

أثر الاكتتاب العام كآلية لفتح رأس المال على حوكمة المؤسسات الاقتصادية "شركة بيوفارم أنموذجاً"

The impact of public offerings as a mechanism for capital opening on the
governance of economic institutions. "BIOPHARM as a model"

بلعشي عبد المالك

جامعة محمد الشريف مساعدية "سوق أهراس"، a.belaachi@univ-soukahrass.dz

مخبر المالية، المحاسبة، الجباية والتأمين

تاريخ القبول: 2024/11/27

تاريخ الاستلام: 2024/09/15

ملخص:

يهدف هذا البحث الى دراسة أثر الاكتتاب العام كآلية لفتح رأس مال مجمع بيوفارم على حوكمة أنشطته الادارية والمالية، حيث تم دراسة مؤشر الحوافز والمكافآت قبل وبعد الاكتتاب العام وكذا مؤشر تركيبة الجمعية العامة قبل وبعد الاكتتاب العام باعتبارهما من أهم مؤشرات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية. وخلص البحث الى عدة نتائج من أهمها تحسن الأرباح الموزعة بعد الاكتتاب العام من سنة 2017 الى سنة 2019 وهو الحافز المادي الذي من شأنه أن يساهم في تحسين الأداء الوظيفي لأعضاء الجمعية العمومية. هذه الأخيرة هي الاخرى تغيرت تركيبتها بعد الاكتتاب العام وأصبحت تمارس ضغوطا على مجلس الادارة في اطار المساءلة وقواعد الافصاح المالي. وفي هذا الصدد نوصي الشركة بعرض تقرير شامل حول الحوكمة بشكل دوري ويكون مؤشرا من طرف المدير العام ورئيس مجلس الادارة لجمهور المستثمرين على مستوى بورصة الاوراق المالية.

كلمات مفتاحية: الاكتتاب العام، حوكمة الشركات، فتح رأس المال، رفع رأس المال

تصنيف JEL: G11 . G40 . M32 . G320.

Abstract :

This research aims to study the impact of the public offering on the governance of BIOPHARM Group's activities, where the indicators of incentives and rewards, as well as the composition of the general assembly, were analyzed before and after the public offering, considering them as the most important governance indicators in economic institutions. The research concluded with results, the most important of which is the improvement in distributed profits after the public offering from 2017 to 2019, which is the financial incentive that contributed to enhancing the performance of the members of the general assembly. The latter has also changed its structure after the public offering and has begun to exert pressure on the board of directors within the framework of accountability and financial disclosure rules. In this regard, we recommend that the company present a comprehensive report on governance periodically to the investing public in the stock market.

Keywords: Initial public offering, corporate governance, capital opening, capital increase.

Jel Classification Codes : G11. M40. G32. G320.

1. مقدمة

يعتبر الائتتاب العام من بين الآليات التي تسمح للمؤسسات الاقتصادية بفتح رأس مالها أمام جمهور المستثمرين القدامى والمحتملين، حيث يؤدي هذا الخيار الى استفادة المؤسسة الاقتصادية من أمرين مهمين اولهما الحصول على مبالغ مالية يتم استخدامها في تمويل مختلف الأنشطة الاستثمارية والاستغلالية. وثانيهما هو استهداف جمع من المستثمرين المؤسسيين من أجل الدخول في تركيبة الجمعية العامة أو مجلس المراقبة وبالتالي الاستفادة من خبرتهم في مجال تسعير وتداول الاوراق المالية على مستوى البورصة. غير أن هذا التغير سيؤدي بالمؤسسة الى تحمّل تكاليف أكبر للوكالة نتيجة الصراعات التي يمكن أن تنشأ بين الملاك (مجلس الادارة) والمساهمين (الجمعية العامة)، ولا يمكن للمؤسسة المالية تجاوز مثل هذه الصراعات الادارية والمالية الا بتبني مبادئ الحوكمة وتكريس العقلانية والرشادة في ادارة الأنشطة الادارية والمالية.

ويمكن القول أن حوكمة المؤسسات الاقتصادية لها الأثر البالغ في استقرار البيئة الاقتصادية والمالية واعطاء صورة أوضح لمختلف نشاطات المؤسسة الداخلية والخارجية. وهو الأمر الذي جعل من حوكمة المؤسسات الاقتصادية أمراً حتمياً من أجل ارساء معالم بيئة استثمار قائمة على الثقة، الشفافية والمساءلة. لاسيما بعد الازمات المالية المتتالية لعل من أهمها الأزمة المالية العالمية 2008. والتي استدعت القيام بإصلاحات تتناسب مع المخاطر التي هدّدت الاستقرار المالي ومنها ضعف وسوء الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية.

مما تقدّم يمكن طرح الاشكالية التالية:

كيف يمكن للائتتاب العام كألية لفتح رأس المال أن يساهم في حوكمة المؤسسات الاقتصادية؟

وللإجابة على هذه الاشكالية المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- يمكن للائتتاب العام أن يساهم في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية عن طريق تغيير تركيبة الجمعية العامة بدخول مساهمين جدد لا سيما المستثمرون المؤسسيون.
- يمكن للائتتاب العام أن يساهم في حوكمة المؤسسات الاقتصادية بوضع نظام للمكافآت والحوافز في اطار قواعد الافصاح المالي والمساءلة بين أصحاب المصالح.
- يمكن للائتتاب العام أن يساهم في زيادة الثقة بين أصحاب المصالح في اطار شفافية التعاملات المالية التي تقرضها أسواق الاوراق المالية.

هدف البحث:

يهدف هذا البحث الى ابراز الدور الذي يمكن لاستراتيجية الاكتتاب العام أن تلعبه في حوكمة مختلف المؤسسات المسعرة في البورصة لاسيما المؤسسات الاقتصادية، كون هذه الاخيرة تمثل عصب الاقتصاد الحقيقي من خلال المساهمة في تحسين معدلات النمو الاقتصادي ومن بعدها التنمية على جميع الأصعدة. وتتأتى أهمية هذا البحث بعد تنامي حجم المبادلات المالية بين مختلف الاسواق المالية العالمية والجزائر ليست بمنأى عن هذه التعاملات. وهذا ما من شأنه أن يساهم - حسب اعتقادنا - في تحسين أداء هذه المؤسسات وتنافسيتها ومن ثمة حوكمة مختلف الممارسات الادارية والمالية لمجالس الادارة فيها. لكن يبقى هذا الهدف تحت قيد كفاءة سوق الاوراق المالية في تسعير وتداول مختلف القيم المنقولة.

أهمية البحث:

تكمن أهمية الموضوع بالنظر الى طبيعة قرار فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام، حيث يعتبر قرار مهمًا تهدف المؤسسة من خلاله الى خلق القيمة وتعظيمها تحت قيد المخاطر المالية المصاحبة له. وبالتالي فهاته السياسة تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، كما تطرح اشكالية تغير تركيبة الجمعية العمومية بدخول شركاء جدد وبروز الصراعات بين أصحاب المصالح. كما يمكن إدراك أهمية الموضوع من خلال تزايد عمليات النمو الخارجي على المستوى العالمي واستراتيجيات التوسع نتيجة الهندسة المالية والتكنولوجيا المالية كأساليب لحوكمة نشاط الشركات.

أسباب اختيار الموضوع:

يرجع السبب الرئيس في اختيار هذا الموضوع إلى كون عملية فتح رأس المال عن طريق بورصة الأوراق المالية سبيل يُعَوَّل عليه لخصخصة جزء أو كل رأس مال المؤسسات العمومية الاقتصادية، قصد عصرنه طرق التسيير بها والعمل على حوكمة مختلف نشاطاتها الاستغلالية والاستثمارية اعتماداً على الامكانيات البشرية والمادية. دون تدخل الدولة في ضخ الأموال (التمويل) عبر ميزانيات التسيير أو التجهيز في أول السنة المالية، ثم مسح الديون في آخرها!.

الدراسات السابقة:

تناولت العديد من الدراسات موضوع قرار فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام وأثره على حوكمة الشركة وقيمتها وذلك في ظل المخاطر المصاحبة لعملية فتح رأس المال، ومن أبرز هذه الدراسات التي تم الإطلاع عليها :

✓ **دراسة إلياس بن ساسي و زهية بن عبد الرحمان (2013)** : إهتمت هذه الدراسة بمعرفة مدى تأثير الأداء المالي والبورصوي على قرار فتح رأس المال نقداً للاكتتاب العام، حيث شملت العينة 36 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال سنة 2008 وذلك بالاعتماد على أسلوب الانحدار اللوجستي وانحدار الاحتمال الشرطي وانطلقت الدراسة من خلال فرضيتين كمايلي:

← **الفرضية الأولى** : وجود علاقة تأثير ايجابي ذات دلالة بين المردودية المالية باعتبارها المقياس الرئيس للأداء المالي واحتمال إصدار اسهم جديدة .

← **الفرضية الثانية** : وجود علاقة تأثير ايجابي ذات دلالة بين عائد المساهم الكلي باعتباره المقياس الرئيس للأداء البورصوي واحتمال إصدار اسهم جديدة .

وكشفت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للأداء البورصوي على قرار فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام بدلاً من اللجوء الى الاستدانة ، أي أنه كلما كان مؤشر عائد المساهم الكلي ايجابيا كان من مصلحة المؤسسة تمويل نشاطها عن طريق فتح رأس المال بدلاً من التمويل بالاستدانة . إلا أن الدراسة كشفت عن تأثير سلبي للأداء المالي على فتح رأس المال نقداً في ظل إيجابية الرفع المالي وعدم كفاية التمويل الذاتي ، وهذا ما يعني تفضيل المؤسسة للتمويل بالاستدانة عن التمويل بفتح رأس المال في ظل الشروط السابقة .

✓ **دراسة محمد زرقون 2010** : جاءت هاته الدراسة ضمن مجلة الباحث في عددها الثامن ، تحت عنوان " أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات العمومية الاقتصادية المسعرة في البورصة مع دراسة تحليلية لفندق الأوراسي " . حيث خلصت الدراسة الى أن المؤسسات العمومية ذات الطابع الإقتصادي ستستفيد من تحقيق ميزات في التسيير والإدارة من خلال تغير تركيبة الجمعية العامة للمؤسسة بعد فتح رأس المال. وذلك بعد دراسة جملة من المؤشرات المالية للمؤسسة بعد وقبل الاكتتاب العام ودخول بورصة الأوراق المالية.

✓ **الدراسة التي قدمها كايفنج "Kaifen" سنة 2002**: وردت هذه الدراسة في مجلة الاقتصاد المالية "Journal Of Financial Economics" وكان مفادها دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة عند نسب مختلفة من النمو، وكان عدد الشركات التي أجريت عليها الدراسة 127 شركة هولندية. وقد توصل الباحث من خلال دراسته الى وجود علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة بالنسبة للشركات قليلة النمو، في حين كانت العلاقة ايجابية وليست ذات دلالة احصائية بالنسبة للشركات عالية النمو.

منهجية البحث:

بغية تحقيق هدف البحث؛ ارتأينا دراسة مجمّع بيوفارم كشركة اقتصادية جزائرية تمّ فتح رأس مالها عن طريق الاكتتاب العام بموجب القرار: 15/03 المؤرخ في: 2015/12/02، وذلك من خلال دراسة مؤشّرين اثنين من أهم مؤشّرات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية وهما:

- نظام المكافآت والحوافز

- تركيبة الجمعية العامة

ومن أجل الاحاطة الجيّدة بموضوع البحث؛ ارتأينا أن نقسم البحث الى الهيكل التالي:

- مفهوم الاكتتاب العام كآلية لفتح رأس المال

- إجراءات فتح رأس مال المؤسسات المالية عن طريق الاكتتاب العام

- ماهية حوكمة المؤسسات

- أثر الاكتتاب العام على حوكمة المؤسسات

2. مفهوم الاكتتاب العام كآلية لفتح رأس المال:

عكفت أغلب الدراسات في مجال الادارة المالية الى عدم التفرقة بين فتح رأس المال (L'ouverture du capital) ورفع رأس المال (l'augmentation du capital)؛ على اساس أنهما وجهان لعملة واحدة. غير أنّ الممارسات العملية أظهرت عدّة فوارق بين العمليتين لاسيما من حيث الاجراءات والشروط القانونية.

