

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY- ANNABA

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR -ANNABA



جامعة باجي مختار-عنابة-

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

مخبر الانتماء : المالية الدولية ودراسة الحوكمة

قسم: العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

دور حوكمة الشركات في فعالية سوق الأوراق المالية

الشعبة:

اقتصاد المعرفة والعولمة

لـ

الطالب: راهم لخذيـري

مدير أطروحة التخرج: داحي عمار أستاذ التعليم العالي جامعة باجي مختار - عنابة-

أمام أعضاء اللجنة:

د. منصوري عبد الله	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة باجي مختار - عنابة
د. داحي عمار	أستاذ التعليم العالي	مقررا	جامعة باجي مختار - عنابة
د. بن ثابت علي	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة باجي مختار - عنابة
د. بن رجم محمد خميسي	أستاذ تعليم عالي	عضوا	جامعة محمد الشريف مساعديه-سوق أهراس
د. أولاد زاوي عبد الرحمان	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة محمد الشريف مساعديه-سوق أهراس
د. بوعزيز ناصر	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة 08 ماي 1945- قالمة

السنة الجامعية: 2017/2018

تصريح

أنا الباحث: راهم لخذيي، أصرح بشرفي أن أطروحة الدكتوراه المعنونة كالتالي:

دور حوكمة الشركات في فعالية سوق الأوراق المالية

المقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم هو عمل تحت مسؤوليتي الكاملة وغير مقدم سواء جزء

منه أو كله لمؤسسات علمية أخرى لنيل شهادة أكاديمية.

الباحث: راهم لخذيي

الملخص:

تهدف الدراسة إلى التعرف على سوق الأوراق المالية الكفو وعلاقته بالمعلومات المالية، حيث تم التعرف على مستوى تطبيق الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للأوراق المالية لقواعد وآليات حوكمة الشركات، وبناء نموذج للعلاقة بين هذه الأخيرة وكفاءة سوق الأوراق المالية مع اختبار هذه العلاقة. تكمن أهمية الدراسة في الاهتمام المتزايد لدي الكثير من الشركات والمؤسسات على كافة المستويات الدولية أو المحلية من الأخذ بحوكمة الشركات لتجنب حدوث الأزمات المالية، فهي تساعد في توفير سوق شفافة تتمتع برقابة مؤثرة تضمن مصالح الأطراف المختلفة بالشركات وبالتالي سلامة الاقتصاد الوطني ككل.

كما توصلت الدراسة الى ان تطبيق حوكمة الشركات يساعد على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال مجموعة القواعد والآليات الأخلاقية والمهنية، التي تلعب دوراً هاماً في مجال الإصلاح المالي والإداري، وهذا بدوره يزيد من ثقة المستثمرين في التقارير المالية للشركات، ومن ثم زيادة كفاءة البورصة.

الكلمات المفتاحية:

حوكمة الشركات، مبادئ الحوكمة، سوق الاوراق المالية، الكفاءة، المعلومات المالية، بورصة الجزائر.

Résumé

Résumé :

Cette recherche a pour objectif L'étude de la performance du marché financière et ses relations avec les 'information financières,

Elle permet la connaissance des règles et des mécanismes de gouvernance des 'entreprise en rapport avec les pratiques de documents financiers au niveau de la Bourse d'Alger, autorisant l'élaboration de modèle causalité entre la performance de marché financier et la gouvernance des sociétés,

L'importance de cette étude réside dans l'intérêt croissant des entreprises nationales et internationales pour la bonne gouvernance pour éviter les crises financières, permette une meilleure transparence, un contrôle efficace pour les 'entreprises et l'économie nationale en général, parmi les résultats de cette étude de la gouvernance des entreprises en relation avec les règles déontologiques et professionnelles qui jouent un rôle majeur dans les reformes financières et administrations et enfin le rétablissement de la confiance des investissements et l'efficience de la Bourse.

Les mots-clés :

Gouvernance des entreprises, Principes de gouvernance, marché financière, Efficience, Information financière, Bourse d'Alger.

Abstract

Abstract:

The study aims at identifying the efficient stock market and its relation with financial information. Through the application of rules and mechanisms of corporate governance by companies listed on Algerian Stock Exchange a model for the relationship between the latter and the efficiency of the stock market has been built to test this relation.

The importance of the study lies in the increasing interest of many companies and corporations at international and local levels to introduce of corporate governance to avoid financial crises, this is helped to provide a transparency in market with effective control to ensure the stakeholders interests; in addition to the safety of the national economy.

