

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

العنوان:

دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود، مالية وبنوك.

إشراف الدكتور:

يدو محمد

إعداد الطالبة:

جريو كلتوم

السنة الجامعية: 2015/2014.

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

العنوان:

دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود، مالية وبنوك.

إعداد الطالبة:

جربو كلتوم

أمام اللجنة المشكلة من:

بركان زهية	أستاذة محاضرة أ	جامعة البليدة 2	رئيسا.
يدو محمد	أستاذ محاضر أ	جامعة البليدة 2	مشرفا ومقررا.
بوعافية رشيد	أستاذ محاضر أ	المركز الجامعي تيبازة	عضوا مناقشا.
بن نذير نصر الدين	أستاذ محاضر أ	جامعة البليدة 2	عضوا مناقشا.

السنة الجامعية: 2015/2014.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

إلى العزيزين من أعيش بهما وأعيش لهما تقديرا اعترافا
بفضلهما الذي لا يفوقه فضل إلا فضل الله، إلى جدي وجدتي
الغاليين أطال الله في عمرهما.

إلى الكريمين حفظهما الله ورعاهما ورزقنا رعاهما والدي
ووالدتي.

إلى من شاركوني رحم أمي وحب أبي إلى مصدر كل مسرتي
ومنتهي حبي لإخوتي.

إلى كل عائلتي صغيرا وكبيراً وأخص بالذكر كل أحوالي
وأعمامي وعلى رأسهم خالي الجليلي هو وعائلته الصغيرة متمنية
لهم كل السعادة في الحياة.

إلى من سيكون سندي في هذه الحياة حكيماً وكل عائلته.
إلى قطرات الندى وزهرات حياتي حديقاتي: حنان، صفية،
كوثر وسليمة.

إلى كل زملاء الدراسة وخاصة زملائي في دفعة الماجستير
تخص نقود مالية وبنوك،

إلى من ساهم في تلقيني ولو بحرف في مشواري الدراسي
أساتذتي من الطور الابتدائي إلى أساتذتي بجامعة الشلف وجامعة
البلدية.

شكر وتقدير

خير العباد.....الطالبين للعلم؛

و خير الشاكرين الشاكرين لله؛

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

الحمد والشكر لله أولاً وقبل كل شيء، أن وفقني لإنجاز هذا البحث.

إن واجب الاعتراف بالفضل والجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر والإمتنان 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 لا يجب أن أنسى شكر لجنة المناقشة كلا باسمه على قبولهم مناقشة هذا العمل؛

➤ إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا البحث ولو بتقديم النصع والدعم.

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

فلكل هؤلاء جميعاً أقول جزاكم الله خير الجزاء

الطالبة: جريو كلثوم.

الملخص

مع استمرارية تطور الإقتصاد الرأسمالي واتساع تأثير المنافسة، وتزايد الإحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية ورفع كفاءة تخصيص الموارد، تزايدت أهمية سوق الأوراق المالية وأصبح أداة أساسية لتدعيم النمو الإقتصادي، ومما هو جدير بالذكر أن المستثمرين يعتبرون من أهم العناصر الفاعلة في هذا السوق فمعاملاتهم المالية تعمل على زيادة ديناميكية وأداء السوق، وقد أصبح هؤلاء يبحون عن الاستثمار في الأسواق التي تتميز بالكفاءة وهي الأسواق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة لها، وهذا يقتضي أن تكون المعلومات والبيانات المتاحة عن أنشطة الشركات تعكس الواقع الفعلي لها.

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تحتاج لمجموعة من الوسائل وآليات الرقابة لضمان التزام الشركات المقيدة في هذا السوق بمتطلبات الإفصاح والشفافية، ومن بين هذه الآليات نجد حوكمة الشركات، حيث تعبر هذه الأخيرة عن القواعد التي تحدد كيفية اتخاذ الشركات لقراراتها والشفافية التي تحكم عملية اتخاذ القرار فيها، ومدى المساءلة التي يخضع لها مديرو ورؤساء تلك الشركات والمعلومات التي يفصحون عنها للمستثمرين، وكذا الحماية التي يقدمونها لجميع الأطراف المرتبطة بالشركة خاصة حقهم في الحصول على معلومات موثوقة وملئمة لاتخاذ القرارات، وعليه فقد أصبحت حوكمة الشركات أحد الدعائم المساعدة على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

وتبرز أهمية حوكمة الشركات كموضوع حديث نسبيا وما تلعبه من دور في ضمان مبدأ الشفافية والإفصاح عن المعلومات الأمر الذي ينعكس على مصداقية المعلومات المتاحة، وبالتالي أهمية الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من أجل تحسين كفاءة الأسواق المالية.

وقد خلصنا من خلال هذا البحث إلى أن حوكمة الشركات تساعد على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق مبادئها، فكل مبدأ يساهم بجزء، ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية المبدأ الأهم لكونه يضفي 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 وشفافية إلى السوق لتنعكس هذه المعلومات في أسعار الأوراق المالية.



قائمة

المحتويات

قائمة المحتويات

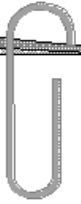
الصفحة	قائمة المحتويات
	الإهداء
	الشكر والتقدير
	الملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
10	مقدمة
80-19	الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية.....
19	تمهيد:.....
20	المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
20	المطلب الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية.....
30	المطلب الثاني: أنواع وأوامر السوق المالي.....
41	المطلب الثالث: أدوات السوق المالي.....
48	المبحث الثاني: مدخل إلى كفاءة الأسواق المالية.....
48	المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية.....
57	المطلب الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة السوق المالي.....
62	المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي.....
69	المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
69	المطلب الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
73	المطلب الثاني: الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
75	المطلب الثالث: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
80	خلاصة الفصل الأول.....
-82	الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية.....
156	

قائمة المحتويات

82	تمهيد:
83	المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات
83	المطلب الأول: نشأة ومفهوم حوكمة الشركات
97	المطلب الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات
103	المطلب الثالث: أبعاد حوكمة الشركات
106	المبحث الثاني: مبادئ ومحددات حوكمة الشركات
106	المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات
116	المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات
120	المطلب الثالث: التجارب الدولية في إطار حوكمة الشركات
132	المبحث الثالث: العلاقة بين عناصر الحوكمة والإفصاح وجودة التقارير المالية.....
132	المطلب الأول: دور الحوكمة في تحقيق جودة المعلومات
140	المطلب الثاني: انعكاسات عناصر حوكمة الشركات على الإفصاح وجودة المعلومات في التقارير المالية.....
145	المطلب الثالث: علاقة حوكمة الشركات بالسوق المالي.....
156	خلاصة الفصل الثاني.....
-158	الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية
215	العربية.....
158	تمهيد:
159	المبحث الأول: واقع أداء وحوكمة الشركات في السوق المالي السعودي.....
159	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي.....
162	المطلب الثاني: قياس مؤشرات كفاءة السوق المالي السعودي.....
168	المطلب الثالث: واقع حوكمة الشركات في السوق المالي السعودي.....
177	المبحث الثاني: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي المصري.....
177	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي المصري.....
181	المطلب الثاني: قياس مؤشرات كفاءة السوق المالي المصري.....

قائمة المحتويات

187	المطلب الثالث: واقع حوكمة الشركات في السوق المالي المصري.....
199	المبحث الثالث: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي الجزائري.....
199	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق المالي الجزائري.....
204	المطلب الثاني: قياس مؤشرات كفاءة السوق المالي الجزائري.....
208	المطلب الثالث: واقع حوكمة الشركات في السوق المالي الجزائري.....
215	خلاصة الفصل الثالث.....
217	الخاتمة.....
225	قائمة المراجع.....
241	الملخص باللغة الأجنبية



قائمة الجدول والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

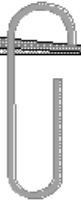
أولاً - قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	أسس تقسيمات أشكال كفاءة الأسواق المالية	79
(1-3)	عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي	163
(2-3)	تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي	164
(3-3)	تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية في السوق المالي السعودي	165
(4-3)	تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي السعودي	166
(5-3)	تطور مؤشر القيمة المتداولة في السوق المالي السعودي	167
(6-3)	عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري	182
(7-3)	تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي المصري	183
(8-3)	تطور مؤشر الرسملة السوقية في السوق المالي المصري	184
(9-3)	تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي المصري	185
(10-3)	تطور مؤشر القيمة المتداولة في السوق المالي المصري	186
(11-3)	مؤشرات أداء سوق الأسهم الثانوي لبورصة الجزائر	204
(12-3)	مؤشرات أداء سوق الأسهم السندات في بورصة الجزائر	207

قائمة الجداول والأشكال

ثانيا - قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
38	أنواع السوق المالي	(1-1)
56	ثلاثة أنماط بديلة للتغير في سعر السهم	(2-1)
59	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	(3-1)
78	العلاقة بين الصيغ الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية	(4-1)
89	عوامل الاهتمام بحوكمة الشركات	(1-2)
95	خصائص حوكمة الشركات	(2-2)
119	المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة	(3-2)
134	أساليب التضليل في الأسواق المالية	(4-2)
155	دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية	(5-2)



مقدمة

تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية بالغة لاقتصاد أي دولة وخاصة تلك التي تعتمد في تمويل استثماراتها على آليات السوق، حيث تقوم بالدور الهام في تعبئة المدخرات بكافة صورها سواء الصغيرة أو الكبيرة منها وبمختلف الآجال (القصيرة، المتوسطة والطويلة) وتوجيهها لتمويل الاستثمارات، وفي هذا الصدد تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تمويل الاستثمارات عن طريق تسهيل تدفق المدخرات من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي والهدف الأساسي يتمثل في تخصيص رأس المال الفائض عن الاستهلاك إلى أفضل استخدام ممكن أي بتحقيق أعلى ربحية ممكنة وبأقل التكاليف لكل من أصحاب رؤوس الأموال ومستخدميها.

ولكي يتحقق هذا الهدف لابد وأن يتسم السوق المالي بالكفاءة حيث يعتقد أنه إذا لم يكن كفئا يعد ذلك من العوامل المثبطة للمستثمرين، بالإضافة إلى أن عدم كفاءة السوق له تأثير على نمو السوق ذاته فمن الناحية النظرية يعتبر السوق الكفاء الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالأحداث التاريخية أو الحالية أو المستقبلية، كما يعتبر السوق كفئا عندما يضم 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 أسواق 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 السوق المالي.

وتعتبر حوكمة الشركات مصطلح اقتصادي حديث نسبيا، ويعني إخضاع الشركات المساهمة للقوانين والأنظمة التي تفرض المراقبة والمتابعة، وضمان أن تتسم بيانات تلك الشركات وممارساتها

الإدارية والمالية بأقصى درجات الإفصاح والشفافية لحماية حقوق المساهمين، ويمكن أن تعتبر حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمان لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات مما يساهم في جعل هذه الأسواق محركاً لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها، والعمل على التقليل من إخفاق وتعثر هذه الشركات.

من خلال هذا الطرح ونظراً 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 سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة بين حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية.

التساؤل الرئيسي: وإماما بجوانب الموضوع قمنا بطرح الإشكالية التالية:

"ما مدى مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية؟" وما واقع ذلك في

السوق المالي الجزائري؟

الأسئلة الفرعية: وترتب عن هذا التساؤل التساؤلات الفرعية التالية:

- فيما تكمن أهمية الأسواق المالية؟
- ماذا نعني بكفاءة الأسواق المالية ؟
- فيما تكمن أهمية مبادئ حوكمة الشركات؟
- ما هي العلاقة بين حوكمة الشركات وكفاءة الأسواق المالية؟
- ما هو واقع حوكمة الشركات في الأسواق المالية قيد الدراسة؟ وما أثرها على كفاءة السوق

المالي؟

الفرضيات:

- إلماما بالموضوع وللإجابة على التساؤلات قمنا بصياغة الفرضيات التالية:
- تكمن أهمية الأسواق المالية في مدى مساهمتها في تمويل وتنشيط اقتصاديات الدول؛
- الأسواق المالية الكفأة هي تلك الأسواق التي تعكس فيها المعلومات أسعار الأوراق المالية وحجم نشاط السوق؛
- تكمن أهمية حوكمة الشركات في تعزيز الإفصاح والشفافية وبالتالي تساهم في جودة التقارير المالية.
- تساعد حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية من خلال توفير المعلومات اللازمة عن الشركات المدرجة فيه.
- يساهم تطبيق حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

أهمية البحث:

- يستمد هذا البحث أهميته من خلال
- الأهمية التي تحتلها الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي عموماً حيث تعتبر أحد المؤشرات الدقيقة والحساسة لسلامة اقتصاديات الدول؛
- أهمية كفاءة الأسواق المالية التي تعتبر أحد أهم شروط نجاح الأسواق المالية ودورها في حماية مصالح المتعاملين فيها، وجذب المزيد من المستثمرين؛
- دور الإفصاح والشفافية في تعزيز ثقة المتعاملين في الأسواق المالية؛
- وبالتالي تبرز أهمية حوكمة الشركات كموضوع حديث نسبياً وما تلعبه من دور في ضمان مبدأ الشفافية والإفصاح عن المعلومات الأمر الذي ينعكس على مصداقية المعلومات

المتاحة، وبالتالي أهمية الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من أجل تحسين كفاءة الأسواق المالية.

أهداف البحث:

- كهدف رئيسي نسعى من خلال هذا البحث إلى التعرف على الأسواق المالية وأهم الجوانب المتعلقة بحوكمة الشركات ومدى تأثيرها في تحسين كفاءة الأسواق المالية، كما نهدف إلى:
- بيان مفهوم كفاءة الأسواق المالية، وإظهار سماتها ومتطلباتها؛
 - التعرف على مفهوم حوكمة الشركات وأهم مبادئها؛
 - توضيح العلاقة بين حوكمة الشركات وتحسين كفاءة الأسواق المالية؛
 - التعرف على نشأة بعض الأسواق المالية العربية وعرض واقع حوكمة الشركات فيها.

المنهج المتبع:

هذا البحث هو محاولة لرصد وتحليل لمساهمة مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، ومن أجل الإجابة على التساؤل المطروح واختبار صحة الفرضيات المذكورة والوصول إلى الأهداف المرجوة تم الإستعانة بالمنهج الاستنباطي بأدائيه الوصف والتحليل وهذا من خلال وصف الإطار المفاهيمي للأسواق المالية ثم التعرض إلى كفاءة الأسواق المالية ومختلف مستوياتها، هذا بالإضافة إلى أهمية حوكمة الشركات وتحليل عناصرها ومساهمتها في رفع كفاءة الأسواق المالية، كما تم توظيف ذات المنهج في دراسة الحالة.

حدود البحث:

نتناول في هذا البحث دراسة دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية وهذا من خلال البعد المكاني: نركز في بحثنا هذا على ثلاث أسواق مالية هي السوق المالي السعودي،

السوق المالي المصري، والسوق المالي الجزائري أما **البعد الزمني** فقد تم اعتماد الفترة من 2005 إلى 2012 من أجل دراسة وتحليل أداء مؤشرات كفاءة الأسواق المالية قيد الدراسة.

الدراسات السابقة: تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع الحوكمة من جهة وموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وفي ما يلي بعض الدراسات التي تناولت موضوع دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية أو إلى أحد جزئياته:

➤ **"التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع صيدال"** مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص مالية ومحاسبة جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف 2008 مقدمة من طرف الباحث حمادي نبيل.

ركز الباحث على المراجعة الخارجية باعتبارها كأداة لتطبيق الحوكمة بحيث تطرق إلى أهمية الحوكمة خاصة في الشركات المدرجة في البورصة، وذلك من خلال أربع فصول، وقد تعرض في الفصل الأول إلى ماهية الحوكمة والأسباب الرئيسية لظهورها وكذا دور الهيئات الدولية في ترسيخ تطبيقاتها، وقد قام في الفصل الثاني بعرض موضوع المراجعة الخارجية، أما في الفصل الثالث فقد قام بمحاولة تبيان دور المراجعة الخارجية في تطبيق الحوكمة. وتطرق في الفصل الرابع إلى تحديد واقع الحوكمة في مجمع صيدال من خلال وضع استبيان خاص بدور المدقق الخارجي في تطبيق الحوكمة بهذا المجمع وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن التدقيق الخارجي يمثل أهم آليات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ولتحقيق ذلك لابد من الاهتمام بالتكوين الشخصي للمدقق الخارجي وظروف عمله، كما توصل إلى نتيجة أخرى هامة وهي أن شركة صيدال تعاني من بعض النقائص في تطبيق حوكمة الشركات، ولكن الملاحظ على هذه الدراسة هو اهتمامه على أداة واحدة من بين باقي الأدوات مثل المراجعة الداخلية ولجان المراجعة ودور مجلس الإدارة ودور

المساهمين وأصحاب المصالح في الشركة، كما أنه اهتم بكيفية تطبيق الحوكمة ولم يبرز دورها لاسيما في السوق المالي وكفاءته؛

➤ "حوكمة الشركات وأثرها على سوق فلسطين للأوراق المالية" مذكرة ماجستير من كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2008، مقدمة من طرف الطالب أشرف درويش أبو موسى.

وكانت إشكالية البحث تدور حول البحث فيما إذا كان لحوكمة الشركات تأثير على أداء وكفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، وهل تلزم شركات المساهمة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية بحوكمة الشركات، وقد قسمت هذه الدراسة إلى خمسة فصول تناول الفصل الأول فيها الإطار العام للدراسة حيث حدد فيه الإشكالية التي سوف يقوم بمعالجتها والدراسات السابقة، أما الفصل الثاني فقد تناول فيه حوكمة الشركات من حيث المفهوم، الأهمية والمبادئ، وكذا واقع الحوكمة في فلسطين وآفاق تطوير لائحة لحوكمة الشركات، والفصل الثالث تطرق فيه إلى كل ما يتعلق بمفهوم الأسواق المالية وكفاءتها وكذا تطور وهيكل سوق فلسطين للأوراق المالية مع توضيح الإطار القانوني والرقابي لهذه السوق، أما الفصل الرابع فقد وضع فيه محتويات الاستبيان الذي قام بإعداده لقياس مدى التزام الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية بمبادئ حوكمة الشركات، كما وضع فيه الطرق الإحصائية المستخدمة لقياس ذلك، أما الفصل الخامس فقد تضمن نتائج الدراسة والتوصيات المقترحة لتنفيذ الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من طرف شركات المساهمة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية قصد الارتقاء بكفاءة هذا السوق، وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن شركات المساهمة المدرجة بسوق الأوراق المالية تلتزم بمبادئ حوكمة الشركات 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.

➤ "دور الحوكمة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر" مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: نقود وبنوك جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف 2010، مقدمة من طرف الباحثة سهايلية يمينة.

كانت إشكالية الدراسة تدور حول البحث فيما إذا كان لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات تأثير على أداء وكفاءة سوق الجزائر للأوراق المالية، وقد قسمت هذه الدراسة إلى ثلاث فصول. حيث تناولت الباحثة الفصل الأول من خلال التعرض لمفهوم حوكمة الشركات ومبادئها ودور كل من التدقيق واللجان المراجعة في تفعيل الرقابة على الشركات. أما الفصل الثاني فقد تطرقت إلى الإطار العام لكفاءة سوق الأوراق المالية من حيث ماهية سوق الأوراق المالية وأدواتها وكذا الأدوات المستخدمة في تحليل وتقييم الأوراق المالية في هذه السوق، بالإضافة إلى مفهوم الكفاءة والصيغ المختلفة لها. أما الفصل الثالث فقد تضمن دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر وذلك من خلال عرض نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر وهيكلها التنظيمي وسبل تفعيل دور حوكمة الشركات لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، وتوصلت الباحثة إلى عدة نتائج منها أن حوكمة الشركات تعمل على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تؤديه في رفع أداء الشركات وحماية المساهمين، كما أن مبدأ الإفصاح والشفافية يعتبر من أكثر مبادئ الحوكمة مساهمة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية حيث يقر هذا المبدأ بأن تلتزم الشركات بتوفير قنوات لنشر المعلومات وإتاحة الفرصة للجميع للحصول عليها بتكلفة مناسبة وفي الوقت الملائم وبطريقة تتسم بالعدالة، كذلك أن حوكمة الشركات في الجزائر لا تلقى الاهتمام الكافي كما هو الحال في بقية الدول العربية.

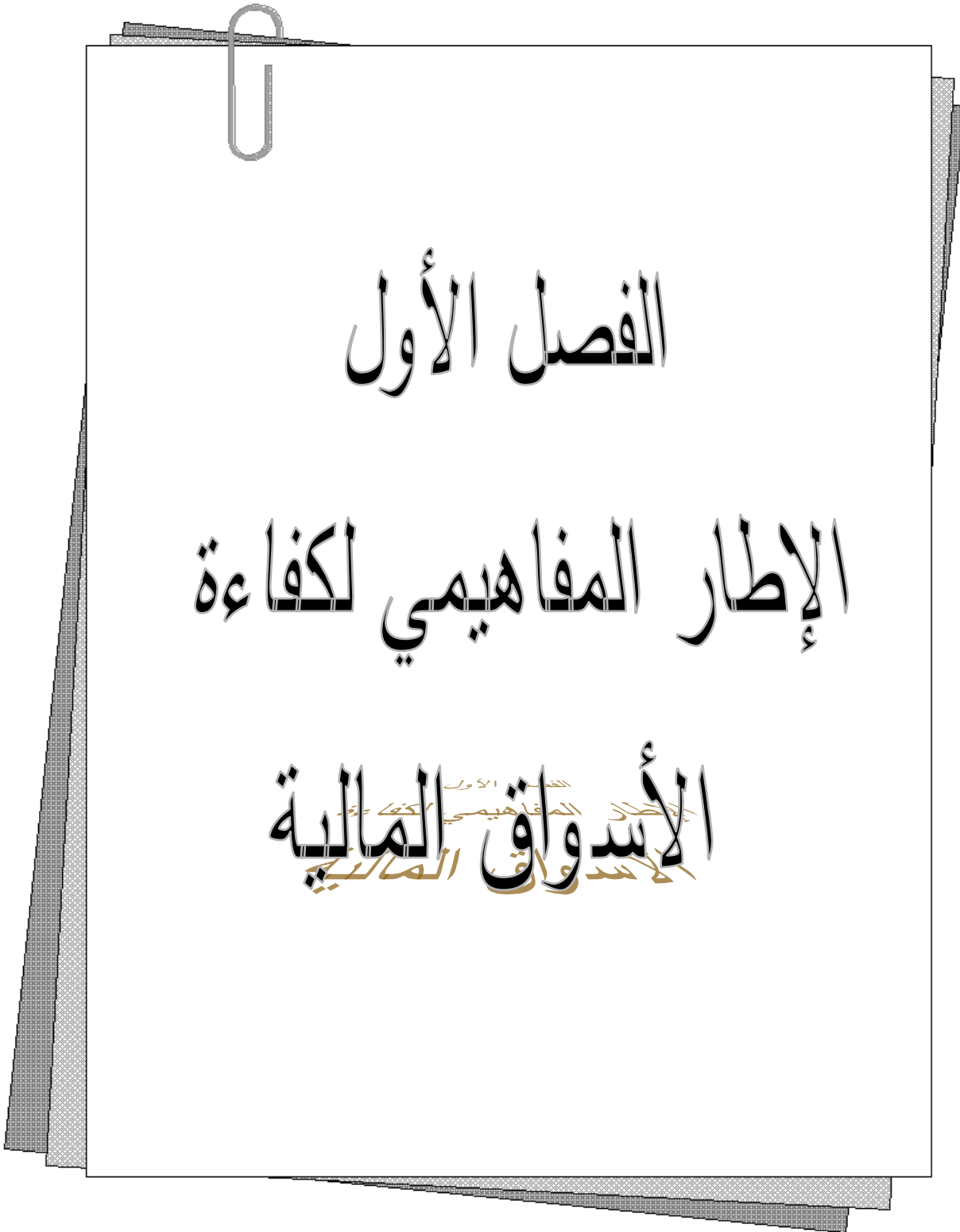
وفي بحثنا هذا نحاول إبراز دور أو مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحسين مستوى كفاءة الأسواق المالية من خلال الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات.

هيكلية البحث: لمعالجة الموضوع ارتأينا أن يشمل مخطط بحثنا جانبين أحدهما نظري بفصلين، والآخر تطبيقي ممثل بفصل واحد مع مقدمة وخاتمة في ضوء الفروض الأساسية والهدف من البحث.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية وكفاءتها يهدف هذا الفصل على تعريف القارئ بكفاءة الأسواق المالية وهذا من خلال تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث حاولنا في **المبحث الأول** التطرق إلى أساسيات حول الأسواق المالية أما **المبحث الثاني** تناولنا فيه مدخل إلى كفاءة الأسواق المالية وفيما يخص **المبحث الثالث** فتطرقنا إلى الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية من خلال ثلاثة مباحث **المبحث الأول** تم التطرق فيه إلى ماهية حوكمة الشركات و**المبحث الثاني** عرضنا مبادئ ومحددات حوكمة الشركات وأهم التجارب الدولية في إطار حوكمة الشركات و**المبحث الثالث** انعكاس الحوكمة على الإفصاح وجودة التقارير المالية.

وأخيرا **الفصل الثالث** فتمثل في تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية وهذا عن طريق ثلاث مباحث **المبحث الأول** تم التطرق فيه إلى واقع أداء وحوكمة الشركات في السوق المالي السعودي و**المبحث الثاني** واقع أداء وحوكمة الشركات في السوق المالي المصري أما **المبحث الثالث** فتناولنا فيه واقع أداء وحوكمة الشركات في السوق المالي الجزائري.



الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لكفاءة

الأدواق المالية

تمهيد:

تقوم الأسواق المالية بمهمة أساسية تتمثل في تجميع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة من أجل دفع عملية التنمية فهي تعتبر وسيط بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال، وذلك عن طريق تداول الأدوات المالية سواء كانت أسهم، سندات أو مشتقات مالية، وحتى تقوم الأسواق المالية بوظائفها ومهامها على أكمل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة.

ولقد أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية ومازلت تثير خلافا بين المهتمين بدراسة هذه الأسواق فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، كما تم تقسيم كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاث مستويات طبقا لنوعية المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية مع إخضاع كل مستوى من هذه المستويات إلى العديد من الاختبارات.

