جامعة يحي فارس المدية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

الحوكـــــــــــمة ودورهـــــا في رفع كـــــــــــفاءة البورصـــــــــــــة

دراسة مقارنة – بين بورصة الجزائر ومصر –

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية:

تخصص : إقتصاد نقدي وبنكي

من اعداد الطالبة :

/ قطارني هناء

تحت اشراف الأستاذة الدكتورة :

/ سعيدي فاطمة الزهراء

أمام لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	
أ.د سلام عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	رئيسا
أ.د سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذة التعليم العالي	مشرفا
أ. موساوي وردة	أستاذة محاضرة.أ	مناقشا وممتحن

السنة الجامعية 2024/2023


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

عن أبي هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: «**لا يَشْكُرُ اللَّهَ مَنْ لا يَشْكُرُ النَّاسَ**»

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلاة والسلام على رسوله الكريم ومن تبعه بإحسان الى يوم الدين.

أولا أشكر **رب العباد** العلي القدير شكرا جزيلا طيبا مباركا فيه الذي أنارني بالعلم وزينني بالحلم وأكرمني بالتقوى، وأعانني في إتمام هذه الدراسة وتقديمها على الشكل الذي هو عليه اليوم فله الحمد والشكر وهو الرحمان المستعان

إلى أستاذتي الدكتورة **سعيدي فاطمة الزهراء** التي تفضلت بالإشراف على دراستي هذه، إضافة إلى نصائحها وتوجيهاتها القيمة والتي ساعدتني بشكل كبير لإتمام دراستي، فلها كل التقدير والإحترام.

وأشكر بشكر خالص وخاص صديقتي واختي **ابراهيمي يسرى** على كل ما قدمته لي من مساعدة وتحفيز خلال رحلتي الدراسية هذه.

والى كل من أمدني بيد العون ولو بكلمة طيبة مشجعة.

اهداء

الى كل هؤلاء أقول شكرا جزيلا.....

الى وطني العزيز: الجزائر الصاعدة بأهلها

الى الانسان الذي علمني كيف يكون الصبر طريقا للنجاح، السند والقدوة، والدي الحبيب أحسن قطارني أطال الله في عمره.

الى من رضاها غايتي وطموحي، فأعطتني الكثير ولم تنتظر الشكر، الى باعثة العزم وصاحبة البسمة الصادقة في حياتي، والدتي الحبيبة سنوسي يامنة أطال الله في عمرها .

رفقاء البيت الطاهر الأنيق وسندي في الحياة اخوتي محمد وسيد أحمد فريال وفضيل.

الى احبة قلبي وقطعة من روحي ابناء أخي وأختي

آدم ويوسف مريم بلال وعبد الرحمان

الى الأخت التي لم تلدها امي زوجة اخي أمينة

الى أجمل ما اعطتني العائلة أحلام, مروة, شيماء,سلمى

الى صديقات العمر والروح

يسرى، خولة، بسمة،هاجر و سارة وفقهم الله في مشوارهم الدراسي .

الى عزيزان فقدتهما عمي حسين وابن عمتي محمد رحمهما الله واسكنهما فسيح جنته

والى كل من قدم لي العون والمساعدة في انجاز هذه المذكرة .

مستخلص:

أصبحت حوكمة الشركات أداة أساسية لتحسين الأداء وكفاءة أسواق المال مما يؤدي الى تطوير التنمية الاقتصادية في مختلف الدول التي تتبنى سياسة التوجه نحو السوق، ذلك ان ممارسات الحوكمة الرشيدة تضمن نزاهة المعاملات المالية من خلال مختلف مبادئها وأدواتها. ان حوكمة الشركات هي الترياق ضد الفساد المالي في الشركات، كما تعتبر أيضا ترياق ضد التلاعب في البورصة بشكل عام من حيث إنها تضع الحدود بين الحقوق الخاصة والمصالح العامة وتمنع إساءة استخدام السلطة كما تسمح بالشفافية والافصاح لكل المتعاملين.

ولهذا تقدم هذه الدراسة المفاهيم الأساسية لكل من الحوكمة وكفاءة البورصة وتعرض أيضا دور ومبادئ هذه الحوكمة في الرفع من كفاءة هذه البورصة.

الكلمات المفتاحية : حوكمة الشركات – حوكمة البورصة – الأسواق المالية – كفاءة السوق– بورصة الجزائر

Abstract:

Corporate governance has become an essential tool for improving the performance and efficiency of financial markets, which leads to the development of economic development in various countries that adopt a market-oriented policy, as good governance practices guarantee the integrity of financial transactions through its various principles and tools. Corporate governance is the antidote against financial corruption in companies, and it is also considered an antidote against manipulation in the stock market in general, in that it sets the boundaries between private rights and public interests, prevents the abuse of power, and allows transparency and disclosure for all dealers.

Therefore, this study presents the basic concepts of both governance and stock exchange efficiency and also presents the role and principles of this governance in increasing the efficiency of this stock exchange.

Keywords:

corporate governance - stock exchange governance - financial markets - market efficiency- Algeria stock exchange .

فهـــــــرس المحتويـــــــــات

فهرس المحتويات :

الموضوع	الصفحة
شكر وعرفان	
الإهداء	
ملخص الدراسة	
فهرس المحتويات	
قائمة الأشكال والجداول	
قائمة الملحقات	
مقدمة	أ_ و
الفصل الأول: الاطار المفاهيمي العام لحوكمة الشركات	18-48
تمهيد	
المبحث الأول : عموميات حول حوكمة الشركات	20-24
المطلب الأول : نشأة وتطور حوكمة الشركات	20
المطلب الثاني : تعريف وخصائص حوكمة الشركات	21
المطلب الثالث : الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات	24
المبحث الثاني : أهداف حوكمة الشركات والمحددات الأساسية لتطبيقها وأهميتها وركائزها	28-34
المطلب الأول : أهداف حوكمة الشركات	28
المطلب الثاني : المحددات الأساسية والآليات لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات	29
المطلب الثالث: أهمية حوكمة الشركات	34
المبحث الثالث : النماذج الدولية لحوكمة الشركات	40-44
المطلب الأول : نموذج الخارجيين	40
المطلب الثاني: نموذج الداخليين	44
خلاصة	
الفصل الثاني : بورصة الأوراق المالية	49-72
تمهيد	
المبحث الأول : مفاهيم حول بورصة الأوراق المالية	51-55
المطلب الاول : نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية	51
المطلب الثاني: تعريف بورصة الأوراق المالية	53

المطلب الثالث : أهمية بورصة الأوراق المالية	55
المبحث الثاني : وظائف وشروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة وعوامل نجاحها	63-58
المطلب الاول : وظائف بورصة الأوراق المالية	58
المطلب الثاني : شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة	62
المطلب الثالث: عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية	63
المبحث الثالث : المتعاملون (المتدخلون) في بورصة الأوراق المالية	67-65
المطلب الأول : العارضون رؤوس الأموال	65
المطلب الثاني : الطالبون لرؤوس الأموال	67
المطلب الثالث: الوسطاء الماليون	67
خلاصة	
الفصل الثالث: - دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر -	108-73
تمهيد	
المبحث الأول : تقديم سوقي الأوراق المالية محل المقارنة (الجزائر - مصر)	84-75
المطلب الأول: نشأة وتطور السوقين محل المقارنة	75
المطلب الثاني : التركيبة الهيكلية الحالية للسوقين محل المقارنة	84
المبحث الثاني : تقييم حوكمة الشركات والأداء المالي للسوقين محل المقارنة	102-98
المطلب الأول : تقييم حوكمة الشركات في السوقين محل المقارنة	98
المطلب الثاني : تقييم الأداء المالي للسوقين محل المقارنة	102
خلاصة	108
خاتمة	111-109
قائمة المراجع	

قائمة الجـــــداول والأشكـــال

1-قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	صفحة الجدول
الجدول رقم (1-1)	مصالح وتأثير مساهمين غير مراقبين	**41**
الجدول رقم (1-2)	مصالح وتأثير مساهمين مراقبين	**45**
الجدول رقم (3-1)	عمليات ادراج الأسهم المنجزة	**83**
الجدول رقم (3-2)	عمليات ادراج السندات المنجزة	**83**
الجدول رقم (3-3)	مقارنة معدل رسملة السوق خلال سنة 2023	**103**
الجدول رقم (3-4)	مقارنة معدل التداول خلال سنة 2023	**105**
الجدول رقم (3-5)	مقارنة معدل دوران الأسهم خلال سنة 2023	**106**

2_ قائمة الأشكال :

رقم الشكل	عنوان الشكل	صفحة الشكل
الشكل رقم (1-1)	الأطراف الأساسية المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات	**26**
الشكل رقم (1-2)	يوضح المحددات الأساسية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات	**30**
الشكل رقم (1-3)	يوضح أهمية حوكمة الشركات	**36**
الشكل رقم (1-4)	نموذج الخارجيين لحوكمة الشركات	**43**
الشكل رقم (3-1)	الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للرقابة المالية	**86**
الشكل رقم (3-2)	الهيكل التنظيمي لبورصة مصر	**87**
الشكل رقم (3-3)	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	**97**

مقدمة

تزايد في الفترة الأخيرة اهتمام العالم بأكمله بالبورصة فهي تلعب دورا استراتيجيا وهاما في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك لعدة أسباب كان من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية، وعدم قدرة الأفراد على توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة .مما اصبح يتطلب البحث عن إيجاد وسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول وبما يعود على المستثمرين الأفراد بأرباح اكبر وبما لا يعرضها لمخاطر كبيرة وكذا حصول المستثمرين على اكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة خاصة في ظل توافر مبدأ الشفافية والإفصاح حول المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات، خاصة حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف البورصة بالكفاءة .

ويعد مصطلح "حوكمة الشركات" من المصطلحات التي أخذت في الانتشار على الساحة الدولية مؤخرا، وهو مصطلح الذي اتفق على ترجمته الى " أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة" وقد نشأت هذه الظاهرة نتيجة القصور الذي تخلل القوانين والتشريعات التي تحكم ممارسة الأعمال والأنشطة التجارية، والتي أدت الى حدوث الكثير من حالات الإفلاس والعسر المالي للعديد من الشركات الضخمة التي تضرر من جرائها آلاف المساهمين وأصحاب رؤوس الأموال .

وقد ارتبطت حوكمة الشركات ارتباطا وثيقا بالأزمات المالية والاقتصادية، ولقد كشفت هذه الازمات أن عدم تطبيق حوكمة الشركات بالشكل المطلوب قد زاد من حدة هذه الأزمات، فقد أفلست العديد من الشركات العالمية في مجموعة من الدول المتقدمة على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إذ ان غياب الحوكمة كان سببا رئيسيا في اندلاع الأزمة المالية العالمية نهاية عام 2008 ،والتي أدت الى إفلاس شركات وانهيارات في البورصة وتحولت لاحقا الى ازمة اقتصادية مما أدى الى مطالبة الشركات المدرجة في البورصة بالمزيد من الشفافية والرقابة لذلك أصبحت حوكمة الشركات إحدى شروط الانضمام الى البورصات.

كما ان تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وخاصة للشركات المدرجة في البورصة حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستمرين بما يؤدي الى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي. كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون ياخذون مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة كقيمة لها سعر مضاف لسهم الشركة ان لم نقل ان لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة ليس ذلك فحسب بل أصبحت قواعد

الحوكمة من المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في تصنيف شركة معينة أو اقتصاديات معينة.

أولا: إشكالية البحث

من خلال بحثنا هذا طرحنا الإشكالية الرئيسية التالية :

ما مدى استجابة بورصة الجزائر لمبادئ الحوكمة، وهل ساهم ذلك في رفع كفاءتها؟

ثانيا: الأسئلة الفرعية

في صياغ إشكالية بحثنا طرحنا الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مختلف الآليات المعتمد عليها في الحوكمة ؟
- هل تعتبر بورصة مصر اقوى بورصات الوطن العربي من حيث تطبيقها لحوكمة الشركات ؟
- هل قامت بورصة الجزائر بتطبيق مبادئ الحوكمة ؟

ثالثا: فرضيات البحث

لمعالجة إشكالية البحث التي تم طرحها، اعتمدنا على بعض الفرضيات التي نراها أقرب استجابة للإجابات المحتملة: لمعالجة إشكالية البحث التي تم طرحها، اعتمدنا على بعض الفرضيات التي نراها أقرب استجابة للإجابات المحتملة:

– تعتمد الحوكمة على نوعين من الآليات. آلية داخلية أهمها مجلس الإدارة وآلية خارجية أهمها التدقيق الخارجي.

– تعتبر بورصة مصر من اقوى البورصات داخل الوطن العربي من حيث التطبيق الفعلي لمبادئ الحوكمة الذي أدى بدوره الى رفع اداءها وقيمتها المالية

– لم تقوم بورصة الجزائر بتطبيق مبادئ الحوكمة وهذا ما جعلها غير كفؤة مقارنة بالبورصات العربية والعالمية.

رابعا: أهمية البحث

تتمثل أهمية بحثنا في تسليط الضوء على الضرورة الملحة لتطبيق بورصة الجزائر لمبادئ الحوكمة ودورها في رفع الاداء المالي في الشركات المدرجة في البورصة .

إضافة إلى معرفة اذا قامت بورصة الجزائر بتطبيق مبادئ الحوكمة وهل ساهم ذلك في رفع كفاءة بورصة الجزائر.

خامسا: أهداف البحث

الهدف الرئيسي من خلال بحثنا هذا هو ابراز كل من:

- محاولة الإحاطة ببعض الجوانب النظرية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية وحوكمة الشركات.
- محاولة الوصول الى أهمية وفعالية حوكمة الشركات في بورصة الأوراق المالية.
- محاولة الوصول الى الاستنتاجات واقتراحات من خلال دراستنا لحالة مقارنة بين سوقين في البورصة وهي بورصة الجزائر وبورصة مصر ومدى الاستفادة من هذه الدراسة.
- تقديم خدمة ولو متواضعة للباحثين وإثراء المكتبة العلمية .

سادسا: حدود البحث المكانية والزمانية

للإجابة على اشكالية البحث والتوصل الى نتائج دقيقة , حصرت الدراسة ضمن حدود المفاهيم المعتمدة والإطار الزمني والمكاني والذي يظهر هذا في الجانب التطبيقي من دراستنا والذي تطرقنا الى دراسة حالة مقارنة بين سوقي الجزائر ومصر في فترة زمنية بين 2024/01/01 الى 2024/02/14 .

سابعا: منهج البحث

حتى يتسنى لنا الإجابة والإحاطة بهذا الموضوع واختبار الفرضيات المسطرة، قمنا بانتهاج المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، وذلك من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها كما استعملنا منهج دراسة حالة لبورصة الجزائر البورصة المصرية ، بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من خلال بحثنا هذا.

ثامنا: أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة أسباب جعلتنا نختار موضوع بحثنا دون غيره من المواضيع الأخرى، والمتمثلة في:

- موضوع بحثنا يتوافق مع تخصصنا المدروس والمتمثل في شعبة العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي.

- الموضوع حديث النشأة والبحث فيه قليل جدا.

- رغبتنا الشخصية في معالجة هذا الموضوع والذي يعتبر موضوع بالغ الأهمية على كل الأصعدة خاصة البورصات.

تاسعا : دراسات سابقة

1- "**حوكمة البنوك في الجزائر** ",مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران2, 2020,من إعداد الطالبين "**دشرة منصور, حاكمي بوحفص**" تهدف هذه الدراسة الى دراسة وتحليل مفهوم الحوكمة وتحديد أهم المحددات والمعايير الخاصة بها مع الإشارة الى واقعها في المؤسسات البنكية الجزائرية كما يهدف الى لفت الانتباه الى معوقاتها داخل المؤسسات. توصلت هذه الدراسة الى ان حاجة الجهاز المصرفي للحوكمة يمكن ترجمتها في نقطتين أساسيتين أولها يتعلق ببيئة الاعمال الذي ينشط فيه المصرف او البنك والمتسم بدرجة مخاطر عالية للمتعاملين الاقتصاديين وهو ما يدفع الى ضرورة اتباع قواعد الحوكمة المؤسسية في البنوك. اما الثانية فتتعلق بالحوكمة العامة بمعنى ان الحوكمة المصرفية او حوكمة البنوك ليست فقط مسؤولية المسيرين والمودعين بل نجد دور كذلك لجمعيات حماية المستهلكين وموظفي البنوك وممثليهم ووسائل الاعلام .....

2- "**حوكمة الشركات كآلية لتعزيز كفاءة بورصة الجزائر للقيم المنقولة** " مقال في مجلة الفكر القانوني والسياسي المجلد السابع العدد الثاني, 2023/11/30 من اعداد الطلبة بن عيسى سارة, بقدار كمال, تحضيرا لشهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية, جامعة مصطفى اسطمبولي, معسكر. تهدف هذه الدراسة الى 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. توصلت هذه الدراسة الى ان التطبيق الحسن للحوكمة والالتزام بمبادئها يضمن تحقيق جودة المعلومات المالية ويعيد الثقة لها.

و تختلف دراستي عن الدراستين السابقتين في محتوى الفصول الأخيرة حيث في الدراسة الأولى وتناول الباحثين موضوع شامل بما انها مذكرة دكتوراه في حوكمة البنوك الجزائرية بينما الدراسة الثانية تم التركيز فيها على واقع تطبيق الحوكمة في بورصة الجزائر بالتحديد اما انا خصصت بحثي في ما يخص حوكمة البورصات بصفة عامة والمقارنة بين دولتين عربيتين وهما الجزائر ومصر .

عاشرا : صعوبات البحث

هناك مجموعة من الصعوبات التي واجهتنا في بحثنا هذا، ويمكن ذكرها كمايلي:

- ضيق الوقت في مراجعة المراجع الأجنبية المتعلقة بحوكمة البورصات.
- عدم توفر معلومات كافية عن استخدام بورصة الجزائر للحوكمة مقارنة بالبورصة المصرية.

حادي عشر : هيكل البحث

بناءا على طبيعة المشكلة محل الدراسة، ووفقا للهدف منها، واستنادا على فرضياتها، فإن الدراسة المقترحة تكون وفقا لخطة منطقية يتم تقسيمها إلى ثلاث فصول:

يتناول **الفصل الأول** والذي وضع تحت عنوان **الاطار المفاهيمي لحوكمة الشركات**، من خلال مبحثين، حيث يتطرق المبحث الأول إلى **عموميات حول حوكمة الشركات**، وفي المبحث الثاني **أهداف حوكمة الشركات والمحددات الأساسية لتطبيقها وأهميتها وركائزها**.

والفصل **الثاني** حاولنا فيه التعريف **بمفاهيم عامة حول بورصة الجزائر** وينقسم الى ثلاث مباحث، و هذا بالتعرض المبحث الأول **الى تعريف بورصة الأوراق المالية**، وفي

المبحث الثاني **وظائف وشروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة وعوامل نجاحها** اما المبحث الثالث فتطرقنا الى **المتعاملون (المتدخلون) في بورصة الأوراق المالية**

وفي **الفصـــل الاخير** تطرقنا إلى **دراســـة مقارنة الجزائر ومصـــر** وذلك في مبحثين، تناولنا في المبحث الأول **تقديم ســوقي الأوراق المالية محل المقارنة (الجزائر – مصـر)**، وفي المبحث الثاني **تقييم حوكمة الشركات والأداء المالي للسوقين محل المقارنة.**

إلى أن توصـــلنا في الأخير إلى خاتمة تضـــمنت مجموعة من النتائج والتوصـــيات وإختبار للفرضيات.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

تمهيد:

أصبحت قضية حوكمة الشركات Govermence Corporate الحوكمة على قمة اهتمامات مجتمع الاعمال الدولي والمؤسسات المالية العالمية إثر العديد من الاحداث التي وقعت خلال العقدين الماضيين, خاصة الانهيارات المالية التي حدثت بأسواق عدد من دول جنوب شرق آسيا وأمريكا الجنوبية والتحول الى نظام السوق المفتوح وانتهاج سياسة التحرير الاقتصادي والخصخصة بعدد من دول شرق أوروبا . ولقد كسبت أهمية كبيرة يظهر ذلك من خلال الاهتمام الكبير لكافة المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية خير مثال على ذلك منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والتي قامت بوضع مبادئها. وسوف نتطرق في هذا الفصل الى المباحث التالية :

- ✓ **المبحث الاول : عموميات حول حوكمة الشركات.**
- ✓ **المبحث الثاني : أهداف حوكمة الشركات والمحددات الأساسية لتطبيقها وأهميتها.**
- ✓ **المبحث الثالث : النماذج الدولية لحوكمة الشركات.**

المبحث الأول:

عموميات حول حوكمة الشركات

يمكن القول أن هناك عوامل عديدة وتطورات ساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات الى العلن والحوكمة كغيرها من الظواهر الاقتصادية لها مجموعة من المبادئ والخصائص التي تتميز بها.

سوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق الى نشأة حوكمة الشركات وكذا تعريفها ومن ثم التعرف على أهم خصائصها ومن هم الأطراف المعنين بتطبيقها بشكل عام

المطلب الاول : نشأة وتطور حوكمة الشركات

تعود جذور حوكمة الشركات الى Berle and Means اللذين يعدان اول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك في عام 1932 . وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن ان تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة.

أما مصطلح حوكمة الشركات فتم البدء باستخدامه مع بداية عقد التسعينات من القرن الماضي, إذ تزايد استخدام هذا المصطلح بشكل واسع في السنوات الأخيرة منه, وأصبح شائعا من قبل الخبراء ولاسيما أولئك المعاملون في المنظمات الدولية والإقليمية والمحلية.[1]

ففي الولايات المتحدة الأمريكية أدى تطور سوق المال الى وجود هيئات رقابية تشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات التي تعمل به مثل (SEG) Securities Exchange Commission بالإضافة التطور الذي وصلت اليه مهنة المحاسبة والمراجعة, الى زيادة الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات والتزام الشركات وخاصة المسجلة أسهمها لدى البورصات بضرورة تطبيق المبادئ التي يتضمنها هذا المفهوم. من الملاحظ أن الاهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة واضحة عند قيام صندوق المعاشات العامة, والذي يعتبر أكبر صندوق

[1] بتول محمد نوري, علي خلف سلمان, **حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة**, الملتقى الدولي حول الابداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة, يومي 18 و 19 ماي 2016 , جامعة سعد دحلب بالبليدة.

للمعاشات العامة في الولايات المتحدة بتعريف حوكمة الشركات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها ف حماية حقوق المساهمين .[1]

وبذلك نلاحظ أن الولايات المتحدة كانت السباقة في هذا المجال إذ قامت بورصة نيويورك NYSE باقتراح قواعد تلزم الشركات بتحديد مديرين مستقلين لحضور مجلس الإدارة وقامت الرابطة القومية لمديري الشركات بتشكيل لجنة متابعة مخاطر الشركات لتدعيم المدريين المستقلين والمراجعة الدورية للمخاطر المحتملة. أما في اليابان فقد أعلنت بورصة طوكيو بوضع دليل للتطبيقات الجيدة لحوكمة الشركات لكي تهتدي بها المؤسسات اليابانية في سبيل إعداد المعايير التي تتفق مع القانون التجاري الياباني.

أما المفوضية الأوروبية فقد قامت بتكليف فريق عمل بيرو كسيل لمهمة تطوير وتوحيد الاطار القانوني للشركات بهدف الإفصاح وحماية المستثمرين, اما في أمريكا اللاتينية فقد قامت سبع دول في سان باولو بتفعيل مشاركتهم في رابطة لمؤسسات حوكمة الشركات.[2]

المطلب الثاني : تعريف وخصائص حوكمة الشركات

تعتبر حوكمة الشركات القواعد التي يتم من خلالها قيادة الشركة وتوجيهها وتشتمل على آليات لتنظيم العلاقات المختلفة داخل الشركة .

1- تعريف حوكمة الشركات

في بداية تناولنا لمفهوم حوكمة الشركات تجدر الإشارة الى انه على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة العلماء الاقتصاديين والقانونين والمحللين ويرجع ذلك الى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الامر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل. وفيما يلي مجموعة من التعاريف وهي كالآتي:

---

[1] محمد مصطفى سليمان, **حوكمة الشركات ومعالجة الفساد لمالي و الإداري (دراسة مقارنة)** , دار الجامعية, الإسكندرية, 2006 ص 13.

[2] بتول محمد نوري , علي خلف سليمان, مرجع سبق ذكره

- هو نظام متكامل للرقابة المالية والغير مالية الذي عن طريقه يتم إدارة الشركات والرقابة عليها.[1]
- هو مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الأسهم وأصحاب المصالح او الأطراف المرتبطة بالشركة مثل " حملة السندات, العمال, الدائنين المواطنيين من ناحية أخرى .

- كما يعرف البنك الدولي الحوكمة بانها " **راحة التي من خلالها تتم إدارة الموارد الاقتصادية للمجتمع بكفاءة عالية بهدف التنمية** "

- كما لخص برنامج الأمم المتحدة الى ان :" **الحوكمة تعبر عن ممارسة السلطات الاقتصادية الرشيدة السياسية والإدارية الفعالة لإدارة شؤون المجتمع على كافة مستوياته**" .

في حين يرى POUR KINSON انها : ذلك الإجراء الإداري والإشرافي المعتمد والذي يعكس مصداقية إدارة الشركة في توعيتها لمصالح الشركاء.[2]

- كما يثير مفهوم حوكمة الشركات بأنه : أنظمة يتم بموجبها إدارة الشركة والرقابة عليها, وفق هيكل يحدد توزيع الحقوق والمسؤوليات فيما بين المشاركين مثل : مجلس الإدارة و الهيئة الإدارية والمساهمين, ويرسم القواعد والإجراءات المتعلقة باتخاذ القرارات في شؤون الشركة."[3]
- كما تعني أيضا : النظام الذي يتم خلاله توجيه أعمال الشركة ومراقبتها على اعلى مستوى من اجل تحقيق اهدافها العمل بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية.

نجد أن التعريفات السابقة الذكر تختلف عن بعضها البعض إلا أنها تتفق في كون أن الحوكمة هي نظام يتم وفقا له تسيير المؤسسة بطريقة تحمي مصالح المساهمين فيها, و يمكن إدراج تعريف شامل لحوكمة الشركات كالتالي : حوكمة الشركات هي عبارة عن نظام قائم أساسا على إدارة العلاقات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بالمؤسسة بغرض تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة بطريقة تسمح بحماية مصالح و حقوق المساهمين و المستثمرين فيها.

---

[1] عطاالله وارد خليل وآخرون : **الحوكمة المؤسسة** ، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2008 ص.2-27.

[2] نظير رياض محمد الشحات ,**ادارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات** ، دار الجامعية للنشر ، القاهرة ، 2008 ص295.

[3] أمين السيد أحمد لطفي ,**المراجعة الدولية وعولمة رأس المال** ، دار الجامعية ، الاسكندرية ، 2005ص 695.

