

حوكمة الشركات كألية لتعزيز كفاءة بورصة الجزائر للقيم المنقولة

Corporate governance as a mechanism to enhance the Algerian stock exchange

بن عيسى سارة* ، جامعة مصطفى اسطبولي - معسكر -

Sara.benaissa@univ-mascara.dz

بقدار كمال ، جامعة مصطفى اسطبولي - معسكر -

kamel.bekkadar@univ-mascara.dz

تاريخ إرسال المقال: 2023/06/26 تاريخ قبول المقال: 2023/09/18 تاريخ نشر المقال: 2023/11/30

ملخص:

تهدف الدراسة إلى تركيز البحث القانوني وتوجيهه نحو دور حوكمة الشركات في تعزيز كفاءة بورصة الجزائر للقيم المنقولة باعتبارها آلية تنظيمية قانونية تحوي مجموعة من المبادئ ذات الضرورة الحتمية للتطبيق، من شأنها العمل في مصلحة مختلف الأطراف داخل دائرة الاقتصاد وخارجه؛ وتتجلى أهمية حوكمة الشركات لإضفاء فعالية سوق الأوراق المالية أو تكثيفها إن وجدت، في الحفاظ على شفافية المعلومات المحاسبية الواردة في بورصة القيم المنقولة، مما يمكن المستثمرين من تقييم أداء الشركات المدرجة فيها، وبالتالي وصولهم إلى الأسعار الحقيقية لأسهمها المقيدة في جدول تسعيرة البورصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم التعاملات في السوق المالية ومن ثمة تحسين كفاءتها، وعليه تؤدي وظيفتها الأساسية المتمثلة في تمويل الاقتصاد الوطني في ظروف حسنة ومنتزعة.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، مبادئ الحوكمة، كفاءة بورصة القيم المنقولة.

Abstract:

The study aims to focus legal research and direct it towards the role of corporate governance in enhancing the efficiency of the Algerian Stock Exchange as a legal regulatory mechanism that contains a set of principles that are imperative for application that works in the interest of various parties inside the economy,

The importance of corporate governance to add to the effectiveness of the stock market or to intensify it, if any, is manifested in maintaining the transparency of the accounting information contained in the Stock Exchange, which enables investors to evaluate the performance of the companies listed in it and thus reach the real prices of its shares listed in the stock exchange's pricing table, which leads to an increase in the volume of transactions in the financial market and thus improve its efficiency and thus perform its basic function of financing the national economy in good and balanced conditions.

Key words: corporate governance, principles of corporate governance, efficiency in the transmitted values.

مقدمة:

لقد اقتضت الساحة البحثية في الآونة الأخيرة توجيه اهتماماتها بالمواضيع البارزة فقط في وجودها وأثر انعدامها، والتي لا تفوق عن تلك الأهمية التي تحظى بها حوكمة الشركات سواء بالنسبة لجمهور الباحثين أو بالنظر للمنظمات المهنية والدولية، ويرجع ذلك إلى كمية الأحداث وحجمها ودرجة خطورتها وتأثيرها على العالم خاصة في آخر عقدين، كانت سببا في فرض ذاتها بالأسبقية في الاهتمام النظري والتطبيقي، كالأزمات المالية التي كسحت أعظم الشركات وكبرى الأسواق المالية، أثبتت بأن انعدام الإدارة الرشيدة والحوكمة الجيدة التي تسبب فيها من يتولون زمام الأمور في الشركة كالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة بخلل في توازن المنظومة الاقتصادية والمشروع الاقتصادي بالأخص أدت بهم إلى تفضيل في المصالح، ليتبين أن التقيّد بحوكمة الشركات يقرّر بنسبة كبيرة مستقبل وواقع الشركة بمفردها وانعكاس ذلك على حالة ونشاط بورصة الأوراق المالية وبمفهوم أعم الاقتصاد بأكمله؛

ومن ناحية أخرى عدم رصانة منظومة القوانين التجارية في مواجهة التغيرات التي تحدث للشركة أدى بمختلف التشريعات إلى تدارك الوضع بإصدار أنظمة متكاملة لحوكمة الشركات بصفة عامة والمدرجة في البورصة بصفة خاصة، ذلك أن مضمون الحوكمة يتمركز في وجود إطار يتم من خلاله وضع أهداف للشركة للتحكم في أداءها المالي والغير المالي، لتتكون ضمانات قانونية تحمي مصالح مختلفة بما فيهم من مستثمرين، حملة أسهم وحتى الراغبين في الاستثمار، ويجنب الشركات الوقوع في نسب عالية المخاطر، وبالتالي تهيئ فرص الوصول إلى سوق القيم المنقولة بناء على فرضية كفاءة سوق رأس المال التي تفسر توفّر كافة المعلومات بشأن قدرات وأنشطة الشركات والسوق ككل متكامل للبنية الاقتصادية التي تعمل حوكمة الشركات على تعزيز كفاءته، ويعني ذلك بالنسبة للمساهمين التوجه نحو سلوك الإشراف والتدخل على مجلس الإدارة للحد من الفساد المالي والإداري وضبط توازن الشركة.

ورغم ذلك فلا تزال البحوث القانونية والاقتصادية بدولتنا وعالمنا العربي في مجال حوكمة الشركات مدرجة في مراحل متأخرة بالنظر لما يعيشه العالم المتقدم، الأمر الذي دعانا إلى خوض غمار البحث فيها بإعداد هذه الورقة التي تتناول حوكمة الشركات كألية لتعزيز كفاءة بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وقد يبدو غير منطقي بواقع بورصتنا البسيط إلا أن وجودها والشركات في فراغ تطبيقي قانوني يرغماننا على الخوض في مثل هكذا مواضيع. فإلى أي مدى يمكن لحوكمة الشركات أن تفعل من أداء وفعالية بورصة القيم المنقولة بالجزائر؟ وكيف يمكن لهاته الأخيرة أن تبنى وفقا لمبادئ الحوكمة الرشيدة لتزيد من كفاءتها؟

وفي محاولتنا للإجابة على هذا التساؤل اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي لاحتواء هذا الموضوع في محتوى الدراسة من كافة نواحيه، مع تحليل النصوص القانونية المتعلقة به

وإنه لمن الضروري التوضيح لهدف الدراسة الذي نسعى من خلالها الكشف عن حوكمة الشركات ودورها للمساهمة في تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية والرقمي بها لمستويات أعلى من خلال تناولنا في المحور الأول لماهية حوكمة الشركات، أما في المحور الثاني: أثرها على تحسين كفاءة بورصة القيم المنقولة.

المحور الأول: ماهية حوكمة الشركات

ظهرت حزمة من المصطلحات الحديثة كالعولمة والخصوصية والذكاء الاصطناعي وعلى غرارها نجد مصطلح حوكمة الشركات على عهد حديث في الدول النامية، رغم أنها من المواضيع الهامة لصلتها الدقيقة بمختلف الشركات خاصة شركات الأموال والأسواق المالية على حد موقعها، إذ أن الأزمات والانهيئات المالية التي أعاققت الاقتصاد العالمي أوجدت ووضعت حوكمة الشركات كمفهوم ذو أولوية ومبادئ تطبيقية، لها انعكاساتها وأثرها على المنظومة الاقتصادية.

أولاً: تعريف حوكمة الشركات ومحدداتها

يمكننا الخوض في تعريف حوكمة الشركات من خلال تحديد مفهوم لحوكمة الشركات، ومن ثمة نتناول محدداتها بحسب ما سنبينه من خلالهما.

أ- مفهوم حوكمة الشركات

لم يكن الأمر سهلاً للحصول على هذا المصطلح ذو الأصل الأنجلوساكسوني وبعد الإلمام بجهود الاقتصاديين والقانونيين مع خبراء في اللغة العربية بهذا الموضوع تمركز المصطلح منهم على حوكمة الشركات لانطوائه على دلالات الرقابة والحكم، وهو ما ذهب إليه مجمع اللغة العربية وأيده عدد كبير من المتخصصين¹، ويفهم من ذلك الاختلاف الكبير الذي فرضه المصطلح الحديث على الفقه والقانون لضبط مفهومه.

ولقد اهتمت العديد من المنظمات والمؤسسات الدولية بإعطاء مفهوم ومبادئ لحوكمة الشركات كانت أبرزها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي عرّفته على أنه نظم يتم بواسطتها توجيه منظمات الأعمال والرقابة عليها، حيث تحدد هيكل وإطار توزيع الواجبات والمسؤوليات بين المشاركين في شركة المساهمة، مثل مجلس الإدارة والمديرين وغيرهم من ذوي المصالح² وقد تم تعريفها كذلك بأنها الإطار التشريعي والقواعد القانونية التي تحمي مصالح الأطراف ذوي العلاقة بالمؤسسة أو الشركة، فهي من الناحية القانونية تقوم بالتأكد من الالتزام بتطبيق الأشكال المختلفة للعقود بين كافة الأطراف المعنية في الشركة، وتشكل المرجع الأساسي في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم لضمان حقوقهم والتغلب على سلبات تنفيذها، والتي يمكن أن تنتج عن انتهاك صيغ العقود المبرمة أو القوانين والقرارات الأساسية المنظمة للشركة³.

ولقد عرفها ميثاق الحكم الراشد على أنها عبارة عن فلسفة تسييرية ومجموعة من التدابير العلمية الكفيلة، في أن واحد لضمان استدامة وتنافسية المؤسسة بواسطة التعريف بحقوق وواجبات الأطراف الفاعلة

في المؤسسة، تقاسم الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة على ذلك⁴، وبصفة عامة فإن مضمون وتدابير الحكم الراشد للمؤسسة الذي يتضمنها ميثاق الحكم الراشد يشكل مرجع لجميع الأطراف الفاعلة في المؤسسة. بالنسبة لنا فإن حوكمة الشركات هي مجموعة من القواعد والإجراءات التنظيمية للعلاقات المعنية بالمصالح الاقتصادية، مع قدرتها على إدارة المخاطر بفرض رقابتها عليها، لتتحقق قيمة أكبر للاستثمارات بالاستقرار المالي والإداري الحسن للمشروع الاقتصادي والاستمرار في مدّ فعالياته لسوق القيم المالية.

