

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة البليدة 2
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية
-دراسة تحليلية تقويمية لحالة بورصة الجزائر -

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في: العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود، مالية وبنوك.

إشراف الدكتور:

يدو محمد

إعداد الطالبة:

جريو كلتوم

السنة الجامعية: 2019/2018.

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة البليدة 2
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية
-دراسة تحليلية تقويمية لحالة بورصة الجزائر-

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في: العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود، مالية وبنوك.

إعداد الطالبة:

جربو كلتوم

أمام اللجنة المشكلة من:

اللقب والاسم	الرتبة	الجامعة	الصفة
حنيش الحاج	أستاذ	البليدة 2	رئيسا
يدو محمد	أستاذ	البليدة 2	مشرفا ومقررا
محاجبية نصيرة	أستاذة محاضرة أ	البليدة 2	عضوا مناقشا
زيدان محمد	أستاذ	الشلف	عضوا مناقشا
بوعافية رشيد	أستاذ	المركز الجامعي تيبازة	عضوا مناقشا
نورين بومدين	أستاذ محاضر أ	الشلف	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2019/2018.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أهدي هذا العمل:

إلى العزيزين من أعيش بهما وأعيش لهما تقديرا اعترافا بفضلهما الذي لا يفوقه
فضل إلا فضل الله، إلى جدي وجدتي الغالين أطال الله في عمرهما.
إلى الكريمين حفظهما الله ورعاهما ورزقنا رضاهما والدي ووالدتي.

إلى من قاسمني عناء هذا العمل وتحملني وهون علي بكلامه، إلى رفيق الدرب
والحياة زوجي الغالي سدد الله خطاه؛
إلى مهجة فؤادي وفرحتي في هذه الحياة ابني العزيز محمد طه أسأل الله أن
يوفقه ويوفقني في إتمام رسالتي معه؛

إلى من شاركوني رحم أمي وحب أبي إلى مصدر كل مسرتي ومنتهى حبي إخوتي؛
إلى كل عائلتي صغيرا وكبيرا متمنية لهم كل السعادة في الحياة.

إلى قطرات الندى وزهرات حياتي صديقتي: سارة، حنان، صفية، كوثر وسليمة.

إلى من كانوا لي القدوة ولمشواري الدراسي النبراس المضيء أساتذتي الأفاضل.

أهدي هذا العمل وفاء وتقديرا لهم.

جريتو كلتوم.

شكر وتقدير

خير العباد.....الطالبين للعلم؛

و خير الشاكرين الشاكرين لله؛

فالحمد لله رب العالمين.....الذي يسر لنا الطريق.

الحمد والشكر لله أولا وقبل كل شيء أن وفقني لإنجاز هذا العمل.

إن واجب الاعتراف بالفضل والجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات
الشكر والامتنان إلى:

الأستاذ المشرف يدو محمد الذي تفضل علي بالإشراف ولم يتوان عن
المتابعة والتوجيه وعلى ملاحظاته ووقته الثمين، وعلى كل التسهيلات التي
قدمها لي؛

كما أتوجه مسبقا بجزيل الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة
لتفضلهم بالموافقة على مناقشة هذه الأطروحة؛

والشكر موصول إلى كل أساتذتي الذين لم يبخلوا علي بتوجيهاتهم القيمة
وآرائهم السديدة طوال سنوات الدراسة.

فلكل هؤلاء جميعا أقول جزاكم الله خير الجزاء

الطالبة: جريو كلتوم.

دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية

-دراسة تحليلية تقويمية لحالة بورصة الجزائر-

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي تساهم به حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وإظهار طبيعة العلاقة بين هاذين المتغيرين، وتمثلت عينة الدراسة في سوق مصر للأوراق المالية، سوق الامارات للأوراق المالية وكذا سوق الجزائر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2006 إلى غاية سنة 2017.

وقد تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل وهذا من خلال تقديم المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات ومبادئها الصادرة عن مختلف الهيئات الدولية، وعرض الاطار العام لسوق الأوراق المالية وكفاءتها ومختلف مستوياتها، مع تحليل لدور مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تقديم وصف وتحليل لواقع ومساهمة حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية في كل من مصر والامارات، كما تم توظيف ذات المنهج في دراسة حالة سوق الأوراق المالية الجزائرية.

وقد تمثلت النتائج التي توصلت إليها من خلال هذه الدراسة إلى أن لحوكمة الشركات دور فعال في رفع وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، فالتزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة سيؤدي إلى تطوير الافصاح والشفافية وسلامة البيانات المفصح عنها في القوائم المالية وبالتالي تعزز ثقة المستثمرين وتزيد من جاذبية سوق الأوراق المالية الأمر الذي يجعلها تصل إلى السعر العادل للأوراق المالية وبالتالي تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، سوق الأوراق المالية، كفاءة سوق الأوراق المالية.

The role of corporate governance in achieving the efficiency and competence of the stock market

-analysis evaluation case study of the Algerian stock exchange-

This study aims to highlight the role that corporate governance contributes to achieving the efficiency of the stock market and to show the nature of the relationship between these two variables, The sample of the study was in the Egyptian Stock Exchange, the Emirates Securities Market and the Algerian Stock Exchange during the period from 2006 to 2017.

The methodology was based on descriptive and analytical tools, and this was achieved by presenting concepts related to corporate governance and principles issued by various international bodies, And presented the general framework of the stock market and efficiency and various levels, With an analysis of the role of the principles of corporate governance in improving the efficiency of the stock market, in addition to providing a description and analysis of the reality and contribution of corporate governance in rising the efficiency of the stock market in Egypt and the UAE, The same methodology was used in the study of the state of the Algerian stock market.

The results of this study showed that corporate governance has an effective role in rising and improving the efficiency of the stock market, The commitment of companies to implement the principles of governance will lead to the development of disclosure and transparency and the integrity of the data disclosed in the financial statements and thus enhance the confidence of investors and increase the attractiveness of the stock market, which makes them up to the fair price of securities and thus achieve the competence of the stock market.

Keywords: Corporate Governance, Stock Market, Stock Market competence



فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	الإهداء
	شكر وتقدير
	الملخص باللغة العربية
	الملخص باللغة الانجليزية
	فهرس المحتويات
1	قائمة الأشكال
1	قائمة الجداول
أ-ر	مقدمة
60-1	الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لحوكمة الشركات
02	تمهيد:
03	المبحث الأول: التأصيل النظري لحوكمة الشركات
03	المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات
17	المطلب الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات
22	المطلب الثالث: نماذج حوكمة الشركات
31	المبحث الثاني: نظام حوكمة الشركات
31	المطلب الأول: أبعاد حوكمة الشركات
33	المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات
36	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لحوكمة الشركات
47	المبحث الثالث: مبادئ حوكمة الشركات من وجهة نظر بعض المنظمات الدولية
47	المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
51	المطلب الثاني: مبادئ الشبكة الدولية لحوكمة الشركات
55	المطلب الثالث: مبادئ مركز حوكمة الشركات ولجنة بازل
60	خلاصة الفصل الأول
134-61	الفصل الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بحوكمة الشركات
62	تمهيد:
63	المبحث الأول: أساسيات حول أسواق الأوراق المالية
63	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

71	المطلب الثاني: تصنيفات وأدوات سوق الأوراق المالية
85	المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
91	المبحث الثاني: مدخل إلى كفاءة سوق الأوراق المالية
91	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
101	المطلب الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
107	المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
111	المبحث الثالث: العلاقة بين حوكمة الشركات، المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية
112	المطلب الأول: جودة المعلومات المحاسبية، الإفصاح والشفافية
119	المطلب الثاني: أثر جودة المعلومات والإفصاح والشفافية على كفاءة سوق الأوراق المالية.
126	المطلب الثالث: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية
134	خلاصة الفصل الثاني
198-135	الفصل الثالث: أهمية تحليل عناصر حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية
136	تمهيد:
137	المبحث الأول: انعكاس مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية
137	المطلب الأول: علاقة حوكمة الشركات بسوق الأوراق المالية
140	المطلب الثاني: دور آليات حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية
148	المطلب الثالث: تحليل العلاقة المتكاملة بين مبادئ حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية
150	المبحث الثاني: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في سوق مصر للأوراق المالية
150	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي المصري
158	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية
163	المطلب الثالث: حوكمة الشركات في مصر للأوراق المالية
175	المبحث الثالث: واقع حوكمة وكفاءة سوق الامارات للأوراق المالية
176	المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الامارات العربية المتحدة للأوراق المالية
181	المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الامارات للأوراق المالية
186	المطلب الثالث: حوكمة الشركات في سوق الامارات للأوراق المالية
198	خلاصة الفصل الثالث

238-199	الفصل الرابع: تحليل وتقييم انعكاسات حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الجزائر
200	تمهيد
201	المبحث الأول: الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر
201	المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر
205	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الجزائر
208	المطلب الثالث: الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر
211	المبحث الثاني: مؤشرات أداء بورصة الجزائر
211	المطلب الأول: تطور أداء السوق الثانوية للأسهم
219	المطلب الثاني: تطور أداء سوق السندات
221	المبحث الثالث: واقع حوكمة الشركات في بورصة الجزائر
221	المطلب الأول: بواذر ومؤشرات تبني حوكمة الشركات في الجزائر
224	المطلب الثاني: ميثاق الحكم الراشد في الجزائر
228	المطلب الثالث: تحديات ومعوقات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر
238	خلاصة الفصل الرابع
240	الخاتمة
249	قائمة المراجع

A piece of white paper with irregular, torn edges, giving it a scrap-like appearance. The paper is slightly folded and has a soft shadow beneath it. In the center of the paper, the Arabic text 'قائمة الاشكال والجداول' is written in a bold, black, cursive script.

قائمة الاشكال والجداول

قائمة الأشكال والجداول

أولاً - قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1- I)	عوامل الاهتمام بحوكمة الشركات	7
(2- I)	أطراف حوكمة الشركات	16
(3- I)	محددات حوكمة الشركات	35
(4- I)	آليات الرقابة الداخلية والخارجية	46
(1 - II)	تصنيفات السوق المالي	78
(2- II)	ثلاثة أنماط بديلة للتغير في سعر السهم	100
(3- II)	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	103
(4- II)	العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية	110
(5-II)	معايير جودة المعلومات المحاسبية.	115
(6-II)	دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية	125
(7-II)	أدوات إخفاء المعلومات	128
(1-III)	علاقة مبادئ حوكمة الشركات برفع كفاءة سوق الأوراق المالية	149
(2- III)	عدد الشركات المدرجة في بورصة مصر	160
(3- III)	القيمة السوقية في بورصة مصر	161
(4- III)	قيمة التداول في بورصة مصر	162
(5- III)	كمية التداول في بورصة مصر	163
(6- III)	عدد الشركات المدرجة في سوق الامارات لأوراق المالية	183
(7- III)	القيمة السوقية في سوق الامارات للأوراق المالية	184
(8- III)	قيمة التداول في سوق الامارات للأوراق المالية	185
(9- III)	حجم التداول في سوق الامارات للأوراق المالية	186
(10- III)	إفصاح الجهات والشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق	189
(1- IV)	آلية تداول الأوامر	209
(2-IV)	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	213
(3-IV)	القيمة السوقية لبورصة الجزائر	214
(4-IV)	حجم التداول في بورصة الجزائر	215
(5-IV)	قيمة التداول في بورصة الجزائر	217

ثانيا- قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
111	أسس تقسيمات أشكال كفاءة الأسواق المالية	(1- II)
159	مؤشرات أداء البورصة المصرية من 2006 إلى 2016	(1- III)
182	تطور مؤشرات سوق الامارات خلال الفترة 2006- 2017	(2- III)
192	الشركات المطبقة لقرار الحوكمة	(3- III)
193	نسبة الافصاح المحلية والإجمالية للشركات المساهمة العامة	(4- III)
211	مؤشرات أداء سوق الأسهم الثانوي لبورصة الجزائر	(1- IV)
216	تطور حجم التداول حسب نوع الشركة المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة (2007-2017)	(2- IV)
218	تطور قيمة التداول حسب نوع الشركة المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة (2007-2017)	(3- IV)
219	تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2016).	(4- IV)



مقدمة

1- مدخل:

يعد التمويل من الاحتياجات الأساسية فهو بمثابة عصب الحياة لأي مؤسسة باعتباره المحرك الرئيسي للوظائف والمهام داخل هذه المؤسسة، ومن ثم فإن توفره في الوقت المناسب وبالقدر الكافي يعد أكثر من ضرورة، ولتلبية هذه الحاجة لابد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق أهدافها، ومن بين هذه المصادر نجد سوق الأوراق المالية التي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على سد حاجة التنمية الاقتصادية ودعم الاقتصاد، فهي تعتبر الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن رؤوس أموال بهدف التمويل، وذلك عن طريق أدوات مالية متعددة من أسهم، سندات، مشتقات مالية وأوراق هجينة.

لهذا أصبح موضوع سوق الأوراق المالية يستقطب حيزا متزايدا من اهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم، وذلك لاتساع حجمها وزيادة معاملاتها، لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في العمل على دعم الاقتصاد وزيادة وتيرة نموه، لذا أضحت التركيز عليها مطلباً عالمياً انخرطت فيه جميع الوحدات الاقتصادية، خاصة بعد الانفتاح المضطرب لاقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الإلكترونية والتي شكلت بمجملها تحدياً جديداً حتم على متخذي القرار النهوض بأداء أسواق المال، إذ أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط هذه السوق، فهي تعتبر المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، فاستقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية.

ونظراً لهذا الدور المؤثر والايجابي الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية في زيادة معدل النمو الاقتصادي وتوجيه الموارد المالية لأفضل الاستثمارات الداعمة لعمية التنمية، إذا ما توفرت لها

البيئة المناسبة لانطلاقها وتطورها، وهذا يتطلب أن تتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة حيث يعتقد أنه إذا لم تكن كفاءة يحد ذلك من العوامل المثبطة للمستثمرين، بالإضافة إلى أن عدم كفاءة سوق الأوراق المالية له تأثير على نمو السوق ذاتها، فمن الناحية النظرية تعتبر السوق الكفاءة السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالأحداث التاريخية أو الحالية أو المستقبلية، كما تعتبر السوق كفاءة عندما تضم عددا كبيرا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشادة والذين يرغبون في تعظيم عوائدهم، وفي إطار هذه السوق نكون أمام حالة توازن حيث تكون قيمة الورقة المالية مساوية لقيمتها الحقيقية أو تقترب منها.

كما أن وجود سوق أوراق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، في ظل توافر المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية، مما يعمل على استحداث أسواق مالية متطورة وسليمة، وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية.

ويمكن أن تعتبر حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمن لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات مما يساهم في جعل هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطا لها، والعمل على التقليل من إخفاق وتعثّر هذه الشركات.

من خلال هذا الطرح ونظرا لدور حوكمة الشركات في إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات بالشفافية اللازمة هذا من جهة، وأهمية المعلومات وعلاقتها بكفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، تظهر لنا أن هناك علاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

2- السؤال الرئيسي:

انطلاقاً من توجه أسواق الأوراق المالية إلى إلزام الشركات المدرجة فيها بتبني مفهوم حوكمة الشركات والالتزام بتطبيق مبادئها وهذا من أجل رفع كفاءتها والمحافظة على استقرارها، تمثلت مشكلة الدراسة في محاولة معرفة إلى أي مدى يساهم إرساء مبادئ حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية، وعليه نطرح الإشكالية التالية:

كيف تساهم مبادئ حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية؟

3- الأسئلة الفرعية:

بناء على التساؤل الرئيسي يمكن طرح جملة من الأسئلة الفرعية نردها في ما يلي:

- فيما تتجلى أهمية حوكمة الشركات وما هي آليات تدعيم تطبيقها؟
- ما هي متطلبات قيام سوق أوراق مالية كفؤة؟
- هل ساهمت حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية؟ وما هو واقعها في الأسواق قيد الدراسة؟
- ما هو واقع حوكمة الشركات في الجزائر؟ وهل ساهمت في النهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر؟

4- فرضيات الدراسة:

للإجابة على السؤال الرئيسي وما يتضمنه من تساؤلات فرعية، ارتأينا طرح الفرضيات التالية والتي تعتبر منطلقاً لدراستنا:

- تتجلى أهمية حوكمة الشركات في تعزيز ثقة المستثمرين من خلال الاعتماد على معايير الإفصاح والشفافية، كما تعتبر آليات الرقابة الداخلية والخارجية دعامة أساسية في تطبيق حوكمة الشركات.

- تتمثل متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية في توفر إطار تنظيمي واضح من خلال تحديد القواعد التنظيمية لها.
- يساهم الالتزام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
- لم ترقى حوكمة الشركات في الجزائر إلى المستوى المطلوب الأمر الذي لم يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالي الجزائري.

5- أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة في أنها تعالج موضوعا من المواضيع التي أصبحت تعرف تداولاً كبيراً على الساحة الاقتصادية وخاصة على مستوى أسواق الأوراق المالية وهما: حوكمة الشركات وعلاقتها بكفاءة أسواق الأوراق المالية، وبالأخص أن هذه الدراسة تلقي الضوء على الدور الذي يمكن أن تؤديه مبادئ حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية وتطوير أدائها، وبالتالي فإن محاولة رفع كفاءة وفعالية هذه الأخيرة عن طريق الالتزام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات من خلال ضمان مبدأ الشفافية والإفصاح عن المعلومات الأمر الذي ينعكس على مصداقية المعلومات المتاحة وتعزيز ثقة المتعاملين في السوق، هو موضوع مهم يتطلب الدراسة وذلك للوصول إلى نماذج تحكم العلاقة بين المتغيرين وبالتالي يمكن الوصول إلى نتائج ومقترحات.

6- أهداف الدراسة:

- نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف منها:
- إبراز الإطار النظري لحوكمة الشركات وأهميتها وتحديد مختلف مبادئها التي تضمن مصالح وحقوق جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة؛
- عرض المفاهيم الأساسية لأسواق الأوراق المالية وكفاءتها وكذا أهم مؤشرات الأداء؛

- إظهار وتحليل طبيعة العلاقة بين مبادئ حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية ومدى مساهمتها في تحسين كفاءة هذه الأخيرة؛
- قياس مؤشرات أداء سوق الأوراق المالي المصري والاماراتي وتوضيح أثر الالتزام بقواعد حوكمة الشركات على كفاءتها؛
- محاولة إبراز أي مبدأ من مبادئ حوكمة الشركات الأكثر تأثيرا في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية والذي يجب التركيز عليه للنهوض ببورصة الجزائر.

7- المنهج المتبع:

نحاول من خلال هذه الدراسة رصد وتحليل لمساهمة مبادئ حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن أجل الإجابة على الاشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المذكورة والوصول إلى الأهداف المرجوة تم الإستعانة **بالمنهج الاستنباطي** بأداتيهِ الوصف والتحليل وهذا من خلال عرض مختلف المفاهيم الخاصة بحوكمة الشركات ومبادئها الصادرة عن مختلف الهيئات الدولية، وعرض الاطار العام لسوق الأوراق المالية وكفاءتها ومختلف مستوياتها، مع تحليل لدور مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تقديم وصف وتحليل لواقع ومساهمة حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية في كل من مصر والامارات، كما تم توظيف ذات المنهج في دراسة حالة بورصة الجزائر.

8- حدود الدراسة:

تقتضي منهجية البحث العلمي بهدف الاقتراب من الموضوعية وتسهيل الوصول إلى استنتاجات منطقية ضرورة التحكم في إطار التحليل المتعلق بطبيعة هذه الدراسة، وذلك بضبط الإطار الذي يسمح بالفهم الصحيح لمسار الموضوع لتحليلها واختبار فرضياتها، ولتحقيق ذلك قمنا بإنجاز هذا البحث ضمن الحدود التالية:

- **الحدود الموضوعية أو العلمية:** تركزت دراستنا حول دور مبادئ حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، بحيث اقتصرنا في دراستنا على مفهوم أسواق الأوراق المالية والتي يكون محل التعامل فيها هو الأوراق المالية فقط دون غيرها من أقسام الأسواق المالية الأخرى كأسواق النقد والأسواق المصرفية والتي يكون محل التعامل فيها الأصول الأخرى كالعملات وأسعار الفائدة وغيرها، وهذا حتى تكون دراستنا مركزة.
- **الحدود الزمنية:** في هذه الدراسة تم اعتماد الفترة ما بين 2006 إلى غاية 2017، استخدمنا فيها البيانات المتعلقة بمؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية قيد الدراسة.
- **الحدود المكانية:** تقتضي الإجابة على التساؤل المقدم التقيد ببعد مكاني، بحيث تم اختيار أسواق مالي عربية منها سوق الأوراق المالية المصرية على اعتبار أنها من أقدم البورصات العربية، وسوق الأوراق المالي الإماراتي فهو حديث النشأة، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى هو تصنيف هذه الأسواق على أنها أسواق مالية ناشئة بعد تبنيها معايير حوكمة الشركات واستيفائها للشروط اللازمة لذلك، بالإضافة إلى اختيار بورصة الجزائر لما تستدعيه مقتضيات الدراسة من أجل إجراء الدراسة الاستشرافية.

9- الدراسات السابقة:

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع حوكمة الشركات حيث تم دراسته من قبل العديد من الأكاديميين والباحثين على المستوى الكلي وعلى المستوى الجزئي من جهة، وموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وفي ما يلي بعض الدراسات التي تناولت موضوع دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية أو أحد جزئياته:

- دراسة **Eugene Fama (1970):** Efficient Capital Market Review Of Theory and Empirical Work، وهي مقالة نشرت في The journal Of Finance

ومن خلال هذه الورقة أوضح أن هناك ثلاث مستويات لكفاءة الأسواق المالية وهي المستوى الضعيف، المستوى الشبه القوي، والمستوى القوي وأوضح أنه لكل مستوى نوع من المعلومات التي تتوافق معه، ثم طورت هذه الدراسة سنة 1991 بعنوان "Efficiency Capital Markets" نشرت في نفس المجلة بين من خلالها FAMA أن وضع نموذج لكفاءة الأسواق المالية غير مهم وتوصل إلى إمكانية إمكانية عدم كفاءة الأسواق المالية وذلك بسبب تكلفة الحصول على المعلومة وبالتالي فرضية كفاءة السوق المالية المطلقة خاطئة.

- دراسة أشرف درويش أبو موسى (2008): حوكمة الشركات وأثرها على سوق فلسطين للأوراق المالية مذكرة ماجستير من كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن ما إذا كان لحوكمة الشركات تأثير على أداء وكفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، وهل تلزم شركات المساهمة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية بحوكمة الشركات، وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن شركات المساهمة المدرجة بسوق الأوراق المالية تلتزم بمبادئ حوكمة الشركات ما عدا المبدأ الخاص بدور الأطراف ذات المصلحة، كما توصل إلى نتيجة أخرى وهي أن الشركات المدرجة بالسوق تتدرج في الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات على حسب القطاعات التي تنتمي إليها بحيث يعد قطاع البنوك والتأمين الرائد في مجال تطبيق حوكمة الشركات أما قطاع الخدمات فيحتل المرتبة الأخيرة.

- دراسة Nicollete C. Prugsamatz (2011): "Corporate Governance Effects on Firm Value and Stock Market Performance: an empirical study of 100-index listed companies in the stock exchange of thailand"، اهتمت هذه الدراسة بمعرفة تأثير حوكمة الشركات على قيمة الشركة وأداء سوق الأوراق المالية: دراسة تجريبية لسوق الأوراق المالية في تايلاند، وقد سعت هذه الورقة إلى دراسة آثار اعتماد

حوكمة الشركات على القيمة الحقيقية وأداء سوق الأوراق المالية لـ: 57 شركة تايلاندية مدرجة في القائمة، بالاعتماد على البيانات من عام 2000 إلى عام 2009، وقد توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى أن مبادئ حوكمة الشركات ليس لها نفس الوزن في التأثير على قدرة الشركة في توليد قيمتها ورفع الأداء، حيث تعمل آليات ومبادئ حوكمة الشركات ذات الصلة بمعالجة الحقوق والمعاملة المتساوية لحملة الأسهم وتطوير أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين وكذلك سياسات الإفصاح والشفافية تعمل بمثابة محفزات نحو ضمان الاستخدام الأمثل لرأس مال الشركة من قبل مستثمريها أو سوق الأوراق المالية.

- **دراسة أحمد مداني ومداح عبد الهادي (2016):** دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الامارات للأوراق المالية-، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 02، جامعة الشلف، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن حوكمة الشركات تساعد على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق مبادئها بصفة عامة ويعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية المبدأ الأهم لكونه يضيف على المعلومات نوع من المصادقية الأمر الذي يدعم ثقة المستثمرين، أما بالنسبة لهيئة سوق الامارات للأوراق المالية فقد نجحت إلى حد ما في بلوغ أهدافها من خلال فرض مبادئ حوكمة الشركات على الشركات المدرجة في سوقها، وإلغاء إدراج الشركات التي لم تلتزم بذلك، وبهذا استطاعت رفع أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية.

- **دراسة سامية شارفي (2018):** دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية -دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار كفاءة الأسواق المالية العربية الناشئة قبل وبعد تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وبناء نموذج هيكلي لقياس أثر تطبيق تلك المبادئ على كفاءة هذه

الأسواق، وقد توصلت إلى أن حوكمة الشركات تعمل على رفع أداء المؤسسات وحماية حقوق كل من له مصلحة في الشركة والزامها على التقيد بالإفصاح عن المعلومات حتى تزداد الثقة في الشركات مما يسمح بتسعير الأوراق المالية بقيمتها الحقيقية، كما أكدت الدراسة على وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين حوكمة الشركات المقاسة بحجم مجلس الإدارة وكفاءة سوق الأوراق المالية الناشئة المختارة في عينة الدراسة وهي مصر ودبي، ذلك أن فصل الأدوار الرئيسية بين مجلس الإدارة والمدير التنفيذي له دور هام في فعالية وكفاءة المجلس، بحيث لا يسند منصب رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي لنفس الشخص.

- **مميزات الدراسة الحالية:** استكمالا لهذه الدراسات وانطلاقا من أهمية حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، فإننا سنقوم من خلال دراستنا هذه بدراسة الآليات والمبادئ المساهمة في تحقيق هذا الدور، واقتراح جملة من الطرق والسبل التي تساهم في التطبيق الأمثل لمبادئ حوكمة الشركات من أجل الارتقاء بكفاءة سوق الأوراق المالية وفعاليتها هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن دراستنا تتناول في جانبها التطبيقي دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالي الجزائري من أجل أخذ أهم النقاط الداعمة لهذا السوق ومعرفة مدى الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات في الجزائر من أجل الارتقاء بسوق الأوراق المالية الجزائري.

10- تقسيمات الدراسة:

قصد معالجة موضوع الدراسة والإجابة على الاشكالية المطروحة واختبار الفرضيات، ارتأينا أن يشمل مخطط بحثنا جانبين أحدهما نظري بثلاث فصول، والآخر تطبيقي ممثل بفصل واحد سبقتهم مقدمة وتلتهم خاتمة تتضمن بأهم النتائج التي تم التوصل إليها مدعومة بالتوصيات لتختتم الدراسة بالآفاق المستقبلية للموضوع، وقد جاءت على النحو التالي:

- **الفصل الأول:** خصص هذا الفصل للإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات وهذا من خلال التطرق

لأهم الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات في المبحث الأول والتعرف على أهمية حوكمة الشركات وأهدافها، كما تناولنا في المبحث الثاني نظام حوكمة الشركات وجاء فيه أهم أبعاد الحوكمة ومحدداتها مع الإشارة إلى النظريات المفسرة لها، أما المبحث الثالث فقد جاء فيه مبادئ حوكمة الشركات من وجهة نظر بعض المنظمات الدولية مثل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومركز حوكمة الشركات وغيرهم ممن ساهم في هذا المجال.

- **الفصل الثاني:** كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بحوكمة الشركات: تم فيه استعراض

أساسيات حول أسواق الأوراق المالية وتركيباتها البنيوية من خلال المبحث الأول، أما المبحث الثاني فكان عبارة عن مدخل إلى كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم صيغها، واختتم هذا الفصل بمبحث ثالث عالجنا فيه العلاقة بين حوكمة الشركات، المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

- **الفصل الثالث:** أهمية تحليل عناصر حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية:

وقد عالجنا فيه انعكاس مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية في مبحثه الأول، أما المبحث الثاني والثالث فقد حاولنا من خلالهما التطرق لواقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي المصري والامارات العربية المتحدة.

- **الفصل الرابع:** تحليل وتقييم انعكاسات حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الجزائر:

استعرضنا في هذا الفصل الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر في مبحثه الأول، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل مؤشرات أداء بورصة الجزائر، واختتم بمبحث ثالث تناولنا فيه واقع حوكمة الشركات في بورصة الجزائر.

A piece of white paper with irregular, torn edges, giving it a hand-drawn or scrapbook-like appearance. The paper is slightly crumpled and has a soft shadow beneath it. Centered on the paper is two lines of Arabic text in a black, elegant script.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي

لحكمة الشركات

تمهيد:

لقي موضوع حوكمة الشركات اهتماما كبيرا في جميع الدول المتقدمة وحتى النامية منها، وكان هذا الاهتمام نتيجة للأزمات المالية التي شهدتها عدة دول منها دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينيات، والانهيئات التي مست العديد من المؤسسات المالية والمصرفية خاصة في الاقتصاد الأمريكي خلال أزمة 2001 و 2008 بسبب تفشي الفساد الإداري، لذا أصبحت الحاجة ملحة لإيجاد آليات وطرق لإدارة المؤسسات ومراقبتها بما يضمن الحقوق ويحقق أهداف أصحاب المصالح.

وهنا دفعت الظروف إلى الحديث عن مبادئ حوكمة الشركات ووضع قواعد لإدارة البنوك والشركات والرقابة عليها، فقد أصدرت عدة منظمات تقارير بينت من خلالها مختلف القواعد والمبادئ التي توضح أساليب الممارسة السليمة للإدارة ونظم الإشراف التي تحافظ على سلامة نظام الشركات.

ومن بين المنظمات الرائدة التي اهتمت بموضوع حوكمة الشركات وذلك من خلال وضع نقاط مرجعية يتم الاسترشاد بها عند تطبيق مبادئ الحوكمة في الواقع العملي نجد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، لجنة بازل، الشبكة الدولية لحوكمة الشركات ومركز حوكمة الشركات.

وللإلمام أكثر بالموضوع ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- **المبحث الأول:** الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات ؛
- **المبحث الثاني:** نظام حوكمة الشركات؛
- **المبحث الثالث:** مبادئ حوكمة الشركات من وجهة نظر بعض المنظمات الدولية.

المبحث الأول: التأصيل النظري لحوكمة الشركات

إن حداثة موضوع حوكمة الشركات في الفكر الإداري المعاصر والتي لا تتعدى بداياته الحقيقية أواخر عقد التسعينيات من القرن العشرين لم تحسم في الواقع كثيرا من نقاط الجدل والخلاف بين أوساط المهتمين بنظام الحوكمة حول ماهية مفهوم الحوكمة.

المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات

سنحاول من خلال هذا المطلب عرض مفهوم حوكمة الشركات ونشأتها وذلك بتقديم بعض المفاهيم التي تشكل في مجملها الاطار المفاهيمي، بحيث لا يوجد اتفاق موحد لمفهوم حوكمة الشركات.

أولا: نشأة حوكمة الشركات

يطلق مصطلح حوكمة الشركات "Corporate Governance" على مستوى الاقتصاد الجزئي أي الشركات والمؤسسات، إذ يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة "kubernan"، التي تعبر عن قدرة ربان السفينة الإغريقية ومهارته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعاصير والعواصف، وما يمتلكه من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة وشريفة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب، ورعايته وحمايته للأمانات والبضائع التي في عهده وإيصالها لأصحابها، ودفاعه عنها ضد القراصنة وضد الأخطار التي تتعرض لها أثناء الإبحار فإذا ما وصل بها إلى ميناء الوصول، ثم عاد إلى ميناء الإبحار من مهمته سالما، أطلق عليه القبطان المتحورم جيدا "governer good".¹

¹ محسن أحمد الخضيرى، "حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005م، ص07.

لا توجد ترجمة عربية متفق عليها للتعبير عن مصطلح "الحوكمة" كما جاء بمعناه باللغة الإنجليزية "Governance"، مما دفع بعض الدول مثل ألمانيا وفرنسا إلى استخدام نفس المصطلح الإنجليزي وبنفس الحروف مع التغيير في طريقة لفظها ونطقها،¹ إلا أنه في سنة 2002 أقر مجمع اللغة العربية في القاهرة اعتماد مصطلح الحوكمة.²

وبدأ الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات "Corporate Governance" يأخذ حيزاً مهماً في أدبيات الاقتصاد منذ عام 1932م، حيث كان كل من Means, Berle من أوائل من تناول فصل الملكية عن الإدارة، والتي هي أهم آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن حدوثها بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي من الممكن أن تضر بالشركة وبالصناعة ككل.³

وفي عام 1997 ومع إنفجار الأزمة المالية الآسيوية أخذ العالم ينظر نظرة جادة إلى حوكمة الشركات والأزمة المالية المشار إليها قد يمكن وصفها على أنها أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين منشآت الأعمال، وقد كانت المشاكل العديدة التي برزت في المقدمة أثناء الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين الداخليين والأقارب والأصدقاء بين منشآت الأعمال وبين الحكومة وحصول الشركات على مبالغ هائلة من

¹ محسن أحمد الخضير، نفس المرجع، ص 30.

² عبده محمد السويدي، "النظام القانوني لحوكمة الشركات وأثر الإفصاح والشفافية عليها"، مجلة الدراسات الاجتماعية، العدد 50، ديسمبر 2016، ص 149.

³ بوفاسة سليمان وسعيداني رشيد، "لجنة التدقيق الداخلي كمدخل لتفعيل مبادئ الحوكمة في الشركات ورفع أدائها"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

الديون قصيرة الأجل في نفس الوقت الذي حرصت فيه على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور وإخفاء هذه الديون من خلال طرق محاسبية مبتكرة وما إلى ذلك.¹

غير أن الحديث عن الحوكمة برز بوضوح مع بداية عام 1999م بعد تراكمات من نتائج دراسات حول إخفاق شركات ومؤسسات عملاقة عديدة، ولقد ساهم حدوث الأزمات والانهيال الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا وروسيا وأميركا اللاتينية وغيرها في تزايد الاهتمام بالحوكمة،² وكذلك الأزمات المالية التي حدثت لدول أوروبا وأمريكا في السنوات 2001 و2002 ثم تكررت في عام 2008 والتي نتج عنها إفلاس العديد من الشركات والمصارف وتكدست اقتصاديات معظم دول العالم خسائر فادحة نتيجة لسوء الإدارة والفساد المالي في ظل غياب أجهزة متابعة ورقابة تعمل وفقا للوائح وتشريعات تحد من هذه المخالفات.³

1- أسباب ظهور الحاجة لحوكمة الشركات: هناك جملة من الأسباب والتداعيات التي

أدت إلى ظهور الحاجة إلى حوكمة الشركات، وتبوءها صدارة الأحداث والقضايا المرتبطة باقتصاديات دول العالم المتقدمة والناشئة منها على حد سواء يمكن تلخيصها فيما يلي بالإضافة إلى نظرية الوكالة التي سنتطرق لها لاحقاً:⁴

1-1- الأحداث الدولية: خلال العقدين الماضيين وقعت العديد من الأحداث الدولية،

وضعت قضية حوكمة الشركات على قمة اهتمامات كل من مجتمع الأعمال الدولي

¹ خالد ممدوح إبراهيم، "حوكمة الأنترنت"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص 46-47.
² عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2007، ص: 25.

³ السنوسي محمد الزوام ومختار محمد ابراهيم، "آليات الحوكمة ومتطلبات تطبيقها بالشركات المساهمة"، مجلة جامعة سبها (العلوم البحثية والتطبيقية)، المجلد 13، العدد 1، 2014، ص66.

⁴ دبله فاتح، "حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009.

والمؤسسات المالية الدولية، ومنها حالات الفشل الذريع مثل فضيحة بنك الائتمان والتجارة الدولي، وأزمة المدخرات والقروض في الولايات المتحدة والفجوة القائمة بين مكافآت الإدارة وأداء الشركة، وكذلك أزمة جنوب آسيا عام 1997، التي وصفت بأنها كانت نتيجة أزمة ثقة في مكونات الإدارة المالية للشركات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين القطاعات الاستثمارية والشركات والحكومة، كما انهارت شركات مثل شركة "ENRON" والتي تتبعها مكتب "Arthur et Anderson" لمراجعة الحسابات، وقد جاءت ظاهرة الفضائح المالية لبعض كبريات الشركات العالمية لتؤكد أهمية إيجاد معايير لأفضل الممارسات والإجراءات في الإدارة والتنظيم والمراقبة والإشراف الفعال على شركات المساهمة، لضمان تحقيق الأهداف الموضوعة والالتزام بالأنظمة الداخلية والخارجية المنظمة لشؤون أعمال الشركات أو ما يطلق عليه بحوكمة الشركات؛

1-2- العولمة: يمتاز القرن الواحد والعشرين بأنه عصر العولمة التي تعني تحويل العالم إلى قرية صغيرة، وذلك باستخدام وسائل الاتصال المتطورة، التي تمكن الفرد عموماً والمستثمر خصوصاً من معرفة أحدث المستجدات العالمية في لحظتها، بالإضافة لحالات التكامل والاندماج التي تعيشها قارات كثيرة من العالم وما يرافقها من إجراءات مثل تحرير الاقتصاد وتسهيل حركة رؤوس الأموال، بالإضافة إلى الحالة التنافسية التي فرضت على اقتصاديات دول العالم، هذا قد يتطلب وضع قواعد موحدة تحكم إدارة المؤسسات الاقتصادية تربط بين الشركة الأم والشركات التابعة؛

1-3- العوامل الاقتصادية: تتمثل هذه العوامل فيما تطمح إليه حكومات الدول فيما يخص استقرار أسواق رأس المال لديها وجذب رؤوس الأموال، وتعزيز فرص العمالة وتحقيق أعلى معدلات نمو اقتصاد ممكنة وتنمية استثماراتها، بالإضافة إلى تحسين وتعزيز الثقة

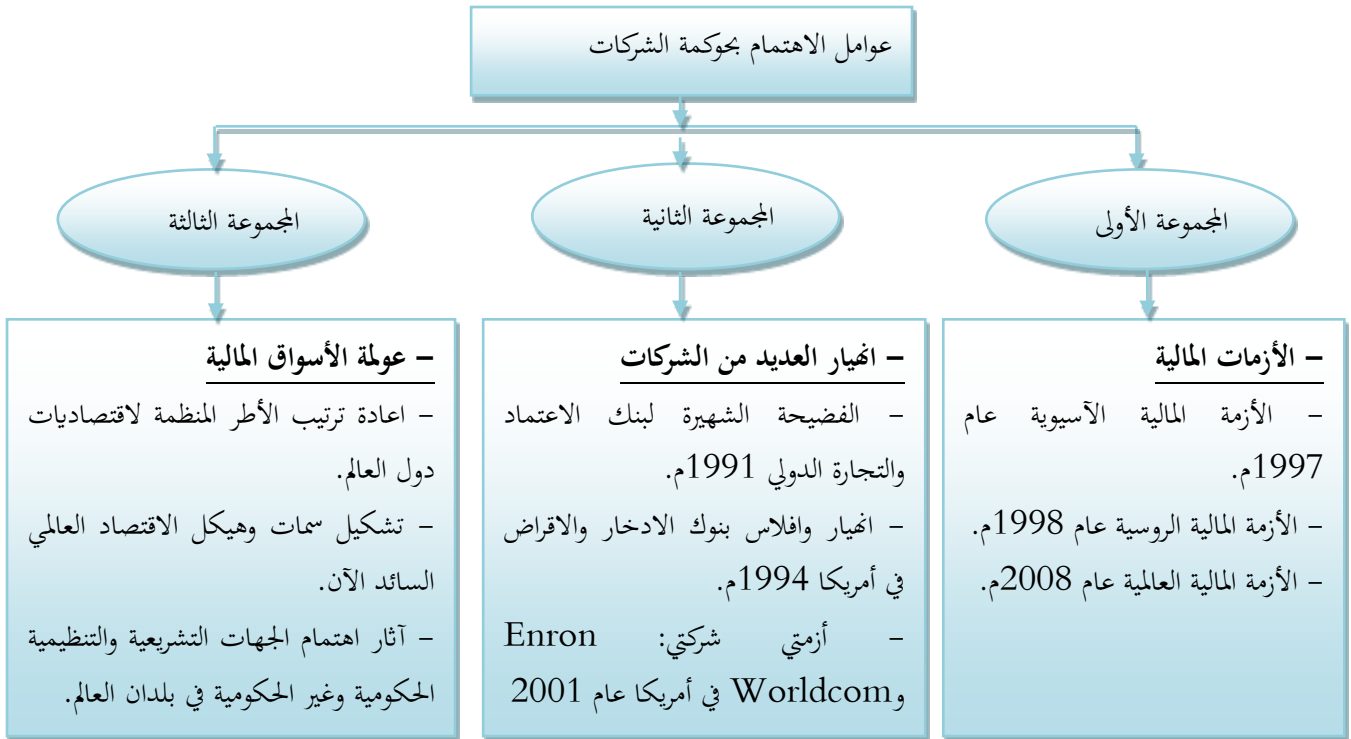
الدولية باقتصادياتها ومؤسساتها بغرض الاستفادة ما أمكن من المؤسسات والصناديق المالية الدولية؛

1-4- نظرية الوكالة: سيتم التفصيل فيها لاحقاً.

ويمكن تبويب العوامل التي أدت إلى زيادة الحاجة لحوكمة الشركات إلى ثلاثة مجموعات

رئيسية وذلك حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (1- 1): عوامل الاهتمام بحوكمة الشركات.



المصدر: بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، "دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية

والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى

الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري 06-07 ماي 2010،

جامعة محمد خيضر - بسكرة.

2- مراحل تطور أبعاد الحوكمة: ويمكن تلخيص مراحل تطور ووضوح أبعاد الحوكمة فيما يلي:¹

2-1- مرحلة الكساد (ما بعد عام 1932م): حيث شهدت هذه المرحلة بدئ الاعتراف بعمق الفجوة بين الإدارة والملاك وتعارض المصالح؛

2-2- مرحلة ظهور نظرية الوكالة وضبط العلاقات (1976م-1990م): حيث ظهرت الكتابات بشأن تنظيم وضبط العلاقات بين الملاك والإدارة من خلال نظرية الوكالة وضرورة تحديد الواجبات والصلاحيات لكل من الإدارة وأصحاب الأموال؛

2-3- مرحلة تزايد الاهتمام بالحوكمة (بداية التسعينات): حيث تزايد الاهتمام بالحوكمة مع بداية التسعينات من القرن العشرين عندما اتجهت منظمة التجارة العالمية لوضع معايير تساعد الشركات من خلال الالتزام بها في تحقيق النمو والاستقرار وتدعيم قدراتها التنافسية للعمل عبر الحدود الدولية؛

2-4- مرحلة بدء ظهور إصلاح الحوكمة (1996م-2000م): ظهرت هذه المرحلة كنتاج لتراكم الدراسات التي تشير إلى أسباب انهيار الشركات أو إخفاقها في تحقيق أهدافها أو سوء الممارسات الإدارية بها وإهدار أو سوء استخدام الإمكانيات والموارد، مما دفع منظمة التجارة العالمية للاهتمام بصياغة بعض المبادئ العامة للحوكمة؛

2-5- مرحلة إصدار منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (O.C.E.D): مجموعة من المبادئ العامة للحوكمة في عام 1999م.

¹ عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، مرجع سبق ذكره، ص 25-27.

2-6- مرحلة إصدار اتحادات مهنية لمعايير الحوكمة: على ضوء المعايير السابق وضعها من المنظمات المختلفة، اتجهت مؤسسات واتحادات مهنية متعددة أغلبها محاسبية لوضع مجموعة من المعايير لتحقيق أهداف الحوكمة؛

2-7- مرحلة التأكيد على حتمية الحوكمة (2001م-2004م) وضرورة توثيقها: حيث كان التركيز واضحاً على حالات الفشل والفساد القيمي والأخلاقي والفضائح في عديد من الممارسات المالية والاستثمارية في كثير من الشركات والمؤسسات؛

2-8- مرحلة اهتمام البنك الدولي بالحوكمة: مع تتابع ظاهرة الأزمات الاقتصادية وانهايار عديد من الشركات العملاقة اتجه البنك الدولي أيضاً إلى الاهتمام بالحوكمة، وقام بتعزيد بعض المؤسسات واللجان والهيئات والمعاهد لتبني موضوع الحوكمة وإصدار مجموعة من الضوابط والإرشادات لتطبيق الحوكمة وتفعيلها.

ويشير (Estrin) إلى أن السبب الرئيسي في الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات هو الانفصال بين الملكية والإدارة بالإضافة إلى أسباب أخرى، بينما لخصت بعض الدراسات أهم الأسباب والدوافع التي تؤكد ضرورة تبني مفهوم حوكمة الشركات في البنود التالية:¹

- الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء؛
- تحسين الكفاءة الإقتصادية؛
- إيجاد الهيكل الذي تحدد من خلاله أهداف الشركة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء؛
- المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة في أداء الشركات، بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين وهما مجلس إدارة الشركة والمساهمون ممثلون في الجمعية العمومية للشركة؛

¹ عوض بن سلامة الرحيلي، "لجان المراقبة كأحد دعائم الشركات لتطبيق الحوكمة، حالة السعودية"، مجلة الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد 22، العدد 1، 2008، ص: 184-185.

- عدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضائه؛

- تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة؛

- تمكين الشركات من الحصول على تمويل من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين والأجانب؛

- إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين والإطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.

ثانيا - تعريف حوكمة الشركات

لقد تعددت تعاريف الحوكمة وهذا راجع إلى التدخل في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية ومن بين هذه التعاريف نذكر ما يلي:

- تعريف مركز المشروعات الدولية الخاصة الذي اعتبرها: "الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها، وتركز الحوكمة على العلاقة فيما بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة، والمساهمين وأصحاب المصالح وواضعي التنظيمات الحكومية، وكيفية التفاعل بين كل من الأطراف في الإشراف على عمليات الشركة.¹

- وعرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) حوكمة الشركات في عام 1998 بأنها: "النظام الذي يوجه ويضبط أعمال المؤسسة، حيث يصف ويوزع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في المؤسسات مثل مجلس الإدارة، الإدارة، المساهمين وذوي العلاقة، ويضع القواعد

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، " قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات"، القاهرة 2003، ص 2.

والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بشؤون المؤسسة، كما يضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتحقيقها وأسس المتابعة لتقييم ومراقبة الأداء.¹

كما عرفت على أنها: مجموعة من آليات الرقابة والتي تتبناها المؤسسة حتى تمنع أو تنثني المديرين المحتمل أنهم من ذوي المصالح الذاتية عن المشاركة في أنشطة تضر برفاهية المساهمين وأصحاب المصلحة. ويتكون نظام المراقبة بحد أدنى من مجلس الإدارة للإشراف على الإدارة ومراجع خارجي لإبداء الرأي حول مدى موثوقية القوائم المالية ولكن في معظم الحالات تتأثر الحوكمة بمجموعة أوسع من المكونات بما في ذلك أصحاب الشركة والدائنين والنفقات العمالية والعملاء والموردين والمحللين الماليين ووسائل الاعلام والهيئات التنظيمية.²

- كما يمكن أن تعرف بأنها: "عبارة عن مجموعة من الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الانضباط والشفافية والعدالة، وبالتالي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق ترشيد تصرفات الإدارة الأمر الذي يحقق أفضل المنافع لكافة الأطراف".³

- كما عرفت كذلك بأنها: "مجموعة من العلاقات بين إدارة المنظمة ومجلس إدارتها وحملة الأسهم بها وغير ذلك من أصحاب المصالح وتحدد حوكمة الشركات الهيكل الذي يتم من خلاله

¹ خلف عبد الله الواردات "الاتجاهات الحديثة في التدقيق الداخلي"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العربي الأول حول: التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات (تدقيق الشركات - تدقيق المصارف و المؤسسات المالية - تدقيق الشركات الصناعية)، القاهرة، سبتمبر 2005، ص 24.

² ديفيد لاركر وبريان تيان، مسائل حوكمة الشركات - نظرة فاحصة على الخيارات التنظيمية وتبعاتها، ترجمة عبد الله بن ناصر أبو ثنين وسعد بن عبد الله الكلاي، معهد الإدارة العامة، الرياض، 2017، ص 24.

³ عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص 17.

وضع أهداف المنظمة وطرق تحديد تلك الأهداف والرقابة على الأداء ويجب أن تقدم حوافز مناسبة للإدارة لتحقيق الأهداف التي تحقق بدورها صالح المنظمة وحملة الأسهم وتسهيل الرقابة".¹

- أما شركة التمويل الدولية (IFC) فعرفت حوكمة الشركات على أنها: "مجموعة الهياكل والعمليات اللازمة لتوجيه وضبط المؤسسات وتحديد توزيع الحقوق والواجبات بين المشاركين الرئيسيين في المؤسسة-بمن فيهم المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء-وكذلك تحديد القواعد والاجراءات الخاصة باتخاذ القرارات بشأن أمور الشركة".²

- كما عرفت كذلك بأنها: "مجموعة من القوانين و المعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح المرتبطة بالمؤسسة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، المواطنين) من ناحية أخرى".³

انطلاقاً من التعاريف السابقة تظهر لنا المعاني الأساسية لمفهوم حوكمة المؤسسات وهي:⁴

- مجموعة من الأنظمة و القوانين و القواعد الخاصة بالرقابة على أداء المؤسسات؛
- تنظم العلاقات بين مجلس الإدارة و المديرين و المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى؛
- التأكيد على أن المؤسسات يجب أن تدار لفائدة أصحاب المصالح؛
- مجموعة من القواعد يتم بموجبها إدارة المؤسسة و الرقابة عليها وفق هيكل معين يتضمن توزيع الحقوق والواجبات فيما بين المشاركين في إدارة المؤسسة مثل مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين و المساهمين.

¹ جميلة سعيد قمبر، "واقع تطبيق الحاكمة الجامعية في التعليم الجامعي الحكومي الليبي (دراسة نقدية)"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 43، العدد 2، 2016، ص 788.

² حاكم محسن الربيعي وحمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 25.

³ أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص: 82.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، "المنظور الاستراتيجي: التحولات الاقتصادية للقرن الحادي والعشرين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص404.

من خلال مجمل التعاريف السابقة التي تطرقت لمفهوم حوكمة الشركات، يمكن استخلاص التعريف التالي حوكمة الشركات هي عبارة عن نظام متكامل يشمل مجموعة من الطرق والقواعد يتم من خلالها إدارة المؤسسات وجعلها تعمل في جو من الشفافية والديمقراطية ويتمكن من خلالها ضمان حقوق وواجبات الأطراف المتعلقة بالشركة من أجل صورتها وتحقيق الاستدامة.

ثالثاً - خصائص حوكمة الشركات

بناء على ما سبق ذكره، نجد أن مصطلح حوكمة الشركات يشير إلى الخصائص الآتية:¹

1. **الانضباط:** أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح وهذا الانضباط يتحقق من خلال:

➤ بيانات واضحة للجمهور؛

➤ وجود حافز لدى الإدارة اتجاه تحقيق سعر أعلى للسهم؛

➤ الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة بوضوح؛

➤ التقدير السليم لحقوق الملكية.

2. **الشفافية:** أي تقديم صورة حقيقة لكل ما يحدث كما تعني العلنية في مناقشة الموضوعات

وحرية تداول المعلومات، وتتحقق هذه الشفافية من خلال:

➤ الإفصاح عن الأهداف المالية بدقة؛

➤ نشر التقرير السنوي في موعده؛

➤ الحفاظ على المعلومات وعدم تسريبها قبل الإعلان عنها؛

➤ الإفصاح العادل عن النتائج الختامية؛

➤ تطبيق معايير المحاسبة الدولية؛

¹ طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)"،
الدر الجامعية، مصر، 2005، ص3.

➤ تحديث المعلومات على شبكة الانترنت.

3. **الاستقلالية:** أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل وضمان عدم وجود تأثيرات على

الإدارة أو الجهات الرقابية في أداء دورها؛

4. **المساءلة:** أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المؤسسة من خلال تقييم

وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، عن طريق تقديم كشف حساب عن تصرف ما،

وتشمل المسائلة جانبين هما التقييم ثم الثواب أو العقاب، ويعني أن يتم أولاً تقييم العمل ثم

محاسبة القائمين عليه وتتحقق من خلال:

➤ الترفع عن المصالح الشخصية؛

➤ ممارسة العمل بعناية ومسؤولية؛

➤ التصرف بشكل فعال ضد الأفراد الذين يتجاوزون حدودهم؛

➤ التحقيق الفوري في حال الإساءة للإدارة العليا؛

➤ وضع آليات تسمح بعقاب الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة.

5. **العدالة:** أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات من أصحاب المصلحة في المؤسسة

وتتحقق العدالة عن طريق:

➤ المكافآت العادلة لأعضاء مجلس الإدارة؛

➤ المعاملة العادلة لكافة الموظفين؛

➤ حماية حقوق المساهمين؛

➤ وجود رئيس مجلس إدارة مستقل عن مجلس الإدارة العليا؛

➤ وجود لجنة مراجعة يرأسها عضو مجلس إدارة مستقل؛

➤ وجود لجنة لتحديد المكافآت يرأسها عضو إدارة مستقل؛

➤ وجود مراجعين خارجيين غير مرتبطين بالمؤسسة.

6- **المسؤولية الاجتماعية:** أي النظر إلى المؤسسة كمواطن جيد وتعني وجود مسؤولية أمام

جميع الأطراف ذوي المصلحة في المؤسسة وتتحقق إذا كانت هناك:

➤ لجنة مراجعة ترشح المراجع الخارجي وتراقب أعماله؛

➤ لجنة مراجعة تراجع تقارير المراجعين الداخليين وتشرف على أعمال المراجعة

الداخلية؛

➤ الاجتماعات الدورية لمجلس الإدارة؛

➤ عدم قيام مجلس الإدارة بالإشراف بدور تنفيذي.

رابعاً- أطراف حوكمة الشركات: يتضح من خلال التعاريف التي تطرقنا إليها أن أطراف

حوكمة الشركات تكمن في أربعة أطراف نلخصها فيما يلي:¹

1- **المساهمون:** هم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم ، وذلك

مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، ولهم الحق في اختيار أعضاء مجلس

الإدارة؛

2- **مجلس الإدارة:** هم من يمثلون المساهمين وحملة الأسهم ويقومون بتعيين المديرين التنفيذيين

ويكونون إليهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة ويقومون بالرقابة على أدائهم؛

3- **الأدارة التنفيذية:** هي المديرون المسؤولون مباشرة عن إدارة الشركة وتقديم التقارير الخاصة

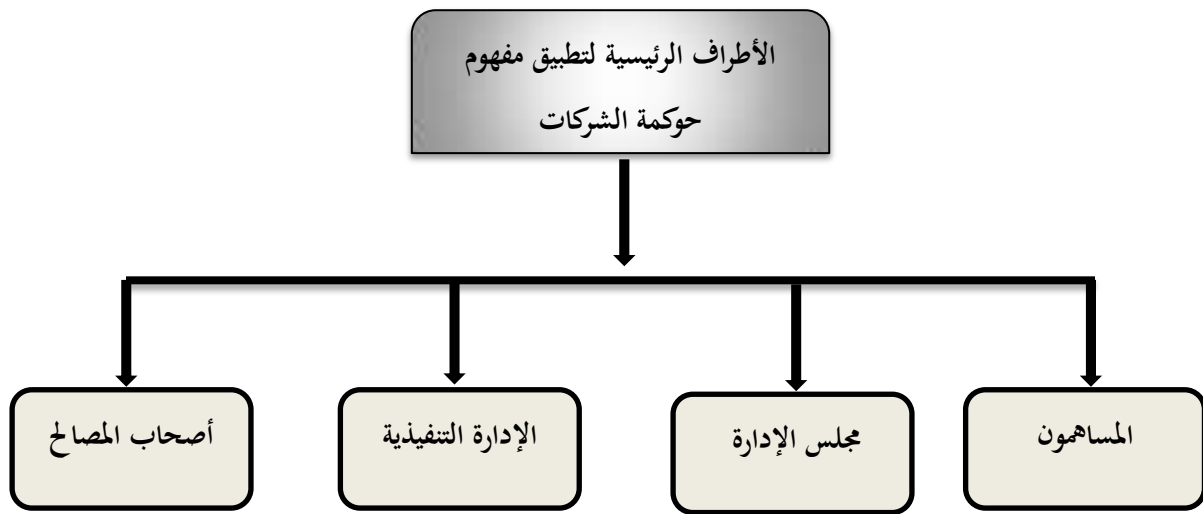
بأداء الشركة لمجلس الإدارة، وهم المسؤولون عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها، وأيضا

عن الإفصاح بشفافية عن المعلومات للمساهمين؛

¹ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، الطبعة الأولى، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، مصر، 2014، ص 48.

4- أصحاب المصالح: هم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل: الدائنين والموردين والعمال والموظفين والجهات الحكومية المنظمة للأعمال، وتلتقي مصالح هذه الأطراف تارة وقد تتعارض تارة أخرى بعض الأحيان، إن الحوكمة هي استثمار حقيقي للمؤسسات التي تقبل الدخول تحت مظلتها وتعمل بقناعة وشفافية لتطبيق مبادئها ومعاييرها لتصبح الحوكمة في تلك المؤسسات ثقافة إدارية وسلوكية وليست مجرد نصوص صماء.

الشكل رقم (1- 2) : أطراف حوكمة الشركات.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

شهدت معظم الدول عدة انهيارات اقتصادية وأزمات مالية العديد مما جعلها تهتم بحوكمة الشركات، لما لها من أهمية كبيرة في توكي الأزمات والنتائج الوخيمة بالنسبة للشركات وحتى الدول التي تكون فيها ممارسات حوكمة الشركات ضعيفة.