2- خصائص حوكمة الشركات

من خلال ما تقدم من تعاريف مختلفة لحوكمة الشركات يتبين لنا أن هذا المفهوم يرتبط بشكل أساسي بين عدة أطراف ذات علاقة بالشركة، ومنو يجب توفر مجموعة من السلوكيات حتى يتحقق الغرض من وراء تطبيق هذا المفهوم يمكن تلخيصها في النقاط الآتية [1]:

- **الانضباط** :من خلال إتباع سلوك أخلاقي مناسب وصحيح.
- **الشفافية** : و التي تركز على حرية تدفق المعلومات بحيث تكون العمليات والمؤسسات والمعلومات في متناول المعنيين بها ، وتكون المعلومات المتوفرة كافية لفهم و متابعة العمليات في المؤسسات.
- **الاستقلالية** :أي عدم وجود تأثيرات وضغوطات على العمل.
- **المساءلة** : و ذلك من خلال تقييم وتقدير كل أعمال مجلس الإدارة والتنفيذيين.
- **المسؤولية** :أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف.
- **العدالة** : بحيث تكون الأنظمة و القوانين عادلة وتنفيذها نزيه سيما ما يتعلق باحترام حقوق مختلف المصالح.
- **المشاركة** : وتعني استفاد قوة الاجهزة الادارية الى حكم القانون والعدالة وقبول المواطنين لسلطة الفئات التي تحفز القوة داخل المجتمع في اطار ديمقراطي يحقق تكافؤ الفرص والعمل على تحنين مستوى المعيشة والتطلع الى درجات اعلى من الحرية الاقتصادية والتنمية البشرية والإنسانية والديمقراطية وعدالة التوزيع
- **الاستجابة** : وترتبط الاستجابة بالشفافية والمساءلة وتوافر الثقة المتبادلة بين الأجهزة الحوكمية والمواطنين وذلك انطلاق من سعي الأجهزة الحكومية إلى خدمة كافة الأطراف المعينة والاستجابة لمطالبها خاصة الفئات المهمشة او الفقر ومحدودي الدخل وبذلك فان درجة استجابة الحكومة لمطالب المواطنين ومؤسسات المجتمع المدني توضح مدى نجاح الحكومة في الوصول الى الراشدة والفعالية المطلوبة للقضاء على الفساد و تصحيح الاخطاء وضمان المشاركة واتجاه المعلومات والبيانات والالتزام بإحكام القوانين والقضاء والتجاوب مع أمال ورغبات كافة فئات المجتمع. ويعتبر نموذج الحوكمة المستجيبة هو التطوير أحديث المفهوم الحوكمة حيث يركز على منظور شبكات المصالح في المجتمع والدعوة إلى المشاركة مع

---

[1] طارق عبد العال حماد ,**دليل التعامل في البورصة** ، دار الجامعية ، الاسكندرية ، ، 2007ص26 .

المجتمع المدني والقطاع الخاص والإنتاج والمساءلة من جانب اصحاب المصالح بداخل كل من الجهاد الحكومة وداخل المجتمع رجال الاعمال والسياسيين والمنظمات غير الحكومية حيث يحقق لكافة هذه الفئات الاستماع الى مطالبها والاستجابة السرعة لها .[1]

المطلب الثالث : الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات

توجد العديد من الأطراف المترابطة التي تعمل من أجل التطبيق السليم للحوكمة، حيث تشكل الحوكمة جزءا متكامل من نسيج النظام العام، وتضع إطارا ضابطا للسلوك وحاكما لمتصرفات وتمثل سياجا أخلاقيا يحمي المشروعات، وتحقق مصالح المجتمع بتنظيماته وجمعياته وبيئته وطوائفه، وفيما يلي توضيح لهذه الأطراف ومدى ارتباطها بحوكمة الشركات :

1- المساهمون:

و هم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق تملكهم أسهمها، وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم ، وهم بالتالي معنيون بتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، و هذا يحدد مدى استمرارية الشركة من عدمها ويجدد أرباحها ونموها في نفس الوقت، وفيما يتعمق بالحوكمة فإن اهتمام المساهمين بتحقيق أهدافهم يكون من خلال الاسهام في اختيار أعضاء مجالس الإدارة بصفة جيدة، وحسن الاختيار للإدارة العليا ضمن القوانين والسياسات المطلوبة ، كما أن تعزيز الحوكمة يطمئن صغار المساهمين ويشجع الأطراف الأخرى على الاستثمار في الشركات المساهمة، لأن القوانين وحدها غير كافية لطمأنة المستثمرين في الشركة.

2- مجلس الإدارة:

بصفتهم من يقوم باختيار المديرين التنفيذيين والذين يوكل لهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، وبرسم السياسات العامة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين، بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم، فقد أوضحت المبادئ العالمية المذكورة للحوكمة بأن أعضاء مجلس الإدارة ملزمون بنوعين من الواجبات عند قيامهم بعملهم وهما :

أ - **واجب العناية** : ويتطلب أن يكون مجلس الإدارة يقظا وحذرا وان يبذل الجهد والحرص والعناية اللازمة في اتخاذ القرار، وأن يتوفر في الشركة إجراءات وأنظمة كافية وسليمة، وأن تكون الشركة ملتزمة بالقوانين والأنظمة والتعليمات الموضوعة.

[1] محمد مصطفى سليمان ، مرجع سابق ، ص 18 .

ب – واجب الإخلاص : ويشمل ذلك المعاملة المتساوية للمساهمين والمعاملات مع الأطراف ذات المصالح ووضع سياسات ملائمة للرواتب والمكافآت وغير ذلك.

3- الإدارة العامة:

تعتبر الإدارة هي الجهة المسئولة في الشركة عن تقديم التقارير الخاصة بالأداء الفعال إلى مجلس الإدارة، كما أن الإدارة تكون مسئولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين، وتعتبر حلقة الوصل بين مجلس الإدارة وبقية الأطراف المتعاملة مع الشركة، لذا يجب الحرص على اختيار أفراد الإدارة بعناية لأنهم هم من يقوم بتنفيذ رغبات المساهمين ومجلس الإدارة[1].

4- أصحاب المصالح:

وهم مجموعة من الأطراف لهم مصلحة داخل الشركة مثل العملاء والدائنين والموردين والعمال والموظفين، ويجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف لديهم مصالح قد تكون متضاربة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال يهتمون بقدرة الشركة على الاستمرار، هذه الأطراف مهمة في معادلة العلاقة بالشركة، فهم الذين يقومون فعليا بأداء المهام التي تساعد الشركة على الإنتاج وتقديم السلع والخدمات، وبدونهم لا تستطيع الإدارة ولا حتى مجلس الإدارة والمساهمون تحقيق الاستراتيجيات الموضوعة، فهم الأداة التي تحرك الشركة، لذا يجب أن يكون مجلس الإدارة مدركا لهذه الحقائق وأن يتأكد من حسن الإدارة لخدمة العميل وارضاءه، وأن يرسخ في الشركة أهمية العميل، أما إذا أغفل هذا الجانب فهذا دليل قاطع على عدم وجود النظام الإداري القادر على التسيير بالطريقة الصحيحة.
أما الموردون فهم من يبيع الشركة المواد الخام والسمع والبضائع والخدمات الأخرى، لذلك تعتمد الشركة اعتمادا كليا على كفاءة هؤلاء الموردين في توريد المواد والسلع والخدمات في الوقت المناسب، وبالجودة والتكلفة المناسبتين وأي تأخير في تسليم هذه المواد والخدمات ينتج عنو تأخير في عمليات الإنتاج وبالتالي يؤثر على خدمة العميل.
أما في ما يتعلق بالممولين، كالمصارف والشركات المالية، وجميع الأطراف التي تمنح الشركة تسهيلات ائتمانية ومنهم الموردون الذين يمنحون الشركة مهلة من الوقت لدفع المبالغ لمستحقيها

[1] المعهد المصرفي المصري ,**نظام الحوكمة في البنوك** ,مفاهيم مالية, العدد السادس, 2009 ص 10.

نتيجة الخدمات أو المواد التي يبيعونها لها و الشكل التالي يبين الأطراف الرئيسية المعنية بتطبيق مفهوم نظام حوكمة الشركات

الشكل رقم (1-1) : الأطراف الرئيسية المعنية بتطبيق مفهوم نظام حوكمة الشركات



المصدر: محمد مصطفى سليمان ,**دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري دراسة مقارنة** ط2 ,الدار الجامعية, مصر 2009 ص20.

المبحث الثاني:

أهداف حوكمة الشركات والمحددات الأساسية لتطبيقها وأهميتها وركائزها

لحوكمة الشركات أليات ومحددات تعمل على قيام الشركة مع الحفاظ على اهم الركائز

المطلب الاول : اهداف حوكمة الشركات

تساعد الحوكمة الجيدة للشركات في دعم الأداء و زيادة القدرات التنافسية و جذب الاستثمارات للمؤسسات و تحسين الاقتصاد بشكل عام, و ذلك من خلال الوصول إلى الأهداف التالية [1]:

– تدعيم عنصر الشفافية في كافة معاملات و عمليات الشركات و إجراءات المحاسبة و التدقيق المالي على النحو الذي يمكن من الحد من ظاهرة الفساد المالي و الإداري؛

– ضمان التعامل بطريقة عادلة بالنسبة للمساهمين و العاملين و الدائنين و الأطراف الأخرى ذات المصالح خاصة في حال تعرض الشركات للإفلاس؛

– تحسين كفاءة و فاعلية الشركات و ضمان استمرارها و نموها في دنيا الأعمال؛

– التوضيح و عدم الخلط بين المهام و المسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين و مهام مجلس الإدارة و مسؤوليات أعضائه؛

– تمكين المؤسسات من الحصول على التمويل المرغوب من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين و الأجانب, و ذلك من خلال بناء و رفع درجة الثقة في الشركات؛

– تحسين و تطوير إدارة المؤسسة, و مساعدة المديرين و مجلس الإدارة على تبني إستراتيجية سليمة و ضمان اتخاذ قرارات الدمج و السيطرة بناء على أسس سليمة بما يؤدي إلى رفع كفاءة الأداء؛

– إمكانية مشاركة المساهمين و الموظفين و الدائنين و المقرضين, و قيامهم بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات؛

[1] محمد مصطفي سليمان ، مرجع سابق ، ص 15.

– إنشاء و توليد الثقة بين أصحاب المصالح و الإدارة و بما يؤدي إلى تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

و يمكن استنتاج مما تقدم أن الحوكمة ينسب لها عدة أهداف منها: تخفيض المخاطر, تعزيز الأداء, تحسين سهولة الدخول إلى الأسواق المالية و اتساع نطاق التسويق للسلع و الخدمات و تحسين القيادة, إبراز الشفافية و قابلية المحاسبة عن المسؤولية الاجتماعية

المطلب الثاني : المحددات الأساسية والآليات لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات

حتى تتمكن الشركات والدول من الاستفادة من مزايا تطبيق مفهوم حوكمة الشركات، يجب أن تتوفر مجموعة من المحددات و الآليات التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات، وفي حالة عدم توفرها فإن تطبيق هذا المفهوم والحصول على مزاياه أمر مشكوك فيه.

1- المحددات الأساسية لتطبيق مفهوم الحوكمة :

1-1- المحددات الخارجية :

وهذه المحددات تمثل البيئة أو المناخ العام للإستثمار الذي تعمل من خلاله الشركات، والتي تختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن إجماليا في النقاط الآتية :

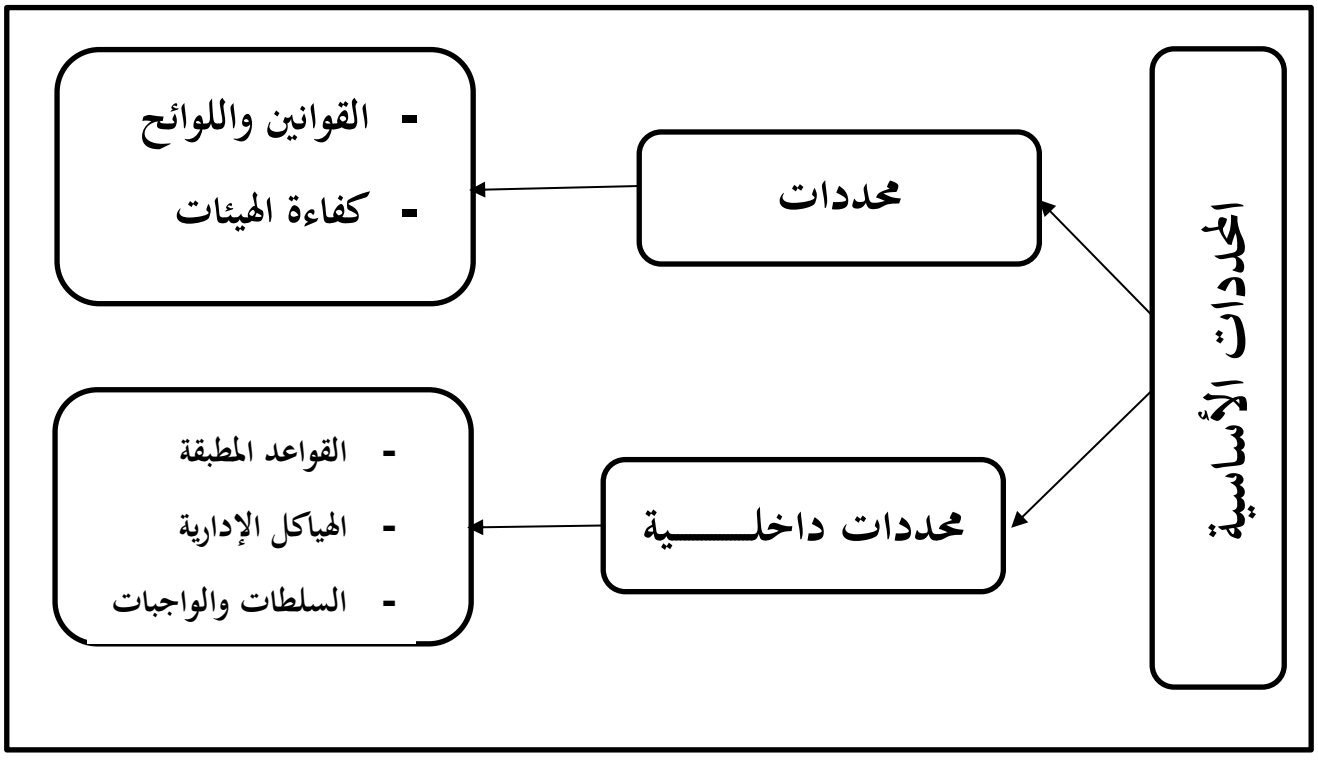
- القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق مثل قوانين الشركات وقوانين سوق رأس المال والقوانين المتعلقة بالإفلاس وأيضا القوانين التي تنظم المنافسة والتي تعمل على منع الاحتكار.
- وجود نظام مالي جيد بحيث يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.
- كفاءة البيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال والبورصات وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها وأيضا وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي لها في حالة عدم التزام الشركات.
- دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، وتتمثل هذه المؤسسات غير الحكومية في جمعيات المحاسبين ونقابات المحامين، مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني

والاستشارات المالية والاستثمارية. وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين التي تضمن حسن إدارة الشركة وتنظيمها مما يقلل المخاطر.

1-2- المحددات الداخلية :

وتشمل القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركة والتي تتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل الشركات وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات مثل مجلس الإدارة الذي يمتلك سلطة مهمة من خلال اختيار الهيكل التنظيمي للشركات، والإدارة التي تقع عليها مسئولية تجميع واستعمال الموارد التنظيمية لضمان الوصول إلى أهداف الشركة، والمساهمين وأصحاب المصالح من خلال تشجيع التعاون النشط عبر آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة. من خلال ما سبق نجد أنه من أجل الوصول إلى تطبيق جيد وفعال لمبادئ حوكمة الشركات يجب أن يكون هناك تكامل وترابط بين المحددات الداخلية والمحددات الخارجية لحوكمة الشركات لأن عدم التوافق بينهما يؤدي في الأخير إلى وجود خلل في تطبيقها على أرض الواقع. ويمكن تلخيص هذه المحددات في الشكل الآتي:

شكل رقم(1-2) : يوضح المحددات الاساسية لتطبيق مفهوم حكومة الشركات.



المصدر : محمد مصطفى سليمان : دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري– دراسة مقارنة – الدار الجا معية ، الاسكندرية ، 2009ص 15–16

2– آليات تطبيق حوكمة الشركات :

تمثل حوكمة الشركات النظام الذي عن طريقه يتم إدارة التنظيمات والرقابة عليها، وتتكون من آليات رقابية عديدة يتم تطبيقها داخل التنظيم لمراقبة أنشطة الشركة وكيفية تفعيلها، حيث تمثل آليات حوكمة الشركات الأركان التي تكفل نجاح تطبيق نظام حوكمة الشركات، وذلك من خلال الانتقال بهذا النظام من الجانب الشكلي إلى الجانب الموضوعي الفعال. واجمالا نجد أن هناك شبه إجماع بين الباحثين على تقسيم آليات حوكمة الشركات إلى آليات داخلية واليات خارجية يمكن إجمالها في العناصر الآتية:

2–1– الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:

وهي كل الإجراءات والأساليب التي تضعها الشركة ويتم الإشراف عليها من قبل مجلس الإدارة، حيث تسمح هذه الآليات بخلق التوازن بين السلطة والرقابة على إدارة الشركة، وتساعد أيضا على تماثل المعلومات بين أطراف الوكالة، وهذه الآليات تكون عادة في شكل قوانين ولوائح داخلية تتضمن عدة إجراءات على المستوى الداخلي وذلك لتحقيق أهداف الشركة [1]، ويمكن ذكر أهمها في النقاط الآتية:

2–1–1 مجلس الإدارة :

يلعب مجلس الإدارة دورا مهما وحاسما في وضع الأهداف الإستراتيجية للشركة، وإقرار الاستراتيجيات والسياسات العامة التي تهيمن على سير العمل في المؤسسة، حيث أن قرارات مجلس الإدارة تؤثر مباشرة على أية شركة مهما كان نوعها، وقد ركزت قواعد حوكمة الشركات بشدة على عدد من المسائل المتعلقة بتشكيل المجلس وكيفية عمله، وأجمع الكثير في مجال الحوكمة على أن مجلس الإدارة من أهم آليات حوكمة الشركات، وأن السبب الرئيسي في انهيار كبرى الشركات العالمية راجع إلى فشل الإدارة في القيام بمسؤولياتها، فمجلس الإدارة إذن هو

[1] ضويفي حمزة، **فعالية تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم مقومات الإفصاح وأثرها على الأداء المالي – مع دراسة ميدانية: لمجموعة من الشركات التابعة لمجمع سونلغاز**– ، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3, الجزائر ,2015, ص34.

المحور الذي ترتكز عليه الحوكمة الجيدة [1]. وترتبط العديد من المتغيرات بآلية مجلس الإدارة، من بينها الحجم و الاستقلالية والازدواجية في مجالس الإدارة واللجان المنبثقة عنه وتكرار اجتماعات مجلس الإدارة كما يعتبر هيكل الملكية للشركة أمر مهم في تشكيل نظام حوكمة الشركات.

2-1-2 لجنة المراجعة:

بعد الانهيارات المالية في كبرى العالم بالولايات المتحدة الأمريكية واصدار قانون سنة2002 يلزم جميع الشركات بتشكيل لجنة المراجعة، هذه اللجنة تكون منبثقة من مجلس الإدارة، وتقتصر عضويتها على أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين، والذين تتوافر لديهم الاستقلالية والخبرة في مجال المحاسبة والمراجعة[2].

حيث عرفتها لجنة المراجعة من قبل الهيأة الكندية للمحاسبين القانونيين **CICA** بأنها لجنة مكونة من أعضاء مجلس إدارة الشركة الذين تتركز مسؤولياتهم في مراجعة القوائم المالية السنوية قبل تسليمها إلى مجلس الإدارة، وتتلخص نشاطاتها في ترشيح المدقق الخارجي ومناقشة نطاق ونتائج التدقيق معه، وكذلك مراجعة نظام الرقابة الداخلية والتأكد من فاعليته وكذلك التأكد من تطبيق قواعد حوكمة الشركات في الشركة . واقترح صندوق حوكمة الشركات الخاص **PSCGT** الوظائف التالية للجان المراجعة:

- ❖ مراجعة التقارير المالية قبل تقديميا إلى مجلس الإدارة.
- ❖ التوصية بتعيين ومكافأة واعفاء المدقق الخارجي.
- ❖ مناقشة نطاق وطبيعة الأولويات في التدقيق والاتفاق عليها.
- ❖ تقويم فاعلية نظام الرقابة الداخلية في الشركة بالمناقشة مع المراجعين الداخليين والخارجيين.
- ❖ الإشراف على وظيفة التدقيق الداخلي ومراجعة التقارير التي تقدمها والنتائج التي تتوصل إليها وتقديم التوصيات للإدارة لاتخاذ الإجراءات اللازمة.
- ❖ تأدية أية واجبات تكلف بها من قبل مجلس الإدارة، والتي لها صلة بأعمال التدقيق والرقابة.

---

[1] عدنان بن حيدر بن درويش، **حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة**، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2007،ص76.

[2] أمينة فداوي، **دور ركائز حوكمة الشركات في الحد من ممارسة المحاسبة الإبداعية – دراسة عينة من الشركات المساهمة الفرنسية المسجلة بمؤشر SBF250**، –أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العموم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2017،ص90.

2-2- الآليات الخارجية لحوكمة الشركات :

هي جميع الأساليب والإجراءات التي لا يمكن لمشركة ممارسة سلطتيها وتأثيرها عليها، وتتمثل أساسا في السلطة والنفوذ التي يمكن أن يؤديه أصحاب المصالح عليها، وأيضا الضغوط التي تمارسها المنظمات الدولية المهتمة بهذا الموضوع، حيث أن وجودها يضمن حسن إدارة الشركة[1]. ومن أهم هذه الآليات مايلي:

2-2-1 التدقيق الخارجي :

يعتبر التدقيق الخارجي من أهم آليات حوكمة الشركات حيث يتم فحص المعلومات أو البيانات المالية من قبل شخص محايد لأي شركة بغض النظر عن هدفها أو حجمها أو شكلها القانوني، وقد عرفه إتحاد المحاسبين القانونيين الأمريكيين بأنه إجراءات منظمة من أجل الحصول على الأدلة المتعلقة بالإقرارات الاقتصادية والأحداث وتقييمها بصورة موضوعية لتحديد درجة العلاقة بين الإقرارات ومقياس معين وايصال النتائج إلى المستفيدين[2].

2-2-2 منافسة السوق :

تعد منافسة السوق أحد الآليات المهمة لحوكمة الشركات، وهذا من منطق أن الإدارة إن لم تقم بواجباتها بالشكل الصحيح فإنها سوف تفشل في منافسة الشركات التي تعمل في نفس اتجاهها وبالتالي تتعرض للإفلاس، ومنه تعمل منافسة سوق المنتجات أو الخدمات على تهذيب سلوك الإدارة، هذا يعني أن إدارة الشركة في حالة الافلاس سوف يكون لها أثر سلبي على مستقبل المدير وأعضاء مجلس الإدارة، إذ غالبا ما تحدد اختبارات الملائمة للتعيين، بحيث لا يتم إشغال مواقع المسؤولية من أعضاء مجلس إدارة سبق أن قادوا شركاتهم نحو الإفلاس والتصفية.

2-2-3 القوانين والتشريعات :

[1] ضويفي حمزة ,مرجع سبق ذكره ص39.

[2] بروش زين الدين ودهيمي جابر، **دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري**، ملتقى وطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، الجزائر، 15-16ماي 2017 ص 45.

تلعب القوانين والتشريعات دورا مهما كآلية من آليات حوكمة الشركات، إذ أنها تضمن حماية حقوق المساهمين والأطراف ذات المصلحة، كما أنها قد تلزم الشركات بتطبيق بعض ممارسات الحوكمة ومبادئها، وذلك عندما تصدر الدولة قوانين وتشريعات خاصة بحوكمة الشركات، فالقوانين والتشريعات توفر الإطار الفعال لحوكمة الشركات داخل الدولة، الذي هو أحد المبادئ الهامة ضمن مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية **OCDE**حيث عند توفره يصبح من السهل تنفيذ باقي المبادئ.

2-2-4 الاندماجات والاستحواذ :

يعتبر كل من الاندماج والاستحواذ من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، فالاندماج يتم عادة على اتفاق بين مجلس الإدارة الراغبة في السيطرة والشركة المستهدفة، يتم اعتماده من الجمعية العامة لكل من الشركتين، أما الاستحواذ يعتبر آلية مهمة من آليات حوكمة الشركات، ويتمثل في سيطرة شركة عمى شركة أخرى بعيدا عن مجلس إدارة الشركة المستهدفة بشكل فعال، حيث يتم استبدال الإدارات ذات الأداء المنخفض عندما تحصل عملية الاستحواذ والاندماج.[1]

المطلب الثالث : أهمية حوكمة الشركات وركائزها

تتجسد أهمية حوكمة الشركات على المستوى القومي حيث تؤدي إلى زيادة الثقة فيه ورفع من قيمته .

1- أهمية حوكمة الشركات

يمكن تلخيص هذه الأهمية في النقاط الآتية:[2]

1-1 أهمية حوكمة الشركات من الناحية الاقتصادية:

تقوم حوكمة الشركات على الصعيد الاقتصادي بتقديم الضمان والطمأنينة للمستثمرين وحملة لأسهم لتحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم مع العمل على حماية حقوقهم وخاصة حائزي الأسهم

---

[1] فضيلة بن شهيدة، **دور التدقيق الخارجي في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات – دراسة حالة الجزائر**–، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، قسم العموم المالية والمحاسبية، جامعة مستغانم، الجزائر، 2017 ص56.

[2] محسن أحمد الخضيري، **حوكمة الشركات**، مجموعة النيل العربية، القاهرة/مصر،2005،ص 194.

من صغار المساهمين، كما أن إتباع نظام حوكمة الشركات يؤدي لتعظيم القيمة السوقية للشركة وبدفع عجلة التنمية الاقتصادية للبلاد ، حيث تعمل على رفع كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها في أسواق المال العالمية بما يمكنها من جذب رؤوس الأموال، وخلق فرص جيدة للأفراد وظهور كيانات اقتصادية وتجارية عملاقة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتنمية الاقتصادية المطلوبة

1-2 أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية:

بالرغم من اختلاف القوانين والنظم الأساسية والمرتبطة بحوكمة الشركات بين الدول، إلا أن الأنظمة القانونية تعد هي صمام الأمان الرئيسي الضامن لحوكمة جيدة للشركات، وتتمثل هذه الأهمية في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة الشركات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في الشركة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم، وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل الشركات (مثل قوانين الشركات وقوانين الأسواق المالية والمعايير المحاسبية والتدقيق) العمود الفقري لإطار حوكمة الشركات، إذ تنظم تلك القوانين والمعايير العلاقة بين الأطراف المهتمة بالشركة والمعنية بالاقتصاد كلي، كما أن الأشكال المختلفة للعقود بين الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بالشكل الذي يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم.[1]

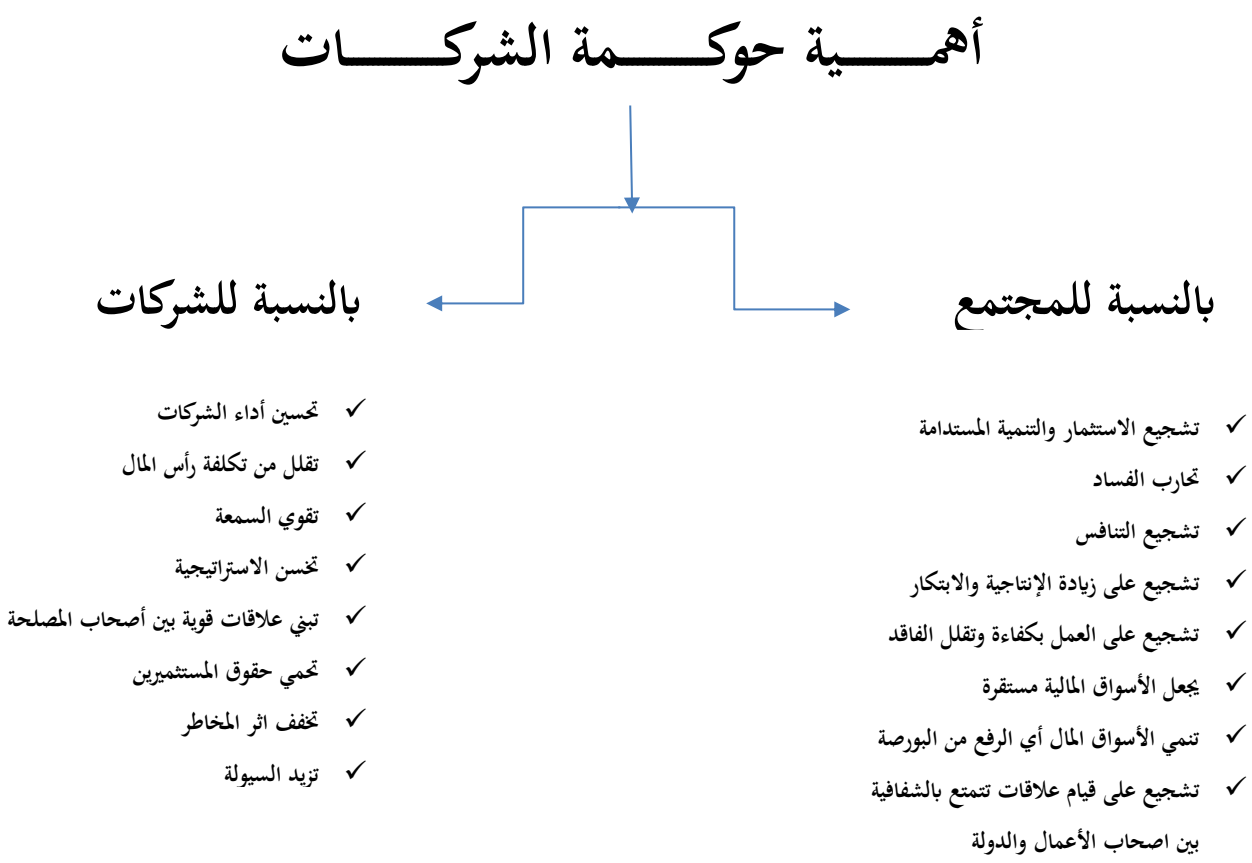
1-3 أهمية حوكمة الشركات من الناحية الاجتماعية:

يتسع نطاق اهتمام الشركات ليشمل جميع القواعد التنظيمية لأوضاع المنشآت والشركات بما فيها الجانب الاجتماعي، في امتداد لمجانب الاقتصادي للمنشأة، فمع تزايد العولمة تزايدت أيضا عولمة أذواق المستهلكين وتفضيلاتهم و ميولاتهم الاجتماعية، والتي تؤثر في أعمال الشركات بتكلفة محسوسة، وبالتالي فالشركات تؤثر وتتأثر بالحياة العامة، حيث أن أداءها يمكن أن يؤثر على الوظائف والدخول والمدخرات والمعاشات ومستويات المعيشة، وغيرها من الأمور المرتبطة بحياة الأفراد والمؤسسات بالمجتمع، ومن ثم فيجب أن تكون الشركات مسئولة

[1] مصطفى يوسف كافي، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها-أسبابها-تداعياتها-آفاقها)**، مكتبة المجتمع العربي لمنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن،2013, ص218-219.

عن التزاماتها في الإطار الأشمل لرفاهة وتقدم المجتمع.[1] ويمكن تلخيص أهم ما جاء سابقا في الشكل التالي :

الشكل رقم (1-3) : يوضح أهمية حوكمة الشركات بصفة عامة



المصدر :ميكرا كراسينكي، **حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة – نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح**- ، مركز المشروعات الدولية الخاصة ،CIPEواشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية, 2008, ص 6.

2- ركائز حوكمة الشركات

2-1- اخلاقيات الأعمال:

لقد اصاب العالم الفزع من حالات الانهيار التي أصيب بها بعض الشركات والتي ادت إلى اتساع نطاق عام الثقة في الشركات وفي كل ما تصدره من بيانات سواء كانت مالية أو على شكل قوائم مالية ، وكذلك عدم الوثوق في قدرة المحللين الماليين على الحكم على الشركات أو تصنيفها

[1] مصطفى يوسف كافي، **مرجع سبق ذكره**، ص220.

وبالتالي تحديد نوع وشكل التعامل الواجب معها. وفي هذه الوضعية أصبح للحوكمة شأن كبير وضرورة ملزمة وصار الوعي بقيمها والتزام بأحكامها ومبادئها عامل بالغ الاهمية للشركات والمشروعات لكن بعض الاطراف الفاعلة في المؤسسات تستعمل على الالتزام بتطبيق الحكومة اضافة الى استخدام الخداع والتزييف بل اتساع مناخ عام من للمسؤولية والفوضى العشوائية وكل هذه الأمور متنافية مع أخلاقيات والأعمال لذا اصبحت المبادئ الاخلاقية في قلب الاحكام الخاصة لحوكمة الشركات .[1]

تعريف أخلاقيات الاعمال:

هي عبارة عن مجموعة من المبادئ او الأساليب التي يجب ان تغطي تصرف الشركات لسواء على المستوى الفردي او الجماعي وإذا اقترضنا ان هناك الكثير من الطرق التي ينبغي ألا تسلكها الشركة فان اخلاقيات الأعمال . هذا المعنى الثاني تشير الى الطريقة التي يجب ان يتصرف على أساسها الأفراد

وتستمر ضمان السلوك الاخلاقي من خلال :

- الالتزام بالأخلاقيات الحميدة.
- الالتزام بقواعد السلوك المهني الرشيد
- التوازن في تحقيق مصارف الاطراف المرتبطة بالمنشأة
- الشفافية عند تقديم المعلومات.
- القيام بالمسؤولية الاجتماعية والحفاظ على بيئة نظيفة اخلاقيات الاعمال ضمن مبادئ حوكمة الشركات.

2-2- الرقابة والمساءلة :

تعني تفعيل أدوار أصحاب المصلحة في نجاح المنشاة

- أطراف رقابية عامة مثل : هيكل سوق المال مصلحة الشركات ، البورصة البنك المركزي في حالة البنوك.

[1] وليام هوشيار ، ترجمة عن: عبد الحكم أحمد الخزامي, **اخلاقيات منظمات** ،أعمال دار الفكر للنشر والتوزيع، القاهرة ، 2005 ص72.

- أطراف رقابية مباشرة : المساهمون ، مجلس الادارة لجنة المراجعة المراجعون الداخليين المراجعون الخارجيين.
- أطراف أخرى : الموردون العملاء المستهلكون ، المودعون المعرضون ويتم توضيح لجنة المراجعة والمراجعون الداخليون والخارجيون
- لجنة المراجعة تلعب دورا هاما في حوكمة الشركات وهي لجنة دائمة منبثقة من مجلس إدارة وتتكون على الأقل من 03أعضاء غير تنفيذيين و تجتمع معظم لجان المراجعة كل ربع سنة وهي [1]عادة ما تكون موجودة في كل الشركات وأما فيها يتعلق بها فان النظرة الجدية للجنة لها معالم متميزة ولكن لها شكل خاص يناسب كل شركة على حدى.
- المراجعة الداخلية المراجعة الخارجية الإدارة المالية ، إدارة المخاطر ، القوائم المالية ونظام الرقابة الداخلية.
- المراجعون الداخليون : أن المراجعة الداخلية تغير عن التقييم الحيادي للعمليات ونظام الرقابة الداخلية لتجريد ما إذا كانت سياسات الإدارة وإجراءاتها المقررة يتم الإلتزام بها أم لا وأيضا ما اذا كانت الموارد قد استخدمت بكفاءة.
- لتحقيق أهداف الشركة وتتعامل المواجهة الداخلية مع المجالات ذات الاهمية الإدارية خاصة دقة التقارير المالية والالتزام بالسياسات وأهم أهدافها تمديد المعلومات المالية وتتميز بالمصداقية تحديد النظم الرقابية الإدارية والمحاسبة يتم تطبيقها أم لا الأصول يتم حمايتها واستخدامها بكفاءة أم لا.
- ويجب أن يسهم نشاط المراجع الداخلي في الحوكمة بتقييم وتحسين العمليات من خلال وضع وتبليغ القيم والأهداف ، رصد تحقيق الأهداف ضمان القيام بالمسؤوليات والحفاظ على القيم.
- وتقوم المراجعة الداخلية بالعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة ولجنة المخاطر أن وجدت من أجل إدارة المخاطر – وفعالية الرقابة الداخلية كل ومن المحتمل ان تكون المراجعة الداخلية هي الوظيفة الوحيدة داخل المنظمة التي تكون لها فهم عميق بالمخاطر والرقابة.

[1] أمين السيد أحمد لطفي , **المراجعة الدولية وعولمة رأس المال** ، دار الجامعية ، اسكندرية ، 2009،ص 57

- المراجعون الخارجيون: يسعى المراجع الخارجي إلى اختيار العمليات الأساسية التي تشكل أساس القوائم المالية وتكوين أي محايد عن مدى عدالة القوائم المالية ويمكن الاعتماد على تلك النظم التي تتح القوائم المالية.

2-3- ادارة المخاطر :

تعتبر الحوكمة عملية إدارة المخاطر من بين الركائز الأساسية التي تعتمد عليها ويتم توضيحها كما يلي[1] :

- إدارة المخاطر عملية ديناميكية يتم بها اتخاذ كافة الخطوات المناسبة للتعرف على المخاطر المؤثرة على أهداف المشركة والتعامل معها كما إن عملية إدارة المخاطر تتضمن وضع والاحتفاظ بإجراءات رقابة داخلية لمنع أحداث ضارة محتملة الوقوع او التخفيف من اثارها الضارة وبما أن إدارة المخاطر من ركائز الحوكمة فلا بد من:
- وضع نظام الإدارة المخاطر.
- الافصاح توصيل المخاطر الى المستخدمين وأصحاب المصلحة .

[1] عبد الرحمان العايب ،مداخلة بعنوان : اشكالية حوكمة الشركات واحترام اخلاقيات الاعمال في ظل الازمة الاقتصادية الراهنة ، ملتقى وطني حول: **الحوكمة وأخلاقيات اعمال في المؤسسات** ، كلية العلوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة, 2010,يومي 18-19 ص 11.

المبحث الثاني:

نماذج حوكمة الشركات

لحوكمة المؤسسية نموذجين أساسيين و شهيرين يتمثلان في النموذج الداخليين والنموذج الخارجيين بصفة عامة وبصفة خاصة تتمثل النماذج في نموذج الأنجلوسكسونية و النموذج الألماني– الياباني, و هما متعاكسان نتيجة للاختلافات الثقافية و المؤسسية و حتى التشريعية إضافة إلى التباين في طرق التمويل, ظهر بعدهما نموذج ثالث هجين يجمع بين هذين النموذجين و هو النموذج الفرنسي– الإيطالي.

المطلب الأول : نموذج الخارجيين

يتعلق هذا النموذج أساساً بهياكل الملكية المشتتة ,حيث يوجد عدد كبير من أصحاب الأسهم (الملاك) يملك كل منهم عدداً صغيراً من أسهم الشركة، والذين لا يكون لديهم عادة حافز لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما أنهم يميلون إلى عدم الانغماس أو المشاركة في القرارات أو السياسات الإدارية ومن ثمُ يطلَق عليهم الخارجيين. أي أنه في ظل هذا النموذج تكون ملكية الأسهم موزعة على عدد كبير من المستثمرين، الشركات أو الأفراد وليست مركزة في أيدي المالكين من أفراد الأسرة أو البنوك أو الشركات التي تنتمي إليها، وبالإضافة إلى ذلك فمن النادر أن يتدخل المستثمرون في إدارة الشركة فهم يفضلون دائما البقاء بعيدا عنها واعطاء التنفيذيين الحرية في إدارتها[1] ويرجع هذا التشتت في الملكية وعدم تركزها في أيدي البنوك التجارية إلى الحظر القانوني الذي كان مفروضاً على هذه الأخيرة من الانخراط في شركات المساهمة بصورة مباشرة أو مزاولة أعمال التأمين وغيرها، وذلك وفقاً لقانون Glass–steagall" "الذي صدر في أعقاب الكساد الكبير بغرض الفصل التام بين البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والذي تم تغييره نهاية سنة1999.

[1] علي عبد الصمد عمر، **نحو إطار متكامل لحوكمة المؤسسات في الجزائر على ضوء التجارب الدولية –دراسة نظرية تطبيقية** ، – أطروحة 'دكتوراه علوم" في العلوم التجارية، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ،–2012 ص201

وبما أن الملكية مشتتة في هذا النموذج، فإن الشركات يطغى عليها المساهمون غير المراقبون والمتمثلون في كل من[1]:

-**مستثمرون المؤسساتيين** :كما يُطلَق عليها في الولايات المتحدة الأمريكية وما يقابلها في فرنسا بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة "OPCVM"،هذا النوع يبحث عن مردودية على المدى القصير؛

-**المستثمرون الأفراد** :هم الذين يقومون بالاكتتاب على أجزاء صغيرة من رأس المال للبحث عن أقصى أداء ممكن على المدى القصير والمتوسط؛

- **أسواق الأوراق المالية** :التي تعكس التقلب والتذبذب في الأسعار، حيث تجمع الأطراف ذوي أكبر حصة من الأصول في السوق (المرجحون والمضاربون) والذين يبحثون عن أقصى أداء على المنظور القصير ولهم كفاءة كبيرة في إدارة استثماراتهم؛

-**المساهمون المقرضون** : هم الذين يملكون السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويبحثون عن أقصى أداء على المدى القصير ولديهم فريق من الإدارةُ يحدد تكاليف إشرافهم على الاستثمارات؛

-**الأجراء المساهمون** : يعد هذا الصنف حديث وهو يساهم في الرفع من رأسمال الشركة.

ويمكن إبراز مصالح وتأثير المساهمين المستثمرين (غير المراقبين) من خلال الجدول الموالي :

الجدول رقم (1-1) : مصالح وتأثير المساهمين غير المراقبين

التأثير	المصالح	المساهمين
معلومات إستراتيجية (محاسبية ومالية، عامة ومنظمة بدقة ومضبوطة وصادقة.)	مقارنة الأداء من فترة لأخرى على المدى القصير.	المستثمرون المؤسساتيين
	أقصى عائد على المدى القصير والمتوسط.	المستثمرون الأفراد

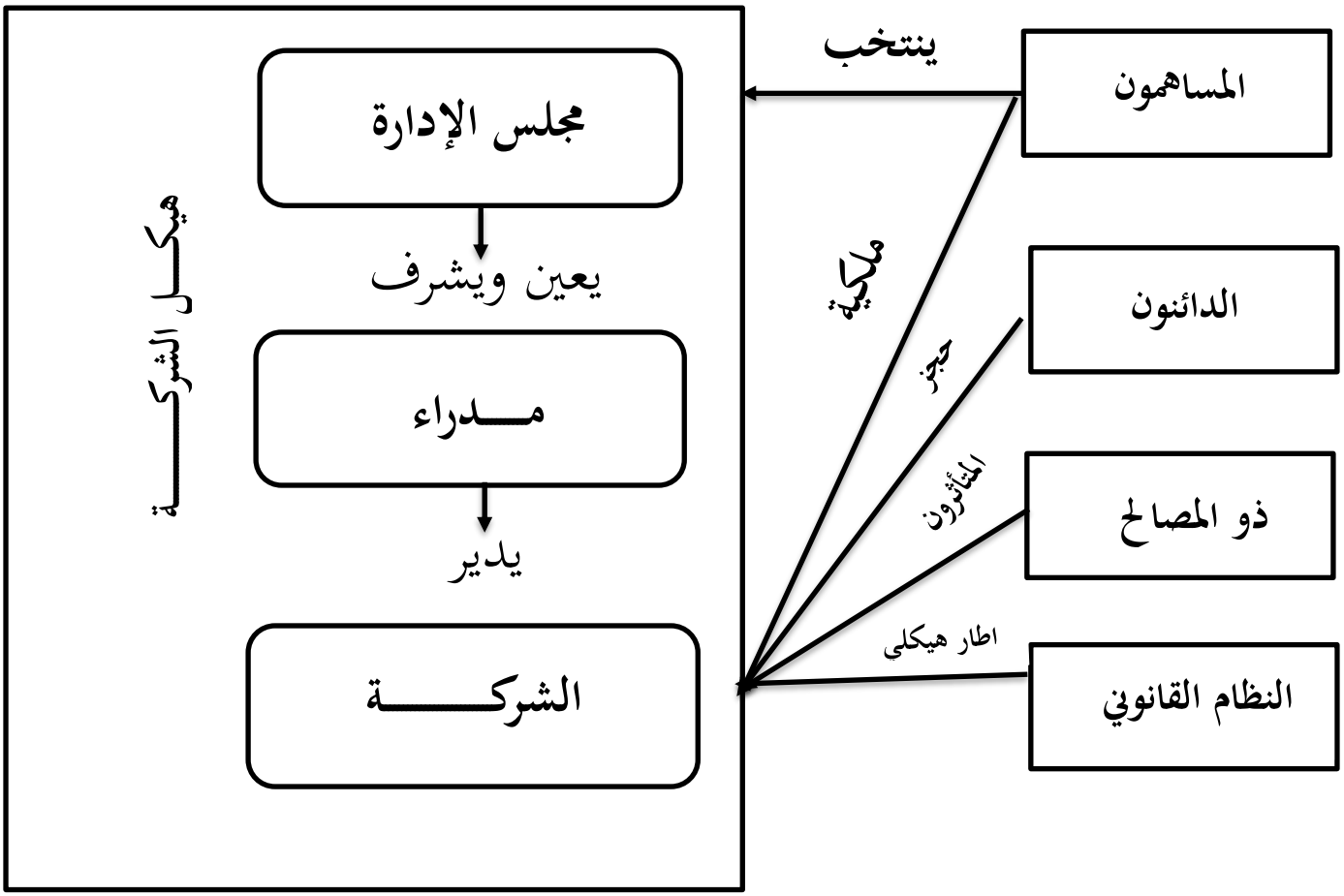
[1] Jérémy Morvan, **La gouvernance d'entreprise managériale : positionnement et rôle des gérants de fonds socialement responsables**, Thèse en vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion, Université de Bretagne occidentale a Brest, 29 Novembre 2005, P: 41

	أقصى أداء على المدى المتوسط إلى غاية استحقاق "Stock-options"	المساهمون المقرضون
	أقصى أداء على المدى المتوسط إلى غاية تحقيق مخطط المساهمات.	الأجراء المساهمين
لا تأثير حيث أن التوقعات تحدد على أساس الأسواق من رؤية واسعة.	أقصى أداء على المدى القصير.	المضاربون الأكفاء

المصدر: *Jérémy Morvan,* ***La gouvernance d'entreprise managériale gérants de fonds socialement positionnement et rôle des responsables****, Thèse en vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion, Université de Bretagne occidentale à Brest, 29 Novembre 2005, P: 41.*

فوفقاً لهذا النموذج وللهيكل التنظيمي للشركة، ينتخب المساهمون (الملاك) مجلس الإدارة لكي يتولى الإشراف على أنشطة الشركة، وهذا يعني بأن المساهمين يمارسون رقابتهم على الشركة من خلال مجالس الإدارة والأعضاء الذين يشكلون تلك المجالس، فالمجلسِ يعين ويشرف على المدراء الذين يديرون شؤون الشركة اليومية بينما يقدم النظام القانوني الإطار الهيكلي للشركة. ويتمثل أصحاب المصالح المتأثرون في الشركة في كل من العمال، الموردون، الدائنون ولهذه الفئة الأخيرة الحق أيضا في ممارسة الحجز على موجودات الشركة. وبما أنِ المجلس يتم اختياره من قبل المساهمين، فإن عليه تأدية ما يرغبون فيه من حيث ضمان الكفاية في إنتاج الشركة إضافة إلى السيطرة والتحكم في الأداء. ويمكن تلخيص هذا النموذج في الشكل الموالي :

الشكل رقم(1-4): نموذج الخارجيين لحوكمة الشركات



المصدر :زهير عبد الكريم الكايد، الحكمانية (Gouvernance) قضايا وتطبيقات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة/مصر ،ص 37 .

ويتميز هذا النموذج **بالخصائص** التالية[1] :

- عدد كبير من الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية؛
- ملكية الأسهم في الشركات مهمة ومشتتة؛
- سوق أوراق مالية متطورة وذات سيولة؛
- الشركات تعمل في إطار من القواعد المحاسبية الشفافة؛
- مشاركات متقاطعة قليلة بين الشركات غير المالية والبنوك؛
- انخفاض درجة مشاركة المؤسسات المالية في حوكمة الشركات.

يوفر هذا النموذج العديد من **المزايا** التي يمكن تلخيص أهمها فيما يلي :

[1] Touil Ratiba, **Gouvernance d'entreprise et création de valeur : tendances actuelles et orientations futures**, Mémoire en vue de l'obtention du magistère en analyse économiques, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université D'Alger, Décembre 2009.p169.

– يميل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بشكل واضح وبدرجة متساوية عن المعلومات وتقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي، وحماية حقوق المساهمين بقوة؛

–تعتبر نظم الخارجيين أكثر قابلية للمحاسبة وأقل فساداً؛

–تعزيز السيولة في أسواق الأوراق المالية

–يشكل هذا النموذج تهديدا دائما للمديرين بالإضافة إلى مساهمته في تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد الاقتصادية.

رغم كل هذه المزايا لنموذج الخارجيين إلا أنه لا يخلو من بعض **العيوب**، والتي نذكر منها:

– يميل الملاك المشتتون إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير، ومن ثم فإنهم يتجهون إلى الموافقة على السياسات والإستراتيجيات التي تنشأ عنها مكاسب في الأجل القصير، لكنها قد لا تعمل بالضرورة على تشجيع الأداء طويل الأجل للشركة؛

– لصغار المستثمرين حافز أقل لمراقبة قرارات مجلس الإدارة بيقظة وحرص، ومحاسبة أعضاء مجلس الإدارة عن مسؤولياتهم، ونتيجة لذلك فقد يظلِ أعضاء الإدارة الذين يؤيدون اتخاذ القرارات غير الصائبة في مناصبهم بينما تكون مصلحة الشركة في التخلص منهم؛

– يتميز بمركزية المعلوماتِ وارتفاع تكاليف الإشراف والمراقبة

المطلب الثاني : نموذج الداخليين

يتعلق هذا النموذج أساسا بهياكل الملكية المركزة، حيث تتركز الملكية أو الإدارة في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين أو أعضاء مجلس الإدارة أو البنوك أو الشركات غير المالية الذين يطلق عليهم اسم الداخليون .ففي ظل هذا النموذج يقوم هؤلاء الداخليون ذوو الملكيات الضخمة من الأسهم أو الذين يملكون عدداً قليلاً من الأسهم ولكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت (يحدث ذلك عندما تتعدد أنواع الأسهم مع تمتع بعضها بحقوق تصويت أكثر من الأخرى) بممارسة السيطرة أو التحكم في الشركات، بعدة طرق مثل التمثيل المباشر في مجلس إدارة الشركة أو عن طريق التوكيل ومن خلالِ اتحادات التصويت[1] . وعلى أساس درجة تركز الملكية، يطلق على مساهمي هذا النموذج اسم **المساهمين المراقبين** وهم :

- **المساهمون التاريخيون**

الذين ينحدرون من الملاك الأساسيين، ويطمحون لإقامة شراكة لوضع المشروع الإستراتيجي قيد الإنجاز، وتعتبر المكافآت الصفة المالية التي يدور حولها الأداء المنجز في الواقع؛

- **المستثمرون المؤسساتيين:**

[1] Jérémy Morvan, **Op.cit**, P: 39

ومنهم البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، التي تراقب الشركة من نظرة اقتصادية لتقويمها على المديين المتوسط والطويل في إطار إدارتهم لمحفظتهم الاستثمارية (أصول – خصوم) .

- **المستثمرون الصناعيون والتجاريون :**

من ضمنهم الموردون، الموزعون والمنافسون وبصفة عامة كل منشأة ترغب في المشاركة في وضع المشروع الإستراتيجي للشركة. ويمكن توضيح مصالح وتأثير هذا النوع من المساهمين في الجدول التالي :

الجدول رقم (1–2) : مصالح وتأثير المساهمين المراقبين

التأثير	المصالح	المساهمين
–تفويض الأغلبية؛ –معلومات الإستراتيجية (محاسبية ومالية، عامة وخاصة).	–رقابة تاريخية؛ –أقصى أداء على المديين المتوسط والطويل.	–المساهمين التاريخيين
	–رقابة مالية؛ –أقصى أداء على المديين المتوسط والطويل.	–المستثمرون المؤسساتيين (البنكيون والماليون)
	–رقابة إستراتيجية؛ –أقصى أداء على المديين المتوسط والطويل.	–المستثمرون الصناعيون والتجاريون

1– النموذج الأنجلوسكسوني (le modèle Anglo-Saxon):

تطلق عليه أيضا تسمية نموذج السوق, يتميز هذا النموذج بتشتت في الملكية أي أنه هناك أعداد كبيرة من المساهمين كل منهم يمتلك عدد صغير من أسهم المؤسسة بمعنى غياب المستثمرين المهيمنين , هذا النموذج شائع في الولايات المتحدة الأمريكية و انجلترا. تعتبر المؤسسة في هذا النموذج تشكيلة من الإداريين التنفيذيين و الذين يعملون لفائدة المساهمين و طريقة التسيير المتبعة في هذه المؤسسات هي الطريقة الأحادية بمعنى أن المدير العام هو

نفسه رئيس مجلس الإدارة فلا يوجد فصل بين مهام الرقابة و الإدارة, كما أن هذه المؤسسات تعتمد على التمويل المباشر كأساس لتمويل نشاطا[1].

2- النموذج الألماني- الياباني (Le modèle Germano-Nippon):

ويسمى كذلك بنموذج البنوك , الدول الأساسية التي تبنت هذا النموذج هي ألمانيا و اليابان و بعض الدول اللاتينية, يتميز هذا النموذج بوجود تركز قوي في الملكية وجود مستثمرين مهيمنين و حقوق التصويت فالسيطرة على المؤسسة يكون لعدد صغير من المساهمين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات أو بنوك, كما يتميز هذا النموذج بوجود مخاطر التضارب بين مساهمي الأغلبية و مساهمي الأقلية الذين يعانون من ضعف في حماية حقوقهم, يعتمد في تسيير المؤسسات التي تتبع هذا النموذج الطريقة الثنائية أي هناك فصل بين مهام الرقابة و الإدارة فنجد في المؤسسة هيئة رقابة و مجلس تنفيذي, و مجلس الرقابة هو المسؤول عن تعيين أعضاء المجلس التنفيذي؛[2]

3- النموذج الفرنسي- الايطالي (Le modèle Franco-Italien) :

هو نموذج هجين تبنته كل من فرنسا و ايطاليا, هذا النموذج يعتبر وسيط بين النموذجين السابقين لأن الرقابة تتم على حد سواء من خلال المؤسسات المالية) النموذج الألماني- الياباني (و الأسواق) النموذج الأنجلوسكسوني , (و هو يركز على خلق القيمة المضافة لمجموع الأطراف أصحاب المصلحة في المؤسسة بما في ذلك المساهمين و الموظفين).[3]

إذن المؤسسات الفرنسية و الايطالية لهم حق اختيار طريقة التسيير المناسبة إما الطريقة الأحادية أو الطريقة الثنائية

---

[1] Houssem RACHDI, ***LA GOUVERNANCE BANCAIRE: UN SURVEY DE LITTERATURE***, Op.Cit, p 05

[2] ادن عبد القادر ,**دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الأزمات المالية و المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر** ,رسالة ماجستير غير منشورة , جامعة حسيبة بن بوعلي, الشلف, الجزائر2007-2008 ص , 38-37.

[3] Houssem RACHDI, ***LA GOUVERNANCE BANCAIRE: UN SURVEY DE LITTERATURE***, Op.Cit, p 05

خـــلاصـــــــة الفصل الأول

ساعدتنا دراسة هذا الفصل من التعرف على مختلف الجوانب الأساسية لحوكمة الشركات في المؤسسات و توصلنا إلى أن تطبيقها يحقق فوائد و مزايا جمة منها تحقيق الشفافية و الدقة و الوضوح في القوائم المالية التي تصدر عن هذه الشركات مما يعزز ثقة الأطراف ذات الصلة، في المعلومات المحاسبية المقدمة و معرفة المكانة الحقيقية للشركة؛ و كذلك تساهم في تخفيض المخاطر المرتبطة بالفساد المالي و الإداري التي قد تتعرض لها .

و أهم ما استنتجناه من هذا الفصل هو أن تطبيق حوكمة الشركات له دور كبير في الاقتصاد و يكتسي أهمية كبرى تميزه عن دور باقي الشركات.

و حتى تستفيد الشركات الكبرى استفادة فعلية من منافع الحوكمة بصفة عامة يجب عليها توفير جملة من العناصر الرئيسية و الشروط اللازمة حتى يكون النموذج الذي تطبقه هذه الأخيرة نموذجا جيدا وتعتبر البورصات من بين المؤسسات المهتمة بالحوكمة و التي سوف تكون في الفصل اللاحق.

الفصل الثاني

بورصـــــــة الأوراق الماليـــــــــة

تمهيد

أصبح موضوع بورصة الأوراقِ المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه البورصات من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده.

فتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة من حيث الشروط والتكاليف، يمكن الاقتصاد من ان ينمو بمعدلات ترفع بشكل مستمر من مستوى المعيشة .

يتطرق هذا الفصل إلى المفاهيم الأساسية لبورصة الأوراق المالية، من خلال تعريفها، مراحل تطورها، أهدافها وما الى ذلك من مفاهيم متعلقة بورصة الأوراق المالية، حيث تم تقسيم هذا الفصل الى :

- ✓ **المبحث الأول:** مفاهيم حول بورصة الأوراق المالية.
- ✓ **المبحث الثاني:** وظائف وشروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة وعوامل نجاحها.
- ✓ **المبحث الثالث:** المتعاملون (المتدخلون) في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول:

مفاهيم حول بورصة الأوراق المالية

عرفت المجتمعات وجود مؤسسات للبورصة منذ سنوات قديمة، إلا أنها لم تظهر بالشكل التنظيمي المعروف حاليا، وقد مرت بمراحل كثيرة ومتعددة.

المطلب الأول : نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية

عرفت المجتمعات البشرية منذ القدم أسواقا كان يتم فيها تبادل السلع والخدمات عن طريق المقايضة، ثم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان هذا التبادل يتم من خلال الاتصال والالتقاء المباشر، ثم أصبح يتم مباشرة عن طريق وسائل الاتصال التي تطورت فيما بعد، أو بواسطة الوسطاء والوكلاء، وبناءا على ذلك تطور مفهوم السوق، حيث لم يعد يقتصر على المكان، بل تجاوز ذلك ليشمل كل تبادل مباشر أو غير مباشر للسلع وغيرها، ومع تزايد حجم الإنتاج، وارتفاع حجم التبادل التجاري، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المواد الغذائية، أسواق السلع المعمرة، وأسواق الذهب، ثم ظهرت الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية(البورصات)[1]. ففي نهاية القرن الثالث عشر للميلاد بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية تهاجر إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج **(bruge)** البلجيكية. وأصبح هذا المكان مرغوبا من طرف الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. وفي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة 1485م، إلى ان أقيمت بورصة أنفرس في مدينة أنتورب **(antorp)** الفنلندية. حيث تم توسيعها في 1531م، فاستوعبت التجارة من كل الدول.

[1] شمعون شمعون، **البورصة**، دار هومة، الجزائر،1999 ص07.

هذا عن نشأة البورصة بصفة عامة، أما عن بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، فلم تنشأ بهياكلها ونظمها وإدارتها كما هي عليه اليوم بصورة فجائية، بل مرت فكرة إنشائها عبر تطورها التاريخي ووفقا للحاجة وطبيعة الإمكانيات المتاحة بمجموعة من المراحل كالآتي[1]:

1- مرحلة إنشاء بورصات للبضائع :

إن حدوث الثورة الصناعية في أوروبا والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافقه من هجرة الأيدي العاملة وانتشار للمدن وازدحامها بالسكان، أملى ضرورة تموينها بالمواد الغذائية والحبوب بطريقة منظمة، فاقتضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وفريق آخر هم تجار الجملة ليتحملوا خطر الإتجار، وأنشأ هؤلاء التجار المخازن، وقامت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت بورصات للبضائع في أماكن متعددة لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات.

2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية :

في القرن الثالث عشر بدأ في فرنسا تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، حيث أوجد الملك" فيليب الأشقر" وظيفة سماسرة الصرف بغرض تنظيم عملية تداول تلك الأوراق، وفي إنجلترا سنة 1688 م كان يجري التعامل بسندات الإئتمان، وكذا أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام1955 م.

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق :

لما ظهرت الأوراق المالية- السندات في ذلك الوقت- كان تداولها يتم في البورصات التي تتداول فيها السلع والأوراق التجارية وتتم فيها أعمال الصيرفة، لكن فيما بعد خرج المتعاملون في الأوراق

[1] أسامة الفولى، زينب عوض اله، **اقتصاديات النقود و التمويل**، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية – مصر،2005ص 285.

المالية من تلك البورصات وأصبحوا يتعاملون بتلك الأوراق في المقاهي وعلى قارعة الطريق قريبا من بورصة البضائع.

4-مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها :

نتج عن التطور الصناعي ظهور مشاريع ضخمة، لم يعد المستثمر الفرد قادرا لوحده على تمويلها، فالنمو الاقتصادي والتطور الصناعي وارتفاع الدخول واتساع ورواج التعامل بالأوراق المالية اقتضى ضرورة قيام أسواق مستقلة للأوراق المالية وضرورة تطوير نظمها وأساليب التعامل فيها. فأول مرة تأسست بورصة للأوراق المالية في لندن عام 1773م، تلتها بورصة باريس عام 1808 م ، وبعدها بورصة نيويورك عام 1821م،ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في باقي دول العالم ومنها الدول العربية مؤخرا[1]

المطلب الثاني : مفهوم بورصة الأوراق المالية

قبل الخوض في تعريف بورصة الأوراق المالية كأحد أنواع البورصة، نود أولا أن نشير إلى مفهوم البورصة بشكل عام، ثم نعرف ببورصة الأوراق المالية ثانيا

1-تعريف البورصة عموما:

1-1 البورصة لغة :

البورصة(La bourse) كلمة فرنسية تعني كيس النقد، ويرجع السبب في إطلاق هذا الاسم على السوق التي تعقد فيها الصفقات أو العقود على السلع والأوراق المالية إلى كون التجار كانوا يأتون إلى هذا السوق وهم يحملون نقودهم في أكياس[2]. ويرجع أصل كلمة بورصة إلى مصدرين :

- ✓ **الأول** :اسم أحد كبار التجار الأغنياء في مدينة بروج (***Bruge***) في بلجيكا كان اسمه "***Van Der bourse***" وكان يجتمع في قصره عدد كبير من التجار لإتمام عمليات البيع والشراء.

[1] أسامة الفولى، زينب عوض اله، **اقتصاديات النقود و التمويل**, مرجع سبق ذكره, ص 289

[2] صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**،" عالم الكتب، القاهرة،2008, ص 250 .

✓ **الثاني** : فندق في مدينة بروج كان على واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس، كان يجتمع فيه عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لعقد الصفقات التجارية.

1-2 البورصة في الاصطلاح الاقتصادي:

للبورصة بصفة عامة عدة تعاريف نذكر منها: هي مكان يعقد فيه اجتماع في مكان معين، وفي مواعيد معينة، بين متعاملين بالبيع والشراء في أوراق مالية أو حاصلات زراعية، أو منتجات صناعية، وتطلق كلمة بورصة أيضا على مجموع العمليات التي تتم أثناء هذا الاجتماع[1]. أو هي سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء، بمختلف الأوراق المالية وبالمثليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد، وذلك بموجب قوانين ونظم، تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل.

2- تعريف بورصة الأوراق المالية:

يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواء كان البائع أو المشتري مدخرا أو مستثمرا للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية أو تحويل هذه الأصول إلى نقدية مرة أخرى، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي، نمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، القوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالي وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية"[2]. أو تعرف أيضا "هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات بيعا وشراءاً بسهولة"[3]. كما يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية من خلال دورها التنموي بأنها "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراءاً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب

---

[1] صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**, مرجع سبق ذكره , ص 258

[2] محمد صالح الحناوي ، وجلال ابراهيم العبد ، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق** ,دار الجامعية، مصر ، 2002ص 24.

[3] F Leroux, Marcher internationaux des capitaux, Montréal, 2eme édition, 1995, p 03

فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي"[1]. انطلاقا من هذه التعاريف التي تختلف في عباراتها وتتفق في مدلولها يمكن أن نعرف بورصة الأوراق المالية **بما يلي:** هي سوق منظمة يلتقي فيها الباعة والمشترون لأوراق مالية بنوعيها التقليدي والمشتق، ويحقق الصلة بينهما وسيط مالي، ويتم التعامل فيها بموجب قوانين ونظم ولوائح تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين والأوراق المالية وتتميز هذه السوق بالعلانية والشفافية، كل ذلك يساعد على تعبئة وتنمية المدخرات وتخصيصها للاستثمارات التي تخدم الاقتصاد الوطني.

المطلب الثالث : أهمية بورصة الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، حيث تزداد أهميتها في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بالمشاريع الاستثمارية، وبالتالي التسريع من وتيرة التنمية، هذه الأخيرة التي تتطلب مبالغ ضخمة في غالب الأحيان لا يمكن حشدها إلا من خلال التوجه للسوق المالية، أين يوجد عدد من المدخرين العارضين لأموالهم (المقرضين)، وجهات أخرى طالبة لها (المقترضين).

إذا فسوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، حيث تكمن أهميتها على الخصوص في العديد من الجوانب الاقتصادية نوجز منها ما يلي :

– تنمية العادات الادخارية وتوجيه المدخرات، حيث أن هناك علاقة مباشرة بين النمو الاقتصادي وزيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة وبين سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، إذ أظهرت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية المنظمة قد ساهمت مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة، وما من أحد ينكر هذه الأهمية وأثرها على تناقص الحاجة إلى التمويل الخارجي [2].

– سوق الأوراق المالية تعد حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، مما يساهم في رفع درجة الوعي الاستثماري من خلال تحويل المتعاملين من مدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي، كما أنها تعد في نفس الوقت أداة إشباع لهم بالإضافة إلى أن البورصة توفر

---

[1] سامة الفولى، زينب عوض اله، **اقتصاديات النقود و التمويل**, مرجع سبق ذكره, 295.

[2] خليل الهندي، أنطوان الناشف، **العمليات المصرفية والسوق المالية**، ج2. ط1، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000،ص 51.

أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة ممثلة في الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق[1] .
– يمكن لسوق الأوراق المالية أن تقوم بدور بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال المستثمرة في الخارج، خاصة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقلل من اعتماد الدول النامية بالخصوص على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف، حيث أنه يمكن القول أن هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب أموال البلدان النامية المستثمرة في البلدان الغربية إذا ما أعيد تدويرها[2].
– تعد سوق الأوراق المالية أحد القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الجهات ذات الفائض الادخاري إلى الجهات ذات العجز التي تحتاج إلى تمويل، وفي نفس الوقت هي آلية فعالة لتحديد أسعار القيم المنقولة المتداولة بدرجة عالية من العدالة في حالة ما إذا كان السوق كفؤا، وهو ما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحاً ونشاطا وذات الجدوى والمنفعة الاقتصادية ومن جهة أخرى تتيح سوق الأوراق المالية فرص الاستثمار وتوفير الأدوات المالية. كما تمكن المستثمرين من تنويع محافظ أوراقهم المالية وكذلك تصفية استثماراتهم.[3]

– إن وجود بورصة متطورة داخل الاقتصاد الوطني يساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في شركات محلية وبالتالي الاستثمار وفق قوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المتعامل بها داخل هذه الدولة[4] .

–بالإضافة إلى أن البورصة تعمل على تمكين الشركات من إنجاز مختلف نشاطاتها الاستثمارية متى كانت لها أسهم مدرجة بطبيعة الحال في هذه السوق، كذلك فإنها تدفع هذه الشركات للمنافسة والعمل على تحسين كفاءتها والرفع من فعاليتها خوفا من هبوط أسعار أسهمها أو سنداتها، كما تساهم البورصة في زيادة فرص العمل من خلال دعم إقامة مشاريع جديدة أو توسيع المشاريع القائمة إذا فالبورصة تعد مؤشرا حقيقيا للوضعية الاقتصادية.

---

[1] بومدين نورة، **الأسواق المالية في الدول الإسلامية" معالم الواقع وآفاق آفاق المستقبل" – دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي– الشلف، ،2012ص 6.

[2] خليل الهندي، أنطوان الناشف، **العمليات المصرفية والسوق المالية**, مرجع سبق ذكره ص 53.

[3] أبو النصر عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، ،ص37

[4]بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر– بسكرة، 2013، ص 23.

– تعد البورصة الأداة القانونية لتصريف الأوراق المالية للشركات المصدرة بها، وبالتالي فهي تستمد أهميتها من أهمية الشركات ذاتها[1] .

– تساهم بورصة الأوراق المالية في الحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، من خلال جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.[2]

بناء على ما سبق يمكن القول أن للبورصة أهمية بالغة في التنمية الاقتصادية لكل دولة تنتهج النظام الاقتصادي الحر، وهو ما يترجم نجاح خطط التنمية، متى كان للبورصة كفاءة عالية في جلب الأموال للمشاريع المسطرة، والنتيجة حتما تتمثل في تحسن مستوى معيشة أفراد المجتمع .

[1] أبو النصر عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي**، مرجع سبق ذكره ص 34

[2] وكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ،2006ص48.

المبحث الثاني :

وظائف وشروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة وعوامل نجاحها

سبق القول أن بورصات الأوراق المالية ما قامت إلا لخدمة التنمية بصفة عامة، وبالتالي فهي تؤدي دورا اقتصاديا لا يقل أهمية عن باقي مؤسسات الدولة الأخرى، إذا فالبورصة من خلال قيامها بوظائفها تكتسب جملة من الخصائص تميزها عن غيرها من أسواق النشاط الاقتصادي الأخرى.

المطلب الأول : وظائف بورصة الأوراق المالية

تحتل أسواق الأوراق المالية في اقتصاديات الدول الرأسمالية مكانة هامة، تستمدها من الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية، حيث تؤدي وظائف متنوعة ومتعددة، هذه الأخيرة التي تستمد من خلالها السوق أهميتها كلما كانت على درجة عالية من الكفاءة، وباتت تشكل العصب الرئيسي لحركة رؤوس الأموال بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والوحدات الاقتصادية الأخرى ذات العجز، ويمكن تقسيم هذه الوظائف إلى ثلاثة أقسام حسب درجة أهميتها.

1- الوظيفة التمويلية لسوق الأوراق المالية :

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفة تمويلية (للوحدات العاجزة) استثمارية (للمدخرين) بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين[1]إذا فوظيفتها الأساسية تتمثل في كونها حلقة وصل بين الأفراد والمؤسسات المدخرة ذات الفائض المالي، وبين المشروعات الاستثمارية المنتجة في الاقتصاد، باعتبار أن الجهات المدخرة بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات تدر لها عائدا، في حين أن الجهات المنتجة هي الأخرى بحاجة دائمة إلى مصادر مالية تعينها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية[2] وتجدر الإشارة هنا أن التمويل قد يكون داخليا مصدره المدخرات المحلية، كما قد يكون خارجيا مصدره المدخرات الأجنبية .[3] ما يلاحظ أن أهمية هذه الوظيفة سواء بالنسبة لسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، أو بالنسبة للاقتصاد المحلي بصفة عامة، تكون أكثر فعالية متى كان التمويل

---

[1] نبيل خليل طه السمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق–دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007, ص30

[2] السلام محمد عمر البلوشي، **تنظيم الخدمات المالية وأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات**، مجلة الشريعة والقانون، العدد 11، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2016، ص200

[3] السلام محمد عمر البلوشي، **تنظيم الخدمات المالية وأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات**, مرجع سبق ذكره, ص 205

داخليا، حيث ينعكس ذلك على الاقتصاد المحلي بصفة مطلقة، عوض أن تكون آثاره الإيجابية موزعة على جهتين متى كان التمويل خارجيا قادم من بلد أجنبي.

2- أهم الوظائف الأخرى لسوق الأوراق المالية:

يمكن حصر أهم وظائف سوق الأوراق المالية رغم تعددها وتنوعها في وظيفتين وهما:

2-1- ضمان سوق دائمة للأوراق المالية:

من أهم وظائف بورصة الأوراق المالية إيجاد سوق مستمرة للأوراق المالية المقيدة بها، من أجل تمكين المستثمر من استرداد مدخراته، أي أن البورصة تكفل لكل مدخر سيولة أوراقه المالية في أي وقت شاء وبالتالي فهي تعمل على تحقيق مبدأ التوازن من ناحية عرض الأوراق المالية وتحويلها إلى نقود، حيث تلبي حينئذ شرط المستثمر في سرعة حصوله على الأموال لتلبية حاجياته، وخروجه من الاستثمار دون تحمله لخسائر فادحة مما يشجع على الاستثمار فيها وعدم التردد في شراء الأوراق المالية ،وذلك بتقديم طلب لأحد السماسرة المعتمدين في السوق، والذي يقوم بتنفيذ طلبه بكل سهولة، وحسب السعر المعلن في وقت البيع أو الشراء. لكن لو افترضنا عدم وجود سوق للأوراق المالية وكانت الأسهم قد تم تغطيتها بالاكتتاب العام، وأراد أحد المساهمين بيع أسهمه فما هي الوسيلة؟ وان وجدت الوسيلة فما هو معيار تحديد السعر العادل؟ فلو قلنا أن السعر هو القيمة الاسمية للسهم، فهنا يغبن المشتري إذا كانت الشركة غير ناجحة، في حين يغبن البائع في الحالة العكسية .

ما يلاحظ من خلال هذه الوظيفة أنها تكسب البورصة خاصية مميزة تجعلها قادرة على جذب المدخرين، حيث أنها تمنحهم نوع من الأمان، فالمدخر يكون واثقاً من أنه سيحقق حتما أرباحا من وراء هذا الاستثمار. وبالمقابل يمكنه التنازل في أسرع وقت عن قيمه المنقولة ،وهذا بمجرد إصداره أمر البيع للوسيط المالي الذي يتكفل بإيجاد المشتري، ويسعى من أجل أن يضمن له سعرا مناسبا، كما يمكنه الاستعانة بالوسيط قبل اتخاد قرار البيع بخصوص وضع الشركة مصدرة الأوراق المالية وحالة السوق. مما يعني أن هذه الوظيفة تكسب السوق خاصية توازن دائمة بين العروض والطلبات على الأوراق المالية ويكون محورها الوسطاء الماليون[1].

2-2- تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

ترتبط هذه الوظيفة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، فلا وجود لسوق تسهل تسويق الأوراق المالية على حساب الأسعار، فالمستثمر متيقن عندما رضي بتحويل مدخراته إلى أوراق مالية أن البورصة

---

[1] نبيل خليل طه السمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**, مرجع سبق ذكره ,32

ستوفر له سيولتها متى أراد ذلك وبالسعر المناسب الذي سيرضيه. إذاً فدور البورصة هو تحقيق عدالة الأسعار للبيع أو الشراء، وذلك من خلال التقاء عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، وسرعة اتصالات الوسطاء والسماسرة ، الذين يجتهدون في تجميع الأوامر مما ينتج عنه تحقيق سعر عادل للبائع والمشتري ولا يتعرض حينها أحد لخسائر محتملة كبيرة[1]. من المعلوم أن تحديد الأسعار يخضع وبدرجة كبيرة لقانون العرض والطلب، لكن سوق الأوراق المالية من خلال أنظمته ولوائحه يهدف إلى التقريب بين السعر السوقي للورقة المالية وقيمتها الحقيقية، حتى تعكس السوق الأداء الفعلي للشركات المصدرة للأوراق المالية. ولا شك أن غياب الأسواق المالية يفسح المجال واسعا لسماسرة السوق في تحديد الأسعار، وهو ما يؤدي إلى خلق فروقات كبيرة بين الأسعار، لذلك تلجأ البورصات إلى تحديد الأسعار والإعلان عنها في نشراتها الرسمية لتوجيه المتعاملين وارشادهم قبل اتخاذ قراراتهم . ومن خلال هذه الآلية فالبورصة تؤدي دورا آخر إذ تعد أداة مهمة لتقييم وتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة الوعي لدى المستثمرين(المدخرين) وتبصرهم بواقعها، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات يعد بمثابة دليل قاطع على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء تعديلات في قيادتها أو سياستها بغية تحسين مركزها .

معنى ذلك أن البورصة ومن خلال التقارير التي تنشرها حول الشركات المدرجة بها تعد سلطة رقابية غير مباشرة على كفاءتها، غايتها ضمان سلامة الشركات والسهر على تقويمها .

3- الوظائف المكملة:

إلى جانب الوظيفتين السابقتين هناك بعض الوظائف الأخرى وجدت نتيجة للتطور الذي عرفته أسواق الأوراق المالية، حيث تعد مكملة للوظائف الرئيسية نذكر منها ما يلي : [2]

3-1- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر:

إن كثرة الأوراق المالية وتنوعها إضافة إلى توفر المعلومات الكافية عنها تتيح للمدخرين المقارنة بين الأوراق المالية التي يمكن أن تكون مجالا للاستثمار، وبالتالي درء المخاطر التي ترتبط بها، أو على الأقل التقليل منها إلى أدنى مستوى.

3-2- أداة لتحويل الأموال وتوفير السيولة اللازمة:

[1] السلام محمد عمر البلوشي، **تنظيم الخدمات المالية وأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات,** مرجع سبق ذكره ص210

[2] السلام محمد عمر البلوشي، **تنظيم الخدمات المالية وأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات,** مرجع سبق ذكره ص 210-213

تعد بورصة الأوراق المالية أداة مساعدة على تحويل الأموال من الجهات ذات الفائض إلى الجهات ذات العجز من خلال نشر الوعي بين المدخرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، كما أنها تساهم في توفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الاستثماري دون تفريط في الأوراق المالية المملوكة، والاكتفاء باستخدامها كضمان مقابل الحصول على القروض لدى المصارف، اعتمادا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية .

3-3- سوق الأوراق المالية مؤشر عن ظروف الاستثمار: تعد سوق الأوراق المالية مؤشرا لحالة الاقتصاد داخل الدولة، حيث أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تمثل مرآة لمستقبل الوضعية الاقتصادية، وبالتالي فهي بمثابة إنذار للقائمين على شؤون السياسة الاقتصادية في الدولة لاتخاذ الإجراءات اللازمة.

3-4- الوقاية من تقلبات الأسعار:

تؤدي بورصة الأوراق المالية دور وقائي ضد مخاطر التقلبات الفجائية للأسعار بفضل المتعاملين الاقتصاديين ذوي الخبرة، حيث يعملون على جعل السوق في وضع توازني، من خلال عرض الأوراق المالية للبيع في حالة ازدياد الطلب، والشراء عند ازدياد العرض، محققين مكاسب من ورائها، باختلاف الأشخاص غير المختصين الذين ينساقون وراء الشائعات، وهو ما يفسر سرعة انفعالهم بيعا أو شراءا للأوراق المالية.

3-5- دعم الائتمان:

من الوظائف المستحدثة نجد كذلك بورصة الأوراق المالية تساهم في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، وذلك لأن عمليات البيع والشراء في البورصة تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، واذا ازد مظهر الائتمان ليضم الأوراق المالية في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية . الأصل أن دور بورصة الأوراق المالية هو البحث عن مصادر مالية لتمويل المشاريع الاقتصادية، وهو ما يحقق في النهاية تنمية اقتصادية تعود بالفائدة على الاقتصاد الكلي للبلاد، ومن جهة أخرى تحسين الوضعية المعيشية للمواطنين، وبالخصوص منهم من يستثمرون مدخراتهم الفائضة عن حاجتهم في القيم المنقولة المسجلة ضمن بورصات الأوراق المالية، غير أنه وبازدياد معاملات البورصة وتطورها بدأت وظائفها تتعدد وتتنوع حسب حاجة هذه الأسواق، إلى أن وصلت إلى ما هي عليه الآن على المستوى الدولي. [1]

حيث يمكن القول أن بورصات الأوراق المالية في عصرنا هذا اكتسبت أهمية بالغة لا يمكن تجاهلها، تستمدها من الوظائف التي تؤديها وبالخصوص إذا كانت على درجة عالية من الكفاءة،

[1] أبو النصر عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي**, مرجع سبق ذكره ص 66

ومن ثم أضحت بورصات الأوراق المالية ضرورة حتمية تستلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات.

3-6- التقليل من التكاليف:

تلعب السوق المالية دوراً هاماً في التقليل من تكاليف المعاملات المرتبطة بالأوراق المالية، والتي يمكن تقسيمها إلى تكاليف البحث الصريحة؛ وهي الأموال التي يتم إنفاقها في البحث عن أداة لشرائها، وتكاليف البحث الضمنية؛ وهي قيمة الوقت المنقضي في تحديد موقع الطرف المقابل.

المطلب الثاني : شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة وعوامل نجاحها

تتمتع بورصة الأوراق المالية بحساسية عالية وتؤثر بشكل مباشر على الإنتاج والاستثمار وعلى كافة الفعاليات الاقتصادية، كما بإمكانها إعادة هيكلة قطاع الادخارات والمدخرين، فبورصة الأوراق المالية قد تعيد ترتيب القطاعات الاقتصادية أو تحدث موجة تكتلات اقتصادية بين الشركات مما يؤثر على الشركات الصغيرة والمتوسطة، كل هاته التأثيرات يجب ألا تغفلها الدولة،[1] بل يجب دراسة البورصة وأثرها على الاقتصاد الوطني بشكل علمي ودقيق قبل إنشائها. فإقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي يتطلب توفر مجموعة من الشروط منها[2]:

- وضوح الإستراتيجية العامة للدولة والخطط والأهداف التي تسعى لتحقيقها، وكذا توضيح دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتحديد درجة الرقابة التي تمارسها الدولة على الجميع.
- وجود شركات مساهمة ومؤسسات مالية ونقدية متطورة قادرة على طرح أوراق مالية في البورصة.
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات وإقراضها للشركات.
- حرية صرف العملة الوطنية وحرية تحويلها من وإلى الدولة استنادا لقوانين واضحة وصريحة.
- توفر مدخرات مالية كافية لدى القطاع الخاص أو الأفراد والمؤسسات المالية، ويتحقق ذلك نتيجة ارتفاع الميل الحدي للادخار داخل المجتمع.
- إتباع المرونة والبساطة والدقة والوضوح في سن القوانين والإجراءات الخاصة بالاستثمار، مما يشجع على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو مشتركة مع شركات أجنبية، حيث تشكل هذه الشركات القاعدة الأساسية للسوق.

---

[1] صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**،" عالم الكتب، القاهرة، 2003. ص 100

[2] صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**،"مرجع سبق ذكره 102

المطلب الثالث: عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية

يتوقف نجاح أي بورصة أوراق مالية على مجموعة من العوامل، نذكر منها[1]:

- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بتجهيز البورصة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.
- وجود الاستمرارية والتنظيم، حيث تتحقق الاستمرارية من خلال: وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية والاستقرار ويمنع التحكم في الأسعار، وجود حرية المتعاملين والمعاملات، إجراء عمليات كثيرة ومتكررة، تعدد وتنوع الأوراق المتداولة عن طريق زيادة الشركات المدرجة بالبورصة.
- ضمان حماية الادخار وسلامة استثماره بخلق جو من الثقة بين المتعاملين.
- أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة وتسلك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين تتميز بالإفصاح والشفافية عن مراكزها المالية وعن الأوراق التي أصدرتها.
- وجود عدد كبير من المؤسسات الوسيطة في أمور البورصة والتعامل فيها كالبنوك الوطنية والأجنبية، شركات الاستثمار، بيوت الإصدار والسمسرة حيث تعمل هذه المؤسسات على تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة، استثمار أموال المدخرين نيابة عنهم، تسهيل وتسريع عمليات التداول والبث فيها، إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء بكميات كبيرة.
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والتكيف باستمرار مع مستجدات الأحداث والظروف، وذلك لحماية المتعاملين من المخاطر، ومعاقبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.
- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى فيه.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي.

[1] محمد صبري هارون، "**أحكام الأسواق المالية– الأسهم والسندات، ضوابط الإنتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي**–،" دار النفائس، عمان، ط1, 2003،ص86

المبحث الثالث :

المتعاملون (المتدخلون) في بورصة الأوراق المالية

تمهيد

توجد العديد من الأطراف التي لها علاقة ببورصة الأوراق المالية، فنجد الوحدات ذات الفوائض المالية (أفرادا وشركات) والتي تدخل إلى البورصة عارضة لتلك الأموال، ووحدات تعاني من عجز مالي تدخل البورصة طالبة للتمويل، إضافة إلى فئة الوسطاء الماليين الذين لا يتم التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

المطلب الأول : العارضون لرؤوس المال

تتمثل هذه الفئة في المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المختلفة من كل القطاعات كالبنوك، شركات التأمين، صناديق الادخار، وشركات التوظيف والاستثمار...وغيرها، والتي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها، وترغب في توظيف فوائضها النقدية في سوق الأوراق المالية.[1]

يوجد هناك نوعين من المستثمرين في القيم المنقولة، وهم: صغار المستثمرين وكبار المستثمرين، بالنسبة لصغار المستثمرين وتمثلهم العائلات، التي لا تتوفر لديهم إمكانيات على الادخار بالنظر إلى القدرة الشرائية الضعيفة. وعليه لا يمكن الاعتماد عليهم من أجل ترقية البورصة، على الأقل في الوقت الراهن.

أما الفئة أخرى من المستثمرين وتتمثل في مؤسسات الاستثمار مثل: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد وشركات التأمين إلخ ,كما هو مذكر سابقا ، يمتلكون رؤوس أموال هامة يمكن استثمارها في الأسواق المالية. ولتحفيز هؤلاء على الدخول إلى البورصة والتعامل في مجال القيم المنقولة، لا بد من منحهم امتيازات وتسهيلات.[2]

1- البنوك:

التي توظف ادخارات زبائنها مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- شركات التأمين:

التي توظف احتياطاتها أي اشتراكات المؤمنين، وهي تعد من كبار المستثمرين التأسيسيين.

3-كل الهيئات والأجهزة:

---

[1] أحمد بوراس، **أسواق رؤوس الأموال**، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، ،2003-2002ص 07.

[2] حسن حمدي، **دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال**، دار الكتاب العربي، مصر,القاهرة، الطبعة الأولى,2006,ص90

التي تجمع اشتراكات أعضائها وتوظفها في أسواق المال، مثل النقابات التي تشترك فيها العديد من المؤسسات والتي تحصل على أموال طائلة توظف في الأسواق المالية.

4- صناديق معاشات الدول المتقدمة:

والتي أصبحت تقوم بدور كبير في الأسواق المالية، واشتهرت خاصة منها صناديق المعاشات الأمريكية التي تستثمر في أمريكا، فرنسا والتي أصبحت تشترك في العقار الفرنسي بنسبة كبيرة جدا.

5- صناديق المضاربة:

والتي تستهدف الأموال العائمة، وهي عبارة عن صناديق تجمع أموال المدخرين، وتسمى هذه الصناديق بالصناديق ذوي الدخل الساخن، وهي لا تستثمر في الإنتاج وانما في تحقيق الربح من ساحة المالية (الأسواق المالية) إلى أخرى.

6- صناديق الاستثمار:

والتي تقوم بإستثمار الأموال المجمعة في الصندوق وذلك بشراء جزء من رأس مال المؤسسة التي يستثمرون فيها الأموال، وتقوم هذه الصناديق بدور كبير في تطوير المؤسسات الناشئة التي لا يمكنها الإقتراض من البنوك ولا الدخول إلى الأسواق المالية (وبالتحديد إلى البورصة)، وتعد صناديق الإستثمار أحد الأدوات التي يتم التعامل بها من طرف شركات الإستثمار، ويمكن التمييز بين صناديق الإستثمار التالية: صناديق النمو، صناديق الإستثمار ذات رأس مال المخاطر، صناديق الإستثمار ذات الإيراد، صناديق الإستثمار ذات الإيراد والنمو.

7-شركات الإستثمار:

هي مؤسسات مالية غير مسموح لها بقبول الودائع، ومن ثم فإن مصادر التمويل بالنسبة لها تتمثل في مواردها الذاتية وفيما تقترضه من المؤسسات المالية الأخرى، كما يمكن لها أن تحصل على الأموال من خلال ما تصدره من أسهم وسندات. تتميز شركات الإستثمار بمساهمتها في التقليل من نسبة المخاطرة، حيث يمكن الحصول على مجموعة متنوعة من الاستثمارات موزعة على عدد كبير من الشركات، هذا ما يؤدي إلى تقليل المخاطرة المتعلقة بسوء أداء إحدى هذه الشركات أو إفلاسها، كما توجد ميزة أخرى وهي إدارة هذه الإستثمارات من قبل خبراء في البورصة.

8-شركات التوظيف برأس مال متغير:

تتميز هذه الشركات بميزة توزيع المخاطرة على عدد كبير من الشركات لتقليل الخطورة الناتجة عن إفلاس إحداها، هذا إلى جانب قيام محترف متفرغ بإدارة محفظة الأوراق المالية، وكما هو الوضع مع شركات الإستثمار توجد شركات توظيف متخصصة في الإستثمار في مجموعة متنوعة من القطاعات أو أنواع الشركات، وبالتالي يمكن للمستثمر انتقاء شركات ذات دخل مرتفع أو

ذات معدل نمو رأس مالي مرتفع أو متخصصة في الإستثمار في دول المحيط الهادي أو في مجال تكنولوجيا المعلومات أو أي مجال آخر كما هو الحال مع شركات الاستثمار.[1]

المطلب الثاني : الطالبون لرؤوس المال

تتكون هذه الفئة من الشركات الصناعية، التجارية والقابضة حيث تقوم هذه الشركات بإصدار الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى ذلك نجد الحكومات التي تصدر السندات لتغطية العجز في الميزانية أو لمواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية، ومن المعروف أن الإصدارات الحكومية هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، كما نجد الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة التي تصدر السندات لمواجهة العجز أو تمويل الإستثمارات الجديدة، وكذلك تعتمد برامج الخوصصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تقوم أيضا المؤسسات الأجنبية المسجلة في البورصات المحلية باللجوء إلى أسواق رأس المال في غير بلدها للحصول على رؤوس أموال إضافية، ويعني زيادة العارضين تفضيل الادخار عن السيولة وزيادة الاستقرار، وتخفيض سعر الفائدة، وزيادة النشاط الاقتصادي.[2]

المطلب الثالث : الوسطاء الماليين

إن نقص الخبرة لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية يقف عائقا أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، كما يقف عائقا أمام التوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطرة المالية، هذا ما يتطلب ضرورة وجود مجموعة من الوسطاء الماليين ذوو خبرة كبيرة، يعملون على التوفيق بين رغبات الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال وتنفيذ الأوامر، أو تحقيق التوظيف الأمثل بعائد أكبر ومخاطر أقل. فالوسطاء في سوق الأوراق المالية يمثلون حلقة وصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية، من خلال قيامهم بدور الوسيط بين فئة المستثمرين وفئة المصدرين للأوراق المالية في السوق الأولية، كما يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية، وذلك مقابل عمولة محددة، ويكون الوسيط إما شخصا طبيعيا أو معنويا، شرط أن يكون مرخصا بموجب قانون سوق الأوراق المالية وأنظمته وتعليماته .وعليه يمكن **تعريف الوسيط المالي** :بأنه الشخص المرخص بموجب قانون سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، يقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها (في السوق الأولية) أو بين جمهور المستثمرين أنفسهم (في

---

[1] حسن حمدي، **دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال**، مرجع سبق ذكره ص93

[2] B. Bellatente, "La bource: temple de la spéculation ou marché financier?", Hatier, France, 5ème édition, 1991 p56

السوق الثانوية) ، ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدمته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين، ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات. وتضم فئة الوسطاء عادة ثلاث مجموعات هي السماسرة، صانعو السوق، ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.[1]

1-السماسرة :

يستعمل لفظ السمسار والوسيط والدلال في أسواق الأوراق المالية للتعبير عن معنى واحد، إلا أنه لكل سوق استعمالا خاصا بها

أ- تعريف سمسار الأوراق المالية

هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة Brokerage) محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة[2].

ب- شروط سمسار الأوراق المالية

نظرا لأهمية وقانونية مهنة السمسرة، فقد وضعت إدارة بورصة الأوراق المالية قواعد ولوائح تنظم مهنة السمسار ومعاونيه، حيث يشترط أن تتوفر فيهم الشروط التالية:

- **الأهلية القانونية** : كتمتعه بجنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وبلوغه سنا معينة على الأقل (28 سنة في معظم البورصات).

- **النزاهة التجارية** :ألا يكون أشهر إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم إدانته بجناية أو تزوير أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة أو مخالفة لقوانين النقد في البلد الذي يريد أن يزاول نشاطه فيه، ما لم يرد إليه اعتباره.

- **الكفاءة المالية** :أن يثبت أن لديه رأسمال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك ضمانا للمبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.

- **الكفاءة الفنية** :أن يكون حاصلا على حد أدنى من التعليم، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لا تقل عن ثلاث سنوات، أو شهادة تجارية مع خدمة في بنك مقبول مدة معينة.

- **الشروط الإجرائية** :كاجتيازه لامتحان كتابي و/أو شفوي، وحصوله على حد أدنى من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم، وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

---

[1] زياد رمضان، مروان شموط، " **الأسواق المالية**"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008 ص 75.

[2] جبار محفوظ، "**البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية – دراسة حالة دول المغرب العربي** –،" رسالة دكتوراه غير منشورة، ج1 ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 1997 .ص 40.

– ألا يمارس أعمالا تجارية عدا أعمال البورصة، وألا يكون عضو مجلس إدارة إحدى الشركات أو مستشارا أو خبيرا أو موظفا فيها، أو بأحد المحلات أو البنوك.

ج- وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية

إضافة إلى الوظيفة الأساسية للسمسار والمتمثلة في تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة محددة بلوائح البورصة، يقوم السمسار بوظائف أخرى هي [1]:

– تقديم النصح والمشورة لعملائه من المستثمرين عن السوق، وعن الأوراق المالية.
– إرسال الأوراق المالية إلى الشركات لتسجلها بأسماء ملاكها الجدد، والإتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية على العملاء.

– الاكتتاب نيابة عن العملاء في الإصدارات الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى البنوك.

– إتمام الصفقات في حالة عدول العميل عن العقد وذلك للمحافظة على استقرار المعاملات.
ويوجد في **البورصات الأمريكية** صنفان من السماسرة هما:

ج-1- السماسرة الوكلاء The commission brokers: يعمل السمسار هنا كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجرا (Dealer) لحسابه الخاص، ويقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء الصادرة من المستثمرين إلى بيت السمسرة التابع له.

ج-2- سماسرة الصالة أو المقصورة Floor Brokers: يسمون أيضا بالموكلين من قبل الوكيل كما يطلق عليهم أحيانا سمسار السماسرة (Brokers broker) ويقدم هذا السمسار خدماته لمن يطلبها من أعضاء البورصة مقابل عمولة محددة، ولهذا السمسار دور مهم، كون السماسرة في حاجة إلى وجودهم في عدة مقصورات داخل البورصة في آن واحد لتنفيذ الأوامر الصادرة إليهم، فعندما يكون لدى سمسار ما بعض الأوامر التي لا يستطيع تنفيذها بنفسه، فإنه يلجأ إلى السمسار الموكل لتولى تنفيذها نيابة عنه مقابل عمولة محددة.

2- صانعو السوق (Market makers) :

يسمون أيضا بالمتخصصين (Spécialistes) حيث يتخصص كل منهم في التعامل في نوع واحد أو أكثر من الأوراق المالية، إذ لا يمكن أن يتعامل أكثر من متخصص واحد في ورقة ما، فهو الوحيد الذي يطلع على دفتر الأوامر الخاصة بالورقة التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسم

[1] زياد رمضان، مروان شموط، " **الأسواق المالية**"، مرجع سبق ذكره, ص 90.

العضوية من أمواله الخاصة، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والإتجار، فهو يشبه السمسار بتنفيذه معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، ويشبه التاجر في كونه يتاجر لحسابه الخاص بيعا وشراءا لتحقيق الربح[1]. فصانع السوق يمارس نشاطه في السوق الثانوي بشقيه المنظم (ويسمى متخصص) وغير المنظم (ويسمى تاجر،) سواءا لحساب عملائه أو لحسابه الخاص.

غير أن قواعد البورصة تقضي بأن الأولوية في التنفيذ لأوامر السماسرة على أوامر المتخصصين التي ينفذونها لحسابهم الخاص، كما تقضي أيضا بأن لا يبيع المتخصص ، طالما كانت في دفاتره أوامر مقيدة. ويعمل المتخصص أو صانع السوق بطريقة تحقق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، حيث يؤدي خدمات على درجة من الأهمية للبورصة، من أهمها:

– توفير السيولة اللازمة للبورصة ، من خلال ممارسة دور نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

– المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل، حيث يلعب دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد للأسعار، كما يعمد إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لتنخفض الأسعار نسبيا ويجذب مشترين جدد، وفي حالة الارتفاع الحاد في الأسعار يلعب صانع السوق دور البائع، كما يرفع هامش الربح لترتفع الأسعار نوعا ما ويتمكنون من مواجهة الطلب المتزايد.

3– المتعهدون بتغطية الإصدارات المالية (Underwriters) :

بالإضافة إلى دور الوسيط كسمسار أو كصانع السوق، يمكن أن يلعب دور المتعهد لتغطية الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، حيث يتعهد الوسيط (في هذه الحالة يكون الوسيط إما مؤسسة مالية أو بنك استثمار أو شركة استثمار) للجهة المصدرة، بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، ويتوجب عليه في هذه الحالة شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات وفي الأخير نود الإشارة إلى أنه بالإضافة إلى هذه الأصناف الثلاثة من الوسطاء السابقة الذكر(السماسرة، صانعو السوق، متعهدو تغطية الإصدارات المالية،) توجد فئة أخرى من الوسطاء وهم:

4– تجار الأوراق المالية (Traders) :

وهم الذين يتعاملون بالأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويتمثل دخلهم في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وينقسم تجار الأوراق المالية إلى[2]:

أ– تجار الصالة أو المقصورة Floor traders

---

[1] زياد رمضان، مروان شموط، " **الأسواق المالية**"، مرجع سبق ذكره 97.

[2] Jean François Faustinelli, 2 heures pour découvrir la bourse quand on n'y connait rien,Edouard Valys, Paris, 2010.p45.

ويطلق عليهم المضاربون Spéculatoires أو التجار المسجلون traders Registre ويدفع تجار الصالة رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، شأنهم في ذلك شأن السمسار الموكل (أو سماسرة الصالة،) وهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، فهم لا يتلقون الأوامر من المستثمرين والمتعاملين كما هو الحال بالنسبة للسماسرة الوكلاء، كما أنهم لا ينفذون الأوامر نيابة عن السماسرة، كما هو شأن سماسرة الصالة، لكنهم يبيعون ويشترون لحسابهم الخاص مباشرة ودون وسيط.

ب- تجار الطلبيات الصغيرة ODD- Lot Dealers

وهم الوسطاء الأعضاء في بورصة الأوراق المالية، الذين يضاربون ويتوسطون في بيع وشراء كميات كسرية (أقل من100) من الأوراق المالية. ففي بورصة نيويورك لا يسمح ببيع أو شراء أقل من وحدة تداول (أي 100سهم) داخل قاعة التداول أو المقصورة، ونظرا لوجود طلبات شراء وبيع تقل عن وحدة التداول المسموح بها، يقوم تجار التجزئة بتلبية تلك الطلبات، من خلال السماسرة الذين يتوسطون بين هؤلاء التجار وجمهور المتعاملين، ويتم ذلك كما يلي:
- في حالة وجود أوامر بيع أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول، يقوم تجار التجزئة بشرائها وتجميعها إلى أن تبلغ كميتها وحدة التداول، ثم بيعها في المقصورة.

- أما في حالة وجود أوامر شراء أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول، يقوم تجار التجزئة بشراء وحدة تداول كاملة من المقصورة، ثم يقوم بتجزأتها إلى كميات كسرية تقل عن وحدة التداول ويبيعها لطالبي الشراء وفقا لرغباتهم.

خلاصة الفصل الثاني

استهدف هذا الفصل دراسة الإطار النظري لبورصة الأوراق المالية، وكفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث تمثل أحد فروع السوق التمويلية الذي يتم من خلالها تداول الأصول المالية سواء عند اصدارها أو تداولها، حيث تلعب بورصة الأوراق المالية في الوقت الحالي دورا كبيرا في اقتصاديات جميع دول العالم، لهذا تعتبر عملية تنشيط هذه الأسواق والرفع من كفاءتها من العوامل المساعدة على جعل هذه الأسواق تخدم الاقتصاد وبفعالية، إذ تساهم في توفير المناخ الملائم لتطبيق قوي العرض والطلب لتحديد التوازن، وفي سبيل تحقيق ذلك تقوم بورصة الأوراق المالية بتزويد المستثمرين بالمعلومات الأساسية وتوفر لهم الحماية الكافية لتتمكن من تأدية هذا الدور بجدارة، و ينبغي لها أن تتميز بكفاءة عالية وتحقق مؤشرات جيدة تعكس أدائها المتميز وسوف نتطرق في الفصل اللاحق كيفية تطبيق الحوكمة في كل من بورصة الجزائر ومصر .

الفصل الثالث

– دراسة مقارنة بين الحوكمة في بورصة مصر وبورصة الجزائر –

تمهيد

في إطار تحولها الاقتصادي تبنت مختلف الدول العربية بما فيها الدول المقارنة (الجزائر ومصر) برامج إصلاحية شاملة خاصةً فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصاداتها، بحثاً منها عن تحقيق نتائج إيجابية واقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل بلاوساطة مالية بإنشاء أسواق الأوراق المالية. لكن وبالرغم من مرور فترة زمنية معتَبرة على إنشاء أسواق الأوراق المالية فيها، والإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدة في سوقها المحلية والمجهودات المشتركة التي بذلتها دول المنطقة لتطوير القطاع المالي فيما بينها، إلا أنها لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة مثل ما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال في الدول حديثة التصنيع. فرغم التطور تبقى السلبيات التي تتجلى مظاهرها من خلال الضعف النسبي والمتفاوت في مؤشرات أدائها، الراجع إلى عدة عوامل يأتي على قمتها ضعف ثقة المستثمرين في شفافية هذه الأسواق ومدى الحماية التي توفرها لهم، وهو ما يتضح أكثر بالنسبة للحالة الجزائرية. ومن خلال هذا الفصل سنقوم بالبحث في مدى ضرورة دعم حوكمة الشركات في السوقين محل المقارنة ، بدءاً بتقديمهما كخطوة لابد منها من خلال عرض أهم المحطات التاريخية لنشأتهما وتطورهما وصولاً إلى شكلهما هيكلهما الحاليين، ثم إبراز الحاجة إلى دعم حوكمة الشركات فيهما بتقييم مستوى الالتزام بمبادئها في هاتين السوقين ومن ثم تقييم الأداء المالي لهما. وذلك في إطار المبحثين التاليين:

- ✓ **المبحث الأول :** تقديم سوقي الأوراق المالية محل المقارنة (الجزائر– مصر)
- ✓ **المبحث الثاني :** تقييم حوكمة الشركات والأداء المالي للسوقين محل المقارنة.

المبحث الأول :

تقديم سوقي الأوراق المالية محل المقارنة (الجزائر-مصر)

تمهيد

من خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم كل من سوقي مصر والجزائر للأوراق المالية وذلك وفقاً لأقدمية كل سوق، بالتركيز على ظروف نشأتهم وأهم المراحل التي مرت بهما وصولاً إلى شكلهما وهيكلهما الحاليين وذلك بالنظر لما تقدم مراحل تطور الأسواق من عظيم الأثر على فعالية أطرها التشريعية والمؤسسية ومن ثم مدى مساهمتها في دعم حوكمة الشركات.

المطلب الأول : نشأة وتطور السوقين محل المقارنة

مع افتكاك الأقطار العربية لاستقلالها الوطني حصل تطور هام فبعد قيام الحكومات بتنفيذ خطط وبرامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي تمول عادة من خلال برامج مالية ومع زيادة الوعي العام بطبيعة التداول النقدي. فلقد أخذت الشركات المساهمة الوطنية وشركات الأشخاص ذات المسؤولية المحدودة بالانتشار، وتطور النظام البنكي بإقامة بنك مركزي وبنوك تجارية ومتخصصة، وبدأت المؤسسات المالية وأجهزة الادخار والتأمين بالتوسع، كما قامت الحكومات في هذه الدول بإصدار الأوراق المالية لتمويل احتياجاتها النقدية، وحظي موضوع إنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية خلال هذه الفترة باهتمام الحكومات والمنظمات الدولية التي أبدت عناية خاصة بطرق ووسائل تمويل التنمية الاقتصادية ذاتياً إلى حد كبير [1]. وفيما يلي سنحاول تسليط الضوء على أهم المحطات التاريخية التي مرت بها السوقين محل المقارنة ، لاسيما ما تعلق بتطور النصوص التشريعية والتنظيمية التي تحكم وتنظم أعمالها وما تبعها من إنجازات واصلاحات منذ النشأة إلى غاية الآن.

1- سوق مصر للأوراق المالية (بورصة مصر)

[1] سليمان المنذري، **البورصات العربية: تطورات البيئة الاقتصادية والدور المرتقب**، مجلة شؤون عربية، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية،مصر، السنة :،1996العدد ،87: ص . :55-56-57.

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم، إذ تَأسست سوق الإسكندرية للأوراق المالية سنة 1883 ثم تبعها إنشاء سوق القاهرة للأوراق المالية سنةَ 1903 [1]وقد مرت السوق المصرية بمراحل تحسن وتراجعِ عديدة ارتبطت بالفلسفة الاقتصادية السائدة خلال هذه المراحل والتي تباينت بين الحرية الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي الشامل الا ان استقر الوضع الراهن الى التوجه نحو اقتصاد السوق. ويمكن تلخيص هذه المراحل كما يلي [2]:

المرحلة الأولى(1883-1958) :

شهدت تلك المرحلة تأسيس السوق التي اَ تصفت في بدايات نشأتها بالمحدودية والضحالة، بيد أنه سرعان ما بدأت في الانتعاش مع صدور لائحة السوق سنة 1907 م التي أدخلت حيز التنفيذ اعتباراً من أول سبتمبر 1910م بالنسبة لسوق القاهرة وسنة 1913م بالنسبة لسوق الإسكندرية. ولقد شهدت هذه الفترة أوضاع وتطورات عديدة كانت لها عظيم الأثر على أدائها إيجاباً وسلباً كالحرب العالمية الأولى سنة 1914م والثانية سنة 1939م خروج مصر من الكتلة الإسترلينية سنة 1947م وقيام الثورة في مصر سنة 1952...إلخ. كما قامت الحكومة المصرية في هذه الفترة بإصدار القانون رقم 326 لسنة 1953م بشأن التعامل في الأوراق المالية، وبموجبه تم منح السماسرة فقط حق التعامل في الأوراق المالية بشكل أدى إلى تنشيط الوساطة في سوق الأوراق المالية المصرية، ونتيجة لتشجيع حكومة الثورة في بدايتها للقطاع الخاص وصل عدد الشركات المقيدة في السوق في سنة 1953م إلى 211 شركة بلغ حجم التعامل على أوراقها المالية في نفس السنة نحو 110,7مليون جنيه. وفي سنة 1956م صدر القانون رقم 344 الذي بموجبه تم تحديد الاستثمار العقاري، بشكل أدى إلى تحرير قدر كبير من الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار في البورصة. وفي فيفري 1957م صدرت قوانين تمصير البنوك وشركات التأمين والوكالات التجارية فدخل المصريون هذه المجالات محل الأجانب الأمر الذي أنعش حركة تداول الأوراق المالية. كما صدر في سنة 1957م أيضاً القانون رقم 161 بشأن اللائحة العامة لأسواق الأوراق المالية وذلك لمواكبة التطور الكبير في النشاط الاقتصادي والنمو المتزايد في إنشاء شركات المساهمة، وفي سنة 1958م صدرت اللائحة الداخلية للأسواق بالقرار رقم 46 لسنة 1958م لأمر الذي أدى إلى تزايد الطلب على الأوراق المالية وتضاعفت أسعارها، وتمت تغطية مساهمات

---

[1] **تاريخ البورصة**، متاح على الموقع" : http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx" اطلع عليه بتاريخ 10ماي 2024 على الساعة 14 مساءا ".

الشركات التي طرحت للاكتتاب العام. ومما عزز انتعاش السوق في هذه الفترة زيادة حركة تأسيس شركات المساهمة الجديدة، فخلال الفترة 1951-1954 تأسست 73 شركة مساهمة، بلغ إجمالي رؤوس أموالها المدفوعة نحو 10,3مليون جنيه، ثم بلغت عدد شركات المساهمة الجديدة خلال الفترة 1956-1959نحو 88شركة، بلغت إجمالي رؤوس أموالها المدفوعة 83,6مليون جنيه[1]. ومع نهاية تلك المرحلة في سنة 1958 عدد الشركات المسجلة بالسوق 925 شركة اتصفت حركة تداول أسهمها بالنشاط؛

المرحلة الثانية (1959-1973) :

لم يستمر توجه حكومة الثورة نحو تشجيع القطاع الخاص، إذ بدأت إرهاصات النكوص عن هذا الاتجاه والتوجه نحو الأسلوب الاشتراكي القائم على التخطيط الاقتصادي لإدارة اقتصاد الدولة. وكانت أولى هذه الإرهاصات هي صدور القانون رقم 07 في جانفي 1959 الذي بمقتضاه تم تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بحيث لا تتجاوز 10% زيادة عن الأرباح التي تم توزيعها في سنة 1958 باعتبارها سنة الأساس، وكان الهدف من إصدار هذا القانون هو منع المضاربين من الإسراف في الترويج عن توقع تحقيق أرباح مرتفعة ومن ثم الحد من قدراتهم على رفع أسعار الأسهم على اعتبار أن الأرباح في ظل ذلك القانون سوف تكون معلومة، وذلك لحماية صغار المدخرين المصريين من شراء الأسهم بأسعار مرتفعة مغالى فيها. لوقد توالت بعد ذلك الإجراءات التي تكرس التحول للاتجاه الاشتراكي في إدارة الاقتصاد المصري، إذ صدر في فيفري 1960القانونين 39و 40 المتعلقين بتأميم كل من بنك مصر والبنك الأهلي، وقد أعقب ذلك صدور قوانين جويلية 1961المتعلقة بتأميم الشركات الأمر الذي أدى إلى تأميم أكثر من 95 %من النشاط. وقد صاحب هذه القوانين إجراءات المصادرة ونزع الملكية وفرض الحراسة، الأمر الذي أصاب سوق الأوراق المالية في مصر بالشلل، إذ تقلص حجم القطاع الخاص المصري والأجنبي مما أدى إلى تجميد السوق الأولية، وأصبح عدد شركات المساهمة التابعة للقطاع الخاص المسجلة بالبورصة نحو 36 شركة صغيرة الحجم بعد أن كان هذا العدد قد وصل إلى 925 شركة سنة ،

[1] جهاد علي محمد علي، **إدارة الأخطار التشغيلية لسوق الأوراق المالية –دراسة تطبيقية في جمهورية مصر العربية** ، –مداخلة ضمن المؤتمر السنوي السادس حول: "إدارة الأزمات الاقتصادية في مصر والعالم العربي"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، المنعقد يومي 27و28 أكتوبر 2001ص، 652.

1958كما تراجع حجم التداول في سوق الأوراق المالية في مصر إلى نحو 9,1 مليون جنيه سنة 1971بعد أن كان حجمه نحو 43,9 مليون جنيه في سنة 1958.

وهكذا فلقد أدت إجراءات التأميمِ في مصر إلى انهيار سوق الأوراق المالية، غير أن الحكومة المصرية أدركت مع قدوم سنة 1971 أهمية إصلاح الأضرار التي نجمت عن قرارات التأميم وضرورة إعادة الثقة للاستثمار الخاص، فأصدرت القانون رقم 65 لسنة 1971 والذي هدف إلى حماية المستثمرين العرب والأجانب من مخاطر التأميم والمصادرة، وقد كان لهذه الخطوة دلالة واضحة على عزم الحكومة في ذلك الوقت على إجراء تحولات في سياساتها؛

المرحلة الثالثة (1974-1990) :

بدأت تلك المرحلة بسياسة الانفتاح الاقتصادي بصدور قانون نظام استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة رقم 43 لسنة 1974 الذي عمل على تشجيع مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وقد هدف القانون إلى تشجيع الاستثمار العربي والأجنبي من خلال منح المستثمرين الأجانب إعفاءات ضريبية تتراوح من 5إلى 10سنوات، وعمل القانون على عدم فرض قيود على حركة الأرباح للخارج، فضلاً عن إزالة العديد من القيود لتشجيع المستثمرين الأجانب على الاستثمار في البورصة وهو ما أدى إلى عودة النشاط لهذه الأخيرة بحيث ارتفع عدد الشركات المسجلة في سنة 1975إلى55 شركة برأسمال قدره 49مليون جنيه. وفي إطار تشجيع الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية، صدر قرار وزير الاقتصاد والتعاون الدولي رقم 318 لسنة 1977 لتنظيم تعامل سماسرة الأوراق المالية المصرية بالأوراق المالية الأجنبية، وفي إطار إعادة بناء البنية التنظيمية للسوق صدر القرار الجمهوري رقم 520 لسنةُ 1979 المتعلق بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال، الذي خول لها العديد من الاختصاصات والمسؤوليات لتنظيم سوق الأوراق المالية. كما صدر القانون رقم 159 سنة 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة، الذي نظم وشجع إنشاء شركات الأموال باعتبارها الشكل الأقدر على تجميع الأموال واستثمارها في المجالات المختلفة لكن وبالرغم من أن قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 ولائحته التنفيذية قد منح الهيئة صلاحيات كبيرة في ترخيص شركات المساهمة ومتابعتها، إلا أن الهيئة لم تقم بدور كبير في دعم أنشطة البورصة لان المجتمع كان يغلب عليه

الطابع الاقتصادي الاشتراكي وأن معظم القدرات الاقتصادية كانت مركزة في يد القطاع العام، كما أن القطاع الخاص يفضل إنشاء الشركات المغلقة التي لا تطرح أسهمها بالبورصة[1].

المرحلة الرابعة (من 1991 ال حد الآن) :

هي مرحلة الإصلاح الاقتصادي وقد بدأت سنة 1991 ولم تزل مستمرة حتى الآن، وفي ظل هذه المرحلة تبلورت السوق المصرية للأوراق المالية في صورتها الحالية بأدواتها وبنيتها الهيكلية والتنظيمية والتشريعية. وقد ساعد تثبيت الاقتصاد المصري وتخليصه من بعض الاختلالات الاقتصادية كارتفاع معدلات التضخم وتخفيض حدة البعض الآخر كعجز الموازنة وعجز الحساب الجاري من ميزان المدفوعات إلى إحداثِ بيئة اقتصادية مستقرة، كانت بمثابة نقطة انطلاقة لإجراء تطوير شامل لسوق الأوراق المالية.

وقد صدرت خلال هذه المرحلة العديد من التشريعات التي أسهمت في تنشيط السوق من أهمها قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1999 الذي جاءت معه عملية تطوير واحيائهَ بصورة حقيقية بحيث شكل أساس وجوهر البنية التشريعية لها ، وفي ظل هذا القانون تشكلت السوق بهيكلها وأدواتها الراهنة. وسنحاول تلخيص أهم محطات السوق بعد صدور القانون رقم 95 لسنة 1992فيما يلي [2]:

ففي سنة 1994 تحولت بورصتا القاهرة والإسكندرية من التداول اليدويِ إلى استخدام نظام إلكتروني للتداول وفي النصف الثاني من التسعينات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج الخوصصة والذي بموجبه تم طرح عدد كبير من الشركات لأوراقها المالية في البورصة، مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إليها، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث وفي سنة 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها ثم تلت ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتين مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بينهما.

---

[1] جهاد علي محمد علي، مرجع سبق ذكره ص 655.

[2] تاريخ البورصة، **مرجع سبق ذكره.**

وفي سنة 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها في سنة 2000 إنشاء صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات، ولكن الركود الاقتصادي في ذلك الوقت سرعان ما أثر على أداء السوق ودفع حركة التداول إلى الركود والذي كان هو الاتجاه السائد ليس في مصر فقط ولكن في غالبية الأسواق العالمية وفي سنة 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها في نفس السنةِ استبدال النظام الإلكتروني المحلي الصنع بنظام آخر مصمم من قبل شركة عالمية، والذي تم تحديثه اخر مرة بالنظام الأكثر تطوراً (X–Stream) المصمم من قبل (Nasdaq–OMX) وفي سنة2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة ليضم سوقاً للأوامر وآخر للصفقات وفي 2003 تم إطلاق مؤشر(CASE30) ليحل محل مؤشر(CASE50)وفي سنة 2005 تم إنهاء الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في ذات الجلسة، وفي نفس السنة تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات(WFE) .

وفي سنة 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهدت السنة قيام شراكة استراتيجية بين البورصة المصرية و(Nasdaq–OMX) من خلال شركة مصر لنشر المعلومات وفي سنة 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس السنة . وفي سنة 2008 تتم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية لهذه الأخيرة حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوي للمؤشرات تَأثراً بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة.

ولكن نشوء الأزمة المالية العالمية وقيام ثورة 2011 في مصر اثر بشكل كبير على أداء البورصة المصرية حيث تراجعت أحجام التعاملات فيها بشكل ملحوظ خلال سنتي2011 و 2012وواجهت البورصة المصرية تحديات جديدة نتيجة الحراك السياسي تلك الفترةُ ولكن هذا لم يثني البورصة المصرية عن خطط التطوير والتحديث التي تقوم بها من أجل مواكبة التطورات السريعة والمتلاحقة في عالم الأسواق المالية ، فأطلقت في شهر جويلية 2013 إستراتيجية جديدة ومتكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصرية وإعادته لمكانتها الرائدة وسط الأسواق الناشئة. لتستمر البورصة المصرية في رحلة خدمة الاقتصاد المصري لأكثر من 130 سنة.

2- سوق الجزائر للأوراق المالية (بورصة الجزائر)

انطلاقا من قانون 1911 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية، حيث بدأ التحضير فعليا لإنشائها من سنة 1996 [1]ففي البداية تم بتاريخ 9ديسمبر 1996خلق كيان يشبه البورصة تحت اسم شركة القيم المنقولة "SVM"" برأسمال إجمالي قدره 320000.00 دج تطبيقا لنص المادة01 من القانون رقم 03.88 حيث استعمل المشرع في هذا القانون تسمية شركة القيم المنقولة بدلا من كلمة بورصة القيم المنقولة سببه الفراغ التشريعي في تلك الفترة، حيث لم يكن يوجد نظام متكامل ومحكم من شأنه تنظيم بورصة حقيقية.

وفي فيفري 1992 أصبحت تسمى بورصة القيم المنقولة التسمية الحالية، وبمجرد قيام المشرع الجزائري بتعديل القانون التجاري في 1993/03/25 بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المتضمن أحكام خاصة بشركات المساهمة والقيم المنقولة، أصبحت الأرضية التشريعية جاهزة لاحتواء بورصة حقيقية ذات نظام متكامل [2] فصدر المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23/05/1993 حيث تضمن نص المادة ما يلي: " تؤسس بورصة القيم المنقولة، وتعد إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم (مرسوم تشريعي مؤرخ في 23 ماي 1993) إنشاؤها مر بثلاث مراحل الأولى تمهيدية تتلخص فيما يلي: [3]

المرحلة التقريرية(1990-1993) :

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في:

-المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990: ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط؛

[1] بورصة القيم المنقولة ، **http//www.sgbv.dz/ar/**،SGBV تاريخ الاطلاع 2024/4/25

[2] بورصة القيم المنقولة مرجع سبق ذكره

[3] B.V.M:**Bourse des Valeurs Mobilières,** 2005

– المرسوم 90–102 المؤرخ في نفس التاريخ: نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية. كما أنشأت في نفس السنة شركة القيم المنقولة (S.V.M) في 9ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000.00 دج، يديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة. وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط وتميزت هذه المرحلة بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولةSVM واصدار ثلاث مراسيم تنفيذية تتعلق بالبورصة بتاريخ 28 ماي 1991.

المرحلة الابتدائية(1993–1996) :

كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الاجتماعي؛ تم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9320.000.00 دج، كما تغير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية B.V.M. حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة، وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وشركة تسيير بورصة القيم(SGBV). ثم تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 94–175 المؤرخ في 13جوان 1994كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية؛

مرحلة الانطلاقة الفعلية (1996–الى يومنا هذا) :

بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة القيم من الناحية التنظيمية والقانونية تم:

– وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛

– أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛

–تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم؛

ومع بداية 1997 تم اختيار الوسطاء في البورصة بمسؤولية لجنة تنظيم ومراقبة عملياتها. لكن الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر تم يوم 17ديسمبر1997 بمقرها المادي بالغرفة الوطنية للتجارة بالعاصمة بدخول أربع شركات وطنية بأسهم وسندات، ويتعلق الأمر بكل من رياض سطيف، مجمع صيدال، المركب السياحي الأوراسي، إضافة لسونطراك ولقد شرعت هذه الشركات في الدخول إلى البورصة عن طريق صيغة الدعوة العامة للادخار والتي ترجمت

بخوصصة 20% من رأسمال كل شركة، وذلك إما في حالة الرفع من رأسمالها أو فتح جزء من رأسمالها للاكتتاب العام أو إصدار قروض سندية. فبالنسبة لأولى عمليات إدراج الأسهم، يمكن توضيحها وفق الجدول التالي :

الجدول رقم (3-1) : عمليات إدراج الأسهم المنجزة

الوحدة: دينار جزائري

الشركة	فترة الاكتتاب	قيمة العرض العمومي	عدد الأسهم	القيمة الاسمية	سعر الإصدار
رياض سطيف	من 02نوفمبر إلى 15ديسمبر 1998	2.300	1.000	1.000.000	1000.000.000
مجمع صيدال	من 15فيفري إلى 15مارس 1999	800	250	2.000.000	500.000.000
فندق الأوراسي	من 15جوان إلى 15جويلية 1999	400	250	1.200.000	300.000.000

المصدر: تم إعداده من طرف الطالبة اعتماداً على مجموعة من المراجع .

أما بالنسبة لأولى عمليات إدراج السندات فهي موضحة في الجدول التالي :

الجدول رقم(3-2) : عمليات إدراج السندات المنجزة

الوحدة: دينار جزائري

الشركة	القيمة الاسمية	فترة الاكتتاب	قيمة العرض العمومي	معدل الفائدة	علاوة الإصدار	تاريخ التسديد النهائي
شركة سوناطراك	سندات ب :قيمة3 10000 50000 100000	جانفي15من فيفري15إلى 1998	12,126 مليار	%2,5	13%	جانفي04 2003

المصدر :Lasary, **Le marché des capitaux,** collection – c'est facile –, 2014, p: 248

من هنا يتضح أن الانطلاقة كانت متواضعة وتفتقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانات التي يتوفر عليها الاقتصاد الجزائري لو تم تهيئة المناخ الملائم لذلك، فلقد برزت بورصة الجزائر إلى الوجود عليلة إذ اقتصرت على ثلاثة شركات عمومية تنازلت الدولة عن 20%من رأسمال كل منها للاكتتاب العام، وهي رياض سطيف (منتجات غذائية) صيدال (إنتاج الأدوية) والأوراسي (الفندقة) ,أما شركة سوناطراك فلقد لاقتصر دورها على إصدار ما تقارب قيمته 12 مليار دينار جزائري من السندات. هذا ولم تتوقف النصوص التشريعية والتنظيمية عند عملية إنشاء البورصة ودخول حيزها العملي و انما استمرت اللجنة في عملية تحيين هذه النصوص بالشكل الذي يجعل البورصة تتكيف مع مستجدات ومتطلبات الساحة المالية المحلية والدولية ، ولعل أهم تعديل هو القانون رقم04-03 المعد والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10.

المطلب الثاني : التركيبة الهيكلية الحالية للسوقين محل المقارنة

بعد استعراضنا لأهم محطات نشأة وتطور كل سوق من السوقينُ محل المقارنة ، فسنحاول فيما يلي استعراض التركيبة الهيكلية الحالية لكل منهما من حيث طبيعة كل طرف فيها والصلاحيات المخولة له التي تكفل إنجاز المهام المرتبطة به وبلوغ الأهداف المنوطة به أيضاً. وذلك لحاجتنا إليها في باقي أجزاء الدراسة التي تقوم أساساً عليها.

1- التركيبة الهيكلية لبورصة مصر : [1]

يتكون هيكل سوق مصر للأوراق المالية من الهيئات التالية :

1-1- الهيئة العامة للرقابة المالية : لقد كانت الهيئة العامة لسوق المال هي الرقيب على أنشطة السوق منذ تأسيسها بموجب القرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979، إلى غاية إنشاء الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009 التي تختص بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية بما في ذلك أسواق رأس المال، وبورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري والتأجير التمويلي والتوريق وذلك بهدف تحقيق سلامة

[1] **نبذة عن الهيئة العامة للرقابة المالية**، متاح على الموقع:
http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_pages/main_efsa_page.htm"
أطلع عليها بتاريخ 25 مارس 2024 الساعة 15 مساءا

واستقرار تلك الأسواق والأدوات وتنظيم الأنشطة وتنميتها وتعظيم قدرتها التنافسية على جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتعمل على الحد من مخاطر عدم التنسيق ومعالجة المشاكل التي تنتج عن اختلاف الطرق أو الأساليب الرقابية. فلقد حلت الهيئة العامة للرقابة المالية محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين والهيئة العامة لسوق المال والهيئة العامة لشؤون التمويل العقاري، في تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم 10لسنة 1981وقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 وقانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم 93لسنة 2000وقانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم 148 لسنة ،2001 كما حلت محل تلك الهيئات فيما تختص به في أية قوانين وقرارات أخرى. وتُعتَبر الهيئة الجهة الإدارية المختصة في تطبيق أحكام قانون التأجير التمويلي الصادر بالقانون رقم 95 لسنة1992.

تهدف الهيئة من خلال أعمالها ومهامها المتعددة إلى:

– سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية؛

– تنظيم وتنمية الأسواق المالية غير المصرفية؛

– ضمان توازن حقوق المتعاملين في الأسواق المالية غير المصرفية؛

– توفير الوسائل والنظم واصدار القواعد التي تضمن كفاءة هذه الأسواق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيها.

–وتختص الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها بما يلي:

– الترخيص بمزاولة الأنشطة المالية غير المصرفية؛

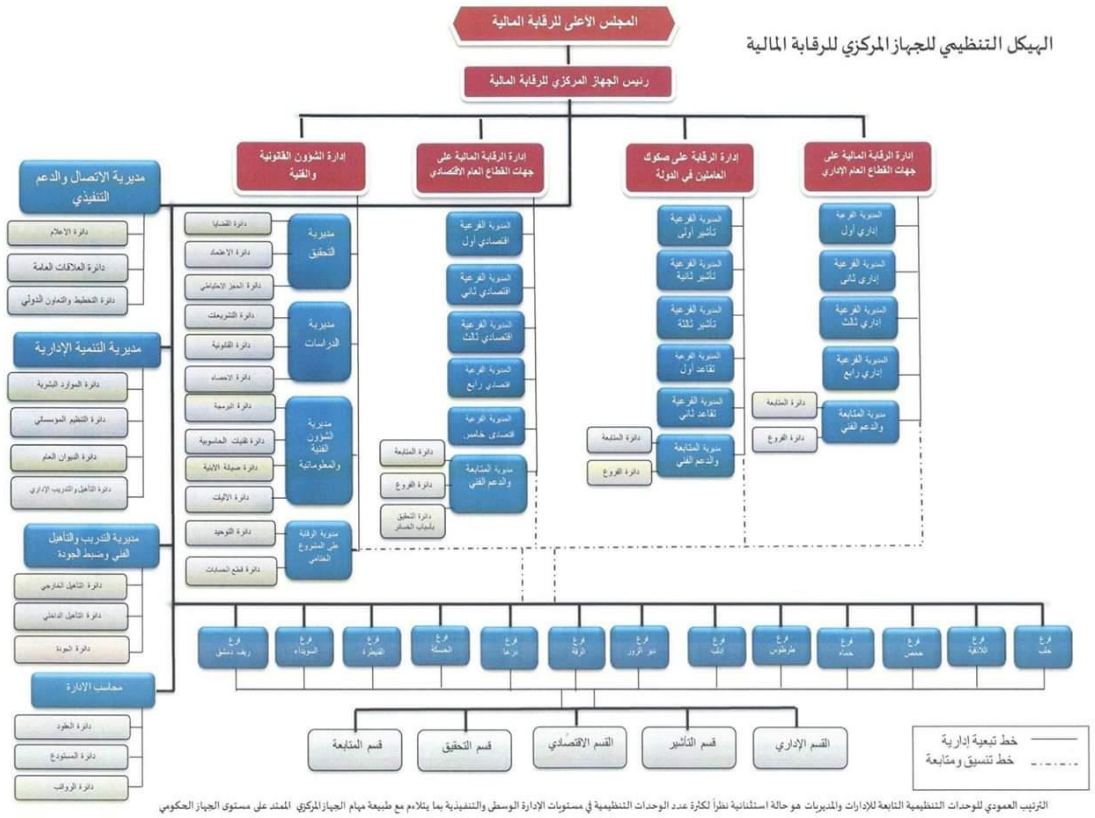
–التفتيش على الجهات التي يرخص لها بالعمل في الأنشطة والأسواق المالية غير المصرفية

–الإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية غير المصرفية؛

–الرقابة على الأسواق لضمان المنافسة والشفافية في تقديم الخدمات المالية غير المصرفي ؛

أما عن هيكلها التنظيمي فيمكن تلخيصه في الشكل التالي :

الشكل رقم (3-1) : الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للرقابة المالية



الترتيب العمودي للوحدات التنظيمية التابعة للإدارات والمديريات هو حالة استثنائية نظراً لكثرة عدد الوحدات التنظيمية في مستويات الإدارة الوسطى والتنفيذية بما يتلاءم مع طبيعة مهام الجهاز المركزي الممتد على مستوى الجهاز الحكومي

المصدر: الهيكل التنظيمي، متاح على الموقع :

https://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_pages/efsa_structure.htm

1-2- البورصة المصرية:

تهدف البورصة المصرية إلى أن تصبح السوق الرائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والتي تقدم أفضل المنتجات والحلول لكل الأطراف ذوي الصلة، كما تَهدف أيضاً إلى تطوير سوق تتمتع بالجودة لخدمة عملائها المصريين والأجانب من خلال تقديم أعلى تكنولوجيا وتوفير أحدث المنتجات، وتحقيق سوق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية.[1]

[1] **رؤية وأهداف البورصة**، متاح على الموقع" : http://www.egx.com.eg/Arabic/Mission_vision.aspx" اطلع عليه بتاريخ: "18 ماي 2024"على الساعة " 12:00

ويحكم عمل البورصة المصرية يحدد الأخلاقيات الواجب إتباعها من قبل كافة الأطراف المعنية في السوق (العملاء والشركات الأعضاء، الشركات المقيدة ، المديرين، العاملين والمستثمرين المحليين والدوليين). وتشتمل القيم المتبعة على ما يلي [1]:

– العملاء (الشركات المقيدة، الشركات الأعضاء والمستثمرون) يأتون في المقام الأول؛

– توفير معاملة متساوية وعادلة لكافة المتعاملين مع البورصة المصرية؛

–أهمية توافر مستويات مرتفعة من النزاهة لدى الموظفين و الشركاء؛

– تنظيم سوق تتناسب مع أفضل الممارسات والخبرات الدولية؛

–التعليم والتدريب المتواصل لموظفيها يمكن البورصة من تحسين خدماتها المقدمة للعملاء؛

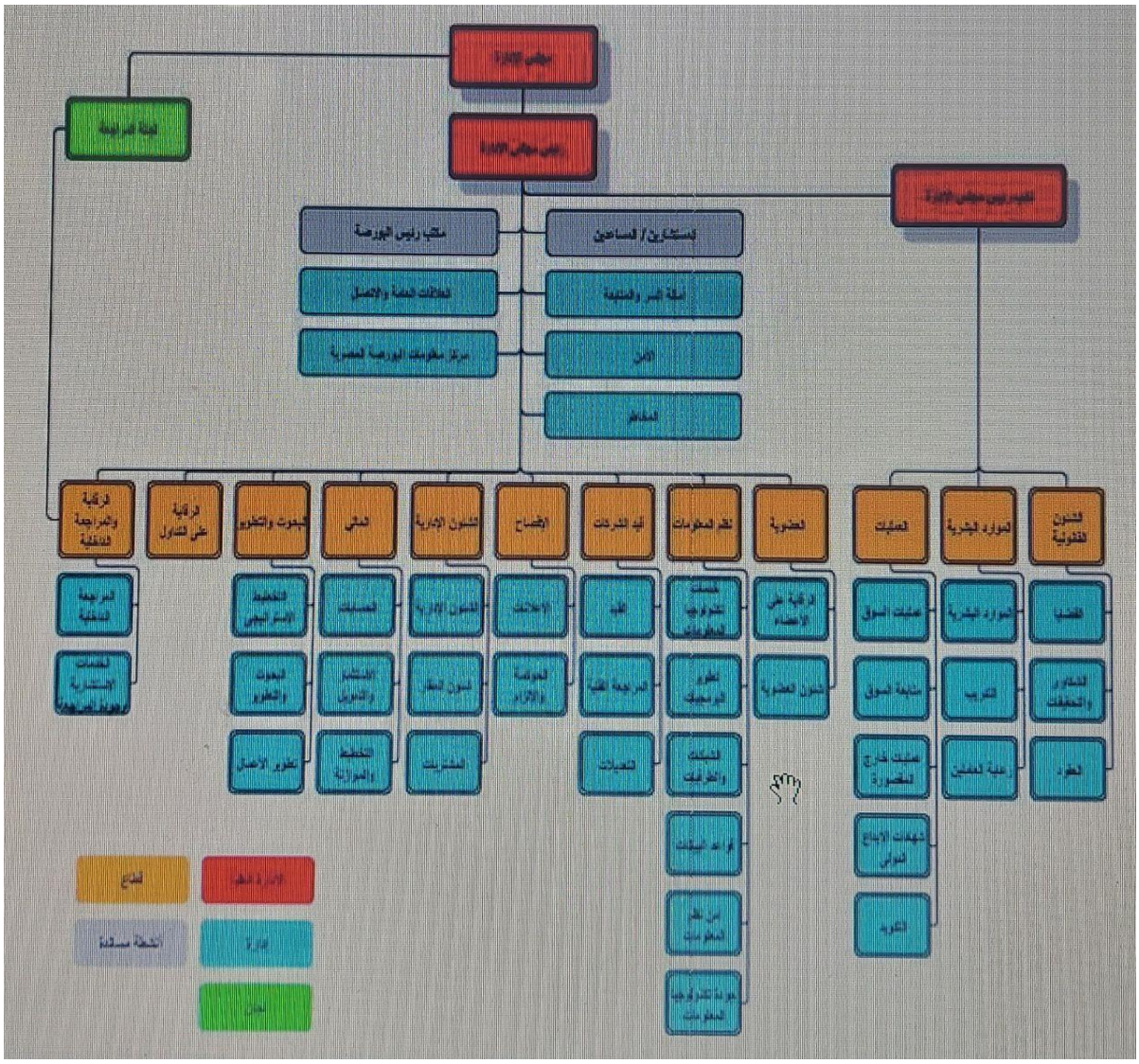
– إدراك الموظفون لطبيعة العمل لمهمتهم وقيمهم؛

– الاستجابة المستمرة للتغيرات الداخلية والخارجي .

هذا ويتوزع هيكلها التنظيمي على الشكل التالي:

الشكل رقم (3–2) : الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية

[1] **نفس المرجع أعلاه.**



المصدر: الهيكل التنظيمي، متاح على الموقع:

https://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_pages/efsa_structure.htm"

1-3- شركة مصر للمقاصة :

تأسست شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية كشركة مساهمة مصرية بموجب حكم المادة رقم 130من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95لسنة ،1992وقد كان الغرض الرئيسي من إنشاء الشركة هو القيام بنشاط المقاصة وتسوية المعاملات التي تتم على الأوراق المالية بالبورصة، وتطبيق نظام الحيازة المركزية للأوراق المالية، حيث تحدد رأس مال الشركة المرخص به عند إنشائها بـ 10000000 جنيه مصري وحدد رأس المال المصدر بمبلغ

3000000جنيه مصري موزع على 30000 سهم القيمة الاسمية للسهم 100جنيه مصري قد و تم توزيع رأس مال الشركة كالتالي:

- البنوك 50%؛

- بورصة الأوراق المالية 35%؛

- شركات الوساطة في الأوراق المالية 1 %.

1-4- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

نقصد بها حسب نص المادة رقم 27من القانون رقم 95 لسنة 1992 الشركات التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية؛

-الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها؛

- رأس مال المخاطر؛

- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية؛

-ادارة محافظ الأوراق المالية وصناديق التكوين واستثمار؛

-السمسرة في الأوراق المالية.

1-5- صندوق حماية المستثمر :

لقد تم إصدار النظام الأساسي لصندوق حماية المستثمر لأول مرة بموجب قرار رئيس الهيئة العامة لسوق المال رقم 106 لسنةِ 2006 والذي ألغي بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 46 لسنة 2016الصادر بتاريخ 24 أفريل 2016 بشأن إصدار النظام الأساسي

لصندوق حماية المستثمر، دخال عدة تعديلات عليه الذي قام بإعادة تنظيمه والتي سنحاول تلخيص أهمها فيما يلي[1]:

يعتبرصندوق حماية المستثمر من المخاطر غير التجارية شخص اعتباري مستقل لا يهدف إلى تحقيق الربح، الغرض منه تأمين المتعاملين في الأوراق المالية من المخاطر غير التجارية غير المتعلقة بالتداول الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المقيدة في البورصات المصرية. ويجوز أن يكون للصندوق مصلحة مباشرة أو غير مباشرة أو أن يشترك بأي وجه من الأهوج مع الجهات التي تزاول أعمالا شبيهة بأعماله أو التي تعاونه على تحقيق أغراضه وأهدافه في جمهورية مصر العربية، وذلك بعد موافقة الهيئة. هذا ويجب أن يكون عضواً بالصندوق كل شركة أو جهة مرخص لها بمزاولة نشاط أو أكثر من أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

1-6- صندوق ضمان التسويات:

هو وعاء يحتوي على جميع اشتراكات أعضاء التسوية التي تتم التسوية مباشرة على حساباتهم لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي وبنوك المقاصة سواء لحساب الغير أو لحسابهم. بحيث يهدف صندوق الضمان إلى تحقيق ما يلي:

-ضمان تنفيذ التزامات التسوية الناتجة عن عمليات تداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة من خلال تحقق صندوق الضمان من تسوية جميع عمليات التداول في يوم التسوية ؛

-زيادة حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية من خلال تأكد المتعاملين بالسوق من الدور الإيجابي لصندوق الضمان في تحقيق الاستقرار وِانضباط التعاملات فيها ؛

-تشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية على التعامل في السوق المصرية من خلال ضمان حصول المستثمرين على حقوقهم في الأوقات المحددة لها.

وتتمثل المخاطر التي يغطيها صندوق الضمان في :

[1] **القرار رقم 46 لسنة 2016** بتاريخ 24أفريل 2016 بشأن إصدار النظام الأساسي لصندوق حماية المستثمر، الوقائع المصرية ملحق للجريدة الرسمية، الصادرة بتاريخ 23 :ماي ،2016العدد: .(118أ)

– عدم قيام الأعضاء بسداد قيمة الأوراق المالية المشتراة؛

–عدم قيام الأعضاء بتسليم أو تحويل الأوراق المالية المباعة.

وذلك من خلال موارده المتمثلة في :

– اشتراكات الأعضاء في رأسمال صندوق الضمان؛

– مقابل التأخير الم حصل من الأعضاء المخالفين لقواعد صندوق الضمان؛

- عوائد ِاستثمار رأسمال صندوق الضمان؛

- عوائد ِاستثمار مقابل التأخير؛

- أرباح بيع وشراء الأوراق المالية التي تدخل صندوق الضمان بتغطيتها فعلياً وما يترتب عليها من توزيع أوراق مالية مجانية أو صرف عوائد تلك الأوراق المالية كوبونات.

1-7- مركز المديرين المصري :

تأسس مركز المديرين المصري سنة 2003 في وزارة التجارة الخارجية ليصبح أول مركز للتدريب والبحوث والاستشارات يقدم خدماته للشركات والمؤسسات المالية العامة والخاصة العاملة في مصر ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ويعمل المركز على نشر الوعي بقواعد حوكمة الشركات وأفضل الطرق لتطبيقها.

ويتعاون المركز مع العديد من المنظمات الدولية الرائدة مثل البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة ومعهد البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والإتحاد الأوروبي ومركز المشروعات الدولية الخاصة، وقد تمكن المركز خلال السنوات الماضية من ترك انطباع قوي وايجابي من خلال تشجيع البحوث في مجال حوكمة الشركات والقضايا ذات الصلة، وكذلك الارتقاء بمستوى تطبيق مبادئ الحوكمة في مختلف المؤسسات. ويوجه المركز أنشطته المتعددة إلى أعضاء ورؤساء مجالس الإدارة، والمديرين، وكبار التنفيذيين، والمساهمين، والأطراف ذات المصالح في هذه الشركات والمؤسسات المختلفة، لذا فقد تم اختيار المركز في أكتوبر 2010 ليكون أحد أربعة مراكز تميز في حوكمة الشركات من قبل المنتدى العالمي لحوكمة الشركات.[1]

---

[1] **التقرير السنوي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية لسنة 2016**متاح على الموقع:

"http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_pages/report_efsa.htm اطلع عليه بتاريخ 06 ماي 2024 على

2- التركيبة الهيكلية لبورصة الجزائر :

تتمثل الهيئات السوق المالي الجزائري فيما يلي:

2-1- لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة COSOB :

نصبت رسميا هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين والسهر على السير الجيد وعلى شفافية السوق، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك. وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:[1]

أ- السلطة التنظيمية والقانونية:

وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتنشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة. حيث أن المضاربات للوسطاء تغلط المستثمرين، حيث أي معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات السوق، وتسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق والمراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين.

ب- سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالاطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة والضمان لتنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من اجل التأكد من ما يلي:

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة؛
- امتثال الشركات التي تقوم المصدرة لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛

الساعة 00: 12 صباحا .

[1] لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، **مجموع القوانين**، نوفمبر 1997.

-التأكد من التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل؛

-بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة؛

- تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.

ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:

عندما يحدث أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين، فيطلب وضع حد للمخالفات ولهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى، وتعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها وتأسس كطرف مدني، أما العدالة فهي تمارس هذه السلطة عند إخلال الوسطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية والأخلاقية، أو المخالفات لإجراءات قانونية والتنظيمية، وتمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم، بين الوسطاء والزبائن، أو بين الوسطاء وبين هيئات المراقبة أو الإدارة.... .الخ وخلاصة القول أن لهذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، تعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم [1].

2-2- شركة إدارة بورصة القيمSGBV

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشاءها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24مليون دج .فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة ،IOB وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصةCOSOB وتقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في [2]:

---

[1] لجنة مراقبة وتنظيم أعمال البورصة، **مجموع القوانين**، نوفمبر 1997

[2] بمقتضى **المرسوم التشريعي**، لنظام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 97-03المؤرخ في1997.

-دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم؛

-القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.

بالإضافة إلى مهام أخرى لـ SGBV تحت إشراف COSOB متمثلة في ما يلي:

-التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة؛

-التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة؛

-نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

3- الوسطاء في عمليات البورصة IOB

لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم و مراقبة البورصة حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزها، حيث ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه10. و لقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23مارس 1993مهامه فيما يلي :

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه؛

-التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية؛

-القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.

3-1- شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:

وتتمثل في [1]:

- السن 25سنة عند تقديم الطلب؛
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها؛
- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة؛

[1] La bourse d'alger : **cadre légale et reglementaire,** IBID, 1998, P03.

– أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين؛

– توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط؛

– أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة بـ :500000 دج؛

– أن يقدم طلب اعتماد لدىCOSOB.

3-2- شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:

وتتمثل في [1]:

– إهتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري؛

– امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن؛

–مقر الشركة أن يكون بالجزائر ؛

–أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل؛

–إيداع طلب عندCOSOB.

3-3- أنواع الوسطاء الماليون:

3-1-1- تقسيم عام:

يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم عام إلى [2]:

–الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود :

و هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتوجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:

–عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية؛

– توظيف القيم المنقولة لحساب الغير ؛

–تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل؛

–القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة.

–كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم و مراقبة عملية البورصة.

–الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود :

[1] مرجع سبق ذكره

[2] **المادة 2** من **نظام لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة** ، رقم 96 –03المؤرخ في 1996/07/03

وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي.

3-2-1- تقسيم خاص:

يقسم الوسطاء الماليون حسب تقسيم خاص إلى [1]:

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء و نميز بين الوسطاء التاليين:

-**وسيط** :هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددهاCOSOB .

-**تاجر** : و هو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري ويبيع لحسابه الخاص، و يتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة و لقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة.

-**العميل** : يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط.

4- المؤتمن المركزي للسندات المؤتمن المركزي للسندات[2] :

4-1- تسميته و وضعه القانوني : تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03 4/المؤرخ في 2003/02/17و هو شركة ذات أسهم تحمل تسميته تجارية الجزائر للتسوية تخضع للقانون الأساسي و تعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد استطلاع cosob.

4-2- المساهمين فيه: المساهمين المؤسسين هم 7 بنوك عمومية و 5 شركات مسعرة في البورصة و هي الأوراسي، صيدال، أليانس للتأمين وأن سي أ رويبة وهي تمثل الأسهم، ودحلى والتي تمثل السندات.

4-3- الأوراق المالية المقبولة في عملياته:

- سندات رأس المال (الأسهم)؛

- سندات الدين القابلة للتداول (سندات).

4-4- وظائف المؤتمن المركزي للسندات

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم، 2008.

[2] بورصة القيم المنقولة ، /**http//www.sgbv.dz/ar**، SGBV تاريخ الاطلاع 2024/04/07 على الساعة 00: 21.

تتمثل في:

– يدير حسابات الأوراق المالية الجارية لصالح ماسك حسابات حافظ السندات و بذلك يحفظ الأوراق المالية و يسهل ما بين الوسطاء الماليين؛

– ينفذ العمليات على الأوراق المالية التي تقررها الشركات المدرجة "دفع أرباح الأسهم ودفع فوائد السندات

– نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالي.

4-5- إيجابيات المؤتمن المركزي للسندات:

– يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الوراق المالية؛

– يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية؛

–يسمح لمصدري الأوراق المالية بان يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للادخار؛

– يضمن تزامن عمليتي التسوية و التسلم؛

– تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها؛

– يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

و يتولى ماسك الحساب و حافظ السندات مجموعة من الخدمات يمكن تقديمها:

– حفظ و إدارة الأوراق المالية التي يتعهد بها باسم اصحابها؛

– تنفيذ التعليمات التي يتسلمها؛

– يطبق العمليات على الأوراق المالية :دفع الأرباح –الفوائد – ونقل الحقوق.

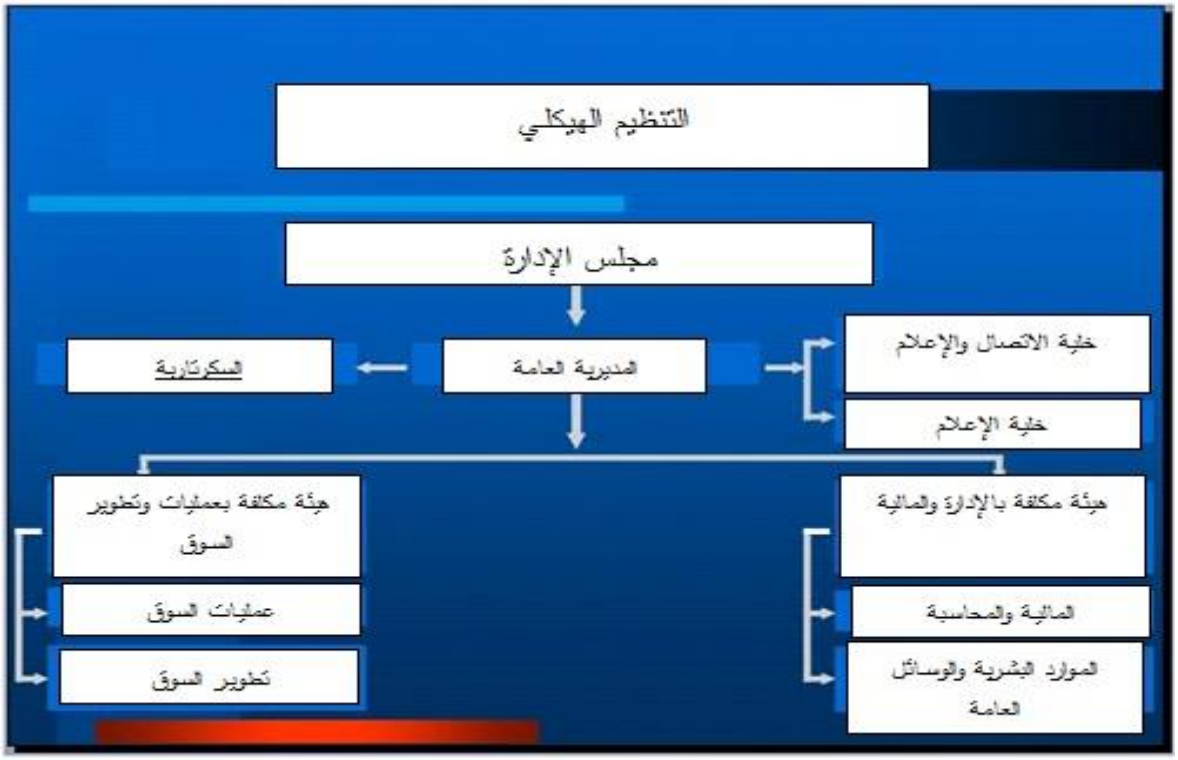
يعلم أصحاب الأوراق المالية مايلي:

– تنفيذ تعليماتهم؛

– حركة حساباتهم؛

– العمليات على السندات التي تتعلق بالسندات التي تمارس عليها أصحابها حقها = إشعار بالعمليات.

الشكل رقم(3-3) : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، متاح على الموقع : https://www.sgbv.dz/commons/post/org_AR.jpg

المبحث الثاني :

تقييم حوكمة الشركات والأداء المالي للسوقين محل المقارنة.

تعمل حوكمة الشركات على دعم البورصات والرفع من اداءها المالي عن طريق التطبيق الفعلي للمبادئ المنصوص عليها

المطلب الأول: تقييم حوكمة الشركات في السوقين محل المقارنة

على الرغم من ان الاعتراف بمزايا حوكمة الشركات يشهَد نمواً سريعاً الا ان هناك ندرة في البحوث والدراسات التقييمية حول هذا الموضوع وبالأخص في الجزائر، هذه الدراسات التي تعتبر مطلب رئيسي لتعزيز فهم كل من صانعي السياسات والقطاع الخاص لثغرات التنفيذ الرسمية والتدابير الممكنة لسدها. وسيكون هذا المطلب مجالاً لتقديم أهم ما توصلت إليه الدراسات القليلة جداً التي تناولت تقييم مدى تطبيق المبادئ الدولية لحوكمة الشركات في السوقين محل المقارنة وفق آخر النسخ لها، نظراً لصعوبة إجراء هذا التقييم لما يتطلبه من صلاحيات وإمكانيات من جهة ونظراً لتكفل بعض الهيئات الدولية ذات الاهتمام بالموضوع بذلك لما تتمتع به من وسائل تؤهلها للقيام بهذا الدور من جهة أخرى. وذلك من أجل التماس الحاجة إلى تقوية دور هاتين السوقين في دعم حوكمة الشركات المدرجة والعاملة فيه .

1-بورصة مصر :

تعتبر مصر أول دولة عربية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تهتم بتطبيق مبادئ الحوكمة، فبالرغم من عدم ظهور مصطلح حوكمة الشركات في مصر منذ مدة طويلة جداً، غير أن فحوى تطبيق القواعد والمعايير المتعلقة بهذا المصطلح موجود في القواعد المنظمة لقطاعي الشركات وسوق الأوراق المالية منذ مدة، ويظهر ذلك في مواد القوانين الصادرة سواء قوانين الشركات أو المحاسبة... .إلخ بحيث تعد تجربة مصر في إرساء قواعد حوكمة الشركات هي الرائدة في المنطقة وذلك بشهادة المنظمات الدولية والإقليمية المختصة، فلقد بدأ الاهتمام بالحوكمة في مصر سنة 2001 بمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية آنذاك (وزارة التجارة والصناعة حالياً). حيث وجدت الوزارة ان برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأته مصر منذ أوائل التسعينات (حيث تناولت العديد من التشريعات التي صدرت خلال فترة التسعينات من القرن الماضي بعض جوانب حوكمة الشركات المتداولة في البورصة المصرية وفي مقدمتها قانون سوق رأس المال) لا يكتمل إلا بوضع إطار تنظيمي ورقابي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل نظام السوق الحر .

وفي نفس السنة (2001) قام البنك الدولي بالتعاون مع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية في ذلك الوقت وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية بالإضافة إلى عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين، بإعداد أول تقرير لتقييم مدى مراعاة المبادئ الدولية لحوكمة الشركات الصادرة عن المنظمة OCDE في مصر، وذلك في إطار برنامج البنك الدولي وصندوق النقد الدولي المتعلق بشأن التقارير الخاصة بمراعاة المعايير والقواعد ROSCوقد لخص التقرير الى ان القواعد المنظمة لحوكمة الشركات والمطبقة في مصر تتماشى مع المبادئ الدولية في سياق 39 مبدأ من إجمالي 48 مبدأ .

وقد جاء التقييم الثاني من البنك الدولي لتقييم الوضع في سنة 2003 أين خلص إلى ارتفاع عد المعايير التي تتسق تماماً أو بدرجة كبيرة مع المعايير الدولية لحوكمة الشركات من 39 إلى 45معياراً، بينما انخفض عدد المعايير التي لا تتم مراعاتها من 8إلى 3معايير فقط وهو ما يوضح التقدم في الوضع. وكان آخرها سنة 2009 وهو الذي سنستعرضه في هذا المقام : بحيث توصل هذا التقرير إلى أن الحكومة المصرية حققت الشيء الكثير لتحسين الإطار القانوني، التنظيمي والمؤسسي لحوكمة الشركات، كقيام وزارة الاستثمار بإنشاء المعهد المصري للمديرين وهو الأول من نوعه في المنطقة، وأطلقت ميثاق الحوكمة للشركات الخاصة والحكومية. هذا فضلاً عن عدد من التغييرات على الإطار القانوني والتنظيمي تم إجراؤها، مثل تشديد الأحكام المتعلقة بالتداول الداخلي، تعزيز قواعد الإفصاح، إلزام الشركات بإنشاء لجان تدقيق على مستوى مجالس الإدارة، تحديث إطار المحاسبة والمراجعة بما يتماشى مع المعايير الدولية. كما أنشأت الهيئة العامة لسوق المال (تمِ استبدالها حالياً بالهيئة العامة للرقابة المالية على النحو السابق بيانه) قسم خاص بحوكمة الشركات، والبورصة المصرية بدأت بفرض هذه الأخيرة ضمن قواعد الإدراج الخاصة بها مما أدى إلى حالات شطب عديدة شملت أكثر من 1,148شركة بداية من 2002 ليصل عدد الشركات إلى 333 في منتصف سنة ، 2009 هذا ولقد نفذت السلطات المصرية العديد من التوصيات الرئيسية الواردة في تقريري سنتي 2001و2004. ومن جهة أخرى الممارسات الحالية لحوكمة الشركات المدرجة تتميز بعدة نقاط من أهمها:

– عدد من المجالس لا تدير أو تراقب الإدارة بمساعدتها على التطوير وتحميلها مسؤولية مجموعة من مؤشرات الأداء والسياسات الرئيسية لإدارة المخاطر وعمليات الرقابة الداخلية والتدقيق، كما أن التخطيط لتعاقب الموظفين هو غائب في كثير من الأحيان، وعملية تعيين أعضاء المجلس مبهمة إلى حد كبير وغالباً ما يسيطر عليها أصحاب الأغلبية، وأدى ذلك أحيانا إلى ثغرات في المهارات وصفقات المطلعين من ذوي العلاقة؛

– لقد تحسنت التقارير المالية بشكل ملحوظ من حيث توقيت ونوعية الإفصاح، ومع ذلك يبقى الإفصاح غير المالي غير كاف (غير متطور)، فعدد قليل من الشركات تقوم بالإفصاح العلني عن هياكل الملكية والحوكمة وسياسات المكافآت أو اخمال طر المتوقعة على موقعها الإلكتروني أو في تقاريرها السنوية؛

– تحسنت القوانين واللوائح التي تحدد حقوق المساهمين بشكل ملحوظ على الرغم من وجود بعض نقاط الضعف، فالمعاملات غير العادية هي على سبيل المثال على العموم لا تتطلب موافقة حملة الأسهم كما تنص عليه مبادئ حوكمة الشركات ، ما لم تشكل الصفقة اندماج أو استحواذ وفي هذه الحالة يجب الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية، وفي حالة غياب نظام قضائي فعال فالمساهمين من الناحية العملية غير قادرين على إجراء مساءلة المدراء والموظفين عن خرق واجباتهم.

2– بورصة الجزائر :

على المستوى المحلي والى انقضاء الحدود الزمنية لدراستنا هذه التي تتزامن مع أوساط سنة 2024 يكون قد قام كل من نادي الحركة والتفكير حول المؤسسة CARE بدعم من مركز المشروعات الدولية الخاصة بإجراء الدراسة الأولى والوحيدة لتقييم مدى فهم وتطبيق الحوكمة في الشركات الجزائرية وهي للأسف غير منشورة. هذه الدراسة التي حسب وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمار فلقد تم تقديمها في حفل إطلاق معهد حوكمة الشركات يوم 09أكتوبر 2010في الجزائر العاصمة، وتم إنجازها في جوان– جويلية 2010 بمشاركة 201 من رؤساء شركات خاصة من القطاع الصناعي والخدماتي ولقد خرجت هذه الدراسة بالأخص أن مفهوم الحوكمة ليس معروفاً جيداً من قبل رؤساء الشركات، وأن 63% عبروا عن رغبتهم في تطبيق ممارسات الحوكمة و 47 %منهم يرغبون في متابعة برامج تدريبية فيما يتعلق بحوكمة الشركات وسجلت الدراسة أن التمويل بالأسهم والوصول إلى الأراضي الصناعية هي القيود الرئيسية لبيئة العمل التي أثارتها المقابلات معهم، كما سلطت الضوء على الحاجة إلى نشر وتعميم مفهوم حوكمة الشركات ووضع نظام حوافز لتطبيق الميثاق [1]. أما على المستوى الدولي فنادرةٌ هي الدراسات التي شملت الجزائر في تقييمها لمدى الالتزام بمبادئ الحوكمة. ويمكننا في هذا الإطار، الاستعانة بتقرير ممارسة أنشطة الأعمال الصادر عن البنك الدولي سنة 2023 في طبعته رقم 14 تحت عنوان "تكافؤ الفرص للجميع"، الذي يقوم بدراسة وقياس الإجراءات الحكومية التي تعزز أنشطة الأعمال وتلك التي تعوقها. وسنختار أكثر المؤشرات علاقة بمبادئ حوكمة الشركات وهو" **مؤشر نطاق**

[1] **Des études et de la prospective**, Ministère de l’industrie et de la petite et moyenne entreprise et de la promotion de l’investissement, Direction générale de l’intelligence économique, Bulletin de veille Numéro: 18 Edition du 25 octobre 2010, p: 03

قوة حماية المستثمرين الأقلية:" بحيث يقيس التقرير قوة حماية المساهمين الأقلية في حال تضارب المصالح من خلال مجموعة من المؤشرات الفرعية عن حقوق المساهمين، وقد وضعت هذه البيانات بناءِ على استبيانات شملت محامين ومتخصصين في قوانين الشركات والأوراق المالية وهي تستند أيضاً إلى أنظمة الأوراق المالية، وقوانين الشركات، وقوانين الإجراءات المدنية وقواعد الإثبات لدى المحاكم و يتم تحديد ترتيب الاقتصاديات على مؤشر قوة حماية المستثمرين الأقلية عن طريق فرز مدى الاقتراب من الحد الأعلى للأداء على مؤشر حماية المستثمرين الأقلية. وهو حاصل جمع (**ستة06 مؤشرات فرعية**) تتراوح قيمته بين0 و 10مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى حماية أكبر للمستثمرين الأقلية ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر بناء على تقرير سنة 2023المذكور أعلاه على 33,33درجة بمرتبة 173من 190دولة، في حين تحصلت مصر في نفس التقرير على 48,33 درجة وجاءت في المرتبة رقم 144.

1- مؤشر نطاق الإفصاح:

يتألف مؤشر نطاق الإفصاح من خمسة مكونات، وتتراوح قيمته بين 0 و 10مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى قدر أكبر من المعلومات المفصح عنها ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر الفرعي على 4 درجات من 10في حين تحصلت مصر فيه على 8 درجات من 10

2 -مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة :

يتألف مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة من 7مكونات، وتتراوح قيمته بين 0 و 10مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى تحميل أعضاء مجلس الإدارة مسؤولية كبرى. ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر الفرعي على درجة واحدة من 10في حين تحصلت مصر فيه على 3درجات من 10؛

3- مؤشر سهولة قيام المساهمين بالدعاوى:

يتألف مؤشر سهولة قيام المساهمين بالدعاوى من 6 مكونات، وتتراوح قيمته بين 0 و10 مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى صلاحيات كبرى للمساهمين للطعن في الصفقات. ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر الفرعي على 5 درجات من 10 في حين تحصلت مصر فيه على 3درجات من 10؛

4- مؤشر نطاق حقوق المساهمين :لكل مكون من مكونات مؤشر نطاق حقوق المساهمين، يحسب تقدير صفر إذا كانت الإجابة بالنفي، وتحسب نقطة واحدة إذا كانت الإجابة عكس ذلك. يتألف هذا المؤشر من 10 مكونات، ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر الفرعي على 3 درجات من 10 وهي نفس الدرجات التي تحصلت عليها مصر فيه أيضاً؛

5- مؤشر مدى الملكية والإدارة :لكل مكون من مكونات مؤشر قوة الهيكل الإداري، يحسب تقدير صفر إذا كانت الإجابة بالنفي، وتحسب نقطة واحدة إذا كانت الإجابة عكس ذلك يتألف هذا المؤشر من 10 مكونات، ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر الفرعي على 5درجات من 10في حين تحصلت مصر فيه على 7 درجات من 10؛

6- مؤشر نطاق الشفافية في الشركات :لكل مكون من مكونات مؤشر نطاق الشفافية في الشركات، يحسب تقدير صفر إذا كانت الإجابة بالنفي، وتحسب نقطة واحدة إذا كانت الإجابة عكس ذلك يتألف هذا المؤشر من 10مكونات، ولقد تحصلت الجزائر في هذا المؤشر الفرعي على 2 درجات من10 في حين تحصلت مصر فيه على 5 درجات من10 .

المطلب الثاني : تقييم الأداء المالي للسوقين محل المقارنة

بغية التوصل إلى تقييم دقيق لأداء سوق للأوراق المالية أو مجموعة منها ومن ثم التعرف على مدى نموها ونضجها، فهناك جملة من المؤشرات الشائعة الاستخدام في الأدبيات المالية ولعل أهمها: مؤشرات حجم السوق، مؤشرات سيولة السوق، مؤشرات درجة تمركز التداول ومؤشرات تذبذب عائد السوق. ومن خلال هذا المطلب سنقوم باستخدام مؤشرات حجم السوق ومؤشرات سيولة السوق بهدف إعطاء نظرة على الأداء المالي الحالي لكلتا السوقين في إطار دراسة مقارنة بالنسبة لكل مؤشر وفقاً لآخر سنة تتوفر بياناتها كاملة وهي سنة 2022 وليس لتتبع تطور هذا الأداء خلال فترة زمنية طويلة، وتجدر الإشارة أننا لم نوحد العملة وذلك لأننا سنقارن بين المعدلات (النسب المئوية) الناتجة عن القيم وليس بين القيم في حد ذاتها .وذلك على النحو التالي:

1-مؤشرات حجم السوق :

من أجل قياس حجم السوق يستخدم المحللون الاقتصاديون عادة مؤشرين هما : معدل الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

1-1- معدل الرسملة السوقية (معدل رأس المال السوقي) :

يمثل معدل الرسملة السوقية القيمة الإجمالية السوقية للأسهم المدرجة في السوق مقسومة على إجمالي الناتج المحلي للدولة خلال فترة زمنية معينة، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو أن حجم السوق يرتبط إيجاباً بالقدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر وذلك من خلال ارتفاع رأس المال السوقي الراجع إما للارتفاع في عدد الشركاتِ المدرجة في السوق أو عدد الأسهم المدرجة فيها أو إلى ارتفاع أسعار الأسهم أو إلى كليهما.

إلا أن هذا المؤشر يعاني من أوجه قصور تحول دون الاعتماد عليه لوحده في الحكم على أداء السوق إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع معدل رسملة السوق في حين أن قيمة التداول (التعاملات) بها يكون صغيرا ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر معدل رسملة السوق و لكنها غير نشطة ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{رسملة السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100\%$$

وبالتطبيق على السوقين محل المقارنة ، يمكننا تلخيص وضعية مؤشر معدل رسملة السوق حسب آخر المعطيات المتوفرة والتي ترجع لسنة 2023 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-3) : مقارنة معدل رسملة السوق خلال سنة 2023

الجزائر بالمليار (دينار)	مصر بالمليار (جنيه)	المؤشر
601,49	45,77819774	**إجمالي القيمة السوقية**
2708,300	17406,800	**الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية**
0.26%	22.2%	**معدل رسملة السوق (%)**

المصدر: تم إعداده من طرف الطالبة اعتماداً : على

- Rapport annuelle de l'autorité de régulation du marché financier (COSOB) 2016, République algérienne démocratique et populaire, p: 59.

-**التقرير السنوي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية لسنة ،2016**متاح على الموقع: http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_pages/report_efsa.htm": اطلع عليه بتاريخ على الساعة: 10:52ص73

-**قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي**، متاح على الموقع:
" https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo"
اطلع عليه بتاريخ: " 12افريل 2024"على الساعة: 01:41
– مع الاضطرار إلى إنجاز بعض التحويلات حتى يتم توحيد وحدة القياس الرقمية (المليار).

من خلال معطيات الجدول السابق يتضح الضعف الكبير لحجم السوق الجزائرية وعدم تلاؤمه مع حجم الاقتصاد، بحيث لا يتعدى حجمها عتبة 0,26% من حجم هذا الأخير. وبالأخص إذا ما قورنت بنظيرتها المصرية التي تتجاوز فيها هذه النسبة 22.2%.

1-2- عدد الشركات المدرجة في السوق:

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، غير أن هذا المؤشر يفقد أية دلالة إذا لم يصاح به استخدام مؤشر نسبة رسملة السوق، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً في حين يكون إجمالي القيمة السوقية لأسهمها صغيراً . فضلاً عن ذلك فإنه في حالة الاختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لعدد من الدول فإن هذا المؤشر لا يكون مفيداً وانما فقط في حالة القيم المتطرفة[1]. فلقد بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر سنة 2023 ولا يزال 05 شركات (ذكرناها في المبحث السابق). أما عن عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية فلقد بلغ سنة 2023 عدد 241 شركة منها 194شركة داخل المقصورة و 21 شركة داخل بورصة النيل و 26شركة خارج المقصورة [2].

فيتضح من واقع البيانات المذكورة أعلاه الفرق الشاسع بين عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية وتلك المدرجة في نظيرتها الجزائرية خلال نفس السنة لصالح الأولى طبعاً.

2-مؤشرات سيولة السوق

بالرغم من تعدد التعاريف النظرية التي وضعها الاقتصاديون للسيولة، إلا أن المحللون عادة يستخدمون مصطلح السيولة للدلالة على سهولة شراء وبيع الأوراق المالية ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ أوراقهم المالية بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل من الاستثمار أقل مخاطرة وتسهل من الاستثمار طويل الأجل والأكثر ربحية. وتعتبر السيولة مهمة في تحقيق نمو أسواق الأوراق المالية فنظرياً الأسواق التي تتمتع بدرجة سيولة عالية تحسن تخصيص رأس المال

[1] Aslh Demirguç-Kunt And Ross Levine**, Op.cit,** p: 294.

[2] **بيانات السوق**، متاح على الموقع "www.egx.com.eg/arabic/MarketSummry.aspx"" : اطلع عليه بتاريخ 13ماي ، 2024 على الساعة 12.00

وتعزز تدفقات النمو الاقتصادي على المدى البعيد. ويجب أن تأخذ بعين الاعتبار عند قياس درجة سيولة الأسواق كل التكاليف المرتبطة بالمعاملات، بما فيها تكلفة الوقت وعدم التأكد من إتمام وتسوية المعاملات [1].

ومن أجل قياس درجة سيولة السوق ثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع هما: معدل التداول ومعدل دوران الأسهم.

2-1- معدل التداول

يمثل هذا المؤشر إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة خلال فترة زمنية معينة، ويقيس هذا المؤشر أهمية حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي وهو ما يعكس إيجاباً مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل التداول} = \frac{\text{قيمة التداول}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100\%$$

وبالتطبيق على السوقين محل المقارنة يمكننا تلخيص وضعية مؤشر معدل التداول خلال سنة 2023 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3-4) : مقارنة معدل التداول خلال سنة 2023

الجزائر (بالمليار دينار)	مصر (بالمليار جنيه)	المؤشر
284,6	0,80550043	إجمالي قيمة التداول
2708,300	17406,800	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية
0.046%	10.50%	معدل التداول (%)

[1] Aslh Demirguç-Kunt And Ross Levine, **Op.cit**, p: 295

المصدر: تم اعداده من طرف الطالبة اعتماداً على **نفس المرجع السابق**

باستقراء البيانات المسجلة في الجدول السابق يتضح الفرق الكبير والملموس جداً فيما يمثله حجم التداولات داخل السوق من حجم الاقتصاد الوطني ككل بين كل من بورصة الجزائر والبورصة المصرية، ففي حين بلغت نسبة ما تمثله قيمة التداول من حجم الاقتصاد الوطني معبراً عنه بالناتج المحلي الإجمالي 0,046%فقط، فلقد تجاوزت هذه النسبة بالبورصة المصرية عتبة الـ10.50% .

2-2- معدل دوران الأسهم

يمثل معدل الدوران القيمة الكلية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية مقسومة على رسملة السوق، وتعتبر القيمة العالية لِمعدل دوران الأسهم مؤشراً على تدني تكاليف المعاملات. والجدير بالذكر هذا المؤشر يكمل معدل رسملة السوق، فيمكن أن تكون السوق صغيرة ونشطة، صغيرة لانخفاض معدل رسملتها ونشطة لارتفاع معدل الدوران فيها. كما يكمل هذا المؤشر أيضاً معدل التداول ففي حين يوضح معدل التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية مقارنة مع حجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات مقارنة مع حجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تتمتع بدرجة سيولة عالية تمتلك معدل دوران كبير لكن ينخفض فيها معدل التداول . ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{قيمة التداول}}{\text{رسملة السوق}} \times 100\%$$

الجدول رقم (3-5): مقارنة معدل دوران الأسهم خلال سنة 2023

الجزائر (بالمليار دينار)	مصر (بالمليار جنيه)	المؤشر
284,6	0,80550043	إجمالي قيمة التداول
601,49	45,77819774	إجمالي القيمة السوقية
1.76%	47.31%	معدل دوران الأسهم(%)

المصدر: من اعداد الطالبة حسب المرجع السابق ذكره.

وبالإسقاط على السوقين محل المقارنة وفق آخر الإحصائيات، يمكننا تلخيص وضعية مؤشر معدل دوران الأسهم في الجدول التالي:

يوضح الجدول السابق أن معدل الدوران أخذ في بورصة الجزائر نفس اتجاه معدل التداول خلال نفس السنة، فلم تتعدى قيمته حاجز الـ 1,76% فقط في حين بلغت هذه القيمة في البورصة المصرية 47,31% وهو ما يؤكد ضعف درجة سيولة بورصة الجزائر. وعليه فتظهر هذه المؤشرات الضعف في مستوى أداء بورصة الجزائر مقارنة مع البورصة المصرية وحتى على المستوى الإقليمي والعالمي ككل، وهو ما يعكس غياب مساهمتها في تمويل ودعم الاقتصاد الوطني والاندماج في الدورة الاقتصادية الوطنية، وذلك ليس نتيجة الصدفة بل هو ناتج تراكمات على مدى سنوات من الجمود. وهكذا فعلى عكس مصر التي تعتبر أول دولة عربية تم تقييمها بشأن ممارسات حوكمة الشركات على المستوى الدولي والدولة العربية الوحيدة التي أصدر عنها البنك الدولي ثلاث تقارير حتى الآن عن التقيد بمعايير وقواعد حوكمة الشركات. فحوكمة الشركات في الجزائر وللأسف لم تصل حتى إلى درجة تجعلها مقبولة للتقييم على المستوى الدوليَ هذا العائق الذي يحول دون تحسن أدائها المالي على النحو الذي وضحته المؤشرات التقييمية السابقة الذكر، ما يفرض الحاجة إلى البحث عن الآليات الكفيلة بدعم هذا الدور التي تعد أسواق الأوراق المالية بأطرها التشريعية والمؤسسية أحد أهمها وأنسبها لتأديته.

خلاصة الفصل الثالث

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل البحث في مدى ضرورة دعم حوكمة الشركات في السوقين محل المقارنة ، بدءاً بتقديمهما كخطوة لابد منها من خلال عرض أهم المحطات التاريخية لنشأتهما وتطورهما وصولاً إلى هيكلهما الحالي، ومن ثم التطرق إلى تقييم مستوى الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات فيهما والأداء المالي الحالي لهما ولقد توصلنا في نهايته إلى جملة النتائج التالية:

– يوجد تفاوت كبير بين السوقين محل المقارنة سواء من حيث تواريخ نشأتهما أو من حيث المراحل التي مرت بها، حيث نجد أن مصر كانت السباقة في إنشاء سوق لأوراقها المالية والتي شهدت سلسلة من المراحل الطويلة الأجل بين التطور والتراجع مكانتها من الظهور بالصورة التي هي عليها اليوم، أما نظيرتها الجزائرية التي تَرجع نشأتها إلى سنوات التسعينات فهي تعتبر بورصة فتية بالمقارنة بالرغم من التفاوت الواسع في تواريخ نشأة كل من السوقين محل المقارنة، غير أن هناك فترة تجمعهما ألا وهي بداية التسعينات التي شكلت بالنسبة لكل منهما منعطفا حاس من خلال قيامهما بإجراء تعديلات تشريعية ومؤسسية جوهرية جعلت لكلتا السوقين تركيبة هيكلية شاملة ومتكاملة

– تعتبر مصر أول دولة عربية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تهتم بتطبيق مبادئ الحوكمة، بحيث تعد تجربتها في إرساء مبادئ حوكمة الشركات هي الرائدة في المنطقة بشهادة المنظمات الدولية والإقليمية المختصة، وهو ما يعتبر أحد أهم الأسباب الكامنة وراء أدائها المالي الجيد نسبيا. وذلك على عكس الجزائر التي تواجه نقائص كبيرة في هذا المجال ما يحول دون تحسن أدائها المالي.

خاتـــــــــــــــمة

وفي الأخير ان هذه الدراسة تهدف الى إعطاء نظرة شاملة عن واقع حوكمة الشركات في رفعها لكفاءة البورصة الجزائرية (والذي تطرقنا اليه في الفصل الأخير) وان كانت تستحق المقارنة مع البورصات الخاصة بالدول العربية وتم الوصول الى ان وجود نظام لحوكمة الشركات ينطوي على العديد من الإجراءات التي من شأن ضمان استقرار وكفاءة سوق المال في أي بلد.

أولا : نتائج البحث

بعد استعراض عناصر البحث تمكننا من الوصول الى النتائج التالية

1-تلقي عملية تطبيق مبادئ حوكمة الشركات بمسئولية مشتركة على كافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة سواء كانوا من داخلها (المساهمين ومجلس الإدارة ولجنة المراجعة والمراجعين الداخليين) أو كانوا من خارجها (المراجعين الخارجيين، الهيئات التنظيمية والرقابية، أصحاب المصالح، وكالات تصنيف الجدارة الائتمانية، وسائل الإعلام .

2-تتعدد نماذج تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على المستوى الدولي مع الاختلاف الواسع في المناخ المحيط بتطبيق الحوكمة في كل من هذه الدول، بحيث تتمثل النماذج الدولية الرئيسية في كل من نموذج الخارجيين والداخليين.

3- تعتبر مصر أول دولة عربية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تهتم بتطبيق مبادئ الحوكمة، بحيث تُعد تجربتها في إرساء مبادئ حوكمة الشركات هي الرائدة في المنطقة بشهادة المنظمات الدولية والإقليمية المختصة، وهو ما يعتبر أحد أهم الأسباب الكامنة وراء أدائها المالي الجيد نسبياً وذلك على عكس الجزائر التي تواجه نقائص كبيرة في هذا المجال ما يحول تحسن أدائها المالي .

4- المساهمة المباشرة للجنة الجزائرية في تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في دعم حوكمة الشركات (من خلال وضع وتنفيذ المواثيق ذات الصلة) هي بعيدة كل البعد مقارنة بالهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، فاللجنة الجزائرية لم تهتم إطلاقاً بوضع ميثاق لحوكمة الشركات المدرجة والعاملة فيها أو حتى المشاركة كعضو في فريق العمل المكلف بإعداد الميثاق الحالي.

5- يوجد تفاوت كبير بين السوقين محل المقارنة سواء من حيث تواريخ نشأتهما او من حيث المراحل التي مرت بيها حيث نجد ان مصر كانت سباقة في انشاء سوق لأوراقها المالية والتي شهدت سلسلة من المراحل الطويلة الاجل بين التطور والتراجع مكنتها من الظهور بالصورة التي عليها اليوم. اما نظيرتها الجزائر التي ترجع نشأتها الى سنوات التسعينات فهي تعتبر بورصة فتية مقارنة ببورصة مصر. وبالرغم من هذا التفاوت الا ان هناك فترة تجمعهما الا وهي بداية التسعينات التي شكلت بالنسبة لكل منهما منعطفا حاسما من خلال قيامهما بإجراء تعديلات تشريعية ومؤسسية جوهرية جعلت لكتا البورصتين تركيبة هيكلية شاملة و متكاملة .

ثانيا: اختبار الفرضيات

لقد تمكنا بعد إتمامنا لهذه الدراسة بفصولها المتكاملة من اختبار مدى صحة الفرضيات الموضوعة كإجابة أولية عن الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية المطروحة، والتي يمكن عرض نتائجها على النحو التالي :

الفرضية الأولى : "تعتمد الحوكمة على نوعين من الآليات. آلية داخلية أهمها مجلس الإدارة وآلية خارجية أهمها التدقيق الخارجي". لقد اثبت الفصل الأول من الدراسة عن صحة هذه الفرضية بانه من الآليات التي تقوم عليها حوكمة الشركات آليات داخيو وخارجية التي بدورها تضمن عبر تطبيقها رفع وتحسين أداء السوق المالي او ما يسمى بالبورصة .

الفرضية الثانية :"تعتبر بورصة مصر من اقوى البورصات داخل الوطن العربي من حيث التطبيق الفعلي لمبادئ حوكمة الشركات اثبت الفصل الثالث من هذه الدراسة عن صحة هذه الفرضية ان بورصة مصر عملت بشكل مذهل على تحقيق افضل النتائج في رفع أدائها المالي وسهرت عللا مراقبة جميع عمليات الداخلية الخارجية في تطبيق مبادئ الحوكمة بشكل عام .

الفرضية الثالثة :" لم تقم بورصة الجزائر بتطبيق مبادئ الحوكمة وهذا ما جعلها غير كفؤة مقارنة بالبورصات العربية والعالمية" اثبتت الدراسة من الفصل الأخير عن صحة هذه الفرضية وان الجزائر لم تقم بتطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة التي أدت الى عدم رفع من كفاءة أداء بورصتها ومستواها وحتى انها لم تصل الى مستوى المقارنة مع البورصة المصرية من الناحية التطبيق لمبادئ وآليات حوكمة الشركات.

أخيرا فان التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات إذا ما تم انجازها بشكل سليم فإنها تمثل سبيل التقدم لكل من الأفراد والمؤسسات والمجتمع ككل لان ذلك يضمن للأفراد قدرا مناسبا من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم ، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم واستقرار تقدم الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات. إن حوكمة الشركات الجيدة تؤدى إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص

الوصول إلى البورصات ، وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية والقابلية للمحاسبة الاجتماعية. كما أن تطبيق لوائح الحوكمة من شأنه أن يحد من حدوث الأزمات في البورصة حيث بينتها التجارب والدراسات بأن معظم الأزمات التي عصفت بالمؤسسات المالية والمصرفية مرد غياب إطار لحوكمة الشركات فيها، ضف إلى ذلك أن حوكمة الشركات من شأنها تفعيل أداء وكفاءة الأسواق المالية في ظل رشادة اقتصادية ومالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه البورصات .

ثالثا: التوصيات

في ضوء النتائج السابقة الذكر يمكننا التأكيد على أن عملية تقوية دور سوق الأوراق المالية الجزائرية في دعم حوكمة الشركات المدرجة والعاملة فيها تتطلب تبني إستراتيجية إصلاحية شاملة ومتكاملة ضرورة تركز على الآليات التالية:

– آليات تقوية دور الإطار التشريعي في دعم حوكمة الشركات من خلال تقوية أحكام المدعمة لحوكمة الشركات.

– آليات تقوية دور الإطار المؤسسي في دعم حوكمة الشركات من خلال تقوية الدور المباشر المتمثل في قيام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعداد وانفاذ ميثاق لحوكمة الشركات.

رابعا : آفاق الدراسة

لقد تبين لنا من خلال الخوض في مسائل هذا البحث بأن له جوانب مكملة لازالت في حاجة الى المزيد من الدراسة والتحليل وختاما لهذا الموضوع يمكن أن نتقدم بها كمقترحات أبحاث وهي :

- دور الحوكمة في رفع كفاءة البورصة.
- دور تطبيق التعامل الالكتروني في البورصة في تسهيل عملية الحوكمة.

قائمة المراجع

بالعربية :

الكتب :

1- محمد مصطفى سليمان, **حوكمة الشركات ومعالجة الفساد لمالي و الإداري (دراسة مقارنة) ,** دار الجامعية, الإسكندرية, 2006.

2- عطالله وارد خليل وآخرون : **الحوكمة المؤسسة** ، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع ، القاهرة 2008.

3- نظير رياض محمد الشحات ,**ادارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات** ، دار الجامعية للنشر ، القاهرة ، 2008.

4- أمين السيد أحمد لطفي ,**المراجعة الدولية وعولمة رأس المال** ، دار الجامعية ، اسكندرية ، 2005.

5- طارق عبد العال حماد ,**دليل التعامل في البورصة** ، دار الجامعية ، اسكندرية ، 2007.

6- محسن أحمد الخضيري، **حوكمة الشركات**، مجموعة النيل العربية، القاهرة/مصر 2010.

7- مصطفى يوسف كافي، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات (جذورها- أسبابها-تداعياتها-آفاقها)**، مكتبة المجتمع العربي لمنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن،2013.

8- وليام هوشيار ، ترجمة عن: عبد الحكم أحمد الخزامي, **اخلاقيات منظمات** ،أعمال دار الفكر للنشر والتوزيع، القاهرة 2008.

9- شمعون شمعون، **البورصة**، دار هومة، الجزائر، ،1999.

10-أسامة الفولى، زينب عوض اله، **اقتصاديات النقود و التمويل**، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية – مصر،2009.

11- صلاح الدين حسن السيسي، "**بورصات الأوراق المالية**،" عالم الكتب، القاهرة،2008.

12- ارق عبد العظيم أحمد عبده، **المحاسبة في بورصة الأوراق المالية**، الجزء الأول، جامعة بنها للتعليم المفتوح 2020-2021

الاطروحات والمذكرات :

1- تواتي نصيرة، **ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري -دراسة مقارنة-** أطروحة "دكتوراه "علوم في الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو/الجزائر، 2015.

2- علي عبد الصمد عمر، **نحو إطار متكامل لحوكمة المؤسسات في الجزائر على ضوء التجارب الدولية -دراسة نظرية تطبيقية-** ، أطروحة "دكتوراه علوم في العلوم التجارية، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3 2012.

3- ادن عبد القادر ,**دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الأزمات المالية و المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر** ,رسالة ماجستير غير منشورة , جامعة حسيبة بن بوعلي, الشلف, الجزائر2007-2008

الملتقيات :

1- عبد الرحمان العايب وبالرقي تجاني، **إشكالية حوكمة الشركات والزامية احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول " : الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، قسم علوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة/الجزائر.

En francais:

Thèses & Mémoires:

1- Jérémy Morvan, **La gouvernance d'entreprise managériale : positionnement et rôle des gérants de fonds socialement responsables**, Thèse en vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion, Université

de Bretagne occidentale a Brest, 29 Novembre 2005.
2- Mathieu Paquerot, **Stratégies d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises**, Thèse en vue de l'obtention du doctorat en sciences de gestion, Mention Finance, Faculté de sciences économiques et de gestion, université de bourgogne, 12 Janvier 1996.
3- Touil Ratiba, **Gouvernance d'entreprise et création de valeur : tendances actuelles et orientations futures**, Mémoire en vue de l'obtention du magistère en analyse économiques, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université D'Alger, Décembre 2009.

المواقع الإلكترونية :

1- موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg

2- موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz