

إصلاح السوق المالي: نحو إطار متكامل لإصلاح بورصة الجزائر

REFORMING THE FINANCIAL MARKET: TOWARDS AN INTEGRATED FRAMEWORK TO REFORM THE ALGERIAN STOCK EXCHANGE

د. قيرة عمر

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -

الجزائر

guirra_omar@yahoo.com

ملخص:

يهدف تمهيد هذه الورقة البحثية إلى محاولة استعراض واقع بورصة الجزائر وتسلط الضوء على أهم العقبات التي تقف حجر عثرة أمام نموها وتطورها. كذلك نحاول تقديم مجموعة من السبل والآليات التي نراها كفيلة بتفعيل النشاط في هذه البورصة. حيث يعتري هذه البورصة والبيئة التي تنشط فيها مجموعة من الاختلالات الهيكلية التي لا تشجع لا على إدراج شركات جديدة ولا على زيادة حجم التداول في الشركات المدرجة مسبقاً. وبناء على دراسة وصفية تحليلية خلصت الورقة إلى تقديم مجموعة من الاقتراحات التي تتمحور في مجملها حول زيادة الثقة المطلوبة لتطوير نشاط أي سوق مالي.

الكلمات المفتاحية: بورصة الجزائر، العرض العام للإدخار، الخصوصية، حماية المستثمرين، المعلومات المالية.

Abstract:

L'objectif de cet article est d'essayer de présenter l'état du lieu de la bourse d'alger et de mettre en évidence l'ensemble des obstacles majeurs qui entravent sa croissance et son développement. Ainsi Nous essayons de proposer diverses manières et mécanismes que nous prévoyons contribuer à booster l'activité dans cette bourse. Or cette bourse et caractériser par un ensemble des anomalies structurels qui n'inciteraient pas la cotation de nouvelles sociétés ni augmentaient le volume de transactions des valeurs déjà coter. En fin en guise de conclusion, sur la base d'une étude descriptive on va essayer de présenter des propositions qui sont focalisé dans son ensemble sur l'augmentation du niveau de confiance que nécessitent les transactions boursières.

Les mots clés: La Bourse d'alger, l'appel public à l'épargne, la privatisation, la protection des actionnaires, les informations financières.

1_ مقدمة

تشكل بورصة القيم المنقولة إحدى القنوات الرئيسية لتحويل الادخار من الوحدات الاقتصادية صاحبة الفائض إلى الوحدات صاحبة العجز. وهي بذلك تشكل إلى جانب الخزينة العمومية والمنظومة البنكية مصدراً هاماً لتمويل التنمية الاقتصادية في البلدان.

وفي الجزائر ومنذ الاستقلال تم تمويل الجانب الأكبر من التنمية الاقتصادية من خلال الخزينة العمومية، كما ساهمت المنظومة البنكية بقدر لا بأس به في هذا الإطار حتى أصبح من الممكن وصف الاقتصاد الجزائري بأنه اقتصاد استدانة، يعتمد على نمط التمويل البنكي وليس على نمط التمويل بأسواق رؤوس الأموال.

لكن في ظل الأزمة المالية التي يعيشها الاقتصاد الجزائري بفعل تهاوي أسعار البترول في الأسواق العالمية، وما نتج عنه من مستويات كبيرة في عجز الميزان التجاري والميزانية. يصبح البحث عن بدائل تمويلية جديدة للاقتصاد الوطني من الضرورات الملحة، وإلا سوف يواجه هذا الأخير مخاطر كبيرة قد لا تتوقف عند توقف النمو الاقتصادي بل تتعداه إلى عدم قدرة الدولة على دفع الأجور والنفقات الأخرى للتسيير.

ومن هنا يصبح الاعتماد على ادخار الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين أمراً لا مفر منه من أجل استبعاد سيناريوهات الاستدانة الخارجية والتمويل غير التقليدي من خلال طبع العملة دون مقابل إنتاجي. وفي الواقع هناك ثلاث قنوات لتحويل ادخار الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين، وهي الإيداع في البنوك، القرض المباشر من خلال شراء سندات الخزينة العمومية والشراء المباشر للحصص الاجتماعية في المؤسسات العمومية، لاسيما من خلال البورصة. ومن هنا يتضح أنه يمكن أن تلعب بورصة الجزائر — إذا تم تفعيلها بالطريقة المناسبة — دوراً محورياً في تمويل الاقتصاد الوطني وتحويل الادخار (الاكتناز) نحو الاستثمار المالي الذي يوفر السيولة اللازمة لمواجهة متطلبات الاقتصاد من السيولة، وليس مواجهة أزمة ظرفية فقط. ولكي تلعب بورصة الجزائر هذا الدور يجب تفعيلها من خلال معالجة الإختلالات الهيكلية التي تعاني منها. وذلك بما يسمح بزيادة جاذبيتها، سواء لدى جمهور المستثمرين أو الجهات المصدرة. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا: ماهي سبل وآليات تفعيل بورصة الجزائر.

2_ واقع بورصة الجزائر

بعد الانتهاء من وضع الأطر التشريعية، التنظيمية والمؤسسية لعمل بورصة الجزائر، قامت الحكومة باختيار مجموعة من المؤسسات العمومية الرائدة في قطاعاتها وقررت تسجيلها في البورصة من خلال التنازل عن 20% من أسماؤها في إطار عملية الاكتتاب العام (أي اللجوء العلني للدخار). وقد تمثلت المؤسسات المختارة في مؤسسة مجمع رياض سطيف للصناعات الغذائية، مؤسسة مجمع صيدال للصناعات الصيدلانية ومؤسسة فندق الأوراسي، وفيما يلي يقدم الجدول رقم 01 كل من تاريخ الدخول للبورصة وسعر الدخول بالنسبة لهذه المؤسسات الثلاث:

الجدول رقم (1): المؤسسات العمومية التي تم فتح أسماؤها في البورصة

المؤسسة	قطاع النشاط	تاريخ الإدراج	سعر الإدراج (دج)
رياض سطيف	الصناعات الغذائية	17 جويلية 1998	2300
مجمع صيدال	الصيدلة	17 جويلية 1999	800
فندق الاوراسي	السياحة	14 فيفري 2000	400

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على (محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على أداء المؤسسات الاقتصادية _ دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر _ مجلة الباحث، عدد 12، 2013، ص ص 105-116).

لكن وعلى الرغم من أن المؤسسات العمومية المدرجة في البورصة أُنذاك قد اختيرت بعناية كبيرة، حيث أنها تنتمي إلى قطاعات واعدة، مستقرة وتتميز بانخفاض مستوى مخاطر الأعمال فيها، كما أن المؤشرات المالية لها كانت جد قوية قبل تاريخ إدراجها. إلا أن أداء الأسهم المسجلة لم يحقق ماكان منتظراً منها، سواء فيما يخص السعر أو فيما يتعلق بحجم التداول، إذ لم يتجاوز متوسط سعر السهم في الفترة من تاريخ التسعير إلى غاية 2012 ماقيمته 1888,56 دج، 531,75 دج و 360,38 دج بالنسبة لكل من رياض سطيف، صيدال والأوراسي على الترتيب. وإلى غاية 01 أوت 2017 لم تتجاوز الأسعار السوقية بالنسبة لكل من صيدال والأوراسي ب 665 دج 520 على الترتيب أسعار الإدراج قبل أكثر من 17 سنة¹.

¹ - Nour Meddahi , investir a la Bourse des actions d'alger (www.tsa-algerie.com/une-contribution-de-nour-meddahi-investir-a-la-bourse-des-actions-dalger)

وبعد حوالي عقدين من الزمن تميزا بتخطيط واضح من جانب الحكومة في اختيار النموذج التنموي الملائم لتنوع الاقتصاد الجزائري والخروج به من دائرة الارتكان لأسعار النفط، حيث تم إعطاء الأولوية في بعض الأوقات لجلب الاستثمار الأجنبي المباشر (IDE) وتم الابتعاد عن سياسة الخصوصية وبعث بورصة الجزائر، والأنكى من ذلك أنه سمح، في سنة 2006، بخروج أول شركة دخلت بورصة الجزائر ألا وهي مجمع رياض سطيف، في إجراء غير محسوب أعطى إشارة سلبية عن عمق المشاكل التي تتخبط فيها بورصة الجزائر والشركات المسعرة فيها.

وفي السنوات الأخيرة وبعد إعادة النظر في النموذج التنموي المتبع منذ سنة 1999، سعت الحكومة الجزائرية إلى محاولة تفعيل بورصة الجزائر، لاسيما من خلال العمل في اتجاهين: تشجيع المؤسسات الخاصة على الدخول إلى البورصة وإعداد قائمة من المؤسسات العمومية بغرض إدراجها في بورصة الجزائر. وقد تكلفت هذه الجهود بإدراج ثلاث مؤسسات خاصة في بورصة الجزائر وهي اليانس للتأمينات، اس أن سي روية للصناعات الغذائية وبيوفارم للصناعات الصيدلانية. وعلى النقيض من ذلك فشلت الحكومة في إدراج أي من المؤسسات العمومية التي وضعت على لائحة المؤسسات التي المزمع إدراجها في بورصة الجزائر، وحتى أن عملية إدراج مصنع عين لكبيرة الذي نال تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في جانفي 2016 لم يكتب لها النجاح ولم تتمكن الشركة من جمع أكثر من 05% من المبلغ المرجو، وبذلك تم إلغاء عملية الإدراج. ويمكن أن يؤثر هذا الفشل على مسعى السلطات العمومية لخصوصية مجموعة من المؤسسات العمومية الأخرى مثل موبيليس والقرض الشعبي الجزائري.

بذلك تعاني بورصة الجزائر من مرضين خطيرين يتمثل الأول في قلة عدد الشركات المدرجة وضعف حجم التداول، حيث أن عدد الشركات المدرجة لا يتجاوز 05 شركات (02 منها عمومية و03 خاصة)، كما تشير أرقام شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) إلى ضعف التداول وحتى إنعدامه في الكثير من الأحيان. وهذا يعني غياب السوق الثانوي، في حالة بورصة الجزائر يترافق غياب السوق الثانوي مع ضحالة السوق الأولي. و الجدول رقم 02 يوضح لنا قائمة الشركات المسعرة في بورصة الجزائر وبعض المؤشرات المهمة العائدة لها.

جدول رقم (02): منظر عام الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وبعض المؤشرات المالية المرتبطة بها

المؤسسة	قطاع النشاط	تاريخ الإدراج	سعر الإدراج	سعر 2016/12/31	التغير (%)
صيدال	الصناعة الصيدلانية	17 جويلية 1999	800	600	(-25%)
الأوراسي	السياحة	14 فيفري 2000	400	495	23,75%
اليانس	التأمينات	07 مارس 2011	830	465	(-43,97%)
اس أن سي روية	الصناعة الغذائية	فيفري 2013	400	335	(-16,26%)
بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	جانفي 2016	1225	1225	(0,00%)

المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات مستوحاة من موقعي <http://www.cosob.org> و <http://www.sgbv.dz/ar>

3_ سبل تفعيل بورصة الجزائر:

3_1_ رفع معدلات العائد على الاستثمار من خلال التحكم في التضخم:

لكي يقبل المستثمرين شراء الأوراق المالية، سواء كانت ذات الدخل الثابت أو ذات الدخل المتغير، يجب أن يكون معدل العائد المتوقع على استثماراتهم أعلى بصورة كافية من معدل التضخم. وهذا ليس هو الوضع القائم في الاقتصاد الجزائري، أين تتجاوز معدلات التضخم معدلات الفائدة بعدد معتبر من النقاط، مما يجعل معدل الفائدة الحقيقي سالب²، وهو الأمر الذي لايساعد على نمو الأسواق المالية ويدفع بالأموال إلى الخروج من الدائرة المالية.

² في السنوات الأخيرة في الجزائر، اتجهت معدلات الفائدة نحو الانخفاض في حين واصلت معدلات التضخم ارتفاعها المضطرب، حيث أنقلت معدلات التضخم من 03% سنة 2002 إلى 4,8% سنة 2015 و 5,74% سنة 2016. أما معدلات الفائدة فتراجعت، على سبيل المثال، من 07% سنة 2004 إلى 4,5% سنة 2009.

وعلى هذا الأساس فالحكومة الجزائرية مدعوة إلى مكافحة ظاهرة التضخم والتحكم فيه ضمن حدود دنيا، وذلك بما يسمح لأصحاب رؤوس الأموال بالتوجه إلى الاستثمار في الأوراق المالية دون الخوف من فقدان قدرتهم الشرائية نتيجة ضعف عوائدهم الاستثمارية مقارنة بالارتفاع في المستوى العام للأسعار.

3_2_ ضمان تغذية السوق بالمعلومات المالية:

السوق المالي وحتى يكون كفوفاً يجب أن يتم تغذيته باستمرار بالمعلومات التي تساعد المستثمرين فيه بتقدير القيم الحقيقية للأوراق المالية المتداولة فيه، أي أن يتم تزويده من طرف الشركات المسعرة فيه بالمعلومات عن التغيرات والأحداث التي يمكن أن يكون لها أثر ذو معنوية على أسعار الأوراق المالية. هذا وتفاوت طبيعة المعلومات المحاسبية الإلزامية المطلوبة من بلد إلى آخر، إذ تنص التشريعات المحاسبية ولوائح سوق رأس المال في العديد من البلدان على ضرورة أن تقوم الشركة المسعرة في السوق بنشر تقرير مالي يتضمن الكشوف المالية الخمس ومعلومات مالية وغير مالية أخرى، في حين تكتفي تشريعات بعض الدول الأخرى بالمطالبة بكشفي الميزانية وحساب النتائج مرفوقان بالملاحق، كذلك تتفاوت المدة الدورية لإصدار التقارير المالية من بلد إلى آخر، ففي حين يتم إصدار هذه التقارير كل ثلاثي في الولايات المتحدة، تصدر مرة واحدة في السنة في فرنسا.

وفي الجزائر هناك إلزام قانوني على الشركات المسعرة بإعداد ونشر كشوف مالية سنوية تتماشى مع متطلبات لجنة مراقبة عمليات البورصة، وذلك في جرائد توزع عبر كامل التراب الوطني، وهذه الكشوف هي³:

__ كشف الميزانية؛

__ كشف حساب النتائج؛

__ مشروع تخصيص النتائج؛

__ الملاحظات الملحقة بالكشوف المالية؛

__ جدول تدفقات الخزينة؛

³ المرسوم التشريعي 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

العدد رقم 34، سنة 93).

كذلك تنص التشريعات المنظمة لعمل بورصة الجزائر على ضرورة أن تقوم الشركات المسعرة، بالإضافة إلى الإفصاح المالي السنوي المذكور أعلاه، بإعداد كشوف مالية نصف سنوية وملحقاتها ونشرها للجمهور.

هذا فيما يتعلق بإعلام الجمهور، أما فيما يخص تغطية متطلبات لجنة مراقبة عمليات البورصة، فالشركات المسعرة ملزمة بوضع لدى كل من اللجنة و شركة تسيير بورصة الجزائر، تقرير مالي سنوي كامل يتضمن كشوف مالية سنوية، تقرير محافظ الحسابات وكل معلومة أخرى تطلبها اللجنة، وذلك في حدود 30 يوماً قبل إنعقاد الجمعية العامة العادية للمساهمين. وكذلك تقرير مالي نصف سنوي، يتضمن الكشوف المالية نصف السنوية وتقرير محافظ أو محافظي الحسابات، وكل معلومة تطلبها لجنة مراقبة عمليات البورصة.

يمكن القول أنه على الرغم من التشريعات الجزائرية المتعلقة بضمان إنسياب المعلومات المالية من مصدري الأوراق المالية إلى المستثمرين فيها، أحاطت بالكثير من الجوانب الخاصة بهذا المجال الضروري لتفعيل عمليات التداول في السوق. إلا أنه يؤخذ عليها طول دورة الإصدار (1/2 سنوي)، وهو لأمر لا يتماشى مع الديناميكية والحركية التي تتطلبها سوق رأس المال والذي يجري فيه التداول كل يوم عمل بورصي. هذا بالإضافة إلى أن هذه التشريعات أغفلت تقرير مجلس الإدارة الموجه إلى المساهمين، والذي يتضمن الكثير من المعلومات، المالية وغير المالية، التي تعتبر ثمينة وذات قيمة عالية لجمهور المساهمين، لاسيما فيما يخص حوكمة الشركة.

لذلك ومن أجل تغذية معلوماتية أفضل للسوق، وفي ضل قيود العائد والتكلفة، من المفروض مطالبة الشركات المسعرة بإعداد ونشر تقارير مالية ربع (1/4) سنوية، ويجب أن تحتوي هذه التقارير على كل المعلومات المالية وغير المالية التي يمكن أن تؤثر على توقعات المستثمرين ومن ثم على سعر المستثمرين في السوق.

كما لا ننسى الجانب المتعلق بالتحليل المالي ودوره في تزويد المستثمرين بالتحليل والاستشارات اللازمة لاتخاذ إي قرار استثماري، ومن هنا تبرز ضرورة استحداث صحافة متخصصة في الشؤون المالية والبورصية تعنى بتنوير المستثمر بالمؤشرات المالية للمؤسسات المدرجة والأحداث التي تقع على مستواها وتؤثر على توقعات المستثمرين (اندماج، استحواذ، بيع حصة كبيرة من الأسهم من طرف أحد كبار المساهمين، إكتشاف تكنولوجيا جديدة، طرح منتج جديد... إلخ). وهذا النوع من الصحافة المتخصصة لا ينشأ ويزدهر هكذا، بل يتطلب تحفيزات عديدة منها ماهي مالية (السبونسورنج،

الإشهار والإعانات والتحفيزات الجبائية) ومنها ما هي معنوية من قبيل استحداث جوائز أحسن مجلة مالية للسنة وأفضل محلل مالي للسنة⁴.

3_3- توفير إطار فعال لحماية المستثمرين في الأسواق المالية:

يعتبر فهم ماهية العوامل الملائمة لشرح الأهمية والدور الذي تلعبه الأسواق المالية في بعض الدول، في حين يتراجع هذا الأخير تاركاً المجال للبنوك والمؤسسات المالية لتسود في اقتصاديات دول أخرى، من المسائل الأساسية في فهم وإدراك أسباب النهوض بالأسواق المالية، من جهة. ومعرفة العوامل التي تقف وراء سيادة شكل ملكية معين، من جهة أخرى. ومن العوامل الرئيسية في هذا الصدد نجد ما يعرف بحماية المستثمرين في الأسواق المالية La protection des investisseurs، حيث من المفروض أن تنمو وتتطور الأسواق المالية في الدول التي تمنح حماية كافية للمستثمرين في الأسواق المالية، وفي هذا الصدد قام كل من لابورتا La Porta، لوباز دو سلاناس Lopez-de-Silanes، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny، بتصنيف الدول على أساس مجموعة من المؤشرات الكمية التي تعكس درجة حماية المستثمرين في الأسواق، ومن المؤشرات المعتمدة نجد الحقوق الممنوحة لحملة الأسهم والسندات ودرجة احترام القانون في مختلف البلدان، وتوصل هؤلاء الباحثين إلى أن الدول التي تصنف في مراتب متأخرة من حيث متطلبات المؤشرين المذكورين أعلاه، تمتلك سمات مشتركة فيما يخص ضعف حجم الأسواق المالية فيها(نسبة إلى الناتج الداخلي الخام)، صغر عدد الشركات المسعرة في البورصة ونقص عدد عمليات الدخول إلى البورصة مقارنة بتعداد السكان⁵. لكن السؤال الآخر الذي يطرح نفسه بإلحاح هو لماذا تكون هذه الحماية قوية في بعض الدول وضعيفة في بلدان أخرى، وبالضبط لماذا تكون هذه الحماية قوية في بلدان العالم الأنجلوسكسوني (الولايات المتحدة والمملكة المتحدة)، ضعيفة نوعاً ما في بلدان أوروبا القارية وضعيفة وحتى غير موجودة في الإقتصاديات الناشئة والدول المتخلفة. وسعياً للإجابة على هذا الإشكال توصل كل من لابورتا La Porta، لوباز دو سلاناس Lopez-de-Silanes، شلايفر Shleifer وفيشني Vishny، ومن خلال التمييز بين أصل القوانين السائدة في هذه الدول، إلى أن المساهمين

⁴ - www.tsa-algerie.com/une-contribution-de-nour-meddahi-investir-a-la-bourse-des-actions-dalger (le 25/09/2017; 09:00)

⁵ - Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert. Vishny « Legal determinants of external finance», Journal of Finance, 52(Juillet 1997),pp. 1131-1150.

والدائنين يتوفرون على أكثر حماية في الدول التي يطبق فيها القانون العربي common law، مقارنة بالدول التي يطبق فيها القانون المكتوب civil law⁶.

وفي الجزائر ذلك البلد الذي يطبق القانون المكتوب المستلهم في جانب كبير منه من القانون الفرنسي، تم وضع ترسانة قانونية مأخوذة من النموذج الفرنسي في تنظيم وإدارة الأسواق المالية، حيث أوكلت مهمة حماية المستثمرين في إطار هذا النموذج إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات، كما نص المرسوم التشريعي رقم 93-710، المنشأ لهذه اللجنة على ضرورة تشكيل صندوق قصد حماية المستثمرين من المخاطر غير التجارية و/أو التجارية* وضمان إلتزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم. لكن هذا الإطار القانوني الذي يظهر أنه يوفر الضمانات اللازمة لحماية المستثمرين في الأوراق المالية، ينقصه تفعيل، ففي ظل الانتقادات الموجهة لجهاز القضاء، الذي من المفروض أن يسهر على حماية المستثمرين من المخاطر التجارية التي تنجم في غالب الأحيان عن الفساد الإداري والمالي للفرق الإدارية في الشركات المساهمة المسعرة في السوق المالي، والتي تدخل ضمن نطاق المسؤولية المدنية

3_4_ إصلاح مهنة التدقيق:

يشكل التدقيق واحدة من المهن الإنسانية الحرة، مثلها مثل الطب والهندسة المعمارية، التي لا يمكن لأي مجتمع (اقتصاد) أن يتخلى عنها، مهما كان مستوى تطوره، النموذج التنموي ونمط التمويل السائد فيه. وتنبع أهمية هذه المهنة من أن شرائح واسعة في المجتمع تعتمد قراراتها على نتائجها الفنية (الرأي الفني المحايد).