The study conclude that the implementation of corporate governance helps to raise the efficiency of the stock market, through a set of rules and mechanisms of ethics and professionalism, which play an important role in the field of financial and management reform, thus it increases investors' confidence in the companies' financial reports as well as the efficiency of the stock exchange.

key words:

Corporate Governance, Principles of Governance, Stock Market, Efficiency, Financial Information, Algerian Stock Exchange.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

((قُلِ اللَّهُمَّ مَالِكِ الْمُلْكِ تُؤْتِي الْمُلْكَ مَنْ تَشَاءُ وَتَنْزِعُ الْمُلْكَ مِمَّنْ تَشَاءُ وَتُعِزُّ مَنْ تَشَاءُ

وَتُدَلِّلُ مَنْ تَشَاءُ بِيَدِكَ الْخَيْرُ إِنَّكَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ * تُولِجُ اللَّيْلَ فِي النَّهَارِ وَتُولِجُ النَّهَارَ فِي اللَّيْلِ

وَتُخْرِجُ الْحَيَّ مِنَ الْمَيِّتِ وَتُخْرِجُ الْمَيِّتَ مِنَ الْحَيِّ وَتَرْزُقُ مَنْ تَشَاءُ بِغَيْرِ حِسَابٍ))

[آل عمران: 26 – 27]

شكر وتقدير

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

والصلاة والسلام على رسوله الكريم

أما بعد فإن الشكر لله أولاً وأخيراً وإنه ليسرني أن أتقدم بالشكر الجزيل والامتنان الوفير إلى مشرفي الفاضل الأستاذ الدكتور داحي عمار لما تقدم به عليّ من وافر علمه بما لا يجازى إلا في ميزان حسناته إن شاء الله رب العالمين.

وأتقدم كذلك بالشكر الوافر إلى أساتذتي أعضاء لجنة المناقشة الأجلاء على ما عانوه في قراءة رسالتي المتواضعة وإثرائها بتوجيهاتهم القيمة.

كما أتقدم بالشكر لكل الاساتذة على مساعدتهم في إتمام هذه الرسالة.

والشكر الموصول إلى الأصدقاء الذين وقفوا معي طول مشوار دراستي وأثناء كتابة الرسالة

ولكل من ساهم وساعد ونصح وأرشد، ومن سهوت عن ذكر فضله وشكره.

الاهداء

الاهداء

إلى من أوصانا الله عز وجل بهما بقوله تعالى في محكم تنزيله:

((وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا إِمَّا يَبُلُغَنَّ عِنْدَكَ الْكِبَرَ أَحَدُهُمَا أَوْ كِلَاهُمَا فَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ وَلَا تَنْهَرْهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا * وَخَفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا))

[الإسراء: 23-24]

إلى روح والدي الطاهرة (رحمه الله) ،

الذي كافح من أجل تربيتهما واراقتنا، فكان نعم القدوة والمثال في العطف والجد طيب الله ثراه وأدخله فسيح

جناته

إلى والدتي اطال الله في عمرها

إلى زوجتي الفاضلة رمز التضحية والاخلاص

إلى أخواني وأخواتي الأعزاء..... رمز المحبة والوفاء

والى أساتذتي الأجلاء اعزازا وتقديرا

الى كل من ساعدني ان اخطو هذه الخطوة

اهدي ثمرة جهدي آملا أن يتحقق من خلالها المقصد من الحديث الشريف الذي يرويه الإمام مسلم في

صحيحه عن أبي هريرة رضي الله عنو أن رسول الله- صلى الله عليه وسلم - قال:

(إذا مات ابن آدم انقطع عمله إلا من ثلاث : صدقة جارية، أو علم ينتفع به، أو ولد صالح

يدعو له) (رواه مسلم).

ولله الحمد من قبل ومن بعد.

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
229	أسماء الشركات وعدد الاستبيانات المستردة من كل شركة عينة الدراسة	01
232	مستويات التأثير لتصنيف إجابات العينة	02
235	معامل الثبات الفاكرونباخ لمحاور الدراسة	03
236	توزع المنصب الوظيفي لعينة الدراسة	04
236	توزع المؤهل العلمي لعينة الدراسة	05
237	توزع تخصص عينة الدراسة	06
237	توزع الخبرة العملية لعينة الدراسة	07
238	إجابات عينة الدراسة بخصوص وجود إطار فعال لحوكمة الشركات	08
241	إجابات عينة الدراسة بخصوص وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين	09
244	إجابات عينة الدراسة بخصوص المعاملة المتساوية	10
247	إجابات عينة الدراسة بخصوص دور أصحاب المصالح	11
250	إجابات عينة الدراسة بخصوص إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم	12
253	إجابات عينة الدراسة بخصوص مسؤوليات مجلس الإدارة	13
256	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الأول	14
256	نتائج اختبار T-test للفرضية الأولى	15
257	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الثاني	16
257	نتائج اختبار T-test للفرضية الثانية	17
258	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الثالث	18
258	نتائج اختبار T-test للفرضية الثالثة	19
259	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الرابع	20

قائمة الجداول

259	نتائج اختبار T-test للفرضية الرابعة	21
260	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الخامس	22
260	نتائج اختبار T-test للفرضية الخامسة	23
261	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير السادس	24
262	نتائج اختبار T-test للفرضية السادسة	25
263	الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الأول	26
264	الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثاني	27
266	الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثالث	28
268	الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الرابع	29
269	الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الخامس	30
271	الأهمية النسبية لمتغيرات المحور السادس	31
272	المتوسط والانحرافات المعيارية بين التخصص العلمي ومجاور الدراسة	32
273	جدول ANOVA للتخصص العلمي والمجاور الستة	33
274	المتوسط والانحرافات المعيارية بين التخصص الوظيفي ومجاور الدراسة	34
275	جدول ANOVA للتخصص الوظيفي والمجاور الستة	35
276	المتوسط والانحرافات المعيارية بين سنوات الخبرة ومجاور الدراسة	36
278	جدول ANOVA لسنوات الخبرة والمجاور الستة	37

قائمة الاشكال

قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
04	متغيرات الدراسة	01
30	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما	02
49	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	03
51	أرباح فريق المعلومات	04
64	المعلومات التي تقوم عليها الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق.	05
79	خريطة فعلية لقيمة مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة في 52 أسبوع	06
109	نظام حوكمة المؤسسات	07
113	محددات حوكمة الشركات	08
127	مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)	09
158	خصائص حوكمة الشركات	10
160	ركائز حوكمة الشركات	11
186	معايير جودة المعلومات المالية	12
191	انعكاسات حوكمة الشركات وجودة المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية	13
193	العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المالية وسوق الأوراق المالية	14
199	الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات	15
201	أساليب التضليل في الأسواق المالية	16
210	العلاقة بين مبدأ الإفصاح والشفافية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية لأسواق المال	17
211	أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية	18
214	أثر تطبيق مبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم على كفاءة سوق الأوراق المالية	19
228	يبين عمل البورصة في الجزائر	20

فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات

أ.....	التصريح.....
ب.....	ملخص باللغة العربية.....
ت.....	ملخص باللغة الفرنسية.....
ث.....	ملخص باللغة الانجليزية.....
ج.....	اية قرانية.....
ح.....	شكر وتقدير:
خ.....	الاهداء:
د.....	قائمة الجداول:
ر.....	قائمة الأشكال:.....
ز.....	فهرس المحتويات:
01	مقدمة:.....
16.....	الفصل الأول: مفاهيم اساسية حول سوق الأوراق المالية:.....
18	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية:
18.....	المطلب الأول: هيكل سوق الأوراق المالية:
20.....	01-السوق الأولي:
22	02-السوق الثانوي (سوق التداول):
29.....	03-السوق الثالث:.....
29.....	04- السوق الرابع
31.....	المطلب الثاني: شروط تكوين سوق الأوراق المالية.....
33.....	المطلب الثالث: أركان سوق الأوراق المالية:.....
36.....	المطلب الرابع: الأوراق المالية
36.....	اولا : الأسهم العادية:
39.....	ثانيا : الأسهم الممتازة.....
41.....	ثالثا: السندات:
44.....	المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية:.....

44.....	المطلب الأول: السوق الكفاء:.....
58.....	المطلب الثاني: فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية :.....
58.....	1- فرض الصيغة الضعيفة :.....
61.....	2- فرض الصيغة متوسط القوة لكفاءة السوق
63.....	3- الفرض القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
64.....	المطلب الثالث: متطلبات ومقومات كفاءة سوق الأوراق المالية:.....
64.....	أولا- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:.....
70.....	ثانيا- مقومات كفاءة السوق:
71.....	ثالثا- العوامل التي تضعف كفاءة السوق:
73.....	المطلب الرابع: خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية:.....
77.....	المبحث الثالث: المعلومات وكفاءة السوق :.....
77.....	المطلب الأول: كفاءة السوق و الحركة العشوائية للأسعار.....
80.....	المطلب الثاني: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية:.....
82.....	المطلب الثالث: أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:.....
84.....	المطلب الرابع: كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية:.....
87.....	خلاصة الفصل الأول:
89.....	الفصل الثاني: حوكمة الشركات:.....
92.....	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات:.....
92.....	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول حوكمة الشركات:.....
97.....	المطلب الثاني: تعريف الحوكمة: :.....
107.....	المطلب الثالث: تصور نظام لحوكمة الشركات.....
111.....	المطلب الرابع: المحددات و المقومات الأساسية لحوكمة الشركات:.....
111.....	أولا:محددات الحوكمة:
114.....	ثانيا: المقومات الأساسية لحوكمة الشركات:
115.....	المبحث الثاني: اهمية واهداف حوكمة الشركات:.....
115.....	المطلب الاول : الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات

121.....	المطلب الثاني: أهمية الحوكمة:
122.....	أولاً - الأهمية الاقتصادية لحوكمة الشركات:
123.....	ثانياً- الأهمية القانونية لحوكمة الشركات:
124.....	المطلب الثالث: اهداف الحوكمة
126.....	المبحث الثالث: مبادئ و قواعد الحوكمة الجيدة للشركات
126.....	المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD
128.....	المبدأ الاول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:
130.....	المبدأ الثاني: حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية.
134.....	المبدأ الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين
137.....	المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات.
140.....	المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية:
145.....	المبدأ السادس: مسئوليات مجلس الإدارة:
151.....	المطلب الثاني: مبادئ مؤسسة التمويل الدولية (IFC):
155.....	المطلب الثالث: مبادئ (معايير) لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية.
156.....	المطلب الرابع : خصائص و ركائز الحوكمة.
156.....	أولاً: خصائص الحوكمة الجيدة:
159.....	ثانياً: ركائز حوكمة الشركات
161.....	خلاصة الفصل الثاني:
162.....	الفصل الثالث: تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء سوق الأوراق المالية.
164.....	المبحث الأول: حوكمة الشركات ودورها في تشكيل الأسواق المالية.
164.....	المطلب الاول: حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية.
170.....	أولاً- الحوكمة وشروط القيد بالبورصة:
171.....	ثانياً- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحوكمة الشركات:
173.....	المطلب الثاني: الأبعاد المحاسبية لحوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات المالية.
184.....	المطلب الثالث: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية.
184.....	أولاً: مفهوم جودة المعلومات المالية:

185.....	ثانيا: المعايير المقترحة لجودة المعلومات المالية:
187.....	المطلب الرابع: انعكاسات جودة المعلومات في ظل الحوكمة على كفاءة سوق الأوراق المالية.....
187.....	أولا- أثر المعلومات المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية:
190.....	ثانيا- حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية:
194.....	المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات.....
194.....	المطلب الأول: آليات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.....
194.....	أولا- دور مجلس الإدارة في مجال حوكمة الشركات:
197.....	ثانيا- تعويضات الإدارة التنفيذية:
198.....	ثالثا- تركيز الملكية:
200.....	المطلب الثاني: عملية التضليل في الأسواق المالية:
202.....	المطلب الثالث: مبادئ حوكمة الشركات من ضوابط السوق المالي.....
204.....	المطلب الرابع: تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة.....
207.....	المبحث الثالث: الأثر النظري لتطبيق مبادئ الحوكمة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية...207
207.....	المطلب الأول: أثر تطبيق الإفصاح الكافي والشفافية في إتاحة المعلومات:
213.....	المطلب الثاني: أثر تطبيق مبدأ المساواة بين المساهمين على كفاءة سوق الأوراق المالية.....
215.....	المطلب الثالث: أثر مبدأ حماية حقوق المساهمين على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.....
216.....	المطلب الرابع: أثر مبدأ أي دور أصحاب المصالح ومسؤوليات مجلس الإدارة على الكفاءة.....
216.....	01- أثر تطبيق مبدأ دور أصحاب المصالح على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية:
216.....	02- أثر تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية:
218.....	خلاصة الفصل الثالث.....
219.....	الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات:
220.....	المبحث الأول: التعريف بمجتمع الدراسة.....
220.....	المطلب الاول: نشأة بورصة الجزائر.....
222.....	المطلب الثاني: الخطوات الأولى لبورصة الجزائر :
225.....	المطلب الثالث: لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها:
229.....	المبحث الثاني- منهج البحث وطرق جمع البيانات وتحليلها:

229.....	المطلب الأول: عينة ومجتمع الدراسة:
229.....	المطلب الثاني: منهجية الدراسة و أسلوب جمع بيانات الدراسة:
230.....	المطلب الثالث: أدوات الدراسة الميدانية:
232.....	المطلب الرابع: أدوات تحليل بيانات الدراسة.....
234.....	المبحث الثالث: الدراسة الإحصائية لبيانات الدراسة:
234.....	المطلب الأول: اختبار مصداقية والموثوقية أداة الدراسة وثباتها:
236.....	المطلب الثاني: عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة:
238.....	المطلب الثالث: الدراسة الوصفية لمحاور الدراسة:
255.....	المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة:
262.....	المطلب الخامس: دراسة الأهمية النسبية لكل متغير في متغيرات كل محور من محاور
272.....	المبحث الرابع: دراسة الفروق بين البيانات الوصفية للعينة والمحاور الأساسية المشكلة.....
272.....	المطلب الاول: دراسة الفروق بين التخصص العلمي والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:
274.....	المطلب الثاني: دراسة الفروق بين التخصص الوظيفي والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:
276.....	المطلب الثالث: دراسة الفروق بين سنوات الخبرة والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:
279.....	خلاصة الفصل:
280.....	الخاتمة.....
285.....	قائمة المراجع.....
299.....	الملاحق.....

المقدمة

تلعب الحوكمة دورا فعالا في مجال الإصلاح المالي والإداري للشركات وزيادة ثقة المستثمرين في القوائم المالية، وتنشيط الاستثمار الوطني وجذب الاستثمارات الأجنبية وتفعيل سوق الأوراق المالية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.

تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة خاصة الشركات المدرجة في اسواق الاوراق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستثمرين مما يؤدي الى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي كما أصبح مديرو الاستثمار يعتبرون مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة كقيمة لها سعر مضاف لسهم الشركة ان لم نقل ان لها دورا كبيرا في اتخاذ قرارات الاستثمار على مستوى الشركة، ليس ذلك فحسب بل أصبحت قواعد الحوكمة من المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في تصنيف الشركات او الاقتصادات.

ونظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها حوكمة الشركات في استقرار الأسواق المالية، حيث تلعب دورا مهما في زيادة تنافسية الشركات المساهمة العامة من خلال تعزيز الشفافية وتحسين إدارة الشركات، وتحقيق توازن المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين والعاملين والدائنين والأطراف الأخرى، ما يعني تخفيض تكلفة رأس المال وإمكانية الحصول على مصادر اقل تكلفة لتمويل المشاريع المستقبلية للشركة، ونظرا لضعف الحوكمة وقلّة الوعي بثقافتها من قبل كثير من الشركات المدرجة الجزائرية، وحالة عدم الثقة من قبل الكثير من المستثمرين في كثير من الشركات نحاول خلال هذه الدراسة التعرف على مدى التزام الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للأوراق المالية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات والصعوبات التي تحد من الالتزام بتطبيق هذه المبادئ، والتعرف على مدى ملائمة القوانين والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية مع مبادئ الحوكمة وبيان اثر حوكمة الشركات على كفاءة وأداء سوق الأوراق المالية من خلال دراسة اثر الحوكمة الفعال على بعض مؤشرات الكفاءة، ونأمل ان تساهم التوصيات المقدمة من في تعزيز ثقافة

الحوكمة في الأسواق ورسم السياسات الملائمة لتحسينها، وتطوير البيئة القانونية بما يتلاءم مع مبادئ الحوكمة، وبالتالي زيادة قدرة الشركات التنافسية، وزيادة ثقة المستثمرين بها.

01 - مشكلة الدراسة :

يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤال التالي:

- هل للحوكمة الفعالة تأثير على كفاءة سوق الأوراق المالية، وهل تلتزم الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات؟

ويتفرع من السؤال السابق عدة أسئلة:

✓ إلى أي مدى تتلاءم القوانين والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية مع مبادئ

الحوكمة، وإلