dz/>.

## 2-3. المؤسسات المدرجة في السوق:

تتشكل بورصة الجزائر من قسمين: قسم القيم المنقولة، ويتم التداول في هذا القسم على الأسهم والسندات إذ نجد في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم خمس شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية ، ثلاث شركات للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي و أليانس للتأمينات ) بعد انسحاب رياض سطيف في سنة 2006. وهناك مؤسسات دخلت بالسندات كمؤسسة دحلي وسونلغاز بعد حلول استحقاق سندات كل اتصالات الجزائر، سيفيتال، الخطوط الجوية الجزائرية، المؤسسة الوطنية للحفر وسوناطراك ويتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك كل اثنين و أربعا.

وهناك قسم لآخر مخصص لهندات الخزينة العمومية، إذ انه في إطار الإصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية و التي ترمي إلى إعادة الإعتبار إلى السوق المالية في عملية تمويل الإقتصاد الوطني بصفة عامة و تفعيل دور البورصة بصفة خاصة، تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 11 فيفري 2008، وتتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الآجال 7 سنوات، 10 سنوات و 15 سنة حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين و شركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل 5 حصص في الأسبوع.

## 2-3-1. المؤسسة المدرجة بالأسهم:

أ. **مجمع صيدال:** المتخصص في إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية، وبدأت عملية دخولها في البورصة عندما أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة الإشارة في سنة 1988 لمجمع الكيمياء والصيدلة بفتح 20% من رأسمال المؤسسة أي 2.5 مليار دينار بـ 2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر 250 دينار للسهم الواحد أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع. وتم قبول التسجيل من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بتأشيرة رقم 04/98 في 24 ديسمبر 1998. وقام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف. و تم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة إكتتاب ابتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999، وتم بيع كل الأسهم المعروضة وتحقيق الهدف بنسبة 143%<sup>1</sup>.

ب. **فندق الأوراسي:** مؤسسة متخصصة في الخدمات الفندقية والسياحة، رأسمالها، اتخذت قرار دخولها إلى البورصة من طرف اللجنة الوطنية للمساهمات الدولية بتاريخ 05 فيفري 1998، ثم من قبل الجمعية العامة غير عادية للمساهمين بتاريخ 21 جوان 1998، وكانت قيمة العرض العمومي تخص 20% من رأسمال الاجتماعي أي ما يعادل 1.5 مليار دج موزعة على 1.2 مليون سهم بسعر 400 دج للوحدة ولقد

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

توج هذا العرض بالنجاح حيث كان الطلب على الأسهم يفوق الحصة المعروضة. وتمت الموافقة الرسمية على الدخول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة تبعا للتأشيرة رقم 01/99 المؤرخة في 24 ماي 1999، وكان دخوله للبورصة يوم 20 جانفي 2000.<sup>1</sup>

**ج. أليانس للتأمينات:** تعتبر مؤسسة أليانس أول مؤسسة خاصة تدخل البورصة بعد المؤسسات العمومية الثلاث: صيدال والرياض سطيف والأوراسي، وتعلق الأمر بعرض للاكتتاب أكثر من 8,1 مليون سهم قيمة كل سهم 830 دينار. ولقد قسمت هذه الأسهم على 5 أقسام: 74,17% للأشخاص الطبيعيين ذوو الجنسية الجزائرية و 10,07% للمؤسسات و 10,31% للأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون الجزائري، و 5,00% لشركة المغرب للمركبات عن طريق ممارستها لحق الاكتتاب، و 0,20% للأعوان العاملين للتأمينات و 0,26% للعمال الأجراء في شركة التأمين وفروعها. وسمجت هذه العملية برفع رأس المال من 800 مليون دج إلى أكثر 2,2 مليار دينار. مما سيسمح لها بإنجاز إستراتيجيتها لتطوير خدماتها وتحسين موقعها في السوق. تم افتتاح عمليات الاكتتاب في 2 نوفمبر 2010 وإقبالها في أول ديسمبر 2010 وتبين النتائج النهائية للاقتتاب التي جمعتها شركة تسيير بورصة القيم أن أسهم شركة التأمين "أليانس" قد تم اكتتابها من طرف 5.646 مكتتب وأن نسبة الاكتتاب النهائية قد بلغت 139.73%.<sup>2</sup>

**د. الرياض سطيف:** هي مؤسسة للصناعات الغذائية و الحبوب، وبقوار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 أبريل 1998 تم إدخالها بالبورصة، و في 29 أبريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأس مالها من 4 مليار دج إلى 5 مليار دج، أي بنسبة 25%. و ذلك بإصدار مليون سهم بقيمة إسمية 1000 دج. وبسعر اصدار 2300 دج و قد تمت الموافقة على تسجيلها بالبورصة رسميا يوم 27 جوان 1998 بموجب تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 01 / 98. لكن نظرا لحالتها المالية الصعبة تم انسحابها في سنة 2006.<sup>3</sup>

## 2-3-2. المؤسسة المدرجة بالسندات:

**أ. سوناطراك:** ، والتي حصلت على قرض سندي بمبلغ 12,126 مليار دينار بسعر فائدة مقداره 13% بعلاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية، مدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

EGH EL -AURASSI, Notices d'information Du 24 mai 1999, <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-EL-AURASSI.pdf>

<sup>2</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

Alliance Assurances, Notices d'information Du 08 Août 2010, <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-Alliance Assurances.pdf>

<sup>3</sup> لمزيد من التفصيل يمكن الرجوع إلى:

ERDIAD SETIF, Notices d'information, Du 27 juin 1998, <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-ERDIAD-SETIF.pdf>

إلى تاريخ الاستحقاق في 03 جانفي 2003. و تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في : 10000، 50000 ، 100000 دج و ذلك بغية إستقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، و توفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، ومنحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك . وتمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999.<sup>1</sup>

ب. **مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية:** قامت الشركة في أفريل 2004 بلقراض مبلغ 4.4 مليار دج مدعم بأصول و مقسم إلى شطرين : الشطر الأول قيمته 1.8 مليار دج ، يستحق بعد سنتين و نصف بمعدل فائدة اسمي 3 %، أما الشطر الثاني قيمته 2.1 مليار دج بمعدل فائدة اسمي 3.75 % يستحق بعد 5 سنوات، وفي 1 ديسمبر 2004 قامت الشركة بإصدار قرض سندي ثاني بقيمة 25 مليار لإقتناء 4 طائرات رفقة قطع غيار بقيمة 50.000 دج للسند، و يستحق بعد 6 سنوات بمعدل فائدة 3.75 % للسنتين 2005، 2006 و 4.5 % في 2007، 2008 و 6 % في 2009، 2010.

وعادت شركة الخطوط الجوية الجزائرية في سنة 2005 بإصدار قرض سندي مبلغه 12.32 مليار دج لتمويل عملية إقتناء طائرات جديدة و اشتمل هذا القرض الموجه للبنوك و المستثمرين على مدة استحقاق قدرها 6 سنوات و نسبة فائدة قدرها 4 %.<sup>2</sup>

ج. **مؤسسة سونلغاز:** أصدرت شركة سونلغاز قرضين سندين، الأول في شهر مارس من سنة 2005، والثاني في شهر ماي من نفس السنة، وتهدف المؤسسة من خلالهما إلى تمويل الاستثمارات المتصلة بإنتاج الكهرباء والغاز ونقلهما. وتضمن القرض الأول مبلغ 10 ملايين دينار، وهو مخصص للبنوك والمؤسسات دون سواهم، ومقسم إلى ثلاثة أجزاء: الأول مبلغه 1.8 مليار دينار بفائدة اسمية 3.5% ومدة استحقاق 7 سنوات، والثاني مبلغه 3.3 مليار دينار بفائدة اسمية 4% ومدة استحقاق 9 سنوات، والثالث مبلغه 4.9 مليار دينار بفائدة اسمية 4.2% ومدة استحقاق 11 سنة. واشتمل القرض السندي الثاني على مبلغ 15.9 مليار دينار موجه إلى الجمهور لمدة استحقاق 6 سنوات وبفائدة سنوية متدرجة على النحو التالي: 3.5%، 3.75%، 4.0%، 4.25%، 5.0%، 7.00%.<sup>3</sup>

وعادت الشركة كذلك في جوان 2008 بقرض سندي بمبلغ 30 مليار دينار مليار دينار. ويوفر هذا القرض، الذي تمتد مدة إستحقاقه على مدى 6 سنوات، للجمهور فوائد تدرجية بـ: 3.75%، 4%، 4.5 % 5 %، 5.5 % و 6.5 % وتاريخ الاستحقاق هو 01 جوان 2014.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد براق، " بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، ج2"، مرجع سبق ذكره، ص: 399.

<sup>2</sup> COSOB, rapport annuel 2005,P: 19.

<sup>3</sup> Ipid.P: 18.

<sup>4</sup> COSOB, rapport annuel 2008,P: 31.

د. اتصالات الجزائر: لجأت هذه الشركة لأول مرة للبورصة سنة 2005، باصدار قرضا سنديا مبلغه 6.5 مليار، موجهة إلى تمويل اقتناء تجهيزات جديدة تهدف أساسا إلى عصرنة شبكتها الخاصة بالهاتف النقال و اشتمل هذا القرض المخصص للبنوك و المستثمرين المؤسسين على جزئين: الجزء الاول بمبلغ 3.35 مليار دج لهدة استحقاق قدرها سنتان و نسبة فائدة اسمية قدرها 2.75%، اما مبلغ الجزء الثاني فهو 3.15 مليار دج لهدة استحقاق قدرها 3 سنوات و نسبة فائدة اسمية قدرها 3 %<sup>1</sup>.

وعادت اتصالات الجزائر في 17 أكتوبر 2006 باصدار قرض بقيمة 21.59 مليار دج لمدة 6 سنوات يستحق في 17 أكتوبر 2011، وبفوائد سنوية متدرجة بـ: 4,00%، 4,00%، 4,50%، 4,50%، 7,90%.

هـ. المؤسسة الوطنية للحفر (ENAFOR): وهي فرع من فروع سوناطراك تدخل في مجال القطاع البترولي ولجأت للمرة الأولى إلى السوق السندية سنة 2005 من خلال الشروع في إقتراض مبلغ 8 ملايين دج، واشتمل هذا القرض المخصص للبنوك و المستثمرين المؤسسين أيضا على جزئين: الجزء الاول: مبلغه 4.8 مليار دج بنسبة فائدة اسمية قدرها 3 % و مدة استحقاق قدرها 5 سنوات. والجزء الثاني: مبلغه 3.92 مليار دج بنسبة فائدة اسمية قدرها 3.5 % و مدة استحقاق قدرها 6 سنوات.<sup>2</sup>

كما عمدت الشركة كذلك إلى اطلاق قرض سندي بـ 6 مليار لتمويل جزء من استثماراتها لسنة 2008 وهذا القرض المخصص للبنوك و المستثمرين المؤسسين قانونا ويشتمل على حصة وحيدة مع فائدة نسبتها 3,75 % وفترة إستحقاق مدتها 5 سنوات. وتجدر الإشارة إلى أن هذا القرض كان قد استفاد من الكفالة الشخصية والمتضامنة لشركة سوناطراك، وذلك فيما يخص مبلغ القرض بكامله مع الفوائد المتصلة به.<sup>3</sup>

ز. مؤسسة سيفيتال CEVITAL: سيفيتال هي شركة من القطاع الخاص لجأت إلى السوق السندية من أجل رفع أموال لتمويل قسم من مخطط تطويرها على مدى السنوات الثلاثة 2006/2007/2008، وبلغ القرض 5 ملايين دج مرفوق بضمان يتألف من الرهون العقارية والرهن الحيازية على ممتلكات الشركة العقارية وتجهيزاتها، ويتضمن جزئين مرفقين بخيار التحصيل المسبق على بموافقة الحائز مع نهاية السنة الثالثة فيما يخص سندات الجزء الأول ومع نهاية السنة الرابعة فيما يخص سندات الجزء الثاني، تبلغ قيمة الجزء الأول 2.93 مليار دج بمدة استحقاق سندات 5 سنوات ونسبة فائدة اسمية قدرها 3.75 % وتبلغ قيمة الجزء الثاني 2.07 مليار دج بمدة استحقاق 6 سنوات ونسبة فائدة اسمية قدرها 4 %.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> COSOB, rapport annuel 2005,P: 19.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> COSOB, rapport annuel 2008,P: 30.

<sup>4</sup> COSOB, rapport annuel 2005,P: 20.

ح. شركة المساهمة دحلي: وهي مؤسسة تابعة للقطاع الخاص وتحمل تسمية شركة: "دايو الجزائر للفندقة والترفيه العقاري" وتدعى باختصار "دحلي". وهي شركة مساهمة تنشط أساسا في قطاع الفندقة والعقارات والترفيه، ويبلغ رأسمالها 20,8 مليار دج، استلمت تأشيرة إصدار قرض سندي بمبلغ 8,3 مليار دج موجه إلى الجمهور الواسع. وقامت الشركة من خلال التوجه نحو سوق السندات إلى رفع الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع؛ تتمثل في حظيرة مائية، وفندق بشقق، وميناء استجمام "مارينا"، ولقد تم ضمان هذا القرض من خلال الرهون المقدمة على نزل الهيلتون وبرج "ABC". وبلغت قيمة القرض أكثر من 2.36 مليار دج من ضمن 8.3 مليار دج مستهدفة من البداية، بقيمة الاسمية تقدر بـ 10.000 دج ولمدة 07 سنوات، أي تاريخ الاستحقاق يكون في 11 جانفي 2016 ابتداء من تاريخ الإصدار في 11 جانفي 2009 وبفوائد سنوية متدرجة عبر السنوات على النحو التالي: 4,00%، 4,75%، 5,25%، 5,75%، 6,25% و 6,75%<sup>1</sup>.

#### 2-4. تطور نشاط بورصة الجزائر:

تعرف بورصة الجزائر ركودا ملحوظا، سواء في سوق الإصدار، أو في سوق التداول. وهذا راجع إلى قلة الأوراق المالية المقيدة، خاصة بخصوص الأسهم الذي يصل عددها إلى ثلاثة فقط. رغم محاولات ادخال سندات مؤسسات عديدة وحتى ادخال سندات الخزينة العمومية. ويمكن تبيان نشاط بورصة الجزائر من خلال اظهار تطور كل من قيمة التبادل وعدد المبادلات التي تمت في الجدول التالي:

جدول رقم (31): تطور قيمة التبادل وعدد المبادلات في بورصة الجزائر

السنوات	قيمة التداول	عدد المبادلات
1999	108 079 690,00	1 056
2000	720 039 160,00	4 559
2001	533 217 905,00	2 898
2002	112 060 345,00	2 071
2003	17 257 700,00	393
2004	8 432 615,00	141
2005	4 188 200,00	64
2006	149 391 910,00	234
2007	960 417 115,00	410
2008	2 978 852 405,00	568
2009	5 998 228 525,00	498
2010	4 984 285 175,00	367

المصدر: إحصائيات بورصة الجزائر ، الموقع: <http://www.sgbv.dz>

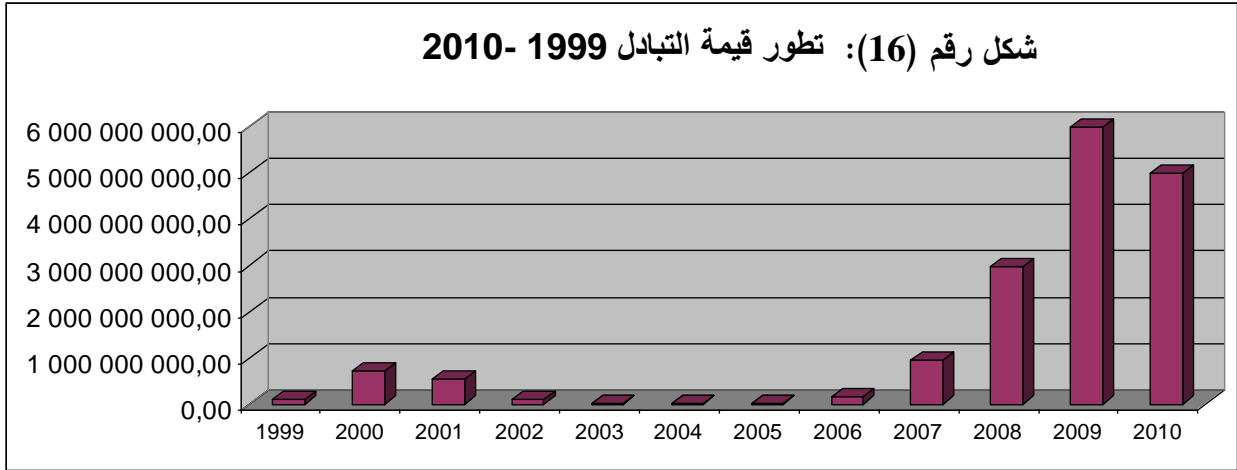
<sup>1</sup> SGBV, Sociétés Cotées: Spa DAHLI. <http://www.sgbv.dz/>.

من الجدول السابق يظهر أن النشاط في بورصة الجزائر شهد ثلاث مراحل رئيسية :

**مرحلة بعد بدء التشغيل:** والتي استمرت من سبتمبر 1999 وحتى أوائل سنة 2003. وقد تميزت هذه الفترة بعمليات إدراج الأوراق المالية في السوق وزيادة في أحجام وقيم التداول المدعومة من قبل عقود السيولة وخاصة من جاذبية القرض السندي الذي أصدرته سوناطراك.

**مرحلة الركود:** من 2003 إلى 2005، وخلال هذه المرحلة انخفض مستوى التبادل بشكل ملحوظ ليصل إلى عتبة 4 ملايين دينار في قيمة الأوراق المتداولة خلال سنة 2005. هذا الوضع نجم عن غياب إدخال أوراق مالية جديدة للسوق، ومن خلال استحقاق سندات سوناطراك وضعف مستوى جاذبية عوائد الأوراق المالية الثلاثة لصيدال ورياض سطيف والأوراسي.

**مرحلة الانتعاش النسبي في النشاط:** وشهدت هذه الفترة انتعاشا في سوق السندات من خلال اصدار ما قيمته 86 مليار دينار كقروض سندية من قبل المؤسسات المذكورة سابقا، وعرف النشاط في بورصة الجزائر ارتفاعا نسبيا بانضمام عدد لا بأس به من السندات في النصف الأول من عام 2006، لترتفع قيمة التداول إلى أكثر من 149 مليار دينار بنسبة ارتفاع قدرها 3465.15% بالرغم من انسحاب مؤسسة رياض سطيف من التداول في 03 جويلية 2006 بسبب حالتها المالية الصعبة. وتظهر قيمة التبادل في الشكل التالي:



**المصدر:** من اعداد الباحث بناء على الجدول السابق

هذا بالإضافة إلى أنه في سنة 2008، وبهدف تعزيز نشاط البورصة، قررت المديرية العامة

للخزينة العمومية القيام بتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة ( *les Obligations Assimilables du Trésor* ) ببورصة الجزائر، وتمثل هذه السندات مبلغا قدره 145 مليار دينار يتوزع على ثلاثة فترات استحقاق مدتها 07 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة. ولقد جرت أول جلسة لتسعير سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة يوم 11 فيفري 2008، وهذه السندات تصدرها الدولة عن طريق المناقصة في السوق الأولية لقيم الخزينة.

ويتمثل الهدف المنشود من هذا الإجراء، أولاً، في إعادة تفعيل سوق البورصة الوطنية عبر تزويدها بسندات سيادية على المدى، المتوسط والطويل، ومن خلال التمكين أيضاً بإعداد منحى مردودية يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة. كما إن إدخال سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة إلى البورصة سوف يسمح للمستثمرين بالحصول على سندات سائلة ومأمونة. ولقد بلغ عدد السندات التي تم إدخالها في سنة 2008، 16 سندا تتوزع على ثلاثة مراحل إستحقاق: 07 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة. لقد سجلت السوق الثانوية لهذه السندات في 2008 قيمة إجمالية جرى تداولها بلغت 1.760.340.900 دج، وسجلت سنة 2009 ارتفاعا ملحوظا في القيمة المتداولة مقارنة بالسنة المالية السابقة، وبلغ هذا الارتفاع 5.101.577.900 دج بإدخال ثلاث خطوط جديدة آجالها 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة ليصل عدد الخطوط إلى 19 خط. أما سنة 2010 بلغ عدد الخطوط 22 خط بإدخال ثلاث خطوط أخرى جديدة بنفس سنوات الاستحقاق.<sup>1</sup>

وللتوضيح مكانة بورصة الجزائر في الاقتصاد، نعرض الجدول التالي الذي يبين تطور الرسملة البورصية ونسبتها إلى الناتج الداخلي الخام:

جدول رقم (32): تطور الرسملة البورصية ونسبتها إلى الناتج المحلي الاجمالي

السنة	الرسملة البورصية	الرسملة البورصية \ الناتج المحلي الاجمالي
1999	19 175 000 000,00	0,55%
2000	21 495 000 000,00	0,52%
2001	14 720 000 000,00	0,35%
2002	10 990 000 000,00	0,24%
2003	10 360 000 000,00	0,20%
2004	10 400 000 000,00	0,17%
2005	10 100 000 000,00	0,13%
2006	6 710 000 000,00	0,08%
2007	6 460 000 000,00	0,07%
2008	6 550 000 000,00	0,08%
2009	6 550 000 000,00	0,07%
2010	7 900 000 000,00	0,09%

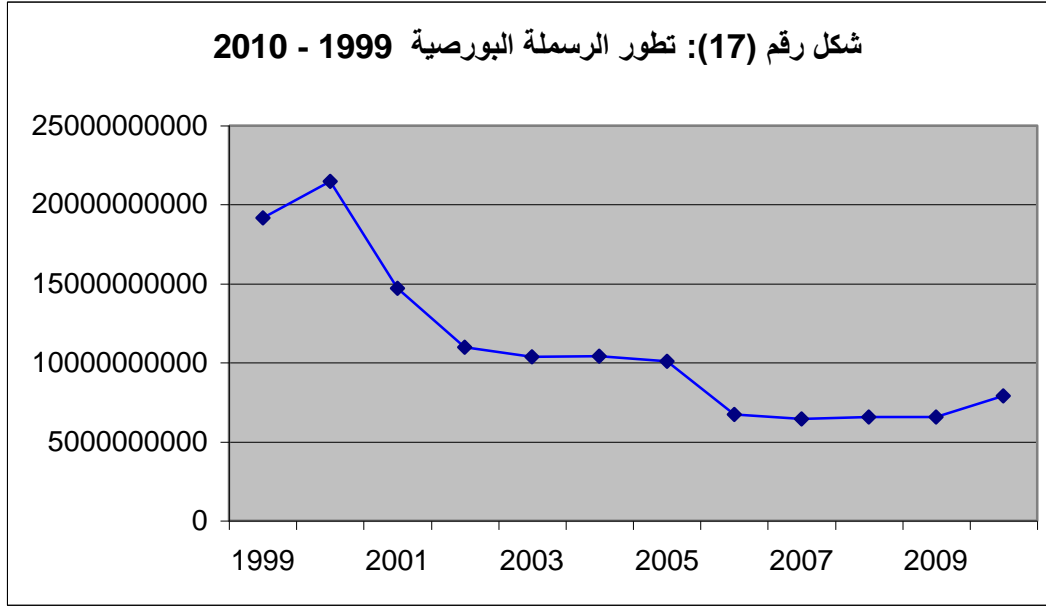
المصدر: Mustapha Ferfera, op cit.

يظهر الجدول السابق أن الرسملة البورصية أو القيمة السوقية سجلت انخفاضات متتالية منذ بدء التداول سنة 1999 فباستثناء الارتفاع المسجل سنة 2000 نتيجة إدراج قيم الأوراسي الذي نجم عنه بلوغ القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر أكثر من 21 مليار دينار فإن هذه القيمة تراجعت بشكل كبير حتى بلغت سنة 2006 قيمة 6 مليار دينار وهذا نتيجة ضعف التداول في تسجيل هذه القيم

<sup>1</sup> COSOB, les rapports annuels 2008,2009,2010.



فضلاً عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ افتتاحها. والشكل التالي يعبر عن تدهور القيمة السوقية في بورصة الجزائر.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على الجدول السابق

وفي الوقت التي تسجل فيه أغلب البورصات في العالم إدراج قيم شركات جديدة نجد أنه في بورصة الجزائر يحدث العكس وهو ما تجلى في قرار سحب أسهم الرياض من التداول سنة 2006، إلا أنه بعد دخول مؤسسة أليانس للتأمينات قد يعطي دفعا قويا وحافزا مهما لإدراج مؤسسات أخرى خاصة أو حتى مؤسسات صغيرة ومتوسطة وهو ما ترمي إليه السلطات ضمن برنامج اصلاح السوق المالية. لكن تظل بورصة الجزائر في حالة جمود وضعف شديد مقارنة بالدول الأخرى ولم تقم بالدور المأمول منها، فبالإضافة إلى عدد المؤسسات القليل جدا المدرجة في السوق أثر كثيرا نظام عملها، فمثلا بمقارنة عدد المؤسسات في بعض الدول سنة 2009، نجد مثلا: الولايات المتحدة الأمريكية 4987 مؤسسة، اليابان 3553 مؤسسة، المملكة المتحدة 2056، فرنسا 901 مؤسسة، ألمانيا 571 مؤسسة، المملكة العربية السعودية 146، المغرب 73 مؤسسة، تونس 54 مؤسسة، مصر 211. هناك كذلك ضعف مساهمة الرسملة البورصية في الناتج المحلي الاجمالي والتي لا تتعدى في اقصاها، كما بينه الجدول أعلاه 0,55% وهي نسبة ضعيفة جدا مقارنة مثلا الولايات المتحدة الأمريكية 106.8%، اليابان 66.6%، المملكة المتحدة 128.6%، فرنسا 74.4%، ألمانيا 39%، المملكة العربية السعودية 84.8%، المغرب 68.8%، تونس 15.6%، مصر 47.7%<sup>1</sup>.

ويمكن تفسير هذا الجمود في ببطء عمليات ال خصصة، وقلة الحوافز أمام المؤسسات الخاصة للانضمام وغياب ثقافة البورصة أو انعدام وضعف إعلام المواطنين بنشاطات وبدور البورصة وعملياتها،

<sup>1</sup> احصائيات البنك الدولي: <http://donnees.banquemondiale.org/theme/secteur-financier>

وضعف الحركة لدى المتعاملين نتيجة نقص الخبرات ونقص المعلومات الكاملة ، وتآكل النسيج الصناعي والمؤسساتي الذي أصبح يقتصر على قطاع المحروقات خاصة دون الصناعات الأخرى.

### 3- نظام الحوكمة في الجزائر:

كما قلنا سابقا فإن نظام الحوكمة من عناصر متعددة، يمكن تجميعها في ثلاث مكونات أساسية هي: هياكل الحوكمة: ويقصد بها مجموع الهيئات والمؤسسات المشرفة على تطبيق فعال للحوكمة. وهذه الهياكل هي متنوعة ومختلفة، فمنها ما هو خاص بالمؤسسة المعنية ك الجمعية العامة، مجلس الإدارة، مختلف اللجان المكونة لها ( لجان المراجعة، لجان التعيينات... )، ومنها ما هو خارج عن المؤسسة تربطها معها علاقات تعاقدية لمراجع حسابات، وكالات التصنيف والتقييم، ومؤسسات المصلحة العامة كهيئات الضبط. إجراءات الحوكمة: يقصد بها التنظيمات والتشريعات التي تنظم كيفية نشر والافصاح عن المعلومات كالمخطط المحاسبي أو القانون التجاري، أو تلك التي تبين كيفية دخول المؤسسة إلى البورصة وإجراءات التسعير والاصدار... الخ.

سلوكيات الحوكمة: وهو الذي يمثل الجانب البشري لحوكمة المؤسسات، حيث يتضمن تصرفات مختلف الأعران الطبيعيين والمعنويين المشكلين للجانب المؤسساتي ( هياكل - إجراءات ). فبدون تحلي هؤلاء الأعران بالسلوك السوي البعيد عن الفساد والتلاعب وسوء الأخلاق، والانضباط بمختلف القوانين والاجراءات، لا يمكن لنظام الحوكمة أن يسير كما ينبغي. وباسقاط هذه المفاهيم على بيئة الجزائر نتوصل إلى ما يلي:

#### 3-1. هيئات الرقابة على المؤسسات: كما توصلنا إليه سابقا أن هذه الهيئات في البيئة الجزائرية هي:

3-1-1. الجمعية العامة: طبقا للمادة 12 من الأمر 01-04، صلاحيات الجمعية العامة يتولاها ممثلون مؤهلون قانونا من مجلس مساهمات الدولة، و قبل ذلك وطبقا للمادة 21 من الأمر 95-25 ، كان يتولاها ممثلون مفوضون من المجلس الوطني لمساهمات الدولة، أما قبل سنة 1995 كانت تتولى الجمعية العامة أجهزة تؤهلها لذلك صناديق المساهمة، و تتكون الجمعية العامة في هذه الحالة من ممثلين عن الدولة. و تعتبر الجمعية العامة للمساهمين جهاز أساسي في المؤسسات العمومية الإقتصادية، وضع لها المشرع نظام مستمد من الأحكام العامة للقانون التجاري سواء من حيث تشكيلها أو تسييرها أو إختصاصاتها ماعدا في المؤسسات التي يكتسي نشاطها طابعا إستراتيجيا، أو التي تحوز فيها الدولة مجموع رأس المال الإجتماعي.

#### 3-1-2. رقابة مجلس الإدارة:

كما قلنا سابقا هناك نوعين من التنظيم يمكن أن تختارهما المؤسسة العمومية الإقتصادية إما الجمع بين الإدارة و المراقبة وهو ما يسمى بمجلس الإدارة، أو الفصل بينهما من خلال ما يسمى ب مجلس

المراقبة و مجلس المديرين. فبالنسبة للتنظيم الأول، فإن المؤسسات العمومية الإقتصادية تقوم بالجمع بين وظيفتي التسيير والمراقبة، والهيئة المكلفة بتعيين أعضاء مجلس الإدارة وتشكيلته هي الجمعية العامة للمؤسسة العمومية الإقتصادية. ولمجلس الإدارة لعدة صلاحيات ( يمكن الرجوع إليها في المادة 8 و 9 من المرسوم التنفيذي 01-283 ) تمكنه من القيام بوظيفة التسيير والمراقبة. أما التنظيم الثاني فهدفه هو الفصل بين إدارة المؤسسة العمومية الإقتصادية ومراقبتها، فتسند المراقبة إلى مجلس المراقبة، والإدارة إلى مجلس المديرين. إذ يكلف هذا الأخير بإدارة المؤسسة بعد تعيينه من طرف مجلس المراقبة و يمارس صلاحياته تحت رقابته، و تسند رئاسة مجلس المديرين لأحد الأعضاء المعينين، و يمكن للجمعية العامة عزلهم في أي وقت بناء على إقتراح مجلس المراقبة.

### 3-1-3. رقابة جهاز التسيير:

على المستوى المؤسسات هناك من يعمل بنظام الرئيس المدير العام، و منها من يختار نظام المدير العام أو رئيس مجلس المديرين في المؤسسات التي تحتوي على مجلس المراقبة، ويسمى الرئيس المدير العام في حالة تولي رئيس مجلس الإدارة بالمؤسسة العمومية الإقتصادية مهام المديرية العامة بها، و يسمى مدير عام عندما يتولى الرئيس الإشراف فقط على المؤسسة العمومية الإقتصادية، و يكلف شخص أو شخصين يساعده كمدبرين عامين يقترحهما على مجلس الإدارة و الذي يخول لهما صلاحيات معينة.

### 3-1-4. رقابة محافظ الحسابات:

ينظم مهنة محافظ الحسابات في الجزائر القانون 91-08 المؤرخ في 27/04/1991، والذي يحدد شروط و كفايات التعيين و ممارسة المهنة، و أحكام القانون التجاري في المرسوم التشريعي 93-08 التي تنظم عمل مندوب الحسابات وعلاقته مع المؤسسة والمساهمين فيها. فمراقب الحسابات، حسب القانون السابق، هو كل شخص يمارس بصفة عادية بإسمه الخاص وتحت مسؤوليته مهمة الرقابة الدائمة ويشهد بصحة و إنتظام حسابات الشركات بموجب أحكام التشريع المعمول به.

### 3-1-5. رقابة الهيئات المختصة:

وهي كما قلنا سابقا، هيئات تم استحداثها للإشراف على المؤسسات التابعة للدولة والتي كرس مفهوم الاستقلالية في التسيير، وهذه الهيئات هي حسب تطورها: صناديق المساهمة، الشركات القابضة وشركات تسيير المساهمات. هذا بالإضافة إلى المفتشية العامة للمالية.

### 3-2. التنظيمات والتشريعات الخاصة بالحوكمة:

في الجزائر يمكن أن نجد هذه القوانين في:

### 3-2-1. القانون التجاري:

والذي مر بالعديد من التعديلات ابتداء من 1975 وحتى سنة 2005، ويمكن أن نجد في هذا القانون أجزاء تتكلم ضمناً عن حوكمة المؤسسات، خاصة الجزء الخاص بالشركات التجارية، الذي يحدد الأشكال القانونية لها والأجهزة التي تكونها وترقبها وعلاقتها بمختلف الأطراف، وهو ما يمثل ضمناً مفاهيم حوكمة المؤسسات. وكذلك الجزء الخاص بالافلاس والتسوية القضائية الذي يبين الأحكام التي تخص تصفية المؤسسات وإفلاسها وكيفية توزيع الحقوق المتأنية من ذلك.

### 3-2-2. النظام المحاسبي:

طبقاً للقانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر سنة 2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي، وعملاً بالمادة 62 من قانون المالية التكميلي لسنة 2008، فإن النظام المحاسبي المالي قد حلّ ابتداء من أول جانفي سنة 2010 محلّ المخطط المحاسبي الوطني الذي كان يخضع لأحكام الأمر رقم 75-35 المؤرخ في 29 أبريل 1975. وينتظر من هذا النظام أن يقدم شفافية وثقة أكثر في الحسابات والمعلومات المالية والمحاسبية التي يسوقها، الأمر الذي من شأنه أن يزيد من شفافية المؤسسة وإعطاء صور صادقة لها بين المستثمرين.

### 3-2-3. تنظيمات وتعليمات البورصة:

والتي تخص أساساً التنظيمات التي تصدرها لجنة تنظيم ومتابعة البورصة، والتي تبين كيفية الإدراج وشروطها واجراءات العمل الداخلية والالتزامات الضرورية من المؤسسات بخصوص الإفصاح عن المعلومات الضرورية، وهناك العديد من هذه التنظيمات يمكن الرجوع إليها من موقع اللجنة.

### 3-2-4. قانون البنوك:

والذي يتمثل أساساً في القانون النقد والقرض وما تبعه من تعديلات متتالية في سنة 2001 و 2003. والذي يخص أساساً: صلاحيات بنك الجزائر وعملياته وكذا مجلس النقد والقرض، تنظيمات البنوك التجارية في السوق النقدي، طرق مراقبة البنوك وعمليات مع الزبائن. وبالتالي ومن خلال ما سبق، إذا أرنا أن نصنف نظام الحوكمة في الجزائر، فنقول أنه قبل القيام باصلاحات سنة 1988 ومنح الاستقلالية كانت المؤسسات تدير مركزياً وفق المخططات الوطنية والجهات الوصية، وكانت هذه الأخيرة هي التي تقوم بعمليات الاشراف والمراقبة والمتابعة وبمشاركة البنوك والخزينة العمومية. فهذه الفترة يغلب عليها ملامح نظام الحوكمة وفق النموذج الإداري *Le modèle administré* كما بيناه سابقاً وفق تقسيم *Roland Pérez* ووفق هذا النمط تقوم السلطات العمومية بالاشراف على المؤسسات، والقيام بعمليات الضبط والتنظيم وفق تشريعات وتنظيمات وقوانين معينة.

لكن بعد القيام باصلاحات 1988 ومنح الاستقلالية بدأت تظهر ملامح أخرى للحوكمة، خاصة بظهور عمليات الفصل بين ملكية الدولة وتسيير للمؤسسات العمومية الاقتصادية، واستحداث هيئات تعتبر كوسيط أو وكيل بين الدولة باعتبارها المالك ومسيري المؤسسات. وهنا يظهر مفهوم علاقة الوكالة *relation d'agence* التي تقوم عليها نظرية الحوكمة. إذ في هذه المرحلة بدأت النقاش حول كفاءة الهيئات الوصية ( صناديق المساهمات، الشركات القابضة وشركات تسيير المساهمات ) باعتبارها وكيل عن الدولة، وعن كفاءة المسير باعتباره وكيل عن تلك الهيئات في ممارسة السلطة في المؤسسات.

كما اتسمت هذه المرحلة بمحاولة التحول نحو اقتصاد السوق والقيام بعمليات الخصخصة، وانشاء سوق للأوراق المالية، مما يعني نية الدولة في التحول نحو نموذج للحوكمة يعتمد على آليات السوق، او ما يسمى النظام موجه بالسوق *Le système oriente marché*. لكن تلك الآليات لم تطبق على أرض الواقع لحد الآن وبقي هذا النموذج مجرد قوانين وتشريعات ، خاصة بتباطؤ عملية الخصخصة ووجود ركود كبير في السوق المالية الذي عرف انضمام عدد قليل من المؤسسات.

كما أن حدوث بعض الاضطرابات والافلاسات لدى مؤسسات مالية، كبنك الخليفة *BCIA* بنك. أضفى نقاشا واسعا بشأن توفير الشفافية والمساءلة وفعالية ادوات الرقابة المطبقة، وظهر هذا اكثر عند بروز للسطح مشاكل في أكبر مؤسسة جزائرية ، وهي سوناطراك.

وفي ظل هذه البيئة غير الملائمة لتطبيق نظام فعال للحوكمة، برزت هناك بوادر ومساهمات

تستحق الذكر بشأن التأسيس لنظام الحوكمة الجزائر اهمها:

تأسيس ميثاق حوكمة المؤسسة في الجزائر *code de gouvernance d'entreprise en Algérie*<sup>1</sup> وهذا بمشاركة كل من حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة *Cercle d'Action et de Réflexion autour de l'Entreprise (CARE)* ومنتدى رؤساء المؤسسات *Forum des Chefs d'Entreprises (FCE)* مع

مجموعة من الهيئات والمؤسسات الدولية المقيمة بالجزائر مثل مؤسسة التمويل الدولية وبرنامج ميدا لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المنتدى الدولي لحوكمة المؤسسات. وأشرف على تحضير هذا الميثاق فريق عمل يتكون من طرف مختلف المتدخلين في عالم المؤسسة وساهمت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذا الفريق والذي نصب في شهر نوفمبر 2007، و الذي أطلق عليه

«GOAL08» أي فرق العمل لحوكمة المؤسسات سنة 2008. و تم ميلاد هذا الميثاق في مارس 2009. والذي يتكون من جزأين هامين: تطرق الجزء الأول ابراز الدوافع التي أدت إلى أن تصبح حوكمة المؤسسات اليوم ضروريا في الجزائر وإشكالية المؤسسات الجزائرية لا سيما المؤسسة الخاصة والصناعية بينما تطرق الجزء الثاني إلى المقاييس الأساسية التي يبني عليها الحكم الراشد للمؤسسات، وعرض بعض معايير الحوكمة والمتمثلة في: العدل : عن طريق توزيع الحقوق والواجبات بين الأطراف

<sup>1</sup> يمكن الاطلاع على كامل الميثاق من موقع حوكمة المؤسسات الجزائرية: <http://www.algeriacorporategovernance.org/lien.php>

الفاعلة ، وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بها بطريقة منصفة. الشفافية: إذ ينبغي أن تكون تلك الحقوق والواجبات وكذا المسؤوليات واضحة وجليّة للجميع. المسؤولية: إذا تعتبر مسؤولية كل فرد محددة بأهداف دقيقة وليست مقسمة. التبعية: كل طرف فاعل مسؤول أمام الآخر فيما يمارس من خلاله المسؤوليات المنوطة به.

ويطمح هذا الميثاق إلى إعطاء انطلاقة جديدة لترقية حوكمة المؤسسات ضمن بعد شامل ودائم للمؤسسة الجزائرية وتفعيل حوار واسع حول الخطوات المستقبلية التي يمكن اتخاذها في هذا المجال. وحدد هذا بصفة واضحة علاقة المؤسسة بمحيطها وضرورة تحسين المؤسسة لعلاقتها مع مختلف الأطراف الداخلية والخارجية التي تتعامل معها وتحسين صورتها وجاذبيتها تجاههم من أجل خلق جو من الثقة والتنافسية في الوسط الاقتصادي. كما أكد على ضرورة احترام المؤسسة للقانون خاصة في مجالات قانون العمل، الضرائب وحماية البيئة وشدد على عدم التسامح مع المؤسسات المخالفة وغير الملتزمة بذلك، كما نص على تجسيد الثقة والشفافية في التعامل مع البنوك والهيئات المالية من خلال إرسال المعلومات الشاملة والصحيحة عن الوضع المالي للمؤسسة وفي الوقت المناسب ما يلزمها القيام بمحاسبة دقيقة وعدم الوقوع في الأخطاء، وفي هذا الإطار تلزم المؤسسة الصغيرة العائلية على التفريق بين أموالها الخاصة والأموال الخاصة التابعة للمساهمين من أجل التأسيس لعلاقة قائمة على الثقة مع المقرضين، كما أشار الميثاق إلى أهمية إرضاء الزبائن وتطوير علاقة صادقة وأخلاقية معهم ووضع هذه العلاقة في قلب مهام المؤسسة خاصة في ظل المنافسة الحادة التي تميز المناخ الاقتصادي.

ولم يغفل الميثاق الجانب الهام هو المنافسة الشريفة وأخلاقيات المهنة حيث أكد على أن المنافسة لا تقتصر على التخاصم على حصص في السوق وعدد من الزبائن وإنما تبرز المنافسة خلال التموين لدى الموردين وتشغيل الكفاءات المطلوبة وتمثيل علامة المنتج أمام الغير.

كما تم كذلك إنشاء معهد حوكمة المؤسسات في الجزائر *l'Institut de gouvernance d'entreprise*

19 *(Hawkama El Djazaïr)* والذي أعلنت عن تأسيسه حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة في أكتوبر 2010 بمساهمة كل من منتدى رؤساء المؤسسات وجمعية المنتجين الجزائريين. والهدف من هذا المعهد هو مساعدة المؤسسات الجزائرية في عملية تطبيق قواعد وأسس حوكمة المؤسسات.، والتحسيس بأهمية قواعد القانون الجزائري لحوكمة المؤسسات من خلال التكوين والعمل على توضيح الرؤية أكثر لمفهوم الحوكمة بما يتلاءم مع المحيط القانوني والمالي إلى جانب اعتماد الشفافية لكون هذه الأخيرة تساعد المؤسسات في عملية الحصول على التمويل اللازم.

### المبحث الثالث: دراسة ميدانية لمكانة بورصة الجزائر في نظام حوكمة المؤسسات

لتبيان مكانة بورصة الجزائر في نظام الحوكمة في الجزائر، تم إعداد استبيانته موجهة لذلك الغرض وتوزيعها على مجتمع الدراسة، وتفريغها وتحليلها باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية نسخة 19 "SPSS" *statistical package for social science*. بهدف الوصول لدلالات ذات معنى ومؤشرات تدعم موضوع الدراسة.

#### 1- عرض وخصائص الدراسة:

من خلال استعراض الكثير من الأدبيات والدراسات حول موضوع حوكمة المؤسسات، خاصة فيما يتعلق بمبادئ وقواعدها على المستوى الدولي، تم إعداد استبيانته، تتكون من جزأين، الجزء الأول يحتوي على معلومات ديموغرافية حول المستقضي، والجزء الثاني يحتوي على 24 سؤال على شكل عبارات مقسمة إلى مجموعة من المحاور، كل محور يقيس تأثير معين لبورصة الجزائر على الحوكمة حيث:

**المحور الأول:** يتعلق بمدى توفر سوق الأوراق المالية على إطار قانوني ورقابي يسمح بتطبيق حوكمة جيدة للمؤسسات؛

**المحور الثاني:** يتعلق بمدى قيام بورصة الجزائر على إلزام المؤسسات بالإفصاح عن المعلومات وفق متطلبات حوكمة المؤسسات؛

**المحور الثالث:** يتعلق بمدى قيام البورصة على حماية حقوق المستثمرين.

وفي هذا الصدد تم الاعتماد مقياس ليكارت لترميز وتمييط الإجابات، وهذا المقياس يحتمل خمسة إجابات، كل إجابة تحمل وزن معين، ليتم حساب المتوسط المرجح واتجاه حسب الجدول التالي:

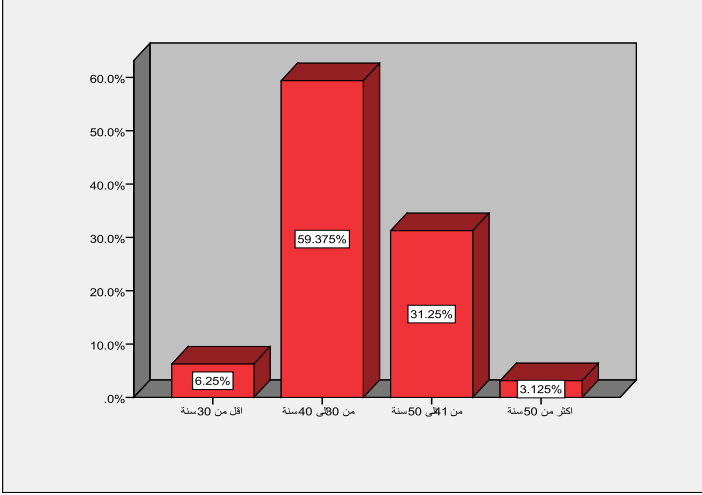
الرأي	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
الوزن	5	4	3	2	1
المتوسط المرجح	من 4.20 إلى 5	من 3.40 إلى 4.19	من 2.60 إلى 3.39	من 1.80 إلى 2.59	من 1 إلى 1.79

وقد حدد مجتمع الدراسة بكل من إطارات بورصة الجزائر وإطارات المؤسسات المدرجة في السوق، ونظر لمحصولية هذا المجتمع تم إضافة أكاديميين ومهنيين مختصين بالموضوع، وبذلك عينة الدراسة هي عينة مقصودة، حيث تم توزيع 60 استبيانته بطريقة التسليم المباشر أو غير المباشر عن طريق أشخاص أو عن طريق البريد الإلكتروني، وتم استرجاع 36 استبيانته أي بنسبة 60% وتم قبول 32 منها فقط، موزعة على 09 استبياننا من إطارات بورصة الجزائر، و 12 استبيان من إطارات المؤسسات المدرجة، و 11 من الأكاديميين والمهنيين المختصين في المراجعة. وتعكس هذه النسبة المتوسطة صعوبة التعامل مع هذه المواضيع من جهة، ومن جهة أخرى صعوبة تطبيق أداة جمع البيانات عن طريق الاستبيانات في البيئة الجزائرية.

وخصائص العينة تتمحور في:

**1-1. العمر:** يبين الجدول والمنحى التالي عمر أفراد عينة الدراسة:

جدول رقم (33): توزيع عينة الدراسة حسب العمر منحى رقم (18): توزيع عينة الدراسة حسب العمر

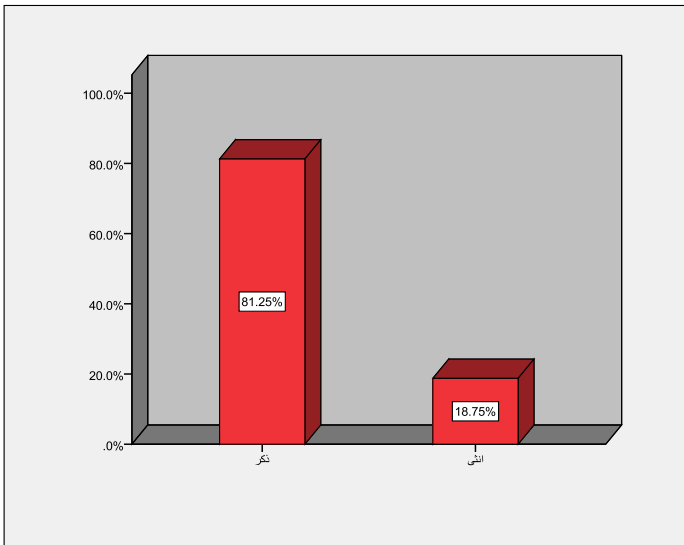


العمر	التكرار	النسبة
أقل من 30 سنة	2	6.3%
من 30 إلى 40 سنة	19	59.4%
من 41 إلى 50 سنة	10	31.3%
أكثر من 50 سنة	1	3.1%
المجموع	32	100%

من خلال الجدول السابق يتبين أن توزيع النسب حسب العمر لأفراد العينة يتجه إلى سن من 30 إلى 40 سنة بنسبة 59.4% ومن 41 إلى 50 سنة بنسبة 31.3% مما يدل على أن النسبة الكبرى من العينة من العمر هي من 30 سنة إلى 50 سنة ، وذلك يتناسب مع مدى خبرة عينة الدراسة.

**1-2. الجنس:** يبين الجدول والمنحى التالي جنس أفراد عينة الدراسة:

جدول رقم (34): توزيع عينة الدراسة حسب الجنس منحى رقم (19): توزيع عينة الدراسة حسب الجنس



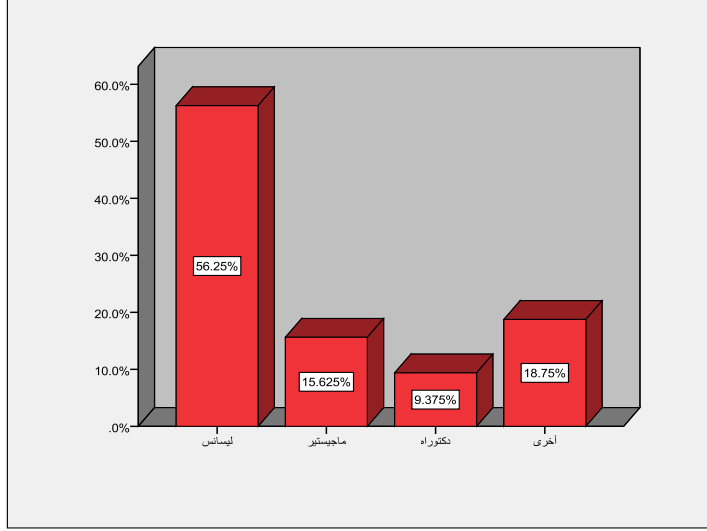
الجنس	التكرار	النسبة
ذكر	26	81.3%
انثى	6	18.8%
المجموع	32	100%

يتبين أن ما نسبته 81.3% من عينة الدراسة من فئة الذكور، و 18.8% من العينة من فئة الإناث، أي أن النسبة الكبرى هي لمتغير الذكور في عينة الدراسة.



### 1-3. المستوى العلمي: يبين الجدول والمنحى التالي المستوى العلمي لأفراد عينة الدراسة:

جدول رقم (35): توزيع عينة الدراسة حسب المستوى العلمي منحى رقم (20): توزيع عينة الدراسة حسب المستوى العلمي

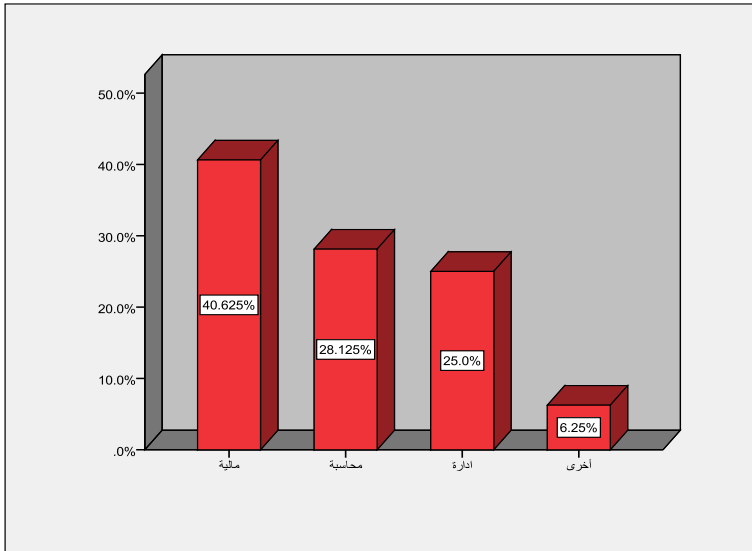


المستوى العلمي	التكرار	النسبة
ليسانس	18	56.3%
ماجستير	5	15.6%
دكتوراه	3	9.4%
أخرى	6	18.8%
المجموع	32	100%

يتبين أن ما نسبته 56.3% من عينة الدراسة مؤهلهم العلمي ليسانس، و 15.6% من عينة الدراسة مؤهلهم العلمي ماجستير، و 9.4% مؤهلهم العلمي دكتوراه، و 18.8% لمستويات أخرى كالماستر ومهندسي دولة وهو ما يتوافق مع خصائص العينة المقصودة التي تركز أساسا على الاطارات في بورصة الجزائر وفي المؤسسات.

### 1-4. التخصص العلمي: يبين الجدول والمنحى التالي التخصص العلمي لأفراد عينة الدراسة:

جدول رقم (36): توزيع عينة الدراسة حسب التخصص العلمي منحى رقم (21): توزيع عينة الدراسة حسب التخصص العلمي



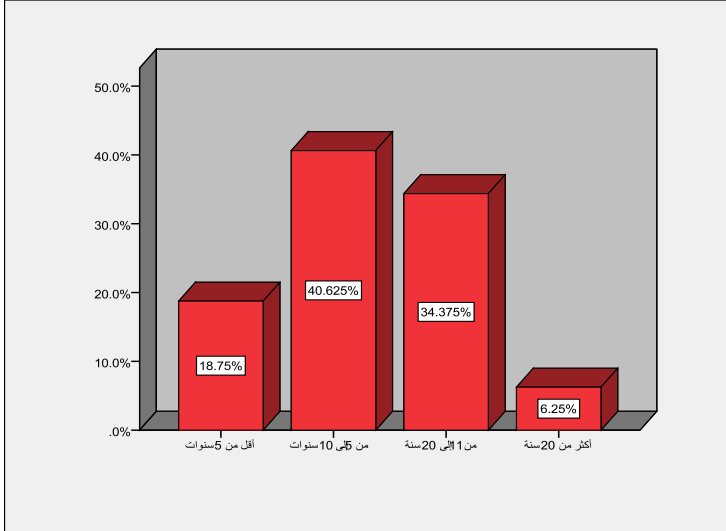
التخصص العلمي	التكرار	النسبة
مالية	13	40.6%
محاسبة	9	28.1%
ادارة	8	25%
أخرى	2	6.3%
المجموع	32	100%

يبين جدول أن 40.6% من عينة الدراسة تخصصهم العلمي مالية و 28.1% من عينة الدراسة تخصصهم العلمي محاسبة، و 25% من عينة الدراسة تخصصهم العلمي إدارة عمال و 3.6% من عينة الدراسة

تخصصهم العلمي تخصصات أخرى مما يدل على أن النسبة الكبرى من العينة من تخصص المحاسبة ويليها إدارة الأعمال وذلك بما تتناسب مع طبيعة أعمال عينة الدراسة.

### 1-5. الخبرة المهنية: يبين الجدول والمنحى التالي الخبرة المهنية لأفراد عينة الدراسة:

جدول رقم (37): توزيع عينة الدراسة حسب الخبرة المهنية منحى رقم (22): توزيع عينة الدراسة حسب الخبرة المهنية



العمر	التكرار	النسبة
أقل من 5 سنوات	6	18.8%
من 5 إلى 10 سنوات	13	40.6%
من 11 إلى 20 سنة	11	34.3%
أكثر من 20 سنة	2	6.3%
المجموع	32	100%

من خلال مما سبق يتضح لنا توزيع النسب حسب عدد سنوات الخبرة لأفراد العينة، حيث 18.8% تقل خبرتهم عن 5 سنوات، و 40.6% من 5 إلى 10 سنوات، و 34.3% من 11 إلى 20 سنة والباقي بنسبة 6.3% أكثر من 20 سنة، أي أن الغالبية أي أكثر من 80% خبرتهم أكثر من 5 سنوات وهي متوافقة مع المسمى الوظيفي لكل عنصر، ويعكس الخبرة لأفراد العينة.

### 1-6. ثبات الاستبانة:

يقصد بالثبات هنا مدى مصداقية البيانات في عكس نتائج العينة على مجتمع الدراسة. ولقياس ثبات الاستبانة هناك عدة طرق منها استخدام معامل الثبات كمعامل ألفا كرومياك *alpha cronbach* وطريقة التجزئة النصفية *Split - half*. وقد استخدمنا هنا معامل ألفا كرومياك، والذي تتراوح قيمته بين الصفر والواحد، فإذا كانت قيمه الواحد فهناك ثبات تام في البيانات، أما إذا كانت قيمته الصفر لا يوجد هناك وثبات. وعلى العموم يتم اعتماد دائما قيمة 0.6 لهذا المعامل، حيث يزيد الثبات كلما ارتفعت القيمة عن 0.6. ولتطبيق هذه القاعدة تم استخراج المعاملات لكل محور ولإجمالي المحاور كما يلي:

جدول رقم(38):معامل الثبات بطريقة ألفا كرونباخ

المحور	عنوان المحور	عدد العبارات	معامل ألفا كرونباخ
الأول	المقومات القانونية والرقابية لبورصة الجزائر	8	0.76
الثاني	المقومات الاعلامية لبورصة الجزائر	8	0.63
الثالث	مقومات حماية المستثمرين	8	0.62
جميع الفقرات		24	0.782

المصدر: نتائج تحليل الاستبائية عن طريق SPSS.

من الجدول السابق يتبين أن قيمة معاملات ألفا كرومباك تراوحت بين 0.76 للمحور الأول وهي

قيمة مقبولة، و 0.63 و 0.62 للمحور الأول والثاني على التوالي، وهي قيمة مقبولة كذلك بالرغم من اقتراب العتبة المحددة وهي 0.6. وتفسير انخفاض القيمة يعود إلى اختلاف وجهات النظر بين اطرار بورصة الجزائر وإطرار المؤسسات المدرجة بشأن عمل البورصة. وبلغت قيمة المعامل لكل المحاور 0.782 وهي قيمة تطمئن إلى ثبات أداة الدراسة الكلية.

## 2- تحليل فقرات الدراسة:

لتحليل فقرات الاستبيان، قمنا باستعمال الأدوات الاحصائية الوصفية بحساب التكرارات والمتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية وأخيرا المتوسطات المرجعة لكل فقرة ولكل محور، وكانت النتائج كما يلي:

### 2-1. فقرات المحور الأول: المقومات القانونية والرقابية لبورصة الجزائر:

تظهر النتائج ملخصة في الجدول التالية:

جدول رقم (39): تحليل فقرات المحور الأول

العبارة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الاتجاه العام والرتبة	التكرار
									النسبة
تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي واداري.	2	20	6	4	0	3.62	0.793	موافق ( 3 )	التكرار
	6.3	62.5	18.8	12.5	0				النسبة
تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين.	4	6	17	5	0	3.28	0.888	محايد ( 4 )	التكرار
	12.5	18.8	53.1	15.6	0				النسبة

موافق ( 2 )	0.767	3.84	0	2	6	19	5	التكرار	توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق.
			0	6.3	18.8	59.4	15.6	النسبة	
غير موافق بشدة (8)	0.619	1.44	20	10	2	0	0	التكرار	توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.
			62.5	31.3	6.3	0	0	النسبة	
محايد ( 7 )	0.902	2.66	4	8	15	5	0	التكرار	يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دوليا.
			12.5	25	46.9	15.6	0	النسبة	
محايد ( 5 )	0.641	3.09	0	5	19	8	0	التكرار	تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق.
			0	15.6	59.4	25	0	النسبة	
محايد ( 6 )	0.772	2.72	2	9	17	4	0	التكرار	هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات.
			6.3	28.1	53.1	12.5	0	النسبة	
موافق ( 1 )	0.564	4.06	0	0	4	24	4	التكرار	تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري.
			0	0	12.5	75	12.5	النسبة	
محايد	0.54	3.08	إجمالي المحاور						

تشير الأرقام في الجدول أعلاه إلى تفاوت اتجاهات أفراد العينة، فالعبارات التي كان اتجاهها نحو الموافقة عنها هي: العبارة الأخيرة والتي تحتل المرتبة الأولى بمتوسط 4.06 ، ثم العبارة الثالثة بمتوسط 3.84 فالعبارة الأولى بمتوسط 3.62. أما باقي العبارات فكان اتجاهها نحو الحياد، وترتيب هذه العبارات هو: العبارة الثانية بمتوسط 3.28 ثم العبارة السادسة بمتوسط 3.09 فالعبارة السابعة بمتوسط 2.72 ثم العبارة الخامسة بمتوسط 2.66. وهناك عبارة وحيدة وهي في الترتيب الأخير اتجاهها نحو غير الموافقة بشدة بمتوسط 1.44 . أما إجمالي المحور فكان بمتوسط 3.08 وباتجاه نحو الحياد.

وكتعليق على إجابات المستقصين طبقا لترتيب العبارات:

1. تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري ، فأفراد العينة يوافقون عليها بنسبة 75%، وفعلا فلقد تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع عمل شركات المساهمة في البورصة، إذ بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على شركات الأسهم والقيم المنقولة. لكن لا زال ينتظر أن يتم تطوير القانون التجاري ليسمح يتماشى بما هو معمول به في الاقتصاديات المتقدمة خاصة بخصوص هياكل الحوكمة.
2. توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق ، وأفراد العينة يوافقون عليها بنسبة 59.4%، وبالنظر إلى تعليمات لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة نجد أن هناك تفصيل ظاهر عن شروط وكيفية ادراج المؤسسات في البورصة خاصة في التعليمات رقم 97-03 .
3. تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي واداري، نسبة الموفقة على هذه العبارة كانت بـ 62.5%، إذ تظهر الاستقلالية اساسا لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، التي منحها المرسوم التشريعي رقم 93-10 الاستقلالية الادارية والمالية ووضعها تحت وصاية وزارة المالية مباشرة، رغم أنه يلاحظ على أرض الواقع أنه هذه الاستقلالية ما زالت مقيدة بالنظر إلى قرارات ادراج المؤسسات الذي يعود إلى قرارا سياسية بالدرجة الأولى؛
4. تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين، وكانت الإجابة عليها بالحياد بنسبة 53.1% ، إذ يبرر ذلك أن تلك الهيئات لا تزال لا تشتغل كما خطط له، في ظل قلة المؤسسات المدرجة وجمود النشاط؛
5. تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق ، وكانت الإجابة عليها بالحياد بنسبة 59.4%، إذ يفسر إجابة أفراد العينة بالحياد إلى أنه بالرغم من وجود تعليمات وتنظيمات خاصة بلجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، إلا أن تطبيقها لا زال غائبا وبقيت على شكل قواعد واجراءات نظرية لا غير؛
6. هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات ، وكانت الإجابة عليها بالحياد بنسبة 53.1%، إذ لا زال غموض كبير بشأن إدراج قواعد خاصة بحوكمة المؤسسات ضمن برنامج اصلاح وتطوير السوق المالية المعلنة عنه، إذ يشير البرنامج إلى ضرورة تطوير الحوكمة فقط دون التطرق إلى دليل خاص ببورصة الجزائر؛
7. يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دوليا ، وكانت الإجابة عليها بالحياد بنسبة 46.9%، إذ أن شروط ادراج المؤسسات في السوق لا تتعرض اساسا إلى ضرورة تقيد المؤسسات بتلك المبادئ؛

8. توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات، وهي العبارة التي لم يوافق عليها بشدة أفراد العينة بنسبة 62.5% ، إذ فعلا لم تتطرق التعليمات صراحة عن حوكمة المؤسسات، بالرغم من وجود بعض المواد التنظيمية التي تصدره لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة والتي لها علاقة بمفاهيم حوكمة المؤسسات خاصة جانب الإفصاح والشفافية.

## 2-2. فقرات المحور الثاني: المقومات الإعلامية لبورصة الجزائر:

تظهر النتائج ملخصة في الجدول التالية:

جدول رقم (40): تحليل فقرات المحور الثاني

العبارة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الاتجاه العام والرتبة
يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية	التكرار	0	23	9	0	3.72	0.457	موافق ( 2 )
	النسبة	0	71.9	28.1	0			
تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.	التكرار	5	25	1	0	4.06	0.564	موافق ( 1 )
	النسبة	15.6	78.1	3.1	0			
يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافاتهم	التكرار	0	10	16	5	3.09	0.777	محايد ( 6 )
	النسبة	0	31.3	50	15.6			
تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية.	التكرار	0	10	17	5	3.16	0.677	محايد ( 5 )
	النسبة	0	31.3	53.1	15.6			
يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات.	التكرار	0	5	15	11	2.75	0.762	محايد ( 7 )
	النسبة	0	15.6	49.9	34.4			
تلتزم شركات الوساطة بعدم	التكرار	0	17	14	1	3.50	0.568	موافق

( 3 )			0	3.1	43.8	53.1	0	النسبة	الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي.
غير موافق بشدة ( 8 )	0.671	1.47	20	9	3	0	0	التكرار	تنعكس المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة.
			62.5	28.1	9.4	0	0	النسبة	
محايد ( 4 )	0.644	3.19	0	4	18	10	0	التكرار	تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف.
			0	12.5	56.3	31.3	0	النسبة	
محايد	0.34	3.11	إجمالي المحاور						

يرى أفراد العينة أن أهم المقومات الإعلامية في بورصة الجزائر هو أن تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب فهذه العبارة حلت في المرتبة الأولى بمتوسط 4.06، ثم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية تأتي في المرتبة الثانية بمتوسط 3.72 فعبارة التزام شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي بمتوسط 3.50 وهذه العبارات الثلاثة كان اتجاهها العام نحو الموافقة. أما العبارات التي كان اتجاهها نحو الحياد فهي عبارة تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف بمتوسط 3.19، وعبارة تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية بمتوسط 3.16 وعبارة يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم بمتوسط 3.09 وعبارة يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هيكل حوكمة المؤسسات بمتوسط 2.75. وهناك عبارة أخيرة كان اتجاهها نحو غير الموافقة بشدة وهي عبارة تنعكس المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة بمتوسط 1.47. أما الاتجاه العام للمحور فكان نحو الحياد بمتوسط 3.11.

وتفسير هذه النتائج هو كما يلي:

1. تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب، نسبة الإجابة نحو الموافقة كانت بـ 78.1 % ، وبالنظر إلى تعليمات البورصة

نجد فعلا طبقا لأحكام النظام رقم 96-02 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، 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 مقدما المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص المصدر والعملية المقرر إنجازها، يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر.

2. يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية، نسبة الاجابة نحو الموافقة كانت بـ 71.9%، فطبقا لأحكام النظام رقم 00-02 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. لكن يلاحظ من خلال التقارير السنوية التي تنشرها cosob تقاعس بعض المؤسسات عن التزامها الإعلامي، وذلك بتأخر تسليم الكشوفات المالية أو أنها تكون غير كافية؛

3. تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي، نسبة الإجابة نحو الموافقة كانت بـ 53.1%، وإجابات يدعمها المرسوم التشريعي رقم 93-10 وتنظيمات cocsob والتي تنص على انه من بين شروط الوسيط المالي الاتسام بصفات النزاهة المطلوبة لحماية المدخرين، وهو مرغم باحترام مبادئ العدالة و المساواة اتجاه زبائنه و تسبيق مصالح هؤلاء قبل مصلحته الشخصية، حيث عليه بإتمام أوامر زبائنه على أحسن وجه و بأحسن شروط السوق، لكن ونظرا لمحدودية النشاط والتعامل مع المستثمرين يبقى هذا الالتزام غير ظاهر في أرض الواقع؛

4. تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف، الإجابة عنها بالحياد بنسبة 56.3%، وفي الحقيقة هناك صعوبة في نشر المعلومات لكامل الأطراف وفي التوقيت المناسب، فمثلا معلومات سنة 2010 المتمثلة أساسا في القوائم المالية لم يتم الإفصاح عنها من كامل المؤسسات، باستثناء مؤسسة صيدال ومؤسسة دحلي التي أفصحت عنها في الأشهر الأخيرة فقط من سنة



5. تقوم المؤسسات فورا بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية ، الإجابة بالحياد بنسبة 53.1% ، حيث من جانب القوانين ألزم التنظيم المتعلق بالبورصة الشركات المسعرة بضرورة إعلام المتعاملين في السوق المالية ونشر كل حدث أو أي واقعة ذات أهمية تتعلق بالنشاط أو بالوضعية المالية للمؤسسة، ومن شأنها أن تكون بذات تأثير في أسعار أوراقها بالبورصة. لكن يلاحظ أن المؤسسات لم تفي أساسا بهذا الالتزام الذي غير كاف طبقا لتقرير COSOB لسنة 2010، الذي أوصى المؤسسات بمضاعفة عدد الاجتماعات الإعلامية في اتجاه المساهمين والمستثمرين عموما، وذلك بهدف الشرح وتقديم الإيضاحات اللازمة لحسن استيعاب النتائج التي تترتب على مثل هذه العمليات وهذا لضمان توزيع واسع لهذه المعلومات.

6. يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافاتهم ، نسبة الإجابة بالحياد كانت 50%، ونحن نرى أنه من خلال الاطلاع على المعلومات المفصح عنها من قبل المؤسسات، لم نجد على الإطلاق بنود تخص تفصيل عن أعضاء مجلس الإدارة ولا مكافاتهم، لهذا كنا ننتظر أن تكون الإجابات نحو عدم الموافقة بشدة؛

7. يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات ، نسبة الإجابة بالحياد كانت 49.9%، ونفس الملاحظة السابقة، حيث لا تقوم المؤسسة عن الإفصاح عن لجنة نظام الرقابة الداخلي ولجنة المراجعة ومجلس الإدارة والمراجعين ... وهي مكونات هياكل الحوكمة؛

8. تنعكس المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة ، وهذه العبارة كانت الإجابة عنها بعدم الموافقة بشدة بنسبة 62.5% ، فعلا هذا يعكس عدم كفاءة بورصة الجزائر، إذ أن المعلومات المفصح عنها بالرغم من أنها قد تكون ايجابية ، قد تنعكس سلبا على أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي حدث لمؤسسة صيدال التي كانت تحقق دوما أرباح لكن سعر أسهمها في انخفاض مما شكل قلقا للمؤسسة في سنوات عديدة.

### 2-3. فقرات المحور الثالث: مقومات حماية المستثمرين في بورصة الجزائر:

تظهر النتائج ملخصة في الجدول التالية:

جدول رقم (41): تحليل فقرات المحور الثالث

العبارة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الاتجاه العام والرتبة
توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين.	0	8	23	1	0	3.22	0.491	محايد ( 2 )
	النسبة	0	25	71.9	3.1			

الفصل الخامس: مكانة سوق الأوراق المالية في نظام حوكمة المؤسسات في الجزائر

محايد ( 4 )	0.647	2.97	0	7	19	6	0	التكرار	يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة.
			0	21.9	59.4	18.8	0	النسبة	
محايد ( 5 )	0.554	2.88	0	7	22	3	0	التكرار	يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل.
			0	21.9	68.8	9.4	0	النسبة	
موافق ( 1 )	0.560	3.41	0	1	17	14	0	التكرار	يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصيا أو غيابيا مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت.
			0	3.1	53.1	43.8	0	النسبة	
غير موافق ( 6 )	0.609	2.87	0	8	20	4	0	التكرار	تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة.
			0	25	62.5	12.5	0	النسبة	
غير موافق ( 7 )	0.621	2.53	0	17	13	2	0	التكرار	يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات.
			0	53.1	40.6	6.3	0	النسبة	
محايد ( 3 )	0.535	3.19	0	2	22	8	0	التكرار	يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية.
			0	6.3	68.8	25	0	النسبة	
محايد ( 2 )	0.553	3.22	0	2	21	9	0	التكرار	تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة لمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين.
			0	6.3	65.6	28.1	0	النسبة	
محايد	0.284	3.03	إجمالي المحاور						

يرى أفراد العينة أن أهم مقومات حماية المساهمين في بورصة الجزائر هو أنه يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت، فهذه العبارة حلت في المرتبة الأولى بمتوسط 4.06 وبتجاه نحو الموافقة، أما العبارات الأخرى فكانت نحو الحياد، فتأتي في المرتبة الثانية كل من عبارة توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين، وعبارة تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين، بمتوسط 3.22، ثم عبارة يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية، في الرتبة الثالثة بمتوسط 3.19، وعبارة يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة، بمتوسط 2.97، وعبارة يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل بمتوسط 2.88. وهناك عبارتان كانت الاتجاه فيهم نحو عدم الموافقة، وهما عبارة تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة بمتوسط 2.87، وعبارة يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات بمتوسط 2.53. أما الاتجاه العام للمحور فكان نحو الحياد بمتوسط 3.03.

وتعليقنا على هذه الإجابات يكون في النقاط التالية:

1. يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت، نسبة الاجابة عنها بالموافقة بنحو 43.8%، حيث أنه عادة ما يتم يتم انعقاد الجمعية العامة للمؤسسات بموجب إستدعاءات مكتوبة لمجلس الإدارة وتوجه عبر البريد لكل مساهم أو تنشر عن طريق الصحافة طبقا لأحكام القانون التجاري والقوانين الأساسية لتلك المؤسسات؛
2. توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين، نسبة الاجابة عنها بالحياد بنحو 71.9%، وبالفعل كل شخص يريد القيام بصفقة تداول الأوراق المالية ما عليه إلا الاتصال بالوسيط ثم انتظار تسوية المبادلات على القيم المتداول عليها، والتي يتم التفاوض عليها في جلسات البورصة ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط البائع، تتم عملية المقاصة في جلسة تترأسها شركة إدارة بورصة القيم بحضور كافة الوسطاء وكذا بنوك التسديد التابعة للوسطاء في عمليات البورصة، لتأكيد التغطية النقدية للوسطاء المشتريين على أساس كشف حساباتهم، ويقوم البنك بتنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزام الوسيط في جلسة التداول، وذلك في نفس اليوم كما أن تسليم الأوراق المالية يتزامن مع تحويل الأموال. ويقوم بعد ذلك مشتري الورقة بممارسة حقوقه من تسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم.

3. تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين، نسبة الإجابة عنها بالحياد بنحو 65.6%، المؤرخ، إذ يتعين على المؤسسات التي لديها قيم مسعرة في البورصة أن تقوم، عملاً بأحكام النظام رقم 00-02 بإيداع معلومات دورية ودائمة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم، وتنتشر هذه المعلومات عن طريق الصحافة. وتخص هذه المعلومات الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات في مدى صحة هذه الكشوف وانتظامها. وزيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تتعلق بكل معلومة مهمة أو أي حدث يخص نشاط الشركة أو وضعيتها المالية. وبالتالي ضمن القانون أن يتم معاملة كل المساهمين بالعدالة، لكن غالباً ما يكون المساهمين الأقلية لا يبالون بهذه المعلومات مما يجعلها حكراً لفئة معينة منهم فقط؛

4. يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية، نسبة الإجابة عنها بالحياد بنحو 68.8%، وهي نفس مضمون العبارة السابقة إلا أنها بصياغة أخرى؛

5. يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنظمة وبسهولة ، نسبة الإجابة عنها بالحياد بنحو 59.4%. ونفس الملاحظة في العبارة السابقة، أي أنه من المرفوض أن النظام رقم 00-02 كفل لكل المستثمرين الحصول على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة دورياً وبانتظام، لكن هناك من المؤسسات من تتهاون في هذا الالتزام أو يكون الإفصاح غير تام؛

6. يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل، نسبة الإجابة عنها بالحياد بنحو 68.8%، وفي الحقيقة هذا قد ضمنه القانون التجاري الجزائري، وهو مبدأ عالمي تسعى لتطبيقه كل الدول " لكل سهم صوت "، لكن في الجزائر هناك من المساهمين من لا يهتم الأمر، فبعض المساهمين بعد اقتناءه الأسهم لا يسأل تماماً عن الجمعية العامة ولا عن قراراتها؛

7. تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة، نسبة الإجابة عنها بغير الموافقة بنحو 62.5%، وهناك لا تتعدى هذه المعلومات مجرد تقرير يحوي على محضر الجمعية العامة والذي يحوي على الأرباح وتوزيعاتها وتأشيرة مدقق الحسابات، بغياب تفصيلات عن القرارات المهمة والتي اتخذت؛

8. يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات، نسبة الإجابة بغير الموافقة بـ 53.1% ، وكما قلنا سابقاً هناك كم من القوانين والتنظيمات التي تسهر على توفير الرقابة والمتابعة، وفي بداية عمل البورصة كانت هناك صعوبات في نشر نتائج الرقابة فأثرت على عنصر الكفاءة، لكن في السنوات الأخيرة أصبحت لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة وكذا شركة

تسيير القيم المنقولة حريصة على نشر كل التفاصيل بشفافية وبكفاءة مهنية، وأصبح موقع الهيئتين، غني بالتقارير والنشرات والإحصائيات.

### 3- نتائج اختبار الفرضيات:

قبل القيام باختبار الفرضيات نقوم باختبار التوزيع الطبيعي وهو أمر ضروري لأن معظم الاختبارات المعلمية تتعب التوزيع الطبيعي:

#### 3-1. اختبار التوزيع الطبيعي:

وهنا نطبق اختبار كولمجروف- سمرنوف للعينة الواحدة *Test de kolmogorv-Siminov à un échantillon* لقياس ما إذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، حيث إذا كانت نتائج الاختبار أعطت قيمة  $\text{sig} > 0.05$  دل على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ورفض الفرضية الصفرية القائلة أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، وكانت نتائج هذا الاختبار كما يلي:

جدول رقم (42): اختبار التوزيع الطبيعي (اختبار كولمجروف- سمرنوف للعينة الواحدة)

المحور	عنوان المحور	عدد الفقرات	قيمة Z	قيمة مستوى الدلالة
الأول	المقومات القانونية والرقابية لبورصة الجزائر	8	0.848	0.468
الثاني	المقومات الاعلامية لبورصة الجزائر	8	0.664	0.770
الثالث	مقومات حماية المستثمرين	8	0.713	0.690

المصدر: نتائج تحليل الاستبانة عن طريق SPSS.

ويلاحظ أن قيمة مستوى الدلالة لكل المحاور تفوق مستوى 0.05 وهو ما يعني قبول فرضية أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. لذا يمكن الاختبار المعلمية.

ولإختبار الفرضيات نستعمل اختبار T للعينة الواحدة *Test T pour échantillon unique*، حيث يتم مقارنة متوسط الفقرة مع متوسط الدراسة القياسي وهو 3 حسب مقياس ليكارت الخماسي، وتكون الفقرة سلبية بمعنى أن أفراد العينة لا يوافقون على محتواها ( قبول الفرضية  $H_0$  ) إذا كانت قيمة T المحسوبة أقل من قيمة T المجدولة ( وهي 2.04 في حالتنا )، وتكون الفقرة ايجابية بمعنى أن أفراد العينة يوافقون على محتواها ( قبول الفرضية  $H_1$  ) إذا كانت قيمة T المحسوبة أكبر من قيمة T المجدولة ( وهي 2.04 في حالتنا ).

أما برنامج SPSS فهو يعتمد على طريقة القيمة المعنوية SIG، وتكون الفقرة سلبية بمعنى أن أفراد العينة لا يوافقون على محتواها ( قبول الفرضية  $H_0$  ) إذا كانت القيمة المعنوية SIG أكبر من 0.05، وتكون الفقرة ايجابية بمعنى أن أفراد العينة يوافقون على محتواها ( قبول الفرضية  $H_1$  ) إذا كانت القيمة المعنوية SIG أقل من 0.05.

### 3-2. اختبار الفرضية الأولى:

تشير الفرضية الصفرية إلى: لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات القانونية والرقابية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات.

وتشير الفرضية البديلة إلى: تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات القانونية والرقابية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات. وكانت نتائج الاختبار حسب الفقرات كما يلي:

جدول رقم (43): اختبار فقرات الفرضية الأولى

الرقم	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة T	القيمة المعنوية SIG
1	تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري.	3.62	0.793	4.458	0.000
2	تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين.	3.28	0.888	1.791	0.083
3	توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق.	3.84	0.767	6.226	0.000
4	توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.	1.44	0.619	2.031-	0.060
5	يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دولياً.	2.66	0.902	2.036-	0.059
6	تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق.	3.09	0.641	0.828	0.414
7	هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات.	2.72	0.772	2.021-	0.058
8	تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري.	4.06	0.564	11.136	0.000
	<b>إجمالي المحاور</b>	<b>3.08</b>	<b>0.54</b>	<b>1.017</b>	<b>0.317</b>

1. بالنسبة للعبارة الأولى كانت القيمة المعنوية SIG 0.000 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 4.458 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون اجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أن بورصة الجزائر لا تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن بورصة الجزائر تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري؛

2. بالنسبة للعبارة الثانية كانت القيمة المعنوية SIG 0.083 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 1.791 أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أن الهيئات الإشرافية والرقابية لا تقوم بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين ، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أن الهيئات الإشرافية والرقابية تقوم بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين؛
3. بالنسبة للعبارة الثالثة كانت القيمة المعنوية SIG 0.000 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 6.226 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أنه لا توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق ، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق ؛
4. بالنسبة للعبارة الرابعة كانت القيمة المعنوية SIG 0.060 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -2.031 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات ، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات؛
5. بالنسبة للعبارة الخامسة كانت القيمة المعنوية SIG 0.059 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -2.036 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات ، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات؛
6. بالنسبة للعبارة السادسة كانت القيمة المعنوية SIG 0.414 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 0.828 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق؛
7. بالنسبة للعبارة السابعة كانت القيمة المعنوية SIG 0.058 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -2.021 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يوجد هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة

المؤسسات، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات؛

8. بالنسبة للعبارة الثامنة كانت القيمة المعنوية SIG 0.000 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 11.136 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري؛ ومن إجمالي المحور كانت القيمة المعنوية SIG 0.317 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 1.017 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني قبول الفرضية الصفرية الأولى والتي تنص على أنه عند مستوى دلالة  $\alpha = 0.05$  لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات القانونية والرقابية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، ورفض الفرضية البديلة.

حيث أنه من الرغم من القيام بالعديد من الإصلاحات التشريعية والتنظيمية لإنشاء بورصة الجزائر، وبالرغم من التنظيمات والتعليمات التي اصدرتها لجنة وتنظيم ومتابعة عمليات البورصة، إلا أنها تظل غير كافية لمواكبة الإصلاحات التي تقوم بها البورصات الدولية بخصوص حوكمة المؤسسات.

### 3-2. اختبار الفرضية الثانية:

تشير الفرضية الصفرية إلى: لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات الإعلامية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات.

وتشير الفرضية البديلة إلى: تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات الإعلامية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات. وكانت نتائج الاختبار حسب الفقرات كما يلي:

جدول رقم (44): اختبار فقرات الفرضية الثانية

الرقم	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة T	القيمة المعنوية SIG
1	يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية	3.72	0.457	8.901	0.000
2	تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.	4.06	0.564	10.649	0.000
3	يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم	3.09	0.777	0.682	0.500



0.201	1.305	0.677	3.16	4	تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية.
0.073	1.856-	0.762	2.75	5	يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هيكل حوكمة المؤسسات.
0.000	4.980	0.568	3.50	6	تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي.
0.080	2.034-	0.671	1.47	7	تتبعكس المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة.
0.110	1.646	0.644	3.19	8	تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف.
0.063	1.931	0.34	3.11	إجمالي المحاور	

1. بالنسبة للعبارة الأولى كانت القيمة المعنوية SIG 0.000 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 8.901 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أن لا يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية؛
2. بالنسبة للعبارة الثانية كانت القيمة المعنوية SIG 0.000 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 10.649 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أن لا تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب؛
3. بالنسبة للعبارة الثالثة كانت القيمة المعنوية SIG 0.201 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 1.305 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم؛
4. بالنسبة للعبارة الرابعة كانت القيمة المعنوية SIG 0.500 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -2.031 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار

الأوراق المالية، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية؛

5. بالنسبة للعبارة الخامسة كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.073$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $-1.856$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هيكل حوكمة المؤسسات، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هيكل حوكمة المؤسسات؛

6. بالنسبة للعبارة السادسة كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.000$  أقل من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $4.980$  وهي أكبر من  $T$  الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أن لا تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي؛

7. بالنسبة للعبارة السابعة كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.080$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $-2.034$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تنعكس المعلومات المفصّل عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه تنعكس المعلومات المفصّل عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة؛

8. بالنسبة للعبارة الثامنة كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.110$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $1.646$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف؛

ومن إجمالي المحور كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.063$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $1.931$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني قبول الفرضية الصفرية الأولى والتي تنص على أنه عند مستوى دلالة  $\alpha = 0.05$  لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات الإعلامية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، ورفض الفرضية البديلة.

وبالرغم من وجود تعليمات وتنظيمات يمكن النظر إليها على أنها جزء مما تنادي به قواعد الحوكمة في مختلف الدول. لكن وجود مبادئ أو قواعد تتعلق أساساً بحوكمة المؤسسات، فهذا غائب كلية عن بورصة

الجزائر، حتى تضمن شروط دخول المؤسسات للبورصة، ببعض اللوائح التي تتعلق بمجالس الإدارة أو بالمراجعة ونظم الرقابة الداخلية أو حقوق المساهمين ومختلف الأطراف في المؤسسة لم يشر إليها على الإطلاق، وبالتالي نقول أن الوضع الراهن لبورصة لا يسمح لها أن تكون آلية فعالة لإلزام المؤسسات على الإفصاح العادل والكامل بمنظر حوكمة المؤسسات.

### 3-3. اختبار الفرضية الثالثة:

تشير الفرضية الصفرية إلى: لا تتمتع بورصة الجزائر بمقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات. وتشير الفرضية البديلة إلى: تتمتع بورصة الجزائر بمقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام الحوكمة. وكانت نتائج الاختبار حسب الفقرات كما يلي:

جدول رقم (45): اختبار فقرات الفرضية الثالثة

الرقم	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة T	القيمة المعنوية SIG
1	توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين.	3.22	0.491	2.521	0.017
2	يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة.	2.97	0.647	-0.273	0.786
3	يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل.	2.88	0.554	-1.277	0.211
4	يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصيا أو غيابيا مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت.	3.41	0.560	4.104	0.000
5	تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة.	2.87	0.609	-1.161	0.255
6	يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات.	2.53	0.621	-1.267	0.062
7	يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية.	3.19	0.535	1.982	0.056
8	تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة ل لمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين.	3.22	0.553	2.239	0.32
	إجمالي المحاور	3.03	0.284	0.699	0.490

1. بالنسبة للعبارة الأولى كانت القيمة المعنوية SIG 0.017 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 2.521 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أنه لا توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين؛
2. بالنسبة للعبارة الثانية كانت القيمة المعنوية SIG 0.786 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -0.273 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة؛
3. بالنسبة للعبارة الثالثة كانت القيمة المعنوية SIG 0.211 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -1.277 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل؛
4. بالنسبة للعبارة كانت القيمة المعنوية SIG 0.000 أقل من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة 4.104 وهي أكبر من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون ايجابية، أي رفض الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت؛
5. بالنسبة للعبارة الخامسة كانت القيمة المعنوية SIG 0.255 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -1.161 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة؛
6. بالنسبة للعبارة السادسة كانت القيمة المعنوية SIG 0.062 وهي أكبر من 0.05 وكذلك قيمة T المحسوبة -1.267 وهي أقل من T الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في

الرقابة علي المؤسسات ، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة علي المؤسسات؛

7. بالنسبة للعبارة السابعة كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.056$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $1.982$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية ، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية؛

8. بالنسبة للعبارة الثامنة كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.32$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $2.039$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني أن العبارة تكون سلبية، أي قبول الفرضية الصفرية القائلة أنه لا تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين، ورفض الفرضية البديلة التي تنص على تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين؛

ومن إجمالي المحور كانت القيمة المعنوية  $SIG = 0.490$  وهي أكبر من  $0.05$  وكذلك قيمة  $T$  المحسوبة  $0.699$  وهي أقل من  $T$  الجدولية، مما يعني قبول الفرضية الصفرية الأولى والتي تنص على أنه عند مستوى دلالة  $\alpha = 0.05$  لا تتمتع بورصة الجزائر بمقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، ورفض الفرضية البديلة. فحماية المستثمرين ينبغي أن يتأتى من وضع تعليمات وقوانين واضحة، تنطلق من ضرورة المعاملة العادلة بينهم وحماية مصالحهم وإيصال المعلومات التفصيلية لهم في بشفافية وفي الوقت المناسب، وهذا ما يغيب عن بورصة الجزائر.

وبالتالي نجد تحقق الفرضية الرئيسية، التي تنص على أنه في ظل جمود بورصة الجزائر ومحدودية نشاطها فإنها لن يكون لها تأثير واضح على نظام الحوكمة، ولن تستطيع مراقبة المؤسسات وتوجيهها عن ممارسات جيدة وحماية مصالح مختلف الأطراف.

ويمكن تفسير قلة هذا التأثير بالظروف التي تشتغل فيها البورصة، سواء الظروف الداخلية أو

الخارجية، والتي تعيق عملها وتقلص مكانتها ضمن أليان الحوكمة، وهذه الظروف هي:

**أولاً: الظروف الخارجية:** والتي تتلخص أساساً في مكونات البيئة الاقتصادية والتشريعية والسياسية والاجتماعية، والتي تعرف هشاشة وعدم الاستقرار، انعكس سلبياً على البورصة التي تعتبر مرآة تعكس تلك البيئة، ومن هذه المكونات ما يلي:

- ضعف نسيج المؤسسات الاقتصادية، والذي يهيمن عليه القطاع العام بنسبة 80% وما يعرفه من عديد المشاكل الاقتصادية و المالية و التسيرية، فهو قطاع يتميز بعدم الكفاءة، ولا يصلح دخوله للبورصة؛
- اضافة إلى هشاشة القطاع العام، هناك بطء كبير في عمليات الخصخصة، التي كان من المفترض أن تلعب البورصة فيه وسيلة هامة، فالخصخصة الجزئية عن طريق البورصة تمت لحد لثلاث مؤسسات فقط: مجمع صيدال، فندق الأوراسي ومجمع رياض سطيف الذي انسحب مؤخرا؛
- عدم قابلية القطاع الخاص للدخول للبورصة، إذ أن هذا القطاع تغلب عليه الشركات العائلية التي تتخرج من عمليات فتح أو رفع رأس المال عن طريق البورصة، من جهة، ومن جهة أخرى، عدم استيفائها للشروط والاجراءات التنظيمية للدخول ؛
- غياب الإرادة السياسية لتنشيط البورصة، إذ أن السلطات الوصية أنشأت البورصة ثم تخلت عنها، ولم يصحب ذلك قرارات شجاعة إدراج بعض المؤسسات التي تعتبر سيادية من منظر سياسي، بالرغم من التصريحات العديدة التي تنادي بضرورة اصلاح قطاع السوق المالي، والتي لم تترجم على أرض الواقع بعد؛
- غياب الثقافة الاستثمارية في البورصة لدى الأفراد، وعدم وجود توجيهات وإرشادات لنشر تلك الثقافة، من جهة، ومن جهة أخرى تدني المستوى المعيشي لهم وانخفاض قدرتهم الشرائية. إضافة تشبع الثقافة المجتمعية بالعامل الديني الذي يرى أن جزءا كبيرا من الاستثمار في البورصة مخالفا للمبادئ والتعاليم الإسلامية؛
- تباطؤ اصلاح الإطار التشريعي البطيء وعدم مواكبته للتطورات الحاصلة، إذ أن البورصة انشأت في ظرف معين كان نتيجة الانتقال لاقتصاد السوق، فمن المفروض أن تعديل هذا الاطار بما يتماشى مع التحولات العميقة التي تشهدها الساحة العالمية، ويتضمن هذا الاطار القانون التجاري، وقانون الافلاس وقانون البنوك... الخ.
- ضعف قطاع البنوك وعدم مساهمته في تنمية القطاع المالي، بالرغم من تمتعه بفائض سيولة معتبر.

**ثانيا: الظروف الداخلية:** والتي تتعلق أساسا بعمل البورصة الداخلي، والذي يعرف:

- غياب الدور الاعلامي والتوعوي للبورصة، وعدم مساهمتها في نشر الثقافة البورصية، إذ يعتبر نظام المعلومات فيها ضعيف لا يفيء بمتطلبات السوق و يتطلب الكثير من العمل و الجهد؛
- عدم تماشي متطلبات القيد والقبول في البورصة مع واقع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، التي تتنوع صفاتها القانونية من شركات مساهمة ، وشركات ذات مسؤولية محدودة وشركات عائلية،

وهذا التصنيف لم تؤخذ به البورصة، التي تركز على شركات المساهمة فقط عند لجوئها للادخار العلني العام؛

- اقتصار النشاط على عدد محدود من المؤسسات، الأمر الذي يجعل الاستثمار في البورصة لا يلقى قبولا، خاصة وأن اغلب المؤسسات تعتمد على الاقتراض السندي والتخرج من استعمال الأسهم.

إن هذه المعوقات وغيرها قد جعلت من نشاط البورصة نشاطا جامدا ومحدودا، وأدى إلى عدم لعبها دورا مهما في توجيه المؤسسات نحو الممارسات الجيدة، مما غيبتها غيابا شبه كلي عن آليات الحوكمة المطبقة في الجزائر. ونستطيع كذلك ، إضافة إلى سبق، تفسير غياب بورصة الجزائر عن لعب دور مهم في نظام الحوكمة، إلى النقاط التالية:

- عدم وضوح القوانين واللوائح من قبل المؤسسات المدرجة في السوق المالية؛
- عدم كفاءة السوق وضعف الإجراءات الرقابية علي أداءه والذي يؤثر علي قرارات المستثمرين؛
- لا توفر إدارة المؤسسة المعلومات اللازمة بالدقة السرعة المطلوبة للمستثمرين ، وعدم كفاءة أجهزة الرقابة الداخلية فيها؛
- ضعف الوعي الاستثماري لدى الأفراد، وقلة خبرة المتعاملين وعدم معرفتهم بقواعد الحوكمة؛
- عدم تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة بشكل سليم يساعد على القدرة في تطبيق الحوكمة.
- ضعف الهياكل الإدارية وسوء تحديد المسؤوليات والصلاحيات داخل المؤسسات.
- عدم وجود قانون واضح لسوق الأوراق المالية خاص بالحكومة.

ونتيجة لهذا الوضع المتردي للبورصة تم الشروع في مخطط لتطويرها وعصرنتها يمتد لثلاث سنوات 2011/2012/2013، ابتداء باشغال تحضيرية في سنة 2009، والتي جرى فيها التوقيع على اتفاق بين برنامج الأمم المتحدة للتنمية ووزارة الشؤون الخارجية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل الانطلاق في الأشغال التحضيرية المتمثلة في صياغة الوثيقة وسمحت هذه الأشغال التي جرت وقائعها في شهري مارس وأفريل سنة 2009 بتحديد التخطيط لمشروع عصرنة السوق المالية وتطويرها، وتتمحور خطة التطوير على خمسة محاور تتمثل في إعادة الثقة في السوق المالية وتعزيزها وتطوير صناعة محلية للمهن والخدمات المالية والقيام بإصدار أوراق مالية خاصة أسهم جديدة من طرف شركات صغيرة ومتوسطة ومجموعات كبيرة وشركات عمومية في إطار قانون جديد وبحوافز مهمة جديدة، بالإضافة إلى تعزيز وعصرنة الأنظمة الالكترونية والمعلوماتية الخاصة، وتعزيز مكانة الهيئات العامة. ويكون إنجاز إصلاح السوق المالية على مرحلتين متكاملتين:

مرحلة أولى: للتقييم والتصميم للمخطط المحدد الهدف والتنظيم النموذجي للسوق المالية في الجزائر على مدى فترة 8 أشهر في سنة 2011.

مرحلة ثانية تتمثل في تنفيذ إصلاح السوق المالية، على أساس الخيارات المعتمدة، وتمتد على مدى 16 شهرا إلى 18 شهرا، في سنتي 2012 و 2013.

وتم الاتفاق على تمويل المرحلة الأولى بمساهمة الدولة بعنوان ميزانية التسيير بمبلغ قدره 41,5 مليار دينار، ومساهمة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من مخصصاتها المتعلقة بالتسيير 18.5 مليار دينار، ومساهمة تكميلية من شركة تسيير بورصة القيم من مواردها الخاصة المتوفرة لإنعاش البورصة بـ 16.5 مليار دينار، ومساهمة من برنامج الأمم المتحدة للتنمية بـ 27 مليار دينار.<sup>1</sup> وبالرغم من انتظار نتائج مهمة لهذا البرنامج، إلا أنه إذا لم تتبعه ارادة سياسية قوية وعمق الاصلاح ستكون نتائجه مخيبة للآمال.

### خلاصة الفصل:

تم التطرق في هذا الفصل إلى حالة الجزائر، وتوصلنا إلى النتائج التالية:

- عرفت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تطورات عديدة منذ الاستقلال ، بداية من التسيير الذاتي ثم مرحلة المؤسسات الوطنية فالتسيير الاشتراكي ثم اعادة الهيكلة المالية والعضوية ثم الاستقلالية والخصخصة واعادة التأهيل؛
- إن التطور السابق للمؤسسات صحبه تطور وتنوع في وسائل الرقابة عليها، من رقابة داخلية عن طريق الجمعية العامة ومجلس الادارة ورقابة هيئة التسيير ومحافظ الحسابات. ورقابة خارجية عن طريق السلطات الوصية والمفتشية العامة للمالية واستحداث هيئات وسيطة لأخرى للرقابة كصناديق المساهمة والشركات القابضة العمومية وشركات تسيير المساهمات؛
- يعتبر النمط الغالب لتمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي البنوك والخزينة العمومية عبر كل فترات الاصلاح؛
- بالرغم من إنشاء سوق الأوراق المالية الجزائرية، إلا أن مساهمتها في تمويل الاقتصاد هو ضعيف جدا مقارنة بالأسواق الدولية المتقدمة والناشئة وحتى العربية؛
- أثر ضعف البورصة في تمويل الاقتصاد ، على عدم مساهمتها في شكل واضح في نظام الحوكمة في الجزائر ومراقبة المؤسسات فيها.

<sup>1</sup> لمزيد من التفصيل حول هذا البرنامج يمكن الرجوع لتقارير لجنة تنظيم ومتابعة البورصة لسنتي 2009 و 2010.



الجامعة العالمية

لقد سعت هذه الدراسة لاستكشاف تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، إذ تشهد الساحة العالمية اهتماما متزايدا بأهمية الحوكمة في المؤسسات، ومتابعتها ومراقبة نتائجها وضمن وجود ضوابط وتشريعات تضمن حقوق المساهمين وباقي الأطراف ومنع التلاعب والفساد وسوء التسيير، والذي يقود لآداء الناجح للمؤسسة، الأمر الذي يسمح بتبديد قلق المستثمرين وبعث الثقة في المناخ الاستثماري.

وهناك آليات عديدة لتحقيق تلك الأهداف المرجوة، تحتل فيها سوق الأوراق المالية مكان هامة من خلال الرقابة على المؤسسات المدرجة وإلزامها بالإفصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين فهي تلعب دور السلطة التنظيمية والرقابية والتأديبية في نظام الحوكمة.

ولقد حاولنا في دراستنا هذه الوقوف على ذلك الدور من خلال خمسة فصول بينا فيها الإطار النظري لكل من سوق الأوراق المالية وحوكمة المؤسسات، ثم حللنا جوانب التأثير للسوق على نظام الحوكمة، ووقفنا على تجارب عالمية لتلك التأثيرات، وأخيرا أسقطنا جوانب من تلك التأثيرات على الواقع الجزائري. وقد قمنا بتطبيق بعض المناهج والأدوات، انطلاقا من فرضيتين أساسيتين ن، وكل فرضية أساسية قسمت إلى فرضيات فرعية، على النحو التالي:

الفرضية الأساسية الأولى: تختلف تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات طبقا للنظام الاقتصادي الموجود في الدولة؛

الفرضية الفرعية الأولى: لسوق الأوراق المالية نفس التأثيرات على نظام حوكمة المؤسسات في كل الدول المتقدمة؛

الفرضية الفرعية الثانية: تلعب أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة، دورا مهما في تعزيز نظام حوكمة المؤسسات فيها؛

الفرضية الفرعية الثالثة: بحكم محدودية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، فهي لا تساهم في نظام حوكمة المؤسسات فيها.

الفرضية الأساسية الثانية: لا توجد أي تأثيرات لسوق الأوراق المالية في الجزائر على نظام حوكمة المؤسسات، بالنظر إلى جمود نشاطها؛

الفرضية الفرعية الأولى: لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات القانونية والرقابية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات؛

الفرضية الفرعية الثانية: لا تتمتع بورصة الجزائر بالمقومات الإعلامية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات؛

الفرضية الفرعية الثالثة: لا تتمتع بورصة الجزائر بمقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات

وقد كانت نتائج اختبار الفرضيات كما يلي:

### نتائج اختبار الفرضيات:

بالنسبة للفرضيات الفرعية للفرضية الأساسية الأولى:

فالفرضية الأولى التي تنص على أنه لسوق الأوراق المالية نفس التأثيرات على نظام حوكمة المؤسسات في كل الدول المتقدمة، لم تتحقق، حيث وجدنا في الدول المتقدمة تأثيرات متباينة، فالدول ذات التوجه الأنجلو- ساكسوني، تلعب فيها أسواقها دورا مهما في تعزيز نظام حوكمة المؤسسات، من خلال تمتعها بكفاءة عالية، ومن خلال صرامتها في مراقبة المؤسسات وحرصها على صياغة قواعد هامة للحوكمة، ومن خلال أسواق الاستيلاء والسيطرة التي تمثل آلية عقابية للمؤسسات ومسيرها، ومن خلال كذلك تنامي دور المستثمرين المؤسسيين الذين يعتبرون قوة دافعة كبيرة في نظام الحوكمة، وتتميز هذه الأسواق غالبا بشنت هيكلة الملكية بين عدد كبير من صغار حملة الأسهم وقوة أسواق العمل ورأس المال والاندماج، في عقاب المديرين إذا انحرفوا عن هدف تعظيم ثروة الملاك. وفي هذه الدول غالبا ما نشأت معظم نقاشات حوكمة المؤسسات. فهذه الدول تتبع ما يسمى بالنموذج الموجه بالسوق للحوكمة. أما دولا كاليابان وألمانيا، وبالرغم من أهمية سوق الأوراق المالية فيها، إلا أنها لا تضاهي مكانة البنوك ومختلف الأطراف الأخرى في نظام حوكمة المؤسسات، إذ يتميز هذا النظام بوجود كبار الملاك وتركز في هيكلة ملكية العائلات حيث البنوك والعاملون الملاك مؤثرون، بالاعتماد على الآليات الداخلية ومساهمة مختلف الأطراف خاصة البنوك الرئيسية التي تمثل المساهم الرئيسي والفاعل الأساسي في المراقبة، فهذه الدول تتبع النموذج الموجه بالشبكات للحوكمة. وهناك دولا أخرى كفرنسا وبعض الدول الأوروبية، وقفت موقفا وسطا بين النموذجين، حيث نجد أنها تعتمد على البنوك ومختلف الأطراف من جهة، ومن جهة أخرى، القيام بإصلاحات عميقة تمكن سوق الأوراق المالية باحتلال نفس المكانة في نظام الحوكمة. أما بالنسبة للفرضية الثانية، والتي تنص على أن أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة تلعب دورا مهما في تعزيز نظام حوكمة المؤسسات فيها، فلقد تحققت بنسبة عالية، حيث أنه تتمتع أغلب تلك الأسواق بحركية ونشاط كبير يضاهي ويفوق أحيانا الدول المتقدمة، مكانتها من إعتلاء مكان هامة في تمويل المؤسسات وفي مراقبتها وتوجيهها، وفي صياغة الكثير من قواعد حوكمة المؤسسات، التي لها الصبغة الإلزامية وأحيانا الصبغة الاختيارية. إلا أن الأزمات التي تعرضت لها تلك الدول شككت في متانة أسواق الأوراق المالية ودورها في مراقبة المؤسسات وإلزامها بالإفصاح والشفافية المطلوبة لحماية مصالح المستثمرين.

أما بالنسبة للفرضية الثالثة، والتي تنص على أنه بحكم محدودية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، فهي لا تساهم في نظام حوكمة المؤسسات فيها، وهي تحققت كذلك بنسبة كبيرة، حيث أنه بالرغم من إصدار أغلب الأسواق العربية لقواعد وإرشادات للحوكمة، إلا أن درجة الالتزام بها مازالت ضعيفة، حيث تتمتع الأسواق العربية بغياب الشفافية والمصداقية في المعلومات المفصح عنها من قبل المؤسسات، وضعف هياكل الحوكمة بها.

وبالتالي، ومن هذه الفرضيات الفرعية، تحققت صحة الفرضية الأساسية الأولى التي تنص على أنه: تختلف تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات طبقاً للنظام الاقتصادي الموجود في الدولة.

بالنسبة للفرضيات الفرعية للفرضية الأساسية الثانية، والتي عولجت عن طريق الدراسة الميدانية: الفرضية الأولى، التي تنص على أن بورصة الجزائر لا تتمتع بالمقومات القانونية والرقابية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، فقد كانت صحيحة، حيث أنه من الرغم من القيام بالعديد من الإصلاحات التشريعية والتنظيمية لإنشاء بورصة الجزائر، وبالرغم من التنظيمات والتعليمات التي اصدرتها لجنة وتنظيم ومتابعة عمليات البورصة، إلا أنها تظل غير كافية لتطبيق نظام جيد للحوكمة، خاصة بغياب أي تعليمات أو تنظيمات صريحة تخص حوكمة المؤسسات، وفي غياب إصدار أي ليل أو قواعد لحوكمة المؤسسات.

الفرضية الثانية، التي تنص على أن بورصة الجزائر لا تتمتع بالمقومات الإعلامية لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، تحققت كذلك، فبالرغم من وجود تعليمات وتنظيمات يمكن النظر إليها على أنها جزء مما تنادي به قواعد الحوكمة في مختلف الدول، وحرص المسؤولين مؤخرًا على إنشاء نظام معلومات يستجيب لرغبات كل الأطراف، إلا أن وجود مبادئ أو قواعد تتعلق أساساً بالجانب الإعلامي لحوكمة المؤسسات، غائب كلية عن بورصة الجزائر، حتى تضمنين شروط دخول المؤسسات للبورصة، ببعض اللوائح التي تتعلق بمجالس الإدارة أو بالمراجعة ونظم الرقابة الداخلية أو حقوق المساهمين ومختلف الأطراف في المؤسسة لم يشر إليها على الإطلاق، وبالتالي نقول أن الوضع الراهن لبورصة لا يسمح لها أنها تكون آلية فعالة لإلزام المؤسسات على الإفصاح العادل والكامل بمنظور حوكمة المؤسسات. الفرضية الثالثة، التي تنص على أن بورصة الجزائر لا تتمتع بمقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام حوكمة المؤسسات، فهي صحيحة، فحماية المستثمرين ينبغي أن يتأتى من وضع تعليمات واضحة ووجود ممارسات شفافة، تنطلق من ضرورة المعاملة العادلة بينهم وحماية مصالحهم وإيصال المعلومات التفصيلية لهم في شفافية وفي الوقت المناسب، وهذا ما يغيب عن بورصة الجزائر.

وبالتالي، الفرضية الأساسية الثانية قد تحققت كذلك، فوضع بورصة الجزائر لا يسمح لها بأن تلعب دورا مؤثرا في نظام حوكمة المؤسسات.

### نتائج الدراسة:

- أفرزت الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي مجموعة من النتائج، يتمحور أهمها في الآتي:
  - تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في تمويل النشاط لاقصادي، وتوفير الأموال اللازمة للمؤسسات وفي خلق السيولة للمستثمرين، وتوسعى هذه الأسواق إلى تحقيق مجموعة من الوظائف تصب في خدمة مصالح مختلف المتعاملين، خاصة المساهمين، فغالبا ما تكون مساهمات هؤلاء متشتتة على كثير من المؤسسات، إضافة إلى وجود تضارب المصالح بينهم وبين مختلف الأطراف، وهو الأمر الذي فتح النقاش على موضوع حوكمة المؤسسات؛
  - تتمثل حوكمة المؤسسات في مجموعة القواعد والضوابط والإجراءات الداخلية في المؤسسة التي توفر ضمانات تحقيق حرص المسيرين على حماية مصالح الملاك والمحافظة على حقوق كل الأطراف ذات المصالح بالمؤسسة، ونشأ هذا المفهوم نتيجة الفصل بين وظائف الملكية واتخاذ القرار الذي ميز شركات الأسهم الكبرى في الولايات المتحدة. ويترتب عن هذا الفصل خطر سلب حقوق صغار المساهمين من قبل المسيرين الذين يعملون على التملص من أية رقابة، وقد أخذ هذا المفهوم مجالا أوسع عندما تم تناول العلاقة، ليست بين المساهمين والمسيرين فقط، وإنما إلى العلاقات التي تربط بين كل أصحاب المصالح؛
  - لتحقيق نظام جيد لحوكمة المؤسسات، هناك مجموعة من الآليات، الداخلية المتعلقة بالمؤسسة، كمجلس الإدارة، واللجان التابعة له، والمراجعة الداخلية، وجمعية المساهمين... وهناك آليات خارجية أخرى، كالمراجعة الخارجية، والبنوك، وسلطات الضبط، وأسواق العمل... وتعتبر سوق الأوراق المالية في هذا الصدد، أحد الآليات الخارجية الهامة لحوكمة المؤسسات؛
  - تؤثر سوق الأوراق المالية مباشرة على نظام حوكمة المؤسسات، من خلال مساهمتها في وضع إرشادات وتوجيهات على شكل قواعد ومبادئ حوكمة المؤسسات، تتعلق بنواحي عديدة، وتتمتع بصفة إلزامية أو الاختيارية، طبقا لكل سوق، في تطبيقها من قبل المؤسسات المدرجة أو باقي المؤسسات الأخرى، وأغلب هذه المبادئ والقواعد مستمدة من تجارب معروفة كمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، أو مبادئ مؤسسة التمويل الدولية...؛
  - هناك تأثيرات أخرى كذلك نظام حوكمة المؤسسات، من خلال كفاءة سوق الأوراق المالية التي تفرض على المؤسسات الإفصاح التام والكامل لكل المعلومات الضرورية في الوقت المناسب لتعكس بصدق على أسعار الأوراق المالية، هذه الأسعار تعتبر في حد ذاتها وسيلة تأديبية لسلوك

- المسيرين، حيث كل سلوك لا يصب في خدمة مصالح الملاك أو مختلف الأطراف سينعكس سلباً على الأسعار، مما يعرض المسيرين إلى خطر الإقالة أو انخفاض شهرته في السوق؛
- تؤثر سوق الأوراق المالية كذلك من خلال ما يسمى بأسواق الاستيلاء والسيطرة العدوانية، حيث المؤسسات التي ينخفض الأداء فيها، من خلال انخفاض أسعار أوراقها المالية، قد تتعرض إلى خطر السيطرة عليها وبطريقة قد تكون عدوانية، الأمر الذي يفرض على المؤسسات ومسيريها أن يتفادوا التسرع في اتخاذ أي قرار يؤثر سلباً على الملاك أو مختلف الأطراف، فيعرض مصالحهم إلى الخطر كذلك من خلال هذه الوسيلة؛
  - يمكن لسوق الأوراق المالية كذلك، أن يكون له تأثير واضح من خلال سلوك التأثير الفعال *L'activisme* للمستثمرين المؤسسيين، الذين يعتبرون قوة ضاغطة على المؤسسات لتوجيهها نحو الأداء الجيد، فيستطيع هؤلاء المستثمرين، من خلال ما يمتلكونه من حصة معتبرة في المؤسسات، أن يمارسوا سلطة وضغط كبير على مسيري المؤسسات في حالة حدوث نتائج سلبية؛
  - يتميز نظام الحوكمة في الدول المتقدمة الانجلو-ساكسونية كالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بثنت هيكمل الملكية بين عدد كبير من صغار حملة الاسهم وقوة أسواق العمل وأسواق الأوراق والاندماج، في مراقبة المؤسسات والمسيرين اذا انصرفوا عن هدف تعظيم ثروة الملاك ، وفي ظل هذا النظام تظهر أغلب التأثيرات المدروسة لسوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة، فهو يعتبر نظام موجه بالسوق؛
  - يتميز نظام الحوكمة في الدول المتقدمة كألمانيا واليابان بكبار الملاك وتركز علي هيكل ملكية العائلات حيث يظهر تأثير كل من كبار الملاك من البنوك والعائلات والمجموعات الصناعية ويطعون دور النواة في مجموعة شركات متكاملة مع بعضها البعض أفقياً ورأسياً. وفي هذا النظام يظهر ضعف الدور الرقابي لسوق الأوراق المالية؛
  - وهناك نظام لحوكمة المؤسسات في الدول اللاتينية لفرنسا وإيطاليا وإسبانيا وبلجيكا، يجمع بين النظامين السابقين، حيث بالإضافة إلى وجود كبار الملاك ممثلين في البنوك والعائلات الذين يسيطرون علي مجالس الإدارة وانتشار التمويل المتقاطع بين المؤسسات، يظهر كذلك تأثير سوق الأوراق المالي خاصة بعد الإصلاحات التي طبقتها هذه الدول للنهوض وتطوير أسواقها؛
  - تتسم الأسواق الناشئة بحركية كبيرة وضخامة حجم التداولات فيها، مما جعل نظام حوكمة المؤسسات فيها يتأثر بذلك التطور، فأغلب الأسواق الناشئة أصدرت قواعد للحوكمة، لكن تأثيرها على المؤسسات ما زال محدوداً، خاصة بالأزمات المالية التي تعرضت لها في نهاية القرن الماضي، مما فجر نقاش فعالية النظام المتبع؛

- بالرغم من التطور النسبي للأسواق المالية العربية، وبالرغم من الإصلاحات التي باشرتتها أغلب تلك الدول، إلا أن التأثير على حوكمة المؤسسات مازال ضعيفا، إذ أن أغلب المؤسسات تفقد لهياكل الحوكمة، على الأقل تلك الموجودة في الدول المتقدمة؛
- عرفت بيئة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تطورات كبيرة عبر السنوات، إلا أن ذلك التطور لم يؤثر على طريقة تمويلها ومراقبتها، إذ نستطيع القول أن نظام التمويل بقي حكرا على البنوك، وبقيت الدولة ممثلة في هيئاتها ومؤسساتها هي المراقب الأول باعتبارها المالك الرئيسي لها، وفي هذا الصدد تتنوع آليات الرقابة من آليات داخلية كمجلس الإدارة والجمعية العامة ومحافظ الحسابات، واليات رقابة خارجية كشركات تسير المساهمات والمفتشية العامة للمالية ومختلف السلطات الوصية؛
- بالرغم من إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر في تسعينيات القرن الماضي، إلا أن الدور المنوط لها لم يتحقق، حيث تعرف السوق جمودا كبيرا في عدد المؤسسات المدرجة وفي حجم التداول والقيم السوقية، وهذا بفعل عوامل عديدة اقتصادية وسياسية واجتماعية وثقافية؛
- إن الوضع الراهن لسوق الأوراق المالية في الجزائر، أثر عليها من حيث مساهمتها في نظام حوكمة المؤسسات، حيث بينت الدراسة الميدانية، أن بورصة الجزائر تفقر للمقومات التنظيمية والتشريعية والإعلامية ومقومات حماية المستثمرين لتعزيز نظام الحوكمة في المؤسسات القليلة المدرجة، مما يجعلها خارج نطاق الحديث وفي الدور المستقبلي لها المرتقب، إلا أن برنامج التطوير والعصرنة المعتمد قد يصحح الأوضاع في حالة تماشي الإرادة السياسية وتصحيح مكونات البيئة التي تشتغل فيها المؤسسات الاقتصادية.

### الاقتراحات:

- في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، يمكن تلخيص أهم الاقتراحات التي نعتقد أنها ضرورية ويمكن الاستفادة منها في المجالات المختلفة المرتبطة بموضوع البحث، على النحو التالي:
- ضرورة تنشيط بورصة الجزائر، عن طريق ادراج العديد من المؤسسات ومن مختلف القطاعات، والحرص على تعديل شروط الادراج بما يتناسب مع واقع المؤسسات الاقتصادية الكبيرة منها والصغيرة، وبمختلف أشكالها القانونية؛
  - تطوير البيئة القانونية المنظمة لعمل بورصة الجزائر، بما يتناسب ومتطلبات حوكمة المؤسسات، وضرورة اصدار ميثاق أو دليل للحوكمة خاص ببورصة الجزائر، مع تضمين شروط ادراج المؤسسات الاقتصادية في البورصة لبنود تخص الالتزام باحترام القواعد والمبادئ التي ينص عليها ذلك الميثاق؛

- نشر ثقافة حوكمة المؤسسات بين مختلف المتعاملين في السوق، من اطارات البورصة والوسطاء والمراجعين والمحاسبين وغيرها من الأطراف ذات الصلة؛
- التأكيد على قيام السلطات الوصية بمتابعة كل ما يتعلق بحوكمة المؤسسات، سواء المقيدة بالبورصة، أو المؤسسات العمومية والخاصة الأخرى، خاصة مسألة الإفصاح والشفافية وسوء التسيير واحترام مصالح مختلف الأطراف؛
- ضرورة الاهتمام بتفعيل مختلف آليات الحوكمة، من مجالس الإدارة والرقابة الداخلية والمراجعة بمختلف مكوناتها، وسوق العمل وأسواق التمويل والقوانين المتعلقة بها؛
- الاهتمام أكثر بميثاق حوكمة الجزائر المصدر مؤخرا، وإعطاء له مزيد من المصدقية عن طريق توسعته ليشمل كامل المؤسسات، مع ضرورة تبنيه من قبل السلطات ليصبح مرجعا عاما لتطبيق حوكمة على مختلف المؤسسات وعلى مختلف الأصعدة؛
- ضرورة تدريب المسيرين والمراجعين ومختلف الإطارات وتأهيلهم في ظل إطار حوكمة المؤسسات؛
- العمل على إنشاء مركز معلومات، يعتبر كقاعدة بيانات للمؤسسات ومختلف الأطراف لتطبيق قواعد الحوكمة؛
- تشجيع الباحثين والمراكز البحثية، على دراسة وتفصيل مواضيع الحوكمة، وإسقاطها على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، خاصة العمومية التي تعاني من سوء التسيير وتبديد الأموال العمومية، والتفكير في الآليات الفعالة لمراقبتها وتوجيهها نحو الأداء الجيد؛
- تشجيع وحث الجامعات على إنشاء تخصصات، خاصة في النظام الجديد، تخص الحوكمة وما يتعلق بها من جوانب محاسبية أو مالية أو إدارية أو قانونية أو على مستوى الاقتصاد الكلي.

### آفاق الدراسة:

- وفي الأخير نوصي بدراسة مواضيع أخرى أكثر تفصيلية، تعتبر كأفاق مستقبلية، من هذه الدراسات المقترحة:
- دراسة مدى التزام مؤسسات المدرجة في البورصة بمبادئ الحوكمة ( وهذا في حالة تنفيذ مخطط إدراج اكبر عدد من المؤسسات)؛
  - دراسة مدى ملائمة مختلف آليات حوكمة المؤسسات للبيئة الجزائرية؛
  - دور حوكمة المؤسسات في استقرار النظام المالي الجزائري؛
  - دور حوكمة المؤسسات في تنشيط سوق الأوراق المالية الجزائرية.



# قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية:

1-1: الكتب:

- أندراوس عاطف وليد، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، 2006.
- أوكيل السعيد وآخرون، استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية- تسيير واتخاذ القرارات في إطار المنظور القانوني، ديوان المطبوعات الجزائرية: الجزائر، 1999.
- بعلي محمد الصغير، تنظيم القطاع العام في الجزائر ( استقلالية المؤسسات )، ديوان المطبوعات الجزائرية: الجزائر، 1992.
- التميمي أرشد فؤاد، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة ، دار المسيرة: عمان، 2004.
- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان، 2002.
- حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات ( المفاهيم، المبادئ، التجارب): تطبيقات الحوكمة بالمصارف، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2005.
- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم - إدارة المخاطر المحاسبية ، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2001.
- الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2002.
- حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية: الإسكندرية، 2001.
- ريكييتس مارتين، تعريب: محمود حسن حسني، اقتصاديات المشروع: مقدمة في التنظيم الصناعي ونظرية المنشأة: دار المريخ، 2008.
- الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق: عمان، 2001.
- السيد عبد المنعم ، دور الجهاز المركزي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية في البلدان العربية، مركز الدراسات والبحوث الإستراتيجية: أبو ظبي، 1998.
- السهلي محمد بن سلطان، التحليل المالي : نظرة محاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة: الرياض، 2008.

- سليمان محمد مصطفى ، حوكمة الشركات، معالجة الفساد المالي والاداري، الدار الجامعية: الاسكندرية، 2006.
- مركز المشروعات الدولية الخاصة ، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والمتحوّلة، مكتب القاهرة ، مارس 2002، ص: 24
- علي عبد الوهاب نصر ، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية: الاسكندرية، 2007
- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة الإشعاع: الإسكندرية، 1997.
- شمعون شمعون ، البورصة : بورصة الجزائر، دار هومة: الجزائر، 1993 .
- محمود صبح، الابتكارات المالية : المؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، دار النهضة العربية: القاهرة، 1999.
- عبد العزيز سمير محمد ، التمويل وإصلاح خلل هياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية: الإسكندرية، 1997.
- إتحاد المصارف العربية، الحكم الجيد في المؤسسات المصرفية والمالية في ضوء المعايير المتعارف عليها الدولية، 2003.
- الهندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف : الإسكندرية ، 1999.

## 1-2: المقالات:

- بن صالح بهدي عيسى ، " ملامح هيكلية المؤسسات الشبكية "، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 3 ، 2004.
- حوق-كونت وماكسموفتش . ف، "تطوير أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات"، في التمويل والتنمية، جوان 1996.
- الحيزان أسامة فهد ، " نظام إدارة ومراقبة المنشآت ( الحوكمة ) " ، في المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ج 2، جامعة الإسكندرية، 2005. الداوي الشيخ، " الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة

- المؤسسات العامة"، في مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية- المجلد 25 - العدد الثاني - 2009.
- الداودي الطيب ، ماني عبد الحق، " تقييم إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية" في مجلة المفكر، جامعة بسكرة، العدد الثالث، 2008.
  - الرحيلي عوض بن سلامة ، " لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات : حالة السعودية" ، في مجلة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، مجلد 22، ع 1، 2008.
  - المطيري عبيد ، " تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية"، في المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد 10، عدد 3، سبتمبر 2003.
  - المعهد العربي للتخطيط، " الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية"، في سلسلة جسر التنمية ، فيفري 2011.
  - زرقون محمد ، " إنعكاسات إستراتيجية الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية" في مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07، 2010/2009.
  - زيود لطيف ، 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.
  - سامي مجدي محمد ،" دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية"، في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، ع2، مجلد 46، 2009.
  - عبد الحمدي أحمد أشرف ، " الحوكمة والتقارير المالية المنشورة لشركات المصرية" ، في مجلة البحوث التجارية المعاصرة، جامعة جنوب الواد، مجلد 16، ع2، 2003.
  - عبد الشهيد شهيرة ، قواعد إدارة الشركات تصبح سعياً دولياً : ماذا يمكن عمله في مصر ؟ ، ورقة عمل مقدمة لبورصتي القاهرة والإسكندرية ، سبتمبر 2001.
  - عوض أمال محمد ،" قياس أثر الدور الحوكمي لمراجع الحسابات على سلوك إدارة الأرباح للشركات المتدخلة في سوق الأوراق المالية المصري" ، في مجلة الدراسات المالية التجارية، جامعة القاهرة، ع3، 2003.

- فخرا محمود عبد الملك ، حسين علي العمرن منصور صباح الفضلي، " أثر حوكمة شركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية: دراسة تحليلية"، في مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، ع 1، مارس 2000.
- مصطفى محمد عبده ، " تأثير بعض آليات حوكمة الشركات على الأداء، دراسة تطبيقية على مصر "، في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد 43، ع 1، مارس 2006.
- مفتاح صالح، معافي فريدة، " متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، في مجلة الباحث، جامعة ورقلة عدد 07 2009 -2010.

### 3-1: المداخلات:

- أبو بكر مصطفى محمود ، " المتطلبات التنظيمية والإدارية لتوفير مقومات التطبيق الفعال للحوكمة، بالتطبيق على منظمات التعليم الجامعي الحكومي" في المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ج2، جامعة الإسكندرية، 2005.
- بلغرة عبد اللطيف ، " المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل الإصلاحات المالية و المصرفية، دراسة تحليلية و رؤية مستقبلية"، في الملتقى الوطني الأول حول "المؤسسة الاقتصادية الجزائرية و تحديات المناخ الاقتصادي الجديد" جامعة عنابة ، 23 أفريل/ 2003 .
- السيد علي مجاهد أحمد ، " تحليل ظاهرة حوكمة الشركات باستخدام نظرية الوكالة: منظور محاسبي "، في المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، ج2، جامعة الإسكندرية، 2005.
- سوامس رضوان ، " العلاقة بين البنك والمؤسسة على ضوء الإصلاحات المالية والنقدية الجارية في الجزائر"، في الملتقى الوطني الأول حول "المؤسسة الاقتصادية الجزائرية و تحديات المناخ الاقتصادي الجديد" جامعة عنابة ، 23 أفريل / 2003 .
- آل شبيب دريد ، عبد الرحمن الجبوري ، " أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورد كم الأمريكية ( WORLD COM - )" المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية ، جامعة فيلادلفيا ، الأردن، 2005.

• المعترز إحسان بن صالح ، " أخلاقيات مهنة المراجعة والمتعاملين معها: انهيار شركة إنرون والدروس المستفادة" ، بحث مقدم للندوة الحادية عشرة لسبل تطوير المحاسبة دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية ، جامعة الملك سعود بالرياض المملكة العربية السعودية، 2006.

• هويدي على محمد حسن ، " الاندماج المصرفي: دراسة في بعض الجوانب المحاسبية للتجربة المصرية " ، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الادارية والمالية ، جامعة فيلاديلفيا ، الأردن، 2005.

#### 4-1: الرسائل الجامعية:

• الدراجي شعوة، " إعادة تنظيم المؤسسة العمومية الصناعية الجزائرية وتبني مواصفة الإيزو 2000/9001.: دراسة حالة المؤسسة الصناعية للكوابل - بسكرة " رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باتنة، 2008/2007.

• العجمي محمد فهد نادر ، " دور الإفصاح المحاسبي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية "، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2006.

• آل غزوي حسين عبد الجليل ، " حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية: دراسة اختبارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، الأكاديمية العربية في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، 2010.

• الفالوجي محمد يوسف عنتر ، " اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق 2004 -2005"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية ، غزة، 2007.

• القضاة يحيى محمد ، " دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان " ، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، عمان، 2004.

• أمغار سمير، " نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

- براق محمد ، " بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية مع حالة الجزائر: الجزء الأول " ، رسالة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999 .
- بن شرفي حاج صدوق ، " المؤسسة العمومية الاقتصادية و اقتصاد السوق ،دراسة حالة الشركة الوطنية للبناءات المصنعة باتيسيك " ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- بن لكحل نوال ، " السوق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية ، حالة الجزائر " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2001/2000 .
- تكارلي صوفية نبيلة، " السوق المالي و بورصة الجزائر " ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- سعودي زهير ، " النظام القانوني لتسيير و رقابة المؤسسات العمومية الاقتصادية على ضوء الأمر 04 - 01 " ، رسالة ماجستير في قانون الأعمال غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الإدارية جامعة الجزائر.
- صحصاح عصمت أنور حامد ، " دراسة تحليلية لدور المراجعين في حوكمة الشركات بالتطبيق على البنوك " ، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2007.
- عويس ابراهيم عويس عفاف ، " أثر الأسلوب المستخدم في عمليات الخصخصة على كفاءة التحكم في المنشأة من منظر نظرية الوكالة المالية " ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس ، القاهرة، 2006.
- كراز شادي ، " دور المراجعة في حوكمة الشركات للحد من التلاعب في التقارير المالية المنشورة، دراسة في سورية" ، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2010.
- محفوظ أحمد علي محمد ، " نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وواقع بورصة عمان" رسالة دكتوراه فلسفة غير منشورة في المحاسبة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، كلية الأعمال، عمان، 2009.
- مرعي عبد الرحمان ، " دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا" ، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2000.

1-4: النصوص التشريعية والتنظيمية:

- القانون التجاري للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.
- القانون 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988، المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.
- القانون 88-04 المؤرخ في 12 جانفي 1988، الذي يحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية .
- القانون 91-08 المؤرخ في 27 أفريل 1991، المتعلق بمهنة الخبير المحاسب و محافظ الحسابات و المحاسب المعتمد .
- الأمر 25 - 95 المؤرخ في 20 أوت 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة.
- المرسوم التنفيذي 01-283 المؤرخ في 24 سبتمبر 2001، المتضمن الشكل الخاص بأجهزة المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها.
- الأمر 01-04 المؤرخ في 20 أوت 2001، المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسييرها و خصصتها.

2- المراجع باللغة الأجنبية:

2-1: Ouvrages :

- AGUILERA Ruth.V& all," *Corporate Governance in Emerging Markets*" in G. Morgan and R. Whitley, *Capitalisms and Capitalism in the 21st Century*. Oxford: Oxford University Press. 2011.
- ANDREW J. Sherman and MILLEDGE A. Hart, *Mergers & acquisitions from A to Z*, 2nd ed, AMACOM: New York,2006.
- ARREGLE Jean- luc et al, *Les nouvelles approches de la gestion des organisations*, Economica:Paris,2000.
- BANCEL,Franck *La gouvernance des entreprises*,Economica:Paris,1997.
- BELLALLAH Mondher *Finance moderne d'entreprise* ,2 ED,Economica :Paris,2003.
- BENISSAD Hocine, *Algérie: restructuration et réforme économie (1979-1993)*,OPU, ALGER,1994.
- J. BOISSONNADE,*Les options exotiques : Concept et applications*,Ed ESKA,Paris, 1997.



- BOUSSOUMAH Mohamed, *L'Entreprise socialiste en Algérie*, O.P.U:ALGER, 1982.
- CABY Jerome & Gérard Hirigoyen, *Création de valeur et Gouvernance de l'entreprise* 3<sup>°</sup>ED,Economica :Paris ,2005 .
- CAPELLE-BLANCARD Gunther, & all, *Les marchés financiers en fiches*, ellipses Paris :2004.
- CHAMINGUI Makram&PIGE Benoit, " *La qualité de l'audit: analyse critique et proposition d'une approche d'évaluation axée sur la nature des travaux d'audit réalisés*" IAE, mares 2004.
- CHARREAUX Gérard, *Le gouvernement des entreprises* ,Economica:Paris.1997.
- CHOINEL.A.&ROYER. G, *Le marché financier : Structure et acteurs*,8 Ed, Banque édition: Paris,2002.
- CHRISTIANSEN Hans & KOLDERTSOVA Alissa," *The role of Stock Exchange in Corporate Governance* ", OECD,2009.
- COLMANT Bruno & all, *Efficiencie des marchés: concepts, bulles spéculatives, et image comptable*, 2<sup>°</sup> ED ,larcier, 2009.
- DESBARRIERES.N, *La Bourse et ses Back offices* , 2 Ed , Eeconomica: Paris ,1998 .
- BRAYAN.L & DFARRELL, *La planète capital: Quand les marchés se libèrent*, VILLAGE MONDIAL: Paris, 1996.
- FAMY Martin&ROCHE Jermy, Anastasia wuiner, *Beyond governance creating corporate value, through performance, conformance and responsibility*, John wiley & Sons Ltd: england,2005.
- FERRANDIER. R & KOEN.V, *Marchés des capitaux et Techniques financières*, 4<sup>°</sup> Ed , Economica:Paris 1997 .
- FRED WESTON. J & SAMUEL C.WEAVER, *Mergers and acquisitions*, McGraw-Hill, New York:2001.
- GILLET Philippe, *L'efficiencie des marchés financiers*, Economica :Paris,1999.
- GOSPEL Howrd &PENDELTON Andrew, *corporate governance and labour management: An international comparison, on food*: New york,2005.
- GRIMBERT. D& all, *Les marchés émergents* , Economica: Paris, 1995.
- IGALENS Jacques & POINT Sébastien,*Vers une nouvelle gouvernance des entreprises*, DUNOD: Paris,2009.
- JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno, *Marchés financiers:gestion de portefeuille et des risques*,6<sup>°</sup>Ed,Dalloz: Paris 2002.
- JAFFEUX Corynne, *Bourse et financement des entreprises*, DALLOZ:Paris ,1994.

- JOKUNQ NGUENA Octave, *Mathématique et gestion financière*, de Boeck:Paris2004.
- JOST Samy, *La théorie des coûts de transaction de Williamson et la surveillance des banques dans l'UE*, Publications euryopa, Institut européen de l'Université de Genève 2004.
- JUIVIN Herve, *les marchés financiers, voyage au cœur de la finance mondiale*, Edition d'organisation:Paris,2004 .
- KOENIG Gérard, *de nouvelle théorie pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica:Paris,1999.
- *Le journal des finances, Connaître la bourse*, (9eme Ed, Paris : 1995.
- TEULEI Jacques & TOPSACLIAN Patrick, *Finance*, Vuibert,Paris, 1994.
- OECD, *corporate governance in Asia: a comparative perspective*, 2001.
- OECD, " *Principles of Corporate Governance 2004* ", site web: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>. date de consultation: 14/03/2006
- PEREZ Roland, *La gouvernance de l'entreprise*, Edition La découverte:Paris,2003
- PILVERDIER-LATREYTE Josette, *Finance d'entreprise*, 6<sup>e</sup>ED, Economica:Paris,1993.
- SADI Nacer-eddine, *La privatisation des entreprises publiques en Algérie*, O. P. U. ALGER, 2005.
- STRENBORG Elain, *Corporate governance: accountability in marketplace*, 2 Ed ,The institute of economic affairs: London,2004.
- TCHEMENI. E, " *Marchés émergents* ", in Y.SIMON, *Encyclopédie des marchés financier*, Economica:Paris 1997.
- VERNIMMEN Pierre, *Finance d'entreprise*, 6<sup>e</sup>Ed, Dollaz:Paris,2005.

## 2-2 : articles :

- ABECASSIS Céline, "les coûts de transaction: etat de la théorie " in *Reseaux* n°84 CENT-1997.
- ALLEMAND Isabelle, " *Le rôle du marché des dirigeants dans le système de gouvernance des entreprises : une revue de la littérature* ", in *Cahier du FARGO* n° 10509xx Septembre 2005.
- ANANT K. Sundaram, " *mergers and acquisitions and corporate governance* ", in *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 3, <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/Anant.Sundaram/Downloads/Sundaram%20MandA%20Governance.PDF>. 15/12/2010.

- CRAWFORD Dean & LECHNER Thomas ,” *Takeover premiums and anticipated merger gains in the US market for corporate control* ” , in *Journal of business finance & accounting*, vol 33 issue 5-6.
- DU BOYS Celine ,” *L'activisme des investisseurs institutionnels ,est-il un outil efficace?* ”w.p. , *d'économie et des sciences d'aix Marseille*, université de droit, N655 mars 2003
- DUCREUX.Y, ” *Marchés financiers et financement de l'économie* “, in *cahier français* N° 277,1996.
- Fama E, "*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*", *Journal of finance*, vol. 25, No.2 may: 1970.
- GHERTMAN Michel, " *Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction*", in *Revue française de gestion*, n° 142,2003/1.
- GOMES Pierre yves," *Jalons pour une histoire des theories du gouvernement des entreprises*", in *Finance contrôle strategie*, Volume6.N°4,decembre 2003.
- HERVE Fabrice,"*Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noirs du conseil des investisseurs institutionnels?*",*revue de l'économie financière*,N°36(3-2001).
- *l'Institut Français des Administrateurs*, "*Pratiques internationales de gouvernance: Une Approche comparative* " [http://ifa-sso.com/download.php?module=documents&file\\_id=87&fichier\\_nom=document-87.pdf&name=document](http://ifa-sso.com/download.php?module=documents&file_id=87&fichier_nom=document-87.pdf&name=document).
- JEFFERS Esther & PLIHON Dominique,"*Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises* ", *revue de l'économie financière*,N°36(3-2001).
- JENSEN Michael, “ *The modern industrial revaluation, exit and failure of internal control systems*”, in *journal of finance*,vol 84 N 4.
- KENNEDY V.A& LIMMACKR.J., “*Takeover activity, ceo turnover, and the market for corporate control*”. In *Journal of Business Finance & Accounting*, Vo 23, Issue 2, 1996.
- MITCHELL Ronald K., AGLE Bradley R., WOOD Donna J.," *toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts* "in *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 4,Oct., 1997.
- MONTANDRAU Sophie, " *L'activisme des investisseurs institutionnels, gouvernement d'entreprise et richesse de l'actionnaire* ",W.P No 693,Université Paul Cézanne , Juillet 2004.

- OMRI Abdelwahed, " *système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes*", in revue français de gestion, n°142 ,2003.
- OMRI Mohammed Ali, " *Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes*" , Centre Africain de Formation et de Recherche Administratives pour le Développement, Tanger, Maroc – 2002.
- PEREZ Roland, " *La gouvernance des entreprises* "in sciences humaines, Hors-série N° 44, 2004.
- YOSHIMORI Masaru, " *La gouvernance des entreprises au Japon : les causes de son dysfonctionnement*", in Finance Contrôle Stratégie – Volume 1, N° 4, décembre 1998.

### 2-3 : Communications :

- ACQUIR Aurélien & AGGERI Franck, " *La théorie des stakeholders permet-elle de rendre compte des pratiques d'entreprise en matière de RSE ?* " in XIVème Conférence internationale de management stratégiques, Pays de la Loire, Angers 2005.  
<http://www.cgs.ensmp.fr/old/publications/communications/AggeriAcquierAIMSTheoriestakeholdersRSE.pdf> 12/06/2011.
- CARASSUS David & GARDES Nathalie, " *audit légal et gouvernance d'entreprise: une lecture théorique de leurs relations* ", conférence internationale de l'enseignement et de la recherche en comptabilité, Bordeaux, 29-30 septembre 2005.
- DADI ADDOUN Nacer, " *Problématique de gestion dans l'entreprise algérienne et possibilité de bénéficier du système de gouvernance*", Séminaire international , université ourguela, 2005
- FERFERA Mustapha, " *Évolution de Bourse d'Alger* ", Journée d'étude sur la Bourse d'Alger, genèse, actualité et perspectives, université de Laghouat, 12/05/2011.
- EBONDO WA MANDZILA Eustache, " *Audit interne et gouvernance d'entreprise : lectures théoriques et enjeux pratiques* ", [http://cermat.iae.univ-tours.fr/IMG/pdf/Communication\\_Eustache\\_Ebondo\\_Wa\\_Mandzila.pdf](http://cermat.iae.univ-tours.fr/IMG/pdf/Communication_Eustache_Ebondo_Wa_Mandzila.pdf). 15/11/2010.

### 2-4 : thèses :

- BEN MOUSSA Fatma, " *Gouvernance et création de valeur*", mémoire de Mastère en Gestion des Organisations, Ecole Supérieure de Commerce de Tunis, 2004/2005.
- BEN REJEB Wadji, " *Gouvernance et performance dans les établissements de soins en Tunisie*", Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Tunis, Mémoire pour l'obtention du Diplôme des Etudes Approfondies en Management; 2003.

- **CHTOUROU Sonda marrachi, " Gestion du bénéfice et gouvernement d'entreprise: une étude empirique "**, thèse présente pour l'obtention du grade de PHD, Université Laval, quebec, 2000.
- **LEDENTU Florent, " Système de gouvernance d'entreprise et presence d'actionnaire de contrôle: le cas suisse"**, these doctorat , faculté de sciences économiques et sociales, universite de fribourg-suisse;2008
- **LOUIZI Amir," Les déterminants d'une « Bonne Gouvernance » et la performance des entreprises Françaises : Études empiriques "**, thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3 , Université de SfaxÉcole doctorale : Sciences économique et de gestion, 2011.
- **GUYOT Alexis, " Structure de propriété et liquidité: un arbitrage entre coûts de contrôle et coûts du service d'immédiate "**, thèse doctorat en science économique, Université lumière lyon2, 2007
- **TAE LEE Joon; " Structure de propriété, stratégie de diversification et gouvernance des entreprises "**, Thèse de doctorat en sciences économiques, université de Toulouse ,2.005

#### **2-5 : rapports et notices des informations :**

- **Alliance Assurances, Notices d'information, Du 08 Août 2010,** [http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice- Alliance Assurances.pdf](http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-Alliance Assurances.pdf)
- **COSOB, rapport annuel 2005.**
- **COSOB, rapport annuel 2008.**
- **COSOB, rapport annuel 2009.**
- **COSOB, rapport annuel 2010.**
- **EGH EL -AURASSI, Notices d'information Du 24 mai 1999,** <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-EL-AURASSI.pdf>
- **ERIAD SETIF, Notices d'information, Du 27 juin 1998,** <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-ERIAD-SETIF.pdf>.
- **Global Corporate Governance Forum, " G U I D E: Comment élaborer et mettre en œuvre un code de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise ?", 2005.**
- **Groupe SAIDAL, Notices d'information, Du 24 décembre 1998,** <http://www.cosob.org/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf>
- **IMF's World Economic Outlook Database;**  
<http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>.

## 2-6: Textes réglementaires

- Règlement n°96-02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organisation faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.
- Instruction COSOB n°97-03 du 30 Novembre 1997 portant application du règlement COSOB n°96-02 du 22 juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne.
- Instruction COSOB n° 98/01 du 30 Avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.
- Règlement n°2000-02 du 20 Janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.
- Règlement COSOB n° 03-03 du 18 Mars 2003 relatif à la déclaration de franchissement de seuils de participation dans le capital des sociétés dont les actions sont admises aux négociations en bourse.
- Règlement n° 04-01 du 08 Juillet 2004, modifiant et complétant le règlement COSOB N°96-02 du 22 Juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.

### 3: مواقع الأنترنت:

- قانون Sarbanes Oxley : <http://www.soxlaw.com>
- دليل الحوكمة في بورصة عمان:
- [http://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/corporate\\_governance\\_companies.pdf](http://www.sdc.com.jo/arabic/images/stories/pdf/corporate_governance_companies.pdf)
- دليل الحوكمة في البورصة المصرية:
- <http://www.cipe.org/regional/menacg/pdf/Egypt%20CG%20Code%20Final%20-%20Arabic.pdf>
- دليل الحوكمة في البورصة السعودية: <http://www.sahmy.com/t114714.html>
- دليل الحوكمة في بورصة نيويورك: <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>
- دليل الحوكمة في بورصة ناسداك:
- <http://www.nasdaq.com/about/CorporateGovernance.pdf>
- توصيات بشأن حوكمة المؤسسات في البرازيل :
- <http://www.cvm.gov.br/ingl/mapa/redirect.asp?submenu=/ingl/public/submenu.asp&submain=/ingl/public/publ/governanca/recomen.doc>

- مدونة قواعد حوكمة المؤسسات الخاصة بالمؤسسات المقيدة بالبورصة الصينية:

<http://www.csrc.gov.cn>

- تقرير اللجنة المعنية بحوكمة المؤسسات في الهند

<http://www.sebi.gov.in/commreport/corpgov.html>

- مدونة قواعد الحوكمة الجيدة للمؤسسات في اندونيسيا: موقع بورصة جاكارتا

- مدونة قواعد أفضل ممارسات حوكمة المؤسسات في جمهورية كوريا

[http://www.ecgi.org/codes/country\\_documents/korea/code\\_korea.pdf](http://www.ecgi.org/codes/country_documents/korea/code_korea.pdf)

- المدونة الماليزية لقواعد حوكمة المؤسسات

[http://www.acga-asia.org/loadfile.cfm?site\\_file\\_id=78](http://www.acga-asia.org/loadfile.cfm?site_file_id=78)

- مدونة قواعد حوكمة المؤسسات الخاصة بالمكسيك

<http://www.ecgi.org>

- المدونة الروسية لقواعد حوكمة المؤسسات

<http://rid.ru>

- تقرير KING عن حوكمة المؤسسات في جنوب افريقيا

[www.iodsa.co.za](http://www.iodsa.co.za)

- دليل حوكمة المؤسسات الجزائرية:

<http://www.algeriacorporategovernance.org/lien.php>

- قواعد بيانات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية:

<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=7IA&lang=fr>

<http://cs4hq.oecd.org/oecd/fra/TableView/wdsview/download.asp>

- قاعدة بيانات البنك الدولي:

<http://donnees.banquemondiale.org/theme/secteur-financier>

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>

- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية لصندوق النقد العربي،

[www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

- مبادئ المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-French.pdf>

- موقع بورصة الجزائر

<http://www.sgbv.dz>

- موقع البورصة المصرية

<http://www.egyptse.com>

- موقع البورصة السعودية

<http://www.tadawul.com.sa>

- موقع البورصة المغربية

<http://www.casablanca-bourse.com>

- موقع البورصة الكويتية

<http://www.kuwaitse.com>

- موقع البورصة القطرية

<http://www.qe.com.qa>

- موقع البورصة البحرينية

<http://www.bahrainbourse.com.bh>

- <http://www.bse.com.lb> موقع البورصة اللبنانية
- [www.bvmt.com.tn](http://www.bvmt.com.tn) موقع البورصة التونسية
- <http://www.exchange.jo> موقع البورصة الأردنية
- <http://www.msm.gov.om> موقع البورصة العُمانية
- <http://www.adx.ae> موقع بورصة أبوظبي
- <http://www.dfm.ae> موقع بورصة دبي
- <http://www.pex.ps> موقع البورصة الفلسطينية
- <http://www.khartoumstock.com> موقع البورصة السودانية



العلم حقا

استمارة الاستبيان باللغة العربية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المدرسة العليا للتجارة  
الجزائر

## استبيان لبيان تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات

الأخ الكريم، الأخت الكريمة..... المحترم/ة  
السلام عليكم ورحمة الله وبركاته  
تحية طيبة وبعد؛

يقوم الطالب بإعداد بحث أكاديمي تكميلي للحصول على شهادة الدكتوراه تخصص مالية من المدرسة العليا للتجارة بعنوان: دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات.  
ويمثل هذا الاستبيان أحد جوانب البحث، ويهدف إلي دراسة وتحليل آراء إطارات بورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة حول دور سوق الأوراق المالية في تعزيز تطبيق حوكمة المؤسسات، والعوامل المؤثرة في ذلك.  
ولذلك نرجو من سيادتكم أن تتكرموا بالإجابة على هذا الاستبيان بدقة وموضوعية، وذلك حتى يتمكن الباحث من الوصول إلى تقييم أفضل لموضوع الدراسة.  
ونوجه عناية سيادتكم أن جميع المعلومات التي سيتم الحصول عليها سوف تكون سرية ولن تستخدم إلا لغرض البحث العلمي فقط، كما أن تعاونكم معنا يعزز البحث العلمي في الجزائر.

ولكم منا جزيل الشكر،،،

الباحث:

بن ثابت علال

الرجاء وضع علامة ( X ) في المكان المناسب

المجموعة الأولى: معلومات عامة

1. العمر:  أقل من 30 سنة  من 30 إلى 40 سنة  أكثر من 50 سنة  من 41 - 50 سنة
2. الجنس:  ذكر  أنثى
3. المستوى العلمي:  ليسانس  ماجستير  دكتوراه  أخرى حدد .....
4. التخصص العلمي:  مالية  محاسبة  إدارة  اقتصاد  أخرى حدد .....
5. الوظيفة: .....
6. الخبرة المهنية:  أقل من 5 سنوات  من 5-10 سنوات  من 11-20 سنة  أكثر من 20 سنة

المجموعة الثانية: توجد في الجدول أدناه مجموعة من العبارات، يرجى اختيار الإجابة بوضع علامة ( X ) في المكان المناسب:

الرقم	العبارة	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق بشدة	غير موافق
المحور الأول: قياس مدى توفر سوق الأوراق المالية على إطار قانوني ورقابي يسمح بتطبيق حوكمة جيدة للمؤسسات						
01	تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري.					
02	تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين.					
03	توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق.					
04	توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.					
05	يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دولياً.					

					06	تبيين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق.
					07	هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات.
					08	تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري.
المحور الثاني: قياس مدى توافر سوق الأوراق المالية على مقومات الإفصاح عن المعلومات						
					09	يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية.
					10	تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.
					11	يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم.
					12	تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية.
					13	يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات.
					14	تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي.
					15	تتعرض المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة.
					16	تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف.
المحور الثالث: قياس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على حماية مصالح المستثمرين						
					17	توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين.
					18	يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة.
					19	يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل.
					20	يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت.
					21	تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة.

					يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة علي المؤسسات.	22
					يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية.	23
					تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين.	24

هل لديكم أي مقترحات لتحسين دور سوق الأوراق المالية في تطبيق حوكمة المؤسسات؟

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

شكرا على حسن تعاونكم.

استمارة الإشتيان باللغة الفرنسية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Ecole supérieure de commerce  
Alger

*Questionnaire pour montrer les effets de la bourse sur le système de  
gouvernance des entreprises.*

Chère soeur, cher frère,

L'étudiant fait une recherche académique complémentaire pour obtenir un doctorat en Finance de l'école supérieure de commerce, intitulée: " Une étude des effets de la bourse sur le système de gouvernance des entreprises".

Ce questionnaire constitue l'un des volets les plus importants de cette recherche, il a pour but d'étudier et d'analyser les opinions des cadres de bourse d'Alger et les entreprises cotées sur le rôle du marché boursier dans la promotion de l'application de la gouvernance des entreprises.

C'est pourquoi nous vous demandons de bien vouloir répondre au questionnaire de façon précise et objective, afin de permettre au chercheur une meilleure évaluation à l'objet d'étude.

On vous signale que les informations collectées sont confidentielles et ne seront utilisées que pour la recherche, et votre collaboration favorisera la recherche scientifique en Algérie.

Je vous prie d'agréer mes salutations les plus distinguées.

Le chercheur:

Benthabet allal



Veillez cocher la réponse qui convient:

**Premier groupe:** Informations générales

1. Age:                    moins de 30ans                     de 30 à 40 ans   
                                  de 41 à 50 ans                     plus de 50 ans
2. Sexe:                    Homme                     Femme
3. Niveau scolaire:        Licence                     Magistère   
                                  Doctorat                     Autre  préciser:.....
4. Spécialité:              Finance                     comptabilité   
                                  Management                     Economie   
                                  Autre  préciser:.....
5. Fonction: .....
6. Expérience :            Moins de 5ans                     de 5 à 10 ans   
                                  de 11 à 20 ans                     Plus de 20 ans

**Deuxième groupe:** le tableau ci-dessous contient une série d'instructions, veuillez mentionner votre remarque en cochant (X) à la bonne place:

N°	Expression	Très favorable	favorable	neutre	défavorable	Très défavorable
<b>Axe 01:</b> la mesure de la disponibilité de la bourse sur le cadre juridique et réglementaire qui permet l'application de bonne gouvernance des entreprises.						
01	La bourse d'Alger est une Personnalité morale, jouissant de l'indépendance financière et administrative.					
02	Les organismes de surveillance et de contrôle dans le marché boursier font leurs devoirs de manière professionnelle et de façon objective pour appliquer les lois.					
03	Il y a des lois et des instructions explicites concernant le mode d'inscription et les conditions d'admission des entreprises dans la bourse.					
04	Dans la bourse d'Alger il y a des règles et des instructions concernant la gouvernance des entreprises.					
05	Les entreprises peuvent être admises dans le marché boursier, si elles respectent les principes du gouvernance des entreprises connues mondialement					

06	Les règles et les procédures régissant le contrôle et la surveillance des entreprises cotées dans le marché boursier, sont claires.					
07	Il y a un projet pour élaborer un guide de gouvernance d'entreprise Préparé par la bourse.					
08	les lois et les règlements de la Bourse d'Alger concordent avec le code commercial					
<b>Axe 02:</b> mesure de la disponibilité de la bourse à divulguer les informations selon les exigences de gouvernance des entreprises.						
09	On exige aux entreprises cotées de publier toutes les informations financières.					
10	Les entreprises cotées préparent un prospectus qui contient toutes les informations qui permettent à l'investisseur de prendre la bonne décision.					
11	on publie les informations sur les membres du conseil d'administration, les gestionnaires et ses rémunérations.					
12	Les entreprises informe immédiatement le marché de chaque événement d'urgence qui peut influencer sur le cours des actions.					
13	La publication comprend également des informations importantes sur la façon d'appliquer les structures de gouvernance d'entreprise					
14	Les intermédiaires sont engagés à ne pas divulguer les informations sur les investisseurs à quiconque sans permission écrite.					
15	Les informations publiées sont reflétées fidèlement au cours des titres					
16	Il y a des canaux pour la publication des informations en temps opportun et d'une manière équitable pour toutes les parties					
<b>Axe 03:</b> mesure la capacité du marché de protéger les intérêts des investisseurs						
17	Il est simple de transporter et transférer la propriété des actions entre les actionnaires.					
18	Les actionnaires reçoivent les informations relatives à l'entreprise de façon périodique, régulière et simple.					
19	La bourse impose sur les entreprises, que les actionnaires participent à l'assemblée générale de manière équitable.					



# نتائج التحليل برنامج SPSS 19

## Fiabilité

### Echelle : TOUTES LES VARIABLES

#### Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	32	100.0
	Exclus <sup>a</sup>	0	.0
	Total	32	100.0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

#### Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
.782	24

#### Statistiques d'échelle

Moyenne	Variance	Ecart-type	Nombre d'éléments
73.88	41.790	6.465	24

## Fiabilité

### Echelle : TOUTES LES VARIABLES

#### Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	32	100.0
	Exclus <sup>a</sup>	0	.0
	Total	32	100.0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

#### Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
.760	8

### Statistiques d'échelle

Moyenne	Variance	Ecart-type	Nombre d'éléments
24.66	13.330	3.651	8

### Fiabilité

#### Echelle : TOUTES LES VARIABLES

##### Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	32	100.0
	Exclus <sup>a</sup>	0	.0
	Total	32	100.0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

### Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
.634	8

### Statistiques d'échelle

Moyenne	Variance	Ecart-type	Nombre d'éléments
24.94	7.544	2.747	8

### Fiabilité

#### Echelle : TOUTES LES VARIABLES

##### Récapitulatif de traitement des observations

		N	%
Observations	Valide	32	100.0
	Exclus <sup>a</sup>	0	.0
	Total	32	100.0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

### Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
.620	8

#### Statistiques d'échelle

Moyenne	Variance	Ecart-type	Nombre d'éléments
24.25	5.548	2.356	8

### Fiabilité

#### Echelle : TOUTES LES VARIABLES

##### Récapitulatif de traitement des observations

	N	%
Observations Valide	32	100.0
Exclus <sup>a</sup>	0	.0
Total	32	100.0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

#### Statistiques de fiabilité

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
.620	8

#### Statistiques d'échelle

Moyenne	Variance	Ecart-type	Nombre d'éléments
21.06	5.093	2.257	8

### Effectifs

#### Statistiques

		تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بتتبع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري	توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق	توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.	يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دولياً
N Valide	32	32	32	32	32
Manquante	0	0	0	0	0

### Statistiques

		تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري	هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات	تبيين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق	تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.
N	Valide	32	32	32	32
	Manquante	0	0	0	0

### Statistiques

		تتوزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي	يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هيكل حوكمة المؤسسات	تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية	تتعرض المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة
N	Valide	32	32	32	32
	Manquante	0	0	0	0

### Statistiques

		يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنظمة وبسهولة	توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين	تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف	يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت
N	Valide	32	32	32	32
	Manquante	0	0	0	0

### Statistiques

		يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية	يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات	تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة	تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين
N	Valide	32	32	32	32



### Statistiques

		يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة علي المؤسسات	يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية	تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين
N	Valide	32	32	32
	Manquante	0	0	0

### Tableau de fréquences

تمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق	4	12.5	12.5	12.5
	محايد	6	18.8	18.8	31.3
	موافق	20	62.5	62.5	93.8
	موافق بشدة	2	6.3	6.3	100.0
	Total	32	100.0	100.0	

تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق	5	15.6	15.6	15.6
	محايد	17	53.1	53.1	68.8
	موافق	6	18.8	18.8	87.5
	موافق بشدة	4	12.5	12.5	100.0
	Total	32	100.0	100.0	

توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق	2	6.3	6.3	6.3
	محايد	6	18.8	18.8	25.0
	موافق	19	59.4	59.4	84.4
	موافق بشدة	5	15.6	15.6	100.0

تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق 4	12.5	12.5	12.5
	محايد 6	18.8	18.8	31.3
	موافق 20	62.5	62.5	93.8
	موافق بشدة 2	6.3	6.3	100.0
Total	32	100.0	100.0	

توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق بشدة 20	62.5	62.5	62.5
	غير موافق 10	31.3	31.3	93.8
	محايد 2	6.3	6.3	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دوليا

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق بشدة 4	12.5	12.5	12.5
	غير موافق 8	25.0	25.0	37.5
	محايد 15	46.9	46.9	84.4
	موافق 5	15.6	15.6	100.0
Total	32	100.0	100.0	

تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق 5	15.6	15.6	15.6
	محايد 19	59.4	59.4	75.0
	موافق 8	25.0	25.0	100.0
Total	32	100.0	100.0	

هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق بشدة 2	6.3	6.3	6.3
	غير موافق 9	28.1	28.1	34.4
	محايد 17	53.1	53.1	87.5
	موافق 4	12.5	12.5	100.0
Total	32	100.0	100.0	

تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد 4	12.5	12.5	12.5
	موافق 24	75.0	75.0	87.5
	موافق بشدة 4	12.5	12.5	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد 9	28.1	28.1	28.1
	موافق 23	71.9	71.9	100.0
Total	32	100.0	100.0	

تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق 1	3.1	3.1	3.1
	محايد 1	3.1	3.1	6.3
	موافق 25	78.1	78.1	84.4
	موافق بشدة 5	15.6	15.6	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافاتهم

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé

Valide	غير موافق بشدة	1	3.1	3.1	3.1
	غير موافق	5	15.6	15.6	18.8
	محايد	16	50.0	50.0	68.8
	موافق	10	31.3	31.3	100.0
Total		32	100.0	100.0	

تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق	5	15.6	15.6	15.6
	محايد	17	53.1	53.1	68.8
	موافق	10	31.3	31.3	100.0
Total		32	100.0	100.0	

يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هيكل حوكمة المؤسسات

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق بشدة	1	3.1	3.1	3.1
	غير موافق	11	34.4	34.4	37.5
	محايد	15	46.9	46.9	84.4
	موافق	5	15.6	15.6	100.0
Total		32	100.0	100.0	

تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق	1	3.1	3.1	3.1
	محايد	14	43.8	43.8	46.9
	موافق	17	53.1	53.1	100.0
Total		32	100.0	100.0	

تتبع المعلومات المفصّل عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	غير موافق بشدة	20	62.5	62.5	62.5
	غير موافق	9	28.1	28.1	90.6

محايد	3	9.4	9.4	100.0
Total	32	100.0	100.0	

تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	4	12.5	12.5	12.5
محايد	18	56.3	56.3	68.8
موافق	10	31.3	31.3	100.0
Total	32	100.0	100.0	

توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	1	3.1	3.1	3.1
محايد	23	71.9	71.9	75.0
موافق	8	25.0	25.0	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	7	21.9	21.9	21.9
محايد	19	59.4	59.4	81.3
موافق	6	18.8	18.8	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	7	21.9	21.9	21.9
محايد	22	68.8	68.8	90.6
موافق	3	9.4	9.4	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	1	3.1	3.1	3.1
محاييد	17	53.1	53.1	56.3
موافق	14	43.8	43.8	100.0
Total	32	100.0	100.0	

تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	8	25.0	25.0	25.0
محاييد	20	62.5	62.5	87.5
موافق	4	12.5	12.5	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	17	53.1	53.1	53.1
محاييد	13	40.6	40.6	93.8
موافق	2	6.3	6.3	100.0
Total	32	100.0	100.0	

يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	2	6.3	6.3	6.3
محاييد	22	68.8	68.8	75.0
موافق	8	25.0	25.0	100.0
Total	32	100.0	100.0	

تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide غير موافق	2	6.3	6.3	6.3

محايد	21	65.6	65.6	71.9
موافق	9	28.1	28.1	100.0
Total	32	100.0	100.0	

## Descriptives

### Statistiques descriptives

	N	Moyenne	Ecart type
تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري	32	3.62	.793
تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين	32	3.28	.888
توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق	32	3.84	.767
توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.	32	1.44	.619
يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دولياً	32	2.66	.902
تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق	32	3.09	.641
هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات	32	2.72	.772
تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري	32	4.00	.508
يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية	32	3.72	.457
تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.	32	4.06	.564
يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافاتهم	32	3.09	.777

تقوم المؤسسات فورا بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية	32	3.16	.677
يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات	32	2.75	.762
تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي	32	3.50	.568
تتعرض المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة	32	1.47	.671
تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف	32	3.19	.644
توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين	32	3.22	.491
يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة	32	2.97	.647
يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل	32	2.88	.554
يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت	32	3.41	.560
تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة	32	2.87	.609
يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات	32	2.53	.621
يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية	32	3.19	.535
تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين	32	3.22	.553



moyen1	32	3.0820	.45637
moyen2	32	3.1172	.34334
moyen3	32	3.0352	.28440
N valide (listwise)	32		

## Tests non paramétriques

### Test de Kolmogorov-Smirnov à un échantillon

		moyen1	moyen2	moyen3
Paramètres normaux <sup>a,b</sup>	N	32	32	32
	Moyenne	3.0820	3.1172	3.0352
	Ecart-type	.45637	.34334	.28440
Différences les plus extrêmes	Absolue	.150	.117	.126
	Positive	.150	.108	.126
	Négative	-.069	-.117	-.105
Z de Kolmogorov-Smirnov		.848	.664	.713
Signification asymptotique (bilatérale)		.468	.770	.690

a. La distribution à tester est gaussienne.

b. Calculée à partir des données.

## Test-t

### Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري	32	3.63	.793	.140
تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين	32	3.28	.888	.157
توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق	32	3.84	.767	.136
توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.	32	1.44	.619	.109

يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دوليا	32	2.66	.902	.159
تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق	32	3.09	.641	.113
هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات	32	2.72	.772	.136
تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري	32	4.00	.508	.090

### Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 3			
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne
تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري	4.458	31	.000	.625
تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين	1.791	31	.083	.281
توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق	6.226	31	.000	.844
توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.	-2.031	31	.000	-1.563
يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دوليا	-2.036	31	.039	-.344
تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق	.828	31	.414	.094
هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات	-2.021	31	.048	-.281
تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري	11.136	31	.000	1.000

**Test sur échantillon unique**

	Valeur du test = 3	
	Intervalle de confiance 95% de la différence	
	Inférieure	Supérieure
تتمتع بورصة الجزائر بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري	.34	.91
تقوم الهيئات الإشرافية والرقابية في البورصة بواجباتها بأسلوب مهني وبطريقة موضوعية لتنفيذ القوانين	-.04	.60
توجد قوانين وتعليمات صريحة تخص كيفية إدراج وشروط قبول المؤسسات في السوق	.57	1.12
توجد في بورصة الجزائر قواعد وتعليمات خاصة بحوكمة المؤسسات.	-1.79	-1.34
يمكن قبول المؤسسات في البورصة، بشرط احترام مبادئ حوكمة المؤسسات المعروفة دوليا	-.67	-.02
تبين بوضوح القواعد والإجراءات التي تحكم رقابة ومتابعة المؤسسات المدرجة في السوق	-.14	.32
هناك مشروع لوضع دليل خاص ببورصة الجزائر بخصوص حوكمة المؤسسات	-.56	.00
تتوافق قوانين وتعليمات بورصة الجزائر مع القانون التجاري الجزائري	.82	1.18

**Test-t**

**Statistiques sur échantillon unique**

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
total1	32	24.6563	3.65098	.64541

**Test sur échantillon unique**

Valeur du test = 24	
	Intervalle de confiance 95% de la différence

	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Inférieure	Supérieure
total1	1.017	31	.317	.65625	-.6601	1.9726

### Test-t

#### Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية	32	3.72	.457	.081
تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.	32	4.06	.564	.100
يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم	32	3.09	.777	.137
تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية	32	3.16	.677	.120
يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات	32	2.75	.762	.135
تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي	32	3.50	.568	.100
تتعرض المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة	32	1.47	.671	.119
تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف	32	3.19	.644	.114

#### Test sur échantillon unique

Valeur du test = 3				
t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	

يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية	8.901	31	.000	.719
تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.	10.649	31	.000	1.063
يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم	.682	31	.500	.094
تقوم المؤسسات فوراً بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية	1.305	31	.201	.156
يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات	-1.856	31	.073	-.250
تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي	4.980	31	.000	.500
تتعرض المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة	-2.034	31	.000	-1.531
تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف	1.646	31	.110	.188

#### Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 3	
	Intervalle de confiance 95% de la différence	
	Inférieure	Supérieure
يتم إلزام المؤسسات المدرجة بالإفصاح عن كل المعلومات المالية	.55	.88
تقوم المؤسسات المدرجة بإعداد نشرة إصدار تحتوي على كل المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب.	.86	1.27

يتم الإفصاح كذلك عن معلومات تخص أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين ومكافآتهم	-19		.37
تقوم المؤسسات فورا بإعلام هيئة السوق بكل حدث طارئ قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية	-09		.40
يشمل الإفصاح كذلك على المعلومات الهامة الخاصة بكيفية تطبيق هياكل حوكمة المؤسسات	-52		.02
تلتزم شركات الوساطة بعدم الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمستثمرين لأي شخص دون إذن خطي		.30	.70
تتعرض المعلومات المفصح عنها بصدق على سعر الورقة المالية الخاصة بالمؤسسة	-1.77	-1.29	
تتوفر قنوات لنشر المعلومات في التوقيت المناسب وبطريقة تتسم بالعدالة لجميع الأطراف	-04		.42

### Test-t

#### Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
total2	32	24.9375	2.74670	.48555

#### Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 24					
					Intervalle de confiance 95% de la différence	
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Inférieure	Supérieure
total2	1.931	31	.063	.93750	-.0528	1.9278

### Test-t

#### Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne

توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين	32	3.22	.491	.087
يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة	32	2.97	.647	.114
يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل	32	2.88	.554	.098
يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت	32	3.41	.560	.099
تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة	32	2.88	.609	.108
يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات	32	2.53	.621	.110
يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية	32	3.19	.535	.095
تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين	32	3.22	.553	.098

#### Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 3			
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne
توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين	2.521	31	.017	.219
يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة	-2.273	31	.786	-.031

يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل	-1.277	31	.211	-1.125	
يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت	4.104	31	.000		.406
تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة	-1.161	31	.255	-1.125	
يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة على المؤسسات	-1.267	31	.000	-1.469	
يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية	1.982	31	.056		.188
تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين	2.239	31	.032		.219

#### Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 3	
	Intervalle de confiance 95% de la différence	
	Inférieure	Supérieure
توجد سهولة في نقل وتحويل ملكية الأسهم بين المساهمين	.04	.40
يتم حصول المساهمين على المعلومات المتعلقة بالمؤسسة بصفة دورية ومنتظمة وبسهولة	-.26	.20
يفرض السوق على المؤسسات بأن يقوم المساهمون بالمشاركة والتصويت في الجمعية العامة بشكل عادل	-.32	.07
يحق للمساهمين التصويت بالحضور شخصياً أو غيابياً مع مراعاة المساواة في تأثير التصويت	.20	.61
تقدم إدارة المؤسسة للمساهمين معلومات جيدة وكافية عن اجتماعات الجمعية العامة	-.34	.09



يوفر قانون السوق عناصر الكفاءة والشفافية للمساهمين عند قيامه بوظائفه في الرقابة علي المؤسسات	-69	-24
يتم حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية	.00	.38
تمنع إجراءات السوق إعطاء المعلومات الداخلية والخاصة للمساهمين الكبار فقط، دون صغار المساهمين	.02	.42

## Test-t

### Statistiques sur échantillon unique

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne
total3	32	24.2813	2.27517	.40220

### Test sur échantillon unique

	Valeur du test = 24					
					Intervalle de confiance 95% de la différence	
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Inférieure	Supérieure
total3	.699	31	.490	.28125	-.5390	1.1015