ومن بين الجهات الأكثر حساسية للرأي الفني المحايد الذي تقدمه مهنة التدقيق، نجد سوق رأس المال والمستثمرين فيه، حيث أن ازدهار ونمو أسواق رأس المال (الإتساع، العمق والكفاءة) تتطلب توفر درجة عالية من الثقة في المعلومات التي ترد إلى هذه الأسواق.

⁶ - Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert Vishny, «Law and Finance», Journal of Political Economy, 106 (décembre 1998), pp.1113-1155.

⁷ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية (العدد رقم 34، سنة 93).

* - يقصد بالمخاطر التجارية لعمليات التداول بالبورصة، كافة الأخطار المرتبطة بالشركة المصدرة للأوراق المالية، وكذا المؤثرات التي تؤثر على أسعار تلك الأوراق بالبورصة، مثل المخاطر الأساسية، مخاطر السوق، مخاطر التضخم... إلخ. في حين يقصد بالمخاطر غير التجارية، تلك المخاطر الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مثل إفلاس أحد الوسطاء أو إخلال أحدهم بالعقود المبرمة مع المستثمر.

والمدققين من المفروض أن يلعبو دور حراس البوابات GateKeepers الذين يحمون أسواق راس المال من وصول المعلومات المضللة إليها التي قد تعصف بالثقة فيها وتؤدي إلى هروب المستثمرين منها، وذلك بحيث أن المدقق القانوني يعتبر وكيلًا عن المساهمين في الشركات وهو الذي يسهر على حماية حقوقهم الصغار منهم من جميع محاولات استغلالهم وضمان المعاملة المتكافئة لهم⁸. و يشهد التاريخ الإقتصادي أن أكبر وأخطر أزمات الثقة التي ظرت الأسواق المالية في سنة 2001 و 2007 كانت نتاج خلل واضح على مستوى مهنة التدقيق، سواء بسبب التقصير أو التواطؤ*، وهو الأمر الذي أثار العديد من التساؤلات حول جدوى وفعالية عملية التدقيق برمتها. هذا ولم تتوقف الهيئات المختصة والمنظمات المهنية عن بدل الجهود الحثيثة من أجل إصلاح هذه المهنة بما يقرها من تحقيق الهدف الأسمى الذي وجدت من أجله والمتشمل في مكافحة الفساد المالي والإداري في المجتمع، لاسيما في شكله المتمثل في الإستغناء من وراء تضليل سوق المال بمعلومات مغلوطة. هذا ولقد انصبت هذه الجهود حول توضيح فجوة التوقعات بين المدقق الخارجي القانوني والمجتمع المالي⁹، وذلك نظراً للدور المحوري الذي يلعبه المدقق القانوني في دعم المجتمع المالي من خلال السهر على حمايته من المعلومات المضللة التي قد تؤدي إلى فقدان الثقة فيه.

والجزائر إذا أرادت تفعيل سوقها المالي المتعثر، فهي مطالبة بإصلاح مهنة التدقيق المحاسبي فيها، وذلك بما يسمح للمستثمرين بالدرجة الأولى والأطراف الأخرى ذات العلاقة بالدرجة الثانية من تقييم المخاطر المرتبطة بالكيانات الإقتصادية التي تقوم بالعرض العام للإدخار، حيث ينص التنظيم المعمول به في هذا الإطار على أن تقدم الشركة المعنية بعملية العرض العام للإدخار كشوف مالية مصادق عليها لثلاث سنوات تسبق العملية، كما يجب أن تثبت إمتلاكها لهيكل تدقيق داخلي.

⁸ - Hervé Hutin, **toute la finance d'entreprise en pratique**, 2^{eme} édition, Editions d'organisation, Paris, 2002, pp 209-210

* - هنا يمكن الإشارة إلى تواطؤ مكتب التدقيق الأمريكي Arthur Anderson الذي تواطأ مع الإدارة التنفيذية في شركة إنرون ENRON في إعداد محاسبة إبداعية تحمل الكثير من المعلومات المضللة التي كانت كوجهة إلى المساهمين في سوق رأس المال.

- هشام السعافين، « فجوة التوقعات في التدقيق، طبيعتها، أسبابها وطرق إلغائها أو تضييقها »، المؤتمر العلمي المهني الدولي العاشر بعنوان دور مهنة التدقيق في تعزيز الرقابة ومكافحة الفساد، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، 11،

12، سبتمبر 2013، ص-ص 112_119. ⁹

هذا وعلى الرغم من توفر الإطار القانوني لتنظيم هذه المهنة، لاسيما مع صدور القانون رقم 10-10¹⁰، المتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد، إلا أن واقع حال هذه المهنة لا يشجع على الوثوق في الآراء الفنية التي يصدرها ممتيها، ولا على الوثوق في المعلومات المالية التي يبدون آرائهم فيها. ويعود ذلك بالأساس إلى ضعف تكوين المهنيين في هذا المجال وعدم توفرهم على الوسائل الضرورية لممارسة نشاطهم بكل نزاهة و استقلالية، فهذه المهنة ذات الأهمية البالغة للاقتصاد والمجتمع، تركت لمدة عقدين من الزمن للاحتكار من طرف مجموعة صغيرة من أصحاب مكاتب التدقيق التي لم يكن همها سوى تعظيم أرباحها من وراء المصادقة على حسابات شركات على حافة الإفلاس. هذه الوضعية جعلت هذه المهنة تعاني من مشاكل عديدة تتمثل أهمها في نقص عدد المدققين وضعف تأهيل ما هو موجود من مدققين، وهو ما انعكس سلباً على ثقة مستخدمي المعلومة المالية في هذه الأخيرة ومن ثم اتسعت فجوة التوقعات بين مهنة التدقيق ومستخدمي خدماتها ولاسيما المجتمع المالي (المستثمرين الماليين).

ولهذا فإن إي محاولة لبعث السوق المالي المتعثر في الجزائر، يجب أن يسبق بإصلاح حقيقي لمهنة التدقيق المحاسبي في هذا البلد. وهذا الإصلاح يجب أن يركز على مايلي:

العمل على زيادة عدد المدققين المحاسبين ورفع الاحتكار عن هذه المهنة، وذلك من خلال تنظيم مسابقات يشرف عليها كل من الجامعات ووزارة المالية؛

العمل على رفع مستوى التأهيل العلمي والعملية للمدققين وذلك من خلال الدورات التكوينية، التبرصات والملتقيات؛

وضع ميثاق لأخلاقيات مهنة التدقيق، بحيث يسمح هذا الميثاق بممارسة المهنة وفقاً لمعايير الاستقلالية والنزاهة المطلوبين في مثل هكذا مهنة على درجة كبيرة من الخطورة.

3_5_ إصلاح أنظمة حوكمة الشركات:

عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) حوكمة الشركات بأنها « مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل وقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين الذين ربما يكونون معزولين تماماً عن إدارة الشركة»¹¹. وبالتالي فإن حوكمة

¹⁰ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية رقم 42 ، سنة 2010.

¹¹ - ربيحة قوادرية، «أثر رأس المال البشري على حوكمة الشركات»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية_ عجلون _الأردن - 18- 2014/11/19، ص ص 697-714.

الشركات وفقاً لهذا المفهوم، عبارة عن مجموعة من القواعد التي توجه سلوك الشركات وحاملي الأسهم، ومدراء الشركات، وكذلك الإجراءات الحكومية التي ترمي إلى تعزيز فرص تطبيق تلك القواعد.

ويعتبر وجود نظام حوكمة جيد في الشركة واحداً من الضمانات التي تجعل المستثمرين يتقنون في هذه الشركة ويقدمون لها التمويل اللازم وبشروط ميسرة، هذا فضلاً عن خلق الثروة للمساهمين*. وذلك إيماناً منهم بأن آليات الحوكمة التي يوفرها النظام تسمح بتوفير حماية كافية للمستثمرين من أي تلاعبات يمكن أن تضر بالحقوق المالية والسياسية لهم. وواقع الحال أنه من المبادئ الراسخة في مجال حوكمة الشركات نجد مبادئ المعاملة المتكافئة للمساهمين وحماية حقوق أقلية المساهمين.

وعلى المستوى الاقتصادي الكلي يعد إصلاح أنظمة حوكمة الشركات أحد الروافع المهمة لبعث وتنمية الثقة في سوق رأس المال وذلك من خلال كونه يساهم في توفير عنصر حاسم في تطور الأسواق المالية، ألا وهو حماية المستثمرين. وفي هذا الصدد يمكن أن يوفر نظام حوكمة الشركات إطاراً مؤسسياً لحماية المستثمرين لاسيما في البلدان التي تتصف بضعف هذه الحماية.

ونظراً للأهمية التي يكتسبها نظام حوكمة الشركات ضمن المنظومة الاقتصادية للدولة بشكل عام وسوق رأس المال بشكل خاص، قامت السلطات في العديد من الدول بمبادرات من أجل إصلاح أنظمة حوكمة الشركات على مستواها*. وعلى العموم تمحورت هذه الإصلاحات حول سبل، تعزيز دور مجلس الإدارة ولجنة المراجعة ودعم الشفافية ورفع جودة الإفصاح.

وفي الجزائر يتطلب كل من الإطار التشريعي والمؤسسي لحوكمة الشركات، ورشات عمل من أجل جعل هذا النظام يتماشى مع المتطلبات الواجب توفرها في شركة تود القيام بالحصول على التمويل من

* أكدت العديد من الدراسات في سياقات مختلفة، أجر أن وجود نظام حوكمة جيد في الشركة يخلق الثروة للمساهمين فيها، وهذا أمر يشجعهم على التوجه نحو الاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم تنمية وتطوير سوق رأس المال (للمزيد

حول هذا الموضوع أنظر: Bauer R., Guenster N., Otten R., « Empirical evidence on corporate governance in europe. The effect on stock returns, firm value and performance », Journal of asset management 2004, vol. 5, n 2, pages 91-104.

* في هذا الصدد يمكن ذكر الجهود التي بذلتها لجان كاديري Cadbury، جرينبيري Greenbury،

هامبل Hambel في المملكة المتحدة، ولجان فينو Vénot 1، فينو Vénot 2 وبوتون Botton في فرنسا.

وكذلك توصيات القاضي ريتشارد بريدن Richard Briden وقانون ساريان أوكسلي Sarbanes Oxley

Act (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر Bertrand Richard, Dominique Mielliet, la dynamique du

gouvernement d'entreprise, Editions d'Organisation, Paris 2003,.

البورصة، وهذه المتطلبات تتمثل عموماً في ضرورة توفير الشفافية والإفصاح الكافي، وهذا لا يتأتى إلا من خلال توفر وفعالية آليات حوكمة الشركات ولاسيما آلية مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، التدقيق الخارجي والداخلي.

وعلى هذا الأساس فالسلطات مدعوة إلى مباشرة العديد من الإصلاحات التي تهدف إلى تحقيق مايلي:

تعزيز الدور الرقابي والإشرافي لمجالس الإدارات في الشركات؛

ضرورة إلزام الشركات بتشكيل لجان المراجعة، وأن تشرف هذه اللجان على عمليتي التدقيق المالي والإفصاح المالي؛

إصلاح مهنة التدقيق؛

وضع إطار قانوني للفصل بين السلطات في الشركات (الفصل بين السلطات التنفيذية والسلطات الإشرافية والرقابية)؛

3_6_ بت برامج الخصخصة عن طريق البورصة:

من بين الأساليب المستخدمة في تحويل ملكية الشركات من القطاع العام إلى القطاع الخاص، نجد الخصخصة عن طريق فتح رأسمال المؤسسات العمومية للإكتتاب العام من طرف الجمهور. وهو في الواقع أسلوب ذو جاذبية كبيرة نظراً لما يقدمه من مزايا توسيع قاعدة الملكية وتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار، زيادة فرص إنجاح برامج الخصخصة بإتاحة الحصص الاجتماعية للشركات المراد خوصصتها أمام عدد كبير من المستثمرين المحتملين من مستثمرين أفراد ومؤسسيين، من جهة . وتنمية البورصة وتوسيعها من جهة أخرى.

ولقد استخدمت تقنية فتح رأسمال المؤسسات العمومية من العرض العام للإكتتاب من الجمهور في إطار العديد من تجارب الخصخصة التي توصف بالناجحة في البلدان المتقدمة وبلدان الخليج العربي وبدرجة أقل في كل من تونس والمغرب¹².

وفي الجزائر لم تستطع السلطات سوى خصخصة عدد محدود من المؤسسات العمومية الموضوعة على لائحة الخصخصة، وتم القيام بذلك خارج البورصة بدعوى عدم جاهزية هذه الأخيرة لتسجيل عدد كبير من الشركات المخصوصة. وواقع الحال أنه تم إستخدام تقنية فتح رأسمال المؤسسات العمومية

¹² - عبد الواحد غرداين، « خصخصة المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية »، أطروحة

دكتوراه، جامعة وهران، ص-ص 248-294.

للاكتتاب من طرف الجمهور على نطاق محدود. على سبيل الحصر لا على سبيل المثال أستخدمت هذه التقنية في حوصصة شركات: فندق الأوراسي، مجمع صيدال ومجمع رياض سطيف. وفي ضل السياق الاقتصادي الحالي المتسم بعجز الميزانية وضرورة تعبئة كل الموارد الممكنة من أجل تمويل الإقتصاد، وتجنب الخيارات الصعبة والخطيرة، مثل تمويل العجز من خلال طبع العملة دون مقابل. يبرز من جديد خيار

3_7_ تشجيع مخططات الادخار في شكل أسهم:

تشكل مخططات الادخار في شكل أسهم أو ما يعرف بمخططات تملك العاملين إحدى التقنيات المستخدمة في حوصصة المؤسسات العمومية، و تحفيز العاملين وضمان هيكل ملكية الشركات الخاصة. وهي كذلك من أدوات توسيع قاعدة الملكية من خلال السماح لفئة من صغار المساهمين (الأجراء) بتملك نسبة معينة من رأسمال الشركة التي تستخدمهم.

ونظراً للمزايا المرتبطة باستخدام هذه التقنية في حوصصة المؤسسات العمومية، لاسيما فيما يخص التحفيز واستقرار المؤسسات المخصصة لمصلحة عمالها، بدلت الدولة الجزائرية جهوداً حثيثة من أجل ترقية هذه التقنية ووفرت إطاراً تشريعياً وتنظيمياً محفزاً على نجاحها*. لكن هذه التقنية ألت ما ألت إليه تقنيات الحوصصة الأخرى التي تم اللجوء إليها ولم تحقق النجاح المنشود، إذ شكلت عوامل من قبيل غياب ثقافة الاستثمار المالي لدى الإطارات العاملة في المؤسسات العمومية والمشاكل الهيكلية التي كانت تعاني منها المؤسسات المراد حوصصتها، عوامل صبت في اتجاه فشل مسعى الحوصصة بتمليك الأجراء.

لكن وعلى الرغم من ما قيل تبقى هذه الصيغة لها جاذبيتها في إحداث عمليات حوصصة لمؤسسات عمومية ذات حجم صغير، بحيث يمكن للملاك الجدد (الإطارات والعمال) السيطرة على الإرتدادات المترتبة عن تحويل الملكية. كما أن السياق العام قد أصبح أكثر ملائمة لتطبيق هذه التقنية، إذ أنه حدث تحسن كبير في المستويات الثقافية والتعليمية للمستخدمين، فضلاً عن تحسن مستويات دخولهم وقدرتهم على الادخار ومن تم الاستثمار المالي.

* في هذا الصدد يمكن ذكر التخفيضات الضريبية (15%) (للمزيد حول هذا الموضوع أنظر: عبد الواحد غرداين،

المرجع السابق، ص ص 152-153)

3_8- تشجيع المؤسسات العائلية على الانفتاح على رأس المال من خارج العائلة:

تمثل المؤسسات العائلية نسبة كبيرة من الشركات الخاصة المكونة للقطاع الخاص الجزائري، ويمتاز هذا الصنف من المؤسسات بوجود علاقة قوية بين العائلة المالكة (المؤسسة) والشركة، بحيث تسيطر العائلة على حوكمة وإدارة هذه الأخيرة وذلك من خلال سيطرتها على الهيئات الاجتماعية لها. ومن أجل ذلك نجد أن أغلب المؤسسات العائلية في الجزائر لاتتخذ الشكل التنظيمي للشركة ذات الأسهم (ش د أ SPA) كنمط تنظيمي لنشاطها، إذ عادة ما تتبنى المؤسسات العائلية الأشكال القانونية التي تسمح للعائلة بتحكم أفضل في الشركة (شركة التضامن وشركة التوصية البسيطة/ بالأسهم)، وتوفر من الأشكال القانونية التي يتطلب النشاط في إطارها شفافية أكبر في الحوكمة والتسيير (شركة المساهمة)، وذلك على الرغم من أن اتخاذ الشركة للشكل القانوني الشركات الأشخاص يصعب عليها الاستفادة من رأس المال من خارج الشركاء ويجرمها من الاستفادة من فرص التمويل المتوفرة في سوق رأس المال.

ولذلك من أجل دفع المؤسسات العائلية نحو الدخول في البورصة، يجب أولاً وقبل كل شيء تشجيعها على تبني أشكال قانونية تتماشى مع حرية نقل ملكية الحصص الاجتماعية (الأسهم) التي تتطلبها الأسواق المالية. ويمكن أن تتضمن حزمة التحفيز في هذا الصدد كل من الحوافز الضريبية (مثلاً تخفيض الضريبة على إرباح الشركات مقارنة بظريبة الدخل الإجمالي) والتسهيلات القانونية (منح حرية أكبر للشركاء (المساهمين) في شركات المساهمة).

4_ الخاتمة

تعاني بورصة الجزائر من إشكاليتين رئيسيتين، تتمثل الأولى في قلة الشركات المدرجة فيها. في حين تتمثل الإشكالية الثانية في ضعف حجم التداول وإنعدامه في بعض الأحيان. كما تشير الإحصائيات المستقاة من الهيئات المشرفة على عملها أنها ما فتئت تسجل تراجع حادة في حجم السيولة الموجودة على مستواها مما يوحي، إذا استمر الوضع على هذا النحو، بتجفيف السيولة المتوفرة على مستواها وخروج الشركات المدرجة فيها وإغلاق هذا الفضاء المالي. ولهذا إن لم تسارع الحكومة إلى وضع حزمة من الإصلاحات ذات العلاقة بتفعيل هذه البورصة موضع التنفيذ فإن اختفاء بورصة الجزائر من المشهد المالي في الجزائر مسألة وقت فقط.

ويجب أن تركز حزمة الإصلاحات التي تتخذ على إعادة بعث الروح (الثقة) في بورصة الجزائر وإزالة كل العقبات التي تقف حجر عثرة في وجه إدراج الشركات فيها. ويمكن في هذا الصدد تقديم الاقتراحات التالية:

__ إصلاح المؤشرات المالية الكلية للاقتصاد الوطني ولاسيما معدل الفائدة ومعدل التضخم،

__ ضمان حماية كافية للمستثمرين في الأسواق المالية؛

__ إعادة بعث مسار الخصوصية، خاصة عن طريق الاكتتاب العام في البورصة؛

__ إصلاح مهنتي المحاسبة والتدقيق؛

__ ضمان تزويد السوق بالمعلومات المالية وفي التوقيت اللازم؛

__ وضع إطار تشريعي لتشجيع تملك الشركات من طرف أجراءها في السوق؛

__ إصلاح نظام حوكمة الشركات بما يسمح بزيادة الشفافية والإفصاح من طرف الشركات وتغيير

نمط تسيير المؤسسات التي في أغلبها مملوكة للدولة لا سيما من خلال القضاء على التداخل السياسي

بينها وبين الحكومة، وذلك بما يجعلها أكثر كفاءة وأكثر جاذبية في البورصة؛

__ الإعفاء التام لكل فوائض القيمة للتنازل عن الأصول المالية؛

__ زيادة عدد حصص التداول في البورصة؛

__ إعطاء مساعدات مالية وتحفيزات ضريبية من أجل خلق خلق صحافة متخصصة تساهم في إعلام

وتدريب الجمهور؛

قائمة المراجع:

- 1_ محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على أداء المؤسسات الاقتصادية _ دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر_ مجلة الباحث، عدد 12، 2013.
- 2_ هيثم السعافين، « فجوة التوقعات في التدقيق، طبيعتها، أسبابها وطرق إلغائها أو تضييقها »، المؤتمر العلمي المهني الدولي العاشر بعنوان دور مهنة التدقيق في تعزيز الرقابة ومكافحة الفساد، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، 11، 12، سبتمبر 2013، ص-ص 112_119.
- 3_ ربيعة قوادرية، «أثر رأس المال البشري على حوكمة الشركات»، المؤتمر العلمي المحكم الثالث لكلية إدارة الأعمال، جامعة عجلون الوطنية_ عجلون _ الأردن - 18 - 2014/11/19.
- 4_ عبد الواحد غرداين، « خصوصية المؤسسة العمومية الجزائرية على ضوء التجارب الدولية » ، أطروحة دكتوراه، جامعة وهران،
- 5_ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية العدد رقم 34، سنة 1993.
- 6_ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية العدد رقم 42 ، سنة 2010.
- 7_ Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert. Vishny « Legal determinants of external finance», Journal of Finance, 52(Juillet 1997),pp. 1131-1150.
- 8_ Rafael La Porta, Florencio. Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer , Robert Vishny, «Law and Finance»,Journal of Political Economy, 106 (décembre 1998), pp.1113-1155.
- 9_ Hervé Hutin, toute la finance d'entreprise en pratique, 2 eme édition, Editions d'organisation, Paris, 2002,
- 10_ Bauer R., Guenster N., Otten R.,« Empirical evidence on corporate governance in europe. The effect on stock returns, firm value and performance», Journal of asset management 2004, vol. 5, n 2, pages 91-104. .
- 11_ Bertrand Richard, Dominique Miellet, la dynamique du gouvernement d'entreprise, Editions d'Organisation, Paris 2003.
- 12_ <http://www.cosob.org>
- 13_ <http://www.sgbv.dz/ar>
- 14_ <http://www.bank-of-algeria.dz>
- 15_ www.tsa-algerie.com/une-contribution-de-nour-meddahi-investir-a-la-bourse-des-actions-dalger (le 25/09/2017; 09:00)_