

دراسة في مساهمة البورصات في وضع معايير وقواعد حوكمة المؤسسات

بن ثابت علال

أستاذ مساعد "أ"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير – جامعة عمار ثلجي بالأغواط –

Résumé : Dans cet article nous allons tenter d'examiner le rôle des bourses dans la promotion des objectifs relatifs à la gouvernance des entreprises. En publiant des normes de cotation et de communication financière, et en veillant au bon respect des règles, elles contribuent directement au système de gouvernance des entreprises sous plusieurs formes : En collaborant avec d'autres autorités chargées du contrôle, de la réglementation et des sanctions, elles favorisent l'instauration d'un cadre de gouvernance efficace. Ainsi que les bourses se sont imposées comme les promoteurs des recommandations relatives à la gouvernance des entreprises pour les sociétés cotées. Certaines de ces recommandations concernent un nombre restreint de questions étroitement liées aux fonctions de cotation et de contrôle exercées par les bourses. Les mots clés : gouvernance des entreprises, systèmes de gouvernance, règles et principes de gouvernance, expériences des bourses, bourse d'Alger.	ملخص: نحاول في هذه المقالة دراسة دور البورصات في تعزيز الأهداف المتعلقة بحوكمة المؤسسات. فمن خلال قيام البورصات بوضع معايير للإدراج والإفصاح المالي، ومن خلال ضمان الامتثال السليم لها، تساهم البورصات مباشرة في نظام حوكمة المؤسسات، وتكون هذه المساهمة بأشكال عديدة: إذ بالتعاون مع السلطات الأخرى المكلفة بالرقابة والتنظيم والمحاسبة، يمكن أن تساعد في خلق إطار فعال للحوكمة. كذلك تعتبر البورصات أهم المصدرين للتوصيات والقواعد المتعلقة بحوكمة المؤسسات، بعض هذه التوصيات تتعلق بقضايا الإدراج أو القيد في البورصة والرقابة الممارسة من قبل هذه الأخيرة. الكلمات المفتاح: حوكمة المؤسسات، نظم الحوكمة، قواعد ومبادئ الحوكمة، تجارب البورصات، بورصة الجزائر.
---	---

المقدمة

شهدت السنوات العشر السابقة اهتماما متزايدا من قبل الحكومات والمؤسسات الدولية بما يسمى حوكمة المؤسسات خاصة بعد الانهيارات المالية الكبرى التي حدثت في بداية هذه الألفية، كانهيار شركة أنرون ENRON وشركة وورلد كوم WORLD COM، ثم الأزمة المالية العالمية الحديثة. كل هذا عزز النقاش الدائر حول أداء المؤسسات وشفافية أنشطتها ومسؤوليات كل الأطراف فيها، وكيفية مراقبتها ومساءلة مسيريها، وهي مفاهيم تدخل كلها ضمن مفهوم حوكمة

المؤسسات، الذي يعتبر في الواقع من الممارسات والمفاهيم الموجودة منذ فترة قبل هذا التاريخ.

والممتنع للممارسات الدولية، يلاحظ اختلافا من دولة إلى أخرى، ومن نهج اقتصادي إلى آخر، مما عدد من نماذج الأنظمة المطبقة في حوكمة المؤسسات. وتعتبر البورصة من بين الآليات الخارجية التي تؤثر على نظام الحوكمة من عدة جوانب. وأهم تلك البورصات هي بورصة لندن التي أصدرت أول تقرير عالمي للحوكمة وهو تقرير *cadbury* سنة 1992 ثم تبعتها أغلب البورصات في الدول المتقدمة وفي الأسواق الناشئة بما فيها الأسواق العربية التي مسها مؤخرا ذلك التيار. والجزائر، باعتبارها دولة باشرت العديد من الإصلاحات، شهدت مؤسساتها تطورا كبيرا، قد تفرض عليها كذلك المسارعة في مباشرة إصلاحات تبدأ من تطوير السوق المالية وتفعيلها وإنشاء مبادئ وقواعد لحوكمة المؤسسات الجزائرية. فما هي أهمية القواعد التي تصدرها البورصات في تطوير نظام حوكمة المؤسسات؟

للإجابة على هذا السؤال جاءت هذه الورقة في النقاط التالية: الإطار النظري لحوكمة المؤسسات؛ تجارب مختلف البورصات الدولية في وضع قواعد الحوكمة ثم بورصة الجزائر وقواعد حوكمة المؤسسات.

1- عن الإطار النظري لحوكمة المؤسسات

1.1- حوكمة المؤسسات: من تعاريف مصطلح حوكمة المؤسسات، مثلا: " هي الأنظمة والعمليات المطبقة لتوجيه ومراقبة المنظمات، والتي تهدف إلى زيادة أدائها وتحقيق قيمة مستمرة للمساهمين"¹. ويعتبر *C.Sternberg* أن الحوكمة "هي الطرق التي تضمن بأن تكون أعمال المؤسسات مسيرة لهدف خدمة مصالح المساهمين"².

وبأكثر دقة وتحديد، فينظر *G.Charreaux* للحوكمة "على أنها مجموعة الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد والتأثير على قرارات المسيرين"³. في حين يعتبر كل من *H.Gospel & A. Pendelton* أن مفهوم الحوكمة يتمحور حول العلاقة بين ثلاث عوامل: المساهمين في رأس المال، الإدارة والعمل. والتي تحاول مناقشة إشكالية من يمتلك ويسيطر على المؤسسة؟ وفي أي مصلحة تسير المؤسسة؟ ما هي مختلف الطرق المباشرة وغير المباشرة التي تنفذ بها عمليات الرقابة عليها؟⁴

أما منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية *OCDE* فتري أن "حوكمة المؤسسات تتضمن مجموعة العلاقات بين إدارة المؤسسة ومجلس إدارتها والمساهمين

وأصحاب المصالح* الآخرين، والتي توفر الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف المؤسسة ووسائل بلوغ تلك الأهداف ومتابعة النتائج"⁵.

وقد ذهب البعض إلى أن حوكمة المؤسسات تعني نظام التوجيه والتحكم والرقابة على نشاط مؤسسات المساهمة، مبنيا على تنظيم عملية اتخاذ القرارات في تلك المؤسسات وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسية وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكل خاص ومختلف الأطراف بشكل عام.⁶

وبذلك فمفهوم حوكمة الشركات يتضمن وجود علاقة تعاقدية (الوكالة*) تربط بين إدارة الشركة ومساهميها من جهة، وأصحاب المصالح الباقية من جهة أخرى ضمن تنفيذ نشاطات الإدارة من طرف الوكيل أي المسير، وذلك من خلال الإجراءات والهيكل التي تستخدمها لإدارة شؤون المؤسسة وتوجيه أعمالها، من أجل ضمان الحفاظ على أصول الشركة وتحسين الأداء، وتناظر المعلومة بالشفافية والمراقبة، وضمان تحقيق التكافؤ بين مصالح المساهمين وفي نفس الوقت مراعاة مصالح الأطراف الأخرى.⁷

وما يمكن ملاحظته أن حوكمة المؤسسات تهتم أساسا بقضية ترشيد إستعمال موارد المؤسسات، وقد ذكر H. Fayol في كتابه فقرة عن le gouvernement de l'entreprise والفرق مع التسيير. وهو ما يدفع أحيانا إلى أن يطلق عليها خطأ بالتسيير الفعال أو الإدارة الرشيدة، نظرا لأن إطار هذه الأخيرة لدى مختلف مدارسها، وأدبياتها ومفاهيمها ولغتها، خلال القرن العشرين ومنذ بداياته، تختلف عن إطار الحوكمة. باعتبار هذه الأخيرة ذات منشأ وارتكاز إقتصادي ولم تعترف بوجود المؤسسة كإدارة أو تنظيم كبديل أكثر كفاءة في حالة نقصها في ميكانيزمات السوق إلا لدى أفكار التأسيسيين الجدد،⁸ وعلى رأسهم A.Berle و G.Means كما سنرى فيما، بعد نقدهم للفكر الاقتصادي المعتمد على فروض المنافسة الكاملة والرشادة الكاملة للسوق وكل من المنتج والمستهلك، وذلك بعد تقديم مفهوم الرشادة النسبية على يد H.A. Simon.⁹

2.1- نشأة حوكمة المؤسسات

يمكن الإشارة إلى أن بدايات النقاش حول حوكمة المؤسسات تعود إلى نهاية القرن 18 عندما تكلم آدم سميث سنة 1776 أن المسيرين غير المالك للمؤسسات تقل فعالياتهم وحرصهم في تعظيم المردودية الاقتصادية للمؤسسة، وهذا بخلاف المسير المالك لمؤسسة خاصة.¹⁰ إلا أن نشأة البحث حول حوكمة المؤسسة تنسب 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، ويزترتب عن هذا الفصل خطر سلب حقوق صغار المساهمين من قبل المسيرين الذين يعملون على التملص من أية رقابة.

ورغم الأعمال السابقة، وحسب Charreaux¹¹، فإن حوكمة المؤسسات بمفهومها الحالي تجد أساساً مصدرها في الأعمال المؤسسة لكل من Alchain, H.Demtez. وأعمال C. Jensen و W.H.Mekling وأعمال E.F.Fama. حيث يعتبر كل من Alchain و Demtez سنة 1972 بأن المؤسسة هي عبارة عن مجرد خيال قانوني Fiction Juridique قائم على حقوق الملكية، وبداخلها 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، لا سيما 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 والمسيرين.

وقد درس M.C Jensen و W.H.Meckling بصفة رئيسية، النزاعات بين المسير والمساهمين والدائنين. وينطلقان في ذلك من وضع أولي، حيث تكون المؤسسة ملكاً لمسيرها. وفي حالة فتح رأسمال المؤسسة لمساهمين آخرين تنشأ علاقة وكالة وتعارض مصالح، تمثل مصدراً لتكاليف الوكالة. 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. كما تلعب الأسواق دوراً ضابطاً في هذا المجال، على أساس أن فقدان الرقابة على رأس المال يخضع المسيريون 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 المسيريون لضبط السوق المالية، حيث بإمكان المساهمين التنازل على أسهمهم. واللجوء إلى الاستدانة يسمح للمسير المالك بالتملص من ضبط المساهمين الآخرين، ويؤدي 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 Fama E.F. سنة 1980 يدرس الحالة الخاصة المتمثلة في الفصل بين الملكية والقرار. ويحتج من جهة، عن ملائمة 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 عاملاً إنتاج مختلفين في المؤسسة، يتمثل الأول في القدرة الإدارية للمديرين، والثاني في القدرة على تحمل المخاطر وهي منطبة بالملاك.

وقد أخذ هذا المفهوم مجالا أوسع عندما تم تناول العلاقة ليست بين المساهمين والمديرين 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 والمديرين... 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 المديرين *Théorie de l'enracinement des dirigeants* حيث بينا أن رقابة المديرين تكون تابعة لمدى سلطتهم ونفوذهم أو مستوى تجذرهم في المؤسسة، ودرسوا مختلف الآليات التي تمكن من مراقبة المديرين.

وهناك من لخص مراحل تطور الحوكمة كما يلي:¹²

- مرحلة الكساد (ما بعد 1930): بدا الاعتراف بعمق الفجوة بين المديرين والملاك؛

- مرحلة ظهور نظرية الوكالة وضبط العلاقات (1976-1995): حيث ظهرت النقاشات بشأن تنظيم العلاقة بين المديرين والملاك من خلال نظرية الوكالة، وضرورة تحديد الواجبات والصلاحيات لكل من المديرين ومختلف الأطراف في المؤسسة مما يقلل من مختلف التكاليف؛

- 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.

3.1- مكونات وأنواع أنظمة حوكمة المؤسسات

1.3.1- 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.¹³

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 المراجعة، لجان التعيينات...)، ومنها ما هو خارج عن المؤسسة تربطها معها علاقات تعاقدية: مراجع حسابات، وكالات التصنيف والتقييم، ومؤسسات المصلحة العامة كهيئات الضبط.

2- إجراءات الحوكمة: يقصد بها التنظيمات والتشريعات التي تنظم كيفية نشر والإفصاح عن المعلومات كالمخطط المحاسبي أو القانون التجاري، أو تلك التي تبين كيفية دخول المؤسسة إلى البورصة وإجراءات التسعير والإصدار... الخ. ويعتبر تشكيلة هياكل – إجراءات المحتوى المؤسساتي المنظم لحوكمة المؤسسات.

3- سلوكيات الحوكمة: وهو الذي يمثل الجانب البشري لحوكمة المؤسسات، حيث يتضمن تصرفات مختلف الأعوان الطبيعيين والمعنويين المشكلين للجانب المؤسساتي (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.

ويمكن وصف نظام أو نموذج الحوكمة بأنه ذلك الإطار 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 الفاعلة في المؤسسة.

وللتمييز بين نظام معين لحوكمة المؤسسات وآخر، ينبغي إسقاطه على الخصائص التالية:¹⁴ المفهوم السائد للمؤسسة، من مؤسسات عائلية أو شركات الأموال

بمختلف أنواعها أو عمومية، ومدى هيمنتها على الاقتصاد ككل؛ نظام اختيار وتعيين أعضاء مجلس الإدارة، من مستقلين أو إداريين؛ قدرة أصحاب المصالح على ممارسة التأثير على عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة، بمختلف الآليات المتوفرة لهم؛ أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي، أي مدى اعتماد الاقتصاد على البورصة أو النظام البنكي في عمليات التمويل؛ أهمية السوق فيما يتعلق بقضية الحوكمة في المؤسسة (العرض والطلب والمنافسة)؛ هيكل الملكية للمؤسسة ومدى تشتته من تركزه، أي وجود عدد كبير من الملاك في المؤسسة أو وجود عدد قليل؛ مدى الربط بين أداء المؤسسة وما يحصل عليه المسيرين من أجور وحوافز، أي مدى فعالية سوق العمل.

2.3.1- أنواع أنظمة حوكمة المؤسسات

بتطبيق تلك الخصائص، قام كثير من الكتاب بالتمييز بين النظامين التاليين للحوكمة:¹⁵

1- نظام موجه بالسوق *Le système orienté 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 غالبيته على بعض الآليات الخارجية لمراقبة المسيرين: الدور العقابي الذي تلعبه الأسواق (أسواق الاندماج والسيطرة العدوانية، أسواق المسيرين، أسواق الأوراق المالية... الخ)؛ الحماية القانونية القوية للمستثمرين يكون غالبا بتطبيق قواعد القانون العام؛ خطط للتحفيز مبنية على كفاءة المسيرين بناء على أداء المؤسسات؛ قوة مجلس الإدارة في الرقابة على المسيرين؛ يطلق على هذا النظام: نظام الخارجيين *systeme outsider*، نظام المساهمين *systeme shareholders*، النظام الانجلو-ساكسوني *systeme anglo-saxon*.

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 والذين يسيطرون على مجالس الإدارة. يسمى هذا النظام، 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 مثلاً وبعض الدول الأوروبية.

وقد ذهب Roland Pérez إلى تصنيف أنظمة الحوكمة بشكل أكثر دقة إلى النماذج أربعة التالية:¹⁶ النموذج البورصي *Le modèle boursier*؛ النموذج متعدد الأطراف *Le modèle partenarial*؛ النموذج الإداري *Le modèle administré*؛ النموذج الشبكي *Le modèle réticulaire*.

2- تجارب بعض البورصات الدولية في وضع قواعد الحوكمة

نحاول في هذا الجزء التعرف على مساهمة أسواق رأس المال في وضع مبادئ وقواعد حوكمة المؤسسات، مما يتيح توافر نظام فعال مبني على مراقبة سلوك مختلف المؤسسات.

1.2- قواعد ومبادئ الحوكمة

المقصود بمبادئ حوكمة المؤسسات، مجموعة المعايير السلوكية والأخلاقية التي تنظم عمل مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والموظفين بشكل عام في المؤسسات. وتهدف إلى تحقيق توازن بين مختلف مصالح الأطراف الفاعلة في المؤسسة، وتتميز بعدم الإلزام القانوني لها. أما القواعد فتتمثل النظم والإجراءات التي تهدف إلى تحقيق المبادئ من خلال الالتزام القانوني بها وربطها بتحقيق سياسة المسؤولية والمساءلة، فمن خلال السلطات والمسؤوليات الممنوحة لمختلف الأطراف المشتركة في عملية الحوكمة يتم وضع القواعد اللازمة لمساءلتهم.¹⁷

ولقد صدرت العديد من المبادئ والقواعد عن جهات دولية وإقليمية وذلك بهدف تطبيق حوكمة جيدة، إذ تعتبر مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من أشهر المبادئ، كما انتشرت كذلك العديد من المبادئ والقواعد على مستوى الكثير من الجهات والهيئات والمراكز البحثية والمجاميع المهنية، كمبادئ مؤسسة التمويل الدولية، ومبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية بخصوص البنوك، ومبادئ مركز المديرين التنفيذيين...

وفي هذا الصدد كان لهيئات الأسواق المالية والبورصات دور واضح وملحوظ في وضع الكثير من القواعد الاختيارية أو الملزمة، خاصة على المؤسسات المتداولة أسهمها فيها. وتتولى هذه الهيئات مهمة تطوير وضمان¹⁸ قانونية التعاملات،

بحيث لا تسمح لأي طرف تحقيق أرباح غير عادية على حساب الأطراف 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 الأهداف، يجب أن تمتلك هيئات السوق سلطة تنظيمية وسلطة رقابية وفي بعض الأحيان سلطة عقابية.

إن وجود مثل تلك الهيئات من شأنه أن يؤسس لسوق جيدة للأوراق المالية تؤدي إلى انضباط المتعاملين، بإرسال إشارات الأسعار بسرعة وتمكين المستثمرين من تصفية استثماراتهم بسرعة ودون أن يتحملوا تكاليف كبيرة.¹⁹ وهذا بدوره يؤثر على قيمة أسهم المؤسسة وقدرتها على الوصول إلى المال.²⁰

ولبيان كيفية تطبيق تلك القواعد ومساهمتها في حوكمة المؤسسات، قامت منظمة التعاون الاقتصادي بدراسة تجارب عشرة بورصات دولية²¹، حيث بينت الدراسة أنه بعد اعتماد قانون كادبوري "Cadbury" في المملكة المتحدة في عام 1992، بدأت أغلب البورصات والجهات الرقابية في صياغة العديد من القوانين والتوجيهات الخاصة بحوكمة المؤسسات.

وبينت الدراسة أن في الممارسة العملية توجد خاصيتين تحدد قوانين حوكمة المؤسسات وهما: الجوانب التي يحددها القانون وخصوصية التوصيات، فمثلا القانون البلجيكي لحوكمة المؤسسات يعتبر مثالا 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. والمثال الثالث هو مبادئ وتوجيهات بورصة نيويورك لحوكمة المؤسسات، التي تعتبر، من ناحية أقل شمولاً من حيث التغطية لإشكاليات الحوكمة، ومن ناحية أخرى فهي محددة جدا وتوجيهية بخصوص تنفيذ التوصيات، ويعتبر تطبيقها إلزاميا بالنسبة لمتطلبات الإدراج في السوق.

ومن نفس الدراسة بين الجدول رقم 01 التالي جوانب من كيفية تطبيق تلك البورصات للقواعد والتوصيات التي أصدرتها بخصوص حوكمة المؤسسات المدرجة. ويلاحظ من الجدول أن هناك تفاوتاً واختلافاً بين البورصات في الامتثال لقوانين الحوكمة، وأغلب البورصات التي مستها الدراسة توظف مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE) "comply or explain"، الذي حسبه يمكن للمؤسسات المدرجة تجاهل بعض الجوانب من القانون، لكن ينبغي عليها في هذه الحالة الإفصاح عن هذه الحقيقة وتبرير دوافع ذلك. وبديل هذا النهج والمبدأ في دول OCDE هو الإفصاح الكامل للمؤسسات عن ترتيبات الحوكمة.

جدول رقم (01): 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 Listing Standards (2003)	الإفصاح إجباري	نعم	نعم
بورصة طوكيو (TSE)	Principles for Corporate Governance of Listed Companies	مزيج بين المبدأين	نعم	لا
سوق الأور نكس (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
	البرتغال: Code des Recommandations (2001)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)		
	هولندا: Code néerlandais sur le gouvernement d'entreprise (2003)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	لا
بورصة لندن (LSE)	Combined Code (تم مراجعته في 2006)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	لا
بورصات NASDAQ OMX Nordic	الدانمارك: Recommendations on Corporate Governance	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
	فنلندا: Corporate Governance Recommendations (2003)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
	إسlanda: Guidelines on Corporate Governance (تم مراجعته في 2005)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
	السويد: Swedish Code of Corporate Governance (تم مراجعته في 2008)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
بورصة تورونتو (TSX)	National Instrument 58-101 – Disclosure of Corporate Governance Practices (2005)	الإفصاح إجباري	نعم	نعم
بورصة سويسرا (SWX)	Corporate Governance Directive (2002)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم
بورصة وارسو ببولندا (WSE)	The Code of Best Practice for WSE Listed Companies (تم مراجعته في 2007)	مبدأ الامتثال أو التبرير (CoE)	نعم	نعم

المصدر: Hans Christiansen and Alissa Koldertsova, "The role of Stock Exchange in corporate governance", OECD, 2009.P:08.

ومن خلال مبدأ CoE، هناك تفاوت بين مدى الإفصاح عن المعلومات المالية والرقابة أو معاقبة المؤسسات. ويمكن للبورصات أن تراقب امتثال المؤسسات

للقانون بطريقة أكثر مباشرة وصرامة من خلال إدماجها في متطلبات القيد والإدراج كما في استراليا، تخضع لمراقبة منتظمة وإجراءات عقابية من قبل بورصة ASX، في حين أن التوصيات الأخرى تطبق عليها مبدأ CoE. في اليوم، 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. أما في باريس، فبورصة أورو-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 قانونا. وعن مضمون القواعد والمبادئ والتوصيات التي تسنها البورصات الدولية نجد أن في عمومها مستمدة من مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية التي صدرت سنة 1999 وتم تعديلها سنة 2004.²²

2.2- تجربة بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية

1.2.2- تجربة بريطانيا

تعتبر بريطانيا أول الدول التي طبقت نظام حوكمة المؤسسات، وهي أول دولة من بين دول الاتحاد الأوروبي التي تصدر تشريعا يهدف إلى تشجيع تطبيق قواعد الحوكمة. كما أن الحكومة البريطانية قامت بإصدار العديد من التشريعات واللوائح والقواعد التي مهدت لمعايير الحوكمة المعمول بها حاليا، ومن بين أهم، بل وأولها، هو تقرير *cadbury* والذي صدر في ديسمبر 1992 عن لجنة الجوانب المالية لحوكمة المؤسسات المشكلة من قبل مجلس التقارير المالية سنة 1991 وبورصة لندن، ويعتبر من أهم التقارير التي تناولت مفهوم حوكمة المؤسسات، وتناول هذا التقرير 19 بندا كتوصيات تبين أفضل الممارسات السليمة، ويمكن اختصار جزء منها في العناصر التالية:²³

- دور مجلس الإدارة ودور المسيرين: هو حوكمة المؤسسات ووضع الاستراتيجيات، ومراقبة المسيرين وإعداد التقارير للمساهمين وبيان مدى فعالية نظام الرقابة الداخلية ومركز المؤسسة للمساهمين بشكل واضح، في حين أن دور المساهمين هو تعيين المسيرين ومراقبي الحسابات وضمان وضع هيكل نظام فعال يحقق متطلبات الحوكمة.

- مساءلة مجلس الإدارة والمسيرين: المساهمون يقومون بمساءلة مجلس الإدارة، كما أن هذا الأخير يقوم بدوره بتنفيذ تلك المساءلة عن طريق توفير البيانات للمساهمين.

-حجم وتشكيلة واستقلالية مجلس الإدارة وإجراءات الترشيح: أن يتضمن مجلس الإدارة عددا كافيا من الأعضاء غير التنفيذيين الأكفاء، ويتمثل دورهم في تقديم رأي مستقل حول المسائل الاستراتيجية، على أن يتم اختيارهم بطريقة رسمية تحت إدارة المجلس ككل، وتستدعي الضرورة على أن لا يقل عدد الأعضاء المستقلين عن الثلاثة بما فيهم الرئيس.

-آلية عمل مجلس الإدارة والهيئة الإدارية: أن يكون للمجلس جدول من الموضوعات التي تتطلب قرارات تؤكد سير الأعمال بالاتجاه والإحكام للمطلوبين. وعلى رئيس مجلس الإدارة ضمان وصول كافة المعلومات المطلوبة وبشكل يفي باحتياجات الأعضاء غير التنفيذيين، بالإضافة إلى إخطارهم بما يخص المؤسسة بشكل كامل. ويوصي التقرير بأن يقوم المجلس بمراجعة شكل ومستوى توصيل المعلومات إلى كافة الأعضاء.

-تشكيل لجان مجلس الإدارة: أن تشكل لجنة للترشيح لعضوية المجلس ولجنة للمراجعة، بحيث يكون معظم أعضائها من غير التنفيذيين، بما يخدم عنصر الشفافية في عملية تعيينات المجلس. بالإضافة إلى إعطاء اللجنة المراجعة توجيهات بخصوص صلاحياتها ومهامها، كما أوصى التقرير بأن لا يقل أعضاؤها من غير التنفيذيين عن ثلاثة، وأن تجتمع اللجنة مرتين في السنة، وأن تتولى مهام تقديم التوصيات حول تعيين المراجع الخارجي، ومراجعة القوائم المالية قبل تقديمها لمجلس الإدارة ومراجعة إقرار المؤسسة حول نظم الرقابة الداخلية ومناقشة طبيعة عمل المراجعة مع مراقب الحسابات.

-مكافآت أعضاء مجلس الإدارة: أن تشكل لجنة المكافآت من أعضاء غير تنفيذيين بالكامل أو بأغليبيتهم، حيث توصي اللجنة للمجلس مكافأة المسيرين التنفيذيين، وأن لا بد من تقديم إفصاح كامل حول رواتب الرئيس والمسيرين.

-التنظيم والإشراف على نظم الرقابة الداخلية وعلاقة مجلس الإدارة بالمراجع الخارجي والداخلي: ضرورة تقديم تقييم متوازن ومفهوم من المجلس حول مركز المؤسسة، وأن يحتفظ المجلس بعلاقة موضوعية ومهنية مع المراجعين وأن يقدم تقريرا حول فعالية نظام الرقابة الداخلية، وأن يكون للمراجع الخارجي إمكانية الوصول إلى اللجنة تحقيقا للعلاقة الموضوعية بين المراجع والإدارة.

-حقوق المساهمين وأصحاب المصالح: توصيل المساهمين آرائهم عن طريق الاتصال المباشر بمجلس الإدارة أو من خلال الجمعية للمساهمين. وركز التقرير على حق التصويت الذي اعتبره مكتسبا ويجب على المؤسسات الاستثمارية بيان سياستها في استخدامها له.

وفي سنة 1998 تم تجميع توصيات هذا التقرير، بالإضافة إلى القيام بتعديلات عديدة أوصت بها لجان أخرى، تحت ما يسمى المعايير الموحدة لحوكمة المؤسسات *Combined corporate governance code* وأصبحت هذا المعايير من متطلبات قيد المؤسسات في بورصة لندن.

2.2.2- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

في هذا البلد تعتبر هيئة الأوراق المالية والبورصات *Securities and Exchange Commission*، الجهة الأولى المسؤولة عن مراقبة وتنظيم عمليات التداول في الأسواق المالية لحماية مصالح المستثمرين والإشراف على الأسواق المالية. وقد أنشأت بموجب قانون الأوراق المالية الأمريكي الصادر سنة 1933، وتشرف على الوسطاء والوكلاء وعلى خبراء ومستشاري الاستثمار وصناديق الاستثمار، وتتألف من خمسة مفوضين يعينهم رئيس الجمهورية لمدة خمسة سنوات، وتتشكل من أربعة أقسام رئيسية و 18 مكتب، أهمها الذي يعد المستشار والشخص المؤهل لتقييم مكتب كبير المحاسبين الاقتراحات للهيئة بكل ما يتعلق بتنظيم الحسابات والمراجعة، وينسق هذا المكتب مع المنظمات المحلية والدولية التي تضع معايير المحاسبة والتدقيق والهيئة حوالي 2900 موظف.²⁴

ويمكن القول أن الوظيفة الرئيسية لـ *SEC* هي الرقابة والإشراف على قوانين الأوراق المالية الفيدرالية التي تنص على وجوب أن تقوم المؤسسات بالإفصاح عن كل المعلومات بصدق وأمانة. وتقوم كذلك بمراجعة الوثائق والتقارير المقدمة لها طبقاً 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. وفي هذا المجال مرت الولايات المتحدة الأمريكية بعدة قوانين، وهي ملخصة في الجدول رقم 02.

من الجدول، فالو.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 وانهايار سوق الأوراق المالية في 1929 معلنة 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* في سنة 1970 بعد تدهور كذلك في السوق

بنسبة 30% . كذلك فقد صدرت قوانين حماية المستثمر بعد تدهور السوق في اوائل السبعينيات. ثم قوانين 1988 جاءت مباشرة بعد أزمة 1987.

جدول رقم (02): القوانين الأمريكية الصادرة لحماية المستثمرين

القانون	الغرض منه	الأحداث التي سبقته
1933-1934: قانون الأعمال المصرفية (قانون جلاس - ستيجال) 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.
1940: قانون شركات الاستثمار وقانون مستشاري الاستثمار	ينظم شركات الاستثمار ومستشاري الاستثمار	تراجع السوق بنسبة 25% من أكتوبر 1939 إلى ماي 1940.
1970: قانون حماية المستثمرين في الأوراق المالية.	أنشأ مؤسسة لحماية المستثمرين في الأوراق المالية وحماية من عجز السماسرة عند السداد.	تراجع السوق بنسبة 30% من أبريل 1969 إلى جوان 1970.
1974: قانون ضمان دخل تقاعد الموظفين.	ينظم صناديق المعاشات.	سوق هابطة طويلة من ديسمبر 1972 إلى سبتمبر 1974. وانخفاض مؤشر دو جونز بقيمة 40%.
1988: قانون المتاجرة الداخلية واحتيال الأوراق المالية.	يزيد العقوبات والمسؤوليات عند المتجرة الداخلية والنشطة الاحتيالية.	انهيار سوق الأوراق المالية في 1987 وانخفاض مؤشر دو جونز بأكثر من 40%.
2002: قانون الإصلاح المحاسبي للمؤسسات العامة وحماية المستثمرين.	يزيد من تنظيم المدققين ويطيل عقوبة السجن في حالات جرائم الموظفين وينشئ المزيد من قوانين احتيال المؤسسات.	فضائح المؤسسات ومجتمع الاستثمار واستمرار انخفاض السوق لسنتين ونصف، جعلت مؤشر داو جونز يتراجع بت 35% ومؤشر ناسداك بـ 75%

المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية: 2009، ص: 485.

ثم جاء القانون الهام في 2002، وهو قانون الإصلاح المحاسبي للمؤسسات العامة وحماية المستثمر عقب فضائح مالية لمؤسسات كبرى كمؤسسة ENRON ومؤسسة WORLD COM ، ويسمى هذا القانون كذلك بقانون ساربنيس-أوكللي Sarbanes-Oxley أو اختصار قانون SOX.

قانون ساربنيس أوكللي هو قانون أقره مجلس النواب الأمريكي في عام 2002. فمن خلال الفضائح المالية، تم توقيع هذا القانون في 30 جوان 2002 وسمي نسبة لمهندسيه الرئيسيين: عضو مجلس الشيوخ بول ساربانيس Paul Sarbanes والنائب مايكل أوكللي Michael Oxley. أدخل هذا القانون تغييرات تشريعية هامة للممارسات المالية وتنظيم حوكمة المؤسسات. وينقسم إلى عدة عناوين كل عنوان رئيسي يتضمن عدة أقسام فرعية، نذكر باختصار مواضيعها:²⁵

مجلس الرقابة المحاسبية على الشركات العامة؛ استقلالية المراجع؛ مسؤوليات المؤسسات؛ تعزيز عمليات الافصاح المالي؛ تحليل تضارب المصالح؛ لجنة

الموارد والسلطة؛ دراسات وتقارير؛ مساءلة احتيال الشركات؛ تعزيز العقوبات؛ عوائد ضرائب المؤسسات؛ 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 الافصاح 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.

كما قامت بورصة نيويورك للأوراق المالية في سنة 2003، بتطوير مجموعة من المعايير لوضع مبادئ حوكمة المؤسسات موضع التطبيق العملي للمؤسسات المسجلة بالبورصة. وتغطي هذه القواعد المجالات التالية:²⁶ تركيبة أعضاء مجالس الإدارة وإلزامية صفة الاستقلالية؛ ضرورة وجود لجان للمراجعة، المكافآت والتعيينات. وتكون مشكلة من أعضاء 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 والإفصاح عن مهامها؛ توثيق الالتزام باتباع معايير حوكمة المؤسسات من خلال شهادة سنوية تصدر من المؤسسة، تؤكد عدم الإخلال بأي من المعايير السابقة، وهناك إمكانية لإصدار خطاب من البورصة لإنذار المؤسسات في حالة مخالفة المعايير.

3- بورصة الجزائر وحوكمة المؤسسات

يعتبر إنشاء بورصة الجزائر إحدى ثمار الإصلاحات التي باشرتها الجزائر منذ سنة 1988، حيث تم استحداث إطار تشريعي يتعلق بنشاء البورصة وما يتعلق بها، وهذه القوانين هي:²⁷ المرسوم رقم: 91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة؛ المرسوم رقم: 91-170 في 28 ماي 1991 الذي حدد أنواع من القيم المنقولة أشكالها، شروط إصدارها وطرق ذلك، تداولها وتحويلها؛ المرسوم رقم: 91-171 في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنة البورصة؛ المرسوم رقم: 93-08 لـ 93/04/25 المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصداره؛ المرسوم رقم: 93-10 لـ 93/05/03 حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة – لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة COSOB، ولجنة تسير بورصة القيم

SGBV؛ المرسوم رقم: 94-175 لـ 94/06/13 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمول الاستثمار وبرامج التنمية.

وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997، وانضمت بالأسهم كل من: مجمع رياض سطيف، مجمع صيدال، مؤسسة الأوراسي، ومؤخرا شركة خاصة وهي أليانس للتأمينات. أما بخصوص السندات، فبداية من شركة سوناطراك ثم مؤسسة سونلغاز، اتصالات الجزائر، الخطوط الجوية الجزائرية، مؤسسة دحلي. وبعرض الجدول التالي لتبيان تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر (المبالغ دج):

جدول رقم (03): تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر 1999-2010 الوحدة: دج

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004
قيمة تبادلية	108 079690	720 039160	533 217905	112 060 345	17 257 700	8 432 615
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	4 188 200	149 391 910	960 417 115	1 218 511 505	896 650625	575 069 670

المصدر: إحصائيات بورصة الجزائر ، الموقع: <http://www.sgbv.dz>

نلاحظ أن النشاط في بورصة الجزائر قد مر بثلاث مراحل رئيسية:

-مرحلة بعد بداية الانطلاق من سبتمبر 1999 إلى بداية 2003: وقد شهدت هذه الفترة عمليات إدخال الأوراق المالية وارتفاع أحجام وقيمة التبادل بسبب عقود السيولة الأولية وبسبب جاذبية سندات سوناطراك.

-مرحلة الركود 2003 حتى 2005: وخلال هذه المرحلة انخفض التداول بشكل كبير إلى مستويات ضعيفة ليصل إلى عتبة 4 ملايين دينار خلال سنة 2005، وسبب هذا التدهور هو غياب دخول مؤسسات جديدة وحلول أجال استحقاق سندات سوناطراك وضعف مردودية أسهم المؤسسات الثالثة.

-مرحلة انتعاش النشاط : وهذا بداية من السداسي الثاني من 2006 بسبب دخول سندات بمبلغ حوالي 86 مليار دينار وإدخال كذلك سندات الخزينة. ولعل دخول أليانس للتأمينات قد يكون له وقع في قيمة التداول مستقبلا.

كما أن مساهمة بورصة الجزائر في الاقتصاد جد ضعيفة، كما يبينه الجدول رقم 04. بالتالي فبورصة الجزائر لم 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.

جدول رقم (04): تطور القيمة السوقية في بورصة الجزائر 1999-2010 المبالغ: مليون دج

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004
القيمة السوقية	19175	21495	14720	10990	10360	10400
نسبة القيمة السوقية \ PIB	%0.55	%0.52	%0.35	%0.24	%0.20	%0.17
السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010
القيمة السوقية	10100	6710	6460	6550	6550	7900
نسبة القيمة السوقية \ PIB	%0.13	%0.08	%0.07	%0.08	%0.07	%0.09

المصدر: Mustapha Ferfera, "Évolution de Bourse d'Alger", Journée d'études sur la Bourse d'Alger, genèse, actualité et perspectives, université de Laghouat, 12/05/2011.
 هناك كذلك ضعف مساهمة الرسملة البورصية في الناتج الداخلي الخام والتي لا تتعدى 1 % 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 %²⁸.

وبالنظر لهذا الجمود في بورصة الجزائر، وقلة المؤسسات المدرجة فيها، وضآلة مساهمتها في عملية تمويل الاقتصاد، فإنه على المستوى التشريعي لا قواعد ولا تنظيمات ولا قوانين تتكلم صراحة على حوكمة المؤسسات. إلا أننا نجد بعض المواد التنظيمية التي تصدره لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة *La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse* (COSOB) والتي لها علاقة بمفاهيم حوكمة المؤسسات خاصة جانب الإفصاح والشفافية، فمثلا 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 عن دراية كذكر معلومات عن: تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه؛ وضعيته المالية؛ - تطور النشاط ؛ موضوع العملية المقرر إنجازها وخصائصها.

تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر، ويجب أن تقدم البيانات المالية المرافقة للمذكرة الإعلامية معلومات دقيقة على الوضعية المالية والمحاسبية للمؤسسة، وبصفة خاصة على هيكلها المالي ومردوديتها في مجال التمويل. إضافة إلى المذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره، ويلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية مقدما المعلومات الأكثر أهمية فيما يخص المصدر والعملية المقرر إنجازها، يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل

الشرعي للمصدر²⁹. وقد بين النظام رقم 97-03 المؤرخ في 30 نوفمبر 1997 نموذج عن تلك المذكرة الإعلامية، يمكن الرجوع إليها في ذلك النظام.

وكذلك طبقا 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 الكشف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشف. وزيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للمؤسسة.³⁰

ويمكن النظر إلى تلك المواد التنظيمية على أنها جزء مما تنادي به قواعد الحوكمة في مختلف الدول. لكن وجود مبادئ أو قواعد تتعلق أساسا بحوكمة المؤسسات، فهذا غائب كلية عن بورصة الجزائر، حتى تضمين 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.

ويمكن القول أن عدم الاهتمام بحوكمة المؤسسة في بورصة الجزائر يعود لأسباب عديدة، أهمها:

- ضعف مساهمة البورصة في تمويل المؤسسات، وهو ما أدى إلى عدم الاهتمام بما يجري داخل المؤسسات، التي لازالت كلها مملوكة للدولة وتعاني من اضطرابات مالية وسوء التسيير، أو شركات عائلية لا ترغب في دخول البورصة؛

- ضعف تناول الحوكمة لدى هيئات الدولة والسلطات الوصية، وضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع وتحسيس المتعاملين بمضامين الحوكمة ومتطلباتها وهذا ما أثر على بورصة الجزائر كذلك؛

- قلة الوعي من قبل المتعاملين بخصوص حوكمة المؤسسات، وعدم إدراكهم بأهميتها في تعزيز الثقة في المناخ الاستثماري من جهة، وغياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وجهلهم الاستثمار في البورصة من جهة أخرى، مما يجعل أموال كثير تتجه نحو استثمارات غير مالية كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة...، والتي تشكل بديل أحسن من سوق البورصة، ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة وتجنب المخاطر؛

- عم توافر بيئة ملائمة للتفكير في حوكمة المؤسسات، بغياب الإطار التشريعي وغياب هيئات وصية تسهر على دراسة وتحليل موضوع الحوكمة في الجزائر، ووجود عراقيل إدارية تركز أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية؛

- ضعف الجهاز الإنتاجي للاقتصاد الوطني، وعدم وجود مؤسسات اقتصادية تتطلع إلى عمليات التوسع في الاستثمار الإنتاجي مما أدى إلى معدلات النمو فيها ماعدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للاقتصاد الجزائري. بما لا يتيح للبورصة تمويل مثل ذلك التوسع أو النمو.

لكن خارج نطاق بورصة الجزائر هناك محاولات لوضع مبادئ لحوكمة المؤسسات الجزائرية، حتى وان كانت متواضعة، ففي شهر جويلية من سنة 2007، انعقد بالجزائر أول ملتقى دولي حول الحكم الراشد للمؤسسات، وتبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري لحوكمة المؤسسات كأول توصية وخطوة عملية تتخذ. وقد تفاعلت 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 الفكرة، بترجمتها إلى مشروع كما شاركت في المبادرة مجموعة من الهيئات والمؤسسات الدولية المقيمة بالجزائر مثل مؤسسة التمويل الدولية وبرنامج ميدا لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المنتدى الدولي لحوكمة المؤسسات. وتم تكوين فريق عمل يتكون من طرف مختلف المتدخلين في عالم المؤسسة وساهمت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذا الفريق الذي نصب في شهر نوفمبر 2007، و الذي أطلق عليه «GOAL08» أي فرق العمل لحوكمة المؤسسات سنة 2008.

وفعلا تم ميلاد ميثاق حوكمة المؤسسة في الجزائر *code de gouvernance d'entreprise en Algérie* في مارس 2009³¹. والذي يتكون من جزأين هامين: تطرق الجزء الأول إبراز 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 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 والأملاك 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.

4-الخاتمة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- بالرغم من أنه لا يوجد إجماع في الأدبيات على تعريف موحد لمصطلح الحوكمة، إلا أن أغلب المفاهيم تركز على ضرورة قيام المسيرين في المؤسسات بممارسة أعمالهم بشفافية ومصادقية وتسخير نشاطهم بما يضمن الأداء الجيد والمحافظة على مصالح الملاك ومصالح كل الأطراف المعنية؛ وتختلف آليات الرقابة والإشراف على المؤسسات باختلاف ممارسات حوكمة المؤسسات، وهذا ما أدى إلى ظهور عدة نظم للحوكمة، منها ما يهتم بالآليات الخارجية كأسواق العمل والأسواق المالية، ومنها ما يركز على الآليات الداخلية كمجالس الإدارة والمراقبة المباشرة في الجمعية العمومية والمراجعة الداخلية ولجان المراجعة...؛

- هناك عدة تأثيرات لسوق الأوراق المالية على نظام الحوكمة في المؤسسة، ويتمثل التأثير المباشر في وضع مبادئ وقواعد للحوكمة، تكون بمثابة إرشادات أو دليل اختياري أو إلزامي للمؤسسات لتطبيقه.

- على المستوى الدولي، سارعت الكثير من الدول، عن طريق بورصاتها بوضع تلك القواعد والمبادئ والتي تنطلق أساسا من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المتمثلة في ست مبادئ وهي: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة المؤسسات، حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية، المعاملة المتساوية والعادلة للمساهمين، دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، مسؤوليات مجلس الإدارة، الإفصاح والشفافية. وتعتبر تجربة كل بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية تجربة رائدة في هذا المجال، إذ يمثلان أساسا النموذج الأنجلو-ساكسوني المعتمد على آليات السوق، والتي تحتل فيه البورصة الآلية الأولى والفعالة.

- تتسم بورصة الجزائر بمحدودية التعامل، بسبب ضالة الطلب على الأوراق المالية وقلة المؤسسات المدرجة وضعف الوعي الاستثماري لدى المتعاملين فيها، مما أدى إلى انعدام الثقة فيها وقلة الاستثمار؛ ولا توجد مبادئ أو قواعد لحوكمة المؤسسات بالنسبة لبورصة الجزائر، باستثناء بعض الأحكام التنظيمية التي تصدرها لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، والمتعلقة أساسا، بكيفية نشر المعلومات على الجمهور، وهذا الغياب سببه أساسا للجمود الذي تعرفه البورصة ونظام المؤسسات الاقتصادية ككل؛

- بموازاة هذا الغياب الواضح لبورصة الجزائر في رسم ملامح نظام حوكمة المؤسسات، وبالنظر للحركية السريعة التي تشهدها أغلب الدول بخصوص وضع قواعد ومعايير للحوكمة، بدأت البيئة الجزائرية تعرف بوادر وبعض المحاولات، كإصدار أول ميثاق لحوكمة المؤسسات في الجزائر في سنة 2009، والذي بين عددا من المعايير الموصى بتطبيقها على المؤسسات الجزائرية بخصوص الحوكمة مهما كان شكلها القانوني، وهذه المعايير العامة هي: العدل، الشفافية، المسؤولية والتبعية.

الهوامش والمراجع:

¹ -Martin FAMY, Jeremy ROCHE, Anastasia WUINER, Beyond governance creating corporate value, through performance, conformance and responsibility, John Wiley & Sons Ltd: England, 2005, P:163.

² -Elain STEMBERG, Corporate governance: accountability in marketplace, 2 ed, The institute of economic affairs: London, 2004, P:28.

³ -Gérard CHARREAUX, Le gouvernement des entreprises, Economica, Paris, 1997, P:1.

⁴ -Howrd GOSPEL & Andrew PENDELTON, corporate governance and labour management: an international comparison, on food: New york, 2005, P:3.

* يقصد بأصحاب المصالح (les parties prenantes) هنا، جميع الأطراف التي تربطها علاقات مع المؤسسة، من عمال وزبائن وموردين ودائنين وسلطات وصية...الخ.

⁵ -Organization for Economic Co-operation and development (OCED), Principles of corporate governance, 2004: <http://www.oecd.org>.

⁶ - محمود عبد الملك فخرا، 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، ص: 215.

- وهناك من يقترب في تعريفه للحوكمة من التسيير في بعض جوانبه مثلاً: عبيد المطيري، " تطبيق الإجراءات الحاكمة للشركات في المملكة العربية السعودية"، في المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد 10، عدد 3، سبتمبر 2003، ص: 284-285.

** نظرية الوكالة *théorie d'agence* هي إحدى النظريات التي بدأت من خلالها النقاشات حول حوكمة المؤسسات، والتي تعالج التعارض بين المسيرين، باعتبارهم وكلاء، والمساهمين باعتبارهم صاحب الوكالة. هذا التعارض يولد مشاكل عديدة، تسمى مشاكل الوكالة.

⁷ -N. DADDI-ADDOUN, Cours de d'audit et de gouvernance, Magister, ESC Alger, 2010.

⁸ -Idem.

⁹ - H.A. SIMON, Theories of decisions making in economics and behavioral science. American Economic Review, 1941.

¹⁰ -Florent LEDENTU, " Système de gouvernance d'entreprise et présence d'actionnaire de contrôle: le cas suisse", thèse doctorat , faculté des sciences économiques et sociales, université de Fribourg Suisse; 2008, P:16.

¹¹ -Gérard CHARREUX, " Le gouvernement de l'entreprise", in Yves SIMON & Patrick JOFFRE, Encyclopédie de gestion, 2^eED, Paris: Economica, 1997, P1653-1655.

¹² - 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 الإسكندرية، 2005، ص: 398-399.

¹³ - Roland PEREZ, La gouvernance de l'entreprise, Edition La découverte, Paris, 2003, P:24-25.

¹⁴ - محمد عبده مصطفى، "تأثير بعض آليات حوكمة الشركات على الأداء، دراسة تطبيقية على مصر"، في مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد 43، ع1، مارس 2006، ص:333-334.

¹⁵ - Joon TAE LEE; " Structure de propriété, stratégie de diversification et gouvernance des entreprises", Thèse de doctorat en sciences économique, université Toulouse, 2005, P:11-13.

- Nacer DADI ADDOUN, " Problématique de gestion dans l'entreprise algérienne et possibilité de bénéficier du système de gouvernance", Séminaire international, université Ouargla, 2005.

- Abdelwahed OMRI, " système de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes", in revue française de gestion, n°142, 2003, P:86-90.

¹⁶ - Roland PEREZ, " La gouvernance des entreprises "in sciences humaines, Hors-série N° 44, 2004, P:10-12.

¹⁷ - عصمت أنور حامد صحصاح، " دراسة تحليلية لدور المراجعين في حوكمة الشركات بالتطبيق على البنوك " ، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2007، ص:25.

¹⁸ - Gunther CAPELLE-BLANCARD, Nicolas COUDERC et Séverine VANDELANOITE, Les marchés financiers en fiches, Ellipses ,Paris :2004.P :61.

¹⁹ - أنظر في هذا: أحمد على محمد محفوظ، " نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق قواعد الحوكمة المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وواقع بورصة عمان "، أطروحة دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2009، ص: 40-52.

- Organization for Economic Co-operation and development (OCED), corporate governance in Asia: a comparative perspective, 2001.

²⁰ - مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والمتحولة، مكتب القاهرة، مارس 2002، ص: 24

²¹ - وهي: البورصة الاسترالية (ASX) سوق ناسداك (NASDAQ)، بورصة نيويورك (NYSE)، سوق الأورنكس (Euronext)، بورصة لندن (LSE)، بورصة طوكيو (TSE)، بورصات NASDAQ OMX Nordic، بورصة تورنتو بكندا (TSX) بورصة سويسرا (SWX)، بورصة وارسو بولندا (WSE).

- Hans CHRISTIANSEN & Alissa KOLDERTSOVA, " The role of Stock Exchange in Corporate Governance "، OECD, 2009. P:06-07.

²² - OECD, " Principles of Corporate Governance 2004 "، site web: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

²³ - للاطلاع على كامل البنود يمكن الرجوع إلى: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: المفاهيم - المبادئ - التجارب، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص:12-14.

²⁴- 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 قبلاذيفيا، الأردن، 2005.

²⁵- 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

²⁶- New York Stock Exchange Final (NYSE), "Final NYSE Corporate Governance Rules", Nov2003, <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>

²⁷- يمكن الرجوع إلى هذه المراسيم التشريعية في موقع بورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz>.

²⁸- احصائيات البنك الدولي: <http://donnees.banquemondiale.org/theme/secteur-financier>

²⁹ - COSOB, Règlement n°96-02 du 06 safar 1417 correspondant au 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.

³⁰ -COSOB, Règlement n°2000-02 du 14 Choual 1420 correspondant au 20 Janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.

³¹- يمكن الحصول على نسخة من الميثاق من موقع حوكمة المؤسسات الجزائرية: <http://www.algeriacorporategovernance.org/lien.php>