ونظرا لأهمية كفاءة السوق المالي ومن أجل التعرف أكثر على الأسواق المالية وكفاءتها تم

تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية؛

المبحث الثاني: مدخل إلى كفاءة الأسواق المالية؛

المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الأسلوب الأمثل والأكثر كفاءة لتحقيق أهداف الاقتصاد خاصة فيما يخص تأطير المدخرات الوطنية التي يمتلكها الأفراد والأعوان الاقتصاديين الذين يعملون على شراء الأوراق المالية المطروحة للبيع في الأسواق المالية قصد تحقيق فائدة أكبر، وهكذا احتلت الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية

إن السوق المالية أصبحت ضرورة من ضروريات الحياة الاقتصادية لما لها من قدرة على تمويل وتنشيط الاقتصاد، إذ تقوم بتجميع وتوجيه الادخار لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية وبالتالي فهي ذات أهمية كبيرة.

أولا: مفهوم الأسواق المالية

إن نشوء وتطور الأسواق المالية لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان مساهرا لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في الدول.

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 كإحدى 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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانه؛

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 الأسواق 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 الاسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 25.

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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

أما فيما يخص تعريف الأسواق المالية فقد وردت العديد من التعاريف يمكن ذكر أهمها في ما

يلي:

- الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) 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.¹

- 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.²

- 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.³

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية-علميا، عمليا-، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000، ص 20.

² اسماعيل أحمد الشناوى وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 117-118.

³ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 15.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

- 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 فالسوق المالي هو المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ويتم من خلاله تداول الأصول المالية داخل إطار تنظيمي، بمعنى أنها مكان عرض الأموال من المدخرين بالطلب عليها من المستثمرين حيث أنها تساعد على تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.

ثانيا: أهمية ووظائف الأسواق المالية

تزداد أهمية ووظائف الأسواق المالية من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع.

1- أهمية السوق المالي

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وأساسيا في اقتصاديات الدول وتتجلى أهميتها فيما يلي:²

1-1- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: للأسواق المالية دور بالغ الأهمية في

جذب الفائض من رؤوس الأموال وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية فهي إذا

حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الادخار من وحدات

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، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط السوق المالية (تجارب بعض الدول العربية)، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص 4-6.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

الفائض عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق المالية ثم تحويل الادخار إلى وحدات العجز في الموارد؛

1-2- **توفير السيولة:** وهي أهم وظيفة تؤديها الأسواق المالية بعد وظيفة تجميع المدخرات، إذ يتمكن المستثمرين الذين بحوزتهم أوراق مالية تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، ببيع تلك الأوراق وفي أي وقت حيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشرائها وتظهر هذه الأهمية في أن الاستثمار في السوق المالي يتميز بالمرونة والسهولة في التعامل بيعا وشراء كما يتميز بإمكانية الاستثمار بأي مبلغ ولأية مدة طالت أو قصرت؛

1-3- **تشجيع صغار المستثمرين:** إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم مما يعود عليهم بأرباح عالية ومخاطر قليلة؛

1-4- **جذب رؤوس الأموال الأجنبية:** تساعد الأسواق المالية في جذب رؤوس أموال أجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية من خلال طرح أسهم لهذه المشاريع للاكتتاب فيها، فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء تكنولوجيا جديدة؛

1-5- **حماية المستثمرين:** تقوم السوق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها بتنظيم ومراقبة عملية الإصدار للأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته كما يمكن أن تقدم النصائح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، إضافة إلى أن السوق المالية توفر تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، وبذلك

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

فهي توفر للمستثمر فرصة الاختيار المناسب من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة، كما يمكن حماية المستثمر من خلال قدرة السوق المالية على المحافظة على الأسعار العادلة للأصول المتداولة؛

1-6- **تطوير التجمعات الصناعية:** إن ما يميز الشركات في الوقت الراهن قيامها بعمليات وصفقات كبرى تؤدي إلى تكوين تجمعات صناعية ضخمة، كظهور شركات ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة وهنا تظهر أهمية السوق المالية في توفير الحجم الهائل من رأس المال؛

1-7- **السوق مؤشر لتحديد الأسعار وقياس الاقتصاد:** تعتبر السوق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر الشيء الذي يجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، حيث يلعب النقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دورا هاما في تحديد أسعار الأوراق المالية في السوق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين والمختصين وقدرة الإدارة على التسيير وتؤثر التغيرات الحاصلة في السوق المالية على الاقتصاد الوطني وبالمثل فالتغيرات التي تسجل في الاقتصاد تؤثر عليها، أي أن هناك تأثير متبادل بين السوق المالية والاقتصاد ومن الأسباب التي تحدث تغيرات في السوق المالية: الأحداث السياسية كالانتخابات، الاكتشافات للثروات الطبيعية كالبتترول والذهب، الاختراعات في حقل الصناعة.

2- وظائف السوق المالي

تهدف الأسواق 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 يصابها أقل درجة من المخاطرة وفي أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية ونقدية حاضرة في أي وقت؛
- 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.

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

ثالثا: المتدخلون في السوق المالي

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- مصدر 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؛
- المستثمرون المؤسساتيون 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

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، أطروحة دكتوراه، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 4.

- سهيلية يمينه، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص 88.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

محفظة الأوراق المالية ورأس مالها يتغير وفقا لعدة معايير أهمها الزيادة حسب قيمة الأسهم المكتتة 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 والمقترضين النهائيين حيث يتولى إرشاد ومساعدة المكتتبين على تحديد اختياراتهم من بين مختلف الأدوات التي تتناسب 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: أنواع وأوامر السوق المالي

توجد العديد من التصنيفات للسوق المالي وهذا وفقا لعدة معايير كما أن لهذه السوق أوامر من أجل بيع وشراء الأوراق المالية.

أولاً: أنواع السوق المالي

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

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

ويؤدي هذا السوق دورا هاما على مستوى الاقتصاد القومي من زاويتين هما:³

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.

³ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 63.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

- يلعب هذا السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذا السوق كما أنه بالتحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل أيضا؛

- بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة لأصول المالية قصيرة الأجل وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل وبالتالي يزيد من سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الانتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا.

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 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 دائما للشراء أو البيع لكل الاصدارات

الحالية منها؛

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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

➤ 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 أدونات الخزينة غير أنها تتمتع بمخاطر أكبر ويترتب على ذلك عائد أكبر قليلا من أدونات 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 لشخص ثالث مبلغا معينا 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 معينا 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 بخصم؛

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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

- **العملات الأجنبية:** إن الاستثمار بالعملات الأجنبية عن طريق التعامل الفوري بها من أدوات

الاستثمار الحقيقي وهو استثمار له مفرداته ومصطلحاته وقواعده وأسواقه.

2- سوق رأس المال (سوق الأوراق المالية)

2-1- **تعريف سوق رأس المال:** تعرف سوق رأس المال 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

2-2- **أقسام سوق رأس المال:** ينقسم سوق رأس المال إلى جزأين هما أسواق حاضرة

وأسواق آجلة.

- **أسواق حاضرة (فورية):** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا

يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة

وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.²

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 هي

السوق التي تدخل فيها شركة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها بمعنى آخر أن بائع

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

² عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال (بورصات-مصارف-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 11.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

الورقة المالية هو الشركة المصدرة لها فإذا أصدرت منشأة مصرفية جديدة أسهما للاكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة في بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها أي بين البائع (المصدر) والمشتري لها (المستثمر) وإذا رغب حامل الورقة المالية أي المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة في بيع ما يملكه من أسهم فإن عملية البيع تتم من قبله مباشرة وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية.¹

➤ **السوق الثانوية:** يقصد بالسوق الثانوية secondary market هي سوق التداول حيث يتم

التعامل في الأوراق المالية التي تم اصدارها أول مرة في السوق الأولية ببيعها 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.²

ونظرا لتنوع طرق التعامل في الأسواق الثانوية فإنها تقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة نعرضها في ما يلي:

• **السوق المنظمة:** وتتميز هذه السوق بوجود مكان جغرافي مادي ملموس تتوافر 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

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 114.

² حمزة محمود الزبيدي، نفس المرجع، ص 115.

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: يطلق على عمليات البيع وشراء الأوراق المالية التي تتم خارج

أسواق البورصة المنظمة بالأسواق غير النظامية أو الأسواق الموازية وفي مثل هذه التعاملات لا يشترط وجود مكان مادي جغرافي لإجراء هذه العمليات وغالبا ما يعوض هذا المكان المادي شبكة واسعة من الاتصالات بين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين في المناطق المختلفة ولا تجري عمليات تبادل الأوراق المالية عن طريق المزايمة كما هو الحال في الأسواق المنظمة وعادة ما تكون هذه الأوراق غير مسجلة في أسواق البورصة لأنها عادة لا تستوفي جميع متطلبات التعامل في سوق البورصة النظامية لذا تتراوح جودة هذه الأوراق المالية ما بين أوراق عالية الجودة كما هو الحال بالنسبة للسندات الحكومية ومنخفضة الجودة كذلك الخاصة بأسهم بعض الشركات الصناعية أو التجارية.²

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

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

² عبد الله الطاهر وموفق عبد الخليل، نفس المرجع، ص 376.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 للسماسة 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 أسواق العقود المستقبلية وهي تتعامل أيضا بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق وهو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

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

- صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009، ص ص 8-9.

² عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، ص 14.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

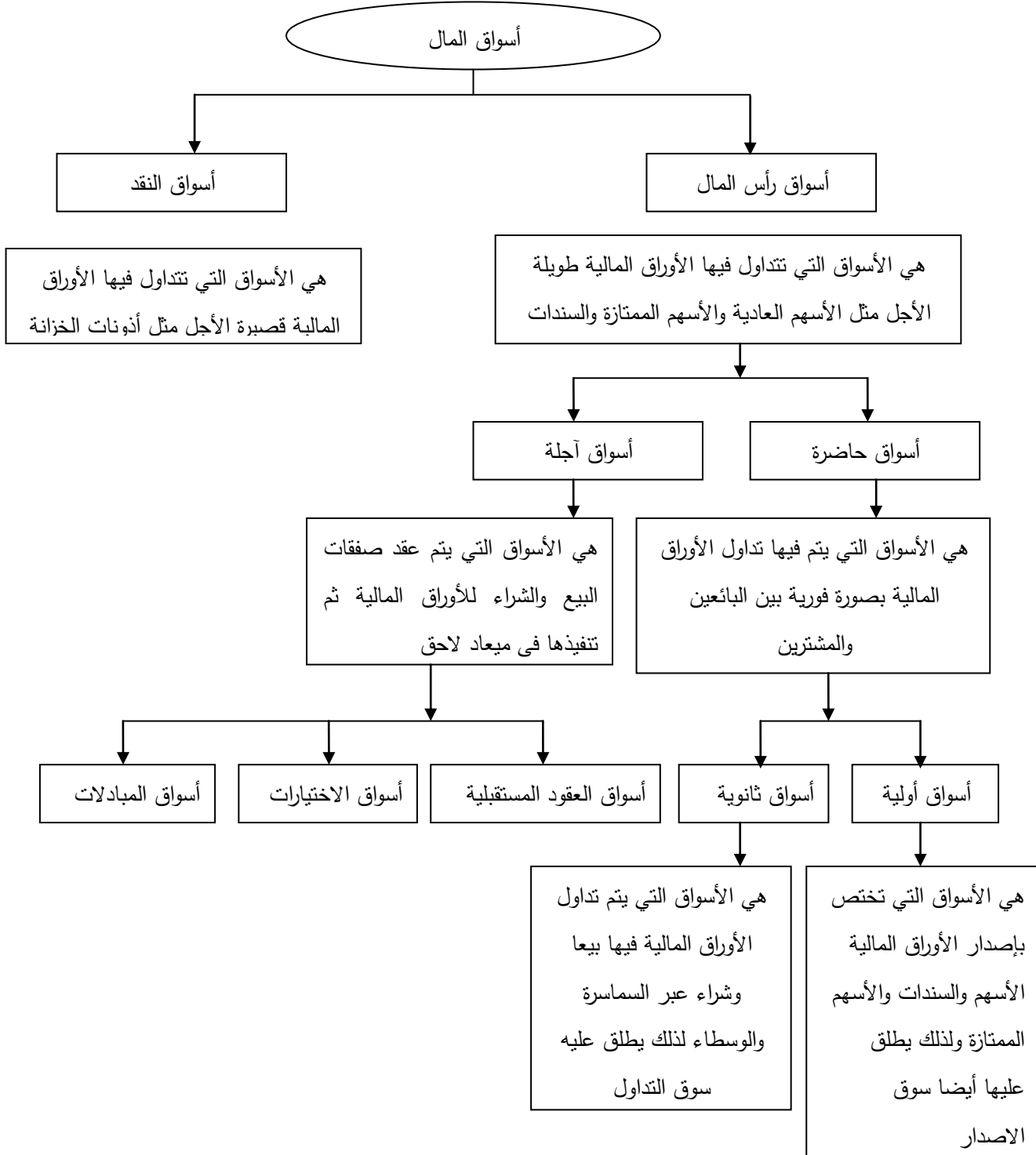
السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته

نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.¹

والمخطط الموالي يوضح لنا بالتفصيل أقسام السوق المالي:

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، ، أسواق المال (بورصات-مصارف-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص12.

الشكل رقم (1-1): أنواع السوق المالي.



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

والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص23.

ثانيا: أوامر السوق المالي

تصنف الأوامر إلى :

1- أمر الشراء و البيع بسعر السوق: وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا وهنا يصدر المستثمر أمرا للسماح لشراء أو بيع عددا محددا من الأوراق فورا وهنا يكون السماسر ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر وعلى هذا الأساس فإن المستثمر عند اصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه و إن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر وعلى كل فإنه عادة ما تتوافر سلفا معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه وأخيرا فليس غريبا أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.¹

2- الأوامر المحددة السعر: يعتبر الأمر المحدد للسعر من الأوامر الشائعة والذي يعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم به الشراء أو البيع للسهم أو السند فمثلا بفرض أن المستثمر يرغب في شراء 3000 سهم من أسهم شركة ما حيث يعتبر هذا الطلب كبير نسبيا بالنسبة لهذا النوع من الأسهم وبفرض أن آخر سعر الشراء 25.5 دولار (سعر الافتتاح) وسعر البيع 25 دولار (سعر الاقفال ليوم أمس) وبفرض أن المتاح حاليا في السوق هو شراء 3000 سهم مما يؤدي إلى دفع السعر إلى أعلى مما يدفع المستثمر إلى تحديد حد أقصى للسعر - بأن يذكر في الأمر 3000 سهم بسعر 25 وربع دولار - وهذا يعني أنه مستعد لشراء أي عدد من الأسهم حتى 3000 سهم

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003، ص

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

ومن الواضح أن المستثمر يتحمل المخاطر الناتجة عن عدم شراء أو بيع الأسهم بالسعر المحدد و تصنف الأوامر المحددة إلى:¹

2-1- أوامر يومية: وتعتبر الأوامر اليومية مناسبة حيث يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة فمثلا إذا طلب أحد المستثمرين في الأمر اليومي شراء 3000 سهم فقط في هذا اليوم بسعر 25 وربع دولار ولكن تم تدبير 1000 سهم فقط في هذا اليوم فهذا يعني أن الأمر يعتبر ملغيا في نهاية يوم العمل؛

2-2- أوامر مفتوحة: بالنسبة لهذه الأوامر يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغاؤها وقد يحدد لمثل هذه الأوامر فترة زمنية وفقا لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو إلى أن يلغى العميل الأمر.

3- البيع على المكشوف: يترك هذا النوع الكثير من الأفراد لأنه عكس الاستثمار الطبيعي في الأوراق المالية والذي يقوم على قاعدة وجود فترة زمنية بين عملية بيع سهم معين ثم إعادة شراء هذا السهم ولكن استراتيجية الشراء والبيع على المكشوف تتم على أساس توقعات المستثمر بالاتجاه النزولي للسعر والمثال التالي يوضح ذلك:²

بفرض أن مستثمر يعتقد أن سهم ما الذي سعره 15 دولار مقوم بأكثر من قيمته الحقيقية وسيحدث انخفاض في السعر خلال فترة زمنية لذلك فإنه يعرض للبيع على المكشوف عدد من الأسهم أي 100 سهم بسعر 15 دولار من هذه الأسهم وإذا كانت توقعاته دقيقة وسجل السعر 12 دولار فإنه

¹ محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات-أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص 65-66.

² محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، نفس المرجع، ص 66.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

يغطي نفسه بأن يعيد شراء ذات الأسهم من السوق بالسعر الأخير محققا ربح مقداره 300 دولار وتتخلص هذه العملية كما يلي:

- اليوم يبيع المستثمر على المكشوف 100 سهم من أسهم معينة بسعر 15 دولار = 1500 دولار.

- بعد أسبوع صدقت توقعاته يعيد شراء نفس الأسهم (100 سهم) من السوق بسعر 12 دولار للسهم = 1200 دولار أي أن الربح = 1500 - 1200 = 300 دولار.

المطلب الثالث: أدوات السوق المالي

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:

أولاً: الأسهم العادية

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 وأخيراً 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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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

هناك أنواع أخرى جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة وهي:²

2-1- 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.

2-2- 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.

¹المزيد 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

²سهايلية يمينة، مرجع سبق ذكره، ص 82.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

2-3- 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 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.

ثانيا: الأسهم الممتازة

1- 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 سنويا 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- الاتجاهات الحديثة في شأن الأسهم الممتازة

لأسهم الممتازة أنواع نذكر منها:²

2-1- 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.

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 ص 31-32.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

2-2- 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.

2-3- 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.

2-4- 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.

ثالثا: السندات

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 دينًا في ذمة الشركة التي أصدرتها وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال أو

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

اقتضاء دين المثلث على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية.¹

2- الاتجاهات الحديثة في شأن السندات

لقد ظهرت أنواع جديدة للسندات نجد منها:²

2-1- 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 بخضم 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.

2-2- 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.

2-3- 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 محفوفًا بالمخاطر وهو ما يستدعي أن يكون معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعًا كي يعوض المستثمر عن تلك المخاطر.

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.

- عيو عمر، مرجع سبق ذكره، ص 23.

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

² لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص 40.

رابعاً: المشتقات المالية

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 فضلاً عن المخاطر السوقية¹.

2- أنواع المشتقات المالية

1-2 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 اللحظة².

¹ 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، ص 58.

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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

2-2- العقود الآجلة: تعتبر العقود الآجلة اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي

معين مقابل سعر معين.¹ 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 بسعر محدد ويتاريخ معين في المستقبل، وتستعمل البنوك والمستثمرين هذه العقود الآجلة لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية والتدفقات والالتزامات المستقبلية.²

2-3- 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.³

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2001، ص12.

² عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص 29.

³ أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003، ص 234.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

2-4- 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.¹

المبحث الثاني:مدخل إلى كفاءة الأسواق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية

ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي نتيجة للتطورات التي عرفت الأسواق المالية وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

أولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

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

¹Yves Jégourel, les produits financiers dérivés, éditions la découverte, paris, 2005, p 22.

1- تعريف كفاءة الأسواق المالية

تعني الكفاءة في الأسواق المالية مقدرة السوق المالي على القيام بدوره في تحقيق التوازن بين العرض والطلب والوصول لأسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، حيث تعكس تلك الأسعار المعلومات والبيانات الحقيقية المتعلقة بالشركات المصدرة لتلك الأوراق.¹

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 الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية وهي:²

- وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية؛
 - معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة؛
 - صدق المعلومات وصحتها؛
 - إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الورقة في نفس اللحظة؛
 - أن تتحرك الأسعار بصورة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها من قبل المتعاملين.
- 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 سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 30.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 36.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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

إذن 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 السوق المالي الكفاء

تلقى هذه الفرضية اهتماما كبيرا من قبل الباحثين في مجال الأسواق المالية، وإن اختلفت وجهات النظر:²

- 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 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.

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

² رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 32-33.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

- 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 السوق المالي

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوافر في السوق المالية من أجل أن تكون هذه السوق

كفأة 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 ويتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسعة المناسبة؛

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

-قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 165-166.

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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 السوق المالي

لعدم كفاءة الأسواق 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 والبيانات

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.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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

تفتقد 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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص ص 515-516.

² 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، ص 100.

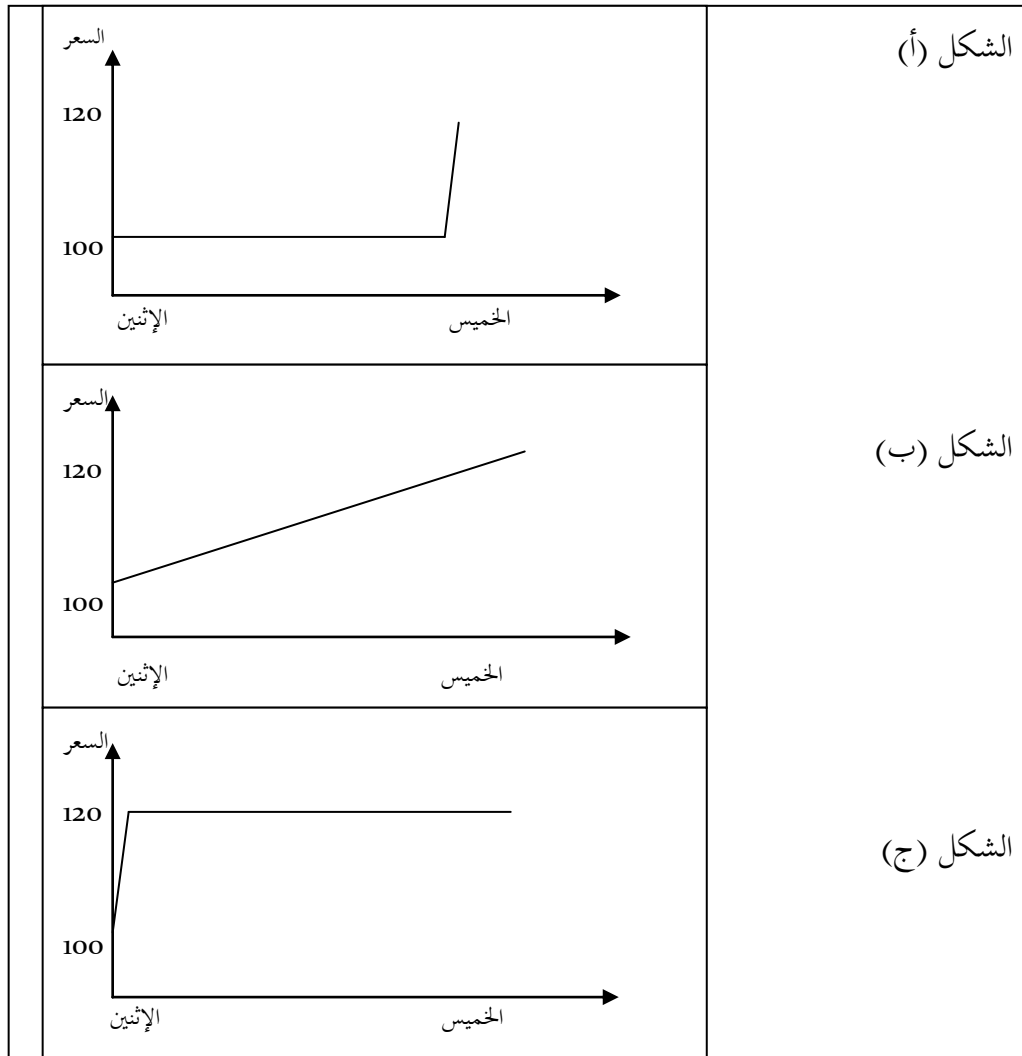
الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

الأسعار إلا بورود معلومات جديدة ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذ كان 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 لأبد 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 (1-2): 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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 أرباحا 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 السوق المالي

وفقا 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.

أولا: أنواع كفاءة السوق المالي

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 وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛

¹مفتاح 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.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

- 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:

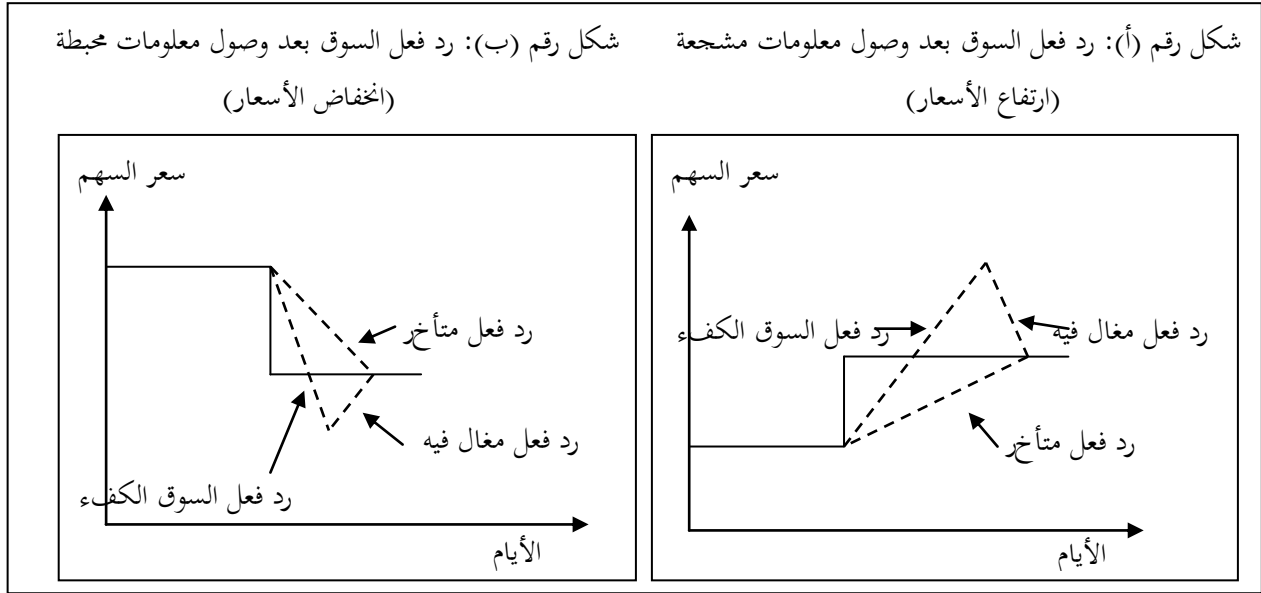
- ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية، وهو ما يوضحه الشكل رقم (أ) ؛

- 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) ؛

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

- 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 ؛ الشكلين رقم (أ) و(ب).

شكل رقم (1-3): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

ثانيا: متطلبات كفاءة الأسواق 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 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 الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر 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

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.

-مفتاح صالح و معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 186.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو فإن 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 حددها 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 ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.²

ولتكون الأسواق المالية كفأة تشغيليا يقتضي:³

- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم؛

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

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية

الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 180.

³ غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 72.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

- لابد 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 التخصيصة 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 التخصيصة ليشمل كذلك قدرة المدخرين على شراء الأوراق المالية التي تناسب تفضيلاتهم الاستثمارية، فيما يتعلق بمستويات العائد ودرجة المخاطرة حيث توفر السوق التي تتصف بالكفاءة التخصيصة لتلك الفئات فرصة الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية.¹

المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة السوق المالي

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:

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:²

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.

- سهايلية يمينة، مرجع سبق ذكره، ص 122.

² سطوري 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.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا 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 أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا 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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

الاقتصادي الوطني على اعتبار أن هذه الاستثمارات توجه إلى الشركات الأكثر كفاءة وإنتاجية وهو ما يعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

ثانيا- مؤشر سيولة السوق: يقصد بسيولة السوق سهولة تسويق الورقة المالية أي إمكانية بيعها وشراءها بسرعة وبسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، 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:¹

1- مؤشر دورة رأس المال (معدل الدوران): هذا المؤشر هو عبارة عن النسبة بين قيمة مجموع الأسهم المتداولة محليا 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.

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

¹ 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.

نسبة القيمة المتداولة = مجموع قيم الأسهم المتداولة / الناتج 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 مكملًا للمؤشر الذي يقيس حجم السوق فقد تكون السوق واسعة لكنها غير نشيطة.

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

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: 69-70.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 ومؤشرات 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 تبعا للمعلومات الجديدة الواردة إليه.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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 وتعقد 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

التركز في السوق هو حساب مساهمة رسملة أكبر عشر شركات في إجمالي رسملة السوق.¹

¹ زيطاري سامية، مرجع سبق ذكره، ص 72.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

اتضح أن كفاءة الأسواق 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.

المطلب الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

سوف نقوم في هذا المطلب بتوضيح مفهوم فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية ومختلف الاختبارات التي تعرضت لها للتأكد من صحتها.

أولاً: مفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

يقضي 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

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

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

وفي هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تتجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا 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.¹

كما أن فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية ترفض فلسفة التحليل الفني التي ترى بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتمادا على التغيرات الماضية في سعر السهم.²

ثانيا: اختبارات كفاءة سوق الأوراق المالية في شكله الضعيف

لقد اختبرت فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال عدة مداخل أهمها: سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة.

1- سلسلة الارتباط: تقيس سلسلة الارتباط معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال

فترة معينة وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمط للتغير في الأسعار فإن هذا يعد بمثابة رفضا لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بفرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق،³ ويرجع هذا الاختبار إلى "أوجان فاما eugene fama" حيث قام باختبار التغيرات اليومية لأسعار 30 سهما التي تمثل مؤشر "داوجونز" كل على حدى في فترة خمس سنوات من

¹ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005، ص 157.

² محمد نعيم الحلو، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية-دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق ق المالية خلال الفترة (2004-2008)، -، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة

والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، 2010، ص 26.

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 218.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

1957 حتى 1962 وعلى أساس فروق زمنية تراوحت بين يوم إلى عشرة أيام، وقد وضح أن نسبة

ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة.¹

وخلاصة القول أن الاختبارات الميدانية للشكل الضعيف من كفاءة السوق أثبتت عدم وجود

ارتباط التطورات التاريخية لأسعار الأسهم مع التطورات التاريخية لأسعارها في المستقبل وبالتالي

يستحيل على مستعمل تلك المعلومات تحقيق تفوق على غيره من المستثمرين.²

2- قواعد التصفية: يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط

وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ

الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، وانطلاقا من فكرة أن الأسعار تتغير في نفس الاتجاه لمدة

معينة، رأى "Alexander" أن هناك تقنيات أو قواعد للتصفية يمكن استعمالها لتحقيق أرباح غير

عادية، أو لتحقيق أرباح أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها باستعمال الإستراتيجية المعروفة باسم

"اشتر" و"احتفظ" (*Buy and Hold Strategy*) بذلك فإنه ينكر على سوق الأوراق المالية صفة

العشوائية وإمكانية رصد نموذج يتغير وفقه سعر الورقة المعنية، ويمكن من خلاله برمجة البيع

والشراء بما يحقق ربحا أكبر، تتمثل تقنية "Alexander" في إتباع الخطوات التالية : على

المستثمر في ورقة معينة الانتظار حتى يسجل ارتفاع معين في سعرها بمقدار س بالمائة، مقارنة

بانخفاض مسجل خلال فترات السابقة ثم يشتري تلك الورقة، بعد ذلك يحتفظ بها إلى حين انخفاض

سعرها بمقدار ع بالمائة، مقارنة بارتفاع سابق ثم يقرر بيعها أو بيعها على المكشوف للمستثمر،

على أن يعيد هذه العملية متى شاء.³

¹ سهايلية يمينه، مرجع سبق ذكره، ص 128.

² غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 83.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007، ص 55.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

3- إختبار المجاري المتتابة: لقد وجهت انتقادات إلى سلسلة الإرتباط وقواعد التصفية على

أنهما قد يفشلا في اكتشاف الأنماط الطارئة في التغيرات السعرية حيث يرى أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية لمعظم الوقت، إلا أنها قد تأخذ من حين لآخر نمطا معيناً وللتأكد من ذلك يتم اختبار التغير في اتجاه الأسعار حيث الإشارة (+) تعني حركة سعرية بالزيادة و إشارة (-) تعني حركة سعرية بالنقصان وصفر (0) تعني عدم التغير في السعر ويعبر عنها كما يلي:

$$+\Delta p, 0, -\Delta p, +\Delta p, +\Delta p$$

حيث يقترن الاختبار بطول الفترة التي يستغرقها التغير والهدف من هذه الاشارات هو متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية وبالتالي الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.

هذا ويكون من المناسب الإشارة إلى ما خلص إليه فاما "Fama,1970" فقد أشار إلى أن التغيرات السعرية في المستقبل لا ترتبط بالتغيرات السعرية في الماضي أو الحاضر وبناء عليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحاً غير عادية من جراء قيامهم بتحليل الحركة التاريخية للأسعار وهذا يعني تأييد لفرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.¹

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، المرجع السابق، ص 56-57.

المطلب الثاني: الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية

يطلق على هذه الصيغة أيضا الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق المالي وفي ظل هذا الفرض

فإن الأسعار تستجيب لكل المعلومات المتاحة بعد القيام بتحليلها من طرف المستثمرين.

أولا: مفهوم الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تقضي صيغة فرض السوق المتوسط القوة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة

في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم

على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف

الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة والشركة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من

التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وفي ظل هذا لا يمكن لأي مستثمر حتى ولو قام بالتحليل

الأساسي لتلك المعلومات-أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين الذين لم يقوموا بهذا

التحليل، لماذا؟ لأنه لكي يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية ينبغي عليه أن يدرك منذ

البداية -أي منذ وصول المعلومات- الاستجابة الصحيحة للأسعار أي أن يدرك القيمة الحقيقية

التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات حينئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح

غير العادية والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات والقيمة

الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة.¹

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 222.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

ثانيا: اختبارات كفاءة سوق الأوراق المالية في شكله المتوسط

لقد تعرض الشكل المتوسط إلى عدة اختبارات نذكر منها:¹

1- اشتقاق الأسهم : إن أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل الشبه القوي هو

الرباعي "Roll, Jensen, Fisher, Fama" أو كما يرمز له (F.F.J.R) حيث ركزوا أساسا

على سلوك أسعار الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق (Stock split) من حيث أثر الاشتقاق على

كفاءة السوق فقد أشارت الدراسة المشار إليها سابقا، إلى أن المعلومات الخاصة باشتقاق الأسهم لا

يمكن أن تستعمل لتحقيق أرباح غير عادية نظرا لكفاءة السوق، فحتى ولو قام المستثمر بتحليل

تلك المعلومات فلن يستطيع تحقيق أرباحا تفوق تلك الأرباح التي يحققها ذلك المستثمر الذي لا

يقوم بالتحليل وإنما يشتري وينتظر، مع العلم أن التحليل مكلف جدا من حيث الجهد والتمن.

2- الإعلان عن الأرباح أو التوزيعات: لقد كشفت بعض الدراسات كدراسة "Kolb" عام

1985 "Drzy" عام 1984 "Cimski" عام 1981 عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة

للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على

حساب الآخرين وهو ما يعد تأييدا لفرضية الكفاءة في شكلها المتوسط.

3- الاكتتاب في الأسهم: وفي شأن الأسهم التي تطرح لأول مرة يعترف "Reilly" و "Miller"

عام 1987 بأن سعر الأسهم الذي يطرح لأول مرة للجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية،

إلا أنهما قد كشفا على أن القيمة السوقية للسهم لا تلبث أن ترتفع لتصل إلى القيمة الحقيقية وذلك

بعد نفاذ الإصدار ربما بيوم واحد، كما كشفت دراسة لـ "Roley" و "Pearce" عام 1985 عن أن

¹ غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 85.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات الجديدة عن الشؤون الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق، وهو ما يعد تأكيداً لفرضية الكفاءة في شكلها المتوسط.

4- أسعار الأسهم: أكدت دراسة "Stickel" عام 1991، على أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من المعلومات، بما يعني أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، وهو ما يرفض تماماً لفكرة الكفاءة في شكلها المتوسط.

المطلب الثالث: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية

تعبّر هذه الصيغة عن الكفاءة التامة للسوق حيث تعكس أسعار الأوراق المالية فيه كافة المعلومات المتاحة سواء كانت عامة أو خاصة، وقد تم وضع عدة اختبارات للتأكد من صحة هذا الفرض.

أولاً: مفهوم 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.¹

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 الفرض إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة

¹ سامية زيطاري ، مرجع سبق ذكره، ص 134.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.¹

ثانيا: اختبارات كفاءة سوق الأوراق المالية في شكله القوي

يمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

1- العاملين بالشركة: يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة

بباقي المستثمرين ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباحا غير عادية ومن ثم مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه، وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفاء في شكله القوي.²

2- المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية: تمتلك المؤسسات

المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المديرين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار كشفت دراسة " , Crockett Blume " عام 1970 و "Cumby, glen" عام 1990 عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد، يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية

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

² نفس المرجع، ص 63.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

اشتر واحتفظ، وفي دراسة "Shawky" عام 1982 اتضح عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه الأسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية ويضيف "Jahnke" عام 1987 أن السواد الأعظم من تلك المؤسسات-إضافة إلى الشركات المتخصصة في التحليل -لا تعطى اهتماما كافيا للتحليل الكمي للعائد والمخاطر، وهو ما يعني ضعف قدرتها على تحقيق عائد متميز.

أما بالنسبة للشركات المتخصصة في التحليل والتي يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها تحقيق السبق في امتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات قد كشفت أيضا عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة بل وأن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان ليس هذا فقط بل من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهو ما يعني قبول فرض كفاءة الأسواق المالية في شكلها القوي، ومع هذا فإن قدرة الشركات على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية قد يعتبره البعض بمثابة عدم الاعتراف بصيغة الفرض القوي.

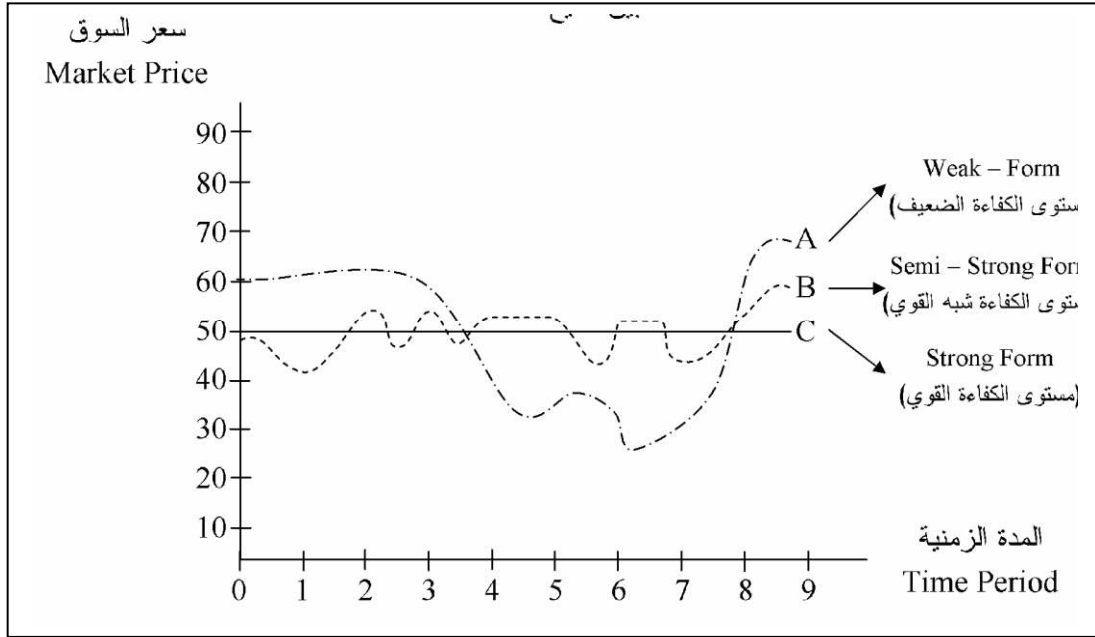
وأخيرا فإنه بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من وراء الاتجار في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي يعملون بها فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققون بالفعل أرباحا غير عادية ما يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني إستراتيجية استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك¹.

¹ غراية زهير، مرجع سبق ذكره، ص 90.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

والشكل التالي يوضح العلاقة بين المستويات الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية:

الشكل رقم (1-4): 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 - القيمة السوقية - وقيمتها الحقيقية في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً 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 مساوياً للصفر فإن السوق المالية يكون كفؤاً بقوة، أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر، طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم.

الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية

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

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

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

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

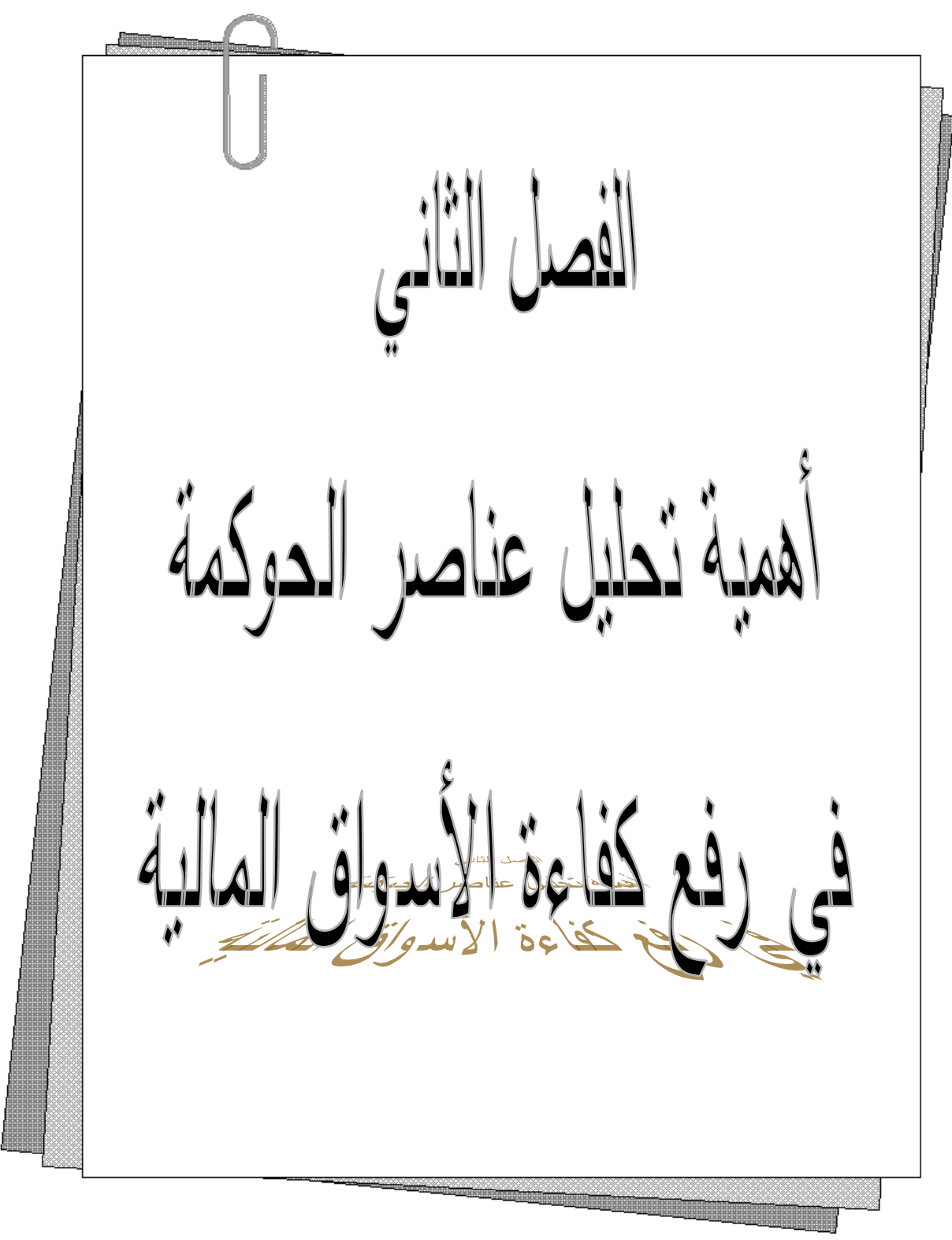
- سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره.
- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره.
- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره.

خلاصة الفصل الأول:

نخلص من خلال هذا الفصل إلى أن أسواق المال تعتبر من أهم المجالات المستحدثة في التعامل والتي تشمل جميع القنوات التي تتسبب فيها رؤوس الأموال بين مختلف قطاعات وأفراد المجتمع فتعرف على أنها المجال الذي يتم فيه تداول الأصول المالية أي يتم فيها تدفق الأموال من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات المستثمرة التي لديها عجز وذلك من خلال تداول الأوراق المالية.

كما أن الأسواق المالية تتصف بالكفاءة عندما تعكس فيها الأسعار الخاصة بالأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة عنها وأيضاً بالتخصيص الكفء للموارد المالية، ومفهوم الكفاءة ينطوي على مفهومين هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية حيث أن الكفاءة الكاملة يصعب تحقيقها بينما الكفاءة الاقتصادية ممكنة التحقيق.

وقد اختبرت نظرية الكفاءة السوقية، وفقاً لاختلاف طبيعة ونوعية المعلومات التي تعكسها الأسعار ضمن ثلاث صيغ، حيث تتمثل هذه الصيغ في فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة وفرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة وفرضية الصيغة القوية.



الفصل الثاني

أهمية تحليل عناصر الحوكمة

في رفع كفاءة الأسواق المالية

تمهيد:

ازداد الاهتمام بمفهوم الحوكمة "la gouvernance" في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، وخاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي من تداعيات الانهيارات المالية والمصرفية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال عام 2002م، وكذا عامي 2007م و2008م، وصولاً إلى ما تشهده أوروبا اليوم من أزمة خانقة تهدد وحدة إتحادها الاقتصادي والمالي.

لذا بدأ الحديث عن مبادئ حوكمة الشركات في البنوك والشركات نتيجة للتطورات السريعة في الأسواق المالية والتقدم التكنولوجي، مما أدى إلى حدوث ضغوط تنافسية متزايدة بين مختلف الشركات، وحدث نمو في الأسواق المالية وتنوع في الأدوات المالية مما تطلب الابتكار المستمر لطرق إدارة الأعمال والمخاطر وتغيير للقوانين ونظم الإشراف بما يحافظ على سلامة النظام المالي للشركة.

وكانت كل هذه الأحداث تصور أن نقص حوكمة الشركات يؤدي إلى تمكين من يعملون داخل الشركة من مديرين وأعضاء مجلس إدارة أو موظفين من نهب الشركات على حساب المساهمين والدائنين وغيرهم من أصحاب المصالح (مثل العاملين والموردين والجمهور العام وما إلى ذلك)، أما ما يتزايد وضوحه بشدة فهو أن الطريقة التي تحكم بها الشركات هي التي تقرر -إلى حد كبير- ليس مستقبل ومصير كل شركة بمفردها على حدى، بل مستقبل ومصير اقتصاديات بأكملها في عصر العولمة الحالي.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

- **المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات؛**
- **المبحث الثاني: مبادئ ومحددات حوكمة الشركات؛**
- **المبحث الثالث: العلاقة بين عناصر الحوكمة والإفصاح وجودة التقارير المالية.**

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

يعد مصطلح حوكمة الشركات "Corporate Governance" من أهم وأشمل المصطلحات التي أخذت تنتشر على المستوى العالمي خلال العقدين الأخيرين، وقد زاد الاهتمام به في معظم الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة نظرا لارتباطه بالجوانب التنظيمية والاقتصادية والاجتماعية والبيئية، فقد سعت معظم الشركات وخاصة العالمية منها إلى العمل على إرساء هياكل سليمة لحوكمة الشركات التي تضمن مستوى معيناً من الشفافية والعدالة والدقة المالية، حتى تحافظ على تميزها ولغرض تسليط الضوء على ماهية حوكمة الشركات فقد تناولنا الآتي:

المطلب الأول: نشأة ومفهوم حوكمة الشركات

لا يوجد اتفاق لمفهوم حوكمة الشركات ومع ذلك يمكن تقديم بعض المفاهيم التي تشكل في مجموعها الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات، وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على مفهوم حوكمة الشركات ونشأتها.

أولاً: 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 ريان السفينة الإغريقية ومهارته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعاصير

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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 سالماً، أطلق عليه القبطان المتحورم جيداً "governer good".¹

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،² إلا أنه في سنة 2003م أصدر مجمع اللغة العربية اعتماده لمصطلح الحوكمة.³

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.⁴

¹ محسن أحمد الخضيرى، "حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005م، ص: 07.

² محسن أحمد الخضيرى، نفس المرجع، ص: 30.

³ عبد الجليل آل غزوي، "حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية (دراسة إختيارية على شركات المساهمة في المملكة العربية السعودية)"، مذكرة ماجستير، الأكاديمية العربية في الدانمارك، 2010م، ص: 08.

⁴ 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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.¹

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:²

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

قضية حوكمة الشركات على قمة اهتمامات كل من مجتمع الأعمال الدولي 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

¹ عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2007م، ص: 25.

² 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

الممارسات والإجراءات في الإدارة والتنظيم والمراقبة والإشراف الفعال على شركات المساهمة، لضمان تحقيق الأهداف الموضوعية 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: يعتبر الفصل بين الملكية والإدارة من أهم العوامل التي أدت إلى ظهور

نظرية الوكالة ويعتبر كلا من (بيرل ومينز) أول من تناول هذا الموضوع 1932م، في ندوة بعنوان "الشركات الحديثة والملكية الخاصة"، حيث أشارت الندوة إلى أن المنظمة صارت ضخمة الحجم، وأن هذا سيؤدي إلى الانفصال بين الملكية والرقابة مما قد ينجر

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

عنه ما يعرف بنظرية الوكالة¹، التي تعني الخطر الناجم عن استخدام المديرين

لاستراتيجيات تتعارض تماما مع مصالح الملاك وتخدم أغراضهم الخاصة.²

2- 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

***نظرية الوكالة (Théorie Du l'agence):** لقد تعددت الكتابات المتعلقة بنظرية الوكالة وقد نظرت معظم الدراسات إلى علاقة الوكالة كعلاقة بين طرفين أو أكثر يكون فيها الوكيل منوطا 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، هذا وتوصف علاقة الوكالة على أنها العقد الذي بموجبه شخص يدعى الوكيل يلزم شخصا يدعى العون للقيام بأعمال لحسابه، حيث تفترض هذه العلاقة أن يفوض الوكيل بعضا من سلطاته القرارية إلى العون وفي ظل هذه العلاقة إذا كان طرفي العقد سعيظمان مصلحتهما الخاصة فلننتوقع أن لا يسعى العون دائما لمصلحة الوكيل، الأمر الذي سينتج عنه حدوث نزاعات وصراعات حول المصالح والتي سيجتري عنها في الأخير تكاليف وكالة، ولقد كان الاهتمام بنظرية الوكالة **(Théorie d'agence)** أولا 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 جيدا فإن المؤسسة ستكون كفأة والعكس صحيح.

نقلا عن:

زرقون محمد وهديوب 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.

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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 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

ويمكن تبويب العوامل التي أدت إلى زيادة الحاجة لحوكمة الشركات إلى ثلاثة مجموعات رئيسية وذلك حسب الشكل التالي:

¹ 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، ص: 22.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (2-1): 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.

3- مراحل تطور أبعاد الحوكمة

ويمكن تلخيص مراحل تطور ووضوح أبعاد الحوكمة فيما يلي:¹

3-1- مرحلة الكساد (ما بعد عام 1932م): حيث شهدت هذه المرحلة بدئ الاعتراف

بعمق الفجوة بين الإدارة والملاك وتعارض المصالح؛

¹ عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2007م،

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

3-2- 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؛

3-3- 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؛

3-4- 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؛

3-5- مرحلة إصدار منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (O.C.E.D): مجموعة من

المبادئ العامة للحوكمة في عام 1999م.

3-6- 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؛

3-7- 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؛

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

3-8- مرحلة اهتمام البنك الدولي بالحوكمة: مع تتابع ظاهرة الأزمات الاقتصادية وانهايار

عديد من الشركات العملاقة اتجه البنك الدولي أيضا إلى الاهتمام بالحوكمة، وقام بتعزيز 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؛
- 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؛

¹ عوض بن سلامة الرحيلي، "لجان المراقبة كأحد دعائم الشركات لتطبيق الحوكمة، حالة السعودية"، مجلة الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، م22، ع1، 2008م، ص: 184-185.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

ثانياً: مفهوم حوكمة الشركات

سنحاول من خلال هذا العنصر التطرق لتعريف حوكمة الشركات وخصائصها ومختلف الأطراف المعنية بتطبيقها.

1- تعريف حوكمة الشركات

لقد تعددت تعريفات 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 ووضعي 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 والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بشؤون المؤسسة، كما يضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتحقيقها وأسس المتابعة لتقييم ومراقبة الأداء.²

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، " قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات"، القاهرة 2003، ص: 02.
² 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- 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".¹

- 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".²

- وعرفت أيضا على أنها: "نظام متكامل للرقابة المالية وغير المالية عن طريقه يتم إدارة المؤسسات والرقابة عليها، فهي مجموعة من الطرق التي يمكن من خلالها أن يتأكد المستثمرون من تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، أي مجموعة من القواعد و الحوافز التي تهتدي بها إدارة المؤسسات لتعظيم ربحية المؤسسة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين".³

انطلاقا 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؛

¹ عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص : 17.

² أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012، ص: 82.

³ محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 15

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، "المنظور الاستراتيجي: التحولات الاقتصادية للقرن الحادي والعشرين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 404.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- 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.

من خلال مجمل التعاريف السابقة التي تطرقت لمفهوم حوكمة الشركات، يمكن استخلاص التعريف التالي باعتباره تعريفا شاملا: "حوكمة الشركات هي مجموعة من القواعد والقوانين والإجراءات التي تعمل على جعل المؤسسة تعمل في إطار الشفافية والديمقراطية و المساواة والأخلاق، مما يؤدي بها إلى تحقيق الاستدامة في أعمالها وتحسين صورتها مع الأطراف المتعاملة معها ومنه تحسين تنافسيتها".

2- خصائص حوكمة الشركات

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

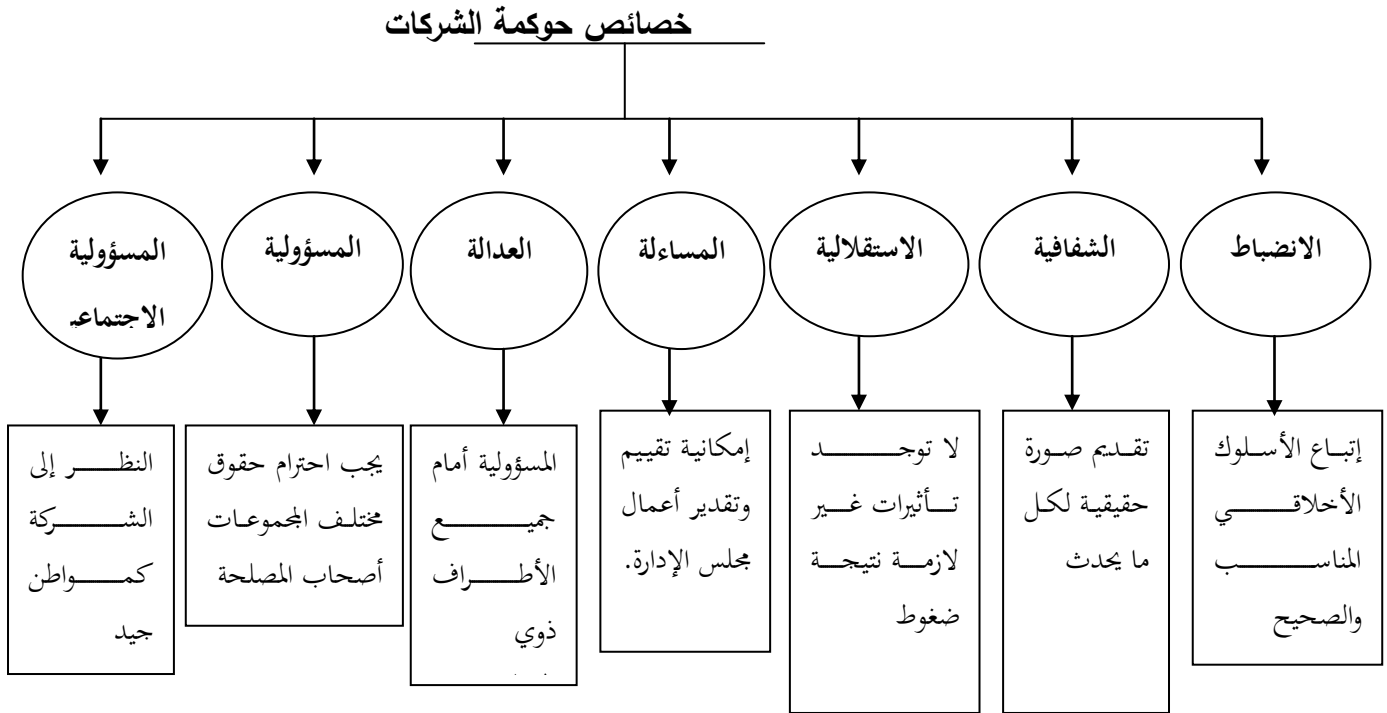
- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛
- الشفافية: أي تقديم صورة حقيقة لكل ما يحدث؛
- الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل؛
- المسائلة: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المؤسسة؛
- العدالة: أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات من أصحاب المصلحة في المؤسسة؛
- المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إلى المؤسسة كمواطن جيد.

¹ طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)"، الدر الجامعية، مصر، 2005، ص: 3.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

ويمكن إجمال هذه الخصائص في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): خصائص حوكمة الشركات.



المصدر: طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص: 23.

3- الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

هناك أربع أطراف رئيسية تتأثر وتتوثر في التطبيق السليم لمفهوم ولقواعد حوكمة الشركات،

وتحدد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد والتي نوردتها فيما يأتي:¹

3-1- المساهمين: وهم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك

مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، أيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى

الطويل، ولديهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم؛

¹ عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية الدولية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 20-21.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

3-2- مجلس الإدارة: وهو يمثل المساهمين وأيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح،

يقوم باختيار المديرين التنفيذيين (توكل إليهم السلطة اليومية لأعمال الشركة)، بالإضافة إلى

الرقابة على أدائهم، كما يقوم برسم السياسة العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق

المساهمين؛

3-3- الإدارة: وهي المسؤولة عن الإدارة اليومية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى

مجلس الإدارة، وتعد المسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها، إضافة إلى مسؤولياتها

تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين؛

3-4- أصحاب المصالح: هم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة، مثل الدائنين

والموردين والعملاء والعمال والموظفين، ومن الملاحظ أن مصالح هؤلاء قد تتعارض مع

بعضها البعض، فالدائنون يهتمون بقدرة الشركة على السداد في حين يهتم العمال والموظفين

على مقدرة الشركة على الاستمرار.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات

شهدت معظم الدول عدة انهيارات اقتصادية وأزمات مالية 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، مرجع سبق ذكره، ص ص: 121-122.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين و تتميتها.

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

- بنك القرض اللبوني الذي إنهار في منتصف التسعينات، ففي ذلك الوقت كانت ملكية البنك للدولة الفرنسية بنسبة 100%، وكان مجلس الإدارة يختار من طرف الدولة ومبدئيا لم تكن هناك رقابة على إدارة وإستراتيجية البنك، وكانت تكاليف تدهور البنك مؤثرة على جميع أصحاب المصالح والمجتمع؛
- في قطاع الاتصالات والإعلام مثلا، 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؛
- زيادة الضبابية وعدم القدرة على التمييز بين بدائل من الخيارات المطروحة للاستثمار؛

¹ Adrian fares, "corporate governance in Egypt from a banking perspective", workshop(2), CG from a banking perspective (CIPE), Egypt, February 5.2003, pp2-3.

² محسن أحمد الخضيرى، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة مصر، 2005، ص: 105-107.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- 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.

ثانياً: أهداف حوكمة الشركات

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساهمة إدارة الشركة وبالتالي تحقيق الحماية لحملة الأسهم، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، وعليه يمكن إجمال أهم الأهداف التي تسعى حوكمة الشركات إلى تحقيقها فيما يلي:²

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

² فرحات غول، "تحقيق حوكمة المؤسسات من خلال العمل بالإدارة الإسلامية"، 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء؛

- تحسين الكفاءة الاقتصادية للمؤسسات؛

- إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف المؤسسة ووسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأهداف؛

- المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء المؤسسات بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين وهما مجلس الإدارة للمؤسسة والمساهمون ممثلين في الجمعية العمومية للمؤسسة؛

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

- تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة؛

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

- إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين والدائنين والمقرضين والاضطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء المؤسسات؛

- تجنب حدوث مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط المؤسسات العاملة بالاقتصاد، ودرء حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي؛

- بناء وتقوية المساءلة، المصداقية، العدالة، الشفافية والمعاملة النزيهة لجميع الأطراف ذوي المصلحة المشتركة؛

- حماية حقوق المساهمين بصفة عامة سواء كانوا أقلية أو أغلبية وتعظيم عوائدهم؛

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- منع استغلال السلطات المتاحة من تحقيق مكاسب غير مشروعة والمتاجرة بمصالح المؤسسة

والمساهمين وأصحاب المصالح؛

- تشجيع تدفق الأموال وجذب الاستثمارات؛

- سلامة البيانات والمعلومات بهدف حماية المساهمين أو حملة الأسهم والزبائن والمجهزين

والعاملين، وكذلك المراقبين والذين هم أصحاب المصالح؛

- زيادة القيمة السوقية لثروة مالكي هذه المؤسسات عن طريق زيادة سعر السهم في السوق إلى

الحد الأقصى عن طريق حسن المبادلة بين العائد والمخاطرة بما يعني تحقيق ميزة تنافسية.

- استقرار السوق المالي والاستثمار والنمو الاقتصادي وذلك لدورها في تحقيق ميزة وتحقيق

المنافسة بين المؤسسات التي تعتمد على الميزة التنافسية، وهذا سيؤدي إلى تحقيق أساس القيمة

لاستثماراتها؛

- تطوير ثقافة قيم السلوك المهني والأخلاقي والذي تعتمد عليه الأسواق العاملة لكون القيم

الأخلاقية والنزاهة يلعبان دورا حيويا ومهما في الحياة الاقتصادية؛

- توضيح القواعد واللوائح الخاصة باتخاذ القرار داخل المؤسسات، وتوفير الهيكل المؤسسي الذي يتم

من خلاله تحديد أهداف هذه المؤسسات وكيفية الوصول لتحقيق الهدف المرسوم لها والكفاءة في

الأداء.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

المطلب الثالث: 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 الاشرافي

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 فضلاً عن توسيع نطاق ومسؤوليات المراجع الخارجي وتدعيم إستقلاله؛

ثالثاً: 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؛

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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

رابعاً: 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؛

خامساً: المساءلة

تتحقق المساءلة بالإفصاح عن أنشطة وأداء الشركة، والعرض أمام المساهمين وغيرهم ممن يحق لهم قانونياً مساءلة الشركة؛

سادساً: الإفصاح والشفافية

الإفصاح والشفافية لا يخص فقط المعلومات المالية ونشاطات الشركة، بل يتسع المفهوم ليشمل التقارير العامة عن المؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة طبقاً لقواعد تسيير المؤسسات وكذا توصيات لجان الأسواق المالية.

حيث يشمل هذا البعد على ما يلي:

- 1- كفاءة وفعالية 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؛

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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.

المبحث الثاني: مبادئ ومحددات 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، فعلى المستوى الدولي اهتمت المنظمات الدولية بوضع مبادئ لحوكمة المؤسسات لتكون بمثابة نقاط مرجعية يتم الاسترشاد بها عند تطبيق هذه المبادئ في الواقع العملي، ومن أهمها مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، ولقد أكدت حوكمة الشركات على إلزام المؤسسات بالتعليمات القانونية العامة والمخصصة وفرض عقوبات رادعة على المؤسسات المخالفة ونشر هذه العقوبات لإحاطة جميع المتعاملين في السوق بها في التوقيت الملائم، ولعل أهم هذه المبادئ التي تنص عليها هذه الهيئات هي: المسؤولية، والمساءلة، والشفافية، والعدالة.

المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات

نظرا للاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة الشركات فقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية على دراسة هذا المفهوم وتحليله ووضع مبادئ محددة لتطبيقه، إلا أننا سوف نقتصر على المبادئ التي أصدرتها كل من منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، مبادئ الشبكة الدولية لحوكمة الشركات، مبادئ مركز حوكمة الشركات ومبادئ لجنة بازل.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

أولاً: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

تأسست مبادئ حوكمة الشركات التي أرسنها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)

لتدور حول ستة مبادئ أساسية وهي:¹

المبدأ الأول- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:

يتضمن الإطار العام لحوكمة الشركات مجموعة الأبعاد التالية:

- 1- يجب أن تكون المسؤوليات موزعة بشكل واضح ويضمن خدمة مصالح جميع الأطراف؛
- 2- يجب أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية المؤثرة على ممارسة حوكمة الشركات تتصف بالشفافية، وتكون موضع التنفيذ؛
- 3- يجب أن تكون أحكام السلطات الإشرافية والتنظيمية في الوقت المناسب وشفافة ومفسرة بالكامل.

المبدأ الثاني: حقوق المساهمين

ينبغي أن يكفل نظام حوكمة الشركات حماية حقوق المساهمين وفقاً للآتي:

- 1- تأمين أساليب تسجيل الملكية، وكذا نقل أو تحويل ملكية الأسهم؛
- 2- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة؛
- 3- المشاركة في التصويت وكذا انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
- 4- الحصول على حصص من أرباح الشركة.

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

-عطا الله واردة خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، "الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة"، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر، 2008، ص: 38-44.

-منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 20.

-أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

المبدأ الثالث: المعاملة المتكافئة لمساهمين

يجب أن يكفل نظام حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، وعليه:

- 1- يجب أن يعامل المساهمون المنتمون إلى نفس الفئة معاملة متكافئة؛
- 2- ينبغي أن يكون للمساهمين (داخل نفس الفئة) نفس حقوق التصويت؛
- 3- يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية.

المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح

يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحابها كما يرسمها القانون، وعليه:

- 1- ينبغي في إطار حوكمة الشركات تأكيد احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون؛
- 2- ينبغي أن تتاح لأصحاب المصالح فرصة الحصول على تعويضات في حالة انتهاك حقوقهم؛
- 3- يجب أن تكفل لهم فرصة الحصول على المعلومات المالية وغير المالية؛
- 4- مشاركة أصحاب المصالح في عملية تحسين مستويات الأداء.

المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية

ينبغي أن يكفل نظام حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بتأسيس الشركة، ومن بينها الأداء المالي وأسلوب ممارسة السلطة وعليه:

- 1- يجب أن يشمل الإفصاح كل النتائج المالية والتشغيلية للشركة، وأهداف وأنشطة وبرامج مختلف أعمالها؛

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

2- يجب إتاحة الاطلاع على أعمال المراجعة السنوية وإتاحة نتائج التدقيق الخارجي للتأكد

على مدى توافقه مع الأسلوب المستخدم في إعداد وتقديم القوائم المالية؛

3- إعداد ومراجعة المعلومات وكذا الإفصاح عنها بأسلوب يتفق مع معايير الجودة المحاسبية

والمالية.

المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة

على نظام حوكمة الشركات أن يكفل الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما

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

عموما من قبل الشركة والمساهمين، وعليه:

1- متابعة مدى فعالية حوكمة الشركات التي يعمل المجلس في ظلها وإجراء التغييرات

المطلوبة في هذا الصدد؛

2- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين والأخذ في الاعتبار اهتمامات أصحاب

المصالح؛

3- اختيار المديرين التنفيذيين وتحديد مرتباتهم والمزايا الممنوحة لهم وكذا متابعة خطط

التعاقب الوظيفي.

ثانيا: 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،

تُؤمِّن الشبكة بأن تحسين 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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 8.2005 at annual conference in London, p 03.

على الموقع: www.icgn.org/best-practice تاريخ الاطلاع: 2014/03/15.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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؛

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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 تطوير 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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

ثالثاً: مبادئ مركز حوكمة الشركات

مركز حوكمة الشركات (CFCG) تابع لمدرسة (TUCK) للأعمال بولاية هانوفر الأمريكية،

حيث قدم إرشادات بشأن إقامة نظام حوكمة جيد ومتناسك 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.

¹ CFCG guidelines on corporate governance, center for corporate governance

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

رابعاً: 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 بازل للرقابة المصرفية سنة 1999 وثيقة حول سبل تحسين حوكمة الشركات، وقد جاءت هذه الوثيقة بأبرز الممارسات التي تعمل على سلامة الحوكمة وذلك ضمن سبعة مبادئ وهي:¹

المبدأ الأول: بناء أهداف إستراتيجية ووضع قيم العمل

لا يمكن لأي شركة إدارة نشاطاتها بدون وجود أهداف إستراتيجية أو قيم سلوكية تقودها وترشدتها، حيث ينبغي لهذه القيم منع الفساد والرشوة في نشاطات البنك أو الشركة وعلى مجلس الإدارة أن يضمن أن الإدارة العليا تنفذ سياسات تمنع النشاطات والعلاقات التي تقلل من نوعية حوكمة الشركات.

المبدأ الثاني: وضع وتعزيز خطوط واضحة حول المسؤولية والمسائلة

مجلس الإدارة الفعال يوضح سلطاته وأهم مسؤولياته، والإدارة العليا مسؤولة عن القيام بمسائلة هرمية للمستخدمين بالمؤسسة.

المبدأ الثالث: ضمان كون أعضاء المجلس مؤهلين حسب وضعياتهم

تكون لدى أعضاء مجلس الإدارة دراية واضحة بشأن دورهم في حوكمة الشركات، فمجلس الإدارة يعزز ويمتد الحوكمة بالمؤسسة عندما :

1- يعي دوره الإشرافي وواجبه الأمين نحو المؤسسة ومساهميها؛

¹ فتيحة بن الدين، "دور الهيئات الدولية في إرساء وتعزيز مبادئ الحوكمة"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2012، ص

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

2- خدمة الضبط والموازنة في الوظائف اليومية لإدارة المؤسسة؛

3- تزويد المؤسسة باستشارات رزينة؛

4- تجنب تضارب المصالح في نشاطاته؛

5- الاجتماع المنتظم مع الإدارة العليا والمراجعة الداخلية لتأسيس والمصادقة على السياسات.

المبدأ الرابع: ضمان أن هناك إشراف ملائم من الإدارة العليا

على الإدارة العليا أن تأخذ على عاتقها الدور الإشرافي مع احترام حدود المديرين في قضايا الأعمال الخاصة، حيث أن الإدارة العليا ينبغي أن تتشكل من مجموعة الرؤساء المسؤولين بالمؤسسة مثل المسؤول المالي الرئيسي ورئيس المراجعين.

المبدأ الخامس: الاستفادة الفعالة من العمل الذي يقوم به المراجعون الداخليين

والخارجيين

حيث يلعب المراجعون دور جوهري في عمليات حوكمة الشركات بالمؤسسات، ويمكن تحسين كفاءة المجلس والإدارة العليا من خلال :

1- الاعتراف بأهمية عمليات المراجعة؛

2- الأخذ بمقاييس وإجراءات تحسين استقلالية ونزاهة المراجعين؛

3- ضمان استقلالية المراجع الرئيسي؛

4- على المراجعين الخارجيين الحكم على مدى كفاءة نظم الرقابة الداخلية.

المبدأ السادس: ضمان كون أساليب المكافآت متشكلة من القيم الأخلاقية للمؤسسة ومن المحيط

الرقابي والاستراتيجي له.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

المبدأ السابع: العمل والسير بحوكمة الشركات وفق أسلوب ونمط شفاف وذلك لأن الشفافية

ضرورية للحوكمة الفعالة والسليمة، كما يعد الإفصاح ضروريا أيضا لتحقيق الانضباط.

المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات

هناك اتفاق على أن التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر

ومستوى جودة مجموعتين من المحددات وهي:¹

أولاً- المحددات الداخلية:

وتتمثل في اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل المؤسسة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة

والمديرين التنفيذيين والذي يؤدي توافرها وتطبيقها إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف

الثلاثة:

1- مجلس الإدارة: يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للمؤسسة وأن

يتحمل كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية المسؤولية المباشرة وغير المباشرة عن مدى تحقيق

أهداف المؤسسة؛

2- الهيكل التنظيمي: الذي يعد إعداد جزء من مسؤولية مجلس الإدارة ويتضمن عملية

التسلسل الهرمي للسلطة لغرض تحديد الواجبات وتوزيع المسؤوليات وخطوط تفويض السلطات من

أجل بلوغ النتائج المرجوة؛

¹ بلهادف رحمة والسعدي عياد، "دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل البعد المحاسبي لحوكمة الشركات"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف- الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013. نقلا عن مها محمود رمزي ربحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 24، العدد الأول، 2008، ص ص 100-101.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

3- النظام المحاسبي والمالي: وهي الأداة التي توفر ما يحتاج إليه مستخدمو البيانات والمعلومات لاتخاذ القرارات، لأن النظام المحاسبي يشكل القاعدة الأساسية للمعلومات كونه يقوم بتلخيص وتجميع المعلومات لمتخذي القرارات الإستراتيجية والتشغيلية بكفاءة، وأخيراً فإن هذه النظم تؤثر في عملية التحكم المؤسسي إذ كلما كانت فعالة وكفاءة أسهمت بصورة إيجابية في عملية التحكم؛

4- قيم الشركة: وهي التي تتعلق بالسلوك الأخلاقي للمؤسسة وبمستويات عالية من القيم القائمة على الأخلاق المهنية من نزاهة وموضوعية وأمانة في تنفيذ عمليات المؤسسة.

ثانياً - المحددات الخارجية:

وجودها يضمن حسن إدارة المؤسسة، وتقليل التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص وتشمل المحددات الخارجية ما يلي:

1- البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية والمناخ العام للاستثمار: والتي تتعلق

بطبيعة النظام الاقتصادي والاجتماعي والقانوني السائد كالقوانين المنظمة لسوق العمل: قانون المؤسسات، وسوق المال، وتنظيم المنافسة، ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس... الخ؛

2- الالتزام بالمعايير الدولية المحاسبية والتدقيقية والجودة: وتعلق بالتقيد بمعايير

موحدة تكون ملزمة التطبيق لتعزيز خاصية المقارنة بين المعلومات المالية على المستوى العالمي، ووضع آلية للتقيد بها، وتوحيد المعالجات التي تستخدم لقياس الأحداث المالية وتوصيل النتائج لمستخدمي المعلومات؛

3- مصادر التمويل: هناك أهمية كبيرة للحوكمة بالنسبة للمستثمرين لأن مصدر تمويلهم

سيتحقق إذا كانت عملية الحوكمة فعالة، لذلك لا بد من الأخذ بالحسبان توقعات المساهمين

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

بخصوص النمو في قيمة الأسهم، مع ضرورة الالتزام بحقوق ومصالح الأطراف الأخرى المستخدمة للبيانات المالية؛

4- طبيعة السوق: من المؤكد أن السوق يترك تأثيراته الداخلية والخارجية على المؤسسة من

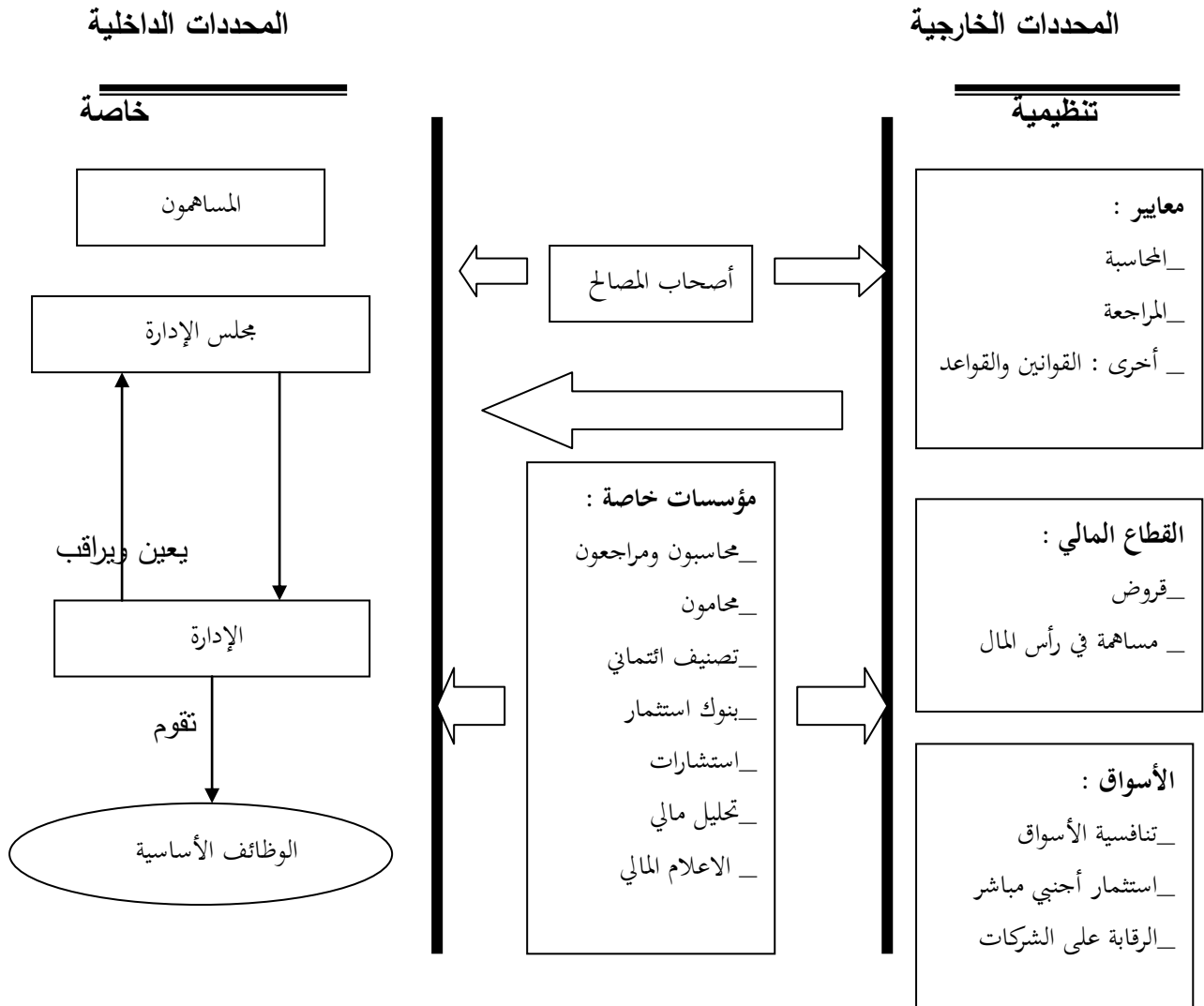
حيث قدرتها على أداء مهامها ونجاحها في إدارة مخاطر السوق، ومراقبة النتائج كونها تعد عاملا

حاسما في وضع سياسات واستراتيجيات العمل والمتابعة بما يحقق أهداف عملية الحوكمة.

ويمكن توضيح المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات من خلال الشكل التالي:

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (2-3) : المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة



المصدر : فتحة بن الدين، مرجع سبق ذكره، ص34.

المطلب الثالث: التجارب الدولية في إطار حوكمة الشركات

أسفر الاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة الشركات إلى قيام العديد من الدول بإصدار العديد من التقارير والتوصيات الخاصة بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات، لكن ليس هناك نموذج وحيد لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات ويؤدي إلى الوصول إلى نفس النتائج في جميع دول العالم، وذلك نظرا للاختلافات الاقتصادية والسياسية والثقافية بين الدول، وسنتناول من خلال هذا المطلب عرض لتجارب بعض الدول المتقدمة المتعلقة بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات.

أولاً - تجربة المملكة المتحدة:

تعتبر المملكة المتحدة أول الدول الرائدة في تطبيق نظام حوكمة الشركات نتيجة الأحداث التي جرت خلال عقد الثمانينات من تعثر العديد من شركاتها ومن ثم ظهور الحاجة إلى تطبيق الحوكمة في هذه الشركات الأمر الذي جعل المملكة المتحدة تقود حملة إصلاحية في هذا المجال، وتعد المملكة المتحدة أول دولة من بين دول الإتحاد الأوروبي تصدر تشريع يهدف إلى تشجيع التطبيق الاختياري للممارسات الرشيدة لإدارة الشركات.¹

وقد قامت كل من بورصة الأوراق المالية وكذلك مجلس التقارير المالية (FRC) بدراسة كيفية توافر الثقة مرة أخرى في التقارير المالية التي تصدرها الشركات سواء كانت مسجلة لأسهمها ببورصة الأوراق المالية أم لا.

وكانت هذه البداية أول فرصة لمجتمع الأعمال بالمملكة المتحدة للاهتمام بإجراء حوار جدي ومفتوح عن موضوع حوكمة الشركات، وقد أسفر هذا عن صدور تقرير كادبوري " Cadbury Report " في عام 1992، والذي يعتبر حتى الآن من أهم التقارير التي تناولت مفهوم حوكمة

¹ عطا الله وراد خليل ومحمد عبد الفتاح، "الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة"، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

الشركات في المملكة المتحدة، ويضم هذا التقرير العديد من البنود وهي عبارة عن توجيهات الممارسات السليمة لمفهوم حوكمة الشركات وهي كالتالي:¹

- 1- ينبغي على مجلس الإدارة أن يجتمع بانتظام وأن يحافظ بصفة دائمة على رقابة كاملة وفعالة على كل نواحي الشركة، وأن يتابع أعمال الإدارة التنفيذية؛
- 2- يجب أن يكون لمجلس الإدارة جدول رسمي للمسائل المخصصة له وذلك لاتخاذ القرارات، ولضمان توجيهات ورقابة الشركة من قبل الإدارة؛
- 3- يجب أن يضمن مجلس الإدارة المحافظة على وجود علاقة موضوعية ومهنية مع المراجعين؛
- 4- يقع على عاتق مجلس الإدارة تقديم تقرير متوازن بكافة جوانبه ومفهوم لوضع الشركة في السوق؛

- 5- ينبغي على الأعضاء أن يوضحوا مسؤولياتهم عن إعداد التقارير المالية؛
- 6- يجب أن لا تتجاوز عقود خدمة المديرين التنفيذيين عن ثلاث سنوات، وإذا تم ذلك يجب أن يكون بموافقة المساهمين؛

- 7- يجب الإفصاح من ناحية المديرين في تقريرهم عن مدى فاعلية نظام الرقابة الداخلية المطبق بالشركة؛

- 8- يجب على مجلس الإدارة أن يضمن وجود لجنة المراجعة والتي تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين وذلك مع وضع نظام أساسي يتناول بوضوح سلطاتهم وواجباتهم؛

¹ محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري"، مرجع سبق ذكره، ص

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

9- يجب أن يضم مجلس الإدارة أعضاء تنفيذيين و غير تنفيذيين بشكل يجعل هناك توازنا في المسؤوليات؛

10- يجب اختيار أعضاء لجنة المراجعة من خلال عملية رسمية تحت إشراف مجلس الإدارة، ويتم تعيينهم لمدة معينة بحيث لا تكون إعادة تعيينهم تلقائيا؛

11- يجب الإفصاح الكامل عن ما يتقاضاه الأعضاء وكذلك رئيس مجلس الإدارة من مكافآت؛

12- يجب على مجلس الإدارة تعزيز الحوكمة من خلال:

- التصدي لإساءة استخدام الحرية بالنسبة لأجور ومزايا أعضاء المجلس؛
- الفصل بين الوظائف الأساسية لضمان الرقابة؛
- ضمان الإشراف من خلال لجنة المراجعة؛
- تعزيز الرقابة على التشغيل.

ومن الجدير بالذكر أن هذا التقرير عند إصداره لاقى العديد من الاعتراضات من قبل الشركات بحجة أنه يمثل إعاقة لعمليات الشركات، وبالرغم من أن التوصيات التي تبناها التقرير تعتبر غير ملزمة للشركات المسجلة أسهمها في بورصة لندن، إلا أن البورصة ترغب الشركات على أن تحدد في تقريرها السنوي مدى التزامها بتلك التوصيات.

وفي أكتوبر 1993 ظهر تقرير روتمان "Rutteman" الذي أوصى بأنه يجب على الشركات المقيدة في البورصة أن يكون ضمن تقريرها تقرير عن نظم الرقابة الداخلية التي تقوم الشركة بتطبيقها للمحافظة على أصول الشركة، ولكنه حصر تلك المسؤولية على الرقابة المالية الداخلية، وظهر بعد ذلك في 1995 تقرير "Greenbury" والذي اهتم بموضوع المكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة الشركات، وأوصى التقرير بضرورة إنشاء لجنة المكافآت، وتكون من مسؤولياتها مراجعة وتقييم اللوائح والأسس التي يتم على أساسها تحديد تلك المكافآت

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

بحيث تتناسب مع الأداء الخاص بهم، ويجب أن يشتمل هذا التقييم أيضا كبار المديرين التنفيذيين بالشركة، وفي نفس العام صدر تحت إشراف بورصة الأوراق المالية بلندن تقرير هامبيل "Hampel Report" والذي ركز مرة أخرى على دور الرقابة الداخلية في حوكمة الشركات، حيث أوصى التقرير بمسؤولية مجلس الإدارة عن نظام الرقابة الداخلية بالشركات وخاصة المالية، وضرورة قيام المجلس بإجراء تقييم دوري للنظام وتحديد مدى ملائمة لعمليات الشركة.

وفي عام 1998 ظهر الكود الموحد "Combined Code" والذي اشتمل على جميع التوصيات التي تضمنتها التقارير السابقة له، ومما هو جدير بالذكر أن هذا الكود أصبح ضمن متطلبات القيد في بورصة الأوراق المالية بلندن، هذا وقد تم تعديل الكود في 2003 ليشتمل على أفضل الممارسات لحوكمة الشركات.

ثانيا - تجربة الولايات المتحدة:

نظرا لتشابه اقتصاد الولايات المتحدة مع اقتصاد المملكة المتحدة وارتباط العديد من الشركات بالبلدين فيما بينهما، نجد هناك تشابه في اهتمام الدولتين بمفهوم حوكمة الشركات، حيث أدى تطور سوق المال ووجود هيئات رقابية فعالة تعمل على مراقبته وتشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات التي تعمل به، بالإضافة إلى التطور الذي وصلت إليه مهنة المحاسبة والمراجعة، إلى زيادة الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإلزام الشركات بتطبيق أفضل الممارسات التي تضمن التطبيق السليم له، وخاصة المسجلة أسهمها لدى البورصات، وسنعرض فيما يلي أهم المبادئ والخطوط الإرشادية التي صدرت في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف عدة هيئات، وساهمت بشكل كبير في تعزيز تطبيق حوكمة الشركات.

1- المبادئ التي أصدرها صندوق المعاشات العامة CalPERS:

قام صندوق المعاشات العامة The California Public Employees Retirement System (CalPERS) والذي يعتبر أكبر صندوق للمعاشات العامة في الولايات المتحدة الأمريكية بتعريف حوكمة الشركات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين، وقد قام الصندوق بإصدار مجموعة من المبادئ والخطوط الإرشادية الجوهرية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات، ومن بين أهم هذه المبادئ والخطوط الإرشادية ما يلي:¹

1-1- المبادئ الجوهرية لحوكمة الشركات:

- يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين تشكيل أغلبية ضخمة من مقاعد المجلس؛
- يجب على أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عقد اجتماع مرة واحدة على الأقل سنوياً؛
- يجب أن يتم تعيين عضو مجلس الإدارة القائد من قبل أعضاء مجلس الإدارة؛
- يجب أن تكون لجان المجلس مكونة كلياً من أعضاء مجلس إدارة مستقلين؛
- يجب أن تكون مكافأة عضو مجلس الإدارة مكونة من النقد والأسهم، مع اعتبار أن الأسهم تمثل جزءاً هاماً من الأجر الإجمالي؛
- يجب على مجالس الإدارة إقرار بيانات كتابية تتعلق بمبادئها الخاصة بالمكافأة مع ضرورة إعادة تقييمها بصفة منتظمة؛
- يجب وضع معايير للأداء خاصة بمجالس الإدارة ومراجعة الأداء إذا كان يتناسب مع المعايير؛
- يجب على أعضاء مجلس الإدارة وضع حوافز تعويضية للمسؤول التنفيذي.

¹ محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري"، المرجع السابق، ص ص:

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

1-2- الخطوط الإرشادية لحوكمة الشركات:

- يجب على أعضاء مجلس إدارة الشركة ومساهميها الاتفاق على تعريف موحد للاستقلال وإلى أن يتم الوصول إلى مثل هذا الإجماع يجب على كل شركة أن تقوم بإصدار التعريف الخاص بها في تقريرها السنوي؛
- يجب على مجلس الإدارة وضع وظيفة عضو مجلس الإدارة في الاعتبار واتخاذ الخطوات نحو الانفتاح على أفكار جديد؛
- يجب على مجلس الإدارة إعادة فحص التنسيق التقليدي لمراكز المسئول التنفيذي ولرئيس مجلس الإدارة عند اختيار مسئول تنفيذي جديد؛
- يجب أن يكون لدى مجلس الإدارة خطة فعالة لتعاقب المسئولين التنفيذيين، كما يجب أن يحصلوا على تقارير دورية من الإدارة حول تقدم أعضاء الإدارة العليا؛
- يجب أن يحصل أعضاء مجلس الإدارة على حرية الوصول إلى الإدارة العليا مع المسئول التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو المدير القائد الذي يعمل كحلقة وصل؛
- يجب على مجلس الإدارة مراقبة السلوك الفردي لأعضاء المجلس كالحضور والاستعداد والمشاركة والإخلاص؛
- المسئولون التنفيذيون المتقاعدون يجب أن لا يستمروا في العمل كأعضاء مجلس إدارة.
- وعلى الرغم من أن الخطوط الإرشادية الخاصة CalPERS تعتبر شاملة وجيدة، إلا أن كثيرا من المراقبين يعتقدون أن الصندوق قد أخفق في الوصول إلى الريادة، ومع ذلك فقد وافقت أغلب أكبر الشركات بالولايات المتحدة الأمريكية على المبادئ الجوهرية لأساليب ممارسة حوكمة الشركات التي أوصت بها CalPERS .

2- تقرير (NYSE) و (NASD):

في عام 1999 أصدر كل من New York Stock Exchange (NYSE) و (NASD) National Association of Securities Dealers تقريرهما المعروف باسم " Blue Ribbon Report" والذي اهتم بفاعلية الدور الذي يمكن أن تقوم به لجان المراجعة بالشركات بشأن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات، حيث تضمن هذا التقرير عدة توصيات متعلقة بالشروط التي يجب أن تتوفر في عضو لجنة المراجعة من استقلال وخبرة في المحاسبة والمراجعة لكي يتمكن من أداء مهامه بموضوعية وحياد، وقد نص هذا التقرير أيضا على مسئوليات أعضاء اللجنة والتي يمكن تلخيصها في ما يلي:¹

2-1 - مسئوليات اللجنة اتجاه إعداد التقارير المالية، وتشتمل على:

- مراجعة المبادئ المحاسبية التي تم استخدامها في إعداد التقارير المالية؛
- مدى مناسبة تلك المبادئ لطبيعة عمليات الشركة؛
- مراجعة وتقييم نظم الرقابة الداخلية التي تطبقها الشركة.

2-2 - مسئوليات لجنة المراجعة اتجاه وظيفة المراجعة الخارجية، وتشتمل

على:

- تعيين المراجع الخارجي وتحديد أتعابه؛
- مراجعة خطة المراجعة التي يقوم المراجع الخارجي بإعدادها؛
- حل المنازعات التي قد تنشأ بين إدارة الشركة والمراجع الخارجي بشأن إعداد القوائم المالية؛
- التأكد من استقلالية المراجع الخارجي.

¹ محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري"، المرجع السابق، ص: 96.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

2-3 - مسؤوليات لجنة المراجعة اتجاه المراجعة الداخلية، وتشمل:

- قيام اللجنة بتعيين رئيس المراجعة الداخلية؛
 - مراجعة خطط المراجعة الداخلية؛
 - التأكد من توفير الموارد اللازمة لقسم المراجعة الداخلية.
- وفي أعقاب الانهيارات المالية الكبرى للشركات الأمريكية في عام 2002، تم إصدار "Sarbanes-Oxley Act" والذي ركز على دور حوكمة الشركات في القضاء على الفساد المالي والإداري الذي يواجه العديد من الشركات من خلال تفعيل الدور الذي يلعبه الأعضاء غير التنفيذيين في مجالس إدارة الشركات، والتركيز على ضرورة أن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من هؤلاء الأعضاء غير التنفيذيين، مع وصف وتحديد الشروط التي يجب أن تتوافر لديهم مع تحديد واضح لمسؤولياتهم داخل مجلس الإدارة أو داخل اللجان التابعة له مثل لجنة المراجعة ولجنة المكافآت ولجنة التعيينات والحوكمة.

ثالثاً - تجربة فرنسا:

توجد عوامل عديدة جعلت أطراف السوق المالي أكثر اهتماماً 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 منظمين لأصحاب الأعمال في فرنسا وهما المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين والجمعية الفرنسية للمنشآت الخاصة واللدان 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 التقرير الكثير من الاهتمام وتناولته الصحف بالتعليق على الممارسات

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

1. يجب أن يضم كل مجلس إدارة عددا لا يقل عن عضوين من المديرين المستقلين؛
 2. يجب أن يحتوي كل مجلس على لجنة تشريعات تضم عضوا مستقلا واحدا على الأقل ورئيس مجلس الشركة؛
 3. على الشركة أن تفصح كل سنة عن كيفية تنظيمها لاتخاذ القرارات؛
 4. 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؛
 5. لا يجوز للمديرين التنفيذيين ولا لمديري إدارات الموظفين العمل في لجنة التدقيق ولجنة المكافآت؛
 6. يجب أن يمتلك المديرون عدد معقولا ومناسبا من أسهم شركتهم؛
 7. 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 Vauris, "**Actialite Le comite d'audite**", In revue Française d'audit Interne, n° 137, Paris, 1997, p; 05.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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:

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

2. يجب السماح للمجلس بقوة القانون بتشكيل لجان ذات سلطات مستقلة؛

3. يجب على الشركات أن تقدم للمستثمرين المحتملين قوائم مفصلة بمالكيها؛

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

5. 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

رابعاً - حوكمة الشركات في ألمانيا:

في ألمانيا اكتسب موضوع قواعد حوكمة وإدارة الشركات أهميته بعد تعرض عدد من الشركات الألمانية الكبيرة للانهيار، 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 بصفقتها 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 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

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثالث: العلاقة بين عناصر الحوكمة والإفصاح وجودة التقارير

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: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية

لحوكمة الشركات أهمية كبيرة في استقرار الأسواق المالية وزيادة كفاءتها وأدائها، 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 الأسواق

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

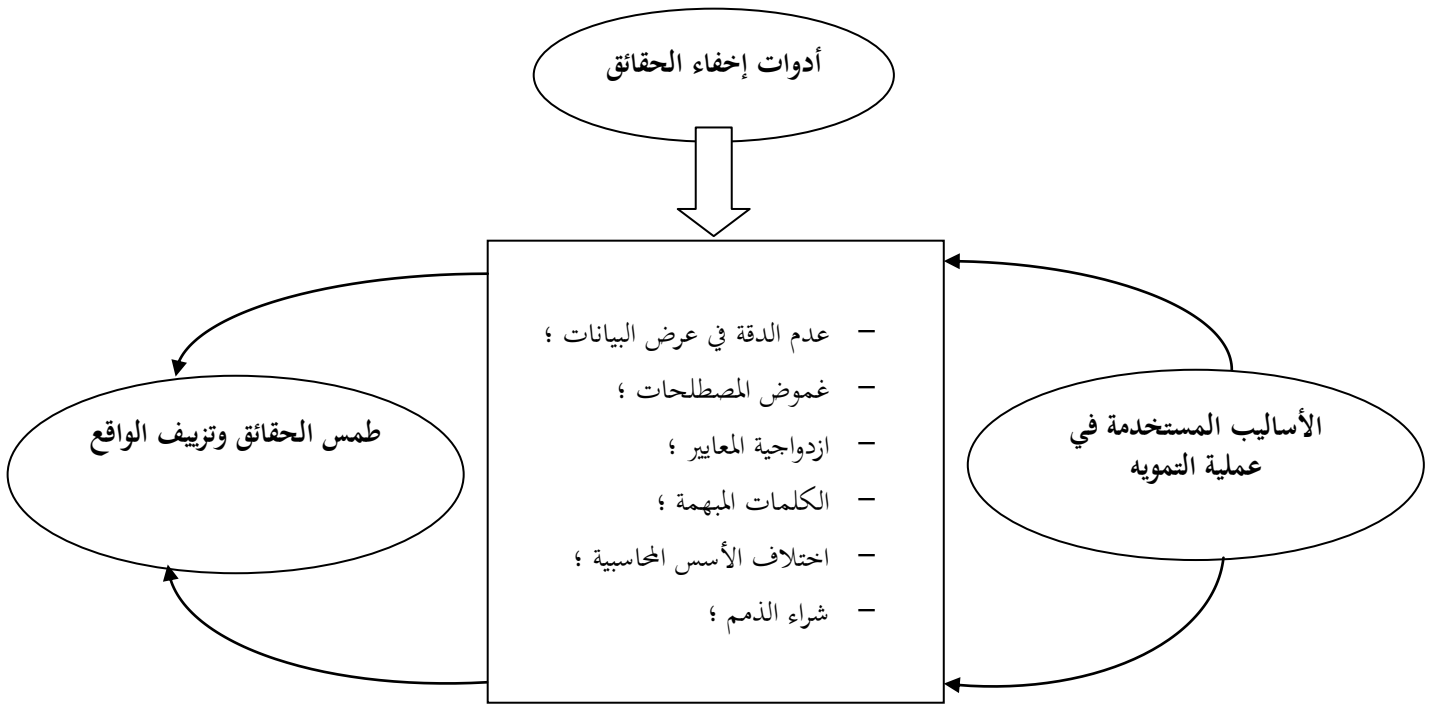
¹ زايدي عبد السلام وخلف الله كريم، "حوكمة الشركات بين الأسس النظرية وآليات التطبيق مع الإشارة إلى واقع الحوكمة في الجزائر"، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر، 19 و 20 نوفمبر 2013.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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:

الشكل رقم (2-4): أساليب التضليل في الأسواق المالية



المصدر: زابدي عبد السلام وخلف الله كريم، المرجع السابق.

وتعد قضية إفلاس شركة الطاقة الأمريكية "Enron" بالإضافة إلى الانهيارات المالية للشركات والمؤسسات المالية الأمريكية عقب الأزمة المالية العالمية 2007 من أبرز قضايا التمويل والتلاعب المالي في القوائم المالية للشركات، حيث تعتمد مسيرو شركة "Enron" إخفاء الديون وتضخيم الأرباح للرفع من قيمة أسهم الشركة على مستوى السوق، واستفاد المسكرون - وهم أصحاب المعلومات الحقيقة عن وضع الشركة - وتمكنوا من تحقيق صفقات وبعوا حصصهم بأسعار خيالية، في الوقت الذي كانت الشركة تغرق فيه ببطء.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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 القيام بدورهم في إبداء رغبتهم في ممارسة مسؤوليتهم كملاك، بالإضافة إلى ذلك أشار تقرير بنك كريدي ليوني 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

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: 2014/09/22.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

مجلس الإدارة، إلى ضرورة المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وكذلك مساهمة 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 بصدر 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 وتبعيةها 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 في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الوحدات الاقتصادية من خلال التقرير الذي يقوم

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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 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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

عليها، وفي ذات الوقت تعكس ثقة الأطراف الأخرى في الوحدة الاقتصادية وإدارتها وتزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: انعكاسات عناصر حوكمة الشركات على الإفصاح وجودة

المعلومات في التقارير المالية

أضحت حوكمة الشركات أداة مهمة لتفعيل أداء ورفع كفاءة السوق المالي مما يسهم في التنمية الاقتصادية ومواجهة مختلف الأزمات المالية بحيث يتجلى دورها في استخدام أدوات وتطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة التي تضمن نزاهة المعاملات المالية وحسن سيرها، وبهذا توفر حوكمة الشركات مناخا ملائما ومشجعا للاستثمار في أي سوق مالي إذا ما طبقت على مستواه، ويستوحي نجاحها في ذلك من مختلف التجارب الدولية وهو ما ينعكس على الإفصاح وجودة المعلومات في التقارير المالية.

أولاً- مفهوم 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

¹ أنور 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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

بينما تعني الجودة مصداقية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية وما تحققه من منفعة للمستخدمين ولتحقيق ذلك يجب أن تخلو من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية والفنية، بما يحقق الهدف من استخدامها".¹

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.

ثانياً - خصائص المعلومات المحاسبية

حتى يحقق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية الأهداف المرجوة والتي تتمحور حول غرض أساسي هو منفعة المستخدم في عملية اتخاذ القرارات لا بد من توفر مجموعة من الخصائص النوعية في المعلومات المفصح عنها، ويمكن التذكير بأهم هذه الخصائص فيما يلي:²

- الملائمة
- المصداقية
- الدقة
- التوقيت المناسب
- الفهم والاستيعاب

علما أنه لا بد من الإشارة إلى أن المبدأ الأساسي الذي يحكم عملية الإفصاح هو أن تكون تكلفة الإفصاح أقل من المنفعة المتوقعة منه بالنسبة لمتخذ القرار .

¹ نمر محمد الخطيب وصديقي فؤاد، نفس المرجع، ص: 3.

² عيادي عبد القادر ونوي الحاج، "دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات"، 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.

ثالثاً - انعكاسات الإفصاح المحاسبي على جودة المعلومات المحاسبية:

تتوقف جودة المعلومات المحاسبية عادة على جودة التقارير المالية، التي تجعل معلوماتها ذات ثقة وفائدة سواء في داخل المؤسسة أو خارجها، وتتحدد هذه الجودة وفق ما يعرف بمقومات الإفصاح المحاسبي والتي يمكن حصرها في ثلاثة عناصر أساسية:¹

1- تحديد المستخدم للمعلومة المحاسبية: لأن ذلك من شأنه معرفة أو تحديد الخواص التي يجب توفرها في تلك المعلومة من حيث الشكل والمضمون، فالمستخدمين للمعلومات المحاسبية لهم مستويات مختلفة في تفسير المعلومات، ولهذا كان من الواجب إعداد المعلومات عن طريق إعداد تقرير واحد وفق نماذج متعددة من الاحتياجات أو إصدار تقرير مالي واحد متعدد الأغراض بحيث يلبي احتياجات المستخدمين المحتمل وجودهم، وهاذين النموذجين من الصعب تحقيقهما، وعليه كان من الأفضل إعداد نموذج يفترض أنه يلبي حاجات مستخدم معين من بين تلك الفئات وجعله محورا أساسيا في تحديد أبعاد الإفصاح بتولية العناية للملاك الحاليين والملاك المحتملين والدائنين.

2- تحديد أغراض استخدام المعلومات المحاسبية: وذلك من شأنه أن يحقق خاصية الملائمة بحيث يستفيد المستخدم من المعلومة وتكسبه قدرة على التنبؤ وتساعد بعضهم في اتخاذ القرارات.

وعلى الرغم من أن البيانات المالية لا تقي بكافة احتياجات هؤلاء المستخدمين من المعلومات إلا أن هناك احتياجات مشتركة لهؤلاء المستخدمين، فالبيانات المالية التي تقي باحتياجات المستثمرين الذين يتحملون مخاطر رأس المال سوف تقي أيضا بمعظم احتياجات المستخدمين الآخرين، وتقع مسؤولية إعداد وعرض البيانات المالية للمنشأة بصفة أساسية على عاتق إدارتها، كما تهتم الإدارة أيضا بالمعلومات التي تحتويها البيانات المالية بالرغم من أنه يتوافر لها الحصول

¹ عبد القادر ونوي الحاج، "دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات"، المرجع السابق.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

على معلومات مالية و إدارية إضافية تمكنها من أداء وظائفها الأساسية في مجالات التخطيط واتخاذ القرارات والرقابة.

كما تعتبر الإدارة قادرة على تحديد شكل ومضمون تلك المعلومات الإضافية بحيث تفي باحتياجاتها الخاصة من المعلومات، ويعد التقرير عن مثل تلك المعلومات الإضافية خارجا عن نطاق هذا الإطار، ومع ذلك فالبيانات المالية المنشورة تعتمد أساسا على المعلومات التي تستخدمها الإدارة عن المركز المالي وتقييم الأداء والتغيرات في المركز المالي للمنشأة.

3- تحديد طبيعة المعلومة الواجب الإفصاح عنها: يتم الإفصاح حاليا بواسطة القوائم المالية

التقليدية وهي:

- قائمة المركز المالي.

- قائمة الدخل.

- قائمة الأرباح المحتجزة.

- قائمة التغيرات في المركز المالي.

- معلومات أساسية ترفق في الملاحظات.

يشجع وجود نظام إفصاح قوي على تحقيق جودة شاملة للمعلومات المحاسبية الحقيقية للشركات المدرجة في السوق، ويعتبر أمرا رئيسيا لقدرة المساهمين على ممارسة حقوقهم، حيث تظهر التجارب أن الإفصاح المحاسبي وجودة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية أداة قوية للتأكد من سلوك الشركات وحماية حقوق المستثمرين، حيث يمكن لنظام الإفصاح الكافي عن المعلومات في الوقت المناسب أن يساهم في جذب رأس المال والحفاظ على الثقة في أسواق رأس المال، كما تظهر أهمية الإفصاح أيضا من خلال ازدياد حاجة الشركات المساهمة إلى التمويل عن طريق أسواق المال وبورصات الأسهم والسندات، فالإفصاح يعد شرطا أساسيا لتأسيس الأسواق

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

المالية والتي غالبا ما تشرف على تلك الأسواق هيئات مهنية أو شبه حكومية تلزم الشركات المدرجة في السوق المالي باتباع إجراءات وقوانين وقواعد أساسية تحدد المهنة، وذلك حتى يكتسب الإفصاح والتقارير المالية المنشورة مصداقية لدى المستخدمين والمساهمين، وبذلك تكون تلك المعلومات ذات قيمة وجودة ومنفعة لجميع مستخدميها.

وعليه، فإذا كان الإفصاح هو أحد وأهم مبادئ الحوكمة فإن إطار الإجراءات الحاكمة للشركات يجب أن يحقق الإفصاح بأسلوب يتفق ومعايير الجودة المالية والمحاسبية، كما أن الأثر المباشر من تطبيق مبادئ الحوكمة هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية باعتبار هذه المعلومات من أهم الركائز التي يمكن الاعتماد عليها في:

- قياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة مثل : مخاطر السوق ومخاطر السيولة ومعدل الفائدة ومخاطر الأعمال والإدارة وأسعار الصرف؛

- دورها في عملية التنبؤ واعتمادها كأساس لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية الذي يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن كل ورقة مالية لها قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال المعلومات المحاسبية بدراسة العائد المحاسبي، ومعدل التوزيعات، ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية؛

- تأثيرها في قرارات المستثمرين بإمدادهم بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في السوق المالي قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

المطلب الثالث: علاقة حوكمة الشركات بالسوق المالي

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.

أولاً: 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؛

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.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- 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 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 لتضيق عمليات المضاربة وتصبح العمليات اليومية أكثر سرعة وأكثر اتصافا بالصفة الاقتصادية.

ثانيا - انعكاس تطبيق حوكمة الشركات على فعالية الأسواق المالية:

يتفق الكثير من الكتاب والباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين - الحاليين والمرقبين - في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثير على الأسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك، بالإضافة إلى ذلك فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية كالعائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية، كما أن أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية له شقان:¹

- 1- الشق الأول: الدور التيسيري وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.
- 2- الشق الثاني: الدور التأثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

لذلك فإن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء، لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها عملية حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

¹ مخفي أمين وفداوي أمينة، "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية"، 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: 537.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

ثالثاً - انعكاس تطبيق مبادئ الحوكمة على تفعيل كفاءة السوق المالي

تتبعس مبادئ حوكمة الشركات على رفع كفاءة السوق المالي من خلال:¹

1- دور وجود اطر فعالة لحوكمة الشركات في ضمان كفاءة وشفافية وفعالية الأسواق:

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.

2- دور تطبيق مبدأ حفظ حقوق جميع المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية

إن حفظ حقوق جميع المساهمين كحق التصويت والحصول على الأرباح تبث الطمأنينة في نفوس المستثمرين في السوق المالي الحاليين والذين يريدون دخول ذلك السوق وابتاع 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

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- هوام جمعة، بريس 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.

- محمد طيفور أمينة وبودشن ياقوتة، "حوكمة الشركات ودورها في تفعيل كفاءة السوق المالي (البورصة) تحفيز الإستثمار"، 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: 337.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

الحقيقية لأسعار الأسهم وقيم التداول وهي إحدى المقاييس الموضوعية للحكم على مدى كفاءة السوق المالي.

3- 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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

وثائق تؤكد مصداقية هذه المعلومات وهو ما يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف فئات المستثمرين ويحقق العدالة والمساواة بينهم مما ينعكس إيجاباً على تفعيل كفاءة السوق المالي.

4- 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 الإستراتيجية للشركة، ولا شك أن محصلة هذا الدور المحوري لأصحاب المصالح في منظومة الحوكمة سوف يسهم بصورة إيجابية في تحقيق كفاءة للسوق المالي ويحفز الاستثمار فيه.

5- دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة على تفعيل كفاءة السوق المالي

يكن 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:

- 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، ووضع الموازنات لمختلف الأنشطة خاصة الموازنة الرأسمالية، والتكاليف المعيارية، ووضع نظم متابعة المخاطر المتوقعة؛

- يتم تعيين عدد من الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتميزون بالحياد والاستقلال ويحققون التوازن داخل مجلس الإدارة خاصة فيما يتعلق بالرقابة على حالات تعارض المصالح؛

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

- 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.

6- 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 تنقل 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.

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

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

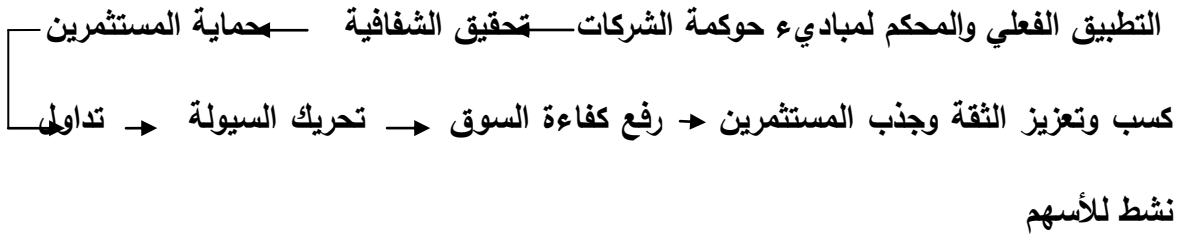
خاصة، ويكون معيار تصنيف مدى تقدم أسواق المال من عدمه، وتحديد درجة المخاطرة، هو ارتكازها علي مدى إتاحة المعلومات في إطار من الإفصاح والشفافية، وأن عدم توافر ذلك يؤدي إلى إحجام رأس المال الأجنبي على الاستثمار في الأسواق التي تتسم بالقصور في الإفصاح عن المعلومات عند عرض القوائم المالية، حيث يتم تطبيق مبدأ 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، 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.

إن دور لجنة المراجعة يكمن في التحقق من التزام الشركة بالممارسات القانونية والتنظيمية والأخلاقية السليمة مما يعمل علي تدعيم كيان الشركة كوحدة اقتصادية تمثل قيمة مضافة للاقتصاد الوطني ولها دور فعال في العمل على تحقيق الكفاءة الكاملة ولما لا للسوق المالي مما يعني جذب مستثمرين دوليين لهذا السوق وانتعاشه.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

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.

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:



رابعا - دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة 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 أساسا 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 تتخفض تكلفة رأسمالها عن طريق جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين حيث

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

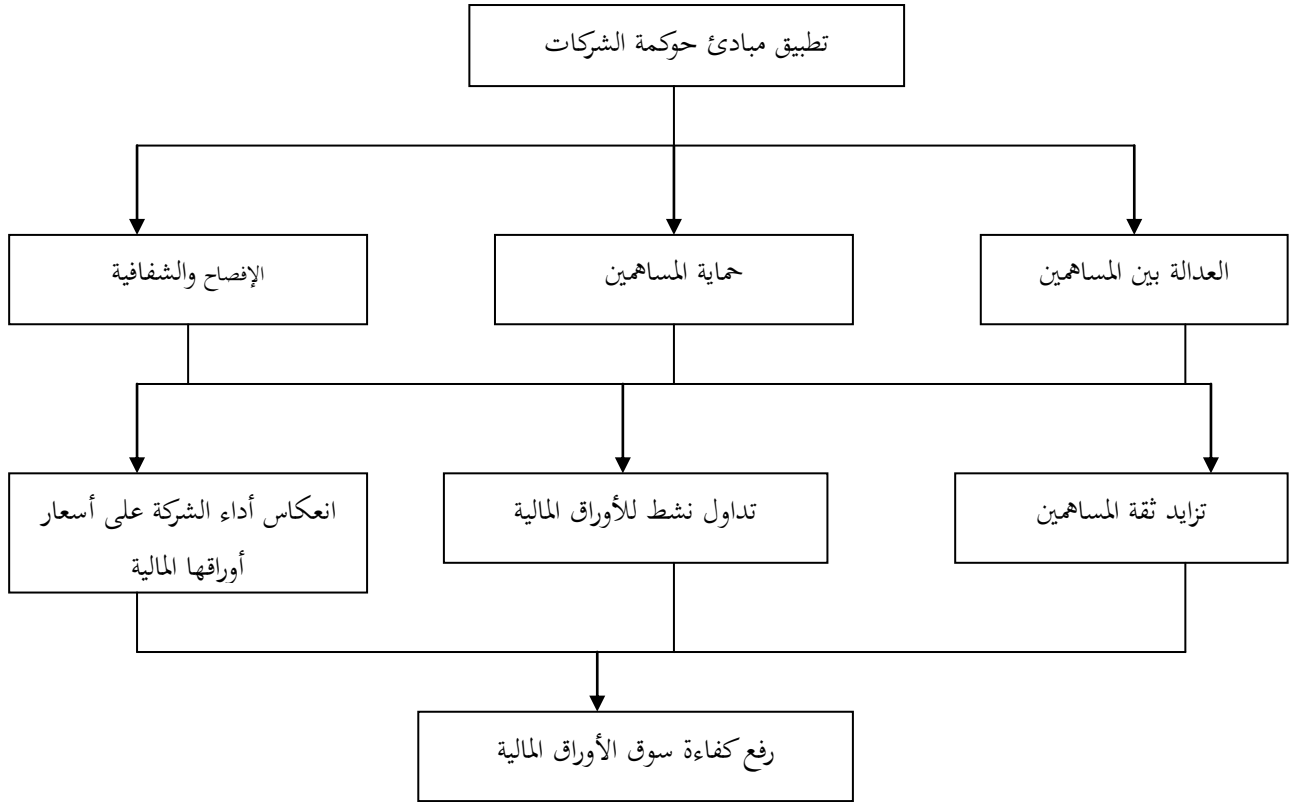
يدرك هؤلاء احتمالات حصولهم على عائد أكبر من هذه الشركات، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، وبهذا نستطيع القول أن حوكمة الشركات تعمل على التخصيص الكفء للموارد في سوق الأوراق المالية، ومن جهة أخرى نجد أن حوكمة الشركات تحمي حقوق المساهمين وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم بما 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 وكشوفها 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 قلناه في شأن دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة - نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح-"، أوت 2008، ص ص: 3-5.

الفصل الثاني: أهمية تحليل عناصر الحوكمة في رفع كفاءة الأسواق المالية

الشكل رقم (2-5): دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.



المصدر: محمد عمران، "البورصة المصرية و حوكمة الشركات"، ورقة بحث مقدمة إلى مؤتمر

حول: متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر،

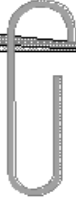
ماي 2007.

خلاصة الفصل الثاني:

وفي الأخير ومن خلال معالجتنا لهذا الفصل توصلنا إلى:

أن 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، كما أن مفهوم حوكمة الشركات يشمل 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.

ترتكز حوكمة الشركات وحسب منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي على ستة مبادئ أساسية تتمثل في: حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية للمساهمين، دور أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة، ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، ولكي تتمكن الشركات من الاستفادة من مزايا تطبيق قواعد الحوكمة يجب أن تتوفر مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، وتنقسم هذه المحددات إلى مجموعتين: محدّدات داخلية (القواعد المطبقة، الهياكل الإدارية، السلطات والواجبات)، وأخرى خارجية (القوانين واللوائح، كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية، دور المؤسسات غير الحكومية).



الفصل الثالث

تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات

في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 كفاءة بعض الأسواق المالية العربية وواقع حوكمة الشركات فيها وكذلك مدى تأثير هذه الأخيرة على كفاءة هذه الأسواق، وهذا من خلال النقاط التالية المتبعة في هذا الفصل وهي:

المبحث الأول: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي السعودي؛

المبحث الثاني: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي المصري؛

المبحث الثالث: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي الجزائري.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المبحث الأول: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي السعودي

عملت هيئة السوق المالية السعودي على تنظيم السوق على أسس حديثة متطورة تواكب التطور الاقتصادي وتعزز ثقة المستثمرين وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في معاملات الأوراق المالية، ويعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق العربية من حيث مؤشر القيمة السوقية وقيمة التداول في الشركات المدرجة ضمنها وقد تأثرت هذه المؤشرات خلال الأزمة المالية العالمية.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية

تعتبر سوق الأسهم السعودية من أهم البورصات العربية وأكثرها نشاطاً على المستوى العالمي، نظراً لكبر حجم التداول وكثرة المعاملات المالية بها.

أولاً: نبذة عن سوق الأسهم السعودية

لقد مر إنشاء سوق الأسهم السعودي بعدة مراحل ومن أبرز هذه المراحل ما يلي:¹

1- ارتبط إنشاء سوق الأسهم السعودي بتأسيس شركات المساهمة حيث تم إنشاؤها في أواسط الثلاثينيات من القرن العشرين وتعتبر الشركة العربية للسيارات التي تأسست عام 1934 أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية؛

2- وفي بداية السبعينيات من القرن الماضي تزايد عدد شركات المساهمة بشكل ملحوظ حيث بحلول عام 1975 كان هناك 14 شركة والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

-نادية بن شاعة ، "إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية)"، مذكرة ماجستير ، العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007 ، ص117 .

-عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص 108.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

في شركة موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، و قيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام، وبالتالي ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور مما ترتب عليه نشوء سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 في 1403/07/11 الموافق لعام 1983 بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية؛

3- وفي 23 نوفمبر 1983 تم تشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق مكونة من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق، وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي المسؤولة عن مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على تداول الأسهم في السوق كما فوضت للبنوك التجارية ممارسة أعمال الوساطة في التداول؛

4- وفي عام 1990 تم تطبيق أول نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة المعروف بـ: "ESIS" واستمر العمل به إلى غاية أكتوبر من عام 2001 حيث تم استبداله بنظام "تداول"، وهو نظام آلي متكامل ومتطور من حيث آليات التداول والتسوية والمقاصة .

5- في 2003/7/31 تم تأسيس "هيئة السوق المالية" بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالي من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق؛

6- وفي 19 مارس 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية "تداول"

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

يأتي القرار تنفيذًا للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

ثانياً: سمات سوق الأسهم السعودي

يتميز سوق الأسهم السعودي بعدة سمات منها:¹

1- إن السوق المالي السعودي هو الأكبر في المنطقة ولديه إمكانيات للنمو والتطور فعلى الرغم من أن عدد المنشآت المدرجة ضمن قائمة السوق قليلة بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل رسملة السوق أصبحت تشكل ما يناهز القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة؛

2- في سوق الأسهم السعودي لا يتم التداول إلا على أسهم المنشآت السعودية والتي يمكن تصنيفها إلى قطاعات رئيسية هي : قطاع المصارف، قطاع الصناعة، قطاع الإسمنت، قطاع الخدمات، قطاع الكهرباء، قطاع الزراعة، قطاع الاتصالات وقطاع التأمين؛

3- الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية بالإضافة إلى المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المنشآت المدرجة في قائمة السوق السعودي مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds؛

4- هناك جزء معتبر من أسهم المنشآت المدرجة في السوق مملوكا للحكومة السعودية كما أن قسماً من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحياناً وتقلل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة (The Free Float)؛

¹ "المادة التحضيرية لاختبار تداول"، تقرير المعهد المصرفي 3/ 2007، الإصدار 10، ص24.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

5- هناك عدد من العوامل التي يمكن أن تسهم في إعطاء السوق عمقا أكبر وتنوعا في فرص الاستثمار منها:

- إمكانية توجه الحكومة نحو خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شركات إستراتيجية أو بيع جزء من المساهمات إلى جمهور المتعاملين بالسوق وهو الأمر الذي بدأ بالفعل العمل به؛

- أن الفرصة أصبحت أكثر ملائمة لتحول عدد من المشاريع التي تزاوّل أعمالها كشرركات أفراد أو شركات مساهمة خاصة للتحول إلى شركات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمات الملاك لأفراد أو شركاء جدد وإدراج هذه الشركات في السوق المالي؛

- إضافة إلى ذلك فإن الفرصة أصبحت مواتية لأن ترى بعض المشاريع النور من خلال إنشاء شركات جديدة في قطاعات مازالت واحدة مثل قطاعات البنوك والتأمين والصناعة.

المطلب الثاني: قياس مؤشرات كفاءة السوق المالي السعودي

من خلال هذا المطلب سنحاول قياس مؤشرات أداء السوق المالي السعودي من أجل معرفة مدى تأثير كفاءته خلال الأزمة.

أولاً: مؤشر عدد الشركات المدرجة

عملت الهيئة منذ إنشائها على توسيع قاعدة السوق المالي عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق المالية وذلك لتنمية السوق المالي وتطوره واستقطاب الاستثمارات وتنويع الأدوات الاستثمارية، نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-1) ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من 77 شركة في عام 2005 إلى 158 شركة عام 2012 بمعدل زيادة قدره 105,19% وقد كان معدل الزيادة في عدد الشركات خلال السنوات الأخيرة جد ضئيل.

الجدول رقم (3-1): عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة
الأسواق المالية العربية.

163

العالم	عدد الشركات	نسبة التغير (%)
2005	77	-
2006	86	11,68
2007	111	29,06
2008	127	14,41
2009	135	06,29
2010	146	08,14
2011	150	02,73
2012	158	05,33

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية

كما سبق الذكر أن القيمة السوقية تعكس مستوى نشاط السوق المالية والملاحظ على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالي السعودي أنه تميز بالتذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة الدراسة إذ انخفضت من 646,103,570,000 مليار دولار في سنة 2005 إلى 326,869,220,000 مليار دولار في سنة 2006 بمعدل انخفاض قدره 49,40% ثم ارتفع إلى 515,110,770,000 مليار دولار خلال سنة 2007 بمعدل نمو 57,58% وفي سنة 2008 شهد انخفاضاً قدره 52,17% لتصل إلى 246,337,046,708 مليار دولار ثم عاود الارتفاع خلال سنتي 2009 و 2010 بمعدل نمو مركب قدره 40,26% ليصل إلى 353,414,057,729

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

مليار دولار في سنة 2010 وبعدها انخفض في سنة 2011 إلى 338,873,294,908 مليار دولار بمعدل 4,11%، ثم عاود الارتفاع في سنة 2012 بنسبة 10,18%.

الجدول رقم (3-2): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي السعودي

العام	القيمة السوقية للشركات المدرجة (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	نسبة التغير (%)
2005	646,103,570,000	-
2006	326,869,220,000	-49,40
2007	515,110,770,000	57,58
2008	246,337,046,708	-52,17
2009	318,765,043,303	29,40
2010	353,414,057,729	10,86
2011	338,873,294,908	-04,11
2012	373,379,732,299	10,18

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

ثالثاً: مؤشر معدل الرسملة السوقية

سجلت رسملة السوق التي تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق المالي

السعودي انخفاضاً في سنة 2006 بنسبة 55,20% لتبلغ حوالي 91,7% بعدما كانت في سنة

2005 204,7% ثم ارتفعت في سنة 2007 إلى 133,8% بمعدل نمو 45,91% ثم انخفض

معدل الرسملة السوقية خلال سنة 2008 ليسجل قيمة 51,7% وذلك بمعدل انخفاض 61,36%،

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

وفي سنة 2009 ارتفع إلى 84,6% بمعدل 63,63% ليعود بعدها إلى الانخفاض خلال سنة 2010، 2011 و 2012 مسجلا قيمة 78,4%، 58,7% و 52,5% على التوالي بمعدل انخفاض قدره 33,03%.

الجدول رقم (3-3): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية في السوق المالي السعودي

العام	رسملة سوقية للشركات المدرجة (%) من إجمالي الناتج المحلي	نسبة التغير (%)
2005	204.7	-
2006	91.7	55,20-
2007	133.8	45,91
2008	51.7	61,36-
2009	84.6	63,63
2010	78.4	07,32-
2011	58.7	25,12-
2012	52.5	10,56-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

رابعاً: مؤشر معدل الدوران

من خلال الجدول رقم (3-4) نلاحظ أن معدل الدوران ارتفع من 231,7% خلال سنة 2005 إلى 288,4% في سنة 2006 بمعدل نمو 24,47% أما في السنوات من 2007 إلى 2010 فقد شهد هذا المؤشر انخفاضا ملحوظا حيث وصل في سنة 2010 إلى 60,5% مسجلا

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

بذلك معدل انخفاض مركب قدر بـ 121,37% ويدل هذا الانخفاض على نقص نشاط السوق المالي السعودي وفعاليته، أما في سنة 2011 فقد ارتفع هذا المؤشر إلى 84,6% بمعدل نمو 39,83%، وفي سنة 2012 بمعدل 70,68%.

الجدول رقم (3-4): تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي السعودي

العام	معدل الدوران (%)	نسبة التغير (%)
2005	231.7	-
2006	288.4	24,47
2007	161.5	44-
2008	137.8	14,67-
2009	119.3	13,42-
2010	60.5	49,28-
2011	84.6	39,83
2012	144.4	70,68

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

خامساً: مؤشر القيمة المتداولة

من خلال في الجدول رقم (3-5) أدناه نلاحظ أن هذا المؤشر شهد ارتفاعاً من 349,7% في سنة 2005 إلى 393,4% في سنة 2006 بمعدل نمو قدره 12,49% ثم إنخفض خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 ليصل إلى 45,1% في سنة 2010 بمعدل انخفاض مركب

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

قدره 161,07%، وفي سنة 2011 ارتفع إلى 50,8% بمعدل نمو 12,63%، وفي سنة 2012 بمعدل 42,32%.

الجدول رقم (3-5): تطور مؤشر القيمة المتداولة في السوق المالي السعودي

العام	الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (%) من إجمالي الناتج المحلي	نسبة التغير (%)
2005	349.7	–
2006	393.4	12,49
2007	176.6	55,10–
2008	110.2	37,59–
2009	89.5	18,78–
2010	45.1	49,60–
2011	50.8	12,63
2012	72.3	42,32

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المطلب الثالث: واقع حوكمة الشركات في السوق المالي السعودي

السوق المالي السعودي كغيره من الأسواق المالية بادر إلى وضع لوائح لتطبيق حوكمة الشركات وهذا ما سنورده فيما يلي:¹

أولاً- صدور لائحة حوكمة الشركات

أصدرت هيئة سوق المال بالمملكة العربية السعودية مشروع لائحة حوكمة الشركات بتاريخ 2006/7/1 ثم صدر قرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 1427/10/21هـ، الموافق 2006/11/12 بإنفاذ اللائحة بشكلها النهائي، حيث تضمنت أبواباً خمسة؛ حيث خصص الباب الأول لذكر تعريف العضو المستقل وغير التنفيذي والأقرباء من الدرجة الأولى وأصحاب المصالح والتصويت التراكمي، بينما اختص الباب الثاني ببيان حقوق المساهمين والجمعية العامة وتضمن بعض الحقوق العامة للمساهمين وحقوقهم في الحصول على المعلومات وفيما يتعلق باجتماع الجمعية العامة وحقوق التصويت وحقوقهم في أرباح الأسهم، أما الباب الثالث فكان عن الإفصاح والشفافية وتضمن السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، وكذلك الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة، وتم تخصيص الباب الرابع وهو أكبر الأبواب لمجلس الإدارة حيث تم بيان الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة وكذلك مسؤوليات المجلس وكيفية تكوينه ولجان المجلس واستقلاليتها بما فيها لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات والمكافآت، وكذلك كيفية اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال وتحديد مكافآت أعضاء المجلس وتعويضاتهم، وكذلك قضية تعارض المصالح في مجلس الإدارة، وختمت اللائحة بالباب الخامس الذي تضمن أحكاماً ختامية من حيث كون اللائحة نافذة من تاريخ نشرها.

¹إحسان بن صالح المعتاز، على الموقع: <http://uqu.edu.sa/page/ar/18978>

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

ثانياً - محتوى لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية

جاء في لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية عدة أبواب منها:¹

الباب الثاني - حقوق المساهمين والجمعية العامة: يتضمن هذا الباب عدة مواد تتمثل في:

المادة الثالثة - الحقوق العامة للمساهمين: تثبت للمساهمين جميع الحقوق المتصلة بالسهم، وبوجه خاص الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي يتقرر توزيعها، والحق في الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية، وحق حضور جمعيات المساهمين، والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، وحق التصرف في الأسهم، وحق مراقبة أعمال مجلس الإدارة ورفع دعوى المسؤولية على أعضاء المجلس، وحق الاستفسار وطلب معلومات بما لا يضر بمصالح الشركة ولا يتعارض مع نظام السوق المالية ولوائح التنفيذ.

المادة الرابعة - تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات:

1- يجب أن يتضمن النظام الأساس للشركة ولوائحها الداخلية الإجراءات والاحتياطات اللازمة

لضمان ممارسة جميع المساهمين لحقوقهم النظامية.

2- يجب توفير جميع المعلومات التي تمكن المساهمين من ممارسة حقوقهم على أكمل وجه،

بحيث تكون هذه المعلومات وافية ودقيقة، وأن تقدّم وتحدّث بطريقة منتظمة وفي المواعيد المحدد،

وعلى الشركة استخدام أكثر الطرق فعالية في التواصل مع المساهمين، ولا يجوز التمييز بين

المساهمين فيما يتعلق بتوفير المعلومات.

المادة الخامسة - حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة:

1- تعقد الجمعية العامة مرة على الأقل في السنة خلال الستة أشهر التالية لانتهاء السنة المالية

¹ هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية"، العدد: 4124، أم القرى، نوفمبر

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

للشركة.

- 2- تتعقد الجمعية العامة بدعوة من مجلس الإدارة ويجب على مجلس الإدارة أن يدعو الجمعية العامة للاجتماع إذا طلب ذلك المحاسب القانوني أو عدد من المساهمين تمثل ملكيتهم (5%) من رأس المال على الأقل.
- 3- يجب الإعلان عن موعد انعقاد الجمعية العامة ومكانه وجدول أعمالها قبل الموعد (بعشرين) يوماً على الأقل، ونشر الدعوة في موقع السوق وموقع الشركة الإلكتروني وفي صحيفتين واسعتي الانتشار في المملكة وينبغي استخدام وسائل التقنية الحديثة للاتصال بالمساهمين.
- 4- يجب أن يتاح للمساهمين الفرصة للمشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، كما يجب إحاطتهم علماً بالقواعد التي تحكم تلك الاجتماعات وإجراءات التصويت.
- 5- يجب العمل على تيسير مشاركة أكبر عدد من المساهمين في اجتماع الجمعية العامة، ومن ذلك اختيار المكان والوقت الملائمين.
- 6- يجب على مجلس الإدارة عند إعداد جدول أعمال اجتماع الجمعية العامة أن يأخذ في الاعتبار الموضوعات التي يرغب المساهمون في إدراجها على جدول أعمال الاجتماع ويجوز للمساهمين الذين يملكون نسبة (5%) على الأقل من أسهم الشركة إضافة موضوع أو أكثر إلى جدول أعمال الجمعية العامة عند إعداده.
- 7- للمساهمين حق مناقشة الموضوعات المدرجة في جدول أعمال الجمعية العامة وتوجيه الأسئلة في شأنها إلى أعضاء مجلس الإدارة والمحاسب القانوني وعلى مجلس الإدارة أو المحاسب القانوني الإجابة على أسئلة المساهمين بالقدر الذي لا يعرض مصلحة الشركة للضرر.
- 8- يجب أن تكون الموضوعات المعروضة على الجمعية العامة مصحوبة بمعلومات كافية تمكن المساهمين من اتخاذ قراراتهم.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

9- يجب تمكين المساهمين من الاطلاع على محضر اجتماع الجمعية العامة ، كما يجب أن تقوم الشركة بتزويد الهيئة بنسخة من محضر الاجتماع خلال (عشرة) أيام من تاريخ انعقاده.

10- يجب إعلام السوق بنتائج الجمعية العامة فور انتهائها.

المادة السادسة- حقوق التصويت: يعد التصويت حقاً أساسياً للمساهم لا يمكن إلغاؤه بأي طريقة، وعلى الشركة تجنب وضع أي إجراء قد يؤدي إلى إعاقة استخدام حق التصويت، ويجب تسهيل ممارسة المساهم لحقه في التصويت وتيسيره.

المادة السابعة- حقوق المساهمين في أرباح الأسهم : يجب على مجلس الإدارة وضع سياسة واضحة بشأن توزيع أرباح الأسهم بما يحقق مصالح المساهمين والشركة، ويجب إطلاع المساهمين على هذه السياسة في اجتماع الجمعية العامة، والإشارة إليها في تقرير مجلس الإدارة، كما تقر الجمعية العامة الأرباح المقترح توزيعها وتاريخ التوزيع وتكون أحقية الأرباح سواء الأرباح النقدية أو أسهم المنحة لمالكي الأسهم المسجلين بسجلات مركز إيداع الأوراق المالية في نهاية تداول يوم انعقاد الجمعية العامة.

الباب الثالث - الإفصاح والشفافية: ويتضمن ما يلي:

المادة الثامنة- السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح : على الشركة أن تضع سياسات الإفصاح وإجراءاته وأنظمتها الإشرافية بشكل مكتوب وفقاً للنظام.

المادة التاسعة- الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة : بالإضافة إلى ما ورد في قواعد التسجيل والإدراج بشأن محتويات تقرير مجلس الإدارة الذي يرفق بالقوائم المالية السنوية للشركة، يجب أن يحتوي تقرير مجلس الإدارة على الآتي:

1- ما تم تطبيقه من أحكام هذه اللائحة والأحكام التي لم تطبق وأسباب ذلك.

2- أسماء الشركات المساهمة التي يكون عضو مجلس إدارة الشركة عضواً في مجالس إدارتها.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

3- تكوين مجلس الإدارة وتصنيف أعضائه على النحو الآتي: عضو مجلس إدارة تنفيذي، أو عضو مجلس إدارة غير تنفيذي، أو عضو مجلس إدارة مستقل.

4- وصف مختصر لاختصاصات لجان مجلس الإدارة الرئيسة ومهامها مثل لجنة المراجعة، ولجنة الترشيحات والمكافآت، مع ذكر أسماء هذه اللجان ورؤسائها وأعضائها وعدد اجتماعاتها.

5- تفصيل عن المكافآت والتعويضات المدفوعة لكل من الآتي كل على حدة:

- أعضاء مجلس الإدارة.

- خمسة من كبار التنفيذيين من تلقوا أعلى المكافآت والتعويضات من الشركة، يضاف إليهم الرئيس التنفيذي والمدير المالي إن لم يكونا من ضمنهم.

6- أي عقوبة أو جزاء أو قيد احتياطي مفروض على الشركة من الهيئة أو من أي جهة إشرافية أو تنظيمية أو قضائية أخرى.

7- نتائج المراجعة السنوية لفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

الباب الرابع - مجلس الإدارة: ويحتوي على المواد التالية:

المادة العاشرة - الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة : من أهم الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة ما يأتي:

- 1- اعتماد التوجهات الإستراتيجية والأهداف الرئيسة للشركة والإشراف على تنفيذها.
- 2- وضع أنظمة وضوابط للرقابة الداخلية والإشراف العام عليها.
- 3- وضع نظام حوكمة خاص بالشركة - بما لا يتعارض مع أحكام هذه اللائحة - والإشراف العام عليه ومراقبة مدى فاعليته وتعديله عند الحاجة.
- 4- وضع سياسات ومعايير وإجراءات واضحة ومحددة للعضوية في مجلس الإدارة ووضعها

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

موضع التنفيذ بعد إقرار الجمعية العامة لها.

- 5- وضع سياسة مكتوبة تنظم العلاقة مع أصحاب المصالح من أجل حمايتهم وحفظ حقوقهم.
- 6- وضع السياسات والإجراءات التي تضمن احترام الشركة للأنظمة واللوائح والتزامها بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمساهمين والدائنين وأصحاب المصالح الآخرين.

المادة الحادية عشر - مسؤوليات مجلس الإدارة :

- 1- مع مراعاة اختصاصات الجمعية العامة يتولى مجلس إدارة الشركة جميع الصلاحيات والسلطات اللازمة لإدارتها وتظل المسؤولية النهائية عن الشركة على المجلس، حتى وإن شكل لجانا أو فوض جهات، أو أفراد آخرين للقيام ببعض أعماله، وعلى المجلس تجنب إصدار تفويضات عامة أو غير محددة المدة.
- 2- يجب تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة بوضوح في نظام الشركة الأساس.
- 3- يجب أن يؤدي مجلس الإدارة مهماته بمسؤولية وحسن نية وجدية واهتمام وأن تكون قراراته مبنية على أسس ومعلومات وافية من الإدارة التنفيذية، أو أي مصدر موثوق آخر.
- 4- يمثل عضو مجلس الإدارة جميع المساهمين، وعليه أن يلتزم بالقيام بما يحقق مصلحة الشركة عموما وليس ما يحقق مصالح المجموعة التي يمثلها أو التي صوتت على تعيينه في مجلس الإدارة.
- 5- يحدد مجلس الإدارة الصلاحيات التي يفوضها للإدارة التنفيذية وإجراءات اتخاذ القرار ومدة التفويض، كما يحدد الموضوعات التي يحتفظ بصلاحيات البت فيها وترفع الإدارة التنفيذية تقارير دورية عن ممارستها للصلاحيات المفوضة.
- 6- يجب على مجلس الإدارة التأكد من وضع إجراءات لتعريف أعضاء المجلس الجدد بعمل الشركة وبخاصة الجوانب المالية والقانونية فضلا عن تدريبهم إن لزم الأمر.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

7- يجب على مجلس الإدارة التأكد من توفير الشركة معلومات وافية عن شؤونها لجميع أعضاء مجلس الإدارة بوجه عام ولأعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بوجه خاص، وذلك من أجل تمكينهم من القيام بواجباتهم ومهامهم بكفاءة.

8- لا يمكن لمجلس الإدارة عقد القروض التي تجاوز آجالها ثلاث سنوات، أو بيع عقارات الشركة أو رهنها، أو إبراء مديني الشركة من التزاماتهم، إلا إذا كان مصرحاً له بذلك في نظام الشركة وبالشروط الواردة فيه وإذا لم يتضمن نظام الشركة أحكاماً في هذا الشأن فلا يجوز للمجلس القيام بالتصرفات المذكورة إلا بإذن من الجمعية العامة، ما لم تكن تلك التصرفات داخلة بطبيعتها في أغراض الشركة.

المادة الثانية عشرة - تكوين مجلس الإدارة : يجب الالتزام بالآتي فيما يتعلق بتكوين مجلس الإدارة:

- 1 أن يحدد نظام الشركة عدد أعضاء مجلس الإدارة، على ألا يقل عن ثلاثة ولا يزيد على أحد عشر.
- 2 أن تعين الجمعية العامة أعضاء مجلس الإدارة للمدة المنصوص عليها في نظام الشركة بشرط ألا تتجاوز ثلاث سنوات ويجوز إعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة ما لم ينص نظام الشركة على غير ذلك.
- 3- أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين.
- 4- يحظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي بالشركة مثل منصب العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي أو المدير العام.
- 5- ألا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عن عضوين، أو ثلث أعضاء المجلس، أيهما أكثر.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

6- أن يبين نظام الشركة كيفية انتهاء عضوية المجلس، وأنه يجوز للجمعية العامة في كل وقت

عزل جميع أعضاء مجلس الإدارة أو بعضهم، ولو نص نظام الشركة على خلاف ذلك.

7- عند انتهاء عضوية أحد أعضاء مجلس الإدارة بأي من طرق انتهاء العضوية يجب على

الشركة أن تخطر الهيئة والسوق فوراً مع بيان الأسباب التي دعت إلى ذلك.

8- ألا يشغل العضو عضوية مجلس إدارة أكثر من خمس شركات مساهمة في آن واحد.

9- لا يجوز للشخص ذي الصلة الاعتبارية - الذي يحق له بحسب نظام الشركة تعيين ممثلين له

في مجلس الإدارة - التصويت على اختيار الأعضاء الآخرين في مجلس الإدارة.

المادة الرابعة عشرة- لجنة المراجعة :

1- يشكل مجلس الإدارة لجنة من أعضاء غير التنفيذيين تسمى لجنة المراجعة، لا يقل عدد

أعضائها عن ثلاثة، يكون من بينهم مختص بالشؤون المالية والمحاسبية.

2- تصدر الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة

المراجعة ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة.

المادة الخامسة عشرة- لجنة الترشيحات والمكافآت :

1- يشكل مجلس الإدارة لجنة تسمى (لجنة الترشيحات والمكافآت).

2- تصدر الجمعية العامة للشركة - بناء على اقتراح من مجلس الإدارة - قواعد اختيار أعضاء

لجنة الترشيحات والمكافآت ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة

3- تشمل مهمات لجنة الترشيحات والمكافآت ومسؤولياتها ما يلي :

المادة الثامنة عشرة- تعارض المصالح في مجلس الإدارة:

1- لا يجوز لعضو مجلس الإدارة - بغير ترخيص من الجمعية العامة يجدد كل سنة - أن تكون

له أي مصلحة (مباشرة أو غير مباشرة) في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة، وتستنثى من

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- ذلك الأعمال التي تتم بطريق المنافسة العامة إذا كان عضو مجلس الإدارة صاحب العرض الأفضل، وعلى عضو مجلس الإدارة أن يبلغ المجلس بما له من مصلحة شخصية في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة، ويثبت هذا التبليغ في محضر الاجتماع، ولا يجوز للعضو ذي المصلحة الاشتراك في التصويت على القرار الذي يصدر في هذا الشأن، ويبلغ رئيس مجلس الإدارة الجمعية العامة عند انعقادها عن الأعمال والعقود التي يكون لأحد أعضاء مجلس الإدارة مصلحة شخصية فيها، ويرفق بهذا التبليغ تقرير خاص من المحاسب القانوني.
- 2- لا يجوز لعضو مجلس الإدارة - بغير ترخيص من الجمعية العامة يجدد كل سنة - أن يشترك في أي عمل من شأنه منافسة الشركة، أو أن يتجر في أحد فروع النشاط الذي تزاوله.
- 3- لا يجوز للشركة أن تقدم قرضاً نقدياً من أي نوع لأعضاء مجلس إدارتها أو أن تضمن أي قرض يعقده واحد منهم مع الغير، ويستثنى من ذلك البنوك وغيرها من شركات الائتمان.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المبحث الثاني: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي المصري

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، أضاف 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

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 بلغتا أعلى مستويات نشاطهما خلال فترة الأربعينات وأوائل الخمسينات من القرن العشرين لتحتل المرتبة الخامسة عالميا، 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 التأمين 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 هيكلية 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.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المالي تخفيض تدريجي للدعم المالي للسلع الرئيسية والإنفاق الحكومي بالنسبة للنواتج المحلي الإجمالي من 38% عام 1990/89 إلى 22% عام 1997/96.¹

وتولت 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 بالتمشي 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.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

ثانيا - 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 الأنترنت.

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 نشاطا داخل البورصة وكذلك نشرات تعليمية تغطي عددا كبيرا من المعلومات الاستثمارية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل وأكثر وعيا.

3- إدارة الرقابة على الأعضاء: تنقسم مسؤولية إدارة الرقابة على الأعضاء إلى محورين رئيسيين

وهما:

¹مداني أحمد، "أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية - حالة الأسواق الناشئة-"، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2013، ص: 244.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

3-1- المعايير الفنية: تتضمن أساساً متابعة نظم الرقابة الداخلية ومكاتب الأعضاء ومدى إلزامها 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.

المطلب الثاني: قياس مؤشرات كفاءة السوق المالي المصري

لقد مر السوق المالي المصري بفترات عصيبة تمثلت في أزمات داخلية وأخرى خارجية أثرت على مؤشرات أدائه وكفاءته.

أولاً: مؤشر عدد الشركات المدرجة

نلاحظ من خلال الجدول أدناه أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري انخفض عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري حيث كانت في سنة 2005 تقدر بـ: 744 شركة وانخفضت إلى 213 شركة سنة 2010 بمعدل 71,37%، ثم ارتفع خلال سنة 2011 و2012 إلى 231 و234 شركة على التوالي بمعدل جد ضئيل.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم (3-6): عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري.

العالم	عدد الشركات	نسبة التغير (%)
2005	744	–
2006	603	18,95–
2007	435	27,86–
2008	373	14,25–
2009	305	18,23–
2010	213	30,16–
2011	231	08,45
2012	234	01,29

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية

كما سبق الذكر أن القيمة السوقية تعكس مستوى نشاط السوق المالية والملاحظ على مؤشر القيمة السوقية للسوق المالي المصري أنه تميز بالتذبذب بين الانخفاض والارتفاع خلال مدة الدراسة، حيث ارتفع خلال سنة 2006 و 2007 بمعدل 17,32% و 49% على التوالي، بينما انخفض خلال سنة 2008 بمعدل 38,34% ثم ارتفع خلال سنة 2009 بمعدل ضئيل قدر بـ: 04,73%، ليعود إلى الانخفاض خلال سنتي 2010 و 2011 بمعدل 08,29% و 40,98% على التوالي، بينما ارتفع في سنة 2012 بمعدل 19,15%.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم (3-7): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق المالي المصري

العام	القيمة السوقية للشركات المدرجة (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	نسبة التغير (%)
2005	79672160000	-
2006	93477330000	17,32
2007	139289000000	49,00
2008	85885388487	38,34-
2009	89952506169	04,73
2010	82494762437	08,29-
2011	48682635301	40,98-
2012	58008000056	19,15

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

ثالثاً: مؤشر معدل الرسملة السوقية

يعكس مؤشر معدل الرسملة السوقية مدى نشاط سوق الأوراق المالية والملاحظ على معدل الرسملة السوقية في السوق المالي المصري أنه شهد انخفاضاً بين سنتي 2005 و 2006 بمعدل نمو 02,02% بحيث انخفض من 88,8% إلى 87,0% ثم ارتفع بنسبة قدرت بـ 22,75% في سنة 2007 حيث وصل إلى 106,8% ومن سنة 2008 إلى سنة 2011 شهد معدل الرسملة السوقية انخفاضاً حيث وصل إلى 20,6% وهذا بمعدل انخفاض 45,35% من سنة 2010 إلى سنة 2011، ثم عاود الارتفاع خلال سنة 2012 ليصل إلى 22,1% بمعدل ارتفاع 07,28%.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم (3-8): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية في السوق المالي المصري

نسبة التغير (%)	رسملة سوقية للشركات المدرجة (%) من إجمالي الناتج المحلي	العام
-	88.8	2005
02,02 -	87.0	2006
22,75	106.8	2007
50,65 -	52.7	2008
09,67 -	47.6	2009
20,79 -	37.7	2010
45,35 -	20.6	2011
07,28	22.1	2012

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

رابعاً: مؤشر معدل الدوران

من خلال الجدول رقم أدناه نلاحظ أن معدل الدوران ارتفع من 43,0% خلال سنة 2005 إلى 54,8% في سنة 2006 بمعدل 27,44% ثم انخفض خلال سنة 2007 بمعدل 16,72%، ليعود إلى الارتفاع في سنة 2008 بمعدل 35,74% مسجلاً قيمة قدرها 61,9% وهي أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة، ثم شهد هذا المؤشر انخفاضاً ملحوظاً خلال سنوات: 2009، 2010 و2011 بمعدلات 02,90%، 28,45% و22,09% على التوالي ليسجل أدنى قيمة له خلال

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

سنة 2011 قدرت بـ: 33,5%، أما في سنة 2012 فقد ارتفع هذا المؤشر إلى 37,8% بمعدل 12,83%.

الجدول رقم (3-9): تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي المصري

العام	معدل الدوران (%)	نسبة التغير (%)
2005	43.0	-
2006	54.8	27,44
2007	45.6	16,78 -
2008	61.9	35,74
2009	60.1	02,90 -
2010	43.0	28,45 -
2011	33.5	22,09 -
2012	37.8	12,83

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

خامسا: مؤشر القيمة المتداولة

نلاحظ من خلال الجدول أن هذا المؤشر شهد ارتفاعا من 28,3% في سنة 2005 إلى 44,2% في سنة 2006 بمعدل نمو قدره 56,18% ثم إنخفض في سنة 2007 بمعدل 07,91، ثم اتفع خلال سنة 2008 إلى 42,8% بمعدل نمو 05,15%، وخلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012 شهد هذا المؤشر انخاضا ملحوظا ليصل إلى 7,7% في سنة 2012 بمعدل انخفاض قدره 17,20%، من سنة 2011 إلى سنة 2012.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم (3-10): تطور مؤشر القيمة المتداولة في السوق المالي المصري

العام	الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي)	نسبة التغير (%)
2005	28.3	–
2006	44.2	56,18
2007	40.7	07,91 –
2008	42.8	05,15
2009	27.9	34,81 –
2010	17.0	39,06 –
2011	9.3	45,92 –
2012	7.7	17,20 –

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات البنك الدولي على الموقع البنك الدولي

<http://data.albankaldawli.org>

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المطلب الثالث: واقع حوكمة الشركات في السوق المالي المصري

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 منشورات مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، القاهرة، أكتوبر 2005.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

1- دليل قواعد ومعايير حوكمة شركات المساهمة في مصر: هذه المجموعة من القواعد لمبادئ

حوكمة الشركات في مصر تعتبر مكملة 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 في إدارة الشركات وفقاً للمعايير والأساليب العالمية التي تحقق توازناً 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: تطبق 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.

2-1 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 للزيد من التفاصيل أنظر :

- عطا الله خليل ومحمد عبد الفتاح، مرجع سبق ذكره، ص: 59-73.
- عبد الوهاب نصر علي، "موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفقاً لمعايير المراجعة العربية والدولية والأمريكية"، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 15.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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؛
- 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؛

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- على مجلس الإدارة بناء على توصية لجنة المراجعة ترشيح مراقب الحسابات ممن تتوافر 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.

1-6- 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.

1-7- الإفصاح عن السياسات الاجتماعية: فيما يلي أهم المبادئ المتعلقة بذلك:

- على إدارة الشركة أن تفصح 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.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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.

9-1 - 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 الـ 48 مبدأ، وهناك اثنان من المبادئ لا تطبق نهائيا في السوق المصرية.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 وبوشاشبة 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.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- الالتزام بتعيين مسئول لعلاقات المستثمرين؛
- الوحدة المحاسبية بهيئة سوق المال؛
- رقابة الهيئة المصرية للرقابة على التأمين؛
- الترخيص بتكوين اتحادات العاملين المساهمين.

2-4- مسئوليات 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:

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 التوريق / نشاط أمناء الحفظ / الشراء بالهامش / قواعد

صافي رأس المال لشركات السمسرة.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- 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.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- 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؛

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- 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:
- القواعد الجديدة للقيد في بورصتي القاهرة والإسكندرية والتي تتناول تطبيق العديد من مبادئ الإفصاح والشفافية وتعاملات المطلعين على المعلومات الداخلية؛

¹ الهيئة العامة لسوق المال، مركز المديرين ودوره في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، نشرة دورية

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- قانون الإيداع والقيود والحفظ المركزي ولائحته التنفيذية والذي ينظم أنشطة المقاصة والتسوية، والإيداع والقيود 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" مساهراً لتنظيمات المعاهد الدولية المماثلة وذلك للمساهمة في زيادة وعي المجتمع المالي بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات والاستفادة من خبرات البنك الدولي في هذا المجال.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المبحث الثالث: واقع كفاءة وحوكمة الشركات في السوق المالي الجزائري

إن الهدف الأسمى من حوكمة الشركات يتمثل في إدارة الشركات وفق أسس تعمل على رفع أدائها والمحافظة على حقوق كل من له مصلحة فيها، لذا أصبح من الضروري اتخاذ الإجراءات اللازمة للارتقاء بأداء السوق المالي والرفع من كفاءته نظرا للدور الذي يؤديه في الاقتصاد الوطني، وسنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على السوق المالي الجزائري، تطوره وكذا واقع حوكمة الشركات فيه.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي الجزائري

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 سوق الأوراق المالية في 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، "أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2007، ص ص: 130-131.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 رسمياً 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 شهدتها البورصة قبل البدء في مهامها رسمياً، 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.

3- **المرحلة الثانية:** 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

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

السندات فلقد تم تسعير سند سوناطراك في شهر أكتوبر 1999، و أيضا تداوله في 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 أجنبين؛
- 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؛

¹قاسم شاوش لمياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، 2005، ص:158.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

6- تجسيد هدف خصوصية المؤسسات العمومية؛

7- السماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة.

ثالثا - 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 04-03 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 وتأمر 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.

¹ منشور عن بورصة الجزائر - شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، 1998، ص: 98.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- الوظيفة التأديبية والتحكيمية: تختص اللجنة في هذه الوظيفة بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تسيير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة .

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-المتدخلون في بورصة الجزائر: من أبرز المتدخلون في بورصة الجزائر نورد ما يلي:²

- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)؛

- المؤتمر المركزي على السندات: وهو عبارة عن الهيئة الجديدة التي أنشأت بموجب القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17/02/2003 المتعلق ببورصة الجزائر في شكل شركة ذات أسهم تحمل اسم

ALGERIE CLEARING

- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: هي إدارة بورصة القيم عبارة عن مؤسسة تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما كان حجمه لاستثماره في سوق الأوراق المالية حسب سياسة توظيف محددة

¹ موقع بورصة الجزائر، <http://www.sbgv.dz>، تاريخ الاطلاع: 2013/11/05.

² موقع بورصة الجزائر، <http://www.sbgv.dz>، تاريخ الاطلاع: 2013/11/05.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

المطلب الثاني: قياس مؤشرات كفاءة السوق المالي الجزائري

توجد السوق المالية الجزائرية في وضعية حرجة وصعبة وبعيدة كثيرا عن الدور الأساسي الذي يجب أن تؤديه والمتمثل في فتح رأس المال وتوفير السيولة للاستثمار الحقيقي.

أولا- تطور أداء السوق الثانوية للأسهم: ينطوي الجدول أدناه على أبرز مؤشرات أداء السوق الثانوي للأسهم لبورصة الجزائر وذلك خلال الفترة 2007-2012.

جدول رقم (3-11): مؤشرات أداء سوق الأسهم الثانوي لبورصة الجزائر .

العام	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (دج)	حجم التداول (سهم)	قيمة التداول (دج)
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

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

1- عدد الشركات المدرجة: بلغ هذا العدد أربع شركات بنهايو سنة 2013 ويبقى بعيد كل البعد عن ذلك العدد المسجل في الأسواق المالية العربية حيث تحتل الجزائر المرتبة الأخيرة من بين هذه الأسواق، وتتمثل تلك الشركات في:

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 الروبية: أدرجت بالبورصة في جوان 2013 وذلك بعرضها 2,122,988 سهم للبيع بسعر 400 دج للسهم الواحد.

والملاحظ على هذا المؤشر أنه جد ضعيف بالرغم من أن الشركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة كقطاع الخدمات العمومية والتأمينات والصيدلة والصناعات الغذائية إلا أنها لات تعبر عن أداء الاقتصاد الجزائري.

2- القيمة السوقية: عرفت الرسملة السوقية لبورصة الجزائر تطورا ملحوظا حيث تضاعفت خلال الفترة (2007-2012) لتبلغ حوالي 13,039 مليار دينار سنة 2012 مقارنة ب 6,46 مليار دينار سنة 2007، وكانت أعلى قيمة لها تلك المسجلة سنة 2011 والتي بلغت حوالي 14,97 مليار دينار، ويعود ذلك إلى طرح أسهم شركة "أليانس للتأمينات" الجديدة للتداول، أما عن سبب انخفاض قيمة الرسملة السوقية سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 فيرجع إلى تراجع أسعار أسهم باقي الشركات المدرجة.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

3- حجم التداول: شهدت أحجام التداول قيما ضئيلة مقارنة بإجمالي الأسهم المقيدة بالبورصة كما شهدت انخفاضات متتالية خلال السنوات: 2008، 2009، و2010، ثم انتعش التداول بعد ذلك في سنة 2011 بعد طرح أسهم شركة أليانس للتداول أول مرة.

4- قيمة التداول: اتخذت قيمة التداول نفس المنحى والتغيرات التي سلكتها أحجام التداول متأثرة بنفس الأسباب.

ثانيا- تطور أداء سوق السندات: تتصف سوق السندات هي الأخرى بضعف الأداء والديناميكية، وبقلة عدد الشركات المصدرة حيث وجد في نهاية 2013 سندان مسعران فقط في بورصة الجزائر ويتعلق الأمر بسند سونلغاز المستحق في سنة 2014 وسند دحلي المستحق في سنة 2016.

وفي الجدول الموالي بعض التفاصيل عن سوق السندات فيما يخص تأشيرات الإصدار الممنوحة والقيمة، عدد القروض السندية المستحقة لحلول أجلها وقيمها، بالإضافة إلى الرصيد الإجمالي للقروض السندية المستحقة في السوق، وذلك خلال الفترة (2007-2012) على النحو التالي:

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم (3-12): مؤشرات أداء سوق السندات في بورصة الجزائر.

المؤشرات	2007	2008	2009	2010	2011	2012
التأشيرات المسلمة	03	03	02	01	00	00
قيمة الإصدار (مليار دينار)	7,8	44,3	31	02	00	00
الرصيد الإجمالي للقروض السندية	161,16	184,77	179,02	151,89	78,23	64,21
القروض السندية المستحقة لحلول الأجل	03	04	03	04	09	غير موجود
القيمة (مليار دينار)	12,65	19	14,11	27,26	73,66	14,02

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها (cosob).

من خلال الجدول يمكن أن نقول أنه من أسباب ضعف سوق السندات في بورصة الجزائر

خلال فترة الدراسة ما يلي:

-الانخفاض التدريجي في عدد تأشيرات القروض الممنوحة والتي تراجعت من 03 إصدارات

مسلمة سنة 2007 إلى إصدار واحد سنة 2010، ثم انعدمت في سنة 2011 و2012؛

-الارتفاع التدريجي في عدد القروض السندية المستحقة لحلول الأجل والتي ارتفعت من 03

قروض سنة 2007 إلى 09 قروض سنة 2011.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

وقد أثر هذا على الرصيد الإجمالي للقروض السندية المستحقة في السوق حيث تراجع هذا الرصيد من 161,16 مليار دينار سنة 2007 إلى 64,21 مليار دينار سنة 2012.

المطلب الثالث: واقع حوكمة الشركات في السوق المالي الجزائري

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.

أولاً- مؤشرات تبني الجزائر لحوكمة الشركات :

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، لكن تبني الجزائر لسياسة اقتصاد السوق لم يكن كافياً لتوفير مناخ ملائم لنمو المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال.

ومن بين المؤشرات الدالة على إدخال قواعد الحوكمة في الشركات الجزائرية، والتي يمكن رصدها من خلال:¹

1- سعي الجزائر إلى الاندماج في الاقتصاد العالمي والانتقال إلى اقتصاد السوق جعلها تخضع لالتزامات الانضمام للمنظمات الدولية والتجمعات الإقليمية التي تقوم على الشفافية وتعزيز

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: 194.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- 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.

ثانيا - ميثاق الحكم الراشد في الجزائر:

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

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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)، وحدد لهذا الملتقى هدف جوهرى يتمثل في:¹

1- تحسيس المشاركين قصد الفهم الموحد والدقيق للمصطلح وإشكالية حوكمة الشركات من زاوية الممارسة العملية في الواقع، وسبل تطوير الأداء ببلورة الوعي بأهمية الحوكمة في تعزيز تنافسية الشركات في الجزائر، كذا الاستفادة من التجارب الدولية؛

2- ومن خلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للشركة كأول توصية وخطوة عملية تتخذ وقد تفاعلت كل من جمعية حلقة العمل والتفكير حول الشركة ومنتدى رؤساء الشركات مع الفكرة بترجمتها إلى مشروع، ومن ثم ضمان تنفيذه بواسطة إنشاء فريق عمل متجانس ومتعدد التمثيل؛

3- وقد تفاعلت السلطات العمومية ممثلة في وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، بدعمها للمشروع ورعايتها له.

وفي غضون الفترة الممتدة بين نوفمبر 2007، ونوفمبر 2008 تمكن فريق العمل بعد سلسلة مشاورات مع الأطراف الفاعلة من إعداد ميثاق الحكم الراشد للشركات في الجزائر بالاعتماد على مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الاقتصادية مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصيات الشركة الجزائرية، وفي 11 مارس 2009 تم إصدار المدونة الجزائرية لحوكمة الشركات وقد لاحظ سليم عثمانى، رئيس مجلس إدارة فريق العمل الجزائري على أن "غياب الحوكمة في نطاق الشركة

¹ أبو إسماعيل نهلة ومخناش فتيحة، "مدى تأثير تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي"، المرجع السابق، ص: 194.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

ذاتها يحد من إمكانيات الابتكار والتطور، ولن يقوم أصحاب المصالح بالعمل في مشروعات ضعيفة الحوكمة، ولذا فإن الالتزام بمدونة حوكمة الشركات سيخلق موارد أكبر ويساعد على تنمية الأعمال".

وقد عرف ميثاق الحكم الراشد للشركة "الحوكمة" على أنها: "فلسفة تسييرية ومجموعة من التدابير العملية الكفيلة، في آن واحد لضمان استدامة وتنافسية الشركة بواسطة:

- تعريف حقوق وواجبات الأطراف الفاعلة في الشركة ؛

- تقاسم الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة على ذلك".

ويهدف موضوع هذا الميثاق إلى وضع تحت تصرف الشركات الجزائرية الخاصة وسيلة عملية بسيطة تسمح بفهم القواعد الأساسية للحكم الراشد قصد الشروع في مسعى يهدف إلى تطبيق هذه القواعد على أرض الواقع. كما ينص هذا الميثاق أيضا على أن الشركة في الجزائر تقوم على أربعة قواعد أساسية تتمثل في:

- **الإنصاف:** الحقوق والواجبات الخاصة بالأطراف الشريكة، وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بهم، يجب أن توزع بصورة منصفة.

- **الشفافية:** الحقوق والواجبات، وكذا الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة عن ذلك، يجب أن تكون واضحة وصريحة للجميع.

- **المساءلة:** مسؤولية كل طرف محددة بواسطة أهداف محددة وغير متقاسمة.

- **المحاسبة:** كل طرف شريك يكون محاسبا أمام طرف آخر عن الشيء الذي هو مسؤول عنه.

بناء على قوة الدفع التي خلقها دليل حوكمة الشركات الجزائري، قامت مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية بإطلاق مركز "حوكمة الجزائر" في أكتوبر 2010 بالجزائر العاصمة، وتأسس هذا المركز ليكون بمثابة منبر لمساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل، واعتماد

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية ورفع الوعي الجماهيري بها، ولقد كان تأسيس مركز "حوكمة الجزائر" خطوة إيجابية، وفرت فرصة فريدة للحكومة والقطاع الخاص ليعملا على دفع النمو الاقتصادي في البلاد.

ثالثاً - عوائق ومقترحات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر:

تعتبر حوكمة الشركات من الرهانات الكبرى التي سعت الجزائر بكل السبل لتحقيقها، فهل واجهت الجزائر عوائق في تطبيق حوكمة الشركات؟ وفيما تتمثل أهم تلك العوائق؟ وما هي المقترحات لتجاوزها؟، هذا ما سنعرضه في ما يلي:¹

1 - عوائق تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر:

إن تطبيق الحوكمة في الجزائر لم يكن بالأمر الهين نظرا للمشاكل التي تعاني منها، والتي تحول دون تحقيق سير آليات الحوكمة فيها وبالتالي الوصول إلى التنمية، ولعل أهم الأسباب التي كانت بمثابة حجر العثرة أمام الجزائر نذكر منها:

- غياب الإفصاح والشفافية في المعلومات، كما أن طبيعتها لا تساعد على اتخاذ أي قرار بالنسبة للأطراف ذات المصلحة؛

- عدم التزام المسؤولين بقواعد السلوك المهني الرشيد وإعطاء الأولوية للمصلحة الخاصة؛

- غياب الدراسات والأبحاث والملتقيات وغيرها التي تخص موضوع الحوكمة؛

- عدم كفاءة سوق الأوراق المالية الجزائري مقارنة بالأسواق الخارجية وهو ما أدى إلى انعدام

الثقة؛

- عدم توفر المعلومات المختلفة في الوقت المناسب لجميع المتعاملين؛

¹ أبو إسماعيل نهلة ومخناش فتيحة، "مدى تأثير تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي"،

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

- عدم توفر إطار قانوني يحمي حقوق الأقلية (صغار المستثمرين) ويعوضهم عن أي انتهاك لتلك الحقوق؛

- انعدام الرقابة على مستوى أداء الشركات الجزائرية ككل.

2- مقترحات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر:

إن إرساء قواعد حوكمة الشركات في الجزائر كان خاضعا لجملة من الاقتراحات التي تهدف إلى تفعيل أطرافها، وفي هذا الصدد اقترحت الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية ومركز المشروعات الدولية خمس متطلبات للتطبيق الجيد لحوكمة الشركات في الدول النامية والتي يمكن إسقاطها على الجزائر وتتمثل في:

2-1- رفع مستوى الوعي: البداية عادة تتم برفع مستوى الوعي السائد عن مفاهيم حوكمة

الشركات في البلدان النامية ومحاولات تطبيقها في السياق المحلي، حيث تركز الجهود في هذا الإطار على ترسيخ الإدراك لدى الحكومة والأوساط الاقتصادية وجميع الأطراف اللازمة على معنى وفوائد حوكمة الشركات؛

2-2- وضع القوانين والتشريعات اللازمة: وذلك من خلال تحديد مبادئ حوكمة الشركات التي

يجب الامتثال لها والانصياع لممارستها وغالبا ما يبدأ وضع القوانين القومية بالاعتماد على مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لحوكمة الشركات كقاعدة ومعياري يتم الانطلاق منها لوضع وتطوير الأطر القانونية اللازمة لتطبيق الحوكمة في الشركات العامة الخاصة سواء المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال، وتستطيع الجزائر من خلال هذه المبادئ تطوير مجموعات مبادئها وقوانينها الخاصة التي تعالج الواقع المحلي فيما يتعلق بالتعامل التجاري والالتزام بالمعايير؛

2-3- مراقبة ومتابعة عمليات التطبيق: عندما يتم رسميا تبني قانون محلي لحوكمة الشركات

يكون من الضروري توضيح مدى تقيد والتزام الشركات بذلك القانون، ويمكن لجمعيات الشركات

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

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 والإعلام مثلا -في تحمل المسؤولية الرقابية؛

2-4- التدريب على المسؤوليات الجديدة: بعد أن يتم وضع الإطار المناسب لحوكمة الشركات تقع مسؤولية جديدة على عاتق المديرين التنفيذيين في الشركات وأعضاء مجالس الإدارة وأمثالهم، حيث يجب أن يقوم قطاع الشركات في هذا المجال بتعليم جميع الأطراف في حوكمة الشركات كيفية أداء الأدوار المنسوبة إليهم كما يجب؛

2-5- 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 الحوكمة قد أضحت ثابتة في مكانها، وتضم هذه الشركات مبادرات القطاع الخاص وذلك لتأمين الإثراء المهني المستمر وكذلك المؤسسات الحكومية كالبورصة والبنك المركزي وحتى النظام القضائي.

ويتمثل الإفصاح الجيد في عرض المعلومات المحاسبية في القوائم المالية بصورة واضحة، إذ لم يخل أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح، باعتبار أنه يعمل على تحقيق مصالح الأطراف التي تتعامل مع الشركة، إضافة إلى كونه أحد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الشركة، ومنه توجب السعي نحو وضع تشريعات قانونية ومعايير متفق عليها من طرف الممارسين تخدم عملية الإفصاح، وكيفية عرض المعلومات في القوائم المالية وذلك فيما يتعلق بمركزها وأدائها المالي والتشغيلي والنقدي والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا.

الفصل الثالث: تحليل وتقييم دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية العربية.

خلاصة الفصل الثالث:

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى دراسة حالة بعض الأسواق المالية العربية لمحاولة التعرف على واقع الحوكمة في هذه الأسواق وهي: السعودية، مصر والجزائر، ومدى تأثير مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة الأسواق المالية في هذه الأخيرة.

فقد سعت كل منها إلى وضع قوانين ومبادئ للحوكمة من أجل الحفاظ استقرار أسواقها المالية والرفع من كفاءتها، فالسوق المالي السعودي وضع لائحة لحوكمة الشركات حاول من خلالها وضع مبادئ من أجل التزام الشركات بمبادئ الافصاح والشفافية وحماية أصحاب المصالح في المؤسسة من أجل تعزيز الثقة فيها،

وبالنسبة للسوق المالي المصري، فبورصة مصر هي الأخرى قد وضعت قواعد لحوكمة الشركات وقد كانت هي السباقة في هذا الميدان الأخرى فتفوقت على نظيراتها من الأسواق العربية في وضع أساليب لتحسين مستويات الرقابة والافصاح، من أجل رفع أدائها.

أما السوق المالي الجزائري كما هو معروف فهو يحتل المراتب الأخيرة من حيث نشاطه، فاهتمامه بالرقابة لحماية المستثمرين وشفافية السوق والاهتمام بالافصاح عن المعلومات هي أساليب غير كافية لتفعيله والنهوض به من أجل مواكبة التطور الحاصل في باقي الأسواق.



الخاتمة

من خلال معالجة لموضوع دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية توصلنا إلى أن الأسواق 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.

توفر حوكمة الشركات 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.

كما أن تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وبخاصة للشركات المدرجة في الأسواق 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.

إختبار الفرضيات:

1. الفرضية الأولى صحيحة حيث أن أهمية الأسواق المالية تكمن في تمويل وتنشيط اقتصاديات الدول فهي تلعب دور الوسيط بين مختلف الأعوان الاقتصادية من أجل تشجيع الاستثمار؛
2. الفرضية الثانية صحيحة نسبيا، لأن كفاءة السوق تعكس مدى انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة أقل وليس حجم ونشاط السوق؛
3. الفرضية الثالثة هي الأخرى صحيحة نسبيا، لأن أهمية حوكمة الشركات لا تكمن في توفير المعلومات فقط، بل من خلال ضمان توفير المعلومات بشكل سريع وضمن مصداقية المعلومات؛
4. الفرضية الرابعة هي أيضا صحيحة نسبيا، لأن حوكمة الشركات صحيح تساعد في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية لكن ليس من خلال توفير المعلومات فقط، بل من خلال ضمان توفير المعلومات بشكل سريع وضمن مصداقية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ومن خلال حماية حقوق المساهمين، وهو ما يدعم ثقة المستثمرين في السوق؛
5. الفرضية الخامسة صحيحة لأن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ساهم بشكل كبير في تحسين أداء ومستوى كفاءة الأسواق المالية.

نتائج البحث:

وفي الأخير ومن خلال معالجتنا لموضوع بحثنا توصلنا إلى النتائج التالية:

1. تلعب الأسواق المالية دورا هاما وأساسيا في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد، وذلك من خلال قدرتها على توفير الأموال لتمويل الاستثمار ذات الآجال المختلفة؛
2. 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؛
3. 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، وتحدد نوعية حوكمة الشركة إلى حد بعيد عن طريق التفاعل بين الحوافز الداخلية والخارجية التي تواجه مدير الشركة وأصحابها؛
4. 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؛
5. تركز حوكمة الشركات حسب منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي على ستة مبادئ أساسية تتمثل في: حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية للمساهمين، دور أصحاب المصالح،

الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة، ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات؛

6. لكي تتمكن الشركات من الاستفادة من مزايا تطبيق قواعد الحوكمة يجب أن تتوفر مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، وتنقسم هذه المحددات إلى مجموعتين: محدّدات داخلية وأخرى خارجية؛

7. تساعد حوكمة الشركات على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق مبادئها، فكل مبدأ يساهم بجزء، ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية 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؛

8. 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؛

9. إن مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة كأحد مبادئ الحوكمة يمثل أهم تطبيقاتها في خلق كيان مؤسسي قوي للشركة مما ينعكس على تحقيق كفاءة للسوق المالي؛

10. 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؛

11. 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؛

12. 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؛

13. قام السوق المالي السعودي بوضع لائحة لحوكمة الشركات حاول من خلالها وضع مبادئ من أجل التزام الشركات بمبادئ الإفصاح والشفافية وحماية أصحاب المصالح في المؤسسة من أجل تعزيز الثقة فيها؛

14. تشير النتائج إلى أن مصر 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 مصر، إلا أنه مازال هناك العديد من الخطوات التي يجب إتباعها لإحداث مزيد من التطور في قطاع الشركات المصرية، وكذلك لتدعيم استقرار أسواق المال في مصر؛

15. 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.

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:

1. 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؛

2. الاهتمام بتكوين لجان متخصصة بمراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، حيث تقوم بتقييم التزام الشركات بهذه المبادئ وفرض عقوبات على المؤسسات التي لا تلتزم بذلك؛

3. تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة، مع الاهتمام بالمعايير الدولية للمراجعة لضمان قيام الشركات بالإفصاح عن قوائم مالية تعكس المركز الحقيقي لها؛

4. 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؛

5. مراجعة شروط الإدراج بالبورصة من خلال تضمين مبادئ الحوكمة ضمن هذه الشروط؛

6. الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة، وإجبار هذه المؤسسات على القيام بنشر

قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر على نشاطها بصفة دورية في الصحف والمجلات،

مع انشاء مواقع الكترونية لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع؛

7. الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري بين الجمهور، والتعريف بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق

المالية من خلال وسائل الإعلام المختلفة لجذب أكبر قدر ممكن من المدخرات؛

8. القيام بانشاء مؤسسات متخصصة في دراسة تغيرات أسعار الأوراق المالية، والبحث عن سبل

لتنشيط ورفع وكفاءة هذا السوق؛

9. التركيز علي نوعية المعلومات المفصح عنها بدلا من التركيز على جانب كم المعلومات

المفصح عنها؛

10. 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 بان تكون

إشكاليات لمواضيع بحث مستقبلية مثل:

1. دراسة مقارنة بين الدول العربية من حيث التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات؛

2. دور إصدار موثيق خاصة بحوكمة الشركات في رفع أداء الأسواق المالية،

3. دور حوكمة الشركات في حماية الأسواق المالية من الأزمات المالية.

المراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً - الكتب:

- 1- أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
- 2- اسماعيل أحمد الشناوى وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 3- أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003.
- 4- أميرة حسب الله محمد، " محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر "، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي - لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة -، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
- 6- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 7- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 8- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 9- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.

- 10- زكريا سلامة عيسى الشطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 11- 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.
- 12- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية-علميا، عمليا-، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000.
- 13- طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف)"، الدر الجامعية، مصر، 2005.
- 14- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2001، ص12.
- 15- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع)، الاسكندرية، 2000.
- 16- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 17- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005.
- 18- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال (بورصات-مصارف-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.

- 19- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار)، الدار الجامعية (طبع-نشر-توزيع) ، الاسكندرية، 2001.
- 20- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.
- 21- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
- 22- عبد الله الطاهر وموفق عبد الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، مركز يزيد للنشر، الكرك، 2004.
- 23- عبد المطلب عبد الحميد، "المنظور الاستراتيجي: التحولات الاقتصادية للقرن الحادي والعشرين"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 24- عبد الوهاب نصر علي وشحاته السيد شحاته، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
- 25- عبد الوهاب نصر علي، "موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفقا لمعايير المراجعة العربية والدولية والأمريكية"، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 26- عدنان بن حيدر بن درويش، "حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة"، إتحاد المصارف العربية، مصر، 2007.
- 27- عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

- 28- عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي، "الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة"، مكتبة الحرية، القاهرة، مصر، 2008.
- 29- عماد العاني، " اندماج الأسواق المالية الدولية "، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002.
- 30- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 31- قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2006.
- 32- محسن أحمد الخضيرى، "حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة مصر، 2005.
- 33- محسن أحمد الخضيرى، "حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005.
- 34- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003.
- 35- محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- 36- محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات-أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 37- محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 38- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.

- 39- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الآطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 40- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات"، الطبعة الأولى، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 41- منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر - الجزء الثالث: عقود الخيارات -، الطبعة الأولى، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007.
- 42- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2009.
- 43- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.
- 44- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، 2007.
- 45- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.

ثانيا - المجلات:

- 1- 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.
- 2- عوض بن سلامة الرحيلي، "لجان المراقبة كأحد دعائم الشركات لتطبيق الحوكمة، حالة السعودية"، مجلة الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، م22، ع1، 2008.
- 3- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 03، 2004.

4- 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.

5- نجاتي ابراهيم عبد العليم، "نظرية الوكالة ودورها في تطوير نماذج الرقابة على الاداء"، مجلة العلوم

الإدارية، العدد الأول، 1991.

ثالثا - المذكرات:

- الأطروحات:

1- جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس

والجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة

الجزائر، 2008.

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.

3- سطوري الجودي، "أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة

الجزائر"، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.

4- عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية،

أطروحة دكتوراه، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا.

5- 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.

6- مداني أحمد، "أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية -حالة الأسواق الناشئة-"، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2013.

- مذكرات الماجستير:

- 1- أشرف درويش أبوموسرى، "حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2008.
- 2- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
- 3- 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.
- 4- سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010.
- 5- سهيلية يمينة، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2010.
- 6- صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر-، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009.

7- 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.

8- عبد الجليل آل غزوي، "حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية (دراسة إختيارية على شركات المساهمة في المملكة العربية السعودية)"، مذكرة ماجستير، الأكاديمية العربية في الدانمارك، 2010.

9- عبو عمر، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط السواق المالية (تجارب بعض الدول العربية)، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2010.

10- 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.

11- فتيحة بن الدين، "دور الهيئات الدولية في إرساء وتعزيز مبادئ الحوكمة"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2012.

12- قاسم شاوش لمياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، 2005.

13- 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.

14- 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.

15- نادية بن شاعة ، "إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة

البورصات العربية)"، مذكرة ماجستير ، العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف،

2007.

16- 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.

17- نورين بومدين، "أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2007.

رابعاً- المؤتمرات والملتقيات العلمية:

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.

2- 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.

3- بلهادف رحمة والسعدي عياد، "دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل البعد المحاسبي لحوكمة

الشركات"، 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. نقلا عن مها محمود رمزي ربحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 24، العدد الأول، 2008.

4- 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.

5- 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.

6- 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.

7- 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.

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

9- زابدي 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.

10- 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.

- 11- 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.
- 12- عيادي عبد القادر ونوي الحاج، "دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات"، 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.
- 13- فرحات غول، "تحقيق حوكمة المؤسسات من خلال العمل بالإدارة الإسلامية"، 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.
- 14- 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.
- 15- محمد عمران، "البورصة المصرية و حوكمة الشركات"، ورقة بحث مقدمة إلى مؤتمر حول: متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007.

16- مخفي أمين وفداوي أمينة، "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية"، 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.

17- 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.

18- 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.

19- 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.

خامسا- التقارير والمنشورات:

1- "المادة التحضيرية لاختبار تداول"، تقرير المعهد المصرفي 3/3/2007، الإصدار 10.

2- أمار جيل، "حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي"، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.

3- بورصتي القاهرة والإسكندرية- الكتاب السنوي 2005.

- 4- علاء الدين حسن عواد، "تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، القاهرة، 1999.
- 5- مركز المشروعات الدولية الخاصة، " قائمة بالمصطلحات المتعلقة بحوكمة الشركات"، القاهرة 2003.
- 6- مركز المشروعات الدولية الخاصة، "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة -نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح-"، أوت 2008.
- 7- منشور عن بورصة الجزائر - شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، 1998.
- 8- منشورات مركز المشروعات الدولية الخاصة، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، القاهرة، أكتوبر 2005.
- 9- موقع بورصة الجزائر، <http://www.sbgv.dz> ، تاريخ الاطلاع: 2013/11/05.
- 10- هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة من 97.93"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، 1997.
- 11- هيئة السوق المالية، "لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية"، العدد: 4124، أم القرى، نوفمبر 2006.
- 12- الهيئة العامة لسوق المال - التقرير السنوي 2002.
- 13- الهيئة العامة لسوق المال، مركز المديرين ودوره في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، نشرة دورية 2004/04/19.

سادسا - المواقع الالكترونية:

- 1- إحسان بن صالح المعتاز، على الموقع: <http://uqu.edu.sa/page/ar/18978>

2- حوكمة الشركات في مصر، على الموقع:

www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=44213، تاريخ الاطلاع:

2014/05/05.

3- 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: 2014/09/22.

4- CFCG guidelines on corporate governance, center for corporate governance

على الموقع: www.icgn.org/best-practice تاريخ الاطلاع: 2014/03/15.

المراجع باللغة الأجنبية:

1- Adrian fares, "corporate governance in Egypt from a banking

perspective", workshop(2), CG from a banking perspective (CIPE),

Egypt, February 5.2003.

2- Cathrine Karyotis, "La place financière de paris", 2^e édition, banque

éditeur, France, 2001.

3- Daniel Goyeau et Amine Tarazi , la bourse, Neuvel édition, éditions la

découverte, 2006.

4- ICGN statement on global corporate governance principles, revised

July 8.2005 at annual conference in London.

- 5- Louis Vaur, "**Actialite Le comite d'audite**", In revue Française d'audit Interne, n° 137, Paris, 1997.
- 6- Philippe Spieser , **la bourse**, 3eme édition, libraire vuibert, paris,2007.
- 7- Yves Jégourel, **les produits financiers dérivés**, éditions la découverte, paris, 2005.

Abstract

With the continuity of the development of the capitalist economy and the widening impact of competition, and increasing needs for enhancing the effectiveness of investment tools and raise the efficiency of resource allocation, increased the importance of the stock market and has become an essential tool to boost economic growth, it is worth mentioning that the investors are considered to be the most important actors in this market financial Vmaamlathm working on increase the dynamic performance of the market, these have become Abhon from investing in markets that are efficient, a market in which stock prices reflect all available information about exporting companies, and this requires that the information and data available on the activities of the companies reflect the actual reality to them.

The efficiency of the stock market need for a set of tools and control mechanisms to ensure the commitment of companies listed in this market requirements for disclosure and transparency, and among these mechanisms, we find corporate governance, which reflect the latter about the rules that determine how to take the company to its decisions and the transparency process in which decision-making control, and the extent of accountability, which is subject to its managers and heads of those companies and the information they disclose to investors, as well as the protection they provide to all parties associated with the company's private right to obtain reliable and adequate information to make decisions, and the corporate governance has become one of the pillars to help raise the efficiency of the stock market.

The importance of corporate governance as a subject is relatively recent and play their role in ensuring the principle of transparency and disclosure of information which is reflected on the credibility of the information available, and therefore the importance of adhering to the principles of corporate governance in order to improve the efficiency of financial markets.

We have come through this research that the corporate governance helps to raise the efficiency of the stock market through the application of its principles, each principle contributes part, is the principle of disclosure and transparency, the most important principle because it gives the information kind of credibility, which supports the current investor confidence and attract more investors to the market, and lead in the fourth to access information quickly and transparently to the market to this information is reflected in stock prices.