ب-محددات الحوكمة

لقد اجتمعت معظم الآراء الفقهية على أن الحوكمة الجيدة متوقف وجودها على محددات أساسية ذات جودة في الميادين الاقتصادية وهي:

1-محددات خارجية:وتتمثل في:

-وجود المناخ الملائم الذي يكفل الاستثمارات في الدولة التي تعمل فيه الشركات وتحقق أهدافها بوجود جملة من التشريعات والقواعد القانونية التي تضمن حسن سير الشركة، أهمها القوانين المنظمة للبورصة والنشاط الاقتصادي مثل المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 10/96 والقانون 04/03 وبشكل عام القوانين المنظمة لبورصة القيم المنقولة، والقانون التجاري المتضمن للقواعد والأحكام والشركات التجارية وقانون المنافسة ومنع الاحتكار وكذا القواعد المتعلقة بالإفلاس.

-تهيئ كفاءة للقطاع المالي والمصرفي ونقصد هنا بورصة القيم المنقولة والبنوك وكافة المؤسسات المالية في توفير التمويل اللازم للمشروعات بشكل مشجع للتنافسية بين الشركات الوطنية والأجنبية، وكذلك كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية، وإن استحسننا ذكر مثال فهو لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في أحكام الضبط والرقابة على الشركات.

-دور ومكانة المؤسسات والشركات الخاصة الغير الحكومية التي تضمن نشاط أوسع لعمل البورصة بكفاءة، وكذا الشركات النشطة في عمليات البورصة.

2-محددات داخلية:

وتتمثل المحددات الداخلية لحوكمة الشركات في وجود قواعد وأسس تتضمن وضع هياكل إدارية سليمة ومرتّنة، والتي من خلالها يتم تحديد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين مجلس الإدارة ورئيسه والمدير التنفيذي والمساهمين، والذي يؤدي توفّرها إلى تحقيق المساواة وعدم التعارض في المصالح بين الأطراف⁵.

ثانيا:أهمية حوكمة الشركات

تحقيقا للتنمية الاقتصادية كان لا بد من الاهتمام بحوكمة الشركات لأهميتها في مواجهة الانهيارات والأزمات المالية التي مسّت دول عظمى وشركات كبرى، لذا يمكننا توضيح أهمية حوكمة الشركات من خلال إبرازنا للنقاط الأكثر أهميّة وهي:

أ- أهميتها في مواجهة الفساد المالي والإداري

ويكون ذلك من خلال تحديد أسباب حدوث الانهيارات الإدارية والمالية للمنشأة الاقتصادية والأسواق المالية، وخلص الأمر أن انعدام أسلوب حوكمة الشركات يحدث خلل في توازن المنظومة التي من الواجب أن تسيّر عليها الشركة، والتي تنتج جزاء انعدام حق مساءلة الإدارة عن الالتزام بالأحكام القانونية وضمن الرقابة المالية، فيكون لحوكمة الشركات دور في تخفيض تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين والآخرين من الموظفين والموردين وأصحاب المصلحة وعامة الجمهور⁶، وبالرغم من وجود أنظمة للرقابة تكفلها معظم التشريعات، إلا أن ما جاءت به البنية القانونية للرقابة في حوكمة الشركات لها من القدرة الفعالة في تقليل الفساد المالي والإداري نتيجة تحديدها للالتزامات والواجبات في الشركة، بواسطة الهيكل التنظيمي الذي يضبطها مع ضرورة التقيد بالمعايير الدولية للمحاسبة والتدقيق.

ب- أهميتها في جذب الاستثمارات ودعمها

إن وجود العولمة والأسواق المالية الحرة فتح المجال أمام المستثمرين بتطبيقات اقتصادية جديدة تؤدي بهم نحو تحقيق أرباح كبيرة، فلا صعوبة عليهم في البحث عن شركات بها هيكل سليمة قائمة على الحوكمة الجيدة وتسمح لهم بالإشراف عليها⁷ وللمؤسسات الاستثمارية استعداد أن تدفع علاوات مرتفعة جدًا من أجل ذلك وهي الدراسة التي قامت بها مؤسسة ماكينزي في سنة⁸ 2002، نتيجة تمتع هذا النوع من الشركات بقدرات تنافسية شديدة وسط نظام اقتصادي خال من القيود.

بالإضافة إلى ذلك فقدرة المستثمر على تقييم المركز المالي للشركات المصدرة للأسهم المتداولة في البورصة تتزايد، مما يؤثر على القيمة السوقية لهذه القيمة المنقولة بالتناسب والقيمة الحقيقية لها، فينعكس على حجم التداول وقيمتها ومدى إقبال المستثمرين على أسهم الشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، فتكون عنصر جاذب للاستثمار في بورصة القيم المنقولة بصفة عامة والمؤسسات بصفة خاصة.

ولاشك أن نزاهة الإدارة والوفاء بالتعهدات والالتزامات التي تفرضها حوكمة الشركات يشكل ضمان للشركة، من أجل تحقيق أهدافها بشكل قانوني واقتصادي متوازن على المدى البعيد، مع منع حدوث الأزمات المصرفية حتى بشأن الدول التي تتمتع أسواقها المالية بتعاملات بطيئة النمو، مما يجعل من حوكمة الشركات موقوم لزيادة فعاليتها.

ت- أهميتها بالنسبة لمساهمين

بما أن مجموع مساهمة حملة الأسهم في الشركة يشكل ذمتها المالية حتى في مواجهة حالة إفلاسها أو اضطراب نشاطها، فإن حمايتهم ركيزة أساسية ضمن الركائز التي تقوم عليها حوكمة الشركات التي تضمن لهم الحماية اللازمة لما قد يحدث من تضارب في المصالح مع إدارة الشركة، ونتيجة لذلك تم الفصل بين السلطة والملكية بتعيين مدير عام للشركة مستقل عنها فتجعله أكثر خضوعا لسلطة الرقابة، ناهيك عن

تمتع المساهمين بجملة من الحقوق تشملها الشفافية، وذلك عن جميع المسائل التي تخص المركز المالي والقانوني للشركة وسياسات توزيع الأرباح فيها ومقدار التزامها بحوكمة الشركات⁹.

ث- أهميتها بالنسبة للشركات المقيدة في البورصة

إن تطبيق الشركات المقيدة في بورصة القيم المنقولة لمبادئ الحوكمة لا يوصف إلا بالضامن الموضوعي لرأس المال المحلي على جدية الشركات العاملة والمطبقة لها، وعليه تزداد الثقة في بورصة القيم المنقولة كلما زاد عدد الشركات الملتزمة بمبادئ حوكمة الشركات أو حتى المطبقة لها على سبيل الاختيار، وهو ما يعني تحقيق كفاءة للبورصة ومكانتها، ويتمثل ذلك في أن تعبر أسعار سوق الأوراق المالية عن القيم العادلة لهذه الأوراق.

ثالثا: مبادئ حوكمة الشركات

تعتبر مبادئ حوكمة الشركات القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين أصحاب المصالح في الشركة التجارية، وتهدف إلى ترسيخ قواعد الحوكمة، وقد تم وضع مبادئ للحوكمة من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية¹⁰، وتتعلق بـ:

أ- **حقوق المساهمين**: يتضمن هذا المبدأ جملة من الحقوق التي تضمن الملكية الآمنة للأسهم، مع الإفصاح التام عن المعلومات، وكذا حقوق التصويت والمشاركة في اتخاذ قرارات البيع أو تعديل لأصول المؤسسة بما فذلك عمليات الاندماج وإصدار أسهم جديدة.

ب- **المعاملة المتكافئة للمساهمين**: والمقصود من ذلك هو ضرورة أن تكفل مبادئ الحوكمة عدم التمييز بين المستثمر الصغير أو المستثمر ذو الملاءة المالية الكبيرة، وعليه عدم التمييز في توفير معلومات خاصة بالشركات لبعض من المساهمين دون غيرهم، لإخلال ذلك بمبدأ المساواة، كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم.

ت- **دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات**: ويقصد بأصحاب المصالح هنا تلك الأطراف الذين تربطهم بالشركة صلات أو مصالح مثل العاملين والعملاء، والموردين والدائنين والبنوك، ويجب أن يؤمن إطار حوكمة الشركات حماية حقوق أصحاب المصالح، كما يضمن لهم التواصل المستمر بينهم وبين إدارة الشركة في إطار التعاون والتفاهم وتعزيزا لدورهم الرقابي على أداء الشركة.

ث- **الإفصاح والشفافية**: يتسع إطار هذا المبدأ ليشمل كافة دوائر المعرفة المتعلقة بالأمر المالية والإدارية والمحاسبية، والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة، وغيرها من الجوانب المتعلقة بالشركة وأعضاء مجلس الإدارة.

ج- **مسؤوليات مجلس الإدارة**: ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق السبل الإرشادية لتوجيه المؤسسات، وبالتالي عليه أن يضمن المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، مع وضع كافة

التدابير اللازمة بتطبيق وتعزيز المساءلة ومحاسبة الأعضاء عن أي تجاوزات أو مخالفات قانونية أو أخلاقية أو محاولة استغلال معلومات أو تسريبها بهدف تحقيق منافع.

د-ضمان الأساس اللازم لتفعيل إطار حوكمة الشركات: ويشير على ضرورة توفير الأسس اللازمة لتفعيل إطار حوكمة الشركات بغية الرفع من مستوى الشفافية، وبهدف توافق هيكل الحوكمة والإطار القانوني نتيجة لتحديده الدقيق لمسؤوليات الهيئات المختلفة المسئولة عن الرقابة، وقد تم إضافة هذا المبدأ بعد مراجعة مبادئ الحوكمة الخمس السابق ذكره في سنة 2004 من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية¹¹

المحور الثاني: أثر حوكمة الشركات على تحسين كفاءة بورصة القيم المنقولة

لا شك بأن لحوكمة الشركات دور وأثر كبيرين في تحسين كفاءة بورصة القيم المنقولة، إلا أن ذلك لا يتأتى إلا بتطبيق إرشادات دولية للحوكمة على الدول الأعضاء بما فيها الجزائر، أن تهئي لها البيئة القانونية اللازمة بما يتماشى وما أصدرته المبادرات التي أقامتها الهيئات والمنظمات الدولية، مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مقابل الوضع الاقتصادي بأهم هياكله ومقوماته المطالب الرفع من قدرته وتحسين كفاءته.

أولاً: نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية

لم يتوقف الاهتمام حول فكرة كفاءة سوق القيم المنقولة في المجال العلمي والاقتصادي باعتبارها نظرية بحثة لما يمكن أن يتوقع عنها، وبالنظر لمكانتها وأثرها الكفاء في السوق والاقتصاد، فالسوق الكفاء هي التي تكونت في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها¹²، مما ينتج عنه عائد يعوض المستثمر عما ينتج عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر¹³

كما يقصد بالسوق الكفاء ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم¹⁴، بحيث كل تغيير في المعلومات ينعكس حتماً على سعر السهم بما يجعلها مؤشراً لتقييم نشاط الشركة، كما تعتبر آلية لتفسير مختلف الظواهر في سوق الأوراق المالية، فهي تساهم في تشكيلة البنية الفكرية للقواعد التي تحكم السوق.

وعليه يمكن الفهم بأن سعر السهم وفقاً للسوق الكفاء تكون عادلة، كما أن التوقع لاستجابة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تكون بسرعة حسب ما يرد إلى المتعاملين من معلومات جديدة من خلالها يمكن تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، فوفقاً للسوق الكفاء يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها نشرت عبر وسائل الإعلام أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية للمنشأة، ويعكس سعر السهم في ظل السوق ذات الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب¹⁵.

وما يميز هذه الفكرة هو انعدام الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، وبين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين لها¹⁶، وبالنظر لبورصة الجزائر للقيم المنقولة مازالت بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق رأس المال، وما يتثبت ذلك هو عدد الشركات المدرجة فيها والتي تعكس صغرها.

ثانيا: متطلبات السوق المالية الكفاء

يوجد نوعين من الكفاءة في السوق المالية، ويعتبران كمتطلبات ضرورية لتحقيق السوق الكفاء، ويتمثلان فيما يلي:

أ- **الكفاءة الكاملة**: يوجهنا مفهوم الكفاءة الكاملة (Perfectly Efficient Market) إلى وجود سوق مالية قادرة على جعل أسعار الأوراق المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا للمعلومات التي ترد إلى السوق والمحتوى الذي تتضمنه، بدون أن يكون الفاصل الزمني هو العارض بين تحليل المعلومات الجديدة والنتائج التي ينبغي الوصول إليها بخصوص السعر التوازني للورقة المالية¹⁷، مما يجعل الفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات دون تكاليف باهضة تعيق ذلك.

ولتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالية يشترط توفر ما يلي:¹⁸

- وجود عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار بسهولة عالية مما يحقق حركة للأسعار عادلة.

- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، مما يجعل كل منهم يسعى لتعظيم منفعة الخاصة.

- تحديد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق، بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة¹⁹

ب- **الكفاءة الاقتصادية**: بتوفر الكفاءة الاقتصادية لسوق القيم المنقولة، نجد تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على أسعار الأسهم في السوق، مما يعني أن قيمة السهم السوقية لا توازي قيمته الحقيقية لفترة معينة من الوقت²⁰، لكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

ولتحقق الكفاءة الاقتصادية يجب توفر شرطين أساسيين هما:

1- كفاءة التشغيل: ويطلق عليها بالكفاءة الداخلية وهي مقدرة السوق المالية على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملين تكاليف عالية عن العمولات للوسطاء الماليين، ودون أن تباح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالي فيه²¹.

2- كفاءة التسعير: ويطلق عليها بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير، والأمر الذي يجعل من المعلومات أكثر دقة وصحة

هي حالة الأسهم التي تعكس ذلك، كما أن المتعاملين لا يتكبدون في سبيل الحصول على المعلومة أيّة تكاليف باهظة، ممّا يعني تكافؤ الفرص أمام الجميع للحصول على تلك المعلومات²²، وينتج عن ذلك تحقيق أرباح عادية للمستثمر، ما عدا عديم الخبرة أو الكسول منه الذي يتكبد خسائر فادحة لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، وهذا لا يفسّر بأن السوق عديم الكفاءة بل يرجع لكسل وجهل المستثمر ذاته للمعلومات المتاحة²³.

ثالثاً: أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على تحسين كفاءة بورصة القيم المنقولة

لمبادئ حوكمة الشركات أثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال عدّة نقاط ذات أهمية كبيرة، سنحاول تبيانها كالآتي:

أ- دور تطبيق الإفصاح الكافي والشفافية في إتاحة المعلومات على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية: هنا نشير إلى دور لجنة المراجعة باعتبارها أحد أهم أدوات حوكمة الشركات، لدورها المحوري في توفير المعلومات الكافية سواء للأطراف الداخلية أو الخارجية بالشركة، كما تعمل على تحسين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية ممّا يشكّل دعامة للشركة ومركزها المالي وقدرتها التنافسية، ما ينعكس حتماً على كفاءة السوق الأوراق المالية، ولاقتصار الفاصل الزمني بين نشر المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم فإن الإفصاح الإلكتروني له دور مهم في إرسال المعلومات في الوقت نفسه إلى كافة المتعاملين.

ب- أثر تطبيق مبدأ المساواة في المعاملة لكافة المساهمين على كفاءة سوق الأوراق المالية: لمن الضروري تطبيق هذا المبدأ دون تفرقة بين حائزي نسبة كبيرة من الأسهم وحائزي أقلية الأسهم، من خلال توفير المعلومات لكافة فئات المستثمرين في نفس الوقت لتكون التوقعات لديهم متماثلة، ويحدّد تطبيق هذا المبدأ من إمكانية تحقيق البعض لأرباح غير عادية على حساب البقية.

وتكون المعلومات المتاحة لكافة المساهمين ذات تأثير على أسعار الأسهم في البورصة إذا كانت تحمل صفة المعلومات التاريخية لارتكاز التحليل الفني عليها بالتنبؤ بالأسعار المستقبلية، أو إذا كانت المعلومات مستجدة تعكس أحداث جوهرية وهنا لا بد من ضرورة إتاحتها لكافة المساهمين بجميع فئاتهم، أو إذا كانت المعلومات تحمل طابع الخصوصية لتعلقها بمستقبل الشركة وخططها العملية، إذ لا يجوز نشر هكذا معلومات للمساهمين باستثناء إدارة المشروع إلا أنه يمكن تسريبها لحاملي النسب كبيرة من الأسهم.

ولما كان قيام الشركة بالإفصاح على هذه المعلومات بتوضيح في القوائم المالية المرفقة بالمحاضر الإدارية تبعث الشفافية والمصادقية لكافة المساهمين، فإن المساواة تتحقق بينهم مما ينعكس بالإيجاب على كفاءة سوق القيم المنقولة.

ت- أثر تطبيق مبدأ حماية حقوق المساهمين على كفاءة سوق الأوراق المالية: لا شك بأن حفظ حقوق المساهمين كالحق في الحصول على الأرباح والحق في التصويت يعزّز من ثقة المستثمرين في البورصة إذ

يضمن لهم العائد المناسب لاستثماراتهم خاصة حائزي أقلية الأسهم، ما يشكل رفعا للقيمة السوقية للشركة لارتفاع الطلب على أسهمها وبالتالي تدعيم تنافسية الشركة في السوق ما يزيد من كفاءته.

ث- أثر تطبيق دور أصحاب المصالح على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية: إن وجود جملة من الإجراءات القانونية التي كرسها المشرع الوطني في كافة القوانين المتعلقة بالجوانب المالية والتجارية والاقتصادية، تستهدف ضرورة احترام حقوق أصحاب المصالح مع الالتزام بتعويضهم في حال إخلال تعاقدى يخصهم، الأمر الذي يعكس حجم ومكانة أصحاب المصالح في المنظومة القانونية ومنظومة الحوكمة على حد سواء، مما يساهم إيجابا في الرفع من كفاءة البورصة.

ج- أثر تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية: إن تطبيق هذا المبدأ ضمن إطار حوكمة الشركات ضرورة واقعية وحتمية لتحقيق الأهداف المسطرة من طرف الشركة، الأمر الذي يشكل دعامة لقدرتها التنافسية وأدائها مما يؤثر على تحسين كفاءة بورصة القيم المنقولة.

رابعا: تطبيق مبادئ الحوكمة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

إن تطبيق مبادئ الحوكمة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة يمثل ضمانة لتحقيق الثقة وخطة تستهدف جذب رؤوس الأموال الجزائرية، في ظل غياب الاستثمارات الأجنبية عنها وتشجيعا لتزايد حركة انتقال التدفقات المالية، في حيز غياب قوانين صريحة تتعلق بالحوكمة في الجزائر، ما عدا إعداد ميثاق للحكم الراشد للمؤسسات.

ولقد كان للدولة الجزائرية رغبة في مسايرة الركب العالمي لحكومة الشركات، فتم إعداد دليل بشأن ذلك بمساعدة كل من المنتدى العالمي لحكومة المؤسسات ومؤسسة التمويل الدولية، وتضمن الميثاق جزأين وملاحق تتضمن ضرورة تطبيق مبادئ الحوكمة في الجزائر وممارسة التقييم الذاتي لإدارة المؤسسات، نتج عن ذلك إطلاق مركز حوكمة الجزائر في أكتوبر 2010 بالجزائر العاصمة لمساعدة الشركات على الالتزام بمواد الدليل، وهي تصب في فحوى تحسين البيئة الاقتصادية وتفعيل مبادئ الحوكمة بما فيها الشفافية والمساءلة والمسؤولية.

ويمكن القول أن قواعد الإدارة الرشيدة للشركات في الجزائر تجد جذورا لها في القانون التجاري الجزائري، وكذا المرسوم التشريعي 10/93 المرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة والمعدل والمتمم بالقانون 04/03 وتضمينه للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها باعتبارها سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي²⁴، والتي اتخذت عدة إجراءات و أحكام تنظيمية نصت عليها في بعض القوانين التي تصدرها لتطبيق مبادئ الحوكمة، حتى يمكن تحسين كفاءة بورصة الجزائر للقيم المنقولة، خاصة تلك التي تتعلق بسلطة المراقبة والتحقيق المخولة لها في إطار السهر على السير الحسن لبورصة القيم المنقولة وشفافيتها، كما أنها تضمن من خلال تحضيرها للوائح والقوانين التنظيمية الخاصة بها أفضل ممارسة لأساليب وطرق حوكمة الشركات، بإلزام مجالس إدارات الشركات المساهمة المدرجة في البورصة

بتطبيقها، مما يكفل حقوق المساهمين وأصحاب المصالح وذوي العلاقة بعمل الشركة، وما يثبت ذلك هو تعلق هذه القوانين ببعض الجوانب التالية:

1- دور لجنة البورصة في حماية حقوق المساهمين

يتبن دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حماية المساهمين كآلآتي:

أ- بوصفهم مالكين:

- توفير الأساليب الآمنة لتسجيل ونقل الملكية من خلال، نظامي الإيداع والقيود والقواعد والشروط التي تحكم العلاقات بين المساهم أو المستفيد و المؤتمن المركزي على السندات.
- حماية الحقوق العامة للمساهمين بوصفهم المالكين خاصة التي لها علاقة بالسهم، نخص الذكر هنا على حصة الأرباح وتوزيعها بما فيها الحصول على حصة من أصول الشركة عند التصفية.
- حق حضور الجمعيات والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، مع الرقابة التي تفرضها اللجنة على عقد الجمعيات بحضور مندوبين عنها.

ب- دور اللجنة في حماية حقوق المساهمين من حيث الحقوق المرتبطة بتداول الأسهم:

- ضبط قواعد التداول على القيم المنقولة بالبورصة.
- وضع قواعد تنظيمية تتسم بالشفافية والعدالة لتنظيم عمليات الشراء.
- وضع آليات لحماية المستثمرين من المخاطر.
- فرض الرقابة الآلية على التداول للمنتوجات المالية المتداولة في السوق، ماعدا التي هي تحت سلطة بنك الجزائر²⁵.

- اعتماد الشركات العاملة في الوساطة البورصية والقواعد المهنية المطبقة عليهم²⁶.

2- دور اللجنة في تحقيق المساواة والعدالة في معاملة المساهمين

- حماية حقوق الأقلية.

- حظر الاتجار بالمعلومات الداخلية واستغلالها في تحقيق أرباح غير عادية.
- حق التصرف في الأسهم، وحق الإطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها وفرض الرقابة على أعمال مجلس الإدارة.

- ممارسة جميع الحقوق على أكمل وجه من خلال الحصول على المعلومات بدقة وشمولية، وتسهيلا لذلك يحق لهم رفع دعوى المسؤولية على أعضاء المجلس.

- ضرورة وضع سياسة مكتوبة لتنظيم المصالح المتعارضة التي يحتمل حدوثها من أعضاء مجلس

الإدارة التنفيذية والمساهمين.

-وضع قواعد ضبطينة لأعضاء مجلس الإدارة وتصرفاتهم، من خلال عدم جواز لأي منهم المصلحة المباشرة أو الغير مباشرة في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة، إلا بترخيص من الجمعية العامة، وعدم جواز لأي منهم الاشتراك في عمل من شأنه منافسة الشركة أو المتاجرة في أحد فروعها .

3- دور اللجنة في تحقيق الشفافية والإفصاح

-تحقيق اللجنة لإفصاح والشفافية والالتزام بنشر المعلومات الجوهرية وحظر الإفصاح غير الحقيقي.
-الالتزام بنشر القوائم المالية السنوية والنصف سنوية وتقرير مجلس الإدارة ومراقب الحسابات في جريدتين وطنيتين يوميتين ذات توزيع وطني.

4- دور اللجنة في مراقبة قيام أعضاء مجلس الإدارة بمهامهم

-تفحص لجنة البورصة البلاغات والشكاوى والتقارير الواردة إليها من خلال لجانها المتخصصة.
-إرغام الشركات المدرجة في البورصة على تقديم بياناتها للفحص من طرف مصالح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهو الأمر اليسير بالنسبة لها في ظل محدودية عدد الشركات في بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

-تتحقق اللجنة من استجابة إدارة الشركة لتوصياتها.

الخاتمة:

يتعالى شأن الاقتصاد وعالم المال والأعمال بصفة مستمرة، ولا يتأتى ذلك إلا بأسس مستجدة أهمها حوكمة الشركات وضرورة العمل بمبادئها، التي تعتمد بالأساس على مجموعة من الأدوات من حفظ حقوق المساهمين، الإفصاح والشفافية، مسؤولية مجلس الإدارة، المعاملة المتكافئة بين المساهمين، والتي من شأنها التأثير على حركة بورصة القيم المنقولة مما يعزز من كفاءتها، ورغم أن البعض يرى أنه لا جدوى من التنظيم التشريعي لها طالما أن معظم قواعد مدرجة ومضمّنة مسبقا في القوانين والتشريعات المتعلقة بالشركات والمعاملات التجارية، إلا أن إلزامية القواعد القانونية المنظمة للحوكمة أضحت ضرورة ملحة، وهو راجع للاعتبارات العديدة التي تنبثق عنها مجموعة من الأسباب أهمها مواكبة التوجهات الدولية المتسارعة التي تدعو إلى إرساء نظام قانوني ملزم لحوكمة الشركات، ومنه تحقيق مناخ ملائم لاستقطاب المستثمرين، وعليه إعادة تقييم النظم الرقابية على الشركات التجارية مما يزيد من فعاليتها وقدرتها التنافسية وبالتالي تأثيرها على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

فالتطبيق الحسن للحوكمة والالتزام بمبادئها يضمن تحقيق جودة المعلومات المالية، إذ أن نجاح ذلك يعتمد بشكل أساسي على الممارسات المحاسبية ونوعيتها، خاصة وأن التطبيق الحسن للحوكمة يعيد الثقة لجودة المعلومات المالية وضرورة الرقابة المحكمة عليها، مما ينتج عنه سوق مالية كفاء الذي يضمن توفير معلومات ذات جودة ومصداقية لكافة فئات المستثمرين ويتحقق عنها أكبر عائد ممكن نتيجة عرضها لكافة

أسعار الأسهم المتداولة فيها بالمعلومات المالية التي سبق وتمت إتاحتها للمتعاملين بما فيها المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية للشركات المساهمة المدرجة فيها.

ولا يمكن القول بأن حوكمة الشركات نظام قانوني منفصل بذاته طالما هو مكمل إلزامي لما تتضمنه التشريعات التجارية والاقتصادية، وحتى يتم تفعيل مبادئها في كافة تطبيقات بورصة الجزائر للقيم المنقولة فلا بد من تحقيق فاعليتها واقعا من خلال التأكيد على ما ورد في القانون التجاري بالباب المتعلق بالشركات التجارية وكذا المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة وجميع الأحكام التنظيمية، مع ضرورة وضع قواعد تفصيلية لتنفيذ هذه المبادئ، وتكملة ما نقص النص عنه في القانون التجاري والأحكام التنظيمية والتشريعية الخاصة ببورصة القيم المنقولة.

الهوامش:

- ¹-نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات-سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية-مجلة الإصلاح الاقتصادي، مركز المشروعات الدولية الخاصة، العدد 8، 2003، ص 51.
- ²-موقع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية: www.oecd.org.
- ³-أحمد علي خيضر، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2012، ص 100.
- ⁴-ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، النسخة العربية، إصدار 2009، ص 83.
- ⁵-سليمان محمد مصطفى، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، دراسة مقارنة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2006، ص 20.
- ⁶-محمد سمير الصبان، سليمان محمد مصطفى، الأسس العلمية والعملية لمراجعة الحسابات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 312.
- ⁷-صلاح الدين محمد عبد الباقي، السلوك الفعّال في المنظمات، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2000، ص 227.
- ⁸-مؤسسة ماكينزي (Mackinsey) هي مؤسسة دولية تعنى بخدمات الاستثمار ونوعية المستثمرين.
- ⁹-عمار حبيب جهلول، النظام القانوني لحوكمة الشركات، منشورات زين الحقوقية، بيروت، 2011، ص 60.
- ¹⁰-OECD. "Principles of Corporate Governance," Organization for Economic Co-Operation and Development Publications Service, 1999, P3.
- ¹¹-سمير كامل محمد عيسى، "العوامل المحدد لجودة وظيفة المراجعة الداخلية في تحسين جودة حوكمة المؤسسات- مع دراسة ميدانية- الإسكندرية: مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد، 45، العدد 200، 01، ص 31-32.
- ¹²-حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.

- ¹³-نصيب رجم وعبد الواسع الدقاف، أثر الإعلان عن التقارير المالية السنوية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، دراسة حديثة على سوق عمان للأوراق المالية، بحث قدم خلال الملتقى الدولي حول السوق المالي بين النظري والتطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، أكتوبر 2008، ص 1.
- ¹⁴-منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص 489-490.
- ¹⁵-بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد التاسع، ص 50.
- ¹⁶- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 65.
- ¹⁷-حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 185.
- ¹⁸-ديرير كمال آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 206.
- ¹⁹-صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003-1423، ص 26.
- ²⁰-عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 32.
- ²¹-دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 205.
- ²²-حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 191.
- ²³-دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 205.
- ²⁴-المادة 20 من القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، يعدّل ويتمّم للمرسوم التشريعي 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993، ويتعلّق ببورصة القيم المنقولة، المعدّل والمتّم، الجريدة الرسمية عدد 11، صادر في 19 فبراير 2003، (الاستدراك ج. ر. ع. 32، صادر في 07 ماي 2003).
- ²⁵-المادة 30 فقرة 1 من القانون 04/03 السابق ذكره.
- ²⁶-المادة 31 فقرة 2 من نفس القانون.