ففتح رأس المال (الاكتتاب العام) يمثل قرار تمويل خارجي تتخذه المؤسسة عند عدم كفاية الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، فهو قرار مالي يؤدي الى زيادة نقدية في رأس مال المؤسسة عن طريق استقطاب جمهور المستثمرين في ظل اقتصاد الأسواق المالية (Charreaux, 2000, p. 26). ففتح رأس المال يجعل المؤسسة شريكة لعدّة مساهمين على اختلاف مساهماتهم النقدية وانتماءاتهم الشخصية، عكس ما هو متعارف عليه في حالة الائتمان المصرفي أين تكون المؤسسة مدينة لجهة واحدة معروفة ومعلومة المعالم (جهة الائتمان). كما أن فتح رأس المال استراتيجية يتم ضبطها من خلال مجموعة من الاسئلة تتمثل أساسا في: (بن ساسي و قريشي، التسيير المالي - الادارة المالية -، 2006، صفحة 245)

✓ اختيار فئة المساهمين الممكنين.

✓ وضع ميكانيزمات معينة لتحفيز وجذب المساهمين الجدد.

✓ تقدير نتائج الشراكة المحتملة للشراكة على المؤسسة.

إنّ قرار فتح رأس المال عن طريق الاكتتاب العام يهدف الى زيادة رأس مال المؤسسة حصراً عن طريق الاسواق المالية باصدار القيم المنقولة والمتمثلة أساساً في؛ الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والمشتقات المالية. وهذا عكس قرار رفع رأس المال الذي يتخذ في ظل الاقتصاد المشترك؛ اقتصاد الأسواق المالية واقتصاد الاستدانة. وتكمن وسائل فتح رأس المال في الآليات التالية:

← عرض الاكتتاب العام (IPO) Initial public offering: وهو عرض موجه لعامة المستثمرين دون التفرقة بينهم لا من حيث الجنس، أو العمر أو الطبيعة القانونية. ويتم العرض لأول مرة في السوق الاولى أو سوق الاصدار.

← العرض العمومي للبيع (POS) Public Offering of Sale: وتتم العملية في السوق الثانوية بعد تسعير الأوراق المالية في السوق الاولى، حيث يتم بيع تلك الأوراق بسعر محدد أو واجب التحديد.

← العرض العمومي المختلط (MPO) Mixed Public Offering: وهو عملية تمزج بين عرضي شراء وبيع، بحيث يمكن أن يأخذ شكل عرض عمومي لعملية شراء مع سداد جزئي بالسندات أو عرض عمومي للبيع مع سداد جزئي نقداً.

← عرض الاكتتاب الخاص (PPO) Private Placement Offering: وهو العرض الذي تهدف من خلاله المؤسسة الى استقطاب عينة من المساهمين من ذوي الخبرة المهنية في مجال تسعير وتداول الاوراق المالية، فهي تهدف الى دعم تركيبة الجمعية العمومية وليس فقط زيادة رأس المال.

ويعرف الاكتتاب العام على أنه ذلك التصرف القانوني الذي بموجبه يقوم مجلس الادارة ببيع بعض أو كل الأسهم التي يمتلكها في رأس مال المؤسسة للجمهور العام، وهذا بغية الإبقاء على الرقابة الجزئية أو الكلية على أعمال المؤسسة التي تم فتح رأس مالها للاكتتاب العام. كما يمكن القول أنّ الاكتتاب العام من أحسن الآليات التي تؤدي بالمؤسسة إلى تحسين آدائها المالي والوظيفي على حد سواء؛ ذلك أن هذه الآلية تسمح بدخول مساهمين جدد يطمحون الى الحصول على الأرباح العادية من جهة التي مرّدها النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة، وهذا لا يتأتى إلا بالدور الرقابي الفعّال الذي يمارسونه على مجلس الإدارة أو مجلس المديرين من أجل اتخاذ قرار توزيع الارباح باعتبارهم أعضاء كغيرهم في الجمعية العامة. أو الارباح الرأسمالية التي يكون مرّدها تفاعلات قوى العرض والطلب على مستوى بورصة الاوراق المالية.

أما رفع رأس المال فهو أيضاً عملية مشابهة لعملية فتح رأس المال. إذ يعتبر هو الآخر من بين مصادر التمويل الخارجية التي تلجأ لها المؤسسة عند عدم كفاية المصادر الداخلية لتغطية الاحتياجات المالية، فهو قرار مالي يسمح بزيادة موارد المؤسسة لتمويل أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية في ظل الاقتصاد المختلط (اقتصاد الأسواق المالية واقتصاد الاستدانة). ويتمثل رفع رأس المال في: (Pascal, 2009, p. 359)

✓ الأموال التي ساهم بها المساهمون في المؤسسة.

✓ الأرباح غير الموزعة والتي تحتفظ بها المؤسسة كاحتياطات.

وبصفة عامة يمكن القول أن فتح رأس المال سياسة تعتمدها المؤسسة لتمويل نشاطها في ظل اقتصاد الأسواق المالية وتؤدي الى زيادة فعلية في أصولها وذمتها، أما رفع رأس المال فهو سياسة تنتهجها المؤسسة لتمويل نشاطها في ظل الاقتصاد المختلط مع امكانية استفادتها من الزيادة الفعلية في نمو أصولها أو عدم تحقق ذلك حسب الطريقة التي تستعملها في الرفع المالي.

3. الطرق العملية لفتح رأس مال المؤسسات المالية عن طريق الاكتتاب العام: تختلف طرق تسعير المؤسسات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية وفق مجموعة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني. بحيث يمكن للمؤسسة الاقتصادية أن تختار واحدة منها بما يتماشى وتفضيلات المستثمرين بغية جلب أكبر عدد منهم. وتتمثل هذه الطرق في الآتي: (George, 2016, pp. 150-154)

1-3 التوظيف الإجمالي أو المضمون: Global Placement or Guaranteed Placement: وهو الطريقة التي تستهدف من خلالها المؤسسة مجموعة من المستثمرين المؤسساتيين (Institutional Investors)، حيث يقوم الوسيط المالي بعد استشارة المؤسسة بتحديد السعر الذي ستدخل به الورقة المالية إلى البورصة بناء على الأسعار الأولية التي وضعها هؤلاء المستثمرون في أوامر شرائهم. ويكون البيع في هذه الطريقة مضموناً لأن سعر البيع في الحدود التي وضعها المستثمرون المؤسساتيون، والهدف من هذه الطريقة ليس فقط التمويل ولكن الاستفادة من خبرة هؤلاء المستثمرين في مجال تسعير وتداول الأوراق المالية، فهي طريقة أو إجراء يساعد على حوكمة تصرفات المساهمين والمديرين في المؤسسة الاقتصادية.

2-3 الطريقة العادية: Ordinary Method or Indirect Provision: تعتمد هذه الطريقة على تعاقد المؤسسة مع وسيط مالي معتمد من هيئة تنظيم عمليات البورصة من أجل تسعير الورقة المالية وبيعها بسعر يرضي الطرفين (المؤسسة والوسيط). وهذا السعر يعلن عنه في النشرة الرسمية لسوق

الاصدار أو ما يعرف بالسوق الأولية. يقوم الوسيط المالي بتحديد فترة زمنية لعملية البيع وينتظر الوسيط ردة فعل السوق، ثم يجمع أوامر الشراء بعد انقضاء الفترة ويقارنها مع كمية الأوراق المالية المطروحة للبيع كون عملية الاكتتاب العام يجب ألا تتعدى نسبة 25 % من رأس مال المؤسسة. وهنا يحدد الوسيط المالي سعر الاصدار حسب تفاعلات قوى العرض والطلب في السوق المالية، فإذا كان مجموع أوامر الشراء أعلى من كمية الأوراق المالية المطروحة للبيع؛ فالوسيط يمكنه رفع سعر بيع الورقة المالية (ربح) والعكس بالعكس. وهذا من أجل التوازن وعدم تأثر أسعار الأوراق المالية ولا قيمة المؤسسة السوقية لاحقاً.

3-3 طريقة السعر المعلن عنه مسبقاً دون إمكانية التغيير. The closed price method: أي أن المؤسسة وفقاً لهذه الطريقة تعلن رسمياً - بعد استشارة الوسيط المالي - عن سعر وكمية الأوراق المالية المطروحة للبيع. هذا السعر الذي يلبي احتياجات المؤسسة المالية لا يمكن أن يتغير مهما كانت ظروف السوق المالية، حيث تجد المؤسسة نفسها أمام وضعيات ثلاث كون جميع المستثمرين يشترون الورقة المالية بنفس الثمن تتعامل معها كالاتي:

○ إذا كان العرض أكبر من الطلب: المؤسسة مجبرة على تمديد فترة البيع والتحسين من استراتيجية الاشهار والترويج لأوراقها المالية.

○ إذا كان العرض يساوي الطلب: تباع الورقة المالية بالسعر المعلن عنه.

○ إذا كان العرض اقل من الطلب: يقوم الوسيط بتوزيع الأوراق المالية وفقاً لطريقتين كمايلي:

- النسبة المتساوية The percentage equals: وذلك بمنح نسبة متساوية لكل المساهمين.

- حساب نسبة: الأوراق المعروضة / الكميات المطلوبة، ومن ثمة يقوم بعملية التوزيع.

يمكن للمؤسسة إذا كان الطلب كبيراً أن تؤجل البيع لمدة زمنية محددة، على أن يكون السعر الجديد مرتفع نسبياً، أو أن تضيف المؤسسة كميات جديدة لأجل تسهيل تسعيرة الورقة المالية. في هذا الإجراء؛ المؤسسة هي من تقوم بتحديد سعر الورقة المالية وبالتالي هي من تتحمل المسؤولية الكاملة. وهو الأمر الذي يجعل هذه الطريقة غير مستعملة بكثرة في أرض الواقع، إلا إذا أرادت الدولة خصخصة مؤسساتها العمومية كون الطلب سيكون مرتفع جداً والمساهمين القديم يكون على دراية كاملة ومسبقة بالسعر الذي ستباع به الأوراق المالية.

3-4 طريقة العرض بالسعر الأدنى Minimum Price Offer or Sale Listing: وفقاً لهذه الطريقة يقوم الوسيط المالي بالإعلان عن السعر الأدنى الذي ستباع به الورقة المالية. وهو السعر الذي يلبي احتياجات المؤسسة المالية ولا يمكن النزول عنه. هذا الاجراء يجعل المساهمون القدامى الذين

يرغبون في شراء الأوراق المالية (أولوية الاكتتاب العام)، والحفاظ على وزنهم وسلطة القرار في المؤسسة لا يعلمون مسبقاً سعر بيع الورقة المالية. أما المساهمون المحتملون الراغبين في شراء الأوراق المالية فعليهم أن يحددوا في أمر الشراء الكميات والسعر المرغوبين. يقوم الوسيط المالي في مرحلة لاحقة بعزل كل الأوامر التي تحوي أسعار أقل من السعر المحدد الأدنى وكذلك يعزل الأسعار المرتفعة جداً؛ مخافة تركيز رأس مال المؤسسة في يد مجموعة قليلة من المساهمين وبالتالي التأثير على قرارات الشركة مستقبلياً، ناهيك عن إمكانية انخفاض سعر التداول لاحقاً مما يؤثر سلباً على أسهم المؤسسة وسمعتها. في هذه الطريقة تكون المؤسسة أمام وضعيتين كما يلي:

- إذا كان الطلب أقل من العرض: الأوراق المالية تباع بالسعر الأدنى.
- إذا كان الطلب أكبر من العرض: الوسيط المالي يعزل كل أوامر الشراء التي بها أسعار مرتفعة وتباع الورقة المالية بالسعر الأدنى على أن ترتب الأسعار من الأعلى الى الأسفل.

3-5 طريقة العرض بالسعر المفتوح Open Price Offer؛ ظهرت هذه الطريقة في فرنسا العام 1998، حيث يتم تحديد مجال للأسعار (A Price Range) كاقترح، وكل مستثمر يحدد الكمية والسعر حسب إمكانياته. ليقوم بعدها الوسيط المالي بجمع ثم دراسة أوامر الشراء التي تدخل ضمن المجال المقترح، ومن ثم تحديد سعر لكل المستثمرين. هذه الطريقة مستعملة بكثرة خاصة عندما ترغب المؤسسة في أن يكون مساهميها الجدد من الأشخاص الطبيعيين وليس الأشخاص المعنويين. أي أن العرض مفتوح للجميع والسعر المحدد قد لا يكون متاحاً للجميع.

4. ماهية حوكمة المؤسسات الاقتصادية: يرجع لفظ حوكمة المؤسسات في مصدره الى المصطلح الانجليزي corporate governance والذي يمكن تعريفه بأنه: " مجموعة من الاجراءات و القرارات التنظيمية التي تهدف الى ضبط تصرفات المسيرين، والتحكم في توجهاتهم مع بيان مجال صلاحياتهم " (Charreux, 1997, p. 01).

ويرى بعض الخبراء أن مفهوم حوكمة المؤسسات " يشير بشكل عام إلى مجموعة القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية والممولين وأصحاب المصالح من ناحية أخرى، بحيث يضمن الممولون حسن استغلال الإدارة لأموالهم وتعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل، وتحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة " (بن ثابت و بن جاب الله، 2016).

كما تعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) حوكمة الشركات بأنها النظام الذي يتم من خلاله ادارة الشركات والتحكم فيها، وبأنها تخص مجموعة من العلاقات بين ادارة الشركة

ومجلس ادارتها (أو مجلس مديريها) وشركائها وأصحاب المصالح الآخرين المرتبطين بها. ويمكن الهدف الاول من الحوكمة في تحسين أداء الشركات من خلال: (طاهر و مهداوي، 2022، صفحة 07)

✓ تأمين التفوق في القيادة والاشراف والتوجيه الاستراتيجي.

✓ توفير الفعالية في آليات العمل وتدفق المعلومات.

✓ الامتثال للقوانين والأنظمة المتبعة، بما يضمن مساءلة أفضل ونزاعات أقل.

وقد توسع مفهوم الحوكمة أو الحكم الراشد ووجد صدها بين كبار المؤسسات الاقتصادية في ظل النقاش المتجدد حول طبيعة ومصدر القرار في المؤسسة، هل هم الملاك أم المسيرين ؟ وهل يمكن تأطير وتوجيه جمع كبير من الآراء والتوجهات حول مشروع مؤسساتي واحد يضمن استمرارية المؤسسة، ويحيد بها عن الصراعات الادارية؟. ثم تطورت الخلفية النظرية للمصطلح أواخر القرن العشرين ليتجاوز حدود العلاقة الضيقة بين المسيرين والمساهمين، حيث أصبحت الرقابة على أعمال المؤسسة الاقتصادية ليست من اختصاص الملاك فقط؛ بل تدخل أيضا الدائنين والأجراء والسلطات العمومية أو ما يسمى بأصحاب المصالح Stakeholders. وعلى هذا الأساس فحوكمة المؤسسات الاقتصادية بمعناها الأوسع تعني مجموع القواعد والاجراءات والعناصر المادية، البشرية والتقنية المترابطة فيما بينها من أجل تمكين أصحاب المصالح من الرقابة على جميع أعمال المؤسسة في كنف الشفافية، المساءلة وقواعد الافصاح المالي والمحاسبي.

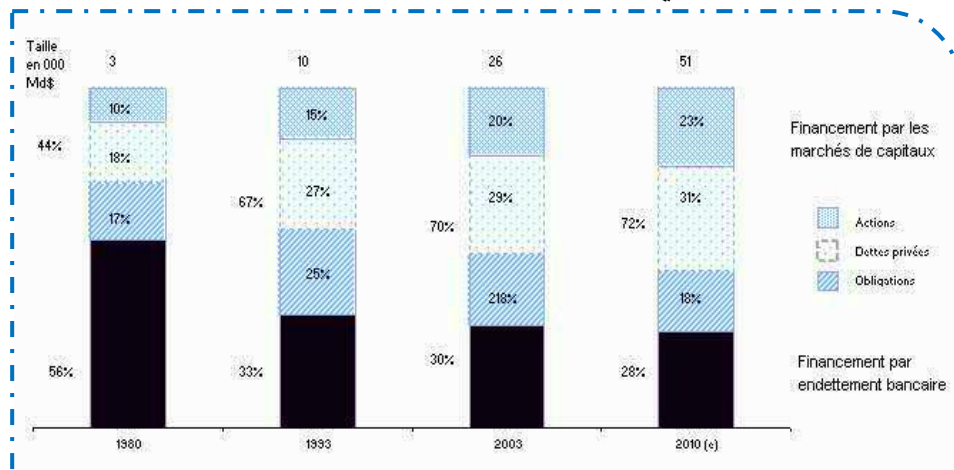
وبصفة عامة يمكننا القول أن حوكمة المؤسسات هي اعتقاد وانسجام مع القواعد وممارسات السوق التي تحدد كيفية اتخاذ المؤسسات لقراراتها، شفافية اتخاذ القرارات ومدى المساءلة التي يخضع لها مسيروها وموظفوها، وتتضمن أيضا موضوعات خاصة بالبيئة القانونية للمؤسسات الداخلية منها (النظم الداخلي) والخارجية (مختلف القوانين والتشريعات)، ناهيك عن المعايير المحاسبية ومبادئ الافصاح المالي والتي تهدف اجمالاً الى مكافحة الفساد، تجنب الإفلاس وعدم الملاءة المالية.

5. أثر الاكتتاب العام على حوكمة المؤسسات الاقتصادية :

تعتبر عملية اتخاذ القرار من أصعب العمليات في تسيير المؤسسات الاقتصادية، خاصة مع تغير الظروف المالية وسيرورة الأحداث الاقتصادية التي تعتبر خلفية اتخاذ أي قرار. ولعل من أبرزها صنع القرار التمويلي. هذا الأخير وجب أن يأخذ في الاعتبار عاملين أساسيين هما العائد والمخاطر؛ فالتمويل الأقل تكلفة عادة هو أول ما يستخدم، وتتوقف التكلفة على المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. كما أنه ينبغي دراسة نسبة الديون بشكل جيد مخافة

الوقوع في الإفلاس أو التسوية القضائية، من هذا المنطلق ونظراً لمحدودية المبالغ المالية التي تضمنها السوق النقدية بسبب الرقابة الإدارية للبنك المركزي على أعمال البنوك التجارية في إطار السياسة النقدية للدولة. يتبين أهمية تمويل المؤسسات عن طريق الاكتتاب العام في ظل اقتصاد الأوراق المالية، من أجل دعم نشاطاتها سيما دورة الاستثمار (تمويل طويل الأجل وبمبالغ ضخمة). وقد عرف نشاط سوق الأوراق المالية نمواً سريعاً بعد فترة التسعينات، حيث تجاوزت هذه النسبة 65 % خلال الفترة 1993-2003 في المنطقة الأوروبية، في حين تراجعت نسب التمويل في إطار اقتصاديات الاستدانة بمعدلات فاقت 41 % خلال الفترة 1980-1993 . وبأكثر من 09 % ما بين 1993-2003 ، والشكل الموالي يعرض هذا التطور :

الشكل 1: يوضح التمويل في إطار اقتصاد الاستدانة واقتصاد الاسواق المالية بعد سنة 1980



Source: Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 12^{ème} édition, France, 2014, P 346

وقد أوضحت الدراسات أن عملية الاكتتاب العام تؤثر على تغيير قاعدة الملكية والتحكم داخل المؤسسة، فإذا تم طرح حصص صغيرة من أسهم المؤسسات للاكتتاب العام (أقلية) وتركزت ملكية الاسهم المطروحة للاكتتاب العام في أيدي عدد محدود من المساهمين؛ فإن ذلك يؤدي الى زيادة قيمة المؤسسة الاقتصادية. ذلك أن المستثمر الكبير لديه قدرة رقابية عالية وسيطرة كافية تمكنه من إدارة المؤسسة بنجاح. أما في حالة عرض كل أو غالبية أسهم المؤسسة للاكتتاب العام، فإن ذلك يؤدي الى ظهور صراعات في إدارة المؤسسة كنتيجة لتوسيع دائرة الملكية وازدياد عدد المساهمين. وبالتالي يتغير هيكل الملكية وتتفصل الملكية عن التسيير، وهو ما يؤدي الى ضعف أداء هذه الشركة بعد خصصتها، فمنذ حوالي العشرية الأخيرة من القرن الماضي أصبح المستثمرون الناشطون بالبورصة يمتلكون ما يفوق نسبة 40% من رأسمال المؤسسات المدرجة في

البورصة، وعلى هذا الأساس يمكنهم توجيه سياسات تلك المؤسسات من خلال حجم السلطة التي امتلكوها ومن ثم التأثير المباشر أو غير المباشر على نظام حوكمة المؤسسات ككل.

وقد بين Smith في دراسته أن 72% من المؤسسات المستهدفة من قبل المستثمرين المؤسساتيين بصفة خاصة تم تغيير نظام الحوكمة المتبع فيها بصفة كبيرة، وإن أغلب المؤسسات اتبعت سياسات تناسب أغراض هؤلاء المستثمرين. وسنحاول فيما يلي عرض أهم الدراسات التي بينت أن المستثمرين المؤسسين كان لهم تأثير على نجاعة المؤسسة، وعلى قيمتها السوقية (Omri, 2022, p. 07).

✓ دراسة كل من: Mc Connel و Servaes التي أكدت وجود علاقة طردية بين مساهمة المستثمرين المؤسسيين وأداء المؤسسة، وسيزيد اقتناء أسهمها كلما زادت نسبة الأداء.

✓ الدراسة التي قامت بها شركة "McKinsey" سنة 2013؛ أكدت أن مجموع الخصائص التي تتمتع بها هذه الأسواق المالية من حيث الشفافية والافصاح المالي من شأنها تحسين وضع المؤسسة الاقتصادية من حيث الرقابة على انشطتها الادارية والاستثمارية.

✓ وحسب دراسة كل: Loderer et Martin, Pound, Barclay et Holderness، فإن هذه علاقة المؤسسة بمساهميها تتحدد وفقاً لسلوك هؤلاء المستثمرين، إذ إن هؤلاء لا يكون لهم تأثير على أداء المؤسسة إلا بمحاولة تحسينهم لحوكمة المؤسسات.

✓ أما Del Guercio et Hawkins فقد بينا أن مساهمة المستثمرين الجدد، تتبع بممارسة نشاطات الرقابة من قبلهم، كتغيير مجلس إدارة المؤسسة، وعمليات الاصدار الجديدة وإعادة هيكلة المؤسسات، وتوصل الكاتبان إلا أن أنشطة الرقابة من قبل هؤلاء المستثمرين، ستؤدي في الغالب إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.

✓ ومن جهة أخرى فقد توصل كل من Hudson, Parrino et Starks إلى أن المستثمرين المؤسسيين يعتبرون كآلية أساسية في مراقبة مسيري المؤسسات، وتوجيههم نحو سياسات واستراتيجيات معينة تخدم مصالحهم، فهم من بين الآليات الهامة لتحسين حوكمة المؤسسات.

وفي الأخير نقول فتح رأس مال المؤسسات للائتتاب العام وتغيير قاعدة الملكية بها؛ أدى إلى تحول في أنظمة حوكمة تلك المؤسسات من النموذج الإداري المعتمد على آليات داخلية لمراقبة سلوك المسيرين خاصة من قبل مجلس إدارة المؤسسة، إلى نموذج يعتمد على آليات خارجية في عمليات المراقبة من قبل السوق والمساهمين. هذا النموذج الأخير، المعتمد أساساً على المستثمرين المؤسسيين، له هدفين مزدوجين: من جهة تقليل عدم تماثل المعلومات الذي يكون في صالح

المسيرين في الغالب، ومن جهة أخرى محاولة وضع نظام للمكافآت والتعيينات يسمح للمسيرين بمتابعة تحقيق أهداف المساهمين. (غلوسي، 2023، صفحة 08)

4. تحليل النتائج

سنحاول من خلال هذا البحث دراسة مجمّع بيوفارم؛ والذي يعتبر واحداً من أهم الشركات الاقتصادية الناشطة في مجال صناعة وتوزيع المواد الصيدلانية البيولوجية منها والبيطرية، وكان تاريخ بداية نشاطه: 14 أكتوبر 1991 برأس مال قدره 1.200.000 دج. حيث كان شكلها القانوني آنذاك مؤسسة ذات مسؤولية محدودة (SARL). وقد تطور المجمّع عبر مراحل تاريخية كالتالي (Biopharm, Group, 2016, p. 19):

- ✓ العام 1993؛ تغيّر شكل المؤسسة القانوني الى "SPA" وُرفِع رأسمالها ب: 15.000.000 دج
- ✓ في سنة 1994؛ تمّ تدعيم رأس مال الشركة برفع آخر قيمته: 80.000.000 دج.
- ✓ توالّت عمليات رفع رأس مال الشركة الى أن وصلت قيمتها الى: 3.000.000.000 دج في سنة 2007 وهذا بعد عملية اعادة تقييم شاملة لمختلف موجودات الشركة.
- ✓ في عام 2013؛ قام المجمّع بفتح رأس ماله لصالح المستثمرين المؤسسيين الدوليين من أجل اعادة تنظيم وتسيير وحوكمة مختلف أنشطته الانتاجية. وقد تمّ استقطاب مجموعة منهم على غرار المساهم: ALSINA Alberto الذي شغل منصب عضو لجنة الرقابة والتدقيق بالمجمّع.
- ✓ ليتم بعدها فتح رأس مال المجمّع للاكتتاب العام من طرف جمهور المستثمرين بموجب محضر الجمعية العامة الاستثنائية في 28 جويلية 2015، أين تم طرح 5.104.375 سهم تمثّل 20 % من رأس المال وبسعر اصدار قدير ب: 1225 دج للسهم الواحد. وقد اعتمد المجمّع على طريقة العرض العمومي بسعر مغلق (Offre à prix ferme).

1.4 تحليل نظام الحوافز والمكافآت قبل وبعد الاكتتاب العام

يمكن عرض نتائج مجمّع بيوفارم في الجدول الظاهر أدناه؛ حيث تمّ حساب التدفقات النقدية (CFC) وكذا الارباح الموزعة لكل سهم خلال الفترة: 2015-2019. حيث تمثّل سنتي 2015 و2016 فترة ما قبل الاكتتاب العام، أما سنوات 2017، 2018 و2019 فهي فترة ما بعد الاكتتاب العام. وتعتبر كل من التدفقات النقدية الصافية والارباح الموزعة لكل سهم معياراً للحكم على الحوافز المادية التي يمنحها المجمّع لأعضاء مجلس الادارة والمساهمين، على اعتبار أن الجميع يسعى الى تحقيق الارباح العادية والرأسمالية ومن ثمة تحسين سمعة المجمّع السوقية، ولا يتأتى ذلك الا في حالة الحوكمة والتسيير الجيد لمختلف الصراعات الادارية ولصعوبات المالية.

الجدول 1: التدفقات النقدية الصافية والارباح الموزعة لمجمع بيو فارم للفترة: 2015-2019

الوحدة: مليون دينار جزائري

الفترة	قبل الاكتتاب العام		بعد الاكتتاب العام		
Free Cash Flow (FCF)	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA	5 203	5 726	6 205	6 906	7 816
ΔBFR	439	757	996	1 313	1 531
CAPEX	490	439	453	466	480
IBS	1 235	1 011	1 051	1 451	1 790
FCF= EBITDA- ΔBFR- CAPEX-IBS	3 039	3 519	3 705	3 676	4 015
benefice par action (Unité Dzd)	173.21	216.00	253.11	293.16	296.00

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على وثيقة معلومات المجمع (Notice information)

ويظهر من الجدول أعلاه؛ أن المجمع حقق نتائج ايجابية خلال فترة الدراسة، حيث تراوح حجم التدفقات النقدية الصافية (CFC) بين 3 039 مليون دينار جزائري سنة 2015 و 3 519 مليون دينار جزائري سنة 2016، ثم ارتفعت هذه المبالغ بعد الاكتتاب العام وبلغت 4 015 مليون دينار جزائري سنة 2019 اي بزيادة قدرها: 32.16 % اذا اعتبرنا سنة الاساس هي 2015. وهذا يعني أن الاكتتاب العام ودخول مساهمين جدد كان له الاثر الايجابي على النتائج المحققة، لاسيما في ظل شفافية التعاملات المالية في سوق الأوراق المالية وكذا الزامية الافصاح المالي والمحاسبي وكذا التدقيق الداخلي والخارجي لجميع القوائم المالية للمجمع.

أما المؤشر الثاني المتمثل في الارباح الموزعة (Bénéfice par action)؛ فهو الآخر قد عرف تطورا خلال فترة الدراسة. حيث ارتفع من قيمة 173.21 دينار جزائري للسهم الواحد سنة 2015 الى قيمة 296.00 دينار جزائري سنة 2019. أي بزيادة فاقت 70 % . وهذا يعني أن الاكتتاب العام كان له الأثر البالغ على قرارات المجمع المالية بخصوص توزيع الارباح، حيث أدى تغيير تركيبة الجمعية العمومية الى ممارسة الضغوط على مجلس الادارة من أجل توزيع الارباح العادية كونها مطلب جميع لشركاء والمساهمين. وهو الامر الذي من شأنه أن يساهم تحسين صورة المجمع لدى جمهور المستثمرين على أن المجمع قادر على تحقيق الارباح وتوزيعها.

إنّ النتائج التي حققها المجمع بعد فترة الاكتتاب العام (2017-2019)؛ تجعلنا نؤكد أنّ فتح رأس مال المجمع أدى الى تحسين نظام الحوافز والمكافآت المادية، وهو ما سيؤثر حتما

على حوكمة المجمع باعتبار نظام الحوافز والمكافآت من أهم المؤشرات لارساء قواعد الحكم الراشد. وهو ما يجعلنا نقبل الفرضية الثانية.

4. 2. تحليل مؤشر تركيبة الجمعية العمومية

يعتبر مؤشر تركيبة الجمعية العمومية من المعايير التي يُستند إليها في الحكم على ادارة الشركات الاقتصادية وكيفية تسيير مختلف القرارات الادارية والمالية. حيث سيتم من خلال هذا البحث تحليل تركيبة الجمعية العمومية لمجمع بيوفارم خلال فترتين هما: فترة ما قبل الاكتتاب العام (من 2015 الى 2016) وفترة ما بعد الاكتتاب العام (من 2017 الى 2019).

1.2.4 تركيبة الجمعية العامة قبل الاكتتاب العام: استنادا الى وثيقة المعلومات المقدّمة من طرف مجمع بيوفارم؛ يمكن توضيح تركيبة الجمعية العامة من خلال الجدول الموضح أدناه:

الجدول 2: تركيبة الجمعية العامة لمجمع بيوفارم قبل الاكتتاب العام

Actionnaires	Actions	Valeur Nominale
KERRAR Madjid	10 540 486 actions	2 108 097 200 DZD
KERRAR Hachemi	2 603 actions	520 600 DZD
KERRAR Abdelouahed	1 171 454 actions	234 290 800 DZD
HAMMOUDI Rachid	1 301 615 actions	260 323 000 DZD
ADP Entreprises WLL	12 505 713 actions	2 501 142 600 DZD
ALSINA Alberto	3 actions	600 DZD
LAHMAR Sofiane	1 action	200 DZD

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على وثيقة معلومات الشركة (Notice information)

من خلال الجدول أعلاه؛ يتبين جلياً أنّ ما قيمته: 12 505 713 سهماً تسيطر عليه شركة ADP Entreprises WLL. هذه النسبة المهمة التي تمثل حوالي 05 ٪ من رأس مال المجمع تجعل من هذا المساهم يتمتع بحق تصويت مزدوج دون حق الاكتتاب التفضيلي. هذه الحقوق في التصويت تسري على جميع القرارات في المجمع وتهدف إلى منح السيطرة لمساهم رئيسي، وبالتالي خلق نوع من الاستقرار في تسيير نشاط المجمع على المدى المتوسط والطويل خاصة ما تعلق بعمليات النمو وخلق القيمة للمجمع ومساهميهِ. وهو ما يجعلنا نقبل الفرضية الثالثة.

2.24 تركيبة الجمعية العمومية بعد الاكتتاب العام: بالاعتماد على المعلومات الموجودة في وثيقة المعلومات الخاصة "Notice d'information" بمجمع بيوفارم والتي تم نشرها بالنشرة الرسمية لبورصة الجزائر، فقد تمكنا من معرفة تركيبة الجمعية العمومية للمجمع بعد الاكتتاب العام واولجنا ذلك في الجدول أدناه

الجدول 3: تركيبة الجمعية العامة لمجمع بيوفارم بعد الاكتتاب العام

N°	Actionnaires	Actions	N° de.....	à.....
1	ADP Entreprises WLL	12 505 713	1	12 505 713
2	KERRAR Madjid	10 540 483	12 505 714	23 046 199
3	HAMMOUDI Rachid	1 301 615	23 347 814	23 046 200
4	KERRAR Abdelouahed	1 171 454	25 519268	23 347 815
5	KERRAR Hachemi	2 603	25 521 871	25 519 269
6	ALSINA Alberto	3	25 521 874	25 521 872
7	LAHMAR Sofiane	1	25 521 875	25 521 875
Totaux		25 521 875		

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على وثيقة معلومات الشركة (Notice information)

وفقاً لأنظمة الشركة، يُعترف لشركة ADP Entreprises WLL بحقوق تصويت مزدوجة لـ 1,276,094 سهم، مما يمنح شركة ADP Entreprises WLL إجمالي حقوق تصويت قبل وبعد العرض العام للبيع بنسبة 51.4285% من حقوق التصويت. تتمتع جميع الأسهم ذات حق التصويت البسيط، وفقاً لأحكام القانون التجاري الجزائري، بحق أولوية الاكتتاب في إصدار أسهم أو سندات جديدة. أي أنّ تغيير تركيبة الجمعية العامة بعد الاكتتاب العام أدى إلى ترتيب مراكز القوة في المجمع حسب عدد الأسهم المملوكة، ومن ثمّة أولوية الاكتتاب والتصويت على قرارات المجمع في ظل الشفافية، المسائلة وقواعد الافصاح المالي والمحاسبي. وهو الامر الذي يجعلنا نقبل الفرضية الاولى.

5. خاتمة

يعتبر موضوع الاكتتاب العام من بين المواضيع المعاصرة في حقل الادارة المالية الدولية بالنظر الى التنامي السريع لأسواق الاوراق المالية، وهو اذ يشكل قرارا ماليا لمجلس الادارة من أجل تمويل مختلف الانشطة الاستثمارية والتشغيلية. فهو يحمل ايضا بين طياته مجموعة من المخاطر المالية وجب التعامل معها برشادة وعقلانية، حيث أن تغيير التركيبة البشرية للجمعية العامة لشركة المسعرة في بورصة الاوراق المالية سيؤدّي حتما الى بروز صراعات ادارية بين الملاك والمساهمين، ولا منجى من هذه الخلافات الا بارساء قواعد الحكم الراشد باعتماد الدقة، الشفافية والمساءلة.

وقد توصلنا من خلال هذا البحث الى أنّ فتح رأس المال للاكتتاب العام في مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية أدى الى تحسن في نظام الحوافز والمكافآت المادية من خلال ارتفاع التدفقات النقدية الصافية وكذا ارتفاع حصة كل مساهم من الارباح الموزعة. كما أثر أيضا ايجابا على اعادة ترتيب وزن أعضاء الجمعية العامة بالنظر الى حصة كل شريك في المجمع، وبالتالي التأثير المباشر على القرارات المتخذة بالمجمع.

في هذا الصدد نقترح على ادارة المجمع جملة التوصيات الآتي ذكرها:

- نشر تقرير مفصل حول الحوكمة في المجمع بصفة دورية لجمهور المستثمرين.
- تدعيم التدقيق الداخلي والمراجعة الخارجية لجميع القوائم المالية في ظل اجبارية الافصاح المالي والمحاسبي على مستور بورصة الاوراق المالية.
- استهداف المستثمرون المؤسسيون " Les investisseurs institutionnels " والاستفادة من خبرتهم الكبيرة في مجال تسعير وتداول الاوراق المالية.

6. قائمة المراجع

1.6/ باللغة العربية

- 1°/ إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية -، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، الأردن.
- 2°/ بن ثابت علاء وبن جاب الله محمد، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، مداخلة مقدمة بالملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
- 3°/ طاهر علاء الدين، مهداوي هند، اعتماد التقارير المتكاملة >IR> كآلية لتعزيز جودة الافصاح المعلوماتي وحوكمة الشركات من وجهة نظر معدي تقارير الاعمال، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الاعمال، المجلد 05، العدد 02، جامعة العربي التبسي، الجزائر، ديسمبر 2022.
- 4°/ غلوسي جيهان، دور الاستثمار في رأس المال البشري على تعزيز الأداء المالي بالمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة سوناطراك تبسة -، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الاعمال، المجلد 06، العدد 01، جامعة العربي التبسي، الجزائر، جوان 2023.

2.6/ باللغة الاجنبية

- 1°/ Gérard Charreaux , **Finance d'entreprise** , 2^{eme} édition ,ems , France , 2000.
- 2°/ Pascal Barneto, Georges Gregorio, **Finance manuel et applications** , 2^{eme} edition , Dunod , Paris , 2009.
- 3°/ Pierre Vernimmen , **Finance d'entreprise** , 6^{eme} édition ,Dalloz , France , 2014.
- 4°/ Gérard CHARREUX , **Le gouvernement des entreprises** , Paris: Economica, 1997.
- 5°/ Mohammed Ali OMRI, " **Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes** " , Centre Africain de Formation et de Recherche Administratives pour le Développement, Tunisie – 2022.
- 6°/ Biopharm Groupe , **Notice d'information**, Sgbv, Rapport d'introduction à Cosob , Alger , 2016.