أولاً: أهمية حوكمة الشركات

لحوكمة الشركات أهمية بالغة في اقتصاديات الدول والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:¹

- 1- إن المستثمرين يضعون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار خاصة في ظل النظام الاقتصادي العالمي الذي يتسم بالعولمة وشدة المنافسة بين الشركات والمؤسسات المختلفة بهدف الدخول إلى أسواق المال المحلية أو العالمية للاستثمار مدى التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة، التي تعد أحد المعايير الأساسية المؤثرة على قراراتهم، هذا ما يجعل المؤسسات التي تطبق هذه المبادئ ترفع من قدرتها التنافسية على المدى الطويل نظراً لتمتعها بالشفافية في معاملاتها وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وفي جميع العمليات التي تقوم بها، الشيء الذي سيدعم حتماً رصيد الثقة من جانب المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، ومن ثم الاستثمار في هذه الشركات مما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال ويسمح بتحقيق المزيد من الاستقرار لمصادر التمويل؛

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- سيد عبد الرحمن عباس بله، "دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الإبداعية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 12، 2012، ص 57.

- سحنون جمال الدين، شروط بروز الأسواق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 121-122.

2- يسمح تطبيق حوكمة الشركات بتحسين أداء إدارة الشركة ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تطوير إستراتيجية سليمة لها وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ اعتمادا على أسس سليمة؛

3- يسمح تطبيق مبادئ الحوكمة بتقوية ثقة الجمهور في صحة وسلامة برنامج الخصوصية التي تتطلب قواعد إدارية جيدة، كما يعمل على المساعدة على ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها؛

4- الاعتماد على معايير الإفصاح و الشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين في إطار التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة من شأنه المساعدة في منع حدوث الأزمات بالمؤسسات لأنه في حالة تعرض هذه الشركات لأزمة معينة، فالتزامها بتطبيق معايير الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بديونها والتزاماتها يساعد على إتباع الإجراءات الصحيحة والقانونية في حالة الإفلاس أو نزع الملكية ومن ثم مراعاة العدالة للدائنين وغيرهم من أصحاب المصلحة؛

5- يتسبب افتقار المؤسسات للقواعد الصحيحة للحوكمة في إتاحة الفرصة لحدوث الفساد فيها وأصحابه يعتبرون أعضاء من داخل المؤسسات نفسها، حيث يمكن أن يكونوا من مجلس الإدارة أو المديرين أو التنفيذيين، ويتمثل هذا الفساد في نهب المؤسسة أو المال العام على حساب المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين. وقد وصل الأمر في الاقتصاد العالمي أو حتى على المستوى الدولي أين تضعف أساليب ممارسة الحوكمة إلى أن يصبح أكثر عرضة لنتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية، لذا أصبح جليا أن أسلوب ممارسة الحوكمة يحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير الاقتصاديات كلها في عصر العولمة؛

6- تظهر العديد من الدراسات الدولية أن هناك علاقة كبيرة خاصة على مستوى الأسواق الناشئة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين و تنميتها.

من بين الشركات العالمية التي تعرضت للإفلاس والتدهور نتيجة نقص في تطبيق مبادئ الحوكمة نجد:¹

- بنك القرض الليوني الذي إنهار في منتصف التسعينات، ففي ذلك الوقت كانت ملكية البنك للدولة الفرنسية بنسبة 100%، وكان مجلس الإدارة يختار من طرف الدولة ومبدئياً لم تكن هناك رقابة على إدارة وإستراتيجية البنك، وكانت تكاليف تدهور البنك مؤثرة على جميع أصحاب المصالح والمجتمع؛

- في قطاع الاتصالات والإعلام مثلاً، أفلس بعض الشركات بسبب انعدام الرقابة الفعالة على الإدارة والمجالس الإدارية مثل شركتي (vivendi, France telecom)؛

- قصة شركة إنرون (Enron) وعدد آخر من الإفلاسات خاصة في الو.م.أ، حيث أصبح الاهتمام الكبير منصب على الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية المقدمة من طرف الشركة، في حين تبقى استقلالية المراجع الخارجي مطروحة.

فغياب حوكمة بالشركات يعني:²

- زيادة قوة الفساد، حيث لن يكون هناك من يقاومه؛
- شيوع حالات من اللامسؤولية وعدم الالتزام الذي يؤدي إلى اتساع دائرة الشك وعدم التأكد؛

¹ Adrian fares, "corporate governance in Egypt from a banking perspective", workshop(2), CG from a banking perspective (CIPE), Egypt, February 5.2003, p2-3.

² محسن أحمد الخضيرى، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص 105-107.

- زيادة الضبابية وعدم القدرة على التمييز بين بدائل من الخيارات المطروحة للاستثمار؛
 - زيادة عدم الثقة والخوف من المستقبل؛
 - زيادة الشعور بالعدمية وعدم القدرة على الفعل، حيث يتحول العاملون إلى آلات ويختفي الدافع إلى العمل؛
 - زيادة عدم الشعور والوعي بالواجب وعدم الرغبة في تحقيقه، حيث لا يلتزم العاملون بالتعليمات الإدارية ويتم الخروج عن اللوائح والقواعد.
- وحسب المعهد القانوني للمحاسبين الإداريين (CIMA)، فإن حوكمة الشركات الجيدة تؤدي

إلى:¹

- تقليل المخاطر؛
- التحفيز على الأداء؛
- تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال؛
- تحسين القدرة على تسويق البضائع والخدمات؛
- تحسين القيادة؛
- تبيان الشفافية والقابلية للمحاسبة الاجتماعية.

¹مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، مرجع سبق ذكره، ص 7.

ثانياً: أهداف حوكمة الشركات

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة وبالتالي تحقيق الحماية لحملة الأسهم، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، وعليه يمكن اجمال أهم الأهداف التي تسعى حوكمة الشركات إلى تحقيقها فيما يلي:¹

- 1- مراعاة مصالح وحقوق المساهمين وحمايتهم؛
- 2- حماية حقوق حملة الوثائق والمستندات ذات الصلة بفعالية الشركة؛
- 3- حماية حقوق ومصالح العاملين في الشركات بكافة فئاتهم؛
- 4- تحقيق الشفافية في جميع أعمال الشركات؛
- 5- تحقيق وتأمين العدالة لكافة أصحاب المصالح والمتعاملين مع الشركات؛
- 6- تأمين حق المساءلة أمام أصحاب الحقوق لإدارة الشركات؛
- 7- الحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة؛
- 8- تنمية المدخرات وتشجيع تدفقها بما يؤدي إلى تنمية الاستثمارات الانتاجية وصولاً لتعظيم الأرباح بعيداً عن الاحتكارات؛
- 9- الالتزام بأحكام القوانين والتشريعات النافذة؛
- 10- العمل على تأكيد مراجعة الأداء لكافة فعاليات الشركات بما فيها الأداء المالي من خلال لجان مراجعة خارجيين ومستقلين عن الإدارة التنفيذية؛
- 11- محاسبة الإدارة التنفيذية أمام المساهمين.

¹ أعمار بلعادي، "حوكمة الشركات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية"، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 20، جوان 2017، ص 316.

المطلب الثالث: نماذج حوكمة الشركات

تحظى حوكمة الشركات بنموذجين أساسيين في الاقتصاديات العالمية، وذلك من خلال الاعتماد على هياكل الملكية للمؤسسات، حيث نجد هيكل مركز (نظام الداخلين insider) أي نموذج الوساطة المالية (البنوك)، وهيكل مشتت (نظام الخارجيين outsider) أي ما يمثل نموذج السوق المالية.

أولاً- نموذج البنوك (الهياكل المركزة)

1- مبدأ النموذج: تتركز الملكية أو الإدارة في أيدي عدد قليل من الأفراد أو العائلات أو المديرين أو أعضاء مجلس الإدارة أو الشركات القابضة أو البنوك أو الشركات غير المالية، ونظراً لأن هؤلاء الأفراد أو الشركات غالباً ما يتولون الإدارة فهم يؤثرون بشدة على طريقة تشغيل وعمل الشركة يطلق عليهم "الداخلين" (insider).¹

ويقوم الداخلون بممارسة السيطرة أو التحكم في الشركات بعدة طرق، والمشهد المألوف لذلك ملكيتهم (الداخلين) لأغلبية أسهم الشركة وحقوق التصويت وغالباً ما يقوم المساهمون ذوي الملكيات الكبيرة من الأسهم وأصحاب حقوق التصويت بالتحكم في الإدارة عن طريق التمثيل المباشر في مجلس إدارة الشركة، وفي بعض الأحيان يملك الداخلون عدداً قليلاً من الأسهم ولكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت ويحدث ذلك عندما تتعدد أنواع الأسهم مع تمتع بعضها بحقوق تصويت أكثر من بعضها الآخر، كما يحدث أيضاً عندما يمكن التصويت عن طريق التوكيل ومن خلال اتحادات التصويت وإذا ما تمكن بضعة أفراد من امتلاك أسهم ذات حقوق

¹ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية،

تصويت كبيرة فإنه سيتمكنهم فعلا من التحكم في الشركة حتى ولو لم يكونوا هم أصحاب أغلبية رأس المال.¹

2- **خصائص النموذج:** يتركز نموذج البنوك في معظم الدول خاصة تلك التي يحكمها القانون المدني ومنها اليابان وألمانيا، لذلك يدعى أيضا بالنموذج "الياباني-الألماني" فهذا النموذج لا يعتمد على آليات السوق المالي وإنما على البنوك، فمثلا يتميز نموذج البنوك المطبق في ألمانيا واليابان بما يلي:²

- التركيز القوي في الملكية وفي حقوق التصويت، وبالتالي توفير وضعية تعزز من سلطة المساهمين؛

- وجود مخاطر التضارب بين مساهمي الأغلبية ومساهمي الأقلية؛

- سعي مجلس الإدارة في الدفاع عن مصالح الشركة والمساهمين على حد سواء؛

- ارتكاز نظام الحوكمة على الثقافة القومية وعلى التضامن القوي.

ويتميز هذا النموذج عموما بالخصائص التالية:

- عدد الشركات المدرجة بالبورصة (السوق المالي) ضعيف مقارنة بنموذج السوق؛

- أسواق رأس المال تتميز بسيولة قليلة ومنه فهي مواتية لعروض الشراء العامة؛

- عمليات تقديم وعرض القوائم المالية عرضية وغير ملزمة وغير محددة الفترات، لأن القواعد

المحاسبية المعمول بها أقل تقييد؛ وجود مناهج لحوكمة الشركات في هياكل إدارة البنوك

بشكل كبير.

¹ عيادي عبد القادر، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاسها على كفاءة السوق المالية

- حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة

الشلف، الجزائر، 2014، ص 29.

² نفس المرجع، ص 29.

3- مزايا وعيوب النموذج: إن الشركات التي يسيطر عليها الداخلون تتمتع ببعض المزايا

فالداخليين لديهم السلطة والحافز لمراقبة الإدارة عن كثب وهو ما يؤدي إلى تقليل احتمالات سوء الإدارة والغش، كما أن الداخليين وبسبب كبر حجم ملكياتهم فإنهم يميلون إلى تأييد القرارات التي تعزز أداء المؤسسة في الأجل الطويل مقابل القرارات التي تهدف إلى تعظيم المكاسب الآنية.

وعلى العكس من ذلك فإن نظام الداخليين قد يعرض الشركة للفشل في بعض النواحي فقد يتواطؤ أصحاب حقوق التصويت من ذوي النسب المسيطرة مع إدارة الشركة على اتخاذ بعض القرارات التي تصب في مصلحتهم الشخصية على حساب مساهمي الأقلية وخاصة عندما لا يتمتع مساهمو الأقلية بحقوقهم القانونية.

فمثلا قد تقوم إدارة الشركة بعقد اتفاقية قرض مع أحد البنوك وبفائدة مرتفعة جدا وذلك نظرا لوجود علاقة ما تربط أحد المساهمين بهذا البنك، أو موافقة كبار المساهمين أو أصحاب القوة التصويتية على مرتبات ومزايا باهظة لهم، وكذلك شراء مستلزمات إنتاجية تزيد أسعارها عن المعتاد بغرض زيادة الحصة السوقية للشركة.

إضافة إلى ذلك يمكن لكبار المساهمين أو كبار أصحاب حقوق التصويت أن يقوموا مثلا بتشجيع مجلس الإدارة للتصديق على شراء إحدى المؤسسات المنافسة بهدف زيادة الحصة السوقية للشركة والقضاء على المنافسة.

كما يمكن إقناع مجلس الإدارة برفض عروض الاستحواذ خشية فقدان السيطرة على المنشأة على الرغم من أن عملية الاستيلاء قد تعمل على تحسين أداء الشركة، ويتفاقم هذا الخطر عندما تتمتع الشركة المملوكة عائليا أو التي يسيطر عليها الداخلون بالحماية من ضغوط السوق لعدم قيدها في سوق الأوراق المالية.

وبناء عليه يمكن القول أن استخدام الداخليين لسلطاتهم بطريقة غير مسؤولة في ظل غياب الرقابة قد يعمل على ضياع موارد الشركة وتخفيض مستويات الإنتاجية وتحميلها أعباء إضافية يصعب معه تأمين الموارد اللازمة لتمويل عمليات الشركة، كما أن الداخليين يعززون من تردد ورفض المستثمرين وعدم سيولة الأسواق المالية.

4- مثال عن النموذج (تجربة ألمانيا): في ألمانيا اكتسب موضوع قواعد حوكمة وإدارة الشركات أهميته بعد تعرض عدد من الشركات الألمانية الكبيرة للانهايار، مثل تعرض شركة دايملر للكثير من المصاعب، وتبعاً لهذه الظروف وافقت الحكومة الألمانية على اقتراح يسمى كون تراج "kon trag" يتناول القضايا التالية المتعلقة بإدارة الشركات:¹

1. يسمح للشركة بإعادة شراء أسهمها بموجب شروط مشددة (وكان ذلك ممنوعاً من قبل)؛
2. لن يكون هناك تخفيض إجباري في عدد أعضاء المجلس الرقابي، ويجوز استمرار تمثيل الأعضاء في عشرة مجالس؛
3. يجب زيادة السماح للأقلية أي لصغار المساهمين بتقديم دعاوى ضد المديرين، بتخفيض حقهم في الأرباح إلى 5% أو 2 مليون مارك ألماني (بينما كانت النسبة فيما قبل 10 %)؛
4. المجلس الرقابي (وليس مجلس الإدارة) هو الذي يعين المدققين الخارجيين؛
5. تم تقليل تأثير البنوك إلى الحد الذي لا يسمح فيه للبنوك أن تصوت بصفتها حاملة توكيلات قانونية إذا كان التصويت باسم البنك يمثل أكثر من 5% من الأسهم.

وفي 2000 أصدرت مجموعة مبادرة برلين- وهي مجموعة تضم أكاديميين (مهندسين) الإجراءات الألمانية لقواعد إدارة الشركات، وقد ناقشت هذه المجموعة معايير حوكمة الشركات

¹ حمادي نبيل، التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التدقيق تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، 2008، ص33

بالنسبة لمختلف الأطراف بما فيهم مجلس الإدارة والمجلس الرقابي والمساهمين والمستخدمين كما ناقشت موضوعات أخرى مثل: الشفافية والتدقيق والشركات الخاصة، وعلاوة على ذلك قامت أكبر منظمة ألمانية للمساهمين بوضع مجموعة من المقترحات وطالبت الشركات بتطبيقها كحد أدنى للقواعد الجيدة لحوكمة وإدارة الشركات، وقد تمثلت هذه المبادئ في:

1. منع تضارب المصالح بين أعضاء المجالس الرقابية؛
 2. ضمان استقلال المدقق الخارجي للشركة؛
 3. إرسال الدعوة لحضور الاجتماع السنوي لحملة الأسهم في وقت مبكر؛
 4. طلب المزيد من القابلية للمحاسبة والمزيد من الشفافية؛
- ولكن البورصة الألمانية لم تنتظر حتى تصبح قواعد حوكمة إدارة الشركات ممارسات تطوعية عامة للشركات الألمانية، فبدأت في تنفيذ مشروع جريء حيث بدأت تطالب الشركات المسجلة في البورصة الألمانية بمسك حساباتها إما حسب المعايير المحاسبية الأمريكية (US-GAAP) أو حسب نسخة من المعايير المحاسبية الدولية (IAS) مع إصدار تقارير مالية ربع سنوية.

ثانيا - نموذج السوق المالية (الهياكل المشتتة)

- 1- مبدأ النموذج: في هياكل الملكية المشتتة يكون هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم (الملاك) يمتلك كل منهم عددا صغيرا من أسهم الشركة، وعادة لا يكون هناك حافز لدى صغار المساهمين لمراقبة نواحي نشاط الشركة عن قرب، كما أنهم يميلون إلى عدم الانغماس أو المشاركة في القرارات أو السياسات الإدارية، ومن ثم يطلق عليهم "الخارجيين" (

outsiders).¹

¹ عيادي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 33.

2- خصائص النموذج: يتواجد هذا النموذج في الدول ذات القوانين القائمة على العرف (الدول

الإنجلوساكسونية) مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة أي ذات هياكل الملكية المشتتة في

الشركات، لذلك يطلق عليه أيضا بالنموذج الإنجلوساكسوني، فهو يرتكز على السوق ويتميز

بالخصائص التالية:¹

- تشتت كبير في الملكية مع سيطرة صناديق الاستثمار على السوق المالي حيث تعتبر

هذه الصناديق نوع من المستثمرين المؤسسيين؛

- وجود عدد كبير من الشركات المدرجة في البورصة وبالتالي توفر السيولة؛

- تشكل رأس مال الشركات من مساهمات مهمة تفرض ضرورة فصل الملكية عن الرقابة؛

- قواعد محاسبية ملزمة ينشأ عنها ضرورة الشفافية في الشركات؛

- ضعف إدراج المؤسسات المالية لمناهج حوكمة الشركات في هياكل الإدارة بسبب ميزة

تشتت الملكية مما يؤدي إلى وجود وضعية تعزز من سلطة الإدارة ، وجود مخاطر

التضارب بين المساهمين والمديرين، وجود حماية قانونية للمساهمين وأيضا تدخل

السلطات في البورصة لتقنين معايير شفافية المعلومات.

3- مزايا وعيوب النموذج: إن المؤسسات في نظم الخارجيين تعتمد على الأعضاء المستقلين

في مجالس الإدارة لمراقبة السلوك الإداري والإشراف على بقائه تحت السيطرة حيث يميل

أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بشكل واضح وبدرجة متساوية عن المعلومات

وتقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي وحماية مصالح وحقوق المساهمين بقوة، ونتيجة لذلك

تعتبر نظم الخارجيين أكثر قابلية للمحاسبة وأقل فسادا وتميل نحو تعزيز السيولة في الأسواق

المالية.

¹ نفس المرجع، ص 33.

ولكن رغم المزايا التي يتمتع بها نظام الداخلين فإن الهياكل المشتتة لها نقاط ضعف معينة منها:¹

- ميل الملاك إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير ومن ثم فإنهم يتقنون على السياسات والاستراتيجيات التي تنشأ عن مكاسب في الأجل القصير، وهذا قد يؤدي إلى إثارة الخلافات بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات؛

- كثرة التغيرات في هيكل الملكية نظرا لأن المساهمين قد يرغبون في التخلي عن استثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر ارتفاعا في مكان آخر، مما يؤدي إلى إضعاف استقرار الشركة؛

- فضلا عن ذلك ليس لدى صغار المستثمرين حافزا ماليا إلى وضع قرارات مجلس الإدارة تحت مراقبتهم الشديدة ووضع المديرين موضع المحاسبة وهذا بدوره يؤدي إلى بقاء المديرين المؤيدين للقرارات السيئة، رغم أن مصلحة الشركة تستدعي خروجهم.

4- مثال عن النموذج (تجربة فرنسا): توجد عوامل عديدة جعلت أطراف السوق المالي أكثر اهتماما بقواعد الحوكمة وإدارة الشركات في فرنسا، ومن أبرز تلك العوامل هي زيادة وجود المساهمين الأجانب وظهور مفهوم صناديق المعاشات في فرنسا والرغبة في تحديث سوق المال بباريس، وتولى ذلك أهم منطمتين لأصحاب الأعمال في فرنسا وهما المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين والجمعية الفرنسية للمنشآت الخاصة واللذان قاما بإنشاء لجنة قواعد وإدارة الشركات التي كانت برئاسة "فينو **Vienot**"، ومن جهود هذه اللجنة في مجال تطبيق حوكمة الشركات صدور تقرير فينو "**Vienot Report**" في عام 1995، وقد جذب

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، "دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والمتحولة"، مارس 2002، ص 13.

التقرير الكثير من الاهتمام وتناولته الصحف بالتعليق على الممارسات القائمة في ذلك الوقت وقد تأخر تنفيذ ما توصل إليه من توصيات، ولم تكن هناك متابعة رسمية على شكل تقييم

يبين مدى الالتزام بتلك التوصيات، وتضمنت أهم توصيات تلك اللجنة ما يلي:¹

- يجب أن يضم كل مجلس إدارة عددا لا يقل عن عضوين من المديرين المستقلين؛
- يجب أن يحتوي كل مجلس على لجنة تشريعات تضم عضوا مستقلا واحدا على الأقل ورئيس مجلس الشركة؛

- على الشركة أن تفصح كل سنة عن كيفية تنظيمها لاتخاذ القرارات؛
- يجب أن تكون لكل مجلس إدارة لجان تدقيق ومكافآت تتكون من ثلاثة مديرين على الأقل مع ضرورة استقلالية أحدهم، ويجب أن يشير كل مجلس إلى عدد الاجتماعات التي تعقدها كل لجنة سنويا؛

- لا يجوز للمديرين التنفيذيين ولا لمديري إدارات الموظفين العمل في لجنة التدقيق ولجنة المكافآت؛

- يجب أن يمتلك المديرون عدد معقولا ومناسبا من أسهم شركتهم؛
 - لا يجوز للمدير التنفيذي الانضمام إلى أكثر من خمسة مجالس بالإضافة إلى مجلس شركته.
- ومع ذلك كانت المشكلة الرئيسية المتعلقة بتقرير "vienot" هي أن الالتزام كان متروكا لاختيار الشركات تماما ولم يكن للبورصة أو لأي جهة تنظيمية أخرى شروطا أو متطلبات للإفصاح عما إذا كانت الشركة تطبق مبادئ تقرير "vienot" أم لا، ولم تكن الشركة مطالبة ببيان يثبت إلى أي مدى يتم تطبيق هذه المبادئ.

¹Louis Vaurs, "**Actialite Le comite d'audite**", In revue Française d'audit Interne, n° 137, Paris, 1997, p 5.

وقد قام مجلس الشيوخ بالتحقيق ودراسة قواعد حوكمة الشركات، وترتب على هذه الدراسة صدور "تقرير ماريني" في عام 1996، الذي اشتمل على عدد من المقترحات تمثلت في إحداث تغييرات قانونية تغطي مجموعة كبيرة من الموضوعات التي يرتبط بعضها بشؤون حوكمة وإدارة الشركات، كما يلي:

- يجب أن يكون للشركات الحق في الفصل بين سلطات رئيس المجلس وسلطات الرئيس التنفيذي؛

- يجب السماح لمجلس بقوة القانون بتشكيل لجان ذات سلطات مستقلة؛

- يجب على الشركات أن تقدم للمستثمرين المحتملين قوائم مفصلة بمالكيها؛

- يجب إرسال إشعارات المشاركة في الاجتماعات إلى المساهمين قبل موعد الانعقاد بشهر؛

- السماح للمساهمين الذين لا يرغبون في التصويت بأنفسهم من تحويل حقهم في التصويت إلى كيان مستقل بدلا من تحويله إلى الإدارة.

وقد كانت المشكلة الأساسية في التجربة الفرنسية المتعلقة بحوكمة وإدارة الشركات هي عدم وجود إلزام سواء في تقرير "vienot" أو في تقرير ماريني، إلا أنه مع اشتداد قوة العولمة ودخول اليورو وتدويل أسواق رأس المال أصبح ضروريا التزام عدد أكبر من الشركات الفرنسية بما توصل إليه التقريران من نتائج.

المبحث الثاني: نظام حوكمة الشركات

إثر الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات بعض المناطق من العالم في النصف الثاني من عقد التسعينات وبعض الانهيارات التي تعرضت لها كبرى الشركات العالمية، لقي موضوع حوكمة المؤسسات اهتماما كبيرا على كافة المستويات ولهذا تم وضع نظام لحوكمة الشركات من خلال تحديد أبعاد ومحددات هذه الأخيرة.

المطلب الأول: أبعاد حوكمة الشركات

يشتمل مفهوم حوكمة الشركات على العديد من الأبعاد قصد ضبط وتنظيم الأداء بالمؤسسات وهذا لخدمة مصالح جميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة، حيث يمكن حصر هذه الأبعاد فيما يلي:¹

أولاً: البعد الإشرافي: يتعلق هذا البعد بتدعيم الدور الإشرافي لمجلس الإدارة على أداء الإدارة التنفيذية، أي إعطائه صلاحيات واسعة في مساءلة ومحاسبة الإدارة عن أعمالها؛

ثانياً: البعد الرقابي: أي تدعيم وتفعيل الرقابة سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي للشركة، فعلى المستوى الداخلي فإن تدعيم الرقابة يتناول نظم الرقابة الداخلية، ونظم إدارة المخاطر، أما على المستوى الخارجي فيتناول القوانين واللوائح وقواعد التسجيل في البورصة، وإتاحة الفرصة لحملة الأسهم والأطراف ذات المصلحة في الرقابة فضلا عن توسيع نطاق ومسؤوليات المراجع الخارجي وتدعيم إستقلاله؛

¹ أشرف درويش أبوموسرى، "حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2008، ص 16-17.

ثالثا: البعد الأخلاقي: يتعلق الأمر بنشر المبادئ الأخلاقية من أمانة ونزاهة في أداء الواجبات

المهنية عن طريق توسيع ثقافة الحوكمة على مستوى إدارات الشركات وبيئة الأعمال بصفة عامة؛

رابعا: الاتصال وحفظ التوازن: يتم الاتصال وحفظ التوازن بتصميم وتنظيم العلاقات في

الشركة ممثلة في العلاقة بين المساهمين والمديرين من جهة، والعلاقة مع الأطراف الخارجية

سواء الأطراف الخارجية ذات المصلحة أو الجهات الإشرافية والرقابية من جهة أخرى، فيجب أن

يحكم الاخلاص العلاقة بين إدارة الشركة وحملة الأسهم بينما يجب أن تحكم العدالة علاقة الشركة

بالعمال، ويجب أن يحكم الالتزام علاقة الشركة بالهيئات والمنظمات الحكومية؛

خامسا: المساءلة: تتحقق المساءلة بالإفصاح عن أنشطة وأداء الشركة، والعرض أمام

المساهمين وغيرهم ممن يحق لهم قانونيا مساءلة الشركة؛

سادسا: الإفصاح والشفافية: الإفصاح والشفافية لا يخص فقط المعلومات المالية ونشاطات

الشركة، بل يتسع المفهوم ليشمل التقارير العامة عن المؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة

طبقا لقواعد تسيير المؤسسات وكذا توصيات لجان الأسواق المالية.

حيث يشمل هذا البعد على ما يلي:

1- كفاءة وفاعلية إدارة المخاطر، وكفاية أساليب وإجراءات الرقابة اللازمة؛

2- تحقيق مصالح كافة الأطراف ذات المصلحة، والعمل على تحقيق التوازن بينهم؛

3- استقلال الغالبية العظمى من أعضاء مجلس الإدارة؛

4- خبرة أعضاء مجلس الإدارة بطبيعة نشاط الشركة والمواضيع الوظيفية؛

5- دورية اجتماعات مجلس الإدارة واستمرار تدفق المعلومات؛

6- سلامة توزيع المهام بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة؛

7- كفاية الإفصاح عن كافة المعلومات بشفافية وفي الوقت المناسب؛

8- تشكيل لجان غير تنفيذية من أعضاء مجلس إدارة المستقلين، مثل لجنة الترشيحات، لجنة

المكافآت ولجان المراجعة؛

9- وجود وظيفة فعالة للرقابة والمراجعة الداخلية.

المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات

إن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة

مجموعتين من المحددات الخارجية والمحددات الداخلية والمعروفة كما يلي:

أولاً- المحددات الخارجية: وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة والذي يشمل على

القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي، كفاءة القطاع المالي، بالإضافة إلى عناصر أخرى يمكن

تلخيصها فيما يلي:¹

1. القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق: مثل قوانين الشركات وقوانين العمل وقوانين

الاستثمار ورأس المال والقوانين المتعلقة بالإفلاس والمنافسة ومنع الاحتكار، توفير التمويل

اللازم للمشروع من خلال وجود نظام مالي جيد يشجع الشركات على التوسع والمنافسة؛

2. كفاءة الأجهزة الرقابية: مثل هيئات سوق المال وذلك بإحكام الرقابة على الشركات والتحقق

من دقة وسلامة البيانات والمعلومات المنشورة وكذلك وضع العقوبات المناسبة والتطبيق

الفعلي في حالة عدم الالتزام؛

3. دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية

والأخلاقية التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة وتشمل هذه المؤسسات جمعية المحاسبين

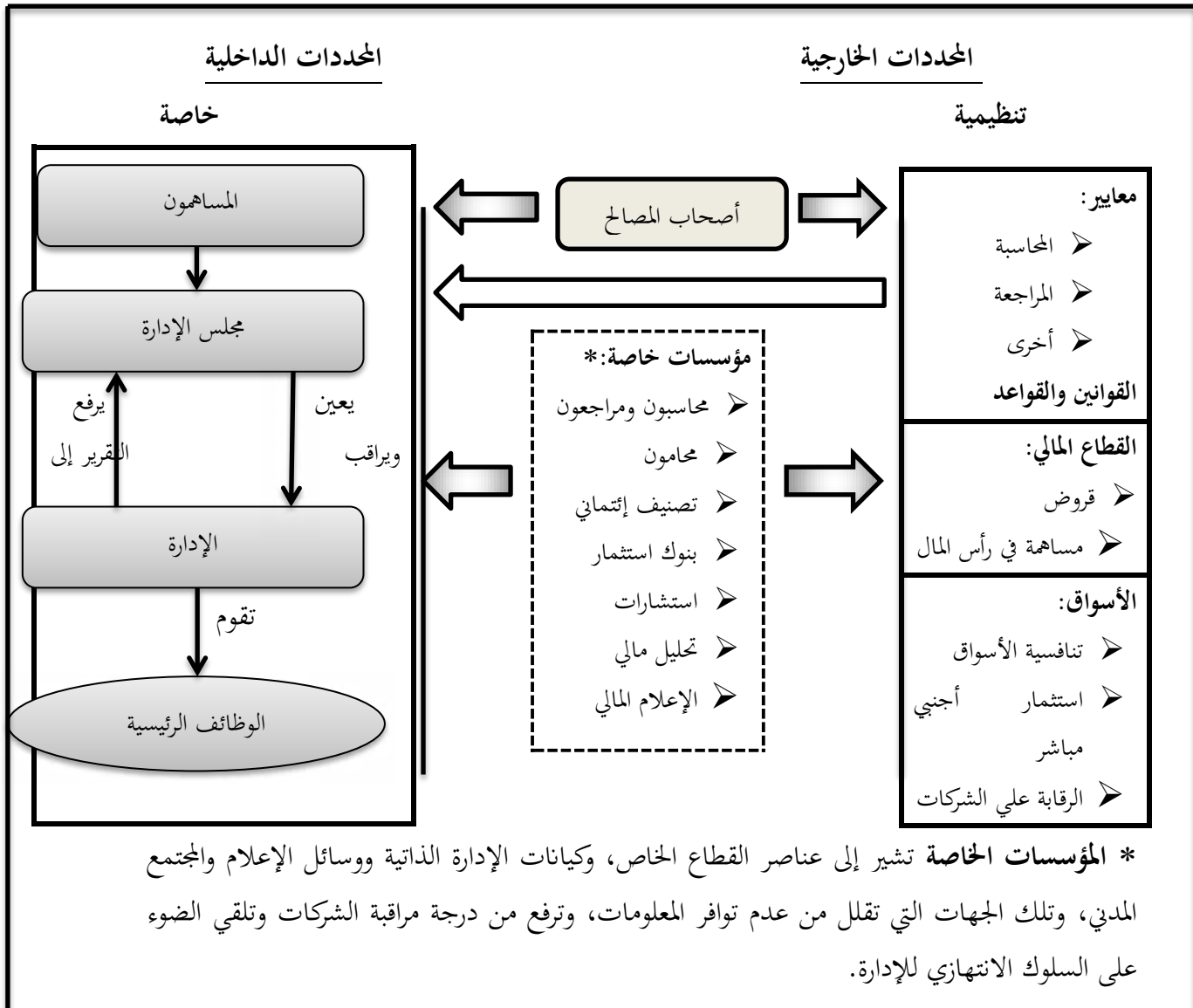
¹ قبلي نبيل، دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين - دراسة حالة-، أطروحة دكتوراه في علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص 7.

ونقابات المحامين والعمال والموظفين وسلطة النقد، وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين التي تؤدي إلى حسن إدارة الشركة وتنظيمها مما يقلل المخاطر.

ثانيا - المحددات الداخلية: تشمل المحددات الداخلية القوانين واللوائح داخل الشركة، كما تشمل وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل الشركة وتوزيع المسؤوليات والسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق الحوكمة مثل: مجلس الإدارة والإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح، وذلك بالشكل الذي يؤدي إلى عدم وجود تعارض في المصالح بين هذه الأطراف، بل يؤدي إلى تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل.¹

¹ حمدي معمر، دور تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم نشاط شركات التأمين التعاوني -دراسة بعض التجارب العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص 87.

الشكل رقم (1-3) : محددات حوكمة الشركات



Source: Magdi R. Iskander and Nadereh Chamlou, **Corporate Governance: A Framework for Implementation**, World Bank Group, Washington, 2000, p 8.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لحوكمة الشركات

بعد التطرق لمفهوم حوكمة الشركات نجد أن هذا المفهوم لم يظهر كما هو عليه حالياً، وإنما كان نتيجة لامتداد عدة نظريات فسرت وبيّنت ضرورة اتباع نهج حوكمة الشركات من أجل تلاقي النقائص والتصرفات التي كانت تحكم عمل المديرين وطبيعة العلاقة بينهم وبين الملاك، ومن بين أهم النظريات التي ساهمت في ظهور حوكمة الشركات نجد: نظرية الوكالة، نظرية التجذر، نظرية تكاليف الصفقات ونظرية أصحاب المصالح.

وفي ما يلي تفصيل كل نظرية

أولاً- نظرية الوكالة:

1- مفهوم نظرية الوكالة: يعتبر الفصل بين الملكية والإدارة من أهم العوامل التي أدت إلى ظهور نظرية الوكالة، ولقد كان الاهتمام بنظرية الوكالة (Théorie d'agence) أولاً للأمريكيين **Berls & Means** سنة 1932، في إطار المناقشة التي أثّرت حول كفاءة تسيير المنشآت الكبيرة الأمريكية، حيث لاحظا أن هناك فصل بين ملكية رأسمال الشركة وعملية الرقابة والإشراف داخل الشركات المسيرة وهذا الفصل له آثاره على مستوى أداء الشركة، فإذا كانت أنظمة الرقابة والإشراف يعملان جيداً فإن المؤسسة ستكون كفأة والعكس صحيح، وقد تعددت الكتابات المتعلقة بنظرية الوكالة وقد نظرت معظم الدراسات إلى علاقة الوكالة كعلاقة بين طرفين أو أكثر يكون فيها الوكيل منوطاً باتخاذ قرارات نيابة عن الأصيل، وقد نشأت نظرية الوكالة وتطورت كنظرية تفسر وتتنبأ بسلوك طرفي علاقة الوكالة (الوكيل والأصيل) في ظل تعارض مصالحهما ورغبة كل منهما في تقصيه عوائده واتصاف كل منهما بالرشد، تصف نظرية الوكالة المنشأة بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية، وأن وجود المنشأة يتحقق من خلال

واحدة أو أكثر من هذه العقود وأن عقود الاستخدام ما هي إلا أدوات لتخصيص الموارد ووصف الغرض من نشاط المنشأة،¹ هذا وتوصف علاقة الوكالة على أنها العقد الذي بموجبه شخص يدعى الوكيل يلزم شخصا يدعى العون للقيام بأعمال لحسابه، حيث تقتض هذه العلاقة أن يفوض الوكيل بعضا من سلطاته القرارية إلى العون وفي ظل هذه العلاقة إذا كان طرفي العقد سيعظمان مصلحتهما الخاصة فلنتوقع أن لا يسعى العون دائما لمصلحة الوكيل، الأمر الذي سينتج عنه حدوث نزاعات وصراعات حول المصالح والتي سترتب عنها في الأخير تكاليف وكالة.²

وبالتالي فإن نظرية الوكالة تقوم على العلاقة التي تنشأ بين طرفين هما: الموكل أو الأصل من جهة والوكيل من جهة ثانية،³ وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد صريحة أو ضمنية يكلف بموجبها الموكل الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه، وعلى هذا أساس هذا المفهوم تصف هذه النظرية الشركة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح المشتركة فيها.⁴

¹ زرقون محمد وهيدوب ليلي، "المراجعة كمدخل لتحقيق جودة حوكمة الشركات في الجزائر"، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار بحاسي مسعود، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسية بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

² نجاتي ابراهيم عبد العليم، "نظرية الوكالة ودورها في تطوير نماذج الرقابة على الاداء"، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، 1991، ص 89.

³ Nicollete C. Prugsamatz, **Corporate Governance Effects on Firm Value and Stock Market Performance: an empirical study of the stock exchange of thailand – 100–index listed companies**, 2011, p 36 .

⁴ مؤيد محمد علي الفضل ونوال حربي راضي، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة في الأردن)"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصاد، المجلد 12، العدد 4، 2010، ص 130.

2- فروض نظرية الوكالة: ترتكز نظرية الوكالة على الفروض التالية:¹

- إن أطراف الوكالة (الأصيل والوكيل) يتمتعون بالرشد نسبيا وأن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية؛
- إن أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة تماما، وأن هناك قدرا من التعارض في المنافع بينهما؛
- أنه بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف الأصيل والوكيل فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو المنشأة قوية في مواجهة الأخرى؛
- إن هناك عدم تماثل في هيكل المعلومات لدى كل من الأصيل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
- يترتب على ما سبق ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للأصيل.

3- العلاقة بين نظرية الوكالة وحوكمة الشركات: يتضح من نظرية الوكالة أن الإخلال

بالعلاقات والتعاقدات ينتج عنه ما يسمى بالفساد المالي والإداري لذلك أتت الحوكمة لتضع معايير ضبط العلاقات والتعاقدات ومواءمتها مع عناصر الهيكل التنظيمي داخل الشركة، كما يتضح من هذه النظرية أن هناك اختلافا واضحا بين أهداف كل من الموكل والوكيل ما أدى إلى إحداث بعض المشاكل بينهما وهذا ما دفع نحو التفكير في إيجاد تلك الآليات أو القوانين أو اللوائح والمبادئ التي تهدف إلى مراقبة الأعمال التي يقوم بها المدراء أو أعضاء مجالس الإدارة (الوكيل) للحد من التلاعب المالي والإداري الذي قد يقومون به لتعظيم مصالحهم الذاتية، وخاصة بعد الأزمات التي تعرضت لها بعض الدول (الأزمة الآسيوية) أو الأزمات التي تعرضت لها بعض الشركات في الآونة الأخيرة، ومن هنا نشأ الاهتمام بحوكمة الشركات بهدف

¹ عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، مرجع سبق ذكره، ص 65.

التغلب على سلبيات ومشاكل تنفيذ التعاقدات التي تنتج عن أي ممارسات سلبية تنتهك صيغ العقود المبرمة أو القوانين والقرارات والنظم الأساسية للشركات، وعليه يمكن القول أن آليات حوكمة الشركات وجدت بهدف الحد أو التقليل من المشاكل التي نشأت من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة.¹

ثانيا - نظرية التجذر.

1- مفهوم نظرية التجذر: يعتبر المسير ركيزة إجراء اتخاذ القرار، له ميزة التحكم في المعلومات ويقدر على إحداث عدم التماثل في المعلومات يمكنه من أخذ القرار بعدم زيادة ثروة المساهمين ويقوي مكانته الداخلية هذا ما يجعله متجذر في المؤسسة ولا يمكن عزله بسهولة من قبل المساهمين أو مجلس الإدارة.²

ويمكن تعريف تجذر المديرين على أنه العملية التي تتحقق من خلال الاستثمارات الخاصة التي تجعل من عملية تعويضه مكلفة وتسمح له بالحصول على مكافآت مرتفعة ومزايا أعلى وقدر أكبر من المرونة في تحديد استراتيجية الشركة.³

وينتج تجذر المديرين كرد فعل عن الرقابة الداخلية والخارجية موجهة إليهم، حيث تعمل استراتيجية التجذر كمرحلة أولى على تحديد الرقابة الداخلية (مجلس الإدارة، المساهمين والأجراء) وكمرحلة ثانية تحديد الرقابة الخارجية، حيث تعرف استراتيجية التجذر من جانب المديرين أنها رفع

¹ يقول محمد نوري وعلي خلف سلمان، "حوكمة الشركات ودورها تخفيض مشاكل نظرية الوكالة"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: دور الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة -دراسة وتحليل تجارب وطنية ودولية-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة- الجزائر، 18 و 19 نوفمبر 2011، ص 22.

² بليركاني أم خليفة، "آليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، الجزائر، جانفي 2014، العدد 05، ص 6.

³ حمدي معمر، مرجع سبق ذكره، ص 101.

مساحة الحذر والادراك باستعمال وسائل تحت تصرفهم مثل رأس المال البشري لتحديد الرقابة والرفع من تبعية مجموع شركاء المنشأة، فعملية التجذر هذه تمر من خلال مجلس الإدارة الذي يتكون من المديرين الداخليين والخارجيين باعتبارهم من يقيم مشاريع الاستثمار المقترحة من طرف فريق الإدارة وتوجيه استراتيجية المؤسسة.¹

2- تصنيفات الاستراتيجية التجذرية: هناك عدة تصنيفات لاستراتيجيات التجذر وذلك وفق معايير مختلفة منها:²

2-1- التجذر والفعالية: تصنف استراتيجية تجذر المديرين وفق هذا المعيار إلى تجذر مقابل للفعالية ويقوم على التلاعب بالمعلومات والرقابة على الموارد، حيث تقوم استراتيجية المدير على عدم التبعية لأصحاب رأس المال الخارجيين، وتجرر مطابق للفعالية والذي يمر من خلال الاستثمارات التي تخص المديرين؛

2-2- التجذر التنظيمي والسوقي: يوجد صيغتين لهذا المعيار وهي:

- **التجذر التنظيمي:** ويشتمل على حالات يوجه فيها المديرون الاستثمارات نحو الميادين التي يعرفونها جيدا ويمكنهم ذلك من وضع سياسة أجور مقبولة للمستخدمين؛
- **التجذر السوقي:** ويعتبر أسلوب آخر لانتهازية المديرين من خلال وضع شبكة علاقات تفضيلية خارجية والتي تضم كل من الشركاء الخارجيين للمنشأة؛

2-3- استراتيجية التلاعب والتحيد: استراتيجية التلاعب والتي يعدها المديرون بهدف الرفع واستغلال عدم تماثل المعلومات التي تميز العلاقة بين المديرين وباقي شركاء المنشأة ولمعالجة استراتيجية التجذر التي ينتهجها المديرين والتي في غير صالح المساهمين وباقي

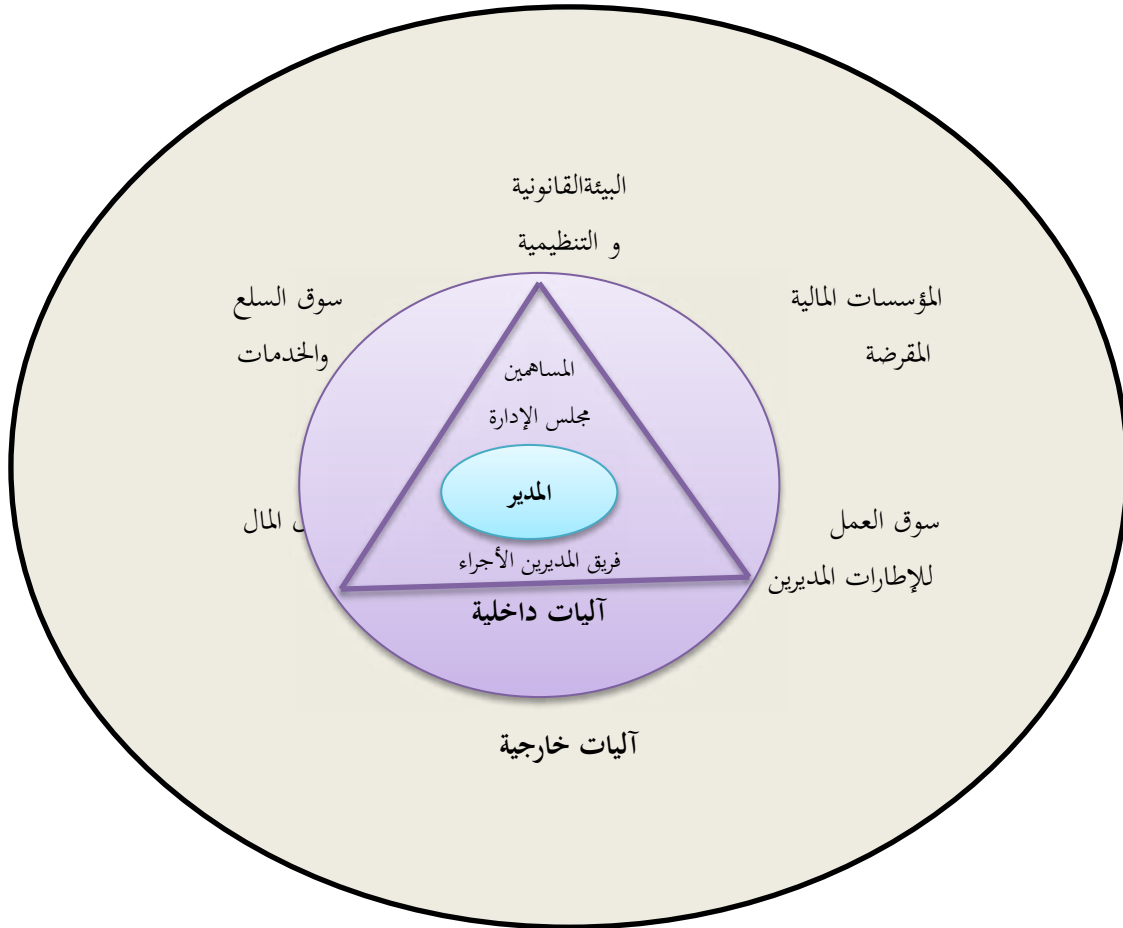
¹ Héra gharbi, " vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants", 13eme conférence de l'AIMS , normandie-vallée de seine, 2,3 et 4 juin 2004, p8.

² Gérard Charreaux, " Pour une Véritable Théorie de la Latitude Managériale et du Gouvernement des Entreprises", Revue française de gestion, N° 253, 2015, p193.

أصحاب المصلحة، يتم العمل على تطبيق آليات رقابة داخلية وخارجية وهي لا تختلف كثيرا عن تلك المتعلقة بجل مشكلة تضارب المصالح مع نظرية الوكالة.

وتتمثل هذه الآليات في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4): آليات الرقابة الداخلية والخارجية.



Source: Héla gharbi, op-cit, p 4.

3- شروط فعالية الرقابة في النظرية: من الشروط الضرورية لفعالية الرقابة الممارسة على

المديرين بهدف حماية مصالح المساهمين وباقي الأطراف ما يلي:¹

¹ -Hervé Alexandre et Mathieu paquerot, **efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants**, finance contrôle stratégie, N  2 , volume 3, juin 2000, p 9-12.

3-1- كفاءة المراقبين: ونعني بذلك القدرة على امتلاك وحيازة المعلومات، ومعرفة خاصة وجيدة

بالبيئة وباقي الفاعلين ومعالجة تلك المعلومات؛

3-2- تحفيز المراقبين: ركزت كل من نظرية الوكالة ونظرية تكلفة الصفقات على التصرف

الانتهازي للمراقبين، وخصوصا ما يسمى بالمراقبين المارين خفية فحسب هذه النظريات لا

يوجد باعث لقيام المديرين بوضع رقابة في حالة كونها تقلل من تكاليفهم على المؤسسة، لأن

هناك صيغ أخرى من الانتهازية مثل إمكانية الاتفاق مع المديرين على خداع الطرف الغائب،

أو الاتفاق مع باقي الفاعلين والمراقبين المحتملين أو الحاليين لخدمة مصالح المنشأة، في حين

أن نظرية التجذر تركز وتؤيد الشرط الثالث؛

3-3- استقلالية المراقبين: حيث وضعت نظرية التجذر علامة استفسار عن العلاقات القائمة

بين المديرين والمراقبين وعلى الوسائل المتاحة للطرف الأول من أجل إعاقة عمل نظم الرقابة

وهذا بالرفع من تبعية مختلف الشركاء، فالتكامل بين رأس المال البشري الخاص بالمديرين

وأصول المنشأة يسمح على سبيل المثال للفريق الإداري من وضع حد لمخاطر التسريح

والطرد وهذا بالعمل على وضع حدود لنطاق فريق الإدارة المنافس الذي يمكن أن يخلفهم في

حال وجود تصرفات انتهازية من الفريق الأصلي.

ثالثا - نظرية تكاليف الصفقات.

1- مفهوم نظرية تكاليف الصفقات: تعتبر نظرية كوز (Coase) سنة 1937 من النظريات

الأولى المفسرة لنظرية تكاليف الصفقات حيث عرف كوز الصفقة على أنها تبادل معلومات أو

سلع ذات قيمة اقتصادية بين طرفين، وفي غياب الشركة يقوم الأعوان بالتفاوض من خلال عقد

لكل صفقة وبالتالي وجود عدد كبير من العقود الثنائية، أي على كل عنصر انتاجي أن يتعاقد

مع عنصر انتاجي آخر يكون التعاون معه مطلوبا، أما في وجود الشركة يتم توفير تكاليف تلك

الصفقات حيث أن التفاوض يتم من خلال عقد منفرد وحيد، فحسب ما يراه كوز فإن المؤسسة موجودة كبديل عن أساليب صفقات أكثر كلفة، فتكاليف الصفقات المتعلقة بالتفاوض والتعاقد والتنسيق وأداء الحقوق والواجبات في إطار مجموعة من العقود يمكن تخفيضها من خلال إنشاء مؤسسة تعمل بمثابة وسيط بين المستهلك ومورد المدخلات، وبالتالي فإن تكاليف الصفقات تعتبر تفسير لوجود المؤسسة.¹

فهناك من عرف تكاليف الصفقات على أنها كافة التكاليف التي يتحملها الأطراف في سعيهم لإقامة وتنفيذ اتفاقيات وعقود أو هي تكلفة التعاقد في السوق وبوجه شامل هي التكاليف التي يتحملها اقتصاد ما إذا ترك تنظيمه إلى العلاقات الفردية.²

وقد أكمل أوليفر ويليامسن (Olivier Williamson) أعمال كوز حيث قدم تصنيف وتحليل تكاليف الصفقات في بيئة التنظيم الصناعي من خلال ما أسماه " علم اقتصاد تكاليف الصفقات" الذي يهدف إلى دراسة تأثيرات تكاليف الصفقات على التنظيمات ونواتج الاقتصاد.³

2- أشكال نظرية تكاليف الصفقات: هناك بعض الأشكال المهمة لتكاليف الصفقات وهي:⁴

2-1- انضغاط المعلومات: أدخل هذا المصطلح من طرف ويليامسون (WILLIAMSON)

بهدف التعبير عن كل جوانب المعلومات المحدودة وغير المتماثلة إضافة إلى تكاليف البحث عنها؛

¹ Zamir iqbal et abbas mirakhor, "stakeholders model of governance in islamic economic system", islamic economic studies, vol 11, no 2, march 2004, p 45.

² المعتمد بالله الغرياني، "حوكمة شركات المساهمة"، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2008، ص25.

³ أفيناش ديكسيت Avinash, K. Dixit : ترجمة نادر ادريس التل، "صنع السياسات الاقتصادية: منظور علم

سياسة تكاليف الصفقات"، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص 32.

⁴ قبلي نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 16.

2-2- الانتهازية: في علم اقتصاد تكاليف الصفقات عندما تكون أفعال الوكلاء غير قابلة للملاحظة فإنها تخضع لمخاطر معنوية، ويتطلب السيطرة عليها الحاجة إلى آليات ملائمة ما قبل وقوع الحدث (خطط مراقبة وعقود مبنية على الحوافز)، وإلى آليات ما بعد الحدث (التدقيق والعقوبات)؛

2-3- تكاليف التحفيز: والتي من ضمنها تكاليف الالتزام غير التام، بمعنى عدم قدرة أطراف الصفقات على مسك وإنجاز متطلبات الصفقة وعدم القدرة كذلك على احترام التزاماتهم.

رابعاً - نظرية أصحاب المصلحة:

1- مفهوم نظرية أصحاب المصلحة: تعد نظرية أطراف أصحاب المصلحة من النظريات التي نالت اهتماماً واسعاً في العديد من حقول المعرفة، وقد أثارت جدلاً واسعاً سواء كان ذلك في أهدافها أو وسائلها أو أسسها وحتى المنطق الذي بنيت عليه، وعلى الرغم من أن النظرية تمثل امتداداً طبيعياً لمنطق نظرية النظم العامة إلا أنها ذهبت إلى أبعد من ذلك من خلال استنادها إلى افتراضات تتقاطع مع العديد من النظريات التي تنتمي إلى نفس المظلة ومنها نظرية الوكالة.¹

عرف أصحاب المصالح في اجتماع ستانفورد للأبحاث في الولايات المتحدة عام 1963 وكان أول ظهور للمصطلح على أنهم "الجماعات التي بدونها تتوقف المنظمة عن العمل"، كما يمكن القول أن أصحاب المصالح في المؤسسة الاقتصادية هم "كل فرد أو جماعة أو كيان طبيعي

¹ علاء جميل مكط الزحيم، "دور آليات حوكمة الشركات في الرقابة على تكاليف المسؤولية الاجتماعية -دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة-"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد

أو معنوي أو مستقبلي يملك عقود صريحة أو ضمنية مع الشركة يؤثر أو يتأثر أو يشارك بصفة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة أو بأهدافها سواء نشطت أو لم تنشط".¹

2- تصنيف أصحاب المصالح: هنالك باحثون آخرون يطلق عليهم بالمجديدين، إذ جاءوا بإضافة مفهوم جديد لعلاقات التأثير والتأثر الاستراتيجية، يربط اصحاب المصالح بمدى علاقتهم بثروة المنظمة من جانب، ومتضمنات تأثيرات الجماعات البيئية والاجتماعية من جانب آخر، كما بينوا أن اصحاب المصالح هم "أي جماعة أو أفراد الذين بإمكانهم أن يؤثر أو يتأثروا بإنجاز أهداف المنظمة، وعلى هذا الأساس، هنالك أصحاب مصالح أساسيين وثانويين وهم:²

1-2- أصحاب المصالح الأساسيين: وهم أولئك الذي لديهم اهتمامات ترتبط بشكل مباشر بثروات الشركة من ضمنهم أصحاب الأسهم، المستثمرين، العاملين، الزبائن، المجهزين والأفراد المقيمين في المجتمعات التي تعمل بها الشركة، وقد أضاف لهم بعض المنظرين مجاميع الأفراد والجماعات الذين يتحدثون نيابة عن حقوق البيئة الطبيعية، الأجناس غير البشرية، والأجيال القادمة؛

2-2- أصحاب المصالح الثانويين: وهم الذين يملكون تأثير غير مباشر على المنظمة، أو أنهم يتأثرون بشكل أقل بنشاطاتها، ويتضمن ذلك جماعات الضغط وجماعات الصحافة والآخرين الذين يقطنون ضمن شبكات الأعمال والشبكات الاجتماعية للمنظمة.

¹ حمزة رملي واسماعيل زحوط، "دور إدارة العلاقة مع أصحاب المصلحة في تفعيل أبعاد التنمية المستدامة في المؤسسة الاقتصادية - دراسة ميدانية على مجمع زاد فارم لصناعة الأدوية بقسنطينة (**Groupe Zad**) (Pharme)-"، ورقة عمل مقدمة في المؤتمر العلمي حول: سلوك المؤسسة الاقتصادية في ظل رهانات التنمية المستدامة والعدالة الاجتماعية، جامعة ورقلة، يومي 20-21 نوفمبر 2012، ص 6.

² سعد العنزي، "محاولة جادة لتأطير نظرية أصحاب المصالح في دراسات إدارة الأعمال"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 13، العدد 48، 2007، ص 8.

3- أهمية نظرية أصحاب المصالح: هناك أهمية قصوى لأصحاب المصالح لما لهم من جهود

تخدم الشركات وتساعد في تحقيق أهدافها، وتتمثل أهميتهم في الآتي:¹

- إن مجموعة أصحاب المصالح تضم أهم شريحة في الشركة هي شريحة الموظفين الذين

يتمتعون بالخبرات والمؤهلات والمهارات التي إذا تم استغلالها بصورة جيدة تسهم في

تحقيق أهداف الشركة، وهم أهم موارد الشركة ولهم منافسة مع المورد المالي؛

- علاقات أصحاب المصالح تساهم في خلق ميزة تنافسية للشركة وذلك من خلال سمعة

الشركة في علاقتها بالموظفين والموردين والعملاء، وهي تزيد من قيمة الشركة وأسهمها

في السوق؛

- إن نوعية علاقات الشركة مع أصحاب المصالح يمكن رؤيتها واعتبارها أحد المؤشرات

لقياس قدرتها في الحصول على الموارد البشرية والمعرفية التي تساعد في إنجاز

مهامها، أما الفشل في تشكيل مثل هذه العلاقات الايجابية قد يخلق مخاطر مالية لجزء

كبير من أصحاب المصالح وخاصة حملة الأسهم.

¹ سعد العنزي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

المبحث الثالث: مبادئ حوكمة الشركات من وجهة نظر بعض المنظمات

الدولية

ركزت العديد من المنظمات الاقتصادية الدولية على وضع مبادئ أساسية لتطبيق حوكمة الشركات، بعدما قامت بدراسة وتحليل هذا المفهوم نظراً للاهتمام المتزايد الذي حظي به، وسوف نركز في مبحثنا هذا على المبادئ التي أصدرتها كل من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ الشبكة الدولية لحوكمة الشركات، مبادئ مركز حوكمة الشركات ومبادئ لجنة بازل.

المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

تم إصدار مجموعة من المبادئ قبل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية سنة 1999 لتكون بمثابة الأساس الذي تستند عليه الدول عند وضعها الأسس المناسبة لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات،¹ وبالنظر إلى التطورات الحاصلة منذ عام 1999 استدعى الأمر إضافة تعديلات مهمة على هذه المبادئ ووافقت الدول الأعضاء في المنظمة على هذه التعديلات في أبريل 2004 وتمثلت في: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، حماية حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية للمساهمين، دور أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية ومبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة،² وبعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008 أيد وزراء مالية دول مجموعة العشرين G20 باجتماعهم في نوفمبر 2015 قرار منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD إعادة النظر في مبادئ حوكمة الشركات بإصدار مبادئ جديدة تم الاتفاق على أن يطلق عليها مبادئ OECD/G20

¹ عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، "الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة"، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر، 2008، ص 38.

² اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات - الفرص والتحديات"، الإصدار رقم 11، دبي - الإمارات العربية المتحدة، جانفي 2016، ص 3.

لحوكمة الشركات OECD/G20 Corporate Governance Principales، ومما لاشك فيه بأن إعادة النظر بمبادئ حوكمة الشركات كان في غاية الأهمية خاصة بعد أن أصبح تطبيق حوكمة الشركات بالنسبة لصناع القرار والمستثمرين والشركات وغيرهم بمثابة حجر الأساس لتحقيق الاستقرار وتقوية النظام المالي.¹

وتتمثل هذه المبادئ فيما يلي:²

المبدأ الأول- ضمان وجود إطار عام وفعال لحوكمة الشركات:

لضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات فإنه لا بد من وجود أطر قانونية وتنظيمية يتم من خلالها ممارسة العمل في جو من النزاهة واحترام القانون ولتطبيق ذلك يجب الالتزام بما يلي:

1- ينبغي تطوير اطار عام لحوكمة الشركات للتأثير على الأداء الاقتصادي الكلي وسلامة

السوق والحوافز التي تخلقها للمشاركين في السوق وتعزيز أسواق تعمل بكفاءة؛

2- يجب أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر على ممارسات حوكمة الشركات

متسقة مع سيادة القانون وشفافة وقابلة للتنفيذ؛

3- يجب أن تتمتع السلطات التنظيمية والتنفيذية والرقابية بالصلاحيات الكافية والنزاهة والموارد

اللازمة للقيام بواجباتها بطريقة مهنية وموضوعية وينبغي ان تتخذ الاجراءات الرقابية في

الوقت المناسب وأن تكون شفافة وواضحة؛

4- ينبغي تعزيز التعاون من خلال الترتيبات والاتفاقيات الثنائية المتعددة الأطراف لتبادل

المعلومات.

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دليل استرشادي، دبي -الامارات العربية المتحدة، يوليو 2017، ص 12.

² اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، المرجع السابق، ص 12.

المبدأ الثاني: الحقوق والمعاملة المتكافئة للمساهمين

- 1- ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة للحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم؛
- 2- يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة؛
- 3- يجب أن يتم منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية؛
- 4- يجب أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الإفصاح عن أي مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو مسائل تخص الشركة.

وتشمل الحقوق الأساسية للمساهمين على:

- تأمين وسائل تسجيل الملكية؛
- نقل أو تحويل ملكية الأسهم؛
- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب؛
- المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين؛
- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
- الحصول على حصص من أرباح الشركة؛
- ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين الأقلية.

المبدأ الثالث: المؤسسات الاستثمارية وأسواق الأسهم وغيرهم من المؤسسات

الوسيطية

يجب أن يوفر إطار حوكمة الشركات الحوافز السليمة متاحة لأسواق الأسهم لتعمل بطريقة

تساهم في تطبيق أفضل لممارسات الحوكمة ومن أهم عناصر هذا المبدأ:

- 1- يجب أن تقوم شركات الحفظ الأمين بالتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للهيئة وفقا لتوجيهات مالكي الأوراق المالية المتعاقدين معها؛
- 2- يجب أن يقوم المستثمرون المؤسسيين وشركات الخدمات المالية والصناديق الاستثمارية التي تقوم بإدارة استثمارات للمستثمرين بالإفصاح عن أي تعاملات جوهرية أو مؤثرة مع الشركات التي يديرون مساهمات فيها قد تؤثر على استقلالية قرارهم الاستثماري؛
- 3- يجب على شركات الخدمات المالية التي تقوم بتقديم خدمات استشارية للمستثمرين بالإفصاح عن أي تعارض في المصالح قد يؤثر على سلامة واستقلالية خدماتهم الاستشارية.

المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح

يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحابها كما يرسمها القانون، وأن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة، كما ينبغي أن يوفر إطار الحوكمة المعلومات اللازمة لأصحاب المصالح بشكل دوري وفي الوقت المناسب.

المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية

1- ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بتأسيس الشركة، ومن بينها الموقف المالي والأداء والملكية وأسلوب ممارسة السلطة ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا إضافة إلى الملكيات الرئيسية في الشركة؛

2- يجب أن يتم اعداد ومراجعة المعلومات المالية والافصاح عنها بأسلوب يتفق مع أعلى المعايير المحاسبية والمالية؛

3- يجب القيام بعملية مراجعة عن طريق مراجع مستقل بهدف التدقيق الموضوعي القوائم المالية؛

المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة

تضمنت حوكمة الشركات في هذا المجال ما يلي:

1- يجب أن يتيح اطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الاستراتيجية لتوجيه الشركات، كما

يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن تضمن مساءلة

الإدارة من قبل الشركة والمساهمين؛

2- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات

كافة أصحاب المصالح؛

3- يجب أن يقوم المجلس بمراجعة وتوجيه استراتيجية الشركة وخطط العمل وسياسة المخاطرة،

وأن يضع أهداف الأداء وأن يتابع التنفيذ، وأن يضمن سلامة التقارير المحاسبية والمالية

للشركة عن طريق وجود مدقق خارجي مستقل ويتعين أن ينظر مجلس الإدارة في تعيين عدد

كاف من الأعضاء غير التنفيذيين؛

المطلب الثاني: مبادئ الشبكة الدولية لحوكمة الشركات

تم تأسيس الشبكة الدولية لحوكمة الشركات (ICGN) في 29 مارس 2005 بالولايات المتحدة

الأمريكية، بإيعاز من أكبر المستثمرين المؤسسيين مثل الشركات الوسطاء الماليين والأكاديميين،

تُؤمّن الشبكة بأن تحسّن مبادئ حوكمة الشركات ينبغي أن يكون غاية وهدف كل عضو مساهم

ومشارك في عمليات حوكمة الشركات من مستثمرين، مجالس المديرين ورؤساء الشركات وباقي

أصحاب المصالح.

والمبادئ التي جاءت بها الشبكة الدولية لحوكمة الشركات هي:¹

المبدأ الأول: غاية الشركة - عوائد المساهمين -

الهدف الكبير للشركة هو العمل طوال الوقت على تعظيم أرباح وعوائد المساهمين، وحتى يتحقق هذا الهدف ينبغي على المجلس تطوير وتنفيذ إستراتيجية الشركة المعدة لتحسين قيمة حقوق الملكية على المدى الزمني؛

المبدأ الثاني: الإفصاح والشفافية

على الشركة الإفصاح عن المعلومات المهمة والملائمة المتعلقة بها في الوقت المناسب، وهذا لتمكين المستثمرين من صنع قراراتهم حول الاستحواذ وحول حقوق والتزامات الملكية وبيع الأسهم، كما يلزم وينبغي الإفصاح عن معلومات تتصل بعلاقة الشركة مع باقي الشركات ومعطيات عن أغلبية المساهمين التي تمكن الشركة من الرقابة، متضمنة معلومات عن حقوق التصويت والمنافع التي تعود على الملكية من الرقابة؛

المبدأ الثالث: المراجعة

اشتمل مبدأ المراجعة على النقاط الآتية:

1- تعمل الشبكة على مساندة جهود تطوير الجودة العالية للمعايير المحاسبية ومعايير التقارير

المالية، كما تدعم توحيد المعايير وتشجيع الشركات على تطبيقها؛

2- ينبغي تنفيذ المراجعة عن طريق مراجعين خارجيين مستقلين وينبغي اقتراحهم من طرف

لجنة المراجعة؛

¹ **ICGN statement on global corporate governance principles**, revised July 2005 at annual conference in London, p 03.

على الموقع: www.icgn.org/best-practice تاريخ الاطلاع: 2017/03/15.

3- ينبغي أن يتضمن التقرير السنوي للمراجعة، الرأي الموضوعي والخارجي حول مدى عدالة

القوائم المالية التي تعرض الوضعية والأداء المالي للشركة؛

4- ينبغي على مجلس المديرين، وإذا استلزم الأمر على الرؤساء في الشركة، تقديم تأكيد له

أساس منظم على كفاية القوائم المالية و حسابات الشركة.

المبدأ الرابع: ملكية المساهمين، مسؤوليات وحقوق التصويت

ينبغي في إطار هذا المبدأ القيام بـ:

1- تسهيل عملية أداء المساهمين لحقهم في التصويت؛

2- معاملة كل المساهمين بالمساواة وضمان كون كل حقوق المستثمرين محفوظة؛

3- تدعيم فكرة أو مبادرة توسيع خيارات التصويت، بما في ذلك تأمين استعمال قنوات

الاتصالات الالكترونية؛

4- لعب المساهمين دور مهم في قرارات حوكمة الشركات مثل حق ترشيح وتعيين ونقل

المديرين وحق الموافقة على القرارات الكبرى؛

5- إعطاء حق للمساهمين حتى يطرحوا انشغالاتهم وتساؤلاتهم على المجلس والإدارة

والمراجعين الخارجيين أثناء اجتماع الجمعية العامة للمساهمين.

المبدأ الخامس: مجالس الشركة

من مسؤوليات وواجبات المجلس:

1- المصادقة وتوجيه إستراتيجية الشركة وإعداد الخطط الكبرى للنشاط؛

2- الرقابة على فاعلية ممارسات حوكمة الشركات والقيام بالتغيير إن اقتضى الحال؛

3- ضمان شفافية وقانونية عمليات اختيار وتعيين المجلس؛

4- إدارة ورقابة تضارب المصالح بين الإدارة، أعضاء المجلس والمساهمين والمستشارين الخارجيين؛

على المجلس أن يضمن أنه يتكون من مديرين لهم مهارات ومعرفة وخبرة تمكنهم من القيام بواجباتهم ومسؤولياتهم، وأن يتصف أعضاء مجلس المديرين أو مجلس الرقابة بالصدق والأمانة عند قيامهم بأدوارهم بتحقيق مصلحة المساهمين، وأن يكونوا مستقلين ومن ضمنهم المديرين غير التنفيذيين. ومتى تم إنشاء لجان المجلس، ينبغي على هذا الأخير الإفصاح عن إجراءات العمل وتركيباتهم وقابليتهم للمساءلة.

المبدأ السادس: مواطنة الشركة، علاقات أصحاب المصلحة والسلوك الأخلاقي للأعمال

أهم التوصيات التي جاءت بها الشبكة في هذا المبدأ هي:

1. المجلس قابل للمساءلة أمام المساهمين ومسئول عن إدارة العلاقات مع أصحاب المصلحة؛

2. على الشركة الإفصاح عن القضايا المتصلة بأصحاب المصلحة؛

3. تعمل الشركة على تشجيع تطوّر الأداء والرفع من الآليات التي تضع مصالح العاملين مع

مصالح المساهمين وباقي أصحاب المصلحة في نفس المسار؛

4. ينبغي على الشركة تبني والتنفيذ الفعلي لدليل الأخلاق وتوجيه نشاطاتها وفق أسلوب

المسؤولية البيئية، الاجتماعية والاقتصادية؛

5. تقع على المجلس مسؤولية تحديد وتنفيذ والوصول إلى ثقافة النزاهة.

المطلب الثالث: مبادئ مركز حوكمة الشركات ولجنة بازل

أولاً- مبادئ مركز حوكمة الشركات: مركز حوكمة الشركات (CFCG) تابع لمدرسة (TUCK) للأعمال بولاية هانوفر الأمريكية، حيث قدم إرشادات بشأن إقامة نظام حوكمة جيد ومتماسك في الشركات مست الجوانب التالية:¹

- 1- الإفصاح عن الالتزام بحوكمة الشركات؛
- 2- نظرة حول هيكل الملكية، من حيث التنظيم والسياسات ونظم الإدارة المتبعة؛
- 3- علاقات أصحاب المصالح؛
- 4- القيادة؛
- 5- مكافآت المديرين غير التنفيذيين؛
- 6- دور المساهمين من خلال حقوق الملكية وتعيين المديرين؛
- 7- التقارير المالية، الشفافية والأداء؛
- 8- الالتزام والامتثال للقواعد التنظيمية؛
- 9- الاهتمام بأصحاب المصلحة؛
- 10- الأداء البيئي والاقتصادي؛
- 11- الأخلاق في مجال الأعمال.

ثانياً- مبادئ لجنة بازل لحوكمة الشركات

يمكن القول أن لجنة بازل هي من أهم الهيئات الدولية على الإطلاق التي تبذل الجهد الكبير في سبيل إدارة البنوك والمؤسسات المالية بالشكل الذي يضمن مصالح الجميع، وقد أصدرت لجنة

¹ CFCG guidelines on corporate governance, center for corporate governance

بازل للرقابة المصرفية سنة 1999 وثيقة حول سبل تحسين حوكمة الشركات، وقد جاءت هذه الوثيقة بأبرز الممارسات التي تعمل على سلامة الحوكمة، بعدها قامت بتعديل أعمالها وتوصياتها سنة 2005 ثم أصدرت نسخة حديثة سنة 2006، وفي عام 2010 قررت اللجنة إعادة النظر في مبادئها لعام 2006 بمراجعتها وتنقيحها،¹ وفي ظل التطورات الجارية في مجال حوكمة الشركات قررت اللجنة عام 2015 إعادة النظر في توجيهات عام 2010 ويتمثل أحد الأهداف الرئيسية لهذه المراجعة في تعزيز مسؤوليات مجلس الإدارة في مجالي الرقابة وإدارة المخاطر والتأكيد على العناصر الرئيسية لحوكمة المخاطر، ووظائف الرقابة والمراجعة الداخلية للحسابات وثمة تركيز رئيسي آخر يتمثل في تعزيز الضوابط والتوازنات الشاملة للبنوك.²

ومن بين هذه المبادئ نجد:³

المبدأ الأول: المسؤوليات العامة للمجلس

يتحمل مجلس الإدارة المسؤولية العامة للبنك بما في ذلك الموافقة والاشراف على تنفيذ الإدارة للأهداف الاستراتيجية للبنك، ونشر ثقافة الحوكمة داخله.

المبدأ الثاني: مؤهلات المجلس وتكوينه

أن يكون أعضاء المجلس مؤهلين لشغل مناصبهم وينبغي أن يفهموا دورهم الرقابي وحوكمة الشركات، وأن يكونوا قادرين على ممارسة حكم سليم وموضوعي بكل شؤون البنك.

المبدأ الثالث: هيكل المجلس وممارساته

¹Bazel committee on banking supervision, guidelines corporate governance principles for banks, bank for international settlements, march 2010, p 3.

² Bazel committee on banking supervision, guidelines corporate governance principles for banks, bank for international settlements, july 2015, p 4.

³ سهابلية يمينة، "دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2018، ص 46-53.

ينبغي للمجلس أن يحدد هياكل وممارسات الحوكمة المناسبة لعمله، وأن يضع الوسائل الكفيلة بمتابعة هذه الممارسات وأن يستعرضها دوريا من أجل تفعيلها.

المبدأ الرابع: الإدارة العليا

ينبغي على الإدارة العليا وتحت إشراف مجلس أن تقوم بإدارة أنشطة البنك بطريقة تتماشى مع استراتيجية الأعمال، ومدى تقبل المخاطر والمكافآت والسياسات الأخرى المعتمدة من قبل مجلس الإدارة.

المبدأ الخامس: حوكمة الهياكل الجماعية

في هيكل المجموعة يتحمل مجلس إدارة الشركة الأم المسؤولية الكاملة عن المجموعة ولضمان إنشاء وتشغيل إطار حوكمة واضح وملائم لهيكل وأعمال مخاطر المجموعة وكياناتها، فإن مجلس الإدارة وكبار الموظفين في الإدارة يجب أن يعرفوا ويفهموا الهيكل التنظيمي للمجموعة المصرفية والمخاطر التي تواجهها.

المبدأ السادس: وظيفة إدارة المخاطر

يجب أن يكون لدى البنوك وظيفة مستقلة فعالة لإدارة المخاطر، هذه الوظيفة هي المسؤولة عن الإشراف على أنشطة المخاطرة في جميع أنحاء المؤسسة، وينبغي أن يكون لها سلطة داخل المنظمة للقيام بذلك.

المبدأ السابع: تحديد المخاطر، التحكم والمراقبة

ينبغي تحديد المخاطر ومراقبتها والتحكم فيها على مستوى البنك بشكل مستمر، وفي هذا الاطار يجب أن يواكب تطور البنية التحتية لإدارة المخاطر.

المبدأ الثامن: خطر الاتصال

يتطلب إطار عمل حوكمة المخاطر الفعال اتصالاً قوياً داخل البنك حول المخاطر من خلال إبلاغ مجلس الإدارة والإدارة العليا.

المبدأ التاسع: الامتثال

يجب على مجلس الإدارة أن ينشئ وظيفة الامتثال هذه الوظيفة تشكل خط الدفاع الثاني للبنك، وهي مسؤولة عن عدة أمور منها التأكد من أن البنك يعمل بنزاهة ووفقاً للقوانين واللوائح والسياسات الداخلية المعمول بها.

المبدأ العاشر: التدقيق الداخلي

تشكل وظيفة المراجعة الداخلية الفعالة والكفؤة خط الدفاع الثالث في البنك، لذلك ينبغي أن تدعم هذه الوظيفة مجلس الإدارة والإدارة العليا في تعزيز عملية حوكمة فعالة وسلامة البنك على المدى الطويل.

المبدأ الحادي عشر: التعويضات

ينبغي أن يدعم هيكل المكافآت في البنك حوكمة الشركات السليمة وإدارة المخاطر.

المبدأ الثاني عشر: الإفصاح والشفافية

تتسق الشفافية مع حوكمة الشركات السليمة والفعالة وقد بينت توجيهات اللجنة بشأن الشفافية المصرفية حيث يصعب على المساهمين والمودعين وأصحاب المصلحة الآخرين والمشاركين في السوق أن يرصدوا بشكل فعال مجلس الإدارة والإدارة العليا ويتحملون المسؤولية بشكل سليم عندما لا تكون هناك شفافية كافية، ولذلك فإن الهدف من الشفافية في مجال حوكمة الشركات هو تزويد

هذه الأطراف بالمعلومات اللازمة وتمكينهم من تقييم فعالية مجلس الإدارة والإدارة العليا في إدارة البنك.

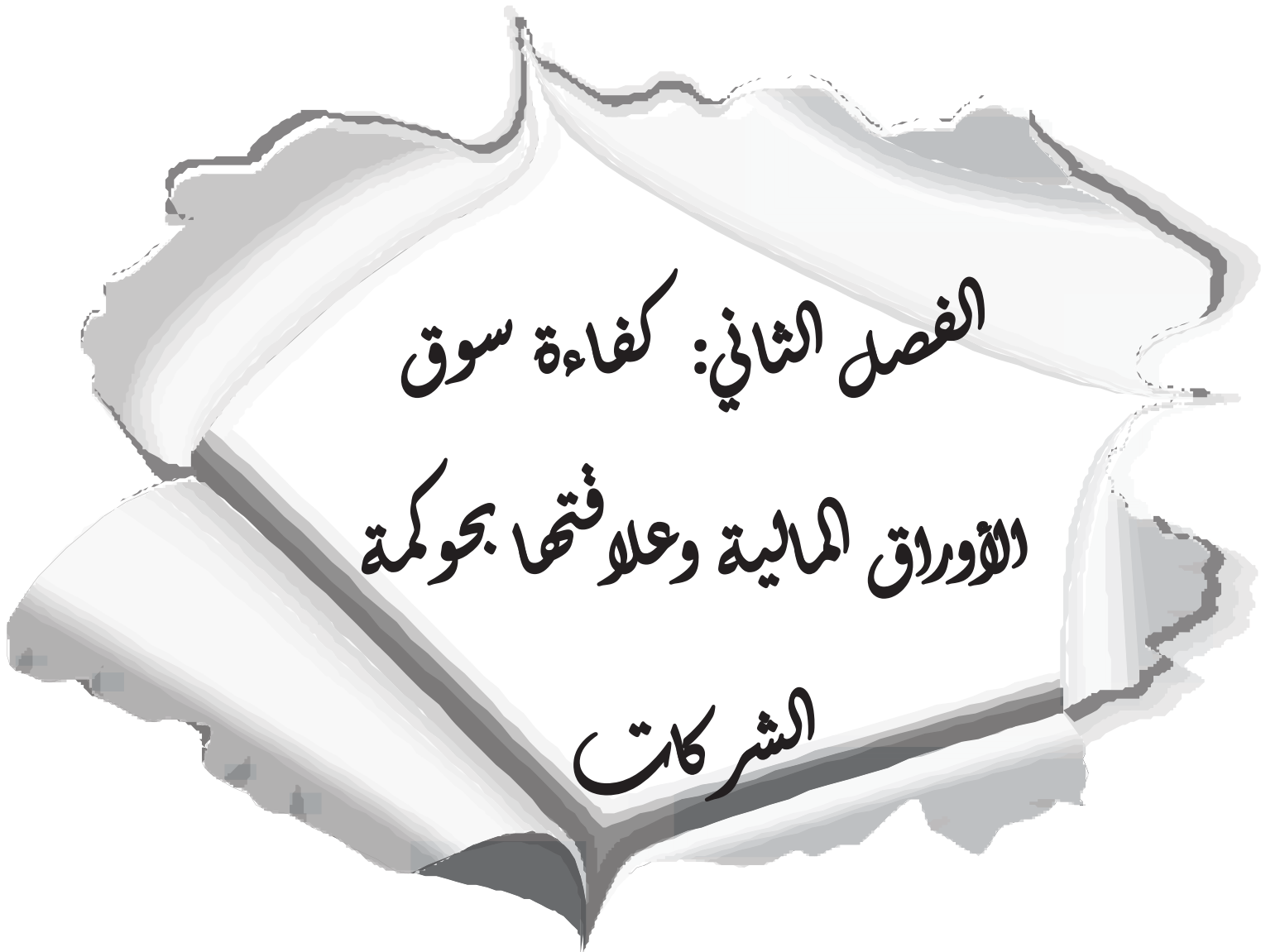
المبدأ الثالث عشر: دور المشرفين

يحدد هذا القسم عدة مبادئ يمكن أن تساعد المشرفين في تقييم وتعزيز حوكمة الشركات الجيدة في البنوك.

خلاصة الفصل الأول:

وفي الأخير ومن خلال معالجتنا لهذا الفصل توصلنا إلى:

- أن حوكمة الشركات تمثل مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تسعى إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق جعل الشركات تخضع للقوانين التي تفرض المراقبة والمتابعة من أجل تحقيق أهداف الشركة، والتي يجب أن تتم في إطار يتسم بالشفافية ويضمن حق المساءلة، بالإضافة إلى وجود تنظيم إطار تشريعي يضمن العدل والمساواة بين أصحاب المصالح في ظل تفاعل مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية حتى تتمكن الشركة من الاستفادة من مزايا تطبيقها.
- كما ظهرت عدة نظريات تفسر حوكمة الشركات منها: نظرية الوكالة، نظرية التجذر، نظرية تكاليف الصفقات ونظرية أصحاب المصلحة وتمثل في مجملها نظريات لتوضيح وتفسير ظهور مصطلح حوكمة الشركات حسب أفكار وآراء مفكري كل نظرية وتركز كلها على أهمية حوكمة الشركات.
- وقد عكفت مختلف الهيئات الاقتصادية الدولية على بذل مجهوداتها في تقديم جملة من التوجيهات التي تساعد على تطبيق حوكمة الشركات من خلال وضع مبادئ معينة لها، ولعل أبرزها ما جاءت به منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والتي تمثلت في ستة مبادئ ركزت فيها على: حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية للمساهمين، دور أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة، ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات.



الفصل الثاني: كفاءة سوق

الاوراق المالية وعلو فتحها بحومة

الشركات

تمهيد:

تحتاج عملية التنمية في الاقتصاديات إلى تجميع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة، وهي المهمة الأساسية والدور البارز الذي تقوم بها سوق الأوراق المالية من خلال الوساطة في توجيه المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، ويتم هذا عن طريق تداول الأدوات المالية سواء كانت أسهم، سندات أو مشتقات مالية، وتشهد هذه السوق تطوراً ملحوظاً في عدة جوانب سواء في العدد، الحجم، الأدوات المتداولة وحتى في التقنيات الحديثة المستخدمة في التداول وهذا من أجل رفع كفاءتها في استغلال الموارد أحسن استغلال وتوفير القدر الكافي من المعلومات وزيادة شفافيتها.

وتمثل كفاءة سوق الأوراق المالية أبرز المؤشرات على نجاح وقوة سوق الأوراق المالية فهي تعكس استجابة أسعار الأسهم وعدالتها في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، وطبقاً لهذا المفهوم قسمت كفاءة سوق الأوراق المالية إلى مستويات حسب نوعية المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية، ومن أجل تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية وزيادة قدرتها على ضبط أسعار الأوراق المالية والوصول إلى ما يسمى بالقيمة العادلة لها، أصبحت سوق الأوراق المالية تعتمد على حوكمة الشركات فهي تعد من الأدوات الفاعلة في تشجيع الاستثمار وأثرها على المعلومات الخاصة بأسعار الأوراق المالية.

ونظراً لأهمية كفاءة سوق الأوراق المالية ومن أجل التعرف أكثر عليها تم تقسيم هذا الفصل

إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: أساسيات حول سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: مدخل إلى كفاءة سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: العلاقة بين حوكمة الشركات، المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: أساسيات حول سوق الأوراق المالية

احتلت سوق الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة لأنها تعتبر من الأساليب الناجحة والمثلى فيما يخص تأطير المدخرات التي يمتلكها الأفراد والأعوان الاقتصاديين الذين يعملون على شراء الأوراق المالية المطروحة للبيع في هذه الأسواق قصد تحقيق أكبر فائدة، وفي المقابل توفير التمويل للاستثمارات.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية مقدرة على توفير التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية من خلال قيامها بتجميع وتوجيه المدخرات، الأمر الذي جعل سوق الأوراق المالية تكتسي أهمية بالغة وتمثل ضرورة من ضروريات الحياة الاقتصادية.

أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية

إن تطور سوق الأوراق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول مساهمة لمقتضيات الحياة ولم يكن من قبيل الصدفة، ونظرا للدور الذي تلعبه هذه السوق في الاقتصاد أصبحت تحظى باهتمام كبير باعتبارها مصدر مهم للتمويل.

1- التطور التاريخي للأسواق المالية

الأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء السلع والخدمات الحقيقية وبوسائل بدائية ولكن في ظل التطور الحضاري الكبير تطورت الأسواق بشكل كبير وخاصة في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي الواسع في كافة المجالات وأصبح الآن ما يعرف بالتجارة الإلكترونية كأحدى نتائج هذا التطور، كذلك أصبحت الأسواق التجارية في الوقت الحاضر لها صفة التخصص في بعض السلع والخدمات مثل سوق العقارات أو

سوق التقنيات...الخ، وتعتبر الأسواق المالية حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أنها تطورت بشكل كبير منذ نشأتها سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق المالية، ويعد أيضا نمو القطاع المصرفي بشكل كبير من أهم العوامل التي أدت إلى ظهور و تطور الأسواق المالية بسبب ما يتيح هذا القطاع من تسهيلات في المعاملات التجارية وتمويل الاستثمارات ونمو الاقتصاد بشكل عام.¹

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجودة عليه حاليا بعدة مراحل وهي:²

- **المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية وغيرها من المشاريع، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية وأدى أيضا إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها؛

- **المرحلة الثانية:** تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد البنك المركزي؛

¹ محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين عند المستوى الضعيف-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004-2005)، -، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 11.

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 18-19.

- **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الاقراض المتوسط الأجل والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار....الخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تقي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة؛
- **المرحلة الرابعة:** في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي؛
- **المرحلة الخامسة:** في هذه المرحلة اندمجت الأسواق المالية مع الأسواق النقدية واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

2- تعريف سوق الأوراق المالية

الأسواق في اللغة: تطلق كلمة السوق في اللغة ويراد بها موضع البيع والشراء قال ابن سيده السوق التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث، والأسواق جمع السوق وهي موضع البيع والتعامل وسميت بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات.¹

وفي الاصطلاح عرفت السوق بأنه ذلك التنظيم الذي يهيئ لكل من البائعين والمشتريين فرص تبادل السلع والخدمات وعناصر الانتاج وفيه تحدد الأسعار.²

¹ زكريا سلامة عيسى الشطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 25.

² قيصير عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2006، ص 200.

أما فيما يخص تعريف سوق الأوراق المالية فقد وردت العديد من التعاريف يمكن ذكر أهمها في ما يلي:

- الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)¹، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج، إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها.²

- يمكن النظر إلى السوق المالي على أنه المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي الأصول المالية.³

- سوق المال تعتبر بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن أسواق المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتمتلك القدرة على الاستثمار.⁴

¹Daniel Goyeau et.Amin Tarazi, **"La Bourse"**, la découverte, France, 2006, p 11.

²صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية - علمياً، عملياً -**، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000، ص 20.

³إسماعيل أحمد الشناوى وعبد النعيم مبارك، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 117-118.

⁴عاطف وليم اندراوس، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 15.

- الأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء، على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال.¹

وبالتالي يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها المكان الذي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية بيعا وشراء عن طريق التقاء الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقرضين)، والوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (المقرضين) من أجل التمويل والاستثمار.

ثانيا: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

1- خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:²

- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات عن كافة الشركات والوحدات المصدرة للأوراق المالية من حيث حجم تداولها والبيانات والمعلومات الأولية والمنشورة عنها ودقة حقيقة هذه المعلومات؛

- إيجاد مؤسسات لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة وإنشاء شركات وساطة مالية عريقة قادرة على أن تكون حلقة وصل حيادية بين البائع والمشتري وأن تلتزم بأخلاقيات المهنة وتأمين مصلحة المتعاملين؛

- تنويع الأوراق المالية من حيث النوع والكم داخل السوق وتنشيط التداول؛

¹نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا-، مذكرة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، 2007، ص 21.

²عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2016، ص 19.

- سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية من مستثمر إلى آخر) والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز وتنفيذ الصفقات؛
- الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتداول الأسعار غير العادلة؛
- إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- تتسم سوق الأوراق المالية بأنها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى؛
- نظراً لأن المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية.

2- وظائف سوق الأوراق المالية

تهدف سوق الأوراق المالية إلى تحقيق الوظائف التالية:¹

- سهولة إكمال العمليات المالية بين البائع والمشتري للأصول المالية مما يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار؛
- توفير التمويل المتوسط والطويل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض من البنوك؛
- تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في مجالات يصاحبها أقل درجة من المخاطرة وفي أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية ونقدية حاضرة في أي وقت؛

¹ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 15.

- يمثل السوق المالي وسيطا ماليا بين الأفراد والمؤسسات المالية وشركات الأعمال والخدمات ولذلك يمثل مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي؛
- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية إذ تساهم في تحول السوق المالي لسوق دولي؛
- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية كالأسهم والسندات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات والأحوال الاقتصادية الخاصة بالصناعة وبالدولة؛
- تعتبر أسواق الأوراق المالية في السوق المالي من الضمانات الجيدة والمقبولة عند منح القروض لدى البنوك.

ثالثا: المتدخلون في سوق الأوراق المالية

إن استمرار السوق المالي في أداء وظائفه التمويلية وإشباع رغبات الأطراف المختلفة يتحقق من خلال العمليات التي يقوم بها المتدخلون فيه والمتمثلون في ما يلي:¹

- 1- **مصدرو الأوراق المالية:** وهم الأعوان الذين يبحثون عن مصادر تمويلية لاستثماراتهم ويتعلق الأمر بهذا الشأن بـ: المؤسسات الصناعية والتجارية، المؤسسات المالية، الشركات الأجنبية، المصالح العمومية والدولة والجماعات المحلية...؛
- 2- **المستثمرون:** ويتعلق الأمر بـ:

- المستثمرون الأفراد الذين لديهم مدخرات يرغبون في توظيفها؛

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- Cathrine Karyotis, "**La place financière de paris**", 2^e édition, banque éditeur, France, 2001, p 114.

- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2000، ص 29.

- جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 4.

- المستثمرون المؤسسيون الذين بحوزتهم رؤوس أموال هامة مودعة لديهم من طرف الجمهور ويرغبون في توظيفها عن طريق السوق المالي، ومن أهم هؤلاء المستثمرين:

➤ شركات التأمين وصناديق التقاعد والمعاشات؛

➤ هيئات التوظيف الجماعي مثل شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وتعتبر هذه

الشركات إحدى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وموضوعها الوحيد يتمثل في إدارة

محفظة الأوراق المالية ورأس مالها يتغير وفقا لعدة معايير أهمها الزيادة حسب قيمة الأسهم

المكتتبة من طرف المستثمرين؛

➤ صناديق الاستثمار المشتركة وهي عبارة عن مؤسسات استثمارية متخصصة في مجال إدارة

الاستثمارات تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في الأوراق المالية؛

3- الوسطاء الماليون: إن أهم وظيفة تقوم بها الأسواق المالية هي تحويل التدفقات النقدية من

المدخرين أو المقرضين إلى تدفقات نقدية إلى المستثمرين أو المقترضين من خلال مؤسسات عديدة

نشأت لهذا الغرض وأهمها ما يسمى بالوسطاء الماليين أو أجهزة الوساطة المالية.

يمكن تعريف الوسيط المالي على أنه مؤسسة تتوسط بين المقرضين النهائيين والمقرضين

النهائيين حيث يتولى إرشاد ومساعدة المكتتبين على تحديد اختياراتهم من بين مختلف الأدوات التي

تتسبب ورغباتهم وطموحاتهم آخذا بعين الاعتبار إمكانياتهم المالية، كما أن الوسطاء هم أعوان

متخصصون ينفردون بالقيام بتداول الأوراق المالية لحساب الغير ولا يمكن لأي كان أن يكون

وسيطا إذ يتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والدراية والخبرة المهنية

ومن أهم الوسطاء الماليين والأكثر شيوعا نجد: البنوك التجارية، بنوك الادخار، مؤسسات

الاقتراض والادخار، شركات الاستثمار، شركات التأمين وشركات التمويل.

المطلب الثاني: تصنيفات وأدوات سوق الأوراق المالية

هناك العديد من التصنيفات لسوق الأوراق المالية وهذا وفقا لعدة معايير متباينة، كما أنها تحتوي على عدة أدوات مالية تتداول ضمن هذه السوق.

أولاً: تصنيفات السوق المالي

ينقسم السوق المالي لنوعين رئيسيين هما السوق النقدي وسوق الأوراق المالية أو ما يعرف سوق رأس المال.

1- السوق النقدي

1-1- تعريف السوق النقدي: يعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة وتلعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه أما المستثمرين الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبيا نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه،¹ بحيث يقدم هذا السوق أوعية ادخارية قصيرة الأجل للقطاعات الاقتصادية التي تمتلك فائضا نقديا ويعيد تقديم تلك المدخرات في شكل تمويل قصير الأجل للقطاعات الأخرى.²

¹ محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 62.

² أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي - لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة -، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 428.

1-2- أدوات السوق النقدي: في ما يلي تعريف مختصر بكل من أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل وهي:¹

- **أذونات الخزينة:** وهي صك تصدره الدولة وتتولى إصداره وزارة الخزينة ويحصل حامله على عائد ثابت في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الأذونات أداة استثمارية ممتازة ومؤقتة للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل للأسباب التالية:

➤ تعتبر استثمارات خالية من المخاطرة؛

➤ لها سوق مستمر فالمتعاملون فيها على استعداد دائم للشراء أو البيع لكل الاصدارات الحالية منها؛

➤ لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها إذا رغب حاملها في بيعها بسرعة لمقابلة احتياجات السيولة عنده؛

- **الأوراق التجارية:** وهي عبارة عن أوراق تقوم الشركات الضخمة ببيعها إلى المستثمرين وهي تشبه إلى حد كبير أذونات الخزينة غير أنها تتمتع بمخاطر أكبر ويترتب على ذلك عائد أكبر قليلا من أذونات الخزينة.

- **القروض تحت الطلب:** وهي عبارة عن قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال ومن شروطها أنه يحق للمصرف استدعاء القروض في اللحظة التي يشاء فيها.

- **القبولات المصرفية:** وتعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد وقد نشأت لخدمة حركة التجارة الدولية فهي أمر بالدفع يطلب العميل من خلال المصرف بأن يقوم بالدفع له أو

¹قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 171-173.

لشخص ثالث مبلغا معيناً في تاريخ محدد ويصبح هذا الأمر مقبولا إذا قام المصرف بختمه (القبول) وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه والذي يتراوح ما بين (30-170) يوما.

- **شهادات الايداع:** وهي ايصال تطرحه المصارف يثبت لحامله بأنه قد أودع مبلغا معيناً لمدة محددة وبفائدة معلومة ويمكن لحامله إما الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق وهذا يعني أنه مازال ممتعا بضمان المصرف أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي (سوق البورصات) لكي يوفر أرصدة سائلة لمواجهة التزاماته المستحقة.

وتختلف هذه الشهادات عن أدونات الخزينة في أمرين هما :

➤ أنها تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق فهي لا تباع بخخص؛

➤ تحسب عليها الفائدة عليها على أساس 365يوما بدلا من 360يوما.

- **العملات الأجنبية:** إن الاستثمار بالعملات الأجنبية عن طريق التعامل الفوري بها من أدوات الاستثمار الحقيقي وهو استثمار له مفرداته ومصطلحاته وقواعده وأسواقه.

2- سوق الأوراق المالية (رأس المال)

2-1- **تعريف سوق الأوراق المالية:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين للأصول لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين حتى يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.¹

¹ عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 17.

2-2- أقسام سوق الأوراق المالية: ينقسم سوق الأوراق المالية إلى جزأين هما أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

- أسواق حاضرة (فورية): وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.¹

كما تنقسم الأسواق الفورية إلى أسواق أولية (سوق الإصدار) وأسواق ثانوية (سوق التداول).

➤ **السوق الأولية:** يقصد بالسوق الأولية primary market أو ما تعرف بسوق الإصدار، وتتكون هذه السوق من الشركات التي ترغب في الحصول على تمويل لمشروعاتها من الأفراد والمؤسسات التي ترغب في شراء إصدارات تلك الشركات التي تقوم بإصدار أسهم أو سندات يتم طرحها للجمهور "الأفراد أو المؤسسات" الراغبة في عملية الشراء.²

➤ **السوق الثانوية:** يقصد بالسوق الثانوية secondary market هي سوق التداول حيث يتم التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أول مرة في السوق الأولية بيعها وشراء أي أن لا يكون للشركة المصدرة لهذه الأوراق المالية أي دور في عملية التداول ولذلك فإن أي تغيرات تطرأ على قيم هذه الأوراق المالية هي ناتجة عن ما تخلقه قوى العرض والطلب في هذه السوق.³

ونظراً لتنوع طرق التعامل في الأسواق الثانوية فإنها تقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير

منظمة نعرضها في ما يلي:

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال (بورصات-مصارف-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 11.

² محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 26.

³ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 115.

• **السوق المنظمة:** وتتميز هذه السوق بوجود مكان جغرافي مادي ملموس تتوفر فيه الوسائل اللازمة لالتقاء وكلاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية مع بعضهم ويتم التعامل فيه عادة عن طريق بيع المزايدة ويطلق عليه بسوق البورصة ويقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية للشركات المسجلة في هذا السوق فقط ويجري تداول الأوراق المالية بواسطة شركات مرخصة وهناك قوانين وأنظمة من أجل تنظيم عملية التداول وشروط وتعليمات للمتعاملين في هذه السوق إضافة إلى الرسوم الدورية لاستمرار عملية التسجيل، وتحقق عملية تسجيل الشركات في سوق البورصة عددا من المزايا لكل من الشركات المصدرة للأوراق المالية ولحملة الأسهم حيث يستطيع المستثمرون في هذه الأوراق المالية الحصول على المعلومات كاملة وبسرعة عن الشركة المصدرة وعن أسعار الأسهم والمركز المالي للشركة المصدرة والشهرة التي يمكن أن تحصل عليها لدى جمهور المستثمرين بالإضافة إلى الحماية التي يمكن أن تحصل عليها.¹

• **السوق غير المنظمة:** وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.²

¹ عبد الله الطاهر وموفق عبد الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، مركز يزيد للنشر، الكرك، 2004، ص 374.

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 45.

وتتضمن السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالث والسوق الرابع يمكنها

تبيانها في ما يلي:

✓ **السوق الثالث:** يتكون هذا السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن

كان لهم الحق في أن يتعاملوا في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق وتمثل هذه البيوت

في الواقع أسواق مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق، وكان الدافع

وراء نمو هذا السوق هو عدم قدرة مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخضم العمولة عند تعاملها في

الأسواق المنظمة غير أن التعامل في السوق الثالث يوفر لها فرصة التفاوض في مقدار

العمولة والحصول على تخفيضات.¹

✓ **السوق الرابع:** يقصد بالسوق الرابع سوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين

يتعاملون بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كاستراتيجية للحد من

العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل

لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من الاتصالات وفي ظل هذا السوق تبرم الصفقات

بسرعة أكبر وبكلفة أقل وأسعار مرضية للطرفين نتيجة الاتصال المباشر وتعتبر هذه السوق

منافسا قويا للسوق المنظمة وغير المنظمة لأنه يمكن التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة

في تلك الأسواق.²

- **أسواق آجلة:** ويطلق عليها أيضا بأسواق المشتقات وتعد الأسواق الآجلة أحدث أنواع الأسواق

المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق بعد التقلبات الحادة التي شهدتها الكثير من

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص 78-80.

² عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، ص14.

الأسواق المالية العالمية وخاصة في جانب أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأسهم، لذا فقد

نشأت هذه الأسواق للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الأسعار، وتنقسم الأسواق الآجلة إلى:¹

➤ **سوق العقود المستقبلية:** وهي سوق لبيع الأوراق المالية وشرائها في المستقبل إذ يستعمل

المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، وتعرف العقود

المستقبلية بأنها اتفاق بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية واستلامها بسعر معين

في وقت لاحق؛

➤ **سوق عقود الخيارات:** عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين من السوق المالي للتعامل بسعر

معلوم ومحدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني الذي يتحمل

تكلفة قيام العقد، أي أن عقود الخيار هي حق وليس التزاما في بيع وشراء أوراق مالية أو

أصول معينة؛

➤ **سوق عقود المبادلة:** عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر في تبادل سلسلة من

التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتتم عملية تسوية

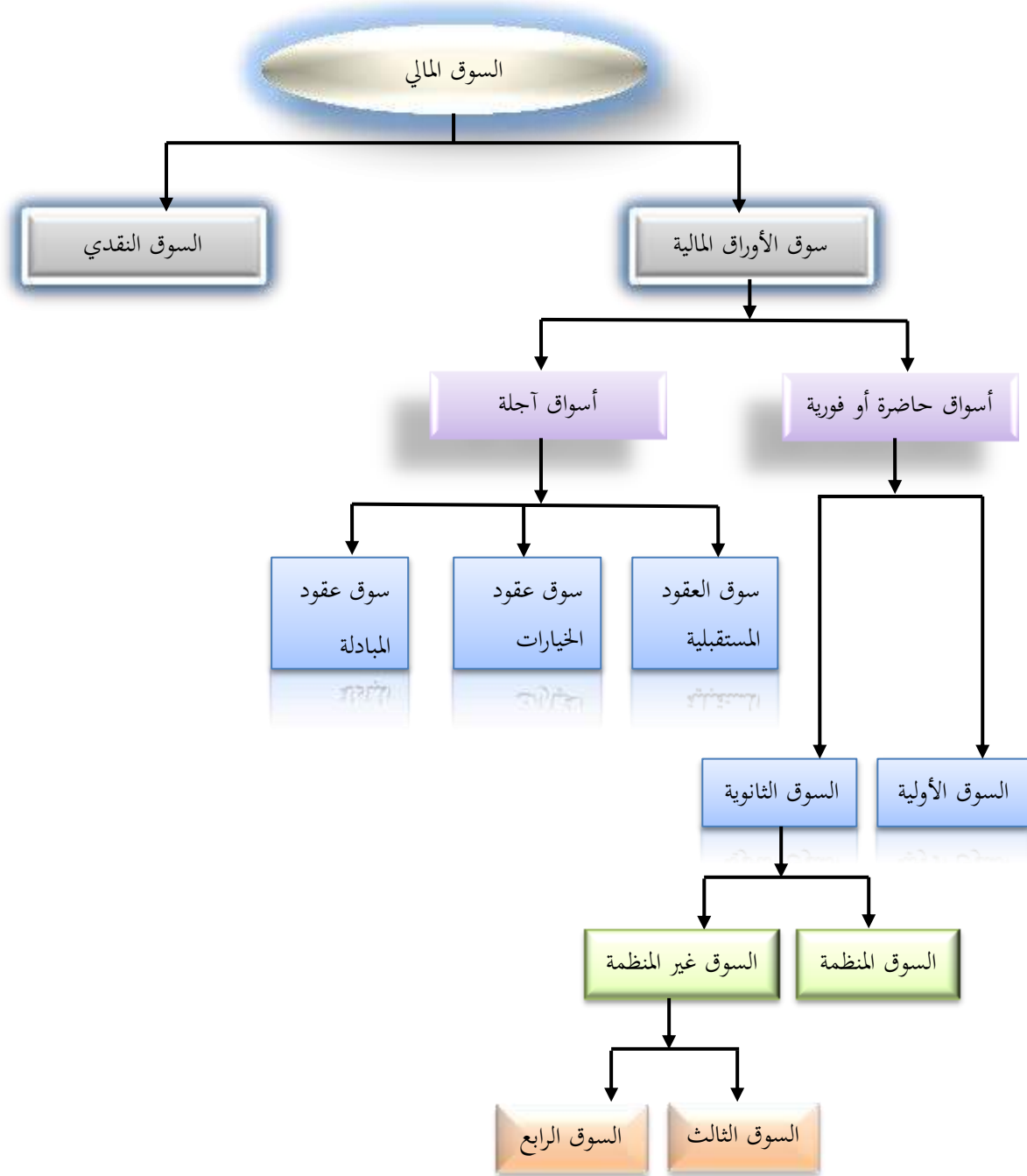
عقود المبادلة على مدد دورية ويعد عقد المبادلة ملزما لطرفي العقد على عكس عقد

الخيار.

والمخطط الموالي يوضح لنا بالتفصيل تصنيفات السوق المالي:

¹ حيدر يونس الموسوي، ، المصارف الإسلامية- أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية-، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 81-82.

الشكل رقم (II - 1): تصنيفات السوق المالي.



المصدر: محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية

والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص23.

ثانيا: أدوات سوق الأوراق المالية

تتمثل أدوات سوق الأوراق المالية في الأوراق المالية التي تصدرها الوحدات الاقتصادية من أجل تمويل استثماراتها، وفي المقابل تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من العائد أو في جزء من أصول الشركة وتتمثل هذه الأدوات في ما يلي:

1- الأسهم العادية

1-1- تعريف الأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية،

وقيمة سوقية وقيمة تصفوية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية -التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، و تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رؤوس الأموال وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية وأخيرا القيمة التصفوية و التي تتمثل في قسمة صافي التصفية بعد تسديد كل المستحقات و الديون على عدد الأسهم العادية المصدرة، وبذلك يعطي السهم لحامله الحق في ملكية حصة من رأسمال الشركة بمقدار قيمة السهم كما يكون لحامل السهم الحق في التخلص من السهم ببيعه و التنازل عنه كذلك يعطيه الحق في التصويت في جمعيات المساهمين والحق في الأرباح، بالإضافة إلى ذلك يكون له حق الأولوية في الاكتتاب في حالة إصدار أسهم جديدة وعندما يقرر حامل السهم التنازل عن السهم أو بيعه هنا يصبح الحامل الجديد للسهم يتمتع بامتيازات

الحامل القديم للسهم وتصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد وتأتي الأسهم العادية في المرتبة

الثانية بعد الأسهم الممتازة من حيث الحقوق التي يتم التمتع بها.¹

2-1- الاتجاهات الحديثة في شأن الأسهم العادية: إلى جانب الأنواع المختلفة من الأسهم هناك

أنواع أخرى جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة وهي:²

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم

العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، ولكن في هذا النوع من الأسهم

الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.

- الأسهم العادية المضمونة: هي نوع من الأسهم العادية التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة

الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب

الاصدار ولكن إذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه أو بعد انتهاء

الفترة المحددة لا يمكن للمستثمر المطالبة بالتعويض حيث يتم تعويض حاملي هذه الأسهم عن

طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها عليهم.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأمر العادي والطبيعي أن لا تخصم توزيعات

الأسهم العادية قبل حساب الضريبة، لكن وفي منتصف الثمانينات صدر تشريع ضريبي في

الولايات المتحدة يسمح للشركات بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

-طرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم إقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 28.

- Daniel Goyeau et Amine Tarazi , **la bourse**, Neuvel édition, éditions la découverte, 2006,p.30

² سهايلية يمينة، مرجع سبق ذكره، ص 162.

الضريبة كما نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين -
المخصص لشراء الأسهم - من دفع الضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها.

2- الأسهم الممتازة

1-2- تعريف الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة دفترية، وقيمة اسمية، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية وذلك سواء في الربح الموزع سنوياً أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسيل أصولها، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية أو تحققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها عندئذ لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي عام مقبل ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات السابقة.¹

2-2- الاتجاهات الحديثة في شأن الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة أنواع نذكر منها:²

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: هناك بعض الحالات التي تعطي فيها الشركة حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية وهذا من خلال الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

- الأسهم مجمعة الأرباح: هي الأسهم الممتازة التي يتم تجميع الأرباح غير الموزعة عليها عن سنة سابقة لعدم كفايتها مع أرباح هذه السنة وبذلك لا يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات وهي بذلك تختلف عن الأسهم غير مجمعة الأرباح، وهي الأسهم التي في إطارها يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات نتيجة لعدم كفاية الأرباح

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2001، ص 270.

² لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 31-32.

- الأسهم القابلة للاستدعاء: يمكن للشركة أن تستدعي الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الاسمية وهذا طبقا لما يتضمنه عقد التأسيس.
- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: في إطار الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح يتم تحديد حد أدنى للأرباح التي تحققها الشركة، وانطلاقا من هذا الحد يتم احتساب نسبة معينة من الأرباح لكل زيادة عن الحد الأدنى لصالح أصحاب هذه الأسهم في حين أن أصحاب الأسهم غير المشاركة لا يحصلون إلا على النسبة الثابتة من الأرباح الموزعة والمنصوص عليها في عقد الشركة مهما كان حجم الأرباح المحققة.

3- السندات

- 3-1- تعريف السندات: السندات التي تصدرها الشركات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة والمستثمر وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (الشركة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة، والسند قد يكون لحامله وبذلك يكون ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل وقد يكون اسمي وبعبارة أخرى السندات هي صكوك متساوية القيمة، تمثل ديناً في ذمة الشركة التي أصدرتها وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال أو اقتضاء دين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية.¹

3-2- الاتجاهات الحديثة في شأن السندات: لقد ظهرت أنواع جديدة للسندات نجد منها:²

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر :

- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 253.

-- Philippe Spieser , la bourse, 3eme édition, libraire vuibert, paris, 2007, p 25.

² لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 40.

- **السندات التي لا تحمل كوبون:** يقصد بكوبون السند العائد أو الإيراد السنوي الذي يحصل عليه صاحب السند (الكوبون = القيمة الاسمية × معدل الفائدة) وعليه في هذا النوع تطرح السندات بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية للسند عند تاريخ استحقاقه بمعنى أنه في هذا النوع من السندات لا يحصل صاحب السند على كوبون.

- **السندات ذات الدخل:** هي سندات تحصل على نسبة معينة من دخل الشركة وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة الشركة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباح.

- **السندات الرديئة (منخفضة الجودة):** يتم طرح هذا النوع من السندات للحصول على الأموال واستخدامها في شراء أسهم الشركة المتداولة في السوق من طرف أعضاء مجلس الإدارة لزيادة حصتهم في رأسمال الشركة، وعادة ما ينجم عن ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، بصورة تجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفاً بالمخاطر وهو ما يستدعي أن يكون معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعاً كي يعوض المستثمر عن تلك المخاطر.

4- المشتقات المالية

4-1- **تعريف المشتقات المالية:** المشتقات المالية هي عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات المرتبطة بها، وبعبارة أخرى المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع

ومؤشرات الأسعار، ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة إلا أنها تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان أو أساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية.¹

4-2- أنواع المشتقات المالية

- عقود الخيارات: عقد الخيار هو عقد بين طرفين مشتري ومحرر ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه وذلك في مقابل أن تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة وبعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في التنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة.²

- العقود الآجلة: تعتبر العقود الآجلة اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين.³ التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثال العملات، أسعار الفائدة، السلع) في تاريخ لاحق حيث يلزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد ويسمى بسعر التنفيذ، ويمكن إعطاء تعريف مختصر للعقد الآجل بأنه عقد بين طرفين أساسيين إما لبيع أو لشراء أصل معين

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها -دراسة مقارنة بين النظم وأحكام الشريعة الإسلامية-، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 58.

² منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر -الجزء الثالث: عقود الخيارات-، الطبعة الأولى، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007، ص 5-6.

³ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2001، ص 12.

بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، وتستعمل البنوك والمستثمرين هذه العقود الآجلة لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية والتدفقات والالتزامات المستقبلية.¹

- **العقود المستقبلية:** العقد المستقبلي هو عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول وتتمتع بسيولة عالية ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق وفي هذه الحالة سيلتزم المشتري الجديد بمضمون العقد.²

- **المبادلات:** المبادلة هي عقد بين طرفين يقوم على تبادل الموجودات (مبادلة الأصول) أو العناصر المكونة للخصوم (مبادلة الخصوم) بشكل مؤقت، هناك أنواع مختلفة من المبادلات كمبادلة سعر الصرف أو مبادلة القروض.³

المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

عادة ما يتم قياس كفاءة الأسواق المالية بدراسة كفاءة التسعير أي من خلال ملاحظة مدى انعكاس المعلومات المتاحة في أسعار الأوراق المالية، غير أن الحكم على كفاءة السوق من خلال هذا المؤشر غير كافٍ فهناك مؤشرات أخرى تحدد بصيغة أوسع هذه الكفاءة منها ما يلي:

¹عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص 29.

²أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003، ص 234.

³Yves Jégourel, les produits financiers dérivés, éditions la découverte, paris, 2005, p 22.

أولاً- مؤشر حجم السوق: إن كبر حجم السوق واتساعه يعتبر كمؤشر على زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وكذا على تطوره في اتجاه إيجابي حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:¹

1- مؤشر معدل الرسملة البورصية للنتاج المحلي الإجمالي: يتم قياس هذا المؤشر من خلال نسبة الرسملة البورصية (الرسملة السوقية) والتي يقصد بها مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق.

يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعد هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق.

معدل الرسملة البورصية = القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة / الناتج المحلي الإجمالي

ويمكن القول أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار أي القدرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الشركات المقيدة بالبورصة والتي تعمل على استثمارها، حيث يدل ارتفاع معدل الرسملة البورصية على زيادة النشاط بالبورصة وتوسع القاعدة الاستثمارية لدى الشركات.

2- مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة: يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة، إلا

¹سطوري الجودي، "أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص ص: 264-266.

أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير، كما أن زيادة عدد الشركات المسجلة بالبورصة يدل على اتساع حجم السوق فقيام الشركات بفتح رأسمالها أو زيادته ينعكس في ارتفاع حجم الاستثمارات بالشركات مما يساهم في زيادة النمو الاقتصادي الوطني على اعتبار أن هذه الاستثمارات توجه إلى الشركات الأكثر كفاءة وإنتاجية وهو ما يعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

ثانياً - مؤشر سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة،¹ حيث تزداد سيولة السوق كلما كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية مع سرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، هذا وتقاس سيولة السوق من خلال المؤشرين التاليين:²

1- مؤشر دورة رأس المال (معدل الدوران): هذا المؤشر هو عبارة عن النسبة بين قيمة مجموع الأسهم المتداولة محلياً ورأس مال السوق المحلي الذي هو عبارة عن مجموع قيم الأسهم المسجلة.

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول)}) / (\text{القيمة السوقية}) \times 100$$

فهذه النسبة تقيس قيم تداولات الأسهم نسبة لحجم السوق ككل حيث يعتبر كمقياس مكمل لحجم السوق فقد تكون السوق صغيرة مقارنة بحجم الاقتصاد لكنها عالية السيولة، وتدل القيمة العالية لدورة رأس المال على أن تكاليف التعامل متدنية.

¹ عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 178.

² سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية-، أطروحة دكتوراه، فرع الاقتصاد القياسي، علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص 70-71.

2- **نسبة القيمة المتداولة:** هذا المؤشر هو عبارة عن النسبة بين مجموع قيمة الأسهم المتداولة محليا والنتاج الإجمالي.

$$\text{نسبة القيمة المتداولة} = \frac{\text{مجموع قيم الأسهم المتداولة}}{\text{النتاج المحلي الإجمالي}}$$

هذا المؤشر يعطينا فكرة عن قيمة الأموال المتداولة مقارنة بحجم الاقتصاد بينما المؤشر الأول يعطينا فكرة عن حجم التداول مقارنة بحجم السوق، فهو يعكس بشكل إيجابي السيولة على مستوى الاقتصاد كما يعتبر هذا المؤشر مكملا للمؤشر الذي يقيس حجم السوق فقد تكون السوق واسعة لكنها غير نشيطة.

ثالثا - مؤشر كفاءة تسعير الأوراق المالية: تتمثل كفاءة تسعير الأوراق المالية في انعكاس المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية على أسعارها حيث تصل المعلومات إلى كافة المتعاملين وفي نفس الوقت شرط أن تكون على درجة عالية من الدقة وانخفاض التكلفة، الأمر الذي يتيح لهم فرصة التمييز بين الشركات ذات الأداء الجيد فيزداد الطلب على أوراقها المالية وهو ما يعمل على التخصيص الجيد للموارد، هذا ويمكن قياس كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية من خلال المؤشرات التالية:¹

1- مؤشر الكفاءة الإعلامية للسوق: تعتبر المعلومات الداعمة الأساسية التي تساهم في تحقيق الكفاءة المطلوبة في سوق الأوراق المالية فالإفصاح عن المعلومات الموثوقة وفي الوقت المناسب من شأنه أن يعزز ثقة المستثمر في السوق، ويتحقق ذلك من خلال توافر نظام سليم ودقيق يسمح

¹ الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير. تخصص علوم التسيير فرع التسويق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003، ص ص: 69-70.

بتقديم جميع المعلومات الضرورية لمساعدة المتعاملين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، ومن الإجراءات الضرورية لرفع الكفاءة الإعلامية ما يلي:

1-1- الإفصاح التام والشامل عن كافة المعلومات الخاصة بالشركة: وهي جميع المعلومات التي

تخص المركز المالي للشركة ونتيجة نشاطها والتغيرات الحاصلة في هيكلها الإداري

والتنبؤات المستقبلية لوضعها ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح وكذا استمراريته، وفي هذا

الإطار فإن التزام الشركة بمبادئ الحوكمة يجعلها أكثر انضباطا في توفير معلومات كاملة

وموثوقة عن أدائها عن طريق الإفصاح والشفافية.

1-2- دور مهنة المحاسبة والمراجعة في تحقيق صدق وموثوقية المعلومات المحاسبية

المعلنة: بمعنى أن تكون المعلومات المحاسبية حقيقية وصادقة تعكس كفاءة مهنة المحاسبة

ومؤهلات المراجعين الذين يقومون بتدقيقها.

1-3- دور هيئة سوق الأوراق المالية في توفير المعلومات للمستثمرين: لهيئة سوق الأوراق

المالية دور كبير في توفير المعلومات للمستثمرين وذلك من خلال القيام بما يلي:

- تقديم دليل أو مرشد عام خاص بالشركات المدرجة في البورصة؛
- القيام بدراسات دورية تهتم بربحية الشركات المدرجة وتقديم تقرير سنوي يتضمن معلومات خاصة بهذه الشركات؛
- القيام بنشر حركة الأسعار وحجم التداول.

2- مؤشر تسعير الأصول في السوق: تعتبر آلية التسعير في السوق بمثابة الحكم على كفاءته

فالانعكاس السريع للمعلومات على الأسعار يترك مجالا للبعض دون الآخر لاستغلال فرص للربح

يدل على أن السوق بآلياتها قادرة على ضمان تعديل أسعار مختلف الأوراق المالية تبعاً للمعلومات

الجديدة الواردة إليه.

رابعاً: مؤشر الهيكل التنظيمي للسوق: يعتبر تطور الهيكل التنظيمي أساس تحقيق كفاءة

سوق الأوراق المالية فتطور الهيكل التنظيمي يضمن القيام بمختلف العمليات في السوق على أكمل

وجه ومن بين المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل التنظيمي ما يلي:¹

1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق: بمعنى وجود دليل يوضح كافة القواعد

التنظيمية المتعلقة بالسوق وصلاحيات المشرفين على إدارتها مع الحرص على أن يكون هذا الدليل

شاملاً لكافة الأمور التفصيلية الخاصة بالسوق.

2- تنظيم مهنة الوساطة: وذلك من خلال توافر ميثاق أخلاقيات المهنة يوضح الشروط الواجب

توافرها في الوسيط مع وجود لجنة تعمل على تنظيم هذه المهنة وحسن سيرها لضمان تقديم خدمة

الوساطة بأمانة وكفاءة عالية.

3- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها: وذلك بوجود تشريعات ملائمة وضمان تطويرها مع كل

المستجدات وكذا الالتزام بتطبيقها الفعلي مثل شروط الدخول إلى البورصة وقوانين حماية

المستثمر...إلخ.

4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة: وذلك من قبل الوزارة الوصية المكلفة بالمالية وكذا اللجان

التي يتم تكوينها لهذا الغرض والتي عادة ما تهتم بالمسائل التالية:

- التأكد من الوجود الفعلي للشركات المقيدة في البورصة؛
- مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية لمنع التزيف أو الغش؛
- مراقبة مهنة الوساطة؛
- مراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية للبورصة.

¹ الطاهر لحرش، المرجع السابق، ص ص: 67-68..

5- عمليات التسوية والمقاصة: إن إجراءات التسوية والمقاصة تؤثر على قرارات المستثمر في الاستمرار في السوق حيث أن التباطؤ وتعدد العمليات لا يشجع المستثمر على الاستثمار، وعليه فتبسيط الإجراءات كفيل بجذب أكبر عدد ممكن من المتعاملين إلى السوق.

خامسا - مؤشر تركيز السوق: نجد في بعض الدول عدد قليل من الشركات هو المسيطر على السوق وهذه الميزة تؤثر سلبا على سيولة السوق ومن بين أكثر المقاييس المستعملة لقياس درجة التركيز في السوق هو حساب مساهمة رسملة أكبر عشر شركات في إجمالي رسملة السوق.¹

المبحث الثاني: مدخل إلى كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية من الأفكار التي شكلت خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن سوق الأوراق المالية يتصف بالكفاءة في نظر البعض إذا عكست المعلومات الواردة إلى السوق في أي وقت بطريقة عشوائية أسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوى.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

أثار مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية جدلا واسعا وتساؤلات حول مدلوله ومعناه وسنحاول من خلال هذا المطلب التطرق لمفهوم هذا المصطلح وخصائصه.

أولا: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الباحثين الذين تعرضوا لمفهوم كفاءة السوق المالي ووضعا عدة تعريفات لهذا المفهوم.

¹ زيطاري سامية، مرجع سبق ذكره، ص 72.

1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

- حتى تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص المدخرات على أفضل الاستثمارات لابد أن تكون هذه السوق كفؤة وفعالة، ويمكن أن تعرف السوق الكفؤة بأنها: " تلك السوق التي يتساوى فيها سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل وقت،¹ بينما تعني فعالية سوق الأوراق المالية مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه.²

- أما فاما (Eugene Fama) فعرف السوق الكفؤة (Efficient Markets) بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية، وينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.³

- كذلك يمكن القول أن السوق المالية تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم، وحيث أن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع

¹ مداني أحمد، أساليب حماية أسواق المالية العربية من الأزمات المالية - حالة الأسواق الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2014.

² هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 24.

³ Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets", the journal of finance, vol XLVI, N° 5, decembre 1991, p 1583.

الأكثر إنتاجية فإنه لابد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقي، فالأسواق المالية تكون كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات فيها ومن الشروط الضرورية لكفاءة سوق الأوراق المالية ما يلي:¹

- منافسة تامة مع وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية؛
- توفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق؛
- أن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه وعلى الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحدقة بهم تماما.

- وبالتالي ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة المعلومات.

¹ عبدلي حنان، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018، ص 129.

- وقد عرف البعض السوق الكفاء على أنها تلك السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفوة مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق.¹

- كذلك هي قدرة سوق رأس المال على استيعاب المعلومات لحظة نشرها وقدرة المتعاملين فيها على تفهم ودراسة وتحليل هذه المعلومات، أي استجابة سوق الأوراق المالية لهذه المعلومات.²

إن كفاءة السوق المالي هي تلك السوق التي تمتاز فيها أسعار الأوراق المالية بالعشوائية بحيث يصعب أو يستحيل على أي مستثمر التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين، عندئذ يتنافس عدد هائل من المتدخلين على تحليل المعلومات التي ترد وسرعان ما تنعكس على الأسعار الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية وتوجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية وهذا ما يعرف بالتخصيص الكفاء للموارد المالية.

2- فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

تلقى هذه الفرضية اهتماما كبيرا من قبل الباحثين في مجال سوق الأوراق المالية، وإن اختلفت وجهات النظر:³

- وجهة نظر الخبراء و المحللين الماليين: يرون بأنه ليس بمقدور كل شخص استيعاب البيانات والمعلومات المتاحة التي يوفرها السوق المالي وإنما توجد فئة محددة بعينها قادرة على دراسة و تحليل هذه المعلومات بكفاءة تفوق غيرهم، وبطريقة تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية أو

¹ محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 03، 2004، ص 84.

² أحمد سعيد قطب، "تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم المقدرة التفسيرية للمعلومات المالية في سوق الأوراق المالية السعودية"، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، السعودية، 2006، ص 26.

³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعنز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 32-33.

استثنائية وتعتبر هذه الأرباح غير العادية بمثابة مكافأة خاصة لهم مقابل خبرتهم المتفوقة في اكتشاف الأوراق المالية التي يكون سعرها المتداول أقل من قيمته الحقيقية.

- وجهة نظر المحاسبين: و تستند وجهة النظر هذه إلى ما يعرف لديهم بنظرية الوكالة إذ تنص هذه النظرية على أن رقم الربح يظهر البيانات المالية للشركة المساهمة بالقيمة التي تريد إدارتها أن تظهره به ومن هنا تميل إدارة الشركات المساهمة إلى التلاعب بأرقام الربح المعلنة في البيانات المالية لما فيه مصلحتها، ذلك أن المكافأة التي تتقاضاها على أتعابها مرتبطة بتلك الأرقام، مما يترتب عليه أن تصبح الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق لا تعكس حقيقة المعلومات المحتواة في البيانات المحاسبية وبذلك يمكن تضليل المستثمرين المتعاملين في هذه السوق.

ثانيا: شروط كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في سوق الأوراق المالية من أجل أن تكون هذه السوق كفاءة وأهمها:¹

1. أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار، كذلك يجب أن يكون السوق عميقا بحيث لا تؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على الأسعار؛

2. أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها وبتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الاطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 166.

3. أن تتوفر للسوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التداول التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب؛

4. توفر عنصر الشفافية وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛

5. توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات؛

6. وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية وأن تكون هذه الهيئة محايدة؛

7. أن تكون كلفة التداول منخفضة جدا إلى درجة شبه معدومة.

ثالثا: أسباب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية

لعدم كفاءة سوق الأوراق المالية عدة أسباب منها:¹

1. التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين؛
2. عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، ونفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات

¹دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورلدكم الأمريكية (WORLD COM)، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع حول: الريادة والإبداع - إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة-، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، 15-16 مارس، 2005.

والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذا تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة؛

3. قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة؛

4. انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تتجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.

رابعاً: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار

1- ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار

يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 إلى باحث فرنسي يدعى "Louis Bachelier" فلقد أسفرت متبعاته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع عن أنها تقتقد وجود أي ترابط بينها بما يؤكد على عدم وجود نمط لحركة تلك الأسعار، وقد علق على ذلك بالقول بأن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره بل وأضاف أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع

أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ، أو بعبارة أخرى أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.¹

2- نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم

تعني النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معين لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتخبط تخبطا عشوائيا، ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي.²

3- العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق

إن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين - كل منهم في استقلال عن الآخرين - لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية؛

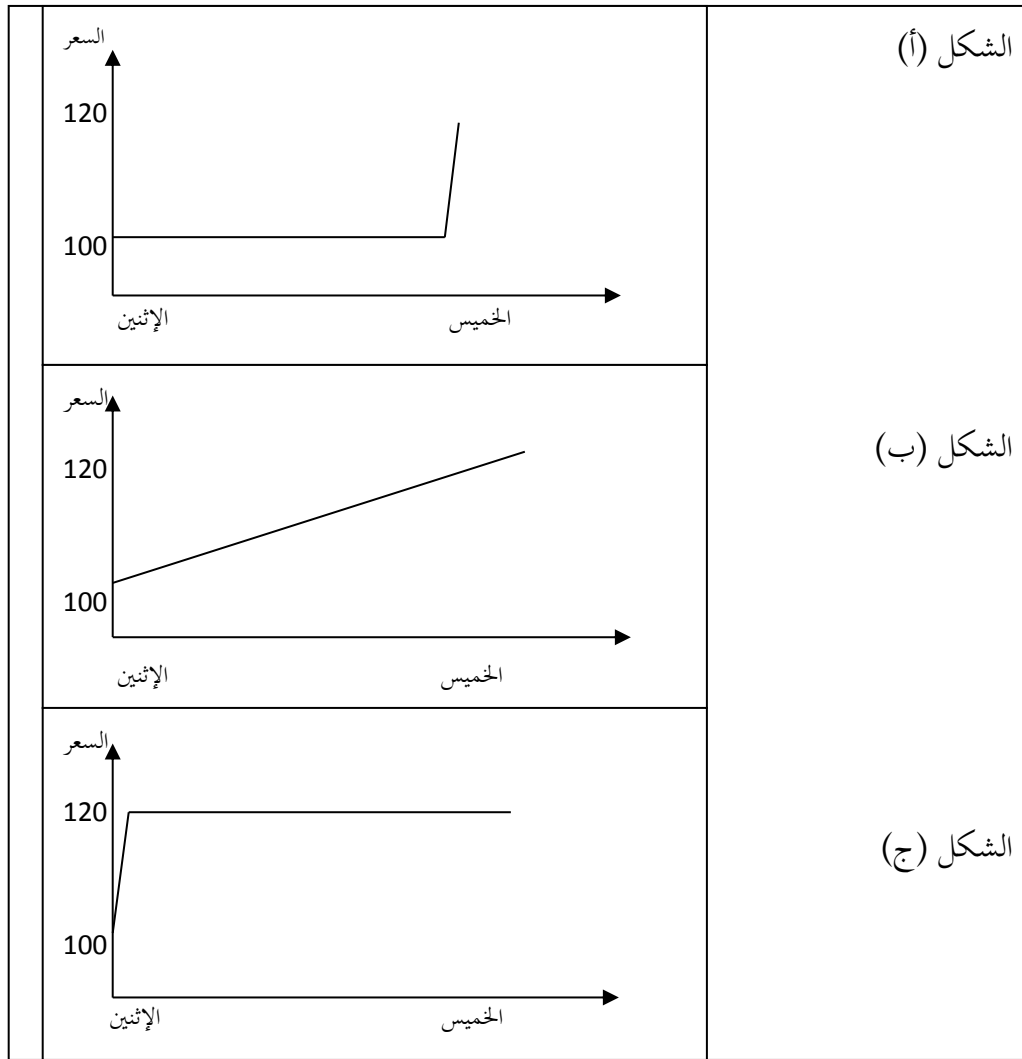
وقدم بريلي ومايرز "Brealy et Myers" عام 1988 حوارا منطقيا لحركة الأسعار في السوق الكفاء، ففي ذلك السوق تعكس الأسعار الحالية المعلومات المتاحة ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا بورود معلومات جديدة ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذ كان

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص ص 515 - 516.
² غراية زهير، "إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاخب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2012، ص 100.

من الممكن التنبؤ بها مقدما، فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتمادا على طبيعة المعلومة-سارة أو غير سارة -الجديدة التي سترد إلى السوق والتي لا يعلم عنها شيئا؛ ويقدم فرانكس وزملاؤه " Fanks et auteres " مثالا يكشف بطريقة غير مباشرة على أن حركة أسعار الأسهم في السوق لا بد وأن تكون عشوائية ذلك أن التغيرات في أسعار الأسهم اليوم تعكس المعلومات المتاحة عن تلك الأسهم في الغد، أما أسعار الغد فلا يمكن أن يتحدد اتجاهها اليوم بل يتحدد في الغد عندما تصل إلى السوق معلومات جديدة عن يوم بعد غد لا ندري عنها شيئا اليوم، ويقوم المثال على افتراض أن سهم ما يباع في السوق بسعر 100 وحدة نقدية، وذلك عندما وصلت معلومات يوم الاثنين تحمل في طياته أن السعر سيصل إلى 120 وحدة نقدية في يوم الخميس التالي، وفي ظل هذه المعلومة يمكن افتراضا ثلاثة أنماط للتغير في سعر السهم وهو ما يوضحه الشكل التالي:¹

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 72.

الشكل رقم (II - 2): ثلاثة أنماط بديلة للتغير في سعر السهم



المصدر: منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق، ص 73.

في الشكل (أ) تغير السعر في اللحظة الأخيرة أي يوم الخميس، وفي الشكل (ب) تغير السعر تدريجياً ليصل إلى المستوى المتوقع في يوم الخميس، أما في الشكل (ج) فقد تغير السعر في ذات لحظة وصول المعلومات، من خلال الملاحظة يتم التأييد بأن الشكل ج يتماشى مع المنطق ذلك أن الشككين أوب يفترضان أن السواد الأعظم من المتعاملين في السوق هم من الأغبياء والمغفلين، الذين يمكن أن يقعوا بسهولة ضحية في أيدي المضاربين الذين يكرسون أنفسهم لاغتنام الفرص المتاحة إذ يمكن لهؤلاء المضاربين شراء الأسهم بالأسعار الجارية في يوم الاثنين، وهو يوم وصول

المعلومات أو في أي يوم آخر قبل يوم الخميس يستطيعون فيه شراء تلك السهم، ثم ينتظرون لبيعونها يوم الخميس بالسعر المرتفع، ويحققون من وراء ذلك أرباحاً غير عادية، مثل هذا الموقف لا يمكن أن يتحقق حتى في افتراض غياب المستثمرين، فإن المنافسة بين المضاربين لشراء تلك الأسهم، يتوقع أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار إلى المستوى المتوقع 120 دج، وذلك بعد بضع دقائق من ورود المعلومات الجديدة.

المطلب الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه فتتعدل القيمة السوقية للورقة المالية لتتساوى مع القيمة الحقيقية، وفي هذا الإطار لكفاءة السوق المالي توجد أنواع ومتطلبات.

أولاً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق المالي وهما:¹

1- الكفاءة الكاملة : يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛

¹ مفتاح صالح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010، ص 183.

- تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

- رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2- الكفاءة الاقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

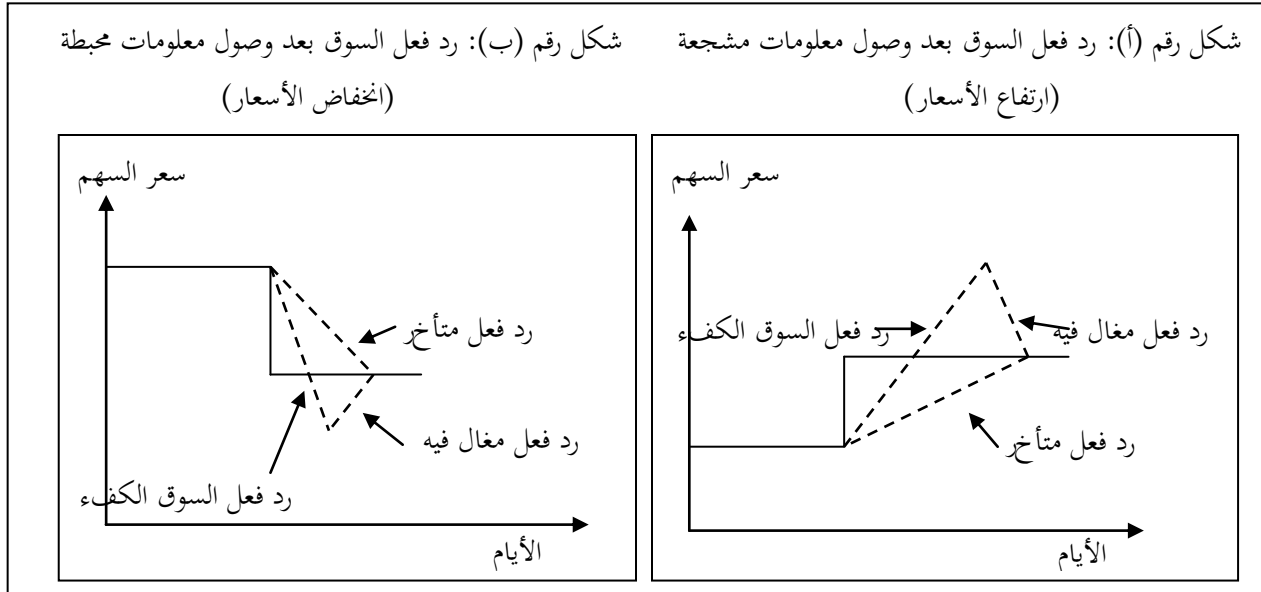
والشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والغير كفاء بناءا على المعلومات الواردة إلى السوق:

- ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية، وهو ما يوضحه الشكل رقم (أ) ؛

- أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلبا في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباحا فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي بعض الأيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق، وهذا ما يبينه الشكل رقم (ب) ؛

- أما حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجيا ؛ الشكليين رقم (أ) و(ب).

شكل رقم (II - 3): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: مفتاح صالح و معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 193.

ثانيا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:¹

-الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم شركة ما فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة

¹ مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 02، الجزائر، العدد 10، ديسمبر 2014، ص: 13.

سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة أمان للمقترضين مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون السعر معقول.

ولكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمات معينة وهي: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل وكفاءة التخصيص.

1- كفاءة التسعير: يطلق على الكفاءة التسعيرية بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة-دون فاصل زمني-بما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في السوق إلا أنه أيضا أمرا غير مستحيل فقد يبنى مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى عدم كفاءة السوق وإنما إلى جهل المستثمر أو كسله.¹

2- كفاءة التشغيل: يطلق عليها بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو فإن

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2009، ص 501.

كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.¹

ولتكون الأسواق المالية كفأة تشغيلياً يقتضي:²

- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم؛
- لا بد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

3- كفاءة التخصيص: تتحقق الكفاءة التخصيصية في الأسواق المالية عندما يتم توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بالمراكز المالية القوية وغيرها من الوحدات الاقتصادية ذات الأداء الجيد، ويتسع مفهوم الكفاءة التخصيصية ليشمل كذلك قدرة المدخرين على شراء الأوراق المالية التي تناسب تفضيلاتهم الاستثمارية.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 180.

² غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 72.

وفيما يتعلق بمستويات العائد ودرجة المخاطرة حيث توفر السوق التي تتصف بالكفاءة التخصيصية لتلك الفئات فرصة الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية.¹

4- **الكفاءة الهيكلية:** هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذ أن تنويع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة يترتب عنه رفع كفاءة السوق.

5- **الكفاءة التنظيمية:** تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق المالي من خلال العناصر التالية:²

- توفر إطار تنظيمي واضح للسوق: إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم السوق من خلال تحديد السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤون السوق؛
- تنظيم مهمة الوساطة: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصاتهم وتحمل المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات؛
- كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها: إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم توسعه وحجم التداول فيه، وبالتالي تؤدي الخدمة بشكل فعال؛
- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة: إذ لا بد أن تمارس الأجهزة الرقابية المختصة الرقابة باستمرار؛
- يجب أن تلعب مهنة المحاسبة والمراجعة دورها في تحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة؛

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- عماد العاني، "اندماج الأسواق المالية الدولية"، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002، ص 60.
- أميرة حسب الله محمد، "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 65.

² عبدلي حنان، مرجع سبق ذكره، ص 89.

- كما يشترط أن تكون الأسواق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة ويساعدهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة، على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة النظم والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية الأسواق المالية؛
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.
- 6- **الكفاءة الفنية (التقنية):** من أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي:
 - التنوع في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع مما يحقق لأصحاب هذه المحافظ عوائد مقبولة مع توزيع المخاطر؛
 - التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلا إذا كانت تتصف بالحركية الدائمة مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما نلمس ضرورة وجود صناع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية؛
 - العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركة، بالإضافة إلى تقادي الخضوع لمطامع الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

- اتضح أن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة وبالتالي فإن السوق قد تكون كفأة بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفء بالنسبة لنظام آخر، لذلك قام الباحثون مثل "Fama, 1970" بتقسيم

كفاءة السوق المالي إلى ثلاث صيغ مختلفة والتي تتمثل في ثلاث هي الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق و الصيغة المتوسطة و الصيغة القوية.

أولاً: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار.¹

وفي هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تتجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار.² كما أن فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية ترفض فلسفة التحليل الفني التي ترى بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتماداً على التغيرات الماضية في سعر السهم.³

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وئاق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 217-218.

² عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005، ص 157.

³ محمد نعيم الحلو، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية-دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2008)، -، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 26.

ثانيا: الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية

يشير هذا الشكل إلى أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار تلك الأوراق المالية، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور في زمن معين، والتي تشمل التقارير المالية المنشورة، المعلومات المتعلقة بإصدار أسهم جديدة توزيعات الأرباح أو أي معلومات أخرى تتعلق بالاقتصاد ككل أو بظروف الصناعة أو الشركة نفسها، بحيث تؤدي سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة إلى صعوبة تحقيق أي مستثمر لعائد متميز على حساب الآخرين، ويعتبر هذا الشكل أكثر المستويات اتفاقا مع الاستخدامات المحاسبية لأن المعلومات المحاسبية تمثل جزءا هاما من المعلومات العامة المتاحة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وقد أجريت العديد من الدراسات العلمية لاختبار مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية لأي معلومات جديدة مثل الأرباح والتوزيعات، الاعلان عن اتباع أساليب جديدة عند إعداد التقارير المالية أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة.¹

ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقضي فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق بأن دائرة المعلومات في هذه الصيغة تكون أوسع ما يمكن فبالإضافة إلى المعلومات العامة تشمل على المعلومات الخاصة التي لا تكون في متناول عموم المستثمرين بل لا يصل إليها إلا من كان داخل السوق وبالتالي تكون الأسعار تعكس كل هذه المعلومات الخاصة والعامة.²

وفي حدود هذا المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، بيد أنه في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك

¹ حكيمة بوسلمة، "اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان

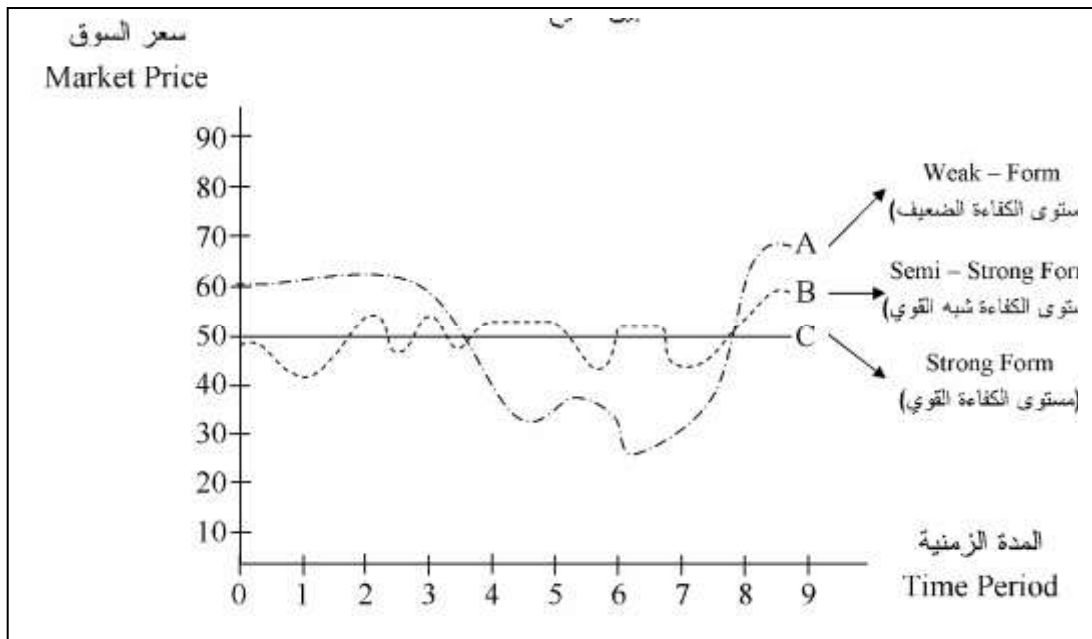
المالي"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 5، ديسمبر 2016، ص 39.

² سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره، ص 134.

الفرض إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.¹

والشكل التالي يوضح العلاقة بين المستويات الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية:

الشكل رقم (II - 4): العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية



Source: Francis Clarch, "**Management Of Investment** ", McGraw, JAPAN, 1983, P :465.

يتضح من الشكل أعلاه أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤاً بالمستوى شبه القوي لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى الضعيف أولاً ولكي يكون كفؤاً بالمستوى القوي لا بد أن يكون كفؤاً بالمستوى شبه القوي والضعيف، فالمنحنى A يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق -

¹ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص 63.

القيمة السوقية- وقيمتها الحقيقية في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق -القيمة السوقية- وقيمتها الحقيقية (تباين صغير/المستوى شبه منحرف)، ففي حين يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساويا للصفر فإن السوق المالية يكون كفؤا بقوة، أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر، طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم.

والجدول التالي يوضح الفكرة أكثر حول أسس تقسيمات أشكال كفاءة الأسواق المالية:

الجدول رقم (II - 1): أسس تقسيمات أشكال كفاءة الأسواق المالية

داخلية	حالية	تاريخية	
		×	الصيغة الضعيفة
	×	×	الصيغة المتوسطة
×	×	×	الصيغة القوية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعلومات السابقة.

المبحث الثالث: العلاقة بين حوكمة الشركات، المعلومات وكفاءة سوق

الأوراق المالية

تعد حوكمة الشركات من الأدوات الفعالة لتشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية وذلك لأثرها على أسعار الأوراق المالية، حيث يؤدي اعتماد سوق الأوراق المالية على الحوكمة في توفير احتياجات المستخدمين من المعلومات إلى زيادة قدرة هذه السوق على ضبط أسعار الأوراق المالية والوصول إلى ما يسمى بالقيمة العادلة لها، وذلك من خلال مساهمة الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية عن طريق تعزيز مبادئ الإفصاح والشفافية.

المطلب الأول: جودة المعلومات المحاسبية، الإفصاح والشفافية.

من خلال هذا المطلب سنحاول ابراز العلاقة التي تربط كفاءة سوق الأوراق المالية بجودة المعلومات المحاسبية وما مدى تأثير الافصاح والشفافية عليها.

أولاً-جودة المعلومات المحاسبية:

1- تعريف جودة المعلومات المحاسبية:

المعلومات المحاسبية: "هي ناتج نظام المعلومات المحاسبي الذي يتم تغذيته من البيانات من خلال تسجيلها ومعالجتها وإخراجها في شكل قوائم مالية، تكون الغاية منها بمثابة المحرك للإدارة لاستخدامها في إدارة مشاريعها، كما تتوقف فعالية الإدارة على مدى توفير هذه المعلومات المحاسبية اللازمة للتخطيط والتوجيه والرقابة".¹

بينما تعني جودة المعلومات المحاسبية ما تتمتع به هذه المعلومات من مصداقية وما تحققه من منفعة للمستخدمين، وأن تخلو من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير بما يساعد على تحقيق الهدف من استخدامها".²

وبالتالي فإن جودة المعلومات: هي تلك الخصائص التي يجب أن تتسم بها المعلومات المحاسبية المفيدة، والمعبّر عنها بالفائدة المرجوة من إعداد التقارير المالية في تقييم نوعية المعلومات التي تنتج عن تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية البديلة.

¹نمر محمد الخطيب وصديقي فؤاد، "مدى انعكاس الإصلاح المحاسبي على جودة المعلومة المحاسبية والمالية-تجربة الجزائر(النظام المحاسبي المالي)"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر جامعة ورقلة، 29 و 30 نوفمبر 2011، ص 2.

²جمام محمود، "تأثير جودة المعلومات المحاسبية على اتخاذ القرارات الاستثمارية - دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية قسنطينة الجزائر-"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 47، 2016، ص 87.

2- خصائص جودة المعلومات المحاسبية: أشارت هيئة معايير المحاسبة المالية إلى أن الملائمة

والمصادقية هما الخاصيتين الأساسيتين اللتان تجعلان المعلومات المحاسبية مفيدة لاتخاذ

القرارات، بالإضافة إلى بعض الخصائص الثانوية والمتمثلة عموماً في ما يلي:¹

2-1- الملائمة: لتكون المعلومات مفيدة يجب أن تكون ملائمة لاحتياجات متخذي القرار وتمتلك

المعلومات خاصية الملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم

الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية أو تأكيد أو تصحيح تقييماتهم الماضية، كما تتسم الملائمة

بالخصائص الفرعية التالية:

- **التوقيت المناسب:** يجب توفير المعلومات لمتخذ القرار في الوقت المناسب لأنه لا قيمة

للمعلومات ما لم تصل إلى مستخدميها في الوقت المناسب لتمكنه من اتخاذ القرار السليم؛

- **القدرة التنبؤية:** وتعني توفير المعلومات التي تساعد مستخدميها على التنبؤ المستقبلي وتقليل

درجة المخاطرة وعدم التأكد، والمساهمة في إعداد الخطط ورسم السياسات المستقبلية؛

- **التغذية العكسية:** أن يكون للمعلومات قدرة على تزويد المستخدمين لها بإجراء مقارنات عن

أحداث ماضية للتحقق من صحة التنبؤات وإجراء المقارنات بين التنفيذ الفعلي والمخطط لاتخاذ

القرارات المناسبة بشأن الانحرافات وتصحيحها.

2-2- الموثوقية: ويقصد بها خاصية المعلومات في التأكيد بأن المعلومات خالية من الأخطاء

والتحيز بدرجة معقولة وأنها تمثل بصدق ما تزعم تمثيله، إذن خاصية الموثوقية تتعلق بأمانة

المعلومات وإمكانية الاعتماد عليها وتتكون هذه الخاصية من ثلاث خصائص فرعية هي:²

¹ عبد الناصر عبد الله خطاب، "أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة ميدانية بالتطبيق

على بورصة عمان للأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة حلب، 2012، ص 71.

² رضوان حلوة حنان، "مدخل النظرية المحاسبية -الاطار الفكري، التطبيقات العلمية-"، الطبعة الثانية، دار وائل

للنشر، الأردن، 2009، ص 56.

- **القابلية للتحقق (الموضوعية):** وتعني القدرة على الوصول إلى نفس النتائج من قبل القائمين بالقياس المحاسبي إذا ما تم استخدام نفس طرق القياس؛

- **الصدق في التعبير:** تعني تمثيل المعلومات المحاسبية للواقع العملي الذي يعكس الأحداث الاقتصادية والمعاملات المالية التي تمارسها الوحدة المحاسبية، أي تمثيل التقارير المالية بصدق مضمونها (جوهرها)، وليس مجرد تمثيل شكلها فقط (تغليب الشكل على الجوهر)؛

- **الحياد:** تتوافر للمعلومات المحاسبية خاصية الحياد إذا كانت تخلو من أي تحيز عن طريق قياس النتائج أو عرضها بطريقة لا تغلب مصالح فئة معينة من فئات مستخدمي القوائم المالية على حساب غيرها من المستخدمين الآخرين.

2-3- القابلية للمقارنة: حتى تكون الأرقام والبيانات التي تصور أداء المؤسسات ذات أهمية في اتخاذ القرار بالنسبة للشركة الواحدة على مدار عدد من السنوات المتعاقبة يجب أن تكون قابلة للمقارنة سواء بالنسبة للشركة الواحدة أو الشركات المختلفة التي تعمل في نفس الصناعة في سنة مالية معينة؛¹

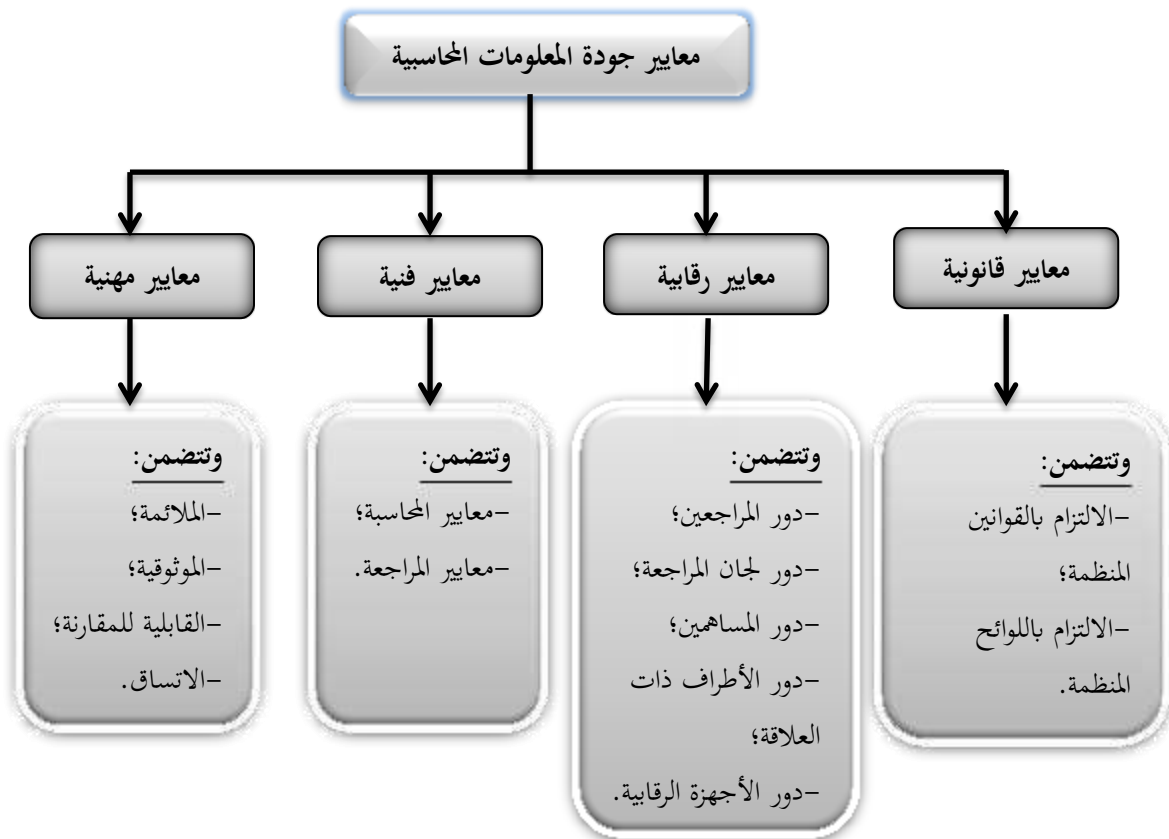
2-4- الاتساق: يقصد به الثبات والانتظام والتوافق في تطبيق الاجراءات والقواعد المحاسبية من فترة إلى أخرى داخل الوحدة الاقتصادية، أي يمكن تحقيق المطابقة في تطبيق نفس المعايير المحاسبية على أحداث مماثلة في فترات مختلفة، ولكن هذا لا يعني أن المؤسسة لا يمكنها تغيير المعايير المحاسبية المستخدمة في ظل وجود ظروف تثبت أن الطريقة الجديدة تعتبر أفضل من

¹ محمد محمود عبد ربه محمد، "طريقك إلى البورصة...مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم كل الاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص135.

السابقة يتعين الإفصاح عن طبيعة ذلك وأثر التغير المحاسبي ومبررات إجرائه في الفترة التي حدث فيها ذلك التغير.¹

وفي ضوء مفهوم جودة المعلومات المحاسبية وخصائصها نجد أن لها عدة معايير من أجل تحقيق جودتها نجلها في الشكل التالي:

الشكل رقم (II-5): معايير جودة المعلومات المحاسبية.



المصدر: عبد الناصر عبد الله خطاب، "أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية -

دراسة ميدانية بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 74.

¹ Ahmed M.Obaidat, **Accounting Information Qualitative characteristics Gap: Evidence From Jordan**, international management review, vol.3. N°2, 2007, P 28.

ثانيا - مفهوم الإفصاح

1- تعريف الإفصاح: يعني الإفصاح ضمناً إعلام متخذي القرارات بالمعلومات الهامة بهدف ترشيد عملية اتخاذ القرار والاستفادة من استخدام الموارد بكفاءة وفعالية، ويختص الإفصاح بالمعلومات سواء تلك التي في القوائم المالية ذاتها أو في الأساليب المكملة الأخرى لتقديم المعلومات المالية.

ويعد الإفصاح عموماً في إعداد التقارير المالية عن المعلومات الضرورية التي تكفل الأداء الأمثل لأسواق رأس المال الكفاء ويتعين الإفصاح عن المعلومات إذا كان من شأنه إغفالها تشويه مغزى ما تقدمه للمستفيدين والمستخدمين للتقارير المالية والإفصاح يعني عرض للمعلومات الهامة للطوائف المستفيدة كالمستثمرين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المنشأة على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرته على سداد التزاماتها والإفصاح له منفعة نسبية لدى المستثمرين الدائنين وله أيضاً منفعة نسبية للطوائف الأخرى المستفيدة من التقارير المالية مثل العاملين والعملاء والجمهور العام.¹

2- أنواع الإفصاح: يمكن تقسيم الإفصاح إلى عدة أنواع وهي:²

1-2- الإفصاح الكافي: ويقصد به توفير الحد الأدنى من المعلومات التي يطلبها مستخدمو القوائم المالية وبما أن المستثمر من أهم فئات مستخدمي البيانات المالية فإن الإفصاح يكون

¹ صديقي مسعود ودريس خالد، دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الاستثمار، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.

² بن عيشي عمار وعمرى سلمى، تطبيق قواعد الحوكمة وأثره على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية حالة ولاية بسكرة، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.

كافيا عند توفر المعلومات الضرورية لقرارات الاستثمار وتشكل المعلومات اللازمة لقرار الاستثمار الحد الأدنى الذي من المفروض أن تؤمنه التقارير المالية؛

2-2- الإفصاح العادل: يرتبط هذا المستوى بالنواحي الأخلاقية والأدبية عند نشر المعلومات ويكون الإفصاح عادلا عند معاملة كافة فئات مستخدمي البيانات المالية الخارجية بصورة متماثلة ومتساوية مما يعني تزويدهم بنفس كمية المعلومات وفي نفس الوقت؛

2-3- الإفصاح التام: يرتبط هذا النوع من الإفصاح بنشر جميع المعلومات الملائمة لمستخدمي التقارير المالية وقد يترتب على هذا الإفصاح العديد من السلبيات التي قد تؤثر على المنشأة ومساهميها.

ثالثا - الشفافية:

1- تعريف الشفافية: يقصد بالشفافية تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث بما يضمن تحقيق الثقة والنزاهة والموضوعية في إجراءات إدارة الشركة كما تضمن الإفصاح السليم وفي الوقت المناسب عن الموضوعات المهمة وتؤمن هذه الخاصية توصيل معلومات محاسبية وإفصاحا ماليا وغير مالي وأن تكون المعلومات صحيحة وواضحة وكاملة إلى كل الأطراف ذات المصلحة.¹

كما يقصد بالشفافية توفير الشركة للبيانات المالية وغير المالية بصورة حقيقية عن مركزها المالي وكذلك العمليات الأخرى حتى يمكن توقع نشاطها الحالي والمستقبلي، مع مراعاة حق الشركة

¹مها محمود رمزي ورمزي يحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد 1، دمشق، سوريا، 2008، ص 97.

في حجب البيانات التي من شأنها الاضرار بعملياتها، فالشفافية في الشركات وسوق المال تعني عدم حجب المعلومات وتوصيلها لكل بدقة وفي الوقت المناسب وبالقدر الكافي.¹

وبالتالي يمكن القول أن الشفافية هي عبارة عن إعلان الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام المعلومات للجمهور وللمجتمع المالي المتعلقة بتداول الأوراق المالية والخاصة بأوامر البيع والشراء بهدف توفير التفاعل المطلوب بين عمليتي العرض والطلب لتحديد سعر الورقة المالية وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي يتم إبرامها من حيث كميات وأسعار الأوراق المالية محل هذه الصفقات وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات عنه.

2- **شروط الشفافية:** هناك عدة شروط يجب توافرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية منها:²

- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب حيث ان الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها ويعلن عنها أحيانا فقط لاستيفاء الشكل؛
- أن تتاح الشفافية لكافة الجهات في ذات الوقت ؛
- أن تكون شارحة نفسها بنفسها فما قيمة شفافية غامضة أو غير شفافة فقد تقوم بعض الشركات بنشر قوائمها المالية بالصحف استيفاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود على أنه يجب ملاحظة ألا تخل الشفافية بالمبادئ العامة للحفاظ على بعض المعلومات ذات الصلة بسرية العمل؛

¹ أحمد علي خضر، "الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص53.

² محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العربي الأول حول: متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007، ص 22.

- الشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها وذلك بالطبع في إطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك.

المطلب الثاني: أثر جودة المعلومات، الإفصاح والشفافية على كفاءة سوق الأوراق المالية.

من خلال هذا المطلب سنحاول ابراز العلاقة التي تربط كفاءة سوق الأوراق المالية بجودة المعلومات المحاسبية وما مدى تأثير الإفصاح والشفافية عليها، ويبرز هذا الأثر في النقاط التالية:

أولاً- نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية: في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب على تجميع وتحليل تلك المعلومات للاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. أهمية المعلومة بشكل كبير في السوق الكفاء والتي تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة من العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب والشمول والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي".

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه مجموعة القواعد والاجراءات التي تكفل انسياب المعلومة المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية

فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق.¹

وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية وتعرض في الوقت المناسب وغالبا ما يربط الإفصاح بالمجال المحاسبي ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزمها لوحدة بعرض المعلومات الملائمة عن النشاطات الاقتصادية كافة أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط".

وكنتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:²

- 1- **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها:** كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرارا خاصة من قبل المنافسين أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية والتوقيت والموضوعية؛
- 2- **زمن الإفصاح عن المعلومات:** حتى يكون الإفصاح عن المعلومات فعالا فمن الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قراراتهم لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها ويفترض عرض تلك التقارير في فترات

¹مفتاح صالح و معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 183.

²نفس المرجع، ص 184.

متابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين ؛

3- كيفية الافصاح عن المعلومات: توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل تتمثل

مخرجاته في القوائم المالية الأساسية كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات

النقدية ... إلخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية

هي الوسيلة المستخدمة في التعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

ويعتبر الافصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات

والقوائم المالية والافصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وذلك عن

طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة؛

- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة؛

- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الافصاح والشفافية؛

- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

ثانياً- أثر المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية: تتوقف كفاءة سوق الأوراق

المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتكاليف الحصول

عليها وعدالة فرص الاستفادة بها، وتقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث

تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد

على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد اتضح لنا من التحليل السابق أن

من أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة أن يعكس الأسعار الحقيقة للأسهم وهي الأسعار

التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر

المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضاً على قدرة المستثمرين على فهم وتفسير وتحليل هذه المعلومات، وتنعكس أهمية المعلومات المالية والاقتصادية في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، وتتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة.¹

ويمكن القول بأن المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفاقاً لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ على ضوء المعلومات المالية المنشورة، وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه اتساع حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل ويؤدي ذلك في النهاية إلى حشد المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، وتشير الدراسات في المجال إلى أن أسواق المال التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية.

والمعلومات هي عبارة عن بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية لاسيما في

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون. ص 15.

مجال الاستثمار بالأوراق المالية، وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بسوق الأوراق المالية إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين ، ولذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والميزانيات والقوائم الختامية تمثل المصدر الرئيسي للحكم على المنشآت وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل عليها سواء شراء أو بيعا لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات الختامية للشركات والافصاح عن المعلومات الملائمة والتي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة كبيرة واستخدامها للحكم على درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد المتاحة للاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها كمؤشر للأداء في المستقبل.

ويحتاج المستثمرون إلى المعلومات التي توفرها لهم إدارة المنشأة أو المشروع في شكل تقارير مالية وذلك لتقدير التدفق النقدي الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل سواء في شكل توزيعات للأرباح أو في شكل أرباح رأسمالية، وأيضا لتقدير درجة الخطر المرتبطة بالسهم والتي قد ترجع إلى عوامل ترتبط بالسوق وتسمى في هذه الحالة بالمخاطر المنتظمة أو تلك التي ترجع إلى ظروف الشركة مصدرة الأسهم نفسها وهي المخاطر غير المنتظمة.

وخلاصة ما سبق أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية

السائد حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على العناصر التالية:¹

- أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف "بمعيار

الإفصاح العام" الذي يؤدي إلى توفير قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة

والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛

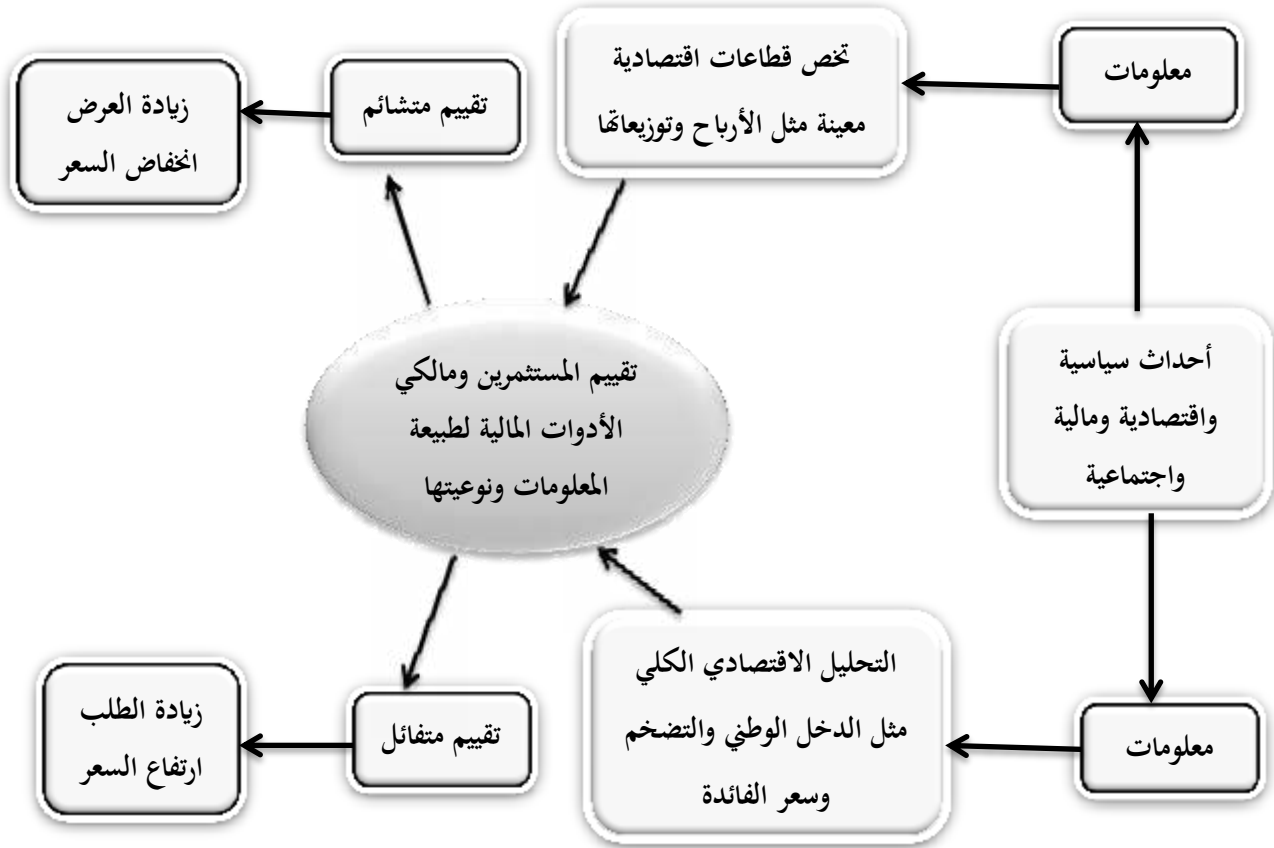
¹ صفوت عبد السلام عوض الله، المرجع السابق، ص 16.

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها؛

- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين وتجدر الإشارة في هذا المجال إلى أنه بالرغم من أهمية المعلومات ودورها في كفاءة سوق الأوراق المالية فإنه لا يجب إغفال سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات لتعبر عن طموحاته ومخاوفه اتجاه تحركات الأسعار مستقبلاً، وعلى هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية في لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر اتجاه ظروف السوق أي (التشاؤم والتفاؤل).

والشكل الموالي يوضح ويلخص دور المعلومات في تسعير الأوراق المالية:

الشكل رقم (II-6): دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية.



المصدر: التميمي أرشد فؤاد وسلامة أسامة عزمي، "الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة"،

الطبعة الأولى، دار المسير، الأردن، 2004، ص 133.

يتضح من الشكل أعلاه أن معرفة المستثمرين بظروف السوق والبيئة الاقتصادية يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار في الأصول المالية والفوائد المتوقعة منها، فإذا كان هناك تفاؤل في السوق بعد تحليل المعلومات الوافدة إلى السوق فإن الأسعار الموجودة في السوق تعكس جدوى الاستثمار في هذه الأوراق مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وترتفع أسعارها، أما إذا كان العكس والتشاؤم هو المسيطر على التوقعات تبعا للمعلومات الواردة للسوق فإن الأسعار في لحظة زمنية معينة تعكس عدم جدوى الاستثمار في هذه الأوراق مما يؤدي إلى طرحها بكميات كبيرة في السوق الأمر الذي سيؤثر سلبا على أسعارها.

المطلب الثالث: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية

لحوكمة الشركات أهمية كبيرة في استقرار سوق الأوراق المالية من خلال محاربة عدم تماثل المعلومات وتعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح في المعلومات وتحقيق توازن المصالح بين إدارة الشركات والمساهمين والدائنين والأطراف الأخرى ذات المصالح.

أولاً- حتمية تطبيق معايير حوكمة الشركات لمحاربة مظاهر التضليل في سوق

الأوراق المالية

أدت الانهيارات المالية لعدد من الشركات الأمريكية سنة 2002 وعلى رأسها كل من شركتي "Enron" و "Worldcom"، إلى مزيد من الاهتمام بمعايير الإفصاح والشفافية، وضمن هذا الإطار فقد صدر تشريع جديد سنة 2002 في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك على إثر الفضيحة المالية لشركة الطاقة "Enron" وسمي هذا التشريع بـ "Sarbanes-Oxley Act"، ويؤكد هذا الأخير على أهمية انتهاج آليات دورية وسريعة لإحداث الإفصاح والشفافية الفعالة، وكذلك أوجد التشريع الجديد لجان مراجعة داخلية تتشكل من أعضاء مستقلين لمتابعة أعمال المراجعة بحيادية تامة، بالإضافة إلى أن التشريع قد أشار إلى أهمية إنشاء جهاز يتابع ويراقب أداء شركات المحاسبة والمراجعة لضمان أداء مهامها بكفاءة، وضمن هذا السياق فقد بينت إحدى الدراسات التي أجريت حول قضية إفلاس شركة الطاقة الأمريكية الضخمة "Enron" وأوضحت الدراسة أسباب انهيار الشركة والتي أدى إفلاسها إلى انهيار كبرى شركات التدقيق في العالم وهي شركة "Arthur

Andersen، وذلك بعد ثبوت تورطها في قضايا التلاعب المالي لشركة **Enron**، وقد خلصت

الدراسة إلى ما يلي:¹

1- لم تكن المشكلة الرئيسية في انهيار الشركتين تتعلق بوجود قصور في معايير المحاسبة، أو

معايير التدقيق بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين؛

2- لقد كانت شركة التدقيق **Arthur Andersen** تقوم بعدة أعمال مزدوجة لشركة **Enron**،

الأمر الذي جعل عملية الانهيار سريعة وهذه مخالفة صريحة؛

3- القصور الواضح من طرف السوق المالي كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة في سوق

الأوراق المالية؛

4- وجود صعوبة كبيرة من قبل المدققين والشركات المدرجة في السوق المالي لتطبيق الحوكمة

بمفهومها الحديث.

وتجدر الإشارة أيضا إلى أن الهدف الأساسي من أنظمة حوكمة الشركات هو الحفاظ على

مصالح المساهمين وكذا الأطراف الأخرى، وكل شركة ملزمة قانونا بالتصريح بكل المعلومات

الضرورية والكافية لكل المتعاملين، إلا أنه عمليا هناك عدة طرق وأساليب يلجأ إليها معدو

وعارضو التقارير والنشرات المالية والمحاسبية، والتي تسمح بالتلاعب في البيانات وتغيير الحقائق

بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرارات المستثمرين، كما أن لكل شركة أسلوبها الخاص في

التلاعب بالبيانات وتمويه جمهور المستثمرين والمتعاملين.

والشكل الموالي يوضح هذه الأساليب:

¹ زايدي عبد السلام وخلف الله كريم، "حوكمة الشركات بين الأسس النظرية وآليات التطبيق مع الإشارة إلى واقع الحوكمة في الجزائر"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

الشكل رقم (II-7) : أدوات إخفاء المعلومات.



المصدر: زايدي عبد السلام وخلف الله كريم، المرجع السابق.

إن توفر نظام قوي لحوكمة الشركات من شأنه أن يحد من هذه الانحرافات المالية الخطيرة ويمنع تكرار الأزمات المالية، ويقلل من محاولات التضليل، لاسيما إمكانية التواطؤ مع مراجعي الحسابات الخارجيين، فالحوكمة تركز على أخلاقيات المهنة وتهدف لتحسين الصورة الذهنية للشركات وكذلك تدعيم مصداقيتها لدى المتعاملين والمستثمرين، بالإضافة إلى توظيف الاعتبارات الأخلاقية وتحسين درجة الوضوح و زيادة مستويات الإفصاح والشفافية.

ثانيا - مساهمة حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات: تلعب حوكمة الشركات دورا

فاعلا في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية وذلك من خلال النقاط التالية:¹

1- المساءلة والرقابة المحاسبية: أشار تقرير لجنة "Cadbury" الصادر عام 1992م في

العنصر الثاني منه، بأن يقوم المساهمون بمساءلة مجلس الإدارة، وكل منهما له دوره في تفعيل تلك المساءلة، فمجلس الإدارة يقوم بدوره في توفير البيانات الجيدة للمساهمين، وعلى المساهمين

¹ محمد أحمد خليل إبراهيم، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية -دراسة نظرية تطبيقية-، على الرابط: islamfin.go-forum.net > الحوكمة (Governance) ، تاريخ الاطلاع: 2016/09/22.

القيام بدورهم في إبداء رغبتهم في ممارسة مسؤوليتهم كمالك، بالإضافة إلى ذلك أشار تقرير بنك كريدي ليونيه في القسم الرابع منه والذي يحمل عنوان المحاسبة عن المسؤولية، بأن دور مجلس الإدارة إشرافي أكثر منه تنفيذي، وإلى قدرة أعضاء مجلس الإدارة على القيام بتدقيق فعال، كما أشار في القسم الخامس منه والذي يحمل عنوان المسؤولية إلى ضرورة وضع آليات تسمح بتوقيع عقاب على الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة إذا لزم الأمر ذلك، كما أن تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصادر عام 1999م، أشار في المبدأ الخاص بمسؤوليات مجلس الإدارة، إلى ضرورة المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وكذلك مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين.

2- الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة: أشار تقرير الحوكمة الأول في مصر الصادر عام 2001م، بأنه من الممارسات السلبية لحوكمة الشركات في الشركات المصرية هو ضعف ممارسة المحاسبة والمراجعة، وأنها في حاجة إلى المزيد من الدعم للوصول إلى الممارسة السليمة، مع إعادة النظر في معايير المحاسبة والمراجعة المطبقة، ولذا فقد تم الأخذ بالكثير من الإجراءات لتيسير تطبيق الحوكمة والتي كان منها إصدار الكثير من معايير المحاسبة المصرية والتي تتسق مع مثيلاتها الدولية، وذلك بصدور القرار الوزاري رقم 345 لسنة 2002م الخاص بإصدار معايير المحاسبة المصرية، كما أن تطبيق الحوكمة يحد من الفلسفة الواقعية واستخدام نظرية الوكالة التي تشجع حركة الإدارة في اختبار السياسة المحاسبية، وبالتالي فالحوكمة تعارض الاتجاه نحو الالتزام بمعايير محاسبية محددة وتساعد في حسم مشكلة إساءة استخدام المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة.

3- دور المراجعة الداخلية: تساعد المراجعة الداخلية بما تقوم به من مساعدة الوحدة الاقتصادية في تحقيق أهدافها وتأكيد فعالية الرقابة الداخلية، والعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة من أجل

إدارة المخاطر والرقابة عليها في عملية حوكمة الشركات من خلال تقييم وتحسين العمليات الداخلية للوحدة الاقتصادية، وكذلك تحقيق الضبط الداخلي نتيجة استقلالها وتبعيتها لرئيس مجلس الإدارة واتصالها برئيس لجنة المراجعة.

4- دور المراجع الخارجي (القانوني، التعاقدية): نتيجة لما يقوم به المراجع الخارجي من إضفاء الثقة والمصادقية على المعلومات المحاسبية، وذلك من خلال قيامه بإبداء رأيه الفني المحايد والمستقل حول مدى عدالة ووضوح القوائم المالية المعدة وفقا للقواعد والمبادئ المحاسبية المعتمدة،¹ التي تعدها الوحدات الاقتصادية من خلال التقرير الذي يقوم بإعداده ومرفق بالقوائم المالية، فإن دور المراجعة الخارجية أصبح جوهري وفعال في مجال حوكمة الشركات لأنه يحد من التعارض بين الملاك وإدارة الوحدة الاقتصادية، كما أنه يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويحد من مشكلة الانحراف الخلقي في المؤسسة.

5- دور لجان المراجعة: أكدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة الشركات، على ضرورة وجود لجان للمراجعة في الوحدات الاقتصادية التي تسعى إلى تطبيق الحوكمة، بل أشارت إلى أن وجود لجان المراجعة يمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة بالوحدة الاقتصادية. وتقوم لجان المراجعة بدور حيوي في ضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الثقة في المعلومات المحاسبية نتيجة لما تقوم به من إشراف على عمليات المراجعة الداخلية والخارجية، علاوة على ذلك يشير البعض: بأن مجرد إعلان الوحدة الاقتصادية عن تشكيل لجنة للمراجعة يكون له أثر على حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية، بجانب ذلك فقد توصلت دراسة "Memullen" والتي تناولت دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم

¹ صباح حسن مجبل، "إمكانية تطوير تأكيدات مراقب الحسابات تجاه تقديرات القيمة العادلة في ظل الظروف عدم التأكد (دراسة استطلاعية)"، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 18، 2015، ص 5.

المالية، إلى أن الوحدات الاقتصادية التي لديها لجان مراجعة قد انخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية، بجانب زيادة درجة الثقة في معلومات القوائم المالية وخاصة الوحدات الاقتصادية المقيدة أسهمها في سوق الأوراق المالية.

6- تحقيق الإفصاح والشفافية: يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات، لذا لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية خاصة وأنهما من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة، ويمثلان أحد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية المختلفة، لذا فإن مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها OECD وتم تعديلها في 12 أبريل 2004 م ترى أن إطار الحوكمة يجب أن يتضمن الإفصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالوحدات الاقتصادية وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والأداء المالي والتشغيلي والنقدي لها والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العالية.

7- إدارة الأرباح: تمارس إدارة بعض الوحدات الاقتصادية سياسة إدارة الأرباح لتحقيق الكثير من الأهداف مثل الوصول إلى مستوى التنبؤات التي سبق الإعلان عنها، أو تجنب الإعلان عن الأرباح أو الخسائر أو للحصول على بعض المزايا المرتبطة بالأرباح المرتفعة مثل المكافآت والعمولات، وبالتالي فإن عملية إدارة الربح تعني قيام الإدارة بالتأثير على أو التلاعب في البيانات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية، بصرف النظر عن الهدف من ذلك، ونظرا للأثر الفعال لإدارة الربح على البيانات المحاسبية فقد تناولتها الكثير من الدراسات مثل: (DeGeorge -1999 , 2000 Plummer and David , 1999 Healy and Wahlen) ولكن في ظل تطبيق حوكمة الشركات والحد من سلطة الإدارة وإتاحة الفرصة للأطراف الأخرى لحماية حقوقها مع وجود

الضوابط المختلفة، فإن إدارة الأرباح تصبح لا وجود لها، لذا أشارت نتائج إحدى الدراسات والتي تناولت أثر متغير الحوكمة على ممارسة إدارة الوحدات الاقتصادية لسياسة إدارة الأرباح، بأن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة وكذلك خبرتهم المالية، وكذلك عدد الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة، وبين ممارسة الشركة لإدارة الأرباح، وبذلك يمكن القول أن دور حوكمة الشركات في الحد من سلطة الإدارة في عملية إدارة الأرباح ينعكس بالإيجاب على تحقيق جودة المعلومات المحاسبية.

8- تقويم أداء الوحدات الاقتصادية: إن من أهمية حوكمة الشركات دورها في زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية وتدعيم قدرتها التنافسية بالأسواق، مما يساعدها على التوسع والنمو ويجعلها قادرة على إيجاد فرص عمل جديدة، كما أن من المعايير الرئيسية لحوكمة الشركات هو تحقيق فاعلية وكفاءة الأداء المؤسسات وحماية أصولها وبذلك نرى أن الالتزام بتطبيق الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات ينعكس بشكل جيد على أداء المؤسسات، أي أن تطبيق الحوكمة يساعد على إيجاد مفهوم ومقاييس شاملة لأداء المؤسسات مما يدعم من قدراتها على الاستمرار والنمو ويحقق مصالح الفئات المختلفة المتعاملة معها، خاصة وأن مفهوم حوكمة الشركات يحمل في مضمونه بعدين أساسيين هما:

- **البعد الأول:** الالتزام بالمتطلبات القانونية والإدارية وغيرها.

- **البعد الثاني:** الأداء بما يحمله من استغلال للفرص المتاحة للارتقاء بالوحدة الاقتصادية ككل.

في ضوء طبيعة الأبعاد المحاسبية السابقة لعملية حوكمة الشركات وانعكاساتها على المعلومات المحاسبية نستطيع استنتاج أن الأبعاد المحاسبية لعملية الحوكمة تغطي ثلاثة مراحل من العمل المحاسبي وهي:

- مرحلة الرقابة علي العمل المحاسبي: وتشمل نوعين من الرقابة أحدهما : الرقابة القبلية والآخر الرقابة البعدية للعمل المحاسبي.

- مرحلة الممارسة الفعلية للعمل المحاسبي: بداية من الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية وتقويم ومتابعة الأداء وإدارة الأرباح، وانتهاء بالإفصاح عن نتيجة هذه الممارسة في شكل تقارير وقوائم مالية.

- مرحلة ما بعد الممارسة الفعلية: وتشمل أدوار كل من لجان المراجعة و المراجعة الخارجية وما تحققة من إضفاء الثقة والمصادقية في المعلومات المحاسبية المفصح عنها.

إن إنتاج المعلومات المحاسبية ذات الاستخدامات المتعددة من الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالوحدة الاقتصادية يمكن من المحافظة على حقوق هؤلاء الأطراف اتجاه الوحدة الاقتصادية، لذا تصبح هذه المعلومات من الأهمية لدرجة أن تعد بمستوى شامل من الجودة بحيث يمكن الاعتماد عليها، وفي ذات الوقت تعكس ثقة الأطراف الأخرى في الوحدة الاقتصادية وإدارتها وتزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الثاني:

نخلص من خلال هذا الفصل إلى:

- لسوق الأوراق المالية مقدرة على توفير التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية من خلال قيامها بتجميع وتوجيه المدخرات، الأمر الذي جعل سوق الأوراق المالية تكتسي أهمية بالغة وتمثل ضرورة من ضروريات الحياة الاقتصادية، فهي تمثل المكان الذي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية بيعا وشراء عن طريق التقاء الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، والوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (المقرضين) من أجل التمويل والاستثمار؛
- ازداد الاهتمام بكفاءة سوق الأوراق المالية نظرا لأنها تمثل الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، وتعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية من أهم مؤشرات نجاح وقوة الأسواق لأنها تعكس الأسعار العادلة للأوراق المالية وفقا لاستجابتها لأي معلومات جديدة، ونتيجة اختلاف نوعية المعلومات نجد أن كفاءة سوق الأوراق المالية تقسم إلى ثلاث مستويات: المستوى الضعيف، المتوسط والقوي؛
- تلعب حوكمة الشركات دورا فاعلا في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية من خلال توفر نظام قوي لحوكمة الشركات يعمل على الحد من الانحرافات المالية الخطيرة ويمنع تكرار الأزمات المالية، ويقلل من محاولات التضليل، لاسيما إمكانية التواطؤ مع مراجعي الحسابات الخارجيين، بالإضافة إلى توظيف الاعتبارات الأخلاقية وتحسين درجة الوضوح و زيادة مستويات الإفصاح والشفافية.

الفصل الثالث: أهمية تحليل عناصر

حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق

الأوراق المالية

تمهيد:

يتفق الكثير من المختصين في دراسة أسواق الأوراق المالية على وجود علاقة وثيقة بين تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تعزيز الثقة في المعلومات المحاسبية التي يمكن الوثوق بها والاعتماد عليها من قبل المستثمرين الحاليين والمرتبين من أجل تحسين الكفاءة والفعالية في السوق وذلك نظرا لزيادة جاذبية أصولها المالية وتنشيط حركة التداول بغية الوصول على إلى السعر العادل من خلال المعلومات المتاحة الخاصة بالشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة.

وسنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط ما ذكرناه سابقا وهو دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية على كل من سوق مصر والامارات للأوراق المالية واللذان تعتبران من الأسواق المالية الناشئة، بحيث خطت كل منهما خطوات مهمة وإيجابية في سبيل رفع أداء السوق والوصول إلى مستوى الكفاءة المنشود، من خلال التركيز على إلزام الشركات المدرجة بأسواقها على تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة، وسنبين هذا من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: انعكاس مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في سوق مصر للأوراق المالية؛

المبحث الثالث: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في سوق الامارات للأوراق المالية.

المبحث الأول: انعكاس مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق

المالية

أصبحت حوكمة الشركات أحد الدعائم المساعدة على رفع كفاءة السوق المالي لما لها من ارتباط بينها وبين أداء الأوراق المالية في السوق المالي وانعكاسها على فعالية وكفاءة الأسواق المالي، وبالتالي فإن وجود هذه الآلية لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية خلال استخدام قواعدها المحددة لأنها تعد ذات أهمية كبيرة في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وتؤدي في النهاية إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم، حيث أنه في السوق الكفوء يتم تسعير الأسهم في ضوء المعلومات المتاحة

المطلب الأول: علاقة حوكمة الشركات بسوق الأوراق المالية

نظريا يمكن إثبات تلك العلاقة بالرجوع إلى نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في بلوغ السعر العادل للسهم، والاسترشاد بالأسباب والاستشهاد بالظواهر التي تؤيد علاقة حوكمة الشركات بأسعار الأسهم.

أولاً- نظرية كفاءة السوق واستقرار أسواق الأوراق المالية: تعتمد هذه النظرية على ما يلي:

- يستجيب المستثمرون لأي معلومات جديدة تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى ذلك فإن أي معلومات حتى ولو كانت في الايضاحات سوف ينعكس أثرها على أسعار الأسهم؛
- أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة، وأن التقارير المحاسبية تمثل جزءا من هذه المعلومات؛
- لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق مكاسب غير عادية على الأسهم؛

كما أن فرض كفاءة السوق ما هو إلا تطبيق لشرط توازن السوق والذي يتحقق عند مستوى صفر أرباح، فالمتعاملون في حالة تنافس للحصول على المعلومات سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية، كما يلاحظ أن فرض كفاءة السوق يهتم بكفاءة إنتاج واستخدام المعلومات وأثر ذلك على أسعار الأسهم.

بالإضافة إلى أن الأسعار التي يحددها الشكل القوي لكفاءة السوق تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة أي أن القيمة الحقيقية تعكسها القيمة العادلة للسهم.

وسعر السهم في السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات عن الشركة التي أصدرت السهم، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمته الحقيقية، وتتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكنت هذه الأخيرة من القضاء على أية درجة من عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين إما عن طريق القضاء على مسبباتها أو استخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة.

كما استخلص (Diamond2) من إحدى دراساته حول كفاءة سوق المال أن الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل عدم تماثل المعلومات ويقلل صناع السوق ويزيد من أسعار الأسهم وتقل التقلبات السعرية.¹

¹ مداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 125.

ثانياً: أسباب ارتباط حوكمة الشركات بأداء الأسهم

هناك مجموعة من الأسباب التي تجعل هناك ارتباط وثيق بين حوكمة الشركات ومستوى

أسعار الأسهم في السوق المالي نذكر منها:¹

1- أحد الأسباب الرئيسية هو أن نوعية المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين تعكس جودة

الحوكمة حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية - أحد مبادئ حوكمة الشركات- والذي يتضمن:

- الإفصاح عن الأهداف المالية وبيان نسب العائد على حقوق الملكية ونسب القيمة

الاقتصادية المضافة لمدة ثلاث وخمس سنوات؛

- نشر التقرير السنوي في وقت مناسب وفي موعده؛

- نشر القوائم المالية ونصف السنوية في وقت مناسب وفي موعدها؛

- نشر القوائم ربع السنوية في موعدها؛

- الإفصاح الفوري عن النتائج بدون أي تسريب قبل الإعلان؛

- تقديم الحسابات طبقاً لمبادئ المحاسبة العامة المقبولة دولياً؛

- الإفصاح الفوري عن المعلومات السوقية الحساسة؛

- توفير إمكانية وصول المستثمرين للإدارة العليا.

2- السبب الثاني هو أن حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية

تتأكد من أن ارتفاع مستوى حوكمة المؤسسة هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر :

- أمار جيل، "حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي"، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص: 64.

- عرابية الحاج وزغودة تير، "حوكمة الشركات كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013، ص: 704.

العكس الإدارة غير الواعية تسعى دائما للحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة مما يؤثر على أداء سعر السهم.

3- السبب الثالث هو أن حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية مما يؤدي إلى الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.

4- السبب الرابع أن هناك علاقة ارتباط طردية بين درجة حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية.

وعلى ذلك يمكن القول أنه نتيجة للحوكمة فإن أسعار الأسهم تتحدد بشكل أكثر كفاءة نتيجة لتضييق عمليات المضاربة وتصبح العمليات اليومية أكثر سرعة وأكثر اتصافا بالصفة الاقتصادية.

المطلب الثاني: دور آليات حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

أثبتنا فيما سبق العلاقة الطردية بين حوكمة الشركات كمتغير مستقل واستقرار سوق الأوراق المالية (استقرار أسعار الأسهم عند السعر العادل) كمتغير تابع وعلى ضوء ذلك فإن هذه العلاقة

سوف تأخذ الشكل الرياضي التالي:¹

$$SMB = f (VG)$$

حيث:

SMB: La stabilité du marché boursier: استقرار سوق الأوراق المالية؛

VG: Variables de gouvernance: متغيرات الحوكمة، وتشمل ما يلي:

- الشفافية والافصاح؛

- المعاملة العادلة (المتكافئة) للمساهمين؛

¹مداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

- العلاقة بين أصحاب المصالح؛

- حقوق المساهمين؛

- مسؤوليات مجلس الإدارة.

أولاً- دور تطبيق وجود اطر فعالة لحوكمة الشركات في ضمان كفاءة وشفافية وفعالية الأسواق:

ينص هذا المبدأ على ضرورة توفير الأسس اللازمة لتفعيل اطار حوكمة الشركات من أجل رفع مستوى الشفافية، وأن يتوافق هيكل الحوكمة مع الاطار القانوني ويحدد بطاقة مسؤوليات الهيئات المختلفة المسؤولة عن الاشراف والرقابة حيث أن تحديد مسؤوليات السلطات التنظيمية والتنفيذية في الشركة يسهل تحقق الشفافية ويزيد من فعالية السوق المالي في ظلها، وهذا ما يؤكد وجود علاقة طردية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة السوق المالية.¹

ثانياً- دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة علي تفعيل كفاءة السوق المالي:

يكمن دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة في الإسهام في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة الأمر الذي سوف ينعكس على تحسين أداء الشركات وتدعيم قدرتها التنافسية، وهو ما يعمل على تفعيل كفاءة السوق المالي، وهذا من منطلق العديد من الأسباب أبرزها:²

- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات

كافة أصحاب المصالح؛

- يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة وأن يجري

ذلك على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية؛

¹شارفي سامية، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

²أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، جانفي 2008، ص 13.

- إن نقطة البداية للنهوض بالشركة هو قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجية واضحة المعالم
تعكس خطط التوسع لأنشطة الشركة خاصة فيما يتعلق بالاندماج أو عمليات الاستحواذ أو
بيع حصة لمستثمر رئيسي؛

- يتم تعيين عدد من الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتميزون بالحياد والاستقلال ويحققون
التوازن داخل مجلس الإدارة خاصة فيما يتعلق بالرقابة على حالات تعارض المصالح؛
- مراعاة عدم المغالاة في الأجور والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين
التنفيذيين، وهذه نقطة هامة حيث أكدت الأزمة المالية العالمية التي انطلقت من الولايات
المتحدة الأمريكية سنة 2008 أن المغالاة في مرتبات أعضاء مجالس إدارات الشركات
والبنوك كانت ضمن الأسباب الأساسية للأزمة المالية، كما أن اجتماعات مجموعة دول
العشرين قد أكدت على هذا الأمر؛

- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية حتى يمكن ضمان سلامة التقارير المالية
والمحاسبية للشركة بما يعمل على دعم توجه واستقرار نشاط الشركات ودرء حدوث انهيارات
بالأسواق المالية المحلية أو الدولية على حد سواء.

ثالثاً- دور تطبيق مبدأ حفظ حقوق جميع المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية
طبقاً للمبادئ التي أقرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) يجب على الشركات في
سوق الأوراق المالية اتخاذ الإجراءات التي تضمن الحفاظ على حقوق المساهمين والمتمثلة في:¹
- تأمين أساليب تسجل الملكية؛

¹كمال الدين مصطفى الدهراوي، "العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم -
دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة-"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة
المنصورة، العدد الرابع، 1995، ص65.

- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة؛
- المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين وفي انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
- الحصول على حصص من أرباح الشركة.

إن حفظ حقوق جميع المساهمين كحق التصويت والحصول على الأرباح تبث الطمأنينة في نفوس المستثمرين في السوق المالي الحاليين والذين يريدون دخول ذلك السوق وابتياح أسهم تلك الشركة، حيث يضمن لهم تحقق عائد مناسب لاستثماراتهم، وبالتالي سيرفع من القيمة المالية لأسهم الشركة نظرا لارتفاع الطلب على أسهمها مما يدعم مركزها التنافسي في السوق المالي، كما أن هذا المبدأ هو ضمان وكفالة للحقوق الأساسية لحملة الأسهم، مثل المشاركة في الحصول على حق الأسهم في أرباح الشركة، وكذلك حق التصويت في الجمعية العامة، الأمر الذي ينعكس على تعزيز مشاركة العديد من المساهمين في ضخ أموال جديدة في السوق المالي الشيء الذي يؤدي إلى تفعيل كفاءة السوق المالي ويدفع المستثمرين للإستثمار بذلك السوق، فيؤثر ذلك على القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم وقيم التداول وهي إحدى المقاييس الموضوعية للحكم على مدى كفاءة السوق المالي.

رابعا- دور تطبيق مبدأ المساواة بين جميع المساهمين في تفعيل كفاءة السوق المالي

إن تطبيق مبدأ المساواة بين حملة الأسهم سواء كانوا وطنيين أو أجانب، من حيث التصويت في الجمعية العامة بالإضافة إلى حقهم في الإطلاع ومعرفة كل ما يتعلق بالمعاملات في المعاملة لكافة المساهمين دون تفرقة بين حائزي نسبة كبيرة من الأسهم وحائزي أقلية الأسهم، وذلك من خلال إتاحة المعلومات لكافة فئات المستثمرين في نفس الوقت وبأقل تكلفة، وبالتالي تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة، وبالتالي فإن أثر هذه المعاملة العادلة لحملة الأسهم تحد من إمكانية تحقيق البعض لأرباح على حساب المساهمين الصغار.

كما أن أنواع المعلومات المتاحة لكافة المساهمين تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالي سواء كانت معلومات تاريخية أو معلومات حالية عن الأحداث المستجدة للسهم والتي تؤثر على سعره بشكل كبير وتمثل هذه المعلومات الجديدة مؤشرا موضوعيا للحكم على كفاءة السوق المالي من خلال رد فعل هذه المعلومات الجوهرية الجديدة على أسعار الأسهم ، ومثل هذه النوعية من المعلومات تكون متاحة في المقام الأول لإدارة المنشأة وقد يتم تسريبها إلى بعض المساهمين من ذوي الملاءمة المالية الكبيرة، وكذلك إلى المجموعات المرتبطة مثل العاملين بالشركة، وما ينجر عن عدم الإفصاح عن مثل هذه المعلومات يؤدي إلى الإخلال بمبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم وتحقق لفئة من المساهمين وأعضاء مجلس إدارة الشركة أرباح غير عادية، ومن هذا المقام تبرز أهمية قيام الشركة بالإفصاح عن هذه النوعية من المعلومات من خلال الإيضاحات والملاحظات المتممة والمرفقة بالقوائم المالية المرسلة إلى السوق المالي مرفقا بها محاضر مجلس الإدارة وأي وثائق تؤكد مصداقية هذه المعلومات وهو ما يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف فئات المستثمرين ويحقق العدالة والمساواة بينهم مما ينعكس إيجابا على تفعيل كفاءة السوق المالي.¹

خامسا- دور تطبيق مبدأ مشاركة أصحاب المصالح في الرقابة الفعالة على الشركة والحصول

على المعلومات في تحقيق كفاءة السوق المالي

إن تحقيق الشركة لمبدأ حماية حقوق أصحاب المصالح من حملة السندات والبنوك والعمال يتيح حصول أصحاب المصالح على تعويضات في حالة أية إخلال بالتعاقدات، وبالتالي عدم حدوث أي مشاكل مما يعمل على تحسين كفاءة وفعالية أداء الشركات، وتنسيق الجهود والمبادرات مع أعضاء مجلس الإدارة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة، ولا شك أن محصلة هذا الدور

¹ هوام جمعة، برايس نورة وفروم محمد صالح، "الشفافية، الإفصاح في إطار حوكمة الشركات"، ورقة بحث مقدمة إلى فعاليات الملتقى الدولي حول: الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، سومي 18-19 نوفمبر 2009، جامعة باجي مختار عنابة، ص 188.

المحوري لأصحاب المصالح في منظومة الحوكمة سوف يسهم بصورة إيجابية في تحقيق كفاءة للسوق المالي ويحفز الاستثمار فيه.¹

سادسا - دور تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في ضمان تفعيل كفاءة السوق المالي

إن حوكمة الشركات تمثل أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام والتمسك بآداب وأخلاقيات العمل وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح وصدق البيانات والمعلومات والإفصاح الكافي عنها للجمهور، أي تنتقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر الأسواق المالية، حيث أنها لا توجد أهم من المعرفة خاصة التي تتحقق في الوقت المناسب قبل حدوث الخطر أو زيادتها مما يمكن من تجنب حدوثه أو تجنب خسائره المعتبرة، فكلما كانت وسائل إيضاح المعرفة موضوعة في إطار ومصممة جيدا ومتفق عليها وقابلة للتحليل والاستخدام والتوظيف كلما كانت المعرفة محققة والشفافية فعالة والإفصاح متكاملًا شاملاً، وبذلك فإن الممارسات الفعالة لحوكمة الشركات للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية التي تساعد على تحقيق الشفافية والإفصاح لهذه الأسواق وتدفق الاستثمارات إليها.²

ومن أهمية توفر المعلومة أن العديد من المؤسسات المالية الدولية تقوم بإعداد بحوث عن أسواق المال في كافة دول العالم بصفة عامة، وأسواق المال الناشئة في الدول النامية بصفة خاصة، ويكون معيار تصنيف مدى تقدم أسواق المال من عدمه، وتحديد درجة المخاطرة، هو ارتكازها علي مدى إتاحة المعلومات في إطار من الإفصاح والشفافية، وأن عدم توافر ذلك يؤدي إلى إحجام رأس المال الأجنبي على الاستثمار في الأسواق التي تتسم بالقصور في الإفصاح عن

¹ محمد طيفور أمينة وبودشن ياقوتة، "حوكمة الشركات ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة) تحفيز الاستثمار"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر، 19 و20 نوفمبر 2013، ص 337.

² شارفي سامية، مرجع سبق ذكره، ص 100.

المعلومات عند عرض القوائم المالية،¹ حيث يتم تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية باستخدام أحد الأدوات الهامة وهي لجنة المراجعة التي تقوم بدورها بتوفير المعلومات التي يحتاج إليها كل من الأطراف الداخلية والخارجية من خلال دور اللجنة التنسيقية بين إدارة المراجعة الداخلية بالشركة والمراجع الخارجي المستقل، وهذا التنسيق من شأنه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما تتحقق لجنة المراجعة من تطبيق معايير المحاسبة عند إعداد القوائم المالية وكذلك التأكد من تطبيق معايير المراجعة عند مراجعتها،² وبذلك تكون لجنة المراجعة قد أضفت على المعلومات الصادرة درجة عالية من المصداقية والثقة وتحسين المحتوى المعلوماتي للإفصاح المحاسبي، وحتى يكون الفاصل الزمني بين نشر المعلومات وردود الفعل على أسعار الأسهم في سوق المال عند أدنى حد ممكن فإنه يتم فوراً إرسال هذه المعلومات إلى هيئة الرقابة المالية للإفصاح الإلكتروني عن هذه المعلومات في نفس الوقت سواء للمستخدمين الداخليين وهم أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين والعاملين، وكذلك للمستخدمين الخارجيين من مساهمين، ودائنين وموردين وبنوك... الخ.³

إن دور لجنة المراجعة يكمن في التحقق من التزام الشركة بالممارسات القانونية والتنظيمية والأخلاقية السليمة مما يعمل على تدعيم كيان الشركة كوحدة اقتصادية تمثل قيمة مضافة

¹ Hand Len, Isaaks Carolyn and Sanderson, **Introduction to accounting for non-specialists**, Cengage Learning, Peter, 2004.

² Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali **The influence of the introduction of Accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan**, The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010, P 170.

³ نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، **أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية**، المعهد العالي للحسابات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، 2012، ص 08.

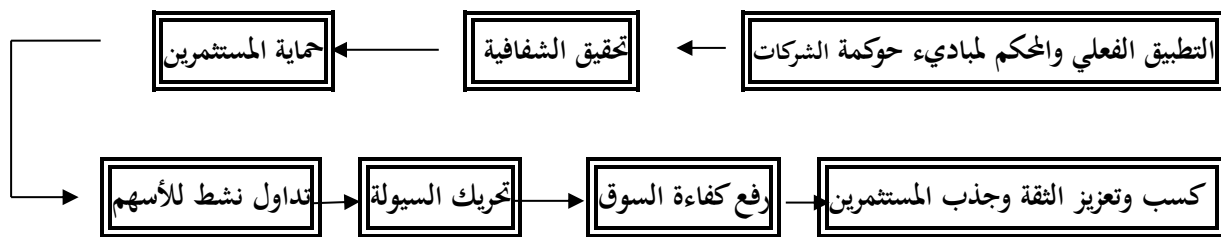
للاقتصاد الوطني ولها دور فعال في العمل على تحقيق الكفاءة الكاملة ولما لا للسوق المالي مما يعني جذب مستثمرين دوليين لهذا السوق وانتعاشه.¹

من جهة أخرى تمثل التقارير المالية للشركات حجر الزاوية في توفير المعلومات التي يحتاجها المستثمرين، حيث أن هذه القوائم المالية تعد على أساس معايير المحاسبة الدولية في الغالب، فضلا عن مراجعة هذه القوائم بمعرفة مراجع خارجي مستقل حيث يطبق معايير المراجعة الدولية، كما أن جودة التقارير المالية ترتفع وتزيد الثقة فيها بزيادة رقابة الجهات الإشرافية وذلك لما لحكومة الشركات من أثر مهم في تحسين عمل مدقق الحسابات الخارجي وتعزيز الثقة بعمله واستقلاليتته ولا يقتصر ذلك على التدقيق الخارجي بل يمتد لعمل المدقق الداخلي عبر زيادة التزامه بميثاق أخلاقيات مهنة التدقيق الداخلي والالتزام بمعاييرها.²

وحتى يطبق مبدأ الإفصاح والشفافية بكفاءة وفعالية فإنه يجب الانتقال من الإفصاح الاختياري الذي تقوم به الشركات دون إلزام من إدارة السوق المالي لكي يصبح إفصاحا إجباريا سواء في القوائم المالية أو في الملاحظات الملحقة بها أو تحليلات وتنبؤات الإدارة.

ويمكن أن نلخص انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل كفاءة السوق المالي

من خلال المخطط التالي:



¹ Phan Phillip H , **Corporate Governance in the Newly Emerging Economies** , Asia Pacific Journal of Managment , Vol 18. 2001 , P 133.

² عبد المطلب محمد مصلح السرطاوي، "أثر الحوكمة المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 11، العدد 3، 2015، ص 707.

المطلب الثالث: تحليل العلاقة المتكاملة بين مبادئ حوكمة الشركات وكفاءة سوق

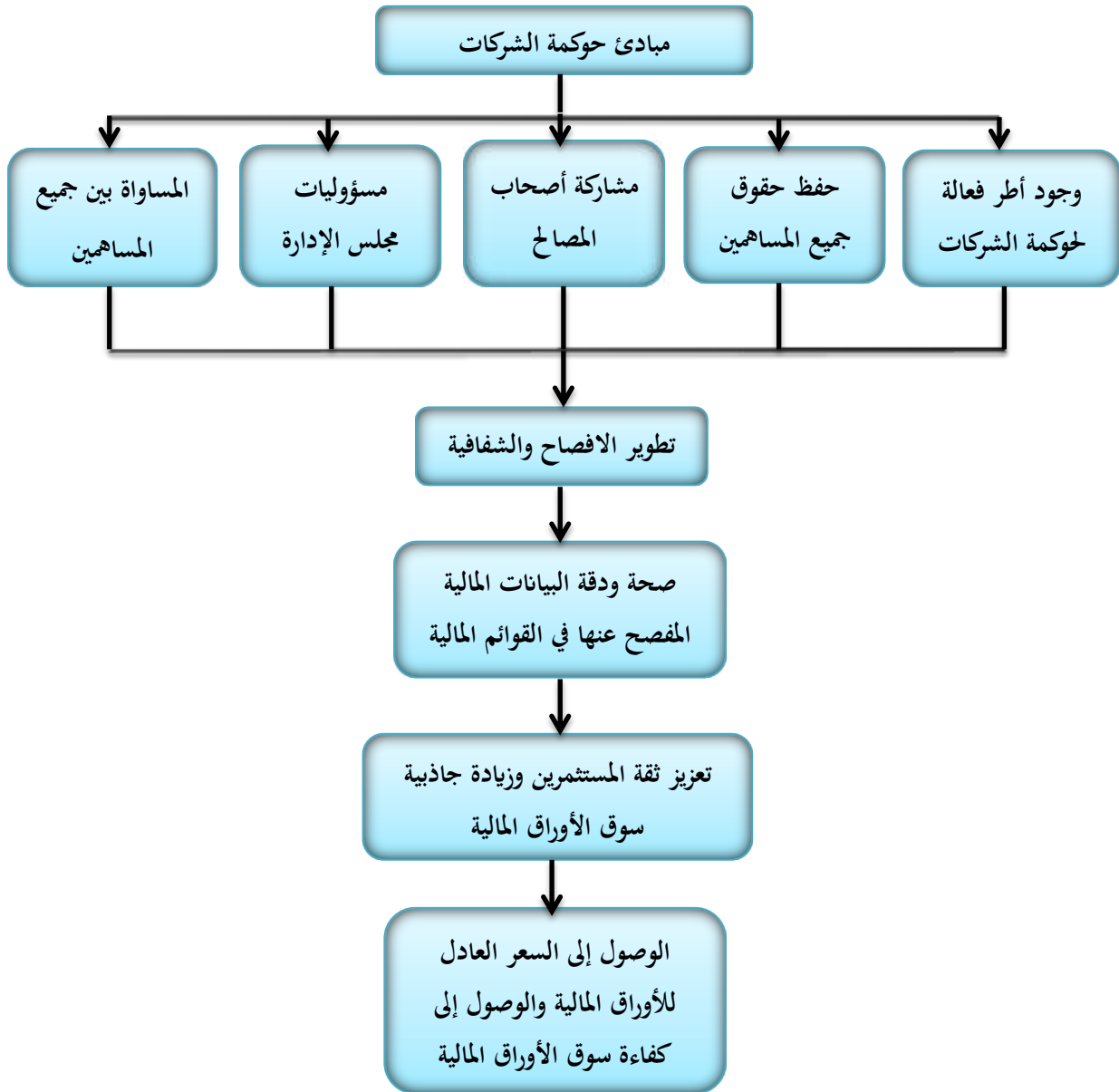
الأوراق المالية

تبين العناصر السابقة أن كل مبدأ من مبادئ حوكمة الشركات يساهم في تحسين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية سواء كان ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ومما لا شك فيه أن حوكمة الشركات تقوم أساساً على تحديد العلاقة بين المساهمين، ومجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين وغيرهم من أصحاب المصالح، حيث أنها تهدف إلى زيادة قيمة حقوق حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة، وهذا من خلال تحسين أداء الشركات، وترشيد اتخاذ القرارات فيها بما يضمن خدمة مصالحهم واحترام مصالح غيرهم في نفس الوقت، فالشركات التي تدار بشكل جيد يكون أدائها أفضل ويتوقع أن تنخفض تكلفة رأسمالها عن طريق جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين حيث يدرك هؤلاء احتمالات حصولهم على عائد أكبر من هذه الشركات، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، وبهذا نستطيع القول أن حوكمة الشركات تعمل على التخصيص الكفء للموارد في سوق الأوراق المالية، ومن جهة أخرى نجد أن حوكمة الشركات تحمي حقوق المساهمين وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم بكل ما يرتبط بإدارة استثماراتهم الأمر الذي يدعم تطوير الإفصاح عن أداء الشركات بصورة سليمة وفي التوقيت المناسب، فالتزام الشركات بمبدأ الشفافية في الإدارة وكذا التزامها بمعايير المحاسبة ودور المراقبة من خلال التدقيق الداخلي والخارجي بما ينعكس في صحة ودقة بياناتها وكشفها المالية مما يترتب عليه زيادة ثقة المستثمرين فيها، وبالتالي تعزيز سوق الأوراق المالية من خلال زيادة جاذبية الأوراق المتداولة فيه وتنشيط حركة التداول، ومنه الوصول إلى تسعير للأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية كاستجابة للمعلومات المتاحة عن الشركات خاصة المطبقة للحوكمة المعنية،

وبهذا نستطيع القول أن حوكمة الشركات تعتبر إحدى دعائم رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.¹

والشكل التالي يوضح ما تم التطرق إليه في شأن دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الشكل رقم (1-III): علاقة مبادئ حوكمة الشركات برفع كفاءة سوق الأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبة.

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة - نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح"، أوت 2008، ص 3-5.

المبحث الثاني: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في سوق مصر للأوراق

المالية

هناك العديد من التجارب الدولية في جميع أنحاء العالم، اهتمت بحوكمة الشركات من منطلق أهمية الحوكمة وما يجب أن تحويه وثيقة الحوكمة من مصلحة لجميع الأطراف حسب طبيعة كل بلد، والاطلاع على هذه التجارب في هذه الدول لها كبير الأثر في توضيح أهمية حوكمة الشركات ومدى تأثيرها على الشركات والمؤسسات والبنوك في تلك البلدان، وتعمل مصر على تطوير الأدوات والمؤسسات اللازمة لتنفيذ مبادئ الحوكمة الجيدة.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي المصري

تعتبر بورصات الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، فقد اتسم الربع الأخير من القرن التاسع عشر بنمو اقتصادي في مصر سمح بوجود سوق للأوراق المالية، حيث وجدت هذه الأوراق المالية وانتشرت وتزايد حجمها في السوق المالية، وتمثلت هذه الأوراق المالية في سندات الدين العام وأسهم وسندات الشركات المساهمة التي تزايد وتطور عددها، أضف إلى ذلك وجود جهاز مصرفي متطور سمح للنشاط الاقتصادي المتزايد في تلك الفترة بالنهوض.

أولاً- نشأة السوق المالي المصري:

لنشأة السوق المالي خلفية تاريخية وأخرى قانونية نردها في ما يلي:

- 1- **الخلفية التاريخية:** أنشئت بورصة الإسكندرية في عام 1883 بعد تزايد الحاجة لمكان مخصص لعقد الصفقات التجارية، ثم تلتها بورصة القاهرة التي تأسست عام 1903 نتيجة تكوين شركة من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماسة بغرض التعامل في الأوراق المالية، كما أنشأ

السماسة نقابة لها قانونا ينظم شؤونهم على غرار النقابة التي أنشئت من قبل زملائهم في الإسكندرية عام 1902.¹

وقد تم قيد 97 شركة ببورصة القاهرة بإجمالي رؤوس أموال بلغت 29 مليون جنيه مصري ارتفعت خلال أربع سنوات لتصل إلى 91 مليون جنيه مصري نتيجة ارتفاع عدد الشركات المقيدة بها إلى 228 شركة، وفيما بعد تم اندماج بورصتي الإسكندرية والقاهرة حيث بلغت أعلى مستويات نشاطهما خلال فترة الأربعينات وأوائل الخمسينات من القرن العشرين لتحتل المرتبة الخامسة عالمياً، وتجدر الإشارة إلى أن عدد شركات السمسرة آنذاك قد بلغ 21 شركة.²

ثم جاء بعد تلك الفترة التوجه نحو اعتناق الفكر الاشتراكي ومن ثم الاعتماد على التخطيط المركزي بعد ثورة 1952، مما أدى إلى تفكك القطاع الخاص ومن ثم تدهور رهيب لفعالية البورصة والتي أوشكت أنشطتها من الزوال بسبب سياسة التأميم خلال فترة الستينات لينخفض بعد ذلك عدد الشركات المسجلة بالبورصة إلى 9 شركات فقط على مدار فترة تقارب ثلاثة عقود متتالية.³

هذا ما أدى بالحكومة المصرية إلى إتباع سياسة الإصلاح الاقتصادي في أوائل التسعينات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق هذه السياسة والتي تشمل على ضرورة إحياء وتنشيط وتنمية سوق رأس المال المصري لتلبية الاحتياجات التمويلية في الأجل المتوسط والطويل، حيث تبنت الحكومة المصرية هيكله السياسات المالية والنقدية منذ عام 1990/1991 أين جرى على المستوى

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

—بورصتي القاهرة والإسكندرية— الكتاب السنوي 2005— ص 51.

—سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 133.

² بورصتي القاهرة والإسكندرية— الكتاب السنوي 2005— ص 51.

³ بورصتي القاهرة والإسكندرية— الكتاب السنوي 2005— ص 51.

المالي تخفيض تدريجي للدعم المالي للسلع الرئيسية والإنفاق الحكومي بالنسبة للنواتج المحلي الإجمالي من 38% عام 1990/89 إلى 22% عام 1997/96.¹

وتوالى الإصلاحات في المجال المالي بإصدار مجموعة من القوانين تهدف إلى إعادة إحياء سوق رأس المال، حيث صدر القانون رقم 203 لعام 1991 الذي تم بمقتضاه تحويل شركات القطاع العام إلى شركات قابضة كخطوة نحو تحقيق الخصخصة الكلية.²

2- الإطار القانوني: يعتبر قانون رأس المال لسنة 1992 بمثابة الخطوة الأهم في مجال إصلاح سوق رأس المال في مصر حيث وضع هذا القانون الإطار القانوني لسوق رأس المال ونظم العلاقة بين المؤسسات العاملة في السوق بهدف تحسين هيكله وتنظيم قواعد الأداء فيه، حيث عمل هذا القانون والقواعد الإدارية التي تم وضعها في 1993 على إصلاح أربعة عناصر أساسية هي.³

- تدعيم القدرة التنظيمية لهيئة سوق المال من خلال وضع إطار قانوني يسمح لها بالتماشي مع متغيرات السوق بقدر من المرونة.

- إصدار قرارات تغطي جميع المتعاملين في السوق بما فيهم السماسرة وصناديق الاستثمار ومديري الاستثمار.

- إعادة تنظيم وتطوير البورصة من خلال وضع نظام جديد للتداول والربط بين بورصتي القاهرة والإسكندرية.

- تحسين القواعد الخاصة بكل من الإفصاح والمراجعة والمحاسبة.

¹ علاء الدين حسن عواد، "تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، القاهرة، 1999، ص 20.

² الهيئة العامة لسوق المال - التقرير السنوي 2002 - ص 9.

³ هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة من 97.93"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، 1997، ص 17 .

ثانياً- الهيكل التنظيمي للسوق المالي المصري

تقسم البورصة المصرية من الناحية التنظيمية إلى سوقين رئيسيين، الأولى وتسمى بالسوق داخل المقصورة أي السوق المنظمة، والثانية هي السوق خارج المقصورة أي السوق الموازية، فالأسواق المنظمة هي تلك الأسواق التي تحتوي على الشركات المقيدة (المسجلة) في البورصة والتي تخضع لشروط التسجيل والإفصاح، في حين أن السوق الموازية هي تلك السوق التي تتداول أسهمها خارج السوق المنظمة ولا تخضع لشروط التسجيل أو الإفصاح، وتضم البورصة المصرية ضمن هيكلها التنظيمي أقسام إدارية عديدة أهمها:¹

1- إدارة البحوث وتنمية الأسواق: تتمثل المهام الإدارية الرئيسية لها في إعداد النشرات والكتيبات وأوراق العمل التي تخص المستثمرين في السوق المصري والأسواق العالمية، ودراسة كيفية تنمية موارد البورصة واستراتيجياتها وإمكانية إدخال أدوات جديدة تساعد على تنشيط السوق وإدارة المخاطر، كما تقوم بالإشراف على موقع البورصة على الإنترنت.

2- إدارة الإفصاح: تتولى هذه الإدارة توفير المعلومات المهمة لكافة المتعاملين في السوق لتوفير الشفافية والعدالة في السوق المصري، حيث أن قواعد الإفصاح بالبورصة تنص على وجوب الإفصاح على أية معلومات جوهرية خاصة بنشاط الشركات، وإعداد النشرات عن الشركات الأكثر نشاطاً داخل البورصة وكذلك نشرات تعليمية تغطي عدداً كبيراً من المعلومات الاستثمارية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل وأكثر وعياً.

3- إدارة الرقابة على الأعضاء: تنقسم مسؤولية إدارة الرقابة على الأعضاء إلى محورين رئيسيين وهما:

¹ مداني أحمد، "أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية - حالة الأسواق الناشئة-"، مرجع سبق ذكره، ص 244.

3-1- المعايير الفنية: تتضمن أساساً متابعة نظم الرقابة الداخلية ومكاتب الأعضاء ومدى التزامها بنظام الرقابة الداخلية للشركة، ومراقبة تعارض المصالح الخاص بتداول الأوراق المالية والأنشطة المتخصصة للأعضاء وجودة القرارات المنظمة لها، كما تتضمن التأكد من مدى كفاءة العاملين لدى شركات الوساطة في الأوراق المالية.

3-2- المعايير المالية: وتتعلق بالتأكد من مدى كفاءة شركات الوساطة في الأوراق المالية في الالتزام بمعايير الملاءة المالية وبالأحكام والقوانين والتشريعات المتعلقة بالنواحي المالية، إضافة إلى إجراء التحليل المالي والإحصائي للبيانات المدرجة بالقوائم المالية والرقابة عليها.

ثالثاً- لجان البورصة: تتكون البورصة المصرية من اللجان التالية:¹

1- لجنة القيد: تتشكل بقرار من مجلس إدارة البورصة وتلتزم لجنة القيد بتطبيق قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 في 2014/01/22 وتعديلاتها، وكذلك الاجراءات التنفيذية لقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة البورصة في 2014/02/11 والمعتمدة من رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية في 2014/02/12 وتعديلاتها والقرارات ذات العلاقة، وتصدر قرارات اللجنة في ضوء ما يعرض عليها من مذكرات من قطاعي الشركات المقيدة والإفصاح بالبورصة المصرية.

- اختصاصات لجنة قيد الأوراق المالية:

- القيد المبدئي للأوراق المالية الجديدة (أسهم، سندات شركات، سندات حكومية، صكوك تمويل، وثائق استثمار، شهادات ايداع مصرية)

¹ الموقع الرسمي للبورصة المصرية، لجان البورصة، على الرابط: <http://www.egx.com.eg/ar/Committees.aspx>، تاريخ الاطلاع: 2018/09/15.

- الموافقة على مد مهل تنفيذ الطروحات للشركات المقيدة قيد مبدئي في ضوء المبررات المقدمة لها

- الموافقة على نشر اعلان تقرير الإفصاح بغرض الطرح أو اعلان نشرة الطرح طبقاً لأحكام المادة رقم (7) والمادة رقم (9) من قواعد القيد

- قيد تعديلات الأوراق المالية (زيادات رؤوس أموال الشركات - تخفيض رؤوس أموال الشركات - تجزئة القيمة الاسمية للسهم - تعديل الغرض - الاستهلاكات الدورية للسندات.... الخ)

- الشطب الإجباري للأوراق المالية المقيدة غير المستوفاة لشروط استمرار القيد
- الشطب الاختياري للأوراق المالية المستوفاة لأحكام الشطب الاختياري
- الشطب الإجباري للسندات وصكوك التمويل ووثائق الاستثمار في تاريخ الاستحقاق النهائي لإصداراتها

- الموافقة على نشر تقارير الإفصاح بغرض السير في اجراءات تعديل رؤوس أموال الشركات أو تعديل غرضها أو تجزئة القيمة الاسمية لأسهمها وكذلك الموافقة على نشر اعلان بالبيان المفصل عن قواعد وإجراءات تطبيق نظم الإثابة والتحفيز المقترحة وتعديلاتها

- توقيع الجزاءات المادية طبقاً لقواعد وإجراءات القيد والعقد الموقع مع الممثل القانوني للشركة أو الجهة المقيد أوراقها المالية فيما يتعلق بمدى التزام الشركات المقيدة بشروط استمرار القيد والإفصاح والحوكمة وحماية حقوق الأقلية

2- لجنة العمليات: هي اللجنة المنوط بها دراسة العمليات الخاصة التي تعد استثناء من قواعد

التداول و التي لا يمكن تنفيذها مباشرة في السوق حيث يتطلب الأمر وضع شروط و معايير

محددة للتنفيذ وذلك لضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة بين المتعاملين، ومن أهداف اللجنة التأكد من أن تلك العمليات هي عمليات فعلية لا تهدف للتلاعب في الأسعار أو الإضرار بمصالح المتعاملين كما تقوم اللجنة بالتحقق من اتباع القوانين والضوابط الموضوعة لتنفيذ الصفقات الخاصة وحل المشاكل التي قد تنشأ عن هذه العمليات.

3- لجنة العضوية بالبورصة: يصدر بتشكيل لجنة العضوية بالبورصة قرار من مجلس إدارتها

بعدد فردي من الأعضاء، برئاسة رئيس مجلس إدارة البورصة، وعلى أن تضم في عضويتها عضو قانوني، وعضو محاسبي، وثلاثة على الأقل من أعضاء مجلس إدارة البورصة، والمسئول عن قطاع العضوية بالبورصة.

ويلتزم جميع الأعضاء بمراعاة عدم تعارض المصالح ومبادئ المنافسة وسرية المعلومات عند المشاركة في أعمال اللجنة والتصويت على قراراتها، وتجتمع لجنة العضوية بدعوة من رئيسها على الأقل شهرياً أو كلما دعت الضرورة، ولا يصح اجتماعها إلا بحضور أغلبية أعضائها، وتصدر قراراتها بأغلبية الحضور، ويعاون اللجنة في أداء مهامها قطاع العضوية بالبورصة ويكون هو القطاع التنفيذي المسئول عن أوضاع وإجراءات العضوية، ويكون للجنة مقررأ وأمانة فنية من العاملين بقطاع العضوية بالبورصة، وتعرض على اللجنة المخالفات المنسوبة للجهات الأعضاء، أو للعاملين بها، وفق المذكرات المعدة لذلك من قبل أياً من إدارات أو قطاعات البورصة المختلفة، وكذا أية مقترحات ترتبط بتعديل قواعد العضوية أو تطبيقها، وفي جميع الأحوال يتم التعامل مع اللجنة من خلال قطاع العضوية بالبورصة.

- اختصاصات لجنة العضوية بالبورصة: تختص لجنة العضوية بما يلي:

- إصدار قرارها بشأن طلبات القيد بسجل العضوية بالبورصة بعد التحقق من استيفائها

متطلبات القيد

- إصدار قرارها بشأن مدى استمرار توافر المعايير والاشتراطات الفنية والمالية لكل عضو
- فحص أية مخالفات منسوبة للجهات الأعضاء أو العاملين بها واتخاذ أيًا من التدابير أو الإجراءات المبينة في اللائحة التنفيذية للقانون أو بهذه القواعد وبالعقد المبرم مع البورصة
- اتخاذ قرارها بشأن رفع توصية لمجلس إدارة البورصة بشأن تعليق أو شطب القيد بسجل العضوية

- تلقي وفحص ودراسة مقترحات وشكاوى الأعضاء واتخاذ قرارات فيها، وعلى قطاع العضوية بالبورصة عرض ما يرد إليه في هذا الصدد على اللجنة لاتخاذ قرار بشأنها وعلى البورصة إخطار الهيئة بالمخالفات التي يتم عرضها على اللجنة، وما اتخذته من إجراءات، وذلك تطبيقاً لما ورد بالمادة رقم (11) من القرار الجمهوري رقم 191 لسنة 2009.

4- **لجنة مؤشرات البورصة:** تم إنشائها كلجنة مستقلة بقرار من رئيس مجلس إدارة البورصة في 7 أبريل 2004، تعنى هذه اللجنة بالإشراف على إدارة المؤشرات والتعديلات الخاصة بقواعدها وإضافة مزيداً من الشفافية لمؤشرات البورصة عن طريق وجود لجنة مستقلة، كما تقوم بتوفير الاستشارات اللازمة لتصميم مؤشرات جديدة مع ضمان توافق قواعد ومنهجية المؤشر مع المعايير العالمية والإشراف على إدارتها، كما تعمل على إدخال أدوات جديدة تعتمد على المؤشر مثل صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs) أو الخيارات والمستقبليات¹.

5- **لجنة مراقبة عمليات التداول اليومي:** يتم تشكيل اللجنة بقرار من السيد رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية، وتتعدد بدعوة من رئيسها بصفة دورية أو كلما دعت الحاجة لذلك. ولا يكون انعقاد اللجنة صحيحاً إلا بحضور ثلثي الأعضاء وتصدر قراراتها بأغلبية الحضور.

¹ جديني سامية، "متطلبات التكامل الوظيفي بين البنوك والأسواق المالية-عرض تجارب دولية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص 182.

- اختصاصات اللجنة: تختص اللجنة بالنظر فيما يعرض عليها من رصد قطاع الرقابة على التداول بالبورصة للمخالفات في عمليات التداول اليومي وعليها التحقق من تطبيق القوانين واللوائح والقرارات ورصد وحل الخلافات التي قد تنشأ من عمليات التداول اليومي وتصويبها وتصحيحها ومواجهة الآثار المترتبة عليها.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية

من أجل الوقوف على تطور أداء سوق مصر للأوراق المالية لابد لنا من تتبع مؤشرات أدائها، وهذا ما سنقوم به من خلال هذا المطلب وهو دراسة تطور مؤشرات الأداء خلال الفترة 2006-2017 حسب المعلومات التي استطعنا الوصول إليها.

الجدول رقم (III - 1): مؤشرات أداء البورصة المصرية من 2006 إلى 2016.

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	مؤشرات البورصة
أولاً: إجماليات التداول											
69	45	57	29	34	18,5	33	36,6	25,5	15,1	9,1	كمية التداول (بالمليار)
285	248	291	162	185	148	321	448,2	529,6	363	287	قيمة التداول (بالمليار جنيه)
6,0	4,9	7,3	4,8	6,2	5,6	10	14,6	13,5	9,0	6,8	عدد العمليات (بالمليون)
820	1014	1192	666	755	716	1300	1822	1656	1488	1176	متوسط قيمة التداول اليومي (بالمليون جنيه)
30	27	38	21	34	34	42,9	49,9	70,3	38,7	48,7	*معدل دوران السهم (%)
245	244	244	243	245	207**	247	249	244	244	244	عدد أيام التداول
ثانياً: أداء الشركات المقيدة في السوق الرئيسي											
222	221	214	212	213	213	212	306	373	435	603	عدد الشركات المقيدة
213	217	206	206	204	204	211	289	322	337	407	عدد الشركات المتداولة
96	97	96	97	96	96	99	94	86	77	68	نسبة الشركات المتداولة إلى إجمالي الشركات المقيدة
602	430	500	427	376	294	488	500	474	768	534	رأس المال السوقي نهاية العام (بالمليار جنيه)***
25	22	25	21	24	19	40	41	45	86	72	نسبة رأس المال السوقي من الناتج المحلي الإجمالي (%)
ثالثاً: أداء الشركات المقيدة في بورصة النيل											
32	31	33	24	22	19	15	6	2	-	-	عدد الشركات المقيدة
27	27	25	21	16	13	13	-	-	-	-	عدد الشركات المتداولة****
1,4	1	1,1	1,4	1,05	1,04	1	-	-	-	-	رأس المال السوقي نهاية العام (بالمليار جنيه)

*: معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقي في نهاية العام.

** : تم إيقاف التداول في البورصة المصرية من 2011/01/30 إلى 2011/03/22.

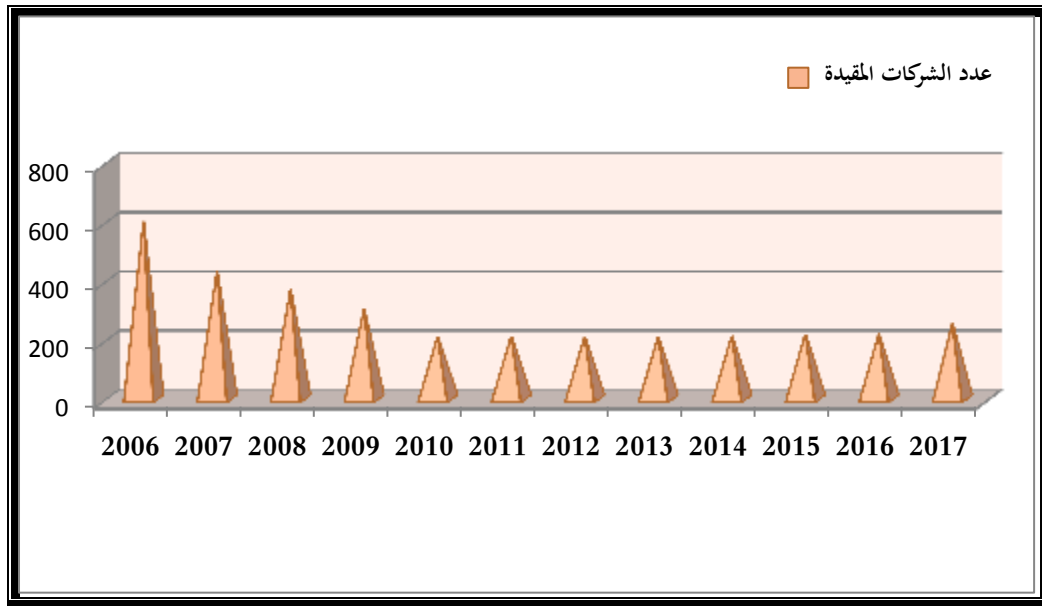
*** : رأس المال السوقي = عدد الأسهم المقيدة × سعر السوق في نهاية العام.

**** : تم بدء التداول في بورصة النيل اعتباراً من 2010/06/03.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير البورصة المصرية السنوية.

أولاً- الشركات المدرجة في بورصة مصر:

الشكل رقم (III -2): عدد الشركات المدرجة في بورصة مصر.

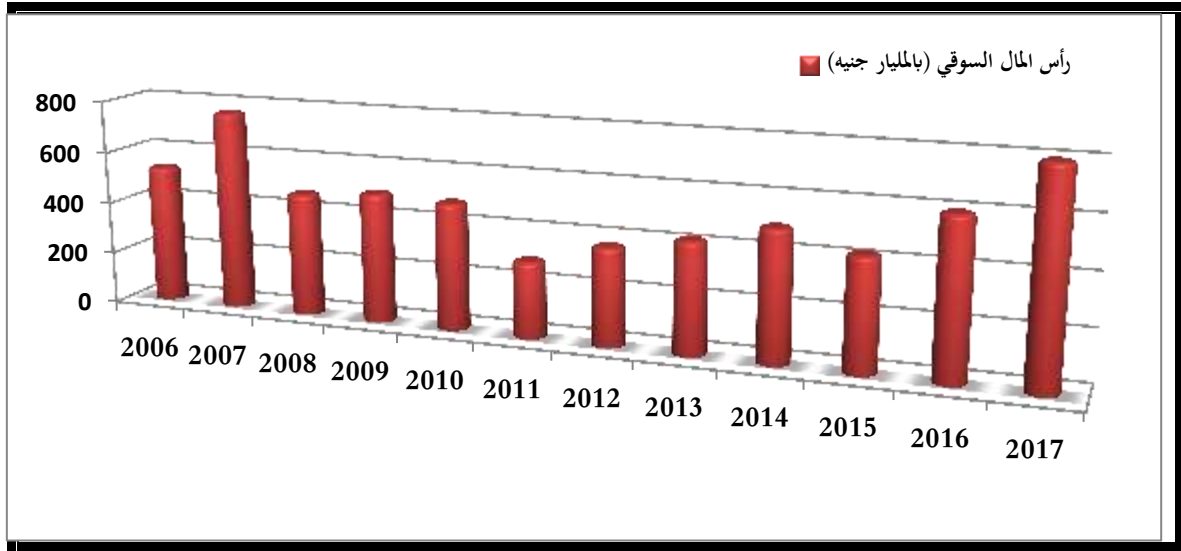


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات السابقة.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في بورصة مصر كانت في انخفاض مستمر من سنة 2006 حيث كان عددها 603 شركة إلى غاية سنة 2013 أين أصبحت 212 شركة أي بنسبة انخفاض تقدر بـ: 184,43%، وهي أدنى قيمة لعدد الشركات خلال السنوات 2010، 2011، 2012 و 2013 وتعتبر أصعب فترة بالنسبة للاقتصاد المصري بسبب الأوضاع الاقتصادية والسياسية العصيبة التي عاشتها مصر، ثم عادت للارتفاع من سنة 2013 إلى سنة 2016 حيث أصبحت 222 شركة مدرجة وذلك بمعدل ارتفاع قدر بـ: 4,71%، لتصبح 257 شركة في سنة 2017.

ثانياً - مؤشر القيمة السوقية:

الشكل رقم (III - 3): القيمة السوقية في بورصة مصر.

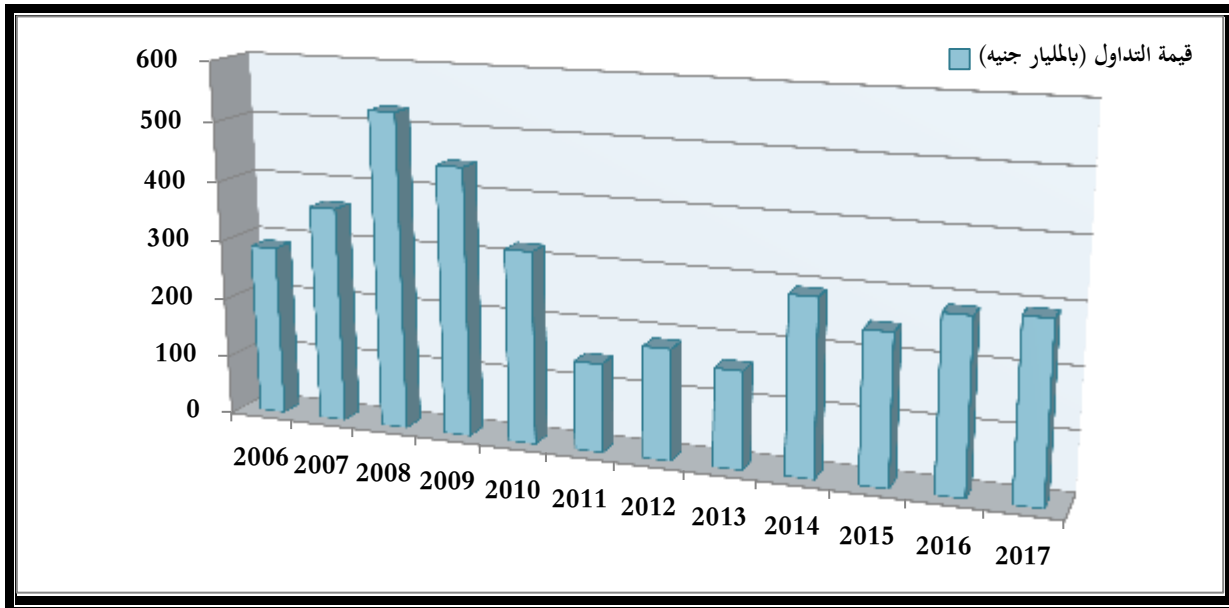


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات السابقة.

يبين لنا الشكل الخاص بالقيمة السوقية لبورصة مصر أنها كانت تقدر بـ: 534 مليار جنيه سنة 2006 ثم ارتفعت خلال 2007 إلى 768 مليار جنيه بمعدل ارتفاع يقدر بـ: 43,82%، ثم انخفضت هذه القيمة خلال الفترة 2008-2011 لتصل إلى 294 مليار جنيه سنة 2011 بمعدل انخفاض وصل إلى 61,71%، وخلال هذه السنة بالذات تم إيقاف التداول من 30 جانفي إلى غاية 22 مارس من نفس السنة ويعود هذا الأمر كما أسلفنا الذكر إلى الأوضاع التي كانت تعيشها مصر، لتعود هذه القيمة وترتفع من جديد خلال السنوات الموالية من الدراسة ماعدا سنة 2015 أين انخفضت إلى 430 مليار جنيه، ووصلت إلى 800 مليار جنيه في سنة 2017 بنسبة ارتفاع 86,04% وهي أعلى قيمة وصلت إليها البورصة المصرية خلال هذه السنوات.

ثالثاً - قيمة التداول في بورصة مصر.

الشكل رقم (III - 4): قيمة التداول في بورصة مصر.

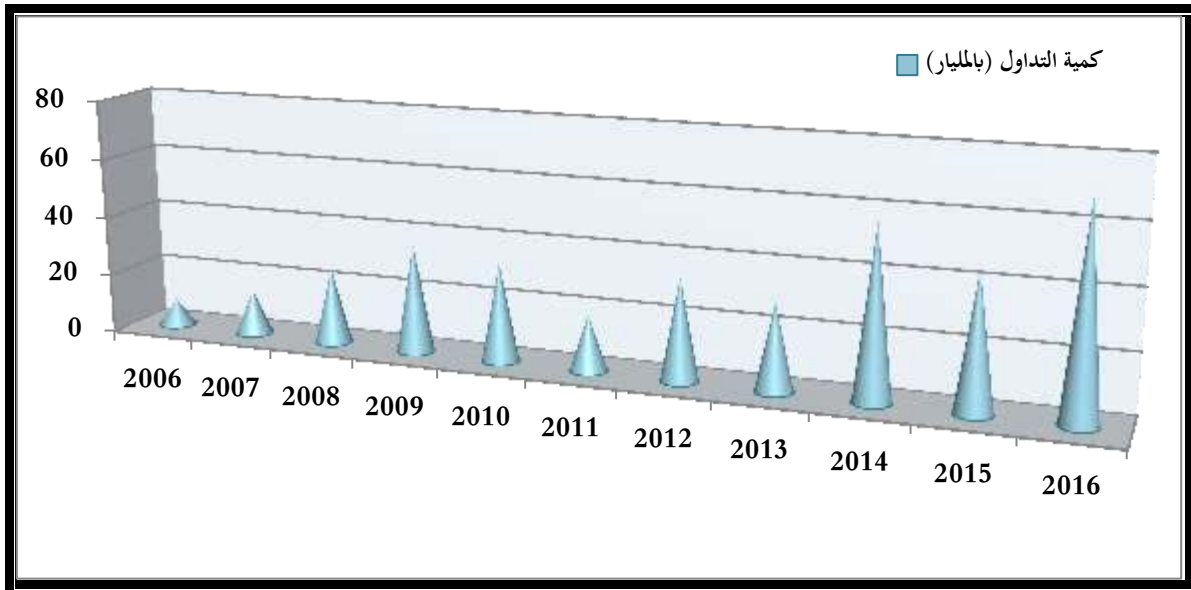


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات السابقة.

شهدت قيمة التداول في البورصة المصرية تبايناً بين الانخفاض والارتفاع خلال فترة الدراسة حيث شهدت أعلى قيمة لها في سنة 2008 أين وصلت إلى 529,6 مليار جنيه، ثم بدأت في الانخفاض خلال السنوات الموالية لتصل إلى أدنى قيمة سنة 2011 وصلت إلى 148 مليار جنيه بمعدل انخفاض قدر بـ: 72,05 %، ثم عادت هذه القيمة إلى الارتفاع مجدداً حيث استقرت في سنة 2017 عند القيمة 292 مليار جنيه أي بمعدل ارتفاع 97,29 % مقارنة بسنة 2011.

رابعاً - كمية التداول في بورصة مصر.

الشكل رقم (III - 5): كمية التداول في بورصة مصر.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات السابقة.

نلاحظ من خلال الشكل الخاص بكمية التداول في بورصة مصر أن المؤشر أو الآخر شهد تبايناً في قيمه بين الانخفاض والارتفاع، حيث كانت في سنة 2006 تقدر بـ: 9,1 مليار ورقة ثم بدأت في الارتفاع إلى أن بلغت قيمة 36,6 مليار ورقة سنة 2009 بمعدل ارتفاع 302,19%، لتعود إلى الانخفاض أين وصلت سنة 2011 إلى 18,5 مليار ورقة بمعدل 49,45%، وعادت إلى الارتفاع مجدداً لتبلغ قيمة 69 مليار ورقة سنة 2016 بمعدل ارتفاع 272,97% مقارنة بسنة 2011.

المطلب الثالث: حوكمة الشركات في سوق مصر للأوراق المالية

بدأ الاهتمام بالحوكمة في مصر عام 2001 بمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية آنذاك (وزارة التجارة حالياً)، حيث وجدت الوزارة أن برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأته مصر

منذ أوائل التسعينات لا يكتمل إلا بوضع إطار تنظيمي ورقابي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر وبالفعل تم دراسة وتقييم مدى التزام مصر بالقواعد والمعايير الدولية لحوكمة الشركات.

أولاً- التجربة المصرية: مبادرة مصر لتطبيق القواعد الدولية لحوكمة الشركات

لقد كان للتجربة المصرية في حوكمة الشركات الريادة بين معظم دول الشرق الأوسط وذلك نتيجة ما أرسته من قواعد لحوكمة كل من الشركات الخاصة وشركات قطاع الأعمال العام وذلك في إطار مبادئ الحوكمة الصادرة من الهيئات الدولية، وهذا ما جعلنا نختارها للعرض.

وقد بادرت مصر بتأكيد تطبيق القواعد الدولية لحوكمة الشركات في القطاعين الخاص والعام، فقد صدر في أكتوبر 2005 دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، حيث تتناول هذه المجموعة من القواعد مبادئ حوكمة شركات المساهمة في مصر، كما صدر في 2006 دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية، وصدر في نوفمبر 2006 مشروع القواعد المقترحة لحوكمة الشركات المعتمدة ببورصتي القاهرة والإسكندرية. وسنقوم فيما يلي بعرض المحتوى القانوني والاقتصادي لهذه الوثائق الثلاث: قواعد ومعايير حوكمة الشركات المساهمة، ومبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام والقواعد المقترحة لحوكمة الشركات المعتمدة بالبورصة المصرية.¹

1- دليل قواعد ومعايير حوكمة شركات المساهمة في مصر: هذه المجموعة من القواعد لمبادئ

حوكمة الشركات في مصر تعتبر مكتملة للنصوص الواردة بشأن الشركات في القوانين المختلفة، إلا أنها لا تمثل نصوصاً قانونية آمرة ولا يوجد إلزام قانوني بها، وإنما هي تنظيم وبيان للسلوك الجيد

¹ منشورات مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، القاهرة، أكتوبر 2005.

في إدارة الشركات وفقا للمعايير والأساليب العالمية التي تحقق توازنا بين مصالح الأطراف المختلفة، لذلك فإن هذه القواعد ذات طبيعة إرشادية.

ونتناول فيما يلي عرض أهم المبادئ الواردة في دليل قواعد حوكمة شركات مساهمة في مصر، وهي كالتالي:¹

1-1- نطاق تطبيق هذه القواعد: تطبيق هذه القواعد في المقام الأول على شركات المساهمة

المقيدة في بورصة الأوراق المالية، خاصة التي يجري عليها تعامل نشط، وذلك لحماية حقوق المساهمين، كذلك تطبق على الشركات التي يكون تمويلها الرئيسي من الجهاز المصرفي لما يترتب على التزامها بقواعد الحوكمة من ضمان للدائنين.

1-2- الجمعية العامة: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بالجمعية العامة:

- تتكون الجمعية العامة من كل مساهمي الشركة كل بحسب نسبة ما يمتلكه من أسهمها؛
- يتم إدارة الجمعية العامة على النحو الذي يسمح للمساهمين بالتعبير عن آرائهم؛
- تقوم إدارة الشركة بالإفصاح التام والكافي عن كل ما يتضمنه جدول أعمال الجمعية من موضوعات.

1-3- مجلس الإدارة: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بمجلس الإدارة:

- يتولى مجلس إدارة شركة المساهمة إدارة أمور الشركة بناء على تفويض من الجمعية العامة، ويتحمل المسؤولية النهائية ولو قام بتشكيل لجان أو تفويض جهات أو أفراد آخرين في القيام ببعض أعماله؛

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر :

- عطا الله خليل ومحمد عبد الفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 59-73.
- عبد الوهاب نصر علي، "موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفقا لمعايير المراجعة العربية والدولية والأمريكية"، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 15.

- عضو مجلس الإدارة يجب عليه أن يعتبر نفسه ممثلاً لكافة المساهمين وملتزماً بالقيام بما يحقق مصلحة الشركة عموماً وليس ما يحقق صالح المجموعة التي يمثلها؛
- على المجلس وضع الآليات والنظم التي تضمن احترام الشركة للقوانين واللوائح السارية، والتزامها بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمساهمين والدائنين وأصحاب المصالح الآخرين
- يجب أن تشكل في الشركة لجنة للمراجعة الداخلية من عدد من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين تكون مهمتها مراجعة نظم العمل الداخلية بالشركة.

1-4- إدارة المراجعة الداخلية:

- يجب أن يكون لدى الشركة نظام محكم للرقابة الداخلية وأن يتعاون في وضعه مجلس الإدارة مع مديري الشركة؛
- يقدم مدير إدارة المراجعة الداخلية تقريراً ربع سنوي إلى مجلس الإدارة وإلى لجنة المراجعة عن مدى التزام الشركة بأحكام القانون والقواعد المنظمة لنشاطها وكذلك عن مدى التزامها بقواعد الحوكمة؛
- تهدف المراجعة الداخلية إلى وضع نظام لتقييم وسائل ونظم وإجراءات إدارة المخاطر في الشركة ولتطبيق قواعد الحوكمة بها على نحو سليم.

1-5- مراقب الحسابات: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بمراقب الحسابات:

- يكون للشركة مراقب حسابات لا تربطه بها علاقة عمل ويكون مستقل عن إدارتها الداخلية؛
- على مجلس الإدارة بناءً على توصية لجنة المراجعة ترشيح مراقب الحسابات ممن تتوفر فيهم الكفاءة والسمعة والخبرة الكافيين، وأن تكون خبرته وكفاءته وقدراته متناسبة مع حجم وطبيعة نشاط الشركة؛

- على مراقب حسابات الشركة الالتزام بمبادئ وقواعد المحاسبة من حيث المضمون لا الشكل فقط.

6-1- لجنة المراجعة: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بلجنة المراجعة:

- تشكل لجنة المراجعة من عدد من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين ويجب ألا يقل عدد أعضائها عن ثلاثة، كما يجب أن يكون ضمن أعضائها أحد الخبراء في الشؤون المالية والمحاسبية؛

- يجب أن تجتمع اللجنة دوريا وفق برنامج اجتماعات محدد وبما لا يقل عن مرة كل ثلاثة أشهر؛
- يجب أن تضع الشركة إمكانيات كافية تحت تصرف اللجنة لتساعدها على أداء عملها بما في ذلك التصريح لها بالاستعانة بالخبراء كلما كان ذلك ضروريا.

7-1- الإفصاح عن السياسات الاجتماعية: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بذلك:

- على إدارة الشركة أن تقصص للمساهمين ولجمهور المتعاملين معها والعاملين لديها عن سياسات الشركة الاجتماعية والبيئية؛
- تكون السياسات المعلن عنها واضحة وغير مضللة وأن تتضمن ما تنوى الشركة القيام به من تطوير أو تغيير في حجم العمالة أو تدريبها، وبرامجها للرعاية الاجتماعية.

8-1- قواعد تجنب تعارض المصالح: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بذلك:

- يجب أن يكون لكل شركة نظام مكتوب ومعروف من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين بشأن تجنب تعارض المصالح؛

- يحظر على أعضاء مجلس إدارة الشركة والمديرين والعاملين بها التعامل في أسهم الشركة لمدة محددة تسبق الإعلان عن نتائج نشاطها المالية أو قبل الإعلان عن أية معلومات أخرى ذات طبيعة مالية مؤثرة؛

- على الشركة أن تضع نظامًا داخليًا لمراقبة تطبيق قواعد سلوكها المهني.

1-9- قواعد الحوكمة بالنسبة للشركات الأخرى: ويلاحظ في هذا الشأن ما يلي:

- هذه القواعد موجهة على وجه الخصوص إلى الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية وإلى المؤسسات المالية والشركات التي يكون تمويلها الرئيسي من الجهاز المصرفي، ولكن حوكمة الشركات تخص كافة أنواع الشركات لما تحققه من توازن بين المصالح وما تدعو إليه من ثقافة جديدة في أسلوب إدارتها.

- وفي حالة عدم إمكان الالتزام بقواعد الحوكمة بالنسبة للشركات المساهمة المغلقة أو العائلية أو الشركات ذات المسؤولية المحدودة أو شركات الأشخاص فيكون عليها تطبيق بدائل أقل تكلفة وأكثر تناسبا لقدراتها المالية والإدارية، ولكن بما يحقق ذات النتائج التي ترمى هذه القواعد إلى تحقيقها.

2- تطور قواعد الحوكمة في مصر: لا يتم تطبيق بعض المبادئ الواردة في حوكمة الشركات في

السوق المصرية بشكل عملي، وقد يرجع هذا إلى ضعف وعي المساهمين أو إدارات الشركات بتلك المعايير ومن ثم لا تتماشى هذه القواعد عمليا مع المبادئ الدولية في سياق سبعة مبادئ من إجمالي ال 48 مبدأ، وهناك اثنان من المبادئ لا تطبق نهائيا في السوق المصرية.

وعلى العموم فإن قواعد الحوكمة بمصر في تطور دائم وقد شملت مؤخرا الجوانب التالية:¹

2-1- حقوق المساهمين:

- صدور قواعد القيد الجديدة والتي تسمح بتصنيف الشركات وفقا للمخاطر والعائد؛
- اتساع النظام المركزي للقيد والتسوية وتوزيع الأرباح، وإنشاء صندوق ضمان التسويات؛
- السماح بالتصويت بالبريد العادي والإلكتروني في اجتماعات الجمعية العامة؛
- إنشاء مركز لفض المنازعات.

2-2- المعاملة المتساوية للمساهمين.

- حق الهيئة في وقف قرارات الجمعية العمومية التي تصدر لصالح فئة معينة؛
- السماح للمالك المسجل بالتصويت نيابة عن المالك المستفيد بشكل مجمع أو مجزأ؛
- إحكام الرقابة على الاتجار بالمعلومات الداخلية بفضل قواعد القيد الجديدة؛
- تنظيم عمليات الاستحواذ وعروض الشراء، والسماح برفع دعاوى جماعية من قبل الهيئة دور

2-3- أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة:

- إنشاء جماعات حملة السندات، والسماح لممثل الجماعة بحضور الجمعية العامة الإفصاح والشفافية؛
- تطوير معايير المحاسبة المصرية ومتطلبات الإفصاح في القوائم المالية والمعلومات غير المالية، ونشرها إلكترونيا؛
- مشروع قانون مزاولة مهنة المحاسبة و المراجعة؛

¹نوري منير وبوشاشية نادية، "آليات ومحددات تفعيل حوكمة الشركات مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013، ص 434.

- الالتزام بتعيين مسئول لعلاقات المستثمرين؛
- الوحدة المحاسبية بهيئة سوق المال؛
- رقابة الهيئة المصرية للرقابة على التأمين؛
- الترخيص بتكوين اتحادات العاملين المساهمين.

2-4- مسؤوليات مجلس الإدارة:

- إلزام الشركات بتعيين أعضاء مجالس إدارة مستقلين أو غير تنفيذيين في مجلس الإدارة؛
- إلزام الشركات بتشكيل لجنة للمراجعة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين؛
- إلزام الشركات بالإفصاح عن هياكل الملكية والمساهمين الرئيسيين، وتقرير مجلس الإدارة؛

ثانيا: مدى اهتمام مصر بتطبيق حوكمة الشركات

لقد قام البنك الدولي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي بدراسة أوضاع حوكمة الشركات في عدد من الدول والأسواق المالية وأسفرت هذه الدراسة على أن مصر تعتبر أول دولة عربية يتم إجراء تقييم لممارسة حوكمة الشركات فيها من قبل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وقد تم الانتهاء من التقرير في عام 2001 بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال، وبورصة الأوراق المالية وشارك في إعداد التقرير عدد من المراكز البحثية وعلى رأسها المركز المصري للدراسات الاقتصادية وشركات محاسبة ومراجعة المهتمين من الاقتصاديين والقانونيين وقد لخص التقرير أهم نقاط الضعف والقوة في مناخ حوكمة الشركات بكل من قطاع الأعمال العام والخاص وقطاع سوق رأس المال، وقد أشار التقرير إلى أنه من أهم آليات تنظيم سوق الأوراق المالية المصرية:¹

¹ حوكمة الشركات في مصر، على الموقع:

1. أسلوب العمل الذي تقوم به الهيئات العامة لسوق المال لضمان حقوق حملة الأسهم وخاصة حقوق الأقلية ؛

2. القواعد والإجراءات التي تتبع للرقابة على السوق لمنع التلاعب أو الفساد؛

3. وكذلك التأكد من ميثاق العمل بين الوسطاء العاملين بالسوق؛

4. التأكد من السلامة الفنية والمحاسبية لنشاط الشركات المقيدة وغير المقيدة؛

5. تطوير البنية التشريعية لسوق رأس المال؛

6. العمل على استحداث أدوات مالية جديدة؛

7. الاهتمام بتوفير الأمان والاستقرار بالسوق؛

وأشارت نتائج التقييم إلى أن القواعد المنظمة لإدارة الشركات والمطبقة في مصر تتماشى مع المبادئ الدولية في سياق 29 مبدأ من إجمالي 48 مبدأ حيث تنص القوانين الحاكمة للشركات ولصناعة الأوراق المالية على نفس المبادئ كما أن تطبيقاتها تتفق بصورة كاملة أو شبه كاملة مع المعايير الدالة على حسن الأداء، وعلى الرغم من وجود بعض المبادئ في القوانين الحاكمة للشركات إلا أنها قد لا تطبق بشكل عملي بسبب ضعف وعي المساهمين أو إدارات الشركات بتلك المعايير ، ولذا تهدف ورش العمل المتتالية التي تنظم في هذا المجال إلى زيادة الوعي بقواعد حوكمة الشركات لجميع أطراف المجتمع المالي، وفيما يلي أهم السياسات والإجراءات التي اتخذتها الهيئة العامة لسوق المال لتفعيل حوكمة الشركات في مصر :

- تقوم الهيئة بالتعاون والتنسيق الكامل مع مكتب وزير التجارة الخارجية بصفة دورية

بإضافة أبواب جديدة لللائحة التنفيذية لقانون سوق المال بما يعكس التطورات المحلية

والعالمية في مجالات مثل التوريد، نشاط أمناء الحفظ، الشراء بالهامش، قواعد

صافي رأس المال لشركات السمسرة.

- الاهتمام بحماية حقوق الأقلية من المساهمين حيث شهدت الممارسات العلمية خلال عام 2002 تدخل الهيئة لوقف عدد من قرارات الجمعيات العامة للشركات وكذلك أكثر من عرض لشراء أسهم الشركات من خلال الاستحواذ أو الاندماج في حالة وجود أي تعارض مع حقوق المساهمين من الأقلية ويجرى حالياً تعديل القواعد المنظمة لنظام عروض الشراء لمزيد من الفاعلية في مراعاة حقوق الأقلية.
- تطبيق معايير المحاسبة والمراجعة الدولية على السوق المصري.
- حماية المستثمر وتحقيق الأمان والاستقرار بالسوق من خلال صندوق ضمان التسويات الخاصة بمخاطر المقاصة والتسوية وجاري حالياً الانتهاء من إصدار القواعد الخاصة بصندوق حماية المستثمر في الأوراق المالية ضد مخاطر تصفية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وليلحل محل بوليصة التأمين في مجال المخاطر المهنية.
- الاهتمام المستمر بفحص شكاوي المستثمرين والمساهمين في حصولهم على حقوقهم من الشركات العاملة في سوق رأس المال.
- تكوين جماعات لحماية حقوق حملة السندات.
- الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري لجمهور المتعاملين وتوعية الشركات المصدرة للأوراق المالية والمنظمات ذاتية التنظيم بالقواعد الحاكمة للإدارة الرشيدة.
- تشجيع وتهيئة المناخ اللازم لجذب الاستثمارات الأجنبية والمساواة بين المستثمر المحلي والمستثمر الأجنبي.
- تطوير نظام للرقابة الآلية على عملية التداول بالسوق.
- تشجيع دور المنظمات ذاتية التنظيم في الرقابة على سوق رأس المال.

- تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية للشركات المصدرة للأوراق المالية.
- إصدار الأدلة التي تساهم في نشر الوعي الخاص بحوكمة الشركات للمجتمع المالي مثل دليل حماية صغار المساهمين.
- النشر والإفصاح عن الأساليب التي تستخدمها الهيئة في التفتيش والرقابة على الشركات العاملة في سوق رأس المال.
- تعديل قواعد التصويت للمساهمين في الجمعيات العمومية للشركات بالشكل الذي يسهل عملية ممارسة حقوق حملة الأسهم وحماية حقوق الأقلية وجاري استحداث وسائل بديلة للتصويت الشخصي مثل التصويت بالبريد العادي أو البريد الإلكتروني.
- بالنسبة للإفصاح عن هيكل ملكية الشركات للمستثمرين فقد تم اتخاذ مجموعة من الإجراءات ستساهم في توفير البيانات الدورية عن هيكل ملكية الشركات المقيدة والرصيد الحر الخاص بها بصفة دورية منظمة للمجتمع المالي.
- ولتنفيذ توصيات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وافق مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال على إصدار القواعد الجديدة لقيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية، والتي بدأ العمل بها اعتباراً من 2002/8/1 التي أعدت مسودتها الأولى إدارة البورصة حيث احتوت القواعد الجديدة على مجموعة من السياسات والإجراءات التي ستساهم في تفعيل مبادئ حوكمة الشركات ومن أهم هذه القواعد الجديدة:

➤ الاهتمام بتسجيل الشركات التي يمكن أن تتداول أوراقها المالية بنشاط من خلال

وضع حد أدنى لرأس المال وعدد المساهمين والربحية وعدم وجود قيود على تداول

الأوراق المالية المطلوب قيدها سواء للمستثمر المحلي أو الأجنبي، الأسهم حرة التداول؛

- وضع جزاءات مالية على الشركات التي لا تلتزم بقواعد الإفصاح والشفافية عن المعلومات المادية أو بالنسبة للقوائم والبيانات المالية بصفة دورية؛
- إلزام الشركات بتكوين لجنة المراجعة الداخلية طبقاً لقواعد القيد الجديدة مع ضرورة إفصاح الشركات من هذه اللجنة للمجتمع المالي؛
- ضرورة تعيين كل شركة لمسئول عن العلاقات مع المستثمرين والمساهمين؛
- نشر طلبات قيد الأوراق المالي على شبكة الانترنت والنشرة اليومية للبورصة لإعطاء ذوي الشأن الحق في الاعتراض للجنة القيد والشطب خلال عشرة أيام من النشر؛
- وضع قواعد لإخطار البورصة من قبل الشركات عن تداول العاملين بها والمديرين لأسهم الشركة.

من أهم دواعي اهتمام مصر بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الفترة الأخيرة:¹

- تحول دور سوق الأوراق المالية المصري كنافذة رئيسية لجذب الاستثمارات الأجنبية لاسيما عن طريق عمليات الاستحواذ؛
- الحرص على إتباع كافة المعايير الدولية الحاكمة لأسواق المال الدولية، المعايير الدولية للمحاسبة والمراجعة؛
- ولذلك تم إصدار:

¹ الهيئة العامة لسوق المال، مركز المديرين ودوره في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، نشرة دورية 2004/04/19، ص 06-07.

- القواعد الجديدة للقيد في بورصتي القاهرة والإسكندرية والتي تتناول تطبيق العديد من مبادئ الإفصاح والشفافية وتعاملات المطلعين على المعلومات الداخلية؛
- قانون الإيداع والقيد والحفظ المركزي ولائحته التنفيذية والذي ينظم أنشطة المقاصة والتسوية، والإيداع والقيد المركزي، وبنوك الإيداع، وأمناء الحفظ؛
- العمل على الانتهاء من مشروع القانون الموحد الجديد للشركات ومشروع القانون الجديد لتنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة آخذين في الاعتبار تطبيق مبادئ حوكمة الشركات؛
- يشمل التطوير الجديد للإطار التنظيمي للهيئة العامة لسوق المال إنشاء وحدة لمتابعة تطبيق القواعد والمبادئ الخاصة بحوكمة الشركات، ومن ناحية أخرى تشجع الهيئة الجهود المبذولة لإصدار ميثاق حوكمة الشركات؛
- مشاركة مصر بفعالية في المنتديات العالمية لحوكمة الشركات؛
- صدور قرار إنشاء "مركز المديرين" مساهرا لتنظيمات المعاهد الدولية المماثلة وذلك للمساهمة في زيادة وعي المجتمع المالي بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات والاستفادة من خبرات البنك الدولي في هذا المجال.

المبحث الثالث: واقع حوكمة وكفاءة سوق الامارات للأوراق المالية

بعدما تمت ترقية الامارات إلى فئة الأسواق المالية الناشئة مما شكل وقتها اعترافا دوليا باستيفاء سوق الامارات للقواعد والمعايير الدولية، وقد نتج عن هذه الترقية نمو وازدهار أسواقها أكثر فأكثر من خلال المزيد من تدفقات رأس المال من قبل المستثمرين، الأمر الذي جعلها تطمح نحو تحقيق المزيد من الأهداف من بينها ترقية أسواقها المالية من ناشئة إلى متقدمة وفق رؤية واضحة وأسس منهجية في ظل توافر بنية تشريعية ولوائح منظمة تتماشى مع معايير الأسواق

المالية المتقدمة، وفي هذا الاطار حاولنا دراسة تجربة الامارات في حوكمة الشركات ودورها في رفع كفاءة سوقها للأوراق المالية.

المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الامارات العربية المتحدة للأوراق المالية.

يعد سوق الإمارات للأوراق المالية حديث النشأة مقارنة بالأسواق العالمية وحتى العربية ولكن على الرغم من نشأته الحديثة إلا أنه يتقدم بشكل جيد لبلوغ المستويات المتقدمة، ويتكون هذا السوق من سوقين أساسيين هما سوق دبي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، وسنحاول من خلال المطلب تقديم سوق الامارات للأوراق المالية وذلك بالتعريف بها وبأقسامها والهيئة المشرفة عليها.

أولاً- نشأة سوق الامارات للأوراق المالية:

أنشئ سوق الامارات للأوراق المالية عام 1986 حيث أصدر البنك المركزي قراره بشأن نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة.¹

وبتاريخ 01-02-2000 تأسست هيئة الامارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000، وتلحق بوزير الاقتصاد مقرها الرئيسي في إمارة أبوظبي وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق.² وتقوم الهيئة بالإشراف على نشاط سوقي الأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك أنها هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري

¹ ابن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص 150.

² <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/establishment.aspx> تاريخ الاطلاع عليه:

وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها ومن أهم فوائد قيام سوق الأوراق المالية ما يلي:¹

- تحسين نوعية الاستثمار وزيادة الوعي الاستثماري والاقبال على شركات ذات الأداء الجيد؛
 - تعريف الجمهور بالأسهم المتداولة؛
 - المساهمة في تطوير الخدمات المالية؛
 - توفير المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة؛
 - توفير المناخ الملائم لاستثمار المدخرات في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويحقق سلامة التعامل ويحمي المستثمرين؛
 - تنظيم وتطوير ومراقبة أسواق المال والسلع؛
 - حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها.
- منذ أن بدأت الهيئة بممارسة أعمالها فقد وضعت باعتبارها تطبيق أحكام القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 والعمل على تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها والتي كان من أهمها حماية المستثمر، وتوفير المناخ الاستثماري الملائم في التعامل في الأوراق المالية.
- وفي سبيل تحقيق تلك الأهداف، فقد تم إصدار العديد من التشريعات المتعلقة بترخيص وتسجيل الأوراق المالية والإفصاح وغيرها، واتخاذ الإجراءات الضرورية والعمل بشكل مستمر على النهوض بسوق رأس المال الوطني ضمن أسس علمية ومهنية واضحة ومدروسة وضمن أحدث وأرقى المعايير والنظم في هذا المجال.

ومما لا شك فيه، فإن نجاح الهيئة في تحقيق أهدافها يكتمل بتعاون الجميع، وقيام كل طرف من الأطراف المشاركة في سوق رأس المال الوطني بمسؤولياته وواجباته، حيث أن السوق والجهات

¹ رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق النقدية"، الطبعة الأولى، دار المعترف للنشر والتوزيع، 2004، ص 78.

الخاضعة لرقابة الهيئة إضافة للمستثمرين يشكلون جزءاً أساسياً وفعالاً في عملية التطوير والنهوض بسوق رأس المال.

ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله قرار من السلطة المحلية المختصة على ألا يكون من بين أعضائه عضواً في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة مدرجة أو وسيط مالي.¹

وقد عملت الهيئة على تحقيق ربط إلكتروني بين سوقي أبوظبي وسوق دبي المالي، وذلك من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية كما يعرف كذلك باسم مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع الذي يعد في الوقت الحاضر المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية المتحدة. ويوجد حالياً عدد من الشاشات الإلكترونية الخاصة بسوق الإمارات في قاعات التداول بالأسواق المالية في أبوظبي ودبي والشارقة ورأس الخيمة والفجيرة فضلاً عن مدينة العين.²

ثانياً- رؤية ورسالة الهيئة: تتمثل رؤية ورسالة الهيئة في:³

1- الرؤية المستقبلية للهيئة: الريادة في تطوير أسواق رأس المال والمساهمة في تنمية الاقتصاد الوطني.

2- رسالة الهيئة: حماية حقوق المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم ورفع كفاءة أسواق رأس المال بالدولة من خلال تطوير التشريعات اللازمة وتعزيز المنظومة الرقابية وتنمية الوعي الاستثماري والقانوني.

¹ <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/goals.aspx> تاريخ الاطلاع عليه: 2017/05/15.

² مداح عبد الهادي ومداني أحمد ، "دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 2، 2016، ص 45.

³ <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/mission.aspx> تاريخ الاطلاع عليه: 2017/05/15.

3- القيم التي تقوم عليها الهيئة:

أ- النزاهة والعدالة : الحفاظ علي حقوق جميع الأطراف المتعاملة في أسواق رأس المال والسلع، وتحقيق سلامة ودقة المعاملات المنجزة.

ب-الشراكة والتعاون : إقامة تحالفات نوعية وشراكات إستراتيجية هادفة تحقق المنفعة المتبادلة وتلبي المصالح المشتركة في أسواق رأس المال.

ج-الشفافية : توفير المعلومات والبيانات الكافية لجميع الأطراف في أسواق رأس المال في نفس الوقت.

د- الإبداع: تبني وتطبيق معايير التميز والابتكار في تصميم وتنفيذ المهام.

ثانيا- مكونات سوق الامارات للأوراق المالية: يتكون سوق الامارات للأوراق المالية من ثلاثة جهات رئيسية هي:¹

1- هيئة الأوراق المالية والسلع: تقوم الهيئة بالدور التشريعي والرقابي في سوق الأوراق المالية والسلع في الدولة فتمارس الصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لإنجاز مهامها وتعمل على إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وتضمن تفاعل قوى العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار العادلة وحماية المستثمرين إضافة إلى نشر الوعي الاستثماري بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي.

2- سوق دبي للأوراق المالية: تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000 وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق

¹بدرني هدى، مرجع سبق ذكره، ص 220.

الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه في 26 مارس 2000.

وفي 27 ديسمبر 2000 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الامارات العربية المتحدة برأس مال قدره 8 مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، حيث شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب فيه ما يقارب 201 مليار درهم.

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM). ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.

3- **سوق أبو ظبي للأوراق المالية:** تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000 وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، كما تم تدعيم سوق أبو ظبي للأوراق المالية بإنشاء مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي وتم افتتاح سوق أبو ظبي للأوراق المالية بتاريخ 15 نوفمبر 2000.

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات كالإجراءات وتنمية الوعي

الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

المطلب الثاني: مؤشرات أداء سوق الامارات للأوراق المالية

عملت هيئة سوق الامارات للأوراق المالية على تحقيق الربط الالكتروني بين سوقي دبي وأبو ظبي للأوراق المالية من خلال تدشين شاشة سوق الامارات واصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، كما تقوم الهيئة بإصدار تقرير سنوي عن أداء سوق الامارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق. والجدول التالي يوضح بيانات تطور مؤشرات سوق الامارات للأوراق المالية.

الجدول رقم (III - 2): تطور مؤشرات سوق الامارات خلال الفترة 2006 - 2017.

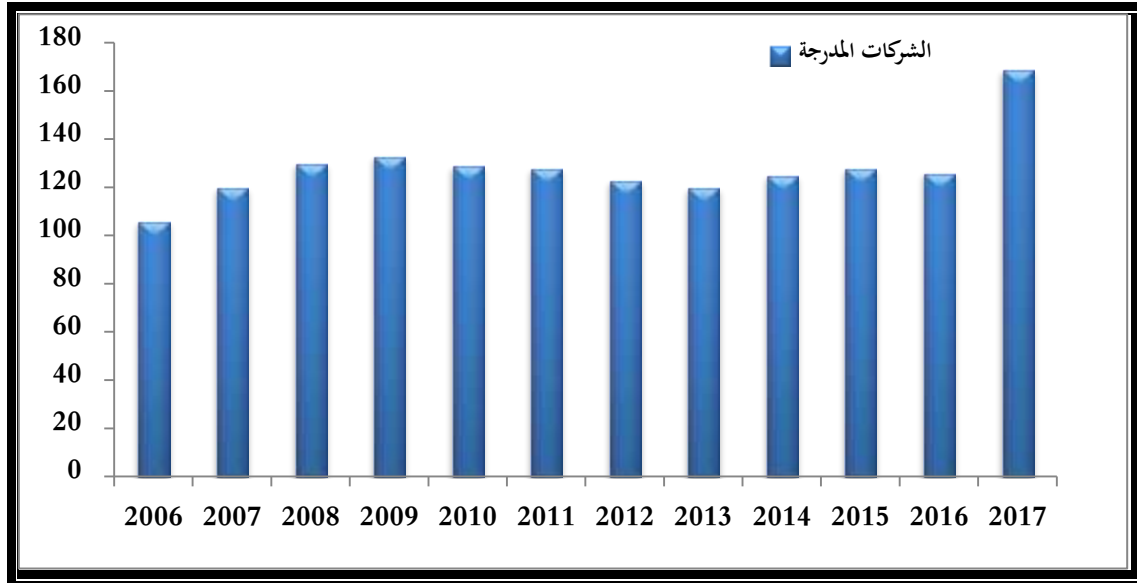
السنة	القيمة السوقية بالدرهم	حجم التداول بالأسهم	قيمة التداول بالدرهم	عدد الصفقات	الشركات المدرجة
2006	514,697,464,200	50,939,871,239	418,149,306,407	3,138,749	106
2007	824,629,199,856	157,318,141,814	554,333,583,214	3,354,617	120
2008	363,872,030,000	126,439,280,603	587,134,415,081	3,257,450	130
2009	404,702,513,093	148,297,352,509	243,489,889,472	2,728,964	133
2010	385,429,934,198	56,003,360,875	103,804,933,675	1,158,505	129
2011	346,135,787,877	40,995,866,992	56,819,194,126	728,097	128
2012	379,062,031,092	56,858,376,402	70,705,517,247	880,087	123
2013	646,270,799,980	178,682,361,983	244,504,710,417	1,894,030	120
2014	728,367,040,778	217,895,212,945	525,955,281,277	3,272,329	125
2015	693,887,594,192	125,641,574,359	209,421,081,709	2,025,711	128
2016	813,440,434,583	135,287,717,984	182,675,537,111	1,688,888	126
2017	879,150,323,032	22,737,560,000	158,029,770,410	1,312,573	132

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع.

أولاً-الشركات المدرجة في سوق الامارات للأوراق المالية.

تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الامارات موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (III -6): عدد الشركات المدرجة في سوق الامارات لأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعطيات السابقة

نلاحظ من خلال تطور عدد الشركات المدرجة بسوق الامارات للأوراق المالية أن هناك

تقريبا استقرار في عدد الشركات خلال فترة الدراسة، حيث وصلت في سنة 2017 إلى 132 شركة

مدرجة مع العلم أن عددها في بداية تأسيس السوق كان 27 شركة، وعلى الرغم من أن عدد

الشركات المدرجة ليس كبير مقارنة بأسواق مالية ناشئة أخرى مثل مصر فإن الشركات المدرجة في

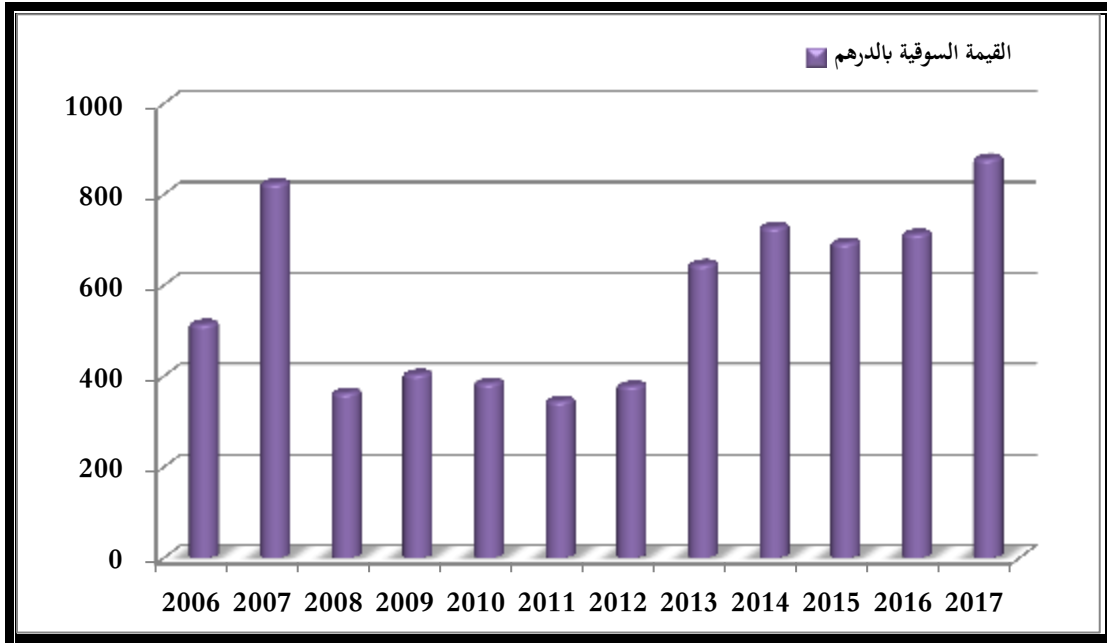
السوق الاماراتي تعتبر من الشركات الرائدة والتي تعرف بأدائها الجيد والتزامها بمبادئ حوكمة

الشركات.

ثانياً - القيمة السوقية في سوق الامارات للأوراق المالية.

يظهر الشكل الموالي تطور القيمة السوقية في سوق الامارات للأوراق المالية:

الشكل رقم (III - 7): القيمة السوقية في سوق الامارات للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على المعطيات السابقة

يعكس مؤشر القيمة السوقية أو معدل رسملة السوق مستوى النشاط فارتفاع قيمة هذا المؤشر

يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر واتساع حجم السوق) من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات

المدرجة، ولقد اتسم هذا المؤشر بالارتفاع والانخفاض حيث وصلت أدنى قيمة للقيمة السوقية إلى

346 مليار درهم سنة 2011، والملاحظ أن هذا المؤشر لم يتأثر كثيراً خلال الأزمة المالية

العالمية سنة 2008، ثم واصل هذا المؤشر ارتفاعه ليبلغ قيمة 728 مليار درهم سنة 2014

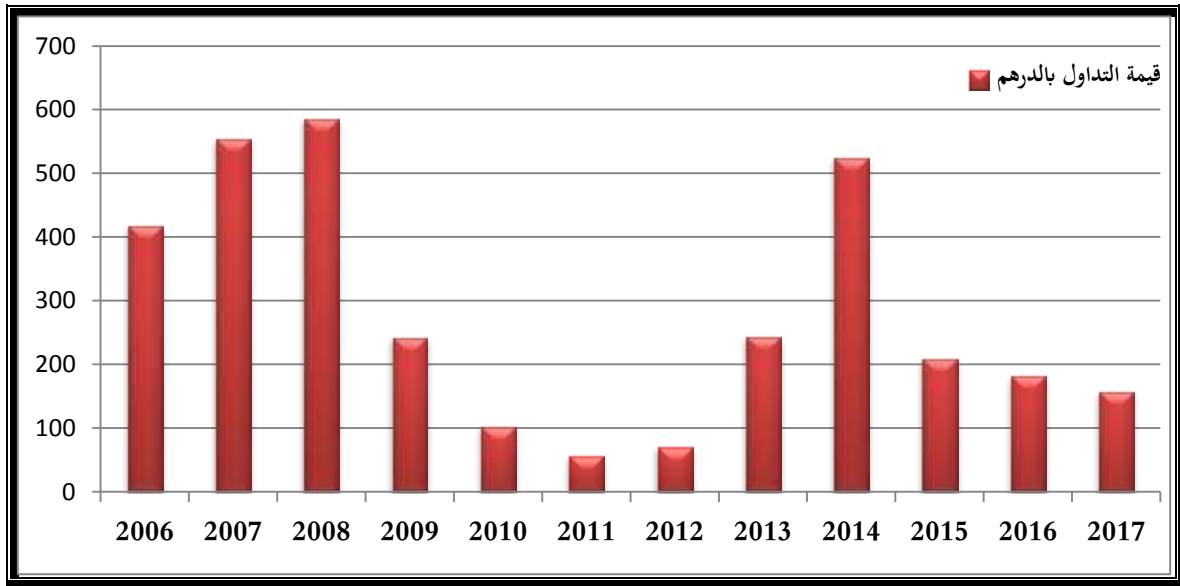
نتيجة لزيادة الطلب على الأوراق المالية المتداولة ويعود هذا لترقية سوق الامارات إلى سوق ناشئة،

ثم انخفضت سنة 2015 إلى 693 مليار درهم بمعدل منخفض قدر بـ: 4,80%، وعادت

الارتفاع بعدها خلال سنتي 2016 و 2017 لتسجل قيمة 813 و 879 مليار درهم على التوالي.

ثالثا: قيمة التداول في سوق الامارات للأوراق المالية.

الشكل رقم (III - 8): قيمة التداول في سوق الأوراق المالية.

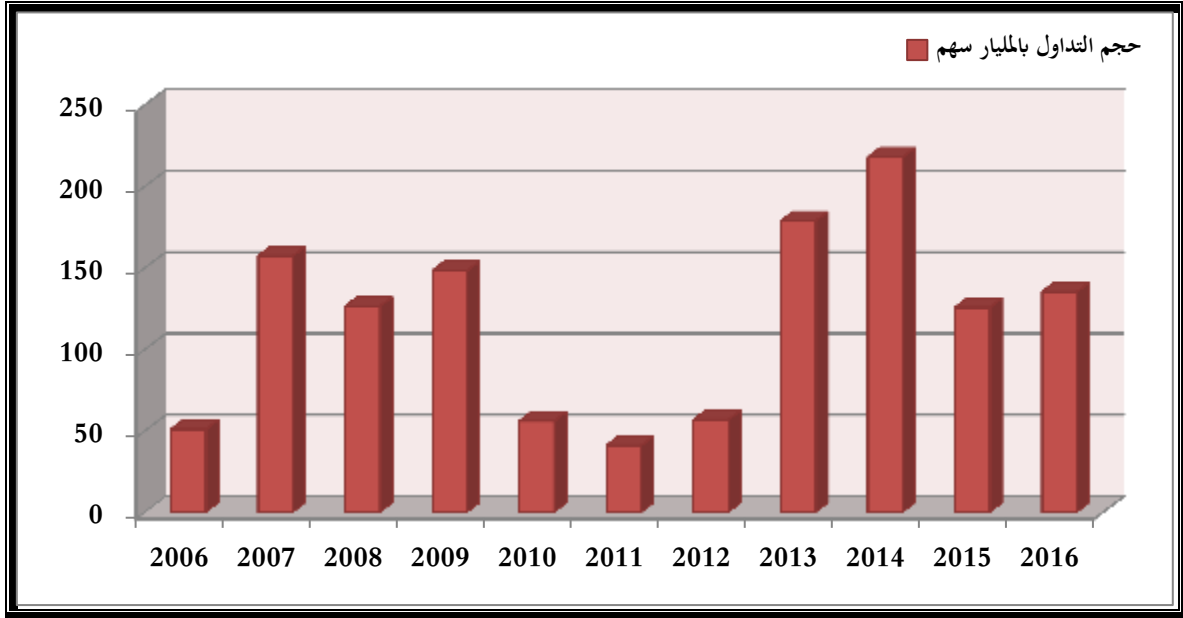


المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعطيات السابقة.

نلاحظ من خلال الشكل الخاص بتمثيل قيمة التداول في سوق الامارات للأوراق المالية أن هذا المؤشر كان مرتفعا خلال السنوات 2006، 2007 وخاصة 2008 أين وصل إلى 587 مليار درهم، وهي أعلى قيمة وصل إليها هذا المؤشر خلال سنوات الدراسة، ثم انخفض في السنوات الموالية ليصل إلى أدنى قيمة له سنة 2011 وهي 60 مليار درهم، ثم عاد أداء السوق إلى التحسن بداية من 2012 وخاصة في سنة 2014 حيث تم ترقية هذا السوق إلى سوق ناشئة وأصبحت أكثر جاذبية للمستثمرين، ولكن هذا التحسن لم يستمر كثيرا وعاد هذا المؤشر إلى الانخفاض مجددا ليسجل قيمة 158 مليار درهم سنة 2017 بمعدل انخفاض قدر بـ: 69,90% مقارنة بسنة 2014.

رابعاً: حجم التداول في سوق الامارات للأوراق المالية.

الشكل رقم (III - 9): حجم التداول في سوق الامارات للأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على المعطيات السابقة

يبين الشكل الخاص بحجم التداول في سوق الامارات للأوراق المالية أن أعلى قيمة وصلها

هذا المؤشر هي 217 مليار سهم مقارنة بأدنى قيمة له سنة 40 مليار سهم، ولكنه انخفض خلال

2015 ليرتفع في 2016 إلى 135 مليار سهم .

المطلب الثالث: حوكمة الشركات في سوق الامارات للأوراق المالية.

لقد بذلت الامارات العربية المتحدة لغيرها من الدول جهوداً محاولة منها إرساء مبادئ حوكمة

الشركات وخاصة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية من أجل تحسين أدائها، وقد تمثلت هذه

الجهود في النقاط التالية:

أولاً- جهود الهيئة في تعزيز الإفصاح والشفافية

يظهر جهد هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع في تعزيز حوكمة الشركات من خلال

تعزيز الافصاح عن البيانات وشفافية هذه البيانات، لذلك قامت الهيئة بإصدار عدة قرارات في هذا

السياق ومن بينها القرار رقم (3) لسنة 2000 الذي جاءت به في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية في تقديم البيانات والمعلومات، مع التركيز على الإفصاح الذي يكون على مستوى الهيئة والأسواق المالية الموجودة في الامارات والشركات المدرجة فيها كما يلي:¹

1- الإفصاح المتعلق بالهيئة:

- تلتزم الهيئة بالتأكد من توافر الشفافية والإفصاح وتنظيمهما على النحو المقرر في القانون والنظم والقرارات التي تصدر تنفيذا له؛
 - للمجلس أن يجري تفتيشا على أعضاء السوق على أساس دوري أو بناء على طلب ذي شأن للتحقق من مدى الالتزام بالقانون أو اللوائح والنظم الصادرة تطبيقا له وذلك وفقا للنظام الذي يضعه في هذا الشأن، ويباشر التفتيش بالتنسيق مع إدارة السوق في الأحوال التي تقتضي ذلك؛
 - يحظر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أية أوراق مالية؛
 - يلتزم أعضاء المجلس بمجموعة من الالتزامات التي من شأنها أن تدعم مبادئ الحوكمة في السوق؛
 - للمجلس أو المدير التنفيذي تعليق إدراج ورقة مالية في السوق في عدة حالات؛
 - للهيئة إلغاء إدراج أية ورقة مالية من التداول في السوق في بعض الحالات؛
- 2- الإفصاح على مستوى الأسواق: ويكون الإفصاح من خلال العناصر التالية:

¹ أحمد مداني ومداح عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

- تتولى السوق متابعة التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن الأمور والمعلومات الجوهرية والبيانات المالية ونشرها وتوقيت هذا النشر والتحقق من وضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، يلتزم مجلس إدارة السوق بإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح؛
- تلتزم الأسواق بالربط الإلكتروني المتبادل بينها على مستوى الدولة؛
- يلتزم الأعضاء بالتصريح خطياً لدى الهيئة عن الأوراق المالية التي يمتلكونها هم وعائلاتهم؛
- تسقط العضوية في مجلس إدارة السوق عن العضو الذي يحكم عليه في جناية أو جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو يشهر إفلاسه؛
- تلتزم السوق بموافاة المجلس بالميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر والبيانات المالية السنوية المدققة من قبل مدقق حسابات معتمد، وذلك خلال تسعين يوماً من نهاية سنتها المالية؛
- تلتزم السوق بتقديم التقارير الدورية التالية للهيئة عن حركة تداول الأوراق المالية المدرجة فيها؛
- تلتزم السوق بإعداد نشرة أسعار يومية عن التداول.

3- إفصاح الجهات والشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق وإدارتها:

وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (III - 10): إفصاح الجهات والشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق.

يرفق طلب الإدراج بالبيانات والمعلومات التالية:

1- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة: يتضمن ما يلي:

- نبذة عن الشركة، - وصف الأوراق المالية الخاصة بالشركة، - تقييم مدعم بالأرقام لأداء الشركة، - بيان بأهم الأحداث التي مرت بها الشركة منذ تأسيسها، - أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة، أسماء كل ملاك الأسهم التابعة للشركة.

2- بيان مالي يشمل ما يلي: - تقرير مالي عن السنة السابقة، - تقرير مجلس الإدارة ومدقق الحسابات، - تقرير مالي يغطي فترة ما بين نهاية السنة السابقة وتاريخ تقديم الطلب.

الإفصاح السابق
للإدراج

يتضمن الإفصاح اللاحق للإدراج العناصر التالية:

- 1- تلتزم الشركة بإخطار هيئة السوق عن أية تطورات تؤثر على أسعار أوراقها؛
- 2- تلتزم الشركة بنشر كل المعلومات لتوضيح أوضاعها وأنشطتها؛
- 3- تلتزم الشركة بإخطار وموافقة كل من الهيئة والسوق المالي بما يلي:
 - كافة البيانات والإحصائيات، - كل المعاملات التي تمت على أوراقها، - جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس الإدارة، - بيان تفصيلي لبيع وشراء بعض الأصول، - أية تغييرات تطرأ على الهيكل التنظيمي.
- 4- تلتزم الشركة بنشر التقارير التالية: - تقارير مالية دورية وسنوية تكون مدققة من طرف مدقق خارجي، - يشترط أن تكون التقارير وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية.

الإفصاح اللاحق
للإدراج

المصدر: أحمد مداني ومداح عبد الهادي، "دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة

أسواق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الامارات للأوراق المالية-"، مرجع سبق ذكره، ص

ثانياً- واقع التزام الشركات المدرجة في سوق الامارات للأوراق المالية بحوكمة الشركات

في إطار جهود هيئة الأوراق المالية والسلع الرامية إلى دعم ونمو تطور أسواق الأوراق المالية بالدولة كأحد الأهداف الاستراتيجية للهيئة التي تعمل على تحقيقها بما ينسجم مع رؤية وتطلعات الحكومة الاتحادية، قامت الهيئة بتبني تطبيق الشركات لإجراءات الحوكمة المتعلقة بقواعد الإدارة الرشيدة والممارسات السليمة للأعمال، من خلال إطلاق سلسلة من الحملات التوعوية لتعزيز الوعي العام بمبادئ الحوكمة لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

يبلغ عدد الشركات التي تخضع لأحكام قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة 87 شركة، بعد استثناء شركات الاستثمار والبنوك والمصارف وشركات التمويل والشركات الأجنبية المدرجة في الأسواق المالية بالدولة.

يقوم فريق الافصاح والحوكمة بزيارة الشركات وذلك للاطلاع على مدى التزامها بتطبيق ضوابط ومتطلبات الحوكمة.

قامت الهيئة خلال عام 2016 بإجراء بعض التعديلات على أحكام القرار الوزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي وتعديلاته، وقد تم استبداله بإصدار قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة بحيث يشمل كافة التعديلات التالية:¹

1. ضوابط وأحكام المشاركة في اجتماعات مجلس الإدارة من خلال الوسائل التقنية الحديثة؛

2. ضوابط إبرام الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة؛

¹ التقرير السنوي 2017 لهيئة الأوراق المالية والسلع، ص: 24.

3. ضرورة إعداد سجل للمطلعين بخصوص تعاملات أعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها

في الأوراق المالية؛

4. أحكام وضوابط تعارض المصالح في الشركات المساهمة العامة؛

5. أحكام الجمعيات العمومية السنوية للشركات المساهمة العامة والقرارات الخاصة الصادرة

منها؛

6. الضوابط اللازمة لضمان ممارسة المساهمين لحقوقهم؛

7. ضوابط علاقات المستثمرين في الشركات المساهمة العامة.

1- عدد الشركات التي قامت بتزويد الهيئة بتقرير الحوكمة للعام 2016: قامت الهيئة بصفتها

الجهة الرقابية الوحيدة في الدولة المسؤولة عن متابعة تطبيق الشركات المساهمة العامة المحلية

المدرجة لدى أسواق الدولة بالتعميم على الشركات بضرورة إعداد تقرير الحوكمة للعام 2016

حسب النموذج الذي اعتمدته الهيئة في هذا الشأن وإتاحته لجميع المساهمين قبل موعد عقد اجتماع

الجمعية العمومية للشركة بوقت كاف.

وخلال عام 2017 بلغ عدد الشركات الملزمة بتطبيق قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم

(7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة (87)

من إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، مع العلم بأن القرار قد استثنى كافة

البنوك والمصارف والشركات المرخصة من المصرف المركزي وكذلك الشركات الأجنبية من تطبيق

أحكام هذا القرار.

وقد قامت الشركات الـ (87) بإصدار تقرير الحوكمة خلال عام 2017، كما يتضح من

الجدول أدناه:¹

¹ نفس المرجع، ص: 26.

الجدول رقم (III - 3): الشركات المطبقة لقرار الحوكمة

الشركات التي لم تفصح عن التقرير (*)	الشركات المفصحة عن التقرير	الشركات الملزمة بالإفصاح عن التقرير	القطاع
0	29	29	التأمين
0	4	4	الاستثمار والخدمات المالية
0	2	2	الاتصالات
0	12	12	العقار
0	14	14	الصناعة
0	10	10	الخدمات
0	11	11	السلع الاستهلاكية
0	2	2	الطاقة
0	3	3	النقل
0	87	87	المجموع
%0.00	%100	%100	النسبة المئوية

(*) في نهاية عام 2017 تم إدراج 3 شركات مساهمة عامة وسيتم التأكد من التزام تلك الشركات

بالإفصاح عن تقرير الحوكمة في عام 2018.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي 2017 لهيئة الأوراق المالية والسلع.

2- الإشراف والرقابة على شركات المساهمة العامة

في إطار تفعيل خطة الهيئة للإشراف والرقابة على شركات المساهمة المحلية المدرجة، وتطبيق الخطة التشغيلية للعام 2017 للتأكد من سلامة المركز المالي للشركات المحلية المدرجة، ومراعاتها لأحكام القوانين والأنظمة المعمول بها إضافة إلى التحقق من مدى التزام الشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق الأوراق المالية بالدولة بضوابط ومتطلبات الحوكمة، قام فريق من قسم الإفصاح والحوكمة بزيارة الشركات للاطلاع على ما تم تطبيقه خاصة في هذا الصدد والاطلاع على الموقف المالي للشركات.

وقد تم خلال العام 2017 زيارة 15 شركة من مختلف القطاعات، على أن تتم زيارة كافة الشركات المساهمة العامة مستقبلاً.

3- إفصاح الشركات المساهمة العامة عن البيانات المالية السنوية للعام 2016 والبيانات المالية المرحلية للعام 2017: انطلاقاً من قاعدة إلزامية جميع الشركات المقيمة لدى الهيئة والمدرجة في الأسواق بتزويد الهيئة بتقارير مالية سنوية وربيع سنوية وذلك بموجب المادة (36/7) من النظام الخاص بالإفصاح والشفافية، التزمت الشركات المساهمة العامة بالإفصاح عن البيانات المالية السنوية للعام 2016، وكذلك البيانات الربعية للعام 2017 وذلك كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (III - 4): نسبة الإفصاح المحلية والإجمالية للشركات المساهمة العامة.

نوع الإفصاح	نسبة الإفصاح المحلية	نسبة الإفصاح الاجمالية
البيانات المالية السنوية لعام 2016	100%	96.8%
البيانات المالية للربع الأول لعام 2017	99.1%	96%
البيانات المالية للربع الثاني لعام 2017	99.1%	99.2%
البيانات المالية للربع الثالث لعام 2017	99.1%	99.2%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية والسلع.

ثالثاً - تقنية XBRL كآلية لتعزيز الحوكمة في سوق الإمارات للأوراق المالية

1- تعريف تقنية XBRL: هي لغة إلكترونية معيارية مجانية قابلة للتوسع أساسها لغة XML المعيارية، تعتمد على الإفصاح على الانترنت لتحسين وتسريع الإفصاح عن التقارير بأقل تكلفة ممكنة، لذلك فهي تهدف إلى تزويد مستخدمي التقارير بتقارير وقوائم مالية نم إعدادها ونشرها بصيغ معيارية تستطيع استخراج واستخلاص البيانات المالية بشكل موثوق وتبادلها آلياً.

كما عرفت مؤسسه معايير التقارير المالية IFRS Fondation بأنها اللغة الرقمية التي تم تطويرها من أجل توفير شكل إلكتروني موحد للتقارير المالية والتجارية حيث تستخدم لغة XBRL البطاقات التعريفية التي تجعل الحاسوب قادر على فهم المعلومات المالية والتجارية واستخدامها.

إن XBRL هي لغة وليست معياراً محاسبياً لديها مفرداتها الخاصة للتعبير والوصف باعتماد لغة XML كأساس لها مع إضافة قواعد ومتطلبات خاصة بلغة الأعمال والمحاسبة، وهي الكترونية لأنها تعتمد التقنيات الالكترونية كوسيلة لها، ومعيارية بسبب الاتفاق العالمي حول توحيد مصطلحاتها وعباراتها، ومجانية لأنها بدون مقابل مادي وقابلة للتوسع لأنها لغة مفتوحة قابلة لزيادة مصطلحاتها وعباراتها حسب الحاجة.¹

2- تطبيق تقنية XBRL في سوق الامارات العربية للأوراق المالية

تعتبر دولة الامارات العربية المتحدة الدولة العربية الوحيدة التي تستخدم لغة XBRL، ففي مارس 2012 استضافت دولة الامارات المؤتمر الدولي السابع والعشرين (27) لمنظمة XBRL تحت عنوان "الشفافية في إعداد التقارير"، وهي المرة الأولى التي يقام فيها المؤتمر بدولة عربية وفي منطقة الشرق الأوسط، وخلص المؤتمر إلى أن استخدام لغة XBRL سيجعل البيانات المالية أكثر شفافية وثقة وقابلة للمقارنة، كما سييسر ويسرع عمليات الإفصاح ويختصر الوقت اللازم لطرح البيانات لطرح البيانات المالية الهامة التي تؤثر على قرارات المستثمرين مما سيعزز من ثقتهم بسوق الأوراق المالية، وفي سنة 2013 قررت هيئة الأوراق المالية والسلع تطبيق نظام الإفصاح

¹ أبو جمعة بن صالح وجمال عمورة، "لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL ودورها في تحسين كفاءة الأسواق المالية"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية (مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة)، المجلد 20، العدد 02 (34-2016)، ص 33.

الالكتروني بلغة XBRL بشكل إلزامي وفق قرار رقم (39) بداية من 2014/01/01 على كافة الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي.¹

3- أثر تطبيق نظام الافصاح الالكتروني XBRL على مستوي دولة الامارات العربية المتحدة: بعد نجاح تبني تطبيق دولة الامارات العربية المتحدة للغة الافصاح الالكتروني XBRL بدأت تظهر نتائج هذا النجاح مباشرة باعتبارها:²

- باعتبارها أول دولة عربية تحصل على صلاحيات لغة XBRL؛
- أول دولة في الشرق الأوسط تطبق نظام الافصاح الالكتروني وأول دولة في العالم يتم فيها تعريب لغة XBRL؛
- أول دولة يتم فيها تطبيق لغة XBRL على الشركات المدرجة التي تتبع المعايير المحاسبية الاسلامية؛
- أول دولة في العالم تقوم باستخدام تصنيفات معايير الابلاغ المالي IFRS 2011 في لغة XBRL؛
- من الدول القليلة التي تم اعتماد تصنيفات البيانات Taxonomy والتي تم تطويرها في الامارات بعد اختبارات منظمة IFRS Fondation وتمت الموافقة عليها دون تعديلات جوهرية؛
- ساهم تطبيق لغة الافصاح الالكتروني XBRL في دفع رفع ترتيب دولة الامارات العربية في مؤشر التنافسية العالمية -حماية حقوق المستثمرين- في محوري الشفافية ونطاق الافصاح.

¹بوجمعة بن صالح وجمال عمورة، المرجع السابق، ص 38.

²نفس المرجع، ص 44.

وحسب تقرير البنك الدولي لممارسة أنشطة الأعمال لسنة 2016 احتلت دولة الامارات العربية المتحدة المرتبة 09 عالميا في مؤشر حماية حقوق المستثمرين -في محوري الشفافية ونطاق الافصاح- بتقدمها 39 درجة مقارنة بالعام الماضي، وهذا بعد تطبيق لغة XBRL بسنة واحدة، كما حافظت دولة الامارات على المرتبة الأولى عربيا وللجنة الثالثة على التوالي: (2015-2016 و2017)، وهذا دليل على مساهمة لغة XBRL في تحسين كفاءة السوق المالي لدولة الامارات.

خلاصة الفصل الثالث:

خلصنا من هذا الفصل إلى أن:

- حوكمة الشركات تعتبر إحدى المتطلبات الجديدة للنهوض بالاقتصاد، من خلال الانعكاس الإيجابي لتطبيق مبادئها القائمة على الإفصاح والشفافية، من قبل الشركات المدرجة في أسواق المال، خاصة وأن هذه الأخيرة تعد مصدرا هاما للتمويل وتقديم المعلومات المتعلقة بتلك الشركات، وقد تبين الآن أكثر من أي وقت مضى، أن تبني نظام شفاف وعادل يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، والحد من أساليب التضليل، سواء عن طريق الالتزام بمبدأ حماية حقوق المساهمين الذي يضمن تشجيعهم على الاستثمار في الأوراق المالية دون خوف، أو من خلال مبدأ الإفصاح عن المعلومات المحاسبية الذي يعتبر عاملا مهما في ضمان تنشيط السوق من جهة، والوصول إلى السعر الحقيقي للأسهم من جهة أخرى، ومن ثم رفع كفاءة السوق المالي. أي أن الطريق الجيد والصحيح لحوكمة الشركات سيكون المدخل الفعال لتعزيز الإفصاح والشفافية، مما ينعكس بالإيجاب على كفاءة السوق المالي.

ومن خلال دراستنا لسوقي مصر والامارات للأوراق المالية واستعراضنا لأهم المؤشرات

لاحظنا أنه:

- كانت للتجربة المصرية في حوكمة الشركات الريادة بين معظم دول الشرق الأوسط وذلك نتيجة مبادراتها بتأكيد تطبيق القواعد الدولية لحوكمة الشركات في القطاعين الخاص والعام، فقد صدر في أكتوبر 2005 دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، حيث تتناول هذه المجموعة من القواعد مبادئ حوكمة شركات المساهمة في مصر، كما صدر في 2006 دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية، وصدر

في نفس السنة مشروع القواعد المقترحة لحوكمة الشركات المعتمدة ببورصتي القاهرة والإسكندرية.

- أما سوق الامارات للأوراق المالية فيمكن القول أنه خارج نطاق تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وهو من الأسواق الجاذبة للمستثمرين، وهذا نتيجة للجهود المبذولة من طرف الهيئة في تطوير البنى التحتية للسوق ومبادراتها في تعزيز ثقافة الحوكمة لدى الشركات المدرجة ونشر الوعي، وقد كللت هذه الجهود بترقية سوق الامارات للأوراق المالية إلى سوق ناشئة، كما تدعم موقعها على مستوى التنافسية العالمية وتعزيز مكانتها في مجال حماية المستثمرين، فسوق الامارات للأوراق المالية له محاولات جادة في تطبيق حوكمة الشركات الأمر الذي انعكس على مؤشرات أداء هذا السوق ايجابا وهو ما جعله يتمتع بالكفاءة والفعالية في أداء مهامه.

الفصل الرابع: تحليل و تقييم انعكاسات

حوكمة الشركات على كفاءة بورصة

لجزائر

تمهيد:

لقد جرت العادة في تقييم نشاط السوق المالي ولاسيما من قبل المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات السوق كذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية تتم من خلال هذه المؤشرات وذلك من خلال ما تنشره الصحف العالمية يوميا وبقية الوسائل، إذ يتم نشر قائمة المؤشرات التي تقيس التطورات التي تطرأ على أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية ومن ثم فإن المستثمرين يملكون صورة واضحة عن استثماراتهم، فضلا عن إمكانية توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة وذلك من خلال الاعتماد على مؤشرات أداء تلك الأسواق.

ويمكن القول أن مؤشرات كفاءة هذه الأسواق تتأثر بمبادئ حوكمة الشركات وتختلف هذه الآثار من دولة إلى أخرى ويرجع ذلك إلى مدى التزام السوق المالي بمبادئ حوكمة الشركات وتطبيقها، وسنحاول من خلال هذا الفصل تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر وواقع حوكمة الشركات فيها، وكذلك مدى تأثير هذه الأخيرة على كفاءة البورصة، وهذا من خلال المباحث:

المبحث الأول: الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر؛

المبحث الثاني: مؤشرات أداء بورصة الجزائر؛

المبحث الثالث: واقع حوكمة الشركات في بورصة الجزائر.

المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

لقد ظهرت الحاجة الماسة لإنشاء السوق المالية بالجزائر و التي تشكل وسيلة لتكملة و تنويع مصادر التمويل، خاصة في المرحلة انتقالية التي كان يعيشها الاقتصاد الجزائري، وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق للإطار التنظيمي لبورصة الجزائر فهي إن كانت معروفة لدى بعض الناس المهتمين و ذوي العلاقة بها فإنها لا زالت حديثة العهد و غير معروفة لدى الغالبية العظمى في المجتمع الجزائري و الذين سمعوا عن البورصة بصفة عامة و بورصة الجزائر بصفة خاصة.

المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

بدأت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر بإعلان الإصلاحات الاقتصادية سنة 1988 عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية، إذ يدخل إنشاؤها ضمن إصلاح نظام التمويل.

أولاً: مراحل إنشاء بورصة الجزائر

لقد تم إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر وفق المراحل التالية:¹

1-المرحلة التمهيدية: في 09 ديسمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بإمضاء العقد التأسيسي لدى الموثق تحت اسم "شركة القيم المنقولة SVM" و هي شركة ذات أسهم يقدر رأس مالها بمبلغ 320.000 دج دون التصريح بكلمة البورصة لأن في تلك الفترة لم يكن هناك أي نص قانوني ينظم نشاط البورصة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الرئيسي يتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة في أفضل الشروط، لكن بقيت هذه الشركة دون تشغيل وتأخرت في الانطلاق بالنظر إلى العوائق التنظيمية وضالة رأس مالها، وكذا

¹نورين بومدين، "صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2015، ص ص: 155-156.

المشاكل الأخرى المرتبطة بضبط مهامها، ورغبة في رفع هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار برفع رأس مالها إلى مبلغ 9.320.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها، من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المنقولة، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسميا اسم "بورصة القيم المنقولة" ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي في أواخر سنة 1992، أضف إلى ذلك أنه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28-05-1991 وهي كالتالي:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بتحديد أنواع و أشكال القيم المنقولة و كذا ظروف إصدارها من طرف مؤسسات رؤوس الأموال.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة.

2- **المرحلة الأولى:** أولى العمليات التي شهدها البورصة قبل البدء في مهامها رسميا، هي تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 المكمل للقانون التجاري، حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكذا صدور عدة قوانين متعلقة ببورصة القيم المنقولة و التعريف بهذه البورصة ومنها:

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- المرسومين التنفيذييين رقم 94-175 ورقم 94-176 الصادرين في 31-06-1994 والمكملين و المعدلين للمرسوم التشريعي رقم 93-10.

وبالرغم من كل ما سبق فإن هذه البورصة لم تشتغل حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها:¹

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل تضخم وأسعار فائدة مرتفعة؛
- الاطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية؛
- ينص القانون 01-88 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها؛
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية حيث تمنعها من الدخول إلى البورصة، إضافة إلى أنها غير كفوءة؛
- غياب الهيئات والمؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافا في البورصة ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم المنقولة؛
- غياب ثقافة التعامل في البورصة.

3- المرحلة الثانية: شهدت هذه المرحلة الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة، وتم الافتتاح الرسمي لها في 17 ديسمبر 1997²، في هذه المرحلة تم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999، حيث تم القيام بتسعير سهم رياض سطيف وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدال أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر، وفيما يخص السندات فلقد تم تسعير سند سوناطراك في شهر أكتوبر 1999، و أيضا تداوله في

¹ براق محمد، "بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، 22 و 23 أبريل 2003، جامعة ورقلة، ص 5.

² مداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 286.

البورصة وكانت سوناطراك قد طرحت من قبل قرضا سنديا وذلك في بداية سنة 1998 بفائدة 13%، و ظل السند متداول داخل القطاع المصرفي حتى شهر أكتوبر 1999.

ثانيا- دوافع نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر

من أهم العوامل التي تساهم في إستراتيجية التنمية الجديدة هي سوق رأس المال باعتبارها أداة من أدوات انفتاح الاقتصاد الوطني، ولتحقيق هذه الإستراتيجية فإن الأمر يقتضي إنشاء سوق مال فعالة وقد أثبت الواقع أن البورصة في الجزائر كان وراء إنشائها العديد من الدوافع يمكن حصرها فيما يلي:¹

- 1- تأمين مصدر غير تضخمي للاستثمارات، يضمن التعبئة المباشرة للادخار الضروري لتمويل الاقتصاد الوطني، والمساهمة في ذلك في تخفيف عبء المديونية والعجز الموازي؛
- 2- تعتبر البورصة إطار مناسب لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، محليين أو أجنب؛
- 3- السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الادخار من أجل إعادة التمويل؛
- 4- تشكل البورصة بديل للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة، فإشياء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد؛
- 5- إيجاد الشركاء و الحلفاء الإستراتيجيين الذين يساعدون هذه المؤسسات باعتبارهم مساهمين وبالتالي تحقيق الالتزامات و التقديرات المحددة؛
- 6- تجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية؛

¹قاسم شاوش لمياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، 2005، ص:158.

7- السماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الجزائر

من أجل ضمان السير الحسن لسوق الأوراق المالية في الجزائر تم إنشاء مجموعة من الهيئات

تعمل على ضمانه و هي:

1-لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB: تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم

التشريعي رقم 03-04 المؤرخ في 23-05-1993. و تعتبر هذه اللجنة أهم عنصر في التنظيم

الداخلي للبورصة إذ أنها تشكل السلطة الإدارية و المالية.و تتكون هذه اللجنة من رئيس و ستة

أعضاء غير دائمين، و تتمثل مهمتها في حماية المستثمرين وذلك من خلال ضمان الشفافية

اللازمة، أي العمل على تحقيق حسن سير نشاط البورصة و ذلك باتخاذ ما يتطلبه الأمر من

إجراءات، وهذه اللجنة لها جملة من الوظائف تسمح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه وهي:¹

- الوظيفة القانونية: تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم.

- وظيفة المراقبة والرقابة: تتأكد اللجنة أن الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم

المنقولة تشكل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانوني وتأمّر بمراقبة وتطبيق واجبات النظام

الإعلامي، حيث تقوم كل شركة أو مؤسسة عمومية بإصدار القيم المنقولة وذلك باللجوء إلى

التوفير علنا حيث تنشر قبل ذلك مذكرة إعلام الجمهور، والتي تتضمن البيانات المنصوص عليها

في القانون التجاري، ويمكن للجنة أن تطلب أي معلومات بتنظيم الشركة ووضعها المالي واللوائح

كما تقوم بتأشير المذكرة قبل نشرها.

- الوظيفة التأديبية والتحكيمية: تختص اللجنة في هذه الوظيفة بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن

تسيير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة .

¹ منشور عن بورصة الجزائر - شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، 1998، ص: 98.

2- شركة إدارة بورصة القيم S G B V: أنشئت شركة إدارة بورصة القيم بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ بـ 23 ماي 1993 وهي شركة ذات أسهم بـ 4752000.00 دج 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 به.¹

3- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

4- المؤتمر المركزي للسندات (DCT): الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة Algérie Clearing وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم مالكي الحسابات حافضي السندات (TCC)، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقا للمعايير الدولية، (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

5- ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC): هو البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

6- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): وتتألف من شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP) وتعتبر هذه الهيئات بمثابة

¹ موقع بورصة الجزائر، <http://www.sbgv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 2018/11/05.

محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة، ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين، وتوجد حاليا ببورصة الجزائر شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي المسماة "شركة الاستثمار المالي" (SIVAC SELIM).¹ ومن بين القيم المنقولة المتداول في بورصة الجزائر نجد:²

1- الأسهم: هي سندات ملكية تخول للمستثمرين "المساهمين" حقوقا تتعلق بأصول الشركة وحقوق أخرى ولقد حددت التشريعات نوعين من الأسهم:

1-1- الأسهم العادية: هذا النوع من الأسهم هو السائد في شركات المساهمة الجزائرية، ويمنح السهم العادي للمساهم الحق في تصويت واحد والحق في حصة من أرباح الأسهم والحق في الحصول على المعلومات والحق في الأصول؛

1-2- الأسهم الممتازة: هذه النوعية من الأسهم لا تخول لصاحبها الحق في التصويت ولكنها تمنحه الحق في الأولوية في الحصول على الأرباح؛

2- السندات: هي صكوك مديونية تثبت وجود دين على شركة ذات أسهم أو الدولة، وللسند سعر عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية ولا يتضمن سعر السند نسبة الحق في الفائدة المرتبطة به (الفوائد المستحقة)، ويذكر سعر السند في الجزء السفلي من القسيمة ويقوم المستثمر المشتري بدفع الفوائد المستحقة للبائع وذلك إضافة إلى قيمة المبادلة؛

3- سندات الخزينة العمومية: هي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها،

¹ بورصة الجزائر، "تعريف بورصة الجزائر"، مطبوعة خاصة.

² بورصة الجزائر، "القيم المنقولة"، مطبوعات خاصة، 2014.

وتصدر المديرية العامة للخزينة سندات الخزينة العمومية ذات الآجال التالية: 07،10 و15 عاما، ويتم الاكتتاب فيها في القسم الأولي من طرف المتخصصين في قيم الخزينة المعتمدين من المديرية العامة للخزينة وقد تم إدخال هذا النوع من السندات للتداول في بورصة الجزائر بتاريخ 11 فيفري 2008.

المطلب الثالث: الأوامر وطرق التسعير في بورصة الجزائر

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى أهم الأوامر في بورصة الجزائر وطرق التسعير.

أولا- طرق التسعيرة المنصوص عليها: ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعيرة وهما التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت وتتمثل عملية التسعيرة بالتثبيت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى على السند الواحد، خلال جلسة التداول ويسمح هذا السعر ب:¹

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية؛
- تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلسة في البورصة.

ثانيا- أوامر بورصة الجزائر

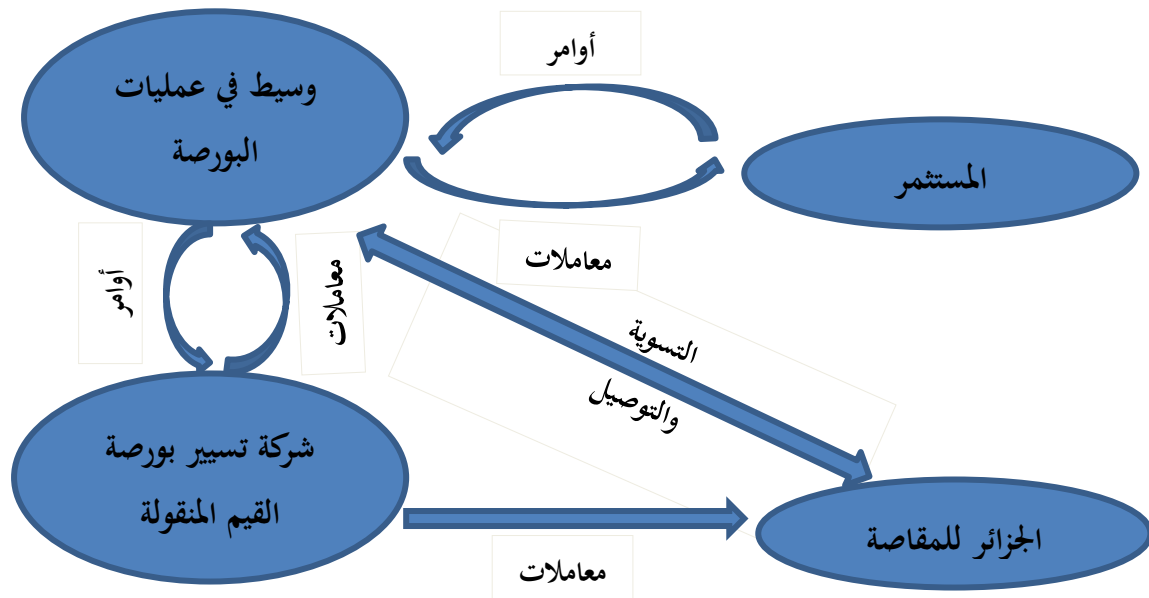
1- كيفية إدخال الأوامر في بورصة الجزائر: إن إدخال أمر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم إلا عن طريق وسيط معتمد في عمليات البورصة، كما يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذها تنفيذا سليما من بينها: هوية مقدم الأمر، الغرض من العملية، كمية الأوراق المالية، السعر الأعلى والسعر الأدنى الذي يبدي المستثمر استعدادا

¹ بورصة الجزائر، أوامر البورصة، مطبوعات خاصة، 2014.

لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره ، فترة صلاحية الأمر والتي يجب ألا تتعدى 30 يوما ابتداء من يوم إنشائه، توقيع صاحب الأمر.

2- آلية تداول الأوامر: بالرجوع إلى تنظيم بورصة الجزائر والعلاقة بين الهيئات المنظمة لها، يمكن فهم آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر انطلاقا من إصدارها من قبل المستثمر والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (1- IV): آلية تداول الأوامر



المصدر: بورصة الجزائر، "أوامر البورصة"، المرجع السابق.

3- أنواع أوامر بورصة الجزائر: طبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر

البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية:¹

3-1- بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر وهما:

➤ أمر "محدد السعر": وفيه يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل

من السعر الذي قرره لشراء أو بيع الورقة المالية؛

¹ بورصة الجزائر، أوامر البورصة، مطبوعات خاصة، 2012.

➤ أمر "بالسعر الأفضل": هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

3-2- بيانات الصلاحية: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

➤ أمر صالح "لمدة يوم": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله؛

➤ أمر صالح "لتاريخ معين": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري؛

➤ أمر "ذو صلاحية محدودة": وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوما ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة؛

➤ أمر صالح "لغاية التنفيذ": وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

3-3- نوع خاص: تتضمن الأوامر الخاصة نوع واحد يسمى أمر على "كل شيء أو لا شيء"، وهو أمر للبيع أو للشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة وقد تم تجميد هذا الأمر مؤقتا، وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

المبحث الثاني: مؤشرات أداء بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر من أحدث البورصات التي أنشأت في الدول العربية، كما أنها من البورصات الأقل نشاطا وأداؤها جد منخفض سواء من ناحية حجم وقيمة التداول أو من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، وفيما يلي تطور أهم مؤشرات بورصة الجزائر

المطلب الأول: تطور أداء السوق الثانوية للأسهم:

ينطوي الجدول أدناه على أبرز مؤشرات أداء السوق الثانوي للأسهم لبورصة الجزائر وذلك خلال الفترة 2007-2012.

جدول رقم (IV - 1): مؤشرات أداء سوق الأسهم الثانوي لبورصة الجزائر.

العام	الشركات المدرجة	القيمة السوقية (دج)	حجم التداول (سهم)	قيمة التداول (دج)
2006	03	6,710,000,000	63,561	23,756,950
2007	02	6,460,000,000	35,284	14,248,515
2008	02	6,500,000,000	52,103	21,414,845
2009	02	6,550,000,000	34,700	13,891,895
2010	02	7,900,000,000	27,420	11,985,965
2011	03	14,967,744,130	231,997	185,118,435
2012	03	13,028,721,575	49,471	36,038,865
2013	04	13,819,991,460	120,681	49,116,990
2014	04	14,793,245,795	90,111	81,410,340
2015	04	15,429,078,190	2,213,143	1,251,956,825
2016	05	45,778,197,740	788,860	805,500,430
2017	05	40,587,792,120	468,145	302,261,260

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

أولاً- الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

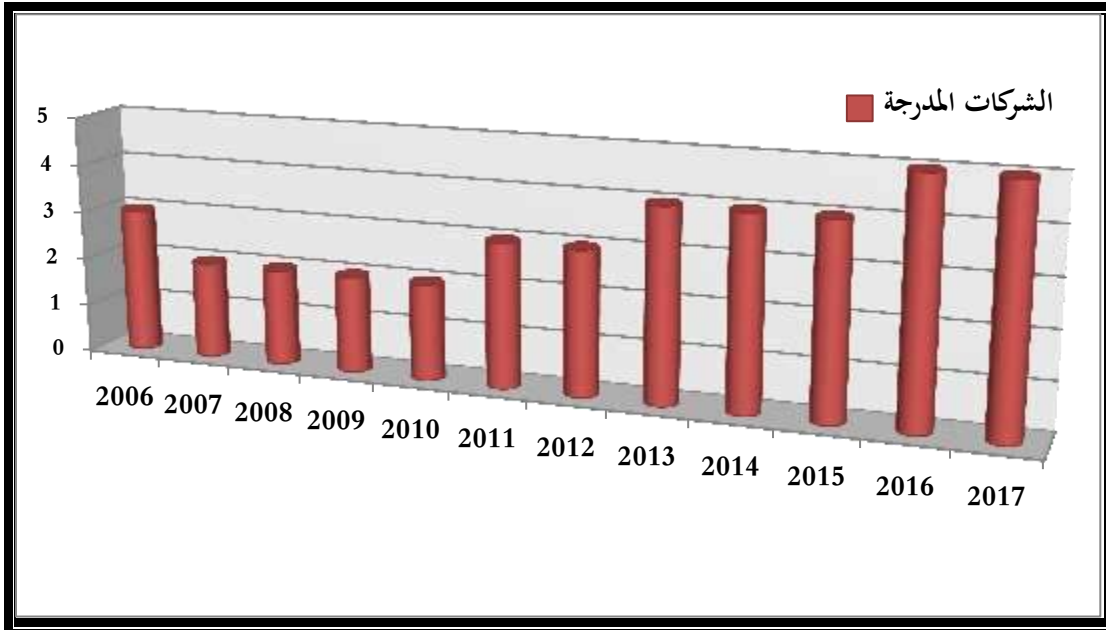
بلغ هذا العدد خمس (5) شركات بنهاية سنة 2017 ويبقى عدد الشركات المدرجة بعيد كل البعد عن ذلك العدد المسجل في الأسواق المالية العربية حيث تحتل الجزائر المرتبة الأخيرة من بين هذه الأسواق، وتتمثل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في:

- 1-1-مؤسسة تسيير نزل الأوراسي: والتي دخلت البورصة في جوان 1999 بطرح 1,200,000 سهم تمثل 20% من رأس المال، وبسعر عرض بلغ 400 دج للسهم الواحد.
- 1-2-المجمع الصناعي صيدال: والذي دخل البورصة في سبتمبر 1999 وبلغ عدد أسهمه الممنوحة 2,000,000 سهم تمثل 20% من رأس ماله، وطرحت للبيع بسعر 800 دج للسهم الواحد.

- 1-3- شركة أليانس للتأمينات: والتي كان دخولها للبورصة في مارس 2011 وذلك بقيامها بطرح 1,804,511 سهم تمثل نسبة 31% من رأسمالها، وبسعر بيع بلغ 830 دج.
- 1-4-شركة الرويبة: أدرجت بالبورصة في جوان 2013 وذلك بعرضها 2,122,988 سهم للبيع بسعر 400 دج للسهم الواحد.

- 1-5-شركة بيوفارم: أدرجت بيوفارم في البورصة في 13 أبريل 2016 وهي شركة تنشط في صناعة الأدوية الصيدلانية.

الشكل رقم (IV-2): عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

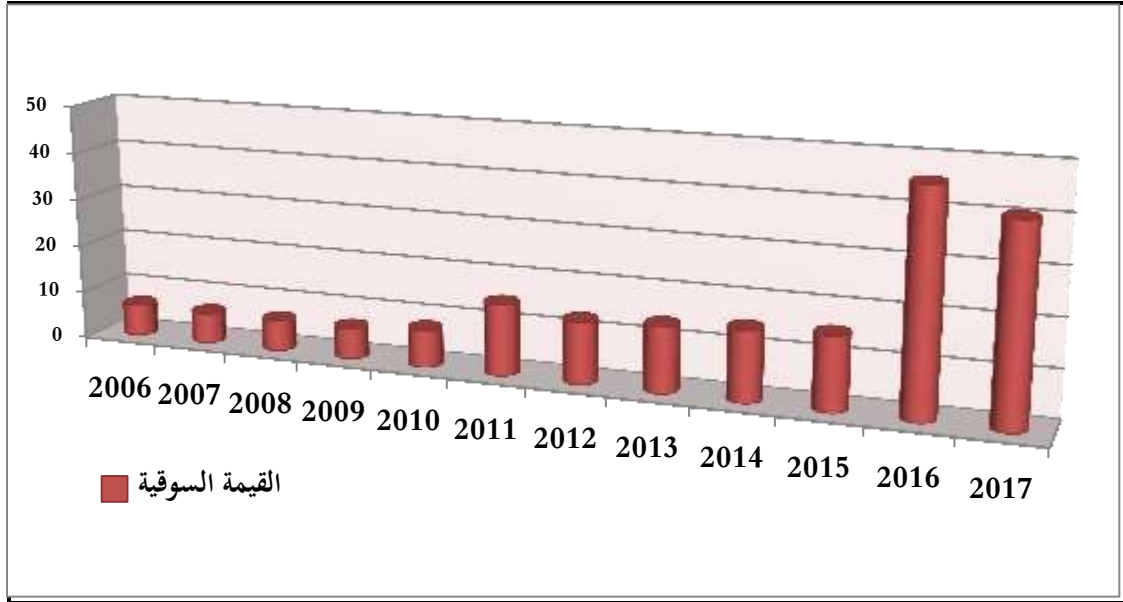


المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعلومات السابقة.

والملاحظ على هذا المؤشر أنه جد ضعيف بالرغم من أن الشركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة كقطاع الخدمات العمومية والتأمينات والصيدلة والصناعات الغذائية إلا أنها لا تعبر عن أداء الاقتصاد الجزائري، حيث تراوح عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر ما بين شركتين و5 شركات وهو أعلى عدد وصلت إليه البورصة عام 2017، وهو بعيد كل البعد عن الأرقام المسجلة في البورصات العربية الأخرى.

ثانيا - القيمة السوقية لبورصة الجزائر:

الشكل رقم (3-IV): القيمة السوقية لبورصة الجزائر.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعلومات السابقة.

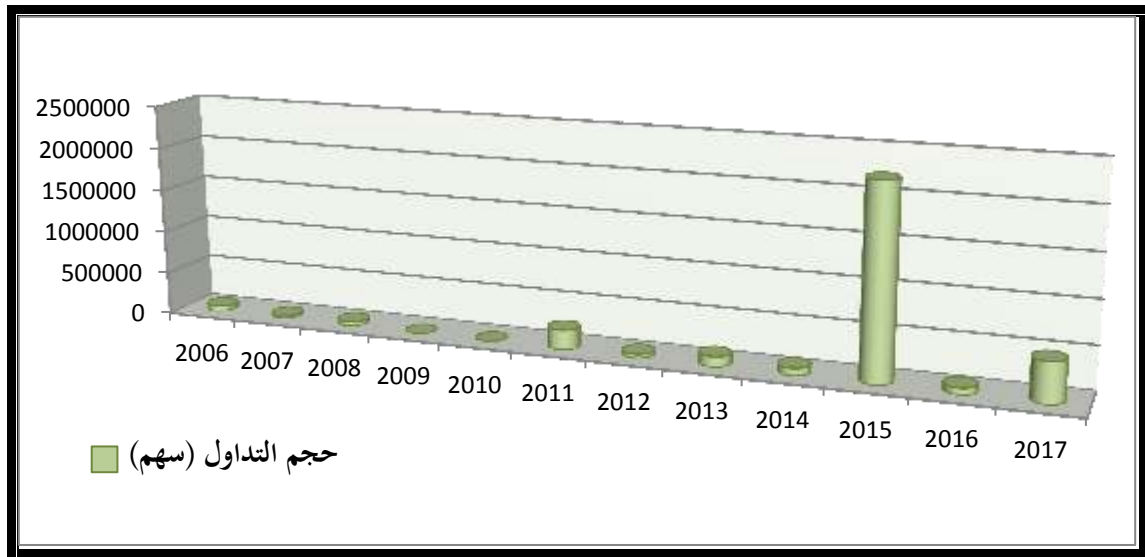
عرفت الرسملة السوقية لبورصة الجزائر تطورا ملحوظا، حيث تضاعفت خلال الفترة (2006-2017)، لتبلغ حوالي 45,77 مليار دينار جزائري سنة 2016 وتعتبر أعلى قيمة وصلت إليها القيمة السوقية مقارنة بالسنوات السابقة حيث بلغت 6,71 مليار دينار جزائري في سنة 2006، ويرجع هذا التطور في القيمة السوقية إلى دخول كل من شركة أليانس للتأمينات سنة 2011، شركة رويية سنة 2013 وشركة بيوفارم سنة 2016، أما الانخفاض الذي مس القيمة السوقية سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 والذي بلغ معدله 12,95 % يعود إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة بالبورصة، حيث تراجع سهم أليانس للتأمينات من 830 دينار جزائري إلى 825 دينار جزائري ومن 500 دينار جزائري إلى 340 دينار جزائري بالنسبة لشركة الأوراسي أما شركة صيدال فقد انخفض سعر سهمها من 700 دينار جزائري إلى 620 دينار جزائري¹، كما

¹ COSOB, "Rapport annuel 2012", Alger, pp: 43-45.

تراجعت القيمة السوقية في سنة 2017 إلى 40,58 مليار دينار جزائري مقارنة بسنة 2016 وذلك بمعدل 11,38% ويعود هذا الانخفاض أيضا إلى تراجع أسعار أسهم الشركات المدرجة بالبورصة، حيث انخفضت أسعار شركة أليانس، الأوراسي، بيوفارم، وروبية من 465، 520، و335 دينار جزائري إلى 410، 495، 1005، 300 على التوالي أما بالنسبة لشركة صيدال فقد ارتفع سعر سهمها من 600 دينار جزائري إلى 660 دينار جزائري¹.

ثالثا - حجم التداول في بورصة الجزائر:

الشكل رقم (4-IV): حجم التداول في بورصة الجزائر.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعلومات السابقة.

الملاحظ من البيانات الخاصة بحجم التداول أن هذا المؤشر كان منخفضا خلال الفترة (2007-2010)، بينما شهد ارتفاعا سنتي 2011 و2013 وهذا يرجع إلى إدراج كل من شركة أليانس للتأمينات وشركة روبية وطرح أسهمهما في البورصة، ووصل هذا المؤشر إلى أعلى قيمة له 2,213,143 سهم في سنة 2015 إلا أنه عاد إلى الانخفاض خلال سنة 2016 و2017 بالرغم

¹COSOB, "Rapport annuel 2017", Alger, pp: 61-63.

من إدراج شركة بيوفارم في البورصة سنة 2016 التي سيطرت على حجم التداول إلا أن التداول انخفض بسبب انخفاض حجم تداول كل من شركة أليانس للتأمينات وشركة رويبة.

وتتوزع أحجام التداول بين الشركات الخمس المدرجة إلى غاية 2017 على النحو الذي يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (IV - 2): تطور حجم التداول حسب نوع الشركة المدرجة في سوق الأسهم.

السنوات	الأوراسي		صيدال		أليانس		رويبة		بيوفارم		الاجمالي
	حجم التبادل	نسبة من الإجمالي	حجم التبادل	نسبة من الإجمالي	حجم التبادل	نسبة من الإجمالي	حجم التبادل	نسبة من الإجمالي	حجم التبادل	نسبة من الإجمالي	
2007	35064	99,37	220	0,63	—	—	—	—	—	—	35284
2008	21101	40,5	31002	59,5	—	—	—	—	—	—	52103
2009	9179	26,45	25521	73,55	—	—	—	—	—	—	34700
2010	9382	34,22	18038	65,78	—	—	—	—	—	—	27420
2011	7718	3,33	29804	12,85	194475	83,82	—	—	—	—	231997
2012	7048	14,25	15031	30,38	27392	55,37	—	—	—	—	49471
2013	11702	9,69	6701	5,55	40	0,03	102230	84,71	—	—	120681
2014	7826	8,68	9682	10,74	22242	24,68	50390	55,92	—	—	90111
2015	9864	0,44	15739	0,71	2090461	94,45	97079	4,39	—	—	2213143
2016	3419	0,43	17719	2,24	231097	29,29	63477	0,8	473148	59,98	788860
2017	4681,45	1	4681,45	1	271524,1	58	37452	8	149806	32	468145

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات

البورصة ومراقبتها (COSOB).

الملاحظ من الجدول أعلاه أن أسهم مجمع صيدال كانت هي المسيطرة على حجم المبادلات

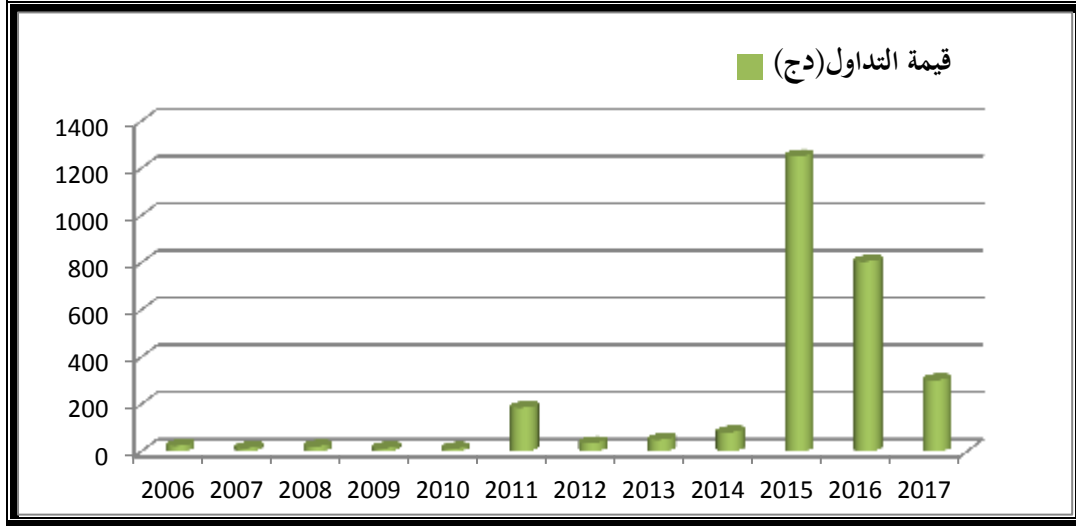
من سنة 2007 إلى غاية 2010، وبعد دخول شركة أليانس للتأمينات سنة 2011، وشركة

أن.سي.أ. رويبة سنة 2013، وشركة بيوفارم سنة 2016 استحوذت هاته الشركات وبقوة على

حجم التداول في البورصة.

رابعاً-قيمة التداول في بورصة الجزائر:

الشكل رقم (IV-5): حجم التداول في بورصة الجزائر.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعلومات السابقة.

يوضح لنا الشكل الخاص بقيمة التداول خلال سنوات الدراسة أن قيم التداول اتخذت نفس

منحنى التغير الذي سلكته أحجام التداول متأثرة بنفس الأسباب، وتتنوع قيم التداول على الشركات

المدرجة في البورصة خلال هاته السنوات كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (IV - 3): تطور قيمة التداول حسب نوع الشركة المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة

السنوات	الأوراسي	صيدال	أليانس	روبية	بيوفارم	الاجمالي
2007	14.160.515	88.000	—	—	—	14.248.515
2008	9.016.275	12.398.570	—	—	—	21.414.845
2009	4.130.550	9.761.345	—	—	—	13.891.895
2010	4.222.500	7.763.465	—	—	—	11.985.965
2011	3.659.945	20.044.240	161.414.250	—	—	185.118.435
2012	3.110.255	10.195.255	22.733.355	—	—	36.038.865
2013	4 246 440	3 899 550	27 400	40 943 600	—	49 .116 .990
2014	3.339.690	12.106.480	5.660.690	575. 20.303	—	41.410.340
2015	4.427.100	9.343.395	1.202.108.515	36.077.915	—	1.251.956.825
2016	1.670.980	10.945.785	112.691.920	21.004.985	659.186.960	805.500.430
2017	3.022.612,6	3.022.612,6	114.859.278,8	12.090.450,4	169.266.305,6	302.261.260

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات

البورصة ومراقبتها (COSOB).

يتضح من الجدول أن شركة الأوراسي كانت تسيطر على قيمة التداول خلال سنة 2007، أما من سنة 2008 إلى 2010 أصبحت شركة صيدال هي الغالبة على قيمة التداول، وعند دخول شركة أليانس للتأمينات سنة 2011 وسنة 2012 استحوذت على قيمة التداول، لتنتقل السيطرة لشركة روبية بعد دخولها لبورصة الجزائر سنة 2013 و 2014، لتعود السيطرة على قيمة التداول لشركة أليانس في سنة 2015 إلا أنه بعد دخول شركة بيوفارم لبورصة الجزائر عام 2016 أصبحت غالبية قيمة التداول لها خلال 2016 و 2017.

والشكل الموالي يوضح أن شركة أليانس، شركة روبية وشركة بيوفارم هي المسيطرة على

قيمة التداول خلال سنة 2017.

المطلب الثاني: تطور أداء سوق السندات.

أولاً- السوق الأولية للسندات:

تتصف السوق الأولية للسندات بضعف الأداء والديناميكية وبقلة عدد الشركات المصدرة حيث وجد في سنة 2013 سندان مسعران فقط في بورصة الجزائر، ويتعلق الأمر بسند سونلغاز المستحق في سنة 2014 وسند دحلي المستحق في 2016، بينما حتى نهاية سنة 2017 لا يوجد أي سند مسعر في البورصة.

ثانياً- السوق الثانوية للسندات:

يبين الجدول الموالي تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث حجم التبادل وقيمه منذ تاريخ التسعير إلى غاية تاريخ استحقاقه، حيث يتعلق الأمر بسندين هما: سند سونلغاز المستحق سنة 2014 وسند دحلي المستحق سنة 2016.

الجدول رقم (IV - 4): تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر

خلال الفترة (2008-2016).

السنوات	سونلغاز 2014		دحلي 2016	
	حجم التبادل (سند)	قيمة التبادل (دينار)	حجم التبادل (سند)	قيمة التبادل (دينار)
2008	25.546	127.738.450	-	-
2009	42.554	212.770.000	300	3.000.000
2010	49.483	247.519.000	1.130	8.216.900
2011	14.607	73.045.310	1.700	16.430.000
2012	109.128	548.680.065	15.291	88.468.038
2013	3.048	15.241.000	3.860	36.670.000
2014	1.629	8.145.000	10.210	9.391.000
2015	-	-	758	7.580.000

00	00	-	-	2016
----	----	---	---	------

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

يظهر الجدول السابق التطور الخاص بحجم وقيمة التبادل للسندات المسعرة في بورصة الجزائر والمتمثلة في كل من شركة سونلغاز وشركة دحلي، فبالنسبة لسند سونلغاز 2014 الذي كانت أول تسعيرة له في بورصة الجزائر بتاريخ 08 جويلية 2008 فقد كان تطوره معتبرا أين وصلت قيمة تبادله سنة 2012 إلى أكثر من 548 مليون دينار جزائري بحجم تبادل مقدر بـ: 109.128 سند مقابل 127,7 مليون دينار جزائري بحجم تبادل 25.546 سند سنة 2008 وقد شهدت هذه القيمة والحجم زيادة في سنتي 2009 و 2010 إلا أنها انخفضت في سنة 2011 حيث سجلت أكثر من 73 مليون دينار جزائري بحجم 14.607 سند، أما خلال سنة 2014 فقد سجل قيمة 8 ملايين دينار جزائري بحجم تبادل 1.629 سند وقد كانت هذه السنة هي سنة استحقاقه؛ أما فيما يخص سند دحلي الذي سعر في البورصة في 11 جانفي 2009 بقيمة 3 ملايين دينار جزائري بحجم 300 سند، هو الآخر كان تطوره جد ملحوظ خلال سنة 2012 حيث سجل قيمة تجاوزت 88 مليون دينار جزائري بحجم 15.291 سند، والملاحظ أن هذه القيمة انخفضت في السنوات الموالية لسنة 2012 أين سجلت في سنة 2015 حجم 758 سند بقيمة تجاوزت 7 ملايين دينار جزائري، أما في سنة 2016 فسجلت قيمة 00 لأن تاريخ استحقاقها تزامن مع بداية السنة وهو 11 جانفي 2016.

بعد تاريخ استحقاق سند دحلي لم يتم إدراج أي سندات في بورصة الجزائر.

المبحث الثالث: واقع حوكمة الشركات في بورصة الجزائر

الجزائر ليست بمعزل عن التطورات الحاصلة على الساحة الدولية لذا لزم عليها مسايرة ذلك التطور عن طريق محاولة توفيق تشريعاتها على هذا الخصوص، وباعتبار حوكمة الشركات سلوك عالمي فإنها حاولت تبنيها للاستفادة من منافعها، وسنحاول من خلال هذا العنصر التعرف على المؤشرات الدالة على تبني الجزائر حوكمة الشركات، وما هو واقع الحوكمة فيها.

المطلب الأول: بؤادر ومؤشرات تبني حوكمة الشركات في الجزائر

لم تكن قضية الحوكمة بشكل عام مطروحة للنقاش في الجزائر ولكن وبإلحاح من المؤسسات والهيئات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، بات من الضرورة تبني قواعد حوكمة الشركات على المستوى الكلي في إدارة الاقتصاد أو على المستوى الجزئي في إدارة الشركات، وسنتطرق في هذا المطلب إلى أهم بؤادر ظهور حوكمة الشركات في الجزائر وكذا مؤشرات تبنيها.

أولاً-بؤادر ظهور حوكمة الشركات في الجزائر:

رغبة في تحقيق التكامل الاقتصادي من خلال تنويع مصادر الدخل و التخلص من التبعية الكلية لقطاع المحروقات، تسعى الحكومة الجزائرية إلى تحسين مناخ الأعمال من خلال السعي لضمان المساءلة والشفافية بالعمليات المتعلقة بإدارة الأعمال فمن بين الجهود المبذولة من أجل إرساء إطار مؤسستي لحوكمة الشركات ما يلي:¹

¹ بن الشيخ سارة وبن عبد الرحمان ناريمن، "واقع الحوكمة في بيئة الأعمال الجزائرية في ظل المستجدات الحالية"، ص: 661. على الرابط:

تاريخ الاطلاع: 2018/11/10 https://manifest.univ-ouargla.dz/documents/.../ben_chaikh.pdf

1- تشكيل الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد و مقاومته: تأسست هذه الهيئة سنة 2006 التي

تتمحور مهامها حول اقتراح سياسات و توجيهات و تدابير للوقاية من الفساد، و إعداد برامج للتوعية من مخاطر الفساد، بالإضافة إلي جمع المعلومات التي يمكن أن تساهم في الكشف عن أعمال الفساد والوقاية منه و التقييم الدوري للأدوات القانونية و الإجراءات الإدارية ذات الصلة، حيث انضمت هذه الهيئة مؤخرا إلى الشبكة العربية لتعزيز النزاهة و مكافحة الفساد التي تأسست سنة 2008 لتضاف بذلك 42 وزارة وهيئة أخرى في المنطقة العربية، التي تشكل آلية إقليمية تشاركية فريدة من نوعها لتنمية القدرات و تبادل المعلومات ومناقشة السياسات التي تدخل في اختصاصها؛

2- انعقاد أول مؤتمر حول الحكم الرشيد للمؤسسات في جانفي 2007: حيث شكل هذا الملتقى

فرصة مواتية لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسة، و خلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري للحكم الرشيد للمؤسسة كأول توصية و خطوة عملية تتخذ؛

3- إنشاء مجموعة عمل لحوكمة المؤسسات: قامت جمعيات و اتحادات الأعمال الجزائرية

بمبادرة لاكتشاف الطرق التي تهيئ تشجيع الحوكمة الجيدة في مجتمع الأعمال بغاية جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، و لقيادة هذه العملية قام أصحاب المصالح في القطاعين العام و الخاص سنة 2007 بإنشاء مجموعة عمل لحوكمة المؤسسات تعمل جنبا إلى جنب مع المنتدى العالمي لحوكمة المؤسسات GCGF ومؤسسة التمويل الدولية IFC لوضع دليل حوكمة المؤسسات الجزائري.

4- إصدار دليل حوكمة الشركات الجزائري: تم إصدار هذا الدليل سنة 2009 من قبل كل من

جمعية CARE واللجنة الوطنية لحوكمة المؤسسات في الجزائر؛

5- إطلاق مركز حوكمة الجزائر: بناء على قوة الدفع التي خلقها دليل حوكمة الشركات، قامت

مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية بإطلاق مركز حوكمة الجزائر في أكتوبر 2010

بالجزائر العاصمة، تأسس مركز حوكمة

الجزائر ليكون بمثابة منبر لمساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل، و اعتماد

أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية، و رفع الوعي الجماهيري بحوكمة الشركات، ويعتبر

إطلاق المركز فرصة جديدة لمجتمع الأعمال لإظهار التزامه بتحسين البيئة الاقتصادية في

البلاد، و تحسين قيم الحوكمة الديمقراطية، بما فيها الشفافية والمساءلة والمسؤولية؛

6- برنامج الاتحاد الأوروبي لتعزيز الحوكمة في الجزائر: تبني الاتحاد الأوروبي برنامجا بمبلغ

10 ملايين يورو لدعم الحوكمة في الجزائر في إطار برنامج دعم الشراكة و الإصلاح و النمو

الشامل، ويرمي البرنامج الجديد إلى تعزيز مؤسسات الحكم في المجالين الاقتصادي والسياسي،

و يهدف هذا البرنامج إلى تعزيز سيادة القانون بما في ذلك الوصول إلى العدالة، وتعزيز

مكافحة الفساد وتشجيع مشاركة جميع المواطنين في التنمية، وتحسين متابعة إدارة المالية

العامة.

ثانيا- مؤشرات تبني الجزائر لحوكمة الشركات :

من بين المؤشرات الدالة على إدخال قواعد الحوكمة في الشركات الجزائرية، والتي يمكن

رصدها من خلال:¹

¹ أبو إسماعيل نهلة ومخناش فتيحة، "مدى تأثير تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي"، ورقة

بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013، ص:

- 1- سعي الجزائر إلى الاندماج في الاقتصاد العالمي والانتقال إلى اقتصاد السوق جعلها تخضع للالتزامات الانضمام للمنظمات الدولية والتجمعات الإقليمية التي تقوم على الشفافية وتعزيز التنافسية وزيادة تحرير الاقتصاد، وهذا ما انعكس على مراجعة آليات إدارة الاقتصاد وزيادة الانفتاح على المبادرات الخاصة الوطنية والأجنبية، ولقد تجسد هذا الانفتاح في السعي إلى تقليص حجم الدولة والشروع في خصخصة القطاع العام وإزالة القيود أمام تكوين مؤسسات القطاع الخاص؛
- 2- اعتماد نظام محاسبي ومالي جديد معد وفقا للمعايير المحاسبية الدولية، والانطلاق في تطبيقه على كافة الشركات والقطاعات ابتداء من سنة 2010؛
- 3- وفي إطار تعزيز الشفافية تم إلزام الشركات ذات المسؤولية المحدودة (وهي الغالبة في الجزائر)، على اعتماد مراجع حسابات خارجي يعمل وفق مدونة للسلوك والأخلاقيات، بعدما كان هذا الإلزام خاصا بشركات المساهمة فقط، وذلك من خلال إصدار قانون "المهنة 2010" الذي ينظم عمل محافظ الحسابات؛
- 4- لقد تمت مراجعة القانون التجاري بشكل يوضح كيفية إسناد وتوزيع المسؤوليات داخل الشركات.

المطلب الثاني: ميثاق الحكم الراشد في الجزائر

أولا- تأسيس الميثاق:

إن الجزائر كغيرها من الدول ليست بمعزل عن التحول الاقتصادي العالمي إذ وجدت نفسها أمام تحديات البيئة الداخلية نظرا لضعف شركاتها والبيئة الخارجية التي فرضت عليها التكيف مع المستجدات الحديثة عقب إطلاق مدونة المنشآت الصغيرة والمتوسطة بالمغرب جانفي 2008، وكذلك الإرشادات الخاصة بأفضل ممارسات حوكمة الشركات في تونس جويلية 2000، فأصبح موضوع حوكمة الشركات من المواضيع التي تستقطب اهتمام الجزائر وهذا كله من أجل دعم القدرة

التنافسية للشركات الوطنية والاستفادة من الأسواق المالية ورؤوس الأموال الدولية، ومن هذا المنطلق كانت رغبة الجزائر في تحقيق التكامل مع الاقتصاد العالمي وضبط بيئة الأعمال، حيث بذلت الحكومة الجزائرية جهود كبيرة لإيجاد إطار وبناء صرح لحوكمة الشركات، ولأجل ذلك انعقد في جويلية 2007 أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات"، حيث كان فرصة مواتية لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسات من القطاع العام والخاص الذين قاموا بإنشاء مجموعة عمل لحوكمة الشركات تعمل جنبا لجنب مع المنتدى العالمي لحوكمة الشركات (GCGF) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، وهذا لوضع إطار محدد لحوكمة الشركات الجزائرية، كما أنه عقد مؤتمر وطني في 11 مارس 2009، أعلنت كل من جمعية كير (CARE) واللجنة الوطنية لحوكمة الشركات في الجزائر عن إصدار دليل حوكمة الشركات الجزائرية وقد تم إعداد هذا الدليل بمساعدة كل من المنتدى العالمي لحوكمة الشركات (GCGF) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، ويتضمن الميثاق جزئين وملاحق كما يلي:¹

1- يوضح الجزء الأول الدوافع التي أدت إلى أن يصبح الحكم الراشد للمؤسسات ضروريا في الجزائر، كما أنه يربط الصلات مع إشكاليات المؤسسة الجزائرية لاسيما المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الخاصة؛

2- ويتطرق الجزء الثاني إلى المقاييس الأساسية التي ينبغي عليها الحكم الراشد للمؤسسات فمن جهة يعرض العلاقات بين الهيئات التنظيمية للمؤسسة (الجمعية العامة، مجلس الإدارة والمديرية التنفيذية) ومن جهة أخرى علاقات المؤسسة مع الأطراف الشريكة الأخرى

¹ علي عبد الصمد عمر، "إطار حوكمة المؤسسات في الجزائر -دراسة مقارنة مع مصر -"، مجلة الباحث، العدد 12، 2013، ص: 41.

كالبنوك والمؤسسات المالية، الممونون ... إلخ، بالإضافة إلى نوعية نشر المعلومات وأساليب نقل الملكية؛

3- ويختتم هذا الميثاق بملاحق تجمع في الأساس أدوات ونصائح عملية يمكن للمؤسسات اللجوء إليها بغرض الاستجابة لانشغال واضح ودقيق كقائمة مرجعية لممارسة التقييم الذاتي لإدارة المؤسسات.

ثانيا- المبادئ الأساسية لميثاق حوكمة الشركات بالجزائر: تهدف مبادئ حوكمة الشركات بالجزائر إلى تحسين احترام قواعد الانصاف، الشفافية، المسؤولية والتبعية (كل طرف مسؤول أمام الآخر فيما يمارسه من مسؤوليات)، وتغطي العلاقات التي تربط بين الأطراف الفاعلة الداخلية للمؤسسة من جهة والأطراف الفاعلة الخارجية من جهة أخرى، هذه العلاقات محددة ومضبوطة إلى حد كبير بقانون الأعمال والقوانين الأساسية للمؤسسة والعقود والاتفاقيات المحررة من طرف هذه الأخيرة مع الغير، وتتمثل القيمة المضافة التي تجلبها مبادئ حوكمة الشركات في توضيح كيفية التصرف بصرامة وإنصاف وفعالية في مختلف مراحل العملية الادارية وتشمل ما يلي:¹

1- الأطراف الفاعلين الداخليين وعلاقاتهم المتبادلة: وتتكون الأطراف الداخلية من المساهمين

ممثلين في الجمعية العامة، مجلس إدارة الشركة والمديرية أو الإدارة التنفيذية؛

2- علاقات المؤسسة مع الأطراف الفاعلة الخارجية: فالمؤسسة هي دائما على اتصال مع

مجموعة من الأطراف الخارجية، وعليه فإن هناك العديد من التوصيات الواجب عليها

تنفيذها حتى تتمكن من تحسين علاقاتها مع هذه الأطراف وتوسع جاذبيتها اتجاههم، وتتكون

الأطراف الخارجية عموما من: السلطات العمومية، البنوك والهيئات المالية الأخرى،

الموردين، الزبائن، العمال والمنافسين؛

¹شارفي سامية، مرجع سبق ذكره، ص: 155-156.

3- التوعية ونشر المعلومات: حيث ينص القانون على قيام المؤسسة بنشر تقارير مالية سنوية،

أما تلك المدرجة في البورصة فهي مطالبة بنشر حالتها المالية في كل ثلاثي مع الإفصاح عن كل المعلومات التي تخص نشاطات تؤثر على أداء المؤسسة، بالإضافة إلى الالتزامات القانونية فإن المؤسسة ملزمة بنشر المعلومات لفائدة الأطراف الفاعلة الخارجية كالمؤسسات المالية، الموردين، الزبائن، العمال في إطار الالتزامات التعاقدية أو بنية إبداء الشفافية الإرادية، كما يجب على المؤسسة أن تنتج وفي الوقت المناسب معلومات مالية كاملة وصحيحة والتي يحتاجها المستثمرون.

ثالثا- كيفية الانضمام إلى مدونة قواعد حوكمة الشركات: تقوم مدونة قواعد حوكمة الشركات في الجزائر أساسا على تحديد وتوضيح العلاقات بين مختلف المشاركين في تحديد اتجاه وأداء الشركات والعمل على جعل هذه العلاقات أكثر دقة وبالتالي حماية حقوق جميع الأطراف المتعاملة مع الشركة قصد ضمان عمل جميع الأطراف على رفع أدائها، وبالرغم من صدور هذه القواعد تحت وصاية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن تطبيقها ينبع من الإدارة الطوعية والحرية للشركات فذلك يتطلب قناعة عميقة بهذا المنهج من التسيير أولا، بحيث يكون لدى أصحاب الشركة هدف استراتيجي والذي يتمثل في غرس ثقافة الحوكمة بالمؤسسة قصد توطيد العلاقات الداخلية والخارجية والعمل على استدامتها، بعد ذلك تبدأ الشركة في إجراء التقييم الذاتي لطبيعة الإدارة الداخلية فيها وعلى هذا الأساس تكون قادرة على تحديد ترتيبات التسيير الجديدة وتنفيذها وفقا لخطة محددة، وفي هذا الإطار يجب أن تعلن الشركة عن عزمها على تبني جزء أو كل هذه القواعد وأن لها القدرة على إبداء تحفظات جزئية أو اقتراح تعديلات حتى توفق أوضاعها للأخذ بهذا الميثاق في نهاية المطاف.¹

¹شارفي سامية، مرجع سبق ذكره، ص 115.

المطلب الثالث: تحديات ومعوقات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر

لتطبيق حوكمة الشركات عدة تحديات ومعوقات تواجهها سنجملها في هذا المطلب.

أولاً- تحديات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر: يواجه تطبيق الحوكمة على أرض الواقع مجموعة من التحديات يمكن تلخيص أهمها في ما يلي:¹

1- الفساد: عادة ما يرتبط ظهور الفساد بغياب الحوكمة، وينتج عنه العديد من الآثار السلبية والخطيرة، فانتشار الفساد الناتج عن غياب الحوكمة يعمل على هروب الاستثمارات الأجنبية، الى جانب لك فان للفساد تكاليف اقتصادية أخرى، منها انخفاض الانفاق الحكومي على المشاريع ذات التوجهات الاجتماعية، زيادة سوء تخصيص الموارد، والتحدي الأكبر الذي يواجه تطبيق الحوكمة هو اتساع نطاق الفساد ليشمل الأجهزة الحكومية المسؤولة أساسا عن محاربة الفساد، لأن الحكومات الفاسدة دائما ما تقف في وجه الاصلاحات التشريعية، وذلك لحرصهم على استمرار المناخ الفاسد الذي يمنحهم مكاسب كبيرة.

2- الممارسة العملية والديموقراطية: اذا كانت الاقتصاديات النامية والصاعدة تحاول أن تطبق الحوكمة بشكل سليم وفعال، فانها في اطار هذا السعي أصبح من الواجب عليها أن تعمل على ارساء قواعد الديموقراطية والتي من آثارها الايجابية:

➤ تعتبر الديموقراطية آلية تلقائية لعملية تداول السلطة، وذلك لقيامها على مبادئ التعددية والحرية، والتي تقف حائلا أمام سعي أي طرف أو أية قوى سياسية للانفراد بالسلطة، وذلك يعمل على تضيق نطاق الفساد والآثار السلبية الناجمة عنه.

¹ صباحي نوال، "واقع الحوكمة في دول مختارة - مع التركيز على التجربة الجزائرية-"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013، ص: 13.

➤ تتيح الديمقراطية الفرصة للمجالس النيابية والتشريعية للقيام بواجباتها الرقابية والتشريعية باستقلالية تامة، ودون أية ضغوط.

3- احترام سلطة القانون: لا يمكن لأي شيء أن يكون فعالا الا اذا تقيد بالقانون وهكذا هو حال الحوكمة، فلن تكون هناك حوكمة فعالة ورشيده الا اذا كان هناك قوانين تدعمها وتحميها، وتأتي أهمية سلطة القانون كونها احدى الأدوات المهمة التي تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية، وقد يكون هناك تناقض بين النصوص القانونية، لذا يجب التركيز على بعض العناصر المهمة، حتى لا يحدث فصل بين القانون وتطبيقه من الناحية العملية ومن هذه العناصر الوضوح، التحديد، الالتزام بالتطبيق، الثواب والعقاب....الخ.

4- انشاء علاقة سليمة بين أصحاب المصالح : ان عمليات التواطؤ والفساد التي تتم بين مجالس الادارة وكبار المديرين التنفيذيين لا تضر فقط بحقوق أصحاب المصالح، ولكنها تضر أيضا بالشركة ومستقبلها لذا من الضروري أن يكون هناك حزمة من الاجراءات والسياسات التي تعني بحماية حقوق أصحاب المصلحة بالشركة.

ثانيا- التحديات التي تواجه المؤسسات الجزائرية التي تسعى إلى الحوكمة

حدد الميثاق الوطني مشاكل المؤسسات الجزائرية التي تسعى الحوكمة في النقاط التالية:¹

1- كيف يمكن تحسين علاقة المؤسسة بالبنك؟: ثمة مشكلة واسعة الانتشار حيث تشكي العديد من المؤسسات من صعوبة الحصول على قرض بنكي، في حين ترجع البنوك ذلك إلى ضعف رأسمال هذه المؤسسات، أو حساباتها السابقة أو المتوقعة التي لا تعكس الحقيقة الاقتصادية لهذه الأخيرة، وتهتم حوكمة المؤسسات بصحة الحسابات وارتباطها بالحقيقة الاقتصادية وكذا زيادة شفافية المؤسسة على الصعيد التاريخي أو التوقعي.

¹ "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسات في الجزائر"، إصدار 2009، ص: 24.

2- كيف يمكن جذب مستثمرين خارجيين إلى النواة الأولى للمؤسسة التي غالبا ما تكون

عائلية؟: يطرح موضوع البحث عن شركاء خارجيين عن نواة المساهمين، الأولية التي تكون عائلية غالبا، مشكلة الحذر المتبادل من الطرفين، في الجزائر ليس هناك تجميع كاف لتجارب ناجحة تخص تجارب في فتح رأس المال، بالنظر إلى الحذر الذي يبيده أقلية المساهمين الذين يخشون فقدان حقهم في المراقبة اللازمة لتسيير المؤسسة بالنظر إلى المساهمين الغالبين، يلتزم ملاك المؤسسات بتحديد الشروط المناسبة لوضع الثقة في المستثمرين الخارجيين والمحافظة على حقوقهم، بواسطة التطبيق الصارم لمبادئ الحوكمة المكرسة في هذا الشأن والمتعلقة بحماية حقوق المساهمين والمعاملة المتساوية بينهم.

3- كيف يمكن للمؤسسة إقامة علاقة ثقة مع الإدارة الجبائية؟: توسع مع الوقت علاقة حذر

لدى المؤسسة الجزائرية وحتى الخاصة منها من الإدارة الجبائية، واقتنع الكثير من رؤساء المؤسسات بضرورة وجود علاقة نزيهة وشفافة مع هذه الإدارة وعليه يعد الجهد المبذول من أجل شفافية ونزاهة الحسابات عنصرا أساسيا يسمح للمؤسسة من بناء مستقبلها بطريقة أكثر صفاء مقابل إجراءات الدعم التي تتخذها السلطات العمومية في هذا الشأن.

4- كيف يمكن توضيح العلاقة مع المساهمين؟: تعرف الكثير من المؤسسات نزاعات داخلية

بين المساهمين والتي تعطي لفكرة «الجمعية» مفهوما سلبيا. على الرغم من أن «الجمعية» حركة حضارية وهي من وجهة نظر الحوكمة هو اعتماد مبدأ معاملة المساهمين على قدر من المساواة وتحديد حقوقهم وواجباتهم.

5- كيف يمكن توضيح العلاقات بين المساهمين والمسيرين غير امساهيمين؟: إن قبول المسيرين

التنفيذيين الغير مساهمين أو غير المنتمين للعائلة المؤسسة، أدى لطرح مشكل الثقة والإمتياز

والأجر وعليه تظهر الحاجة لتوضيح العلاقات بين المساهمين والمسيرين وتحديد هيئات :
مجلس الادارة أو المراقبة للجنة المديرين وغيرها.

6- كيف يمكن توضيح المسؤوليات داخل الفريق التنفيذي؟: تعاني العديد من المؤسسات من تجميع المسؤوليات أو تركيزها المبالغ فيه وتحمل هذه الوضعيات إلي زرع بذور الأزمات الداخلية والمنازعات، سواء لدى الفريق التنفيذي أو بين هذه الأخيرة والمساهمين على حد سواء، لذا فإن تبني قواعد حوكمة للمؤسسة سيسمح بتحديد أفضل للمسؤوليات التنفيذية، وخاصة، بوضع تنظيم ومخطط هيكلي وضبط الصلاحيات و التقسيم الدقيق للوظائف.

ثانيا- معوقات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر:

تعددت المعوقات التي تحد من تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الجزائر على أرض الواقع، لأن الملاحظ أن ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر يعتبر ميثاق متحفظ حيث أنه لم يراعي جل المبادئ التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المتعلقة بحوكمة الشركات بشكل مفصل، والتي تعتبر مرجعا أساسيا في إعداد المواثيق الوطنية لمختلف الدول الأمر الذي انعكس في ضعفه، ويمكن إجمال أهم الأسباب الكامنة وراء ضعف هذا الميثاق فيما يلي:

- إن حوكمة الشركات تهتم أساسا بضبط العلاقة بين المسيرين والمساهمين لتجنب مشاكل الوكالة، وهذا الميثاق اهتم بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي شركات صغيرة عائلية لا تطرح فيها مشاكل الوكالة (المسير هو نفسه المالك) وليس كما هو الحال في الشركات الكبرى؛
- إن وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيئات الأخرى المشاركة في إعداد الميثاق ليست هي الوحيدة المخولة بإصداره فكما هو معروف في بعض التجارب الدولية فإن الهيئات المخولة بذلك هي هيئات المحاسبين والمراجعين وكذا هيئات أسواق الأوراق المالية؛

➤ كان يجدر بالسلطات العمومية التفكير في تطبيق الحوكمة على شركات القطاع العام والشركات الكبيرة المدرجة بالبورصة ثم التفكير في الشركات الصغيرة والمتوسطة؛

➤ إن هذا الميثاق لم يحظى بالقدر الكافي من التوعية والاعلام فلم يكن هناك اعلام يهتم بصفة فعلية بنشره وينوه بأهمية تطبيقه.

ولكن بما أن الجزائر استطاعت أن تضع خطواتها الأولى لتفعيل دور حوكمة الشركات فمن الأهمية أن تبذل بعض الجهود لمراجعة هذا الميثاق بتدخل أطراف فاعلة لصياغة ميثاق جديد يساير مواثيق حوكمة الشركات بالعالم.

ومن جهة أخرى فإن تطبيق مبادئ الحوكمة تواجه مجموعة من المعوقات تنشأ داخل وخارج الشركة والمتمثلة في ما يلي:¹

1- المصادر الداخلية: وتتمثل في عدم الفصل بين الملكية والادارة فأغلب الاقتصاديات

العالمية التي يكون فيها تطبيق حوكمة الشركات فعالا تحاول أن تبتعد قدر الامكان في تأسيس شركاتها عن الشركات العائلية، فليس بالضرورة أن يكون رئيس مجلس الادارة أو الرئيس التنفيذي من يمتلك النسبة الأكبر من أسهم الشركة ممن يتمتعون بعلاقات واسعة مع مساهمين الشركة، ولكن من الضروري أن يتمتع هذا الرئيس بقدرة وكفاءة وفاعلية عالية في ادارة الشركة، ويندرج تحت هذا المعوق الرئيسي معوقات ثانوية أخرى من أهمها:

- تشكيل مجلس الادارة وعدم الفصل بين مهمة مجلس الادارة ومهمة الادارة التنفيذية ومسؤوليات ادارة الشركة، ومستوى الرقابة، وعدد اجتماعات المجلس؛

¹ صبايحي نوال، مرجع سبق ذكره، ص 12.

- أعضاء مجلس الإدارة: عدم توفر أعضاء مستقلين غير تنفيذيين في مجلس الإدارة بعدد مناسب يكونون قادرين على تقديم الآراء واجتهادات مستقلة نابعة من احساسهم بالمسؤولية، ومن خبراتهم وتفهمهم لعمل الشركة؛

- لجان مجلس الإدارة: وأهمها لجنة التدقيق، ولجنة المكافآت والترشيحات، ومدى فعاليتها واستقلاليتها، وتوفر أعضاء غير تنفيذيين مستقلين فيهما.

ب. المصادر الخارجية: وهو المناخ الاستثماري العام في الدولة ومدى توافر القوانين والتعليمات المنظمة للنشاط الاقتصادي، التي تضمن تطبيق الحوكمة في الشركات واعطائها صفة الالتزام وعدم تعارضها مع هذه القوانين.

رابعاً- آليات ارساء مبادئ حوكمة الشركات ورفع كفاءة بورصة الجزائر

حتى يكون هناك تطبيق سليم لحوكمة الشركات لا بد من وجود مجموعة من الاجراءات يعتمد عليها نظام حوكمة الشركات لتحسين أدائها وتتمثل هذه الاجراءات فيما يلي:

1- اجراءات قصيرة الأجل: تقوم الشركة باتباع سياسة مكتوبة خاصة بحوكمة الشركات يتم الافصاح والاعلان عنها، هذه السياسة يجب أن توضح انشاء مجلس الادارة ودور أعضائه والكفاءات الخاصة بهم وانشاء مجلس ادارة استشاري، كذلك لا بد أن توضح اتصالات مع مساهمي الاقلية ومعاملاتهم ونظم المحاسبة والافصاح ومعاملة المساهمين الآخرين، وكذا تعيين مراجعين مستقلين ونشر جدول زمني بما سيحدث بالشركة.

- تنص سياسة حوكمة الشركات على انشاء مجلس ادارة استشاري مكون من ثلاثة أو أربعة أعضاء، والغرض من انشاء مجلس اداري استشاري هو المساعدة في عملية اتخاذ القرار عن طريق تزويد الادارة ومجلس الادارة بآراء موضوعية ذات بعد مستقل وكذا تزويد مساهمي الشركة بمرشحين محتملين للعمل كأعضاء مجلس ادارة مستقلين.

- تقوم الشركة بتعيين عضو مجلس ادارة منتدب من بين الخبراء الموجودين في السوق.
 - تقوم الشركة باتباع سياسة بيئية اجتماعية للشركة تجاه المواطنين ويتم الافصاح والاعلان عنها.
 - تؤكد الوثائق الأساسية للشركة مع ضمان معاملة متساوية لمساهمي الأقلية.
- 2- اجراءات متوسطة الأجل:** تعمل سياسة حوكمة الشركات على تكوين مجلس الادارة الاستشاري خلال عام واحد، ويعقد هذا المجلس الاستشاري أربعة اجتماعات سنويا، وللشركة جدولا للاجتماعات والمستندات الاساسية للاجتماعات، وتقدم الى أعضاء مجلس الادارة الاستشاري قبل مواعيد الاجتماعات حيث تنص سياسة حوكمة الشركات على ما يلي:
- تعيين عضو من مجلس الادارة مستقلا وغير موظف من خلال عامين، ويمكن أن يكون عضوا بمجلس الادارة الاستشاري.
 - أن تقوم الشركة بالافصاح في تقريرها السنوي المقدم الى المساهمين عن محتوى ومدى تنفيذ سياسة الشركة المكتوبة الخاصة بحوكمة الشركات والسياسة البيئية الاجتماعية للشركة اتجاه المواطنين.
 - أن تقوم الشركة بالافصاح في تقريرها السنوي عن مدى التزامها بقواعد حوكمة الشركات.
- وتجدر الاشارة في هذه النقطة إلى أن تغيير الجرائر لنظامها المحاسبي من المخطط الوطني للمحاسبة إلى النظام المحاسبي المالي يعد خطوة هامة في إرساء قواعد الحوكمة، حيث يساهم النظام الجديد في استقطاب المستثمر الأجنبي من أجل خلق حركة اقتصادية جديدة تجبر الاقتصاد الوطني على التجديد لذا على الجزائر في المقابل تهيئة المناخ المناسب للمستثمر الأجنبي من أجل

النهوض بالسوق المالي، كما يسوق هذا النظام المالي الجديد مجموعة من الامتيازات للاقتصاد الجزائري يمكن توضيحها في ما يلي:¹

- يقترح حلول تقنية للتسجيل المحاسبي للعمليات أو المعاملات التي يعالجها المخطط الوطني المحاسبي هذا المخطط الذي يتفق الجميع على أنه يتوافق مع الاقتصاد الاشتراكي ولا يتوافق مع الاقتصاد الحديث؛
- يقدم شفافية وثقة أكثر في الحسابات والمعلومات المالية والمحاسبية التي يسوقها، الأمر الذي من شأنه التقوية من مصداقية المؤسسة وإعطاء صور صادقة لها بين المستثمرين.
- يسمح بتحقيق أحسن توافق من حيث زمان ومكان الحالات المالية مما يسهل العمل في السوق المالي.
- يمثل فرصة للمؤسسات من أجل تحسين تنظيمها الداخلي وجودة اتصالاتها مع الأطراف المعنيين بالمعلومات المالية وعلى رأسهم المستثمرين والمتعاملين الاقتصاديين.
- يشجع الاستثمار من حيث أنه يضمن مقروئية أفضل للحسابات من طرف المحللين الماليين والمستثمرين.
- يحسن المحفظة المالية للبنوك التي تعتبر من الركائز الأساسية للسوق المالية، من خلال إنتاج المؤسسات لحالات مالية أكثر شفافية.
- يسهل رقابة الحسابات التي تستند من الآن فصاعداً على مفاهيم وقواعد محددة بوضوح الأمر الذي يسمح بإعطاء صور صادقة للمؤسسات في السوق المالية.

¹قورين حاج قويدر، الحوكمة المحاسبية في ظل النظام المالي المحاسبي ودورها في تأهيل السوق المالية في الجزائر، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013، ص 33.

➤ يفرض على المؤسسات تطبيق معايير محاسبية دولية معترف بها، تستوجب شفافية للحسابات، هذه الشفافية التي تعتبر تدبيراً أمنياً مالياً يشارك في استرجاع الثقة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال ضمان الثقة في مختلف الحسابات والتقارير المالية والمحاسبية.

➤ التمكين من الدخول إلى أسواق المال (البورصات) العالمية والعربية بسبب ضمان النظام المحاسبي الجديد تقديم معلومات محاسبية ومالية صادقة.

➤ تحسين جودة المعلومات التي ينتجها النظام المحاسبي وفق المعايير الدولية، الأمر الذي يرفع من كفاءة أداء الإدارة بالوصول إلى معلومات ملائمة لاتخاذ القرارات خاصة للمستثمرين في السوق المالي.

➤ إن تأسيس معايير محاسبية دولية تلقى قبولا عاما على المستوى الدولي يؤدي إلى تأهيل محاسبين قادرين على العمل في الأسواق المالية العربية وحتى الدولية.

➤ توافر معايير دولية يسمح بإعداد قوائم مالية موحدة للشركات المتعددة الجنسيات، مما يشجع على انفتاح أسواق المال الوطنية وزيادة الاستثمارات المالية والإنتاجية عربيا ودوليا.

➤ ضمان التقييم الجيد والصحيح للأسهم والسندات.

ومن جهة أخرى فإن إرساء قواعد حوكمة الشركات في الجزائر يستلزم:

- **رفع المستوى الوعي:** البداية عادة تتم برفع مستوى الوعي السائد عن مفاهيم حوكمة الشركات في البلدان النامية ومنها الجزائر ومحاولة تطبيقها في السياق المحلي حيث تركز الجهود في هذا الإطار على ترسيخ الإدراك لدى الحكومة والأوساط الاقتصادية وجميع الأطراف على معنى وفوائد حوكمة الشركات؛

- **وضع القوانين والتشريعات اللازمة:** وذلك من خلال تحديد مبادئ حوكمة الشركات التي يجب الامتثال لها والانصياع لممارستها وغالبا ما يبدأ وضع القوانين في أي دولة بالاعتماد على مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لحوكمة الشركات كقاعدة ومعياري يتم الانطلاق منها لوضع وتطوير الأطر القانونية اللازمة لتطبيق الحوكمة في الشركات العامة والخاصة سواء المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال، وتستطيع الجزائر من خلال مبادئ حوكمة الشركات تطوير مجموعات مبادئها وقوانينها الخاصة التي تعالج الواقع المحلي فيما يتعلق بالتعامل والالتزام بالمعايير.

- **مراقبة ومتابعة عمليات التطبيق:** عندما يتم رسميا تبني قانون محلي لحوكمة الشركات يكون من الضروري توضيح مدى تقيد والتزام الشركات بذلك القانون، ويمكن للشركات الاقتصادية أن تؤدي دورا حيويا في مراقبة وضبط سلوك أعضائها، كما أن لمن هم خارج الوسط الاقتصادي مصلحة وفائدة نتيجة تطبيق حوكمة الشركات ولذا قد يكون من اللازم أن تشترك مجموعات أخرى كالصحافة والاعلام مثلا في تحمل المسؤولية الرقابية؛

التدريب على المسؤوليات الجديدة: بعد أن يتم وضع الاطار المناسب لحوكمة الشركات تقع مسؤولية جديدة على عاتق المديرين التنفيذيين في الشركات وأعضاء مجالس الإدارة وأمثالهم حيث يجب عليهم القيام بتدريب وتعليم جميع الأطراف المتعلقة بحوكمة الشركات على كيفية أداء أدوارهم؛

- **إضفاء الطابع المؤسسي على حوكمة الشركات:** تتحقق هذه الأخيرة عندما يتقبل الوسط الاقتصادي في الجزائر حوكمة الشركات كجزء طبيعي ومفيد للقيام بالأعمال الاقتصادية ، وتكون الشركات التي تدعم التطبيق والالتزام والامتثال لقواعد حوكمة الشركات عن طريق الافصاح الجيد في عرض المعلومات المحاسبية في القوائم المالية.

خلاصة الفصل الرابع:

توصلنا من خلال هذا الفصل إلى:

- إن تبني مبادئ الحوكمة في أي بلد لا يمكن أن يتحقق إلا إذا كان هناك مناخ وبيئة تضمن تطبيق تلك المبادئ، وهذا ضمن الأطر القانونية والتنظيمية، والجزائر وفي ظل العولمة تجد نفسها أمام اختبار صعب من خلال البيئة الداخلية وضعف مؤسساتها، والبيئة الخارجية التي ستفرض عليها التكيف مع المتطلبات والمستجدات الحديثة، فالسوق المالي الجزائري كما هو معروف فهو يحتل المراتب الأخيرة من حيث نشاطه، فاهتمامه بالرقابة لحماية المستثمرين وشفافية السوق والاهتمام بالإفصاح عن المعلومات هي أساليب غير كافية لتفعيله والنهوض به من أجل مواكبة التطور الحاصل في باقي الأسواق.
- ولهذا ظهرت بعض المساعي لإرساء الحوكمة الشركات في الجزائر، من خلال ظهور هيئات و جمعيات ناشطة تسعى إلى تطبيق هذا المفهوم، التي نتج عنها دليل حوكمة المؤسسات الجزائرية و مركز حوكمة الجزائر التي تعد خطوة مهمة في دفع المؤسسات الجزائرية إلى تبني هذا المفهوم، إلا أنها مازالت لم تحقق نظام حوكمة جيد، فيجب العمل على إيجاد التناسق بين هياكل الدولة و طرق تسييرها و أيضا إيجاد الأدوات المناسبة لتحقيق نظام حوكمة جيد.



الحاتمة

من خلال معالجتنا لموضوع دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية توصلنا إلى أن سوق الأوراق المالية تعتبر أحد أهم مجالات الاستثمار الأمر الذي يقتضي أن تتيح قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان وعليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاء، ويعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على المؤشرات باعتبارها مقياس للأداء وأداة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق، وبالتالي يتضح أنه في ظل السوق المالي الكفاء تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة وبالتالي فإن هذه الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية وفي هذه الحالة لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي.

كما أن حوكمة الشركات توفر الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة، وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشرا على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والأجنبية وتحسين قدرته التنافسية. بالإضافة إلى أن تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وبخاصة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي، كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون -بعين الاعتبار وبجدية- مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة إذ

تشكل قيمة مدركة لديهم، إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب بل أصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة أو تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة.

نتائج البحث:

- وفي الأخير ومن خلال معالجتنا لموضوع بحثنا توصلنا إلى النتائج التالية:
- إن حوكمة الشركات، تتعلق بصفة أساسية بالعلاقة بين الشركة وأصحابها، أي مجموعة القواعد والحوافز التي تراقب وتوجه الإدارة إلى تعظيم الربحية وقيمة الشركة في الأجل الطويل بالنسبة للمساهمين وأصحاب المصالح الأخرى، وتتحدد نوعية حوكمة الشركة إلى حد بعيد عن طريق التفاعل بين الحوافز الداخلية والخارجية التي تواجه مدير الشركة وأصحابها؛
 - تقوم حوكمة الشركات على مجموعة من المبادئ أهمها الافصاح والشفافية وما تقتضيه من النزاهة في إعداد القوائم المالية، فهي بهذا تعتبر أداة فعالة للرقابة على الشركة والسيطرة عليها؛
 - شمول مفهوم حوكمة الشركات للعديد من الأبعاد سواء الاقتصادية أو القانونية أو الإدارية أو المحاسبية أو الاجتماعية أو الأخلاقية، وذلك نتيجة عدم الاتفاق على تعريف أو مفهوم موحد لهذا المصطلح؛
 - يتوقف التطبيق الأمثل لمبادئ حوكمة الشركات على مدى توافر مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية لكي تتمكن الشركات من الاستفادة من مزايا تطبيقها السليم، إذ تتمثل المحددات الداخلية في مجموعة القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق في حين تتكون المحددات الخارجية من القوانين واللوائح الخاصة بالشركة وتتضمن توزيع المسؤوليات والسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق الحوكمة وذلك بالشكل الذي يؤدي إلى عدم تعارض في المصالح بين هذه الأطراف؛

- ترتكز حوكمة الشركات حسب منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي على ستة مبادئ أساسية تتمثل في: حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية للمساهمين، دور أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية، مسئوليات مجلس الإدارة، ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات؛

- تلعب الأسواق المالية دورا هاما وأساسيا في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد، وذلك من خلال قدرتها على توفير الأموال لتمويل الاستثمار ذات الآجال المختلفة؛

- توفر السوق المالي العديد من المنتجات والأدوات المالية كالأسهم، السندات والمشتقات المالية؛

- كفاءة السوق المالي هي تلك السوق التي تمتاز فيها أسعار الأوراق المالية بالعشوائية بحيث يصعب أو يستحيل على أي مستثمر التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين، وبالتالي يتنافس المتدخلون في الأسواق المالية على تحليل المعلومات التي ترد وسرعان ما تنعكس على الأسعار الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية وتوجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية وهذا ما يعرف بالتخصيص الكفاء للموارد المالية؛

- تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توفر معلومات متماثلة للمستثمرين وعلى مدى موثوقيتها، ولهذا تتفاوت مستويات الكفاءة فيما بينها فنجد السوق الكفاء وهو الذي يتطلب شروطا معينة قد يصعب توفيرها في أغلب الأسواق المالية، والسوق متوسط الكفاءة وهو الأكثر انتشارا وشيوعا بين الأسواق والسوق الضعيف الذي يعتمد على المعلومات التاريخية فقط لتحديد قيمة الورقة المالية فيه؛

- تساعد حوكمة الشركات على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق مبادئها، فكل مبدأ يساهم في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية إلا أن مبدأ الإفصاح والشفافية يعد المبدأ

الأهم لكونه يضيف على المعلومات نوع من المصداقية وهو ما يدعم ثقة المستثمرين الحاليين ويجذب المزيد من المستثمرين إلى السوق، ويؤدي ذلك في الأخير إلى وصول المعلومات بسرعة وبشفافية إلى السوق لتنعكس هذه المعلومات في أسعار الأوراق المالية؛

- إن توفر نظام قوي لحوكمة الشركات من شأنه أن يحد من هـ الانحرافات المالية الخطيرة ويمنع تكرار الأزمات المالية، ويقلل من محاولات التضليل، لاسيما إمكانية التواطؤ مع مراجعي الحسابات الخارجيين، فالحوكمة تركز على أخلاقيات المهنة وتهدف لتحسين الصورة الذهنية للشركات وكذلك تدعيم مصداقيتها لدى المتعاملين والمستثمرين، بالإضافة إلى توظيف الاعتبارات الأخلاقية وتحسين درجة الوضوح و زيادة مستويات الإفصاح والشفافية؛
- إن مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة كأحد مبادئ الحوكمة يمثل أهم تطبيقاتها في خلق كيان مؤسسي قوي للشركة مما ينعكس على تحقيق كفاءة للسوق المالي؛

- تفعيل دور الرقابة والتدقيق الداخلي والخارجي، والحرص على استقلالية المراجع الخارجي في أداء مهمة التحقق من مصداقية القوائم المالية يعتبر من أهم آليات تدعيم حوكمة الشركات؛
- يمكن مكافحة الفساد المتفشي داخل هياكل الشركات، عن طريق الالتزام بما جاءت به مبادئ الحوكمة ومن ذلك الشفافية والإفصاح في المعاملات وفي عمليات اتخاذ القرارات، وكذلك تحديد مسؤوليات ومهام كل فرد داخل الشركة لكي يسهل فيما بعد ضبط المتورطين في الفساد؛
- تشير معظم التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية والبحوث إلى أن الأزمات التي مرت بها الأسواق المالية هي نتاج حتمي لضعف الإفصاح والشفافية لدى الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال نظرا للتلاعب في القوائم المالية لتلك الشركات وعدم التقيد بمبادئ ومعايير حوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية؛

- قام السوق المالي المصري بوضع دليل قواعد ومعايير لحوكمة الشركات المساهمة حاول من خلالها وضع مبادئ من أجل التزام الشركات بمبادئ الإفصاح والشفافية وحماية أصحاب المصالح في المؤسسة من أجل تعزيز الثقة فيها؛
- تشير النتائج إلى أن الامارات تبدي تقدما ملحوظا في مجال الإيفاء بمتطلبات مبادئ الحوكمة مقارنة بالدول العربية الأخرى رغم الجهود المبذولة، ولكن على الرغم من إنجاز عدد من الإجراءات في سبيل تفعيل التطبيقات والقواعد الجيدة لحوكمة الشركات في الامارات؛
- السوق المالي الجزائري كما سبق الذكر يحتل المراتب الأخيرة نظرا لتأخره من حيث التداول نشاطه فكيف الحديث بالنسبة للكفاءة، فاهتمامه بالرقابة لحماية المستثمرين وشفافية السوق والاهتمام بالإفصاح عن المعلومات هي أساليب غير كافية لتفعيله والنهوض به من أجل مواكبة التطور الحاصل في باقي الأسواق العربية.

اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** هي فرضية صحيحة حيث أن أهمية حوكمة الشركات تكمن في تعزيز ثقة المستثمرين من خلال الاعتماد على معايير الإفصاح والشفافية والتزام كل الأطراف بأداء المهام بكل نزاهة ومصداقية، كما أن هذه الأهمية لا تكتمل إلا بتطبيق آليات الرقابة الداخلية والخارجية وتفعيل دورها من خلال تطبيق مبدأ المساءلة والحرص على أن يتمتع كل من المراجع الداخلي والخارجي بالاستقلالية التامة في أداء مهامهم والتحقق من صحة ومصداقية القوائم المالية، الأمر الذي يعتبر دعامة أساسية في تطبيق حوكمة الشركات.
- **الفرضية الثانية:** هي فرضية صحيحة إذ أن متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية تتمثل في توفر إطار تنظيمي واضح وهذا من خلال كفاءة التسعير التي تتطلب وصول المعلومات إلى جميع المتعاملين في نفس الوقت الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بصورة عادلة، وكذا

كفاءة التشغيل التي تعمل على رفع قدرة السوق في خلق التوازن بين العرض والطلب وتوفير عناصر الكفاءة التنظيمية، بالإضافة إلى كفاءة التخصيص عن طريق التخصيص الأمثل للموارد، دون إهمال دور الكفاءة الهيكلية والكفاءة الفنية ك لها تعتبر كقواعد ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

- **الفرضية الثالثة: هي فرضية صحيحة** حيث أن الالتزام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات يساهم في تحسين ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية، وهذا من خلال الانعكاس الايجابي لتطبيق مبادئ القائمة مبدأ على الافصاح والشفافية الذي يعتبر عاملا مهما في ضمان تنشيط السوق من جهة، والوصول إلى السعر الحقيقي للأسهم من جهة أخرى، ومن ثم رفع كفاءة السوق المالي.

➤ **الفرضية الرابعة: هي الأخرى فرضية صحيحة:** لم ترقى حوكمة الشركات في الجزائر إلى المستوى المطلوب الأمر الذي لم يساهم في النهوض ببورصة الجزائر وتفعيل دورها الاقتصادي، لأنه من الجدير يجدر التفكير في تطبيق الحوكمة على شركات القطاع العام والشركات الكبيرة المدرجة بالبورصة ثم التفكير في الشركات الصغيرة والمتوسطة، كما أن ميثاق حوكمة الشركات يعتبر ميثاق متحفظ حيث أنه لم يراعي جل المبادئ التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المتعلقة بحوكمة الشركات بشكل مفصل، والتي تعتبر مرجعا أساسيا في إعداد الموائيق الوطنية لمختلف الدول الأمر الذي انعكس في ضعفه وبالتالي عدم مساهمته في تفعيل البورصة.

التوصيات والاقتراحات:

انطلاقاً من النتائج التي تم التوصل إليها فإن أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة برفع كفاءة السوق المالي وخاصة السوق المالي الجزائري والمتمثلة فيما يلي:

- ضرورة الاهتمام بنشر ثقافة الحوكمة وهذا من خلال إنشاء معاهد متخصصة في حوكمة الشركات والتي تعمل تحضير خطط لجعل جميع المؤسسات الوطنية تلتزم بمبادئ حوكمة الشركات قصد الارتقاء بأدائها، والقضاء على كافة أشكال الفساد المتفشي بها خاصة المؤسسات الاقتصادية العمومية؛

- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة بمراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، حيث تقوم بتقييم التزام الشركات بهذه المبادئ وفرض عقوبات على المؤسسات التي لا تلتزم بذلك؛

- تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة، مع الاهتمام بالمعايير الدولية للمراجعة لضمان قيام الشركات بالإفصاح عن قوائم مالية تعكس المركز الحقيقي لها؛

- الاهتمام بإعداد لائحة لحوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية تتوافق مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وجعلها اجبارية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في أداء مهمة التحقق من التزام الشركات المدرجة بالبورصة بهذه اللائحة؛

- مراجعة شروط الإدراج بالبورصة من خلال تضمين مبادئ الحوكمة ضمن هذه الشروط؛

- الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة، واجبار هذه المؤسسات على القيام بنشر قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر على نشاطها بصفة دورية في الصحف والمجلات، مع إنشاء مواقع إلكترونية لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع؛

- الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري بين الجمهور، والتعريف بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال وسائل الإعلام المختلفة لجذب أكبر قدر ممكن من المدخرات؛
- القيام بإنشاء مؤسسات متخصصة في دراسة تغيرات أسعار الأوراق المالية، والبحث عن سبل لتنشيط ورفع وكفاءة هذا السوق؛
- التركيز علي نوعية المعلومات المفصح عنها بدلا من التركيز على جانب كم المعلومات المفصح عنها؛
- نظرا لمحدودية عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية في الجزائر فلا بد من الاهتمام بتوسيع نطاق الخصوصية، فهناك مؤسسات إقتصادية تتمتع بوضعية مالية مريحة وأداء جيد مثل البنوك، يمكن أن تكون موضوع خصوصية، الأمر الذي يجعلها تساهم في تنشيط هذا السوق.

آفاق البحث:

- هناك بعض الجوانب الهامة التي لها صلة بالموضوع والتي نقترحها بأن تكون إشكاليات لمواضيع بحث مستقبلية مثل:
- دراسة مقارنة بين الدول العربية من حيث التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات؛
 - دور إصدار موثيق خاصة بحوكمة الشركات في رفع أداء الأسواق المالية؛
 - دور الحوكمة في حماية المستثمرين؛
 - فعالية تطبيق الحوكمة في الأسواق المالية التقليدية مقارنة بالأسواق المالية الإسلامية.



قائمة المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

1. أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
2. أحمد سعيد قطب، "تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم المقدرة التفسيرية للمعلومات المالية في سوق الأوراق المالية السعودية"، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، السعودية، 2006.
3. أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003.
4. أحمد علي خضر، "الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
5. اسماعيل أحمد الشناوى وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
6. أفيناش ديكسيت Avinash, K. Dixit : ترجمة نادر ادريس التل، "صنع السياسات الاقتصادية: منظور علم سياسة تكاليف الصفقات"، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
7. أميرة حسب الله محمد، "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
8. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي - لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
9. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
10. التميمي أرشد فؤاد وسلامة أسامة عزمي، "الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة-"، الطبعة الأولى، دار المسير، الأردن، 2004.

11. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
12. حاكم محسن الربيعي وحمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
13. حمزة محمود الزبيدي،، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
14. حيدر يونس الموسوي، ، المصارف الإسلامية- أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية-، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
15. خالد ممدوح إبراهيم، "حوكمة الأنترنت"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
16. ديفيد لاركر وبريان تيان، مسائل حوكمة الشركات -نظرة فاحصة على الخيارات التنظيمية وتبعاتها-، ترجمة عبد الله بن ناصر أبو ثنين وسعد بن عبد الله الكلابي، معهد الإدارة العامة، الرياض، 2017.
17. رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق النقدية"، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر والتوزيع، 2004.
18. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
19. رضوان حلوة حنان، "مدخل النظرية المحاسبية -الاطار الفكري، التطبيقات العلمية-"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.

20. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها -دراسة مقارنة بين النظم وأحكام الشريعة الإسلامية-، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
21. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية- علميا، عمليا، -، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000.
22. طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)"، الدر الجامعية، مصر، 2005.
23. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2001.
24. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية(طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2000، ص 29.
25. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
26. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005.
27. عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
28. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال (بورصات-مصارف-شركات التأمين- شركات الاستثمار)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.

29. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع) ، الاسكندرية، 2001.
30. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.
31. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
32. عبد الله الطاهر وموفق عبد الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، مركز يزيد للنشر، الكرك، 2004.
33. عبد المطلب عبد الحميد، "المنظور الاستراتيجي: التحولات الاقتصادية للقرن الحادي والعشرين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
34. عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
35. عبد الوهاب نصر علي، "موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفقا لمعايير المراجعة العربية والدولية والأمريكية"، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
36. عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2007.
37. عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

38. عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، "الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة"، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر، 2008.
39. عماد العاني، "اندماج الأسواق المالية الدولية"، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002.
40. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
41. قيصر عبد الكريم الهيدي، أساليب الاستثمار وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2006.
42. كريا سلامة عيسى الشطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
43. محسن أحمد الخضير، "حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005.
44. محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
45. محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
46. محمد محمود عبد ربه محمد، "طريقك إلى البورصة...مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم كل الاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.

47. محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
48. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
49. محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الاطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
50. المعتصم بالله الغرياني، "حوكمة شركات المساهمة"، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2008.
51. منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر - الجزء الثالث: عقود الخيارات، الطبعة الأولى، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007.
52. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2009.
53. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.
54. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
55. ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، الطبعة الأولى، مركز الخبرات المهنية للإدارة "بميك"، مصر، 2014.
56. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

2- المجلات العلمية:

57. أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، جانفي 2008.
58. أحمد مداني ومداح عبد الهادي، "دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الامارات للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 2، 2016.
59. ¹السنوسي محمد الزوام ومختار محمد ابراهيم، "آليات الحوكمة ومتطلبات تطبيقها بالشركات المساهمة"، مجلة جامعة سبها (العلوم البحثية والتطبيقية)، المجلد 13، العدد 1، 2014.
60. بلبركاني أم خليفة، "آليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة التنظيم والعمل، جامعة معسكر، الجزائر، العدد 05، جانفي 2014.
61. بوجمعة بن صالح وجمال عمورة، "لغة الإفصاح الإلكتروني XBRL ودورها في تحسين كفاءة الأسواق المالية"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية (مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة)، المجلد 20، العدد 02 (34-2016).
62. جمام محمود، "تأثير جودة المعلومات المحاسبية على اتخاذ القرارات الاستثمارية -دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية قسنطينة الجزائر-"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 47، 2016.

63. جميلة سعيد قمبر، "واقع تطبيق الحاكمية الجامعية في التعليم الجامعي الحكومي الليبي (دراسة نقدية)"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 43، العدد 2، 2016.
64. حكيمة بوسلمة، "اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان المالي"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 5، ديسمبر 2016.
65. سعد العنزي، "محاولة جادة لتأطير نظرية أصحاب المصالح في دراسات إدارة الأعمال"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 13، العدد 48، 2007.
66. سيد عبد الرحمن عباس بله، "دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الإبداعية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 12، 2012.
67. صباح حسن مجبل، "إمكانية تطوير تأكيدات مراقب الحسابات تجاه تقديرات القيمة العادلة في ظل الظروف عدم التأكد (دراسة استطلاعية)"، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 18، 2015.
68. عبد المطلب محمد مصلح السرطاوي، "أثر الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 11، العدد 3، 2015.
69. عبده محمد السويدي، "النظام القانوني لحوكمة الشركات وأثر الإفصاح والشفافية عليها"، مجلة الدراسات الاجتماعية، العدد 50، ديسمبر 2016.
70. علاء جميل مكط الزحيم، "دور آليات حوكمة الشركات في الرقابة على تكاليف المسؤولية الاجتماعية -دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة-"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد 1، 2015.

71. علي عبد الصمد عمر، "إطار حوكمة المؤسسات في الجزائر -دراسة مقارنة مع مصر -"، مجلة الباحث، العدد 12، 2013.
72. عمار بلعادي، "حوكمة الشركات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية"، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والانسانية، العدد 20، جوان 2017.
73. عوض بن سلامة الرحيلي، "لجان المراقبة كأحد دعائم الشركات لتطبيق الحوكمة، حالة السعودية"، مجلة الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد 22، العدد 1، 2008.
74. كمال الدين مصطفى الدهراوي، " العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم -دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة-"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، العدد الرابع، 1995.
75. محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 03، 2004.
76. مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 02، الجزائر، العدد 10، ديسمبر 2014.
77. مفتاح صالح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010.
78. مها محمود رمزي ورمزي يحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد 1، دمشق، سوريا، 2008.

79. مؤيد محمد علي الفضل ونوال حربي راضي، "العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة

الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة في الأردن)"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية

والاقتصاد، المجلد 12، العدد 4، 2010.

80. نجاتي ابراهيم عبد العليم، "نظرية الوكالة ودورها في تطوير نماذج الرقابة على الاداء"،

مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، 1991.

3- الأطروحات والمذكرات:

81. أشرف درويش أبوموسرى، "حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق

المالية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة فلسطين، 2008.

82. بن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.

83. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في

العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

84. جدايني سامية، "متطلبات التكامل الوظيفي بين البنوك والأسواق المالية-عرض تجارب

دولية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.

85. حمادي نبيل، التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع

صيدال، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي

الشلف، 2008.

86. حمدي معمر، دور تطبيق مبادئ الحوكمة في دعم نشاط شركات التأمين التعاوني -

دراسة بعض التجارب العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.

87. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة -حالة أسواق

الأوراق المالية العربية-، أطروحة دكتوراه، فرع الاقتصاد القياسي، علوم اقتصادية، كلية العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004.

88. سحنون جمال الدين، شروط بروز الأسواق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس

والجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة

الجزائر، 2008.

89. سطوري الجودي، "أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع

دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.

90. سهيلية يمينه، "دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق

المالية - دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية

العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2018.

91. الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة

حالة الجزائر، مذكرة ماجستير. تخصص علوم التسيير فرع التسويق، المدرسة العليا للتجارة،

الجزائر، 2003.

92. عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في

سورية، أطروحة دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

93. عبد الناصر عبد الله خطاب، "أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية -

دراسة ميدانية بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه في المحاسبة،

جامعة حلب، 2012.

94. عبدلي حنان، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه

العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة-،

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة

الجزائر 3، الجزائر، 2018.

95. عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب

دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية

وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2016.

96. عيادي عبد القادر، جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات وانعكاسها على

كفاءة السوق المالية - حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2014.

97. غراية زهير، "إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاحب محل نموذج السير العشوائي لحركة

أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية واقتصاد

دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف،

الجزائر، 2012.

98. قاسم شاوش لمياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة

ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، 2005.

99. قبلي نبيل، دور مبادئ الحوكمة في تفعيل الأداء المالي لشركات التأمين - دراسة حالة -

، أطروحة دكتوراه في علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.

100. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة

مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم إقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.

101. محمد نعيم الحلو، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية-دراسة

ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2008)، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010.

102. محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين عند المستوى الضعيف-دراسة

تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة (2004-2005)، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

103. مداني أحمد، أساليب حماية أسواق المالية العربية من الأزمات المالية -حالة الأسواق

الناشئة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2014.

104. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق

رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، مذكرة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

105. نورين بومدين، "صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2015.

4- المؤتمرات والملتقيات:

106. أبو إسماعيل نهلة ومخناش فتيحة، "مدى تأثير تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

107. بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، "حوكمة الشركات ودورها تخفيض مشاكل نظرية الوكالة"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: دور الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة -دراسة وتحليل تجارب وطنية ودولية-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة- الجزائر، 18 و 19 نوفمبر 2011.

108. براق محمد، "بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، 22 و 23 أبريل 2003، جامعة ورقلة.

109. بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، "دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري 06-07 ماي 2010، جامعة محمد خيضر - بسكرة.

110. بن عيشي عمار وعمرى سلمى، تطبيق قواعد الحوكمة وأثره على الإفصاح المحاسبي

وجود التقارير المالية دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية حالة ولاية بسكرة، ورقة بحثية

مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.

111. بوفاسة سليمان وسعيداني رشيد، "لجنة التدقيق الداخلي كمدخل لتفعيل مبادئ الحوكمة

في الشركات ورفع أدائها"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة

في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،

جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

112. حمزة رملي واسماعيل زحوط، "دور إدارة العلاقة مع أصحاب المصلحة في تفعيل أبعاد

التنمية المستدامة في المؤسسة الاقتصادية - دراسة ميدانية على مجمع زاد فارم لصناعة

الأدوية بقسنطينة (Groupe Zad Pharme) -"، ورقة عمل مقدمة في المؤتمر العلمي

حول: سلوك المؤسسة الاقتصادية في ظل رهانات التنمية المستدامة والعدالة الاجتماعية،

جامعة ورقلة، يومي 20-21 نوفمبر 2012.

113. خلف عبد الله الواردات "الاتجاهات الحديثة في التدقيق الداخلي"، ورقة بحث مقدمة إلى

المؤتمر العربي الأول حول: التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات (تدقيق الشركات -

تدقيق المصارف و المؤسسات المالية - تدقيق الشركات الصناعية)، القاهرة، سبتمبر 2005.

114. دبله فاتح، "حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية

وأثرها على مستوى أداء الأسواق"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الوطني حول: حوكمة

الشركات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009.

115. دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية

لرفع كفاءة السوق المالي حالة شركة وورلدكم الأمريكية (WORLD COM)، ورقة بحث

مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع حول: الريادة والإبداع - إستراتيجيات الأعمال في مواجهة

تحديات العولمة-، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، 15-16 مارس، 2005.

116. زايدي عبد السلام وخلف الله كريم، "حوكمة الشركات بين الأسس النظرية وآليات

التطبيق مع الإشارة إلى واقع الحوكمة في الجزائر"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي

الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

117. زرقون محمد وهيدوب ليلي، "المراجعة كمدخل لتحقيق جودة حوكمة الشركات في

الجزائر"، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار بحاسي مسعود، ورقة بحث مقدمة

إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19

و 20 نوفمبر 2013.

118. صبايحي نوال، "واقع الحوكمة في دول مختارة - مع التركيز على التجربة الجزائرية-

ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات

والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي

بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

119. صديقي مسعود ودريس خالد، دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات

المحاسبية لترشيد قرار الاستثمار، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة

المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.

120. صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون.

121. عرابية الحاج وزغودة تبر، "حوكمة الشركات كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

122. قورين حاج قويدر، الحوكمة المحاسبية في ظل النظام المالي المحاسبي ودورها في تأهيل السوق المالية في الجزائر، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

123. محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العربي الأول حول: متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007.

124. محمد طيفور أمينة وبودشن ياقوتة، "حوكمة الشركات ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة) تحفيز الاستثمار"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

125.نمر محمد الخطيب وصديقي فؤاد، "مدى انعكاس الإصلاح المحاسبي على جودة المعلومة المحاسبية والمالية-تجربة الجزائر(النظام المحاسبي المالي)"، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر جامعة ورقلة، 29 و 30 نوفمبر 2011.

126.نوري منير وبوشاشية نادية، "آليات ومحددات تفعيل حوكمة الشركات مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

127.هوام جمعة، برايس نورة وفروم محمد صالح،"الشفافية، الإفصاح في إطار حوكمة الشركات"،ورقة بحث مقدمة إلى فعاليات الملتقى الدولي حول: الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، سومي 18-19 نوفمبر 2009،جامعة باجي مختار عنابة.

5- المنشورات والتقارير :

128. "ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر"، إصدار 2009.
129. اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات -الفرص والتحديات-"، الإصدار رقم 11، دبي -الامارات العربية المتحدة، جانفي 2016.
130. اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية"، دليل استرشادي، دبي -الامارات العربية المتحدة، يوليو 2017.
131. آمار جيل، "حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي"، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.

132. بورصة الجزائر، "القيم المنقولة"، مطبوعات خاصة، 2014.
133. بورصة الجزائر، "تعريف بورصة الجزائر"، مطبوعة خاصة.
134. بورصة الجزائر، أوامر البورصة، مطبوعات خاصة، 2014.
135. بورصتي القاهرة والإسكندرية - الكتاب السنوي 2005 -.
136. التقارير السنوية من 2006 إلى 2017 لبورصة الجزائر.
137. التقارير السنوية من 2006 إلى 2017 للبورصة المصرية.
138. التقارير السنوية من 2006 إلى 2017 لهيئة الأوراق المالية والسلع.
139. التقرير السنوي 2017 لهيئة الأوراق المالية والسلع.
140. علاء الدين حسن عواد، "تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، القاهرة، 1999.
141. مركز المشروعات الدولية الخاصة، "قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات"، القاهرة 2003.
142. مركز المشروعات الدولية الخاصة، "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة - نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح -"، أوت 2008.
143. مركز المشروعات الدولية الخاصة، "دليل تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والمتحولة"، مارس 2002.
144. منشور عن بورصة الجزائر - شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، 1998.
145. منشورات مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، القاهرة، أكتوبر 2005.

146. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على

كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات،

مصر، 2012.

147. هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة من

9793"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، 1997.

148. الهيئة العامة لسوق المال - التقرير السنوي 2002 -.

149. الهيئة العامة لسوق المال، مركز المديرين ودوره في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، نشرة

دورية 2004/04/19.

6- المواقع الالكترونية:

150. حوكمة الشركات في مصر، على الموقع:

www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=44213 ، تاريخ الاطلاع:

2017/05/05.

151. محمد أحمد خليل إبراهيم، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية

وانعكاساتها على سوق الوراق المالية -دراسة نظرية تطبيقية-، على الرابط:

➤ islamfin.go-forum.net الحوكمة (Governance) ، تاريخ الاطلاع:

2016/09/22.

152. موقع بورصة الجزائر، <http://www.sbgv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 8201/11/05.

153. الموقع الرسمي للبورصة المصرية، لجان البورصة، على الرابط:

<http://www.egx.com.eg/ar/Committees.aspx> ، تاريخ الاطلاع: 2018/09/15.

154. بن الشيخ سارة وبن عبد الرحمان ناريمان، "واقع الحوكمة في بيئة الأعمال الجزائرية في

ظل المستجدات الحالية"، على الرابط

https://manifest.univ-ouargla.dz/documents/.../ben_chaikh.pdf تاريخ

الاطلاع: 2018/11/10

155. www.icgn.org/best-practice تاريخ الاطلاع: 2017/03/15.

156. <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/establishment.aspx> تاريخ

الاطلاع عليه: 2018/09/14.

157. <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/goals.aspx> تاريخ الاطلاع

عليه: 2017/05/15.

158. <http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/mission.aspx> تاريخ الاطلاع

عليه: 2017/05/15.

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

1-Les ouvrages

159. Cathrine Karyotis, "**La place financière de paris**", 2^e édition, banque éditeur, France, 2001.

160. Daniel Goyeau et.Amin Tarazi, "**La Bourse**", la découverte, France, 2006.

161. Francis Clarch, "**Management Of Investment** ", McGraw, JAPAN, 1983.

162. Hervé Alexandre et Mathieu paquerot, **efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants**, finance contrôle stratégie, N° 2 , volume 3, juin 2000
163. Louis Vauris, "**Actialite Le comite d'audite**", In revue Française d'audit Interne, n° 137, Paris, 1997.
164. Philippe Spieser , **la bourse**, 3eme édition, libraire vuibert, paris,2007.
165. Yves Jégourel, **les produits financiers dérivés**, éditions la découverte, paris, 2005.

2-Les revues

166. **Accounting Information Qualitative characteristics Gap: Evidence From Jordan**, international management review, vol.3. N°2, 2007.
167. Adrian fares, "**corporate governance in Egypt from a banking perspective**", workshop(2), CG from a banking perspective (CIPE), Egypt, February 5.2003.

168. Bazel committee on banking supervision, **guidelines corporate governance principles for banks**, bank for international settlements, march 2010.
169. Bazel committee on banking supervision, **guidelines corporate governance principles for banks**, bank for international settlements, july 2015.
170. **CFCG guidelines on corporate governance**, center for corporate governance
171. Eugene F.Fama, "**Efficient Capital Markets**", the journal of finance, vol XLVI, N° 5, decembre 1991.
172. Gérard Charreaux, "**Pour une Véritable Théorie de la Latitue Managérial et du Gouvernement des Entreprises**", Revue française de gestion, N° 253, 2015.
173. Hand Len, Isaaks Carolyn and Sanderson, **Introduction to accounting for non-specialists**, Cengage Learning, Peter , 2004.
174. Héla gharbi, "**vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants**", 13eme conférence de l'AIMS , normandie-vallée de seine, 2,3 et 4 juin 2004.
175. **ICGN statement on global corporate governance principles**, revised July 2005 at annual conference in London.

176. Magdi R. Iskander and Nadereh Chamlou, **Corporate Governance A Framework for Implementation**, World Bank Group, Washington, 2000 .
177. Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali ; **The influence of the introduction of Accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance**: Evidence from Jordan , The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010.
178. Nicollete C.Prugsamatz, **Corporate Governance Effects on Firm Value and Stock Market Performance: an empirical study of the stock exchange of thailand –100– index listed companies**, 2011.
179. Phan Phillip H , **Corporate Governance in the Newly Emerging Economies** , Asia Pacific Journal of Managment , Vol 18. 2001.
180. Zamir iqbal et abbas mirakhor ,**"stakeholders model of governance in islamic economic system"**, islamic economic studies, vol 11, no 2, march 2004.

3–Les rapports

181. COSOB," **Rapport annuel 2012**", Alger.
182. COSOB," **Rapport annuel 2017**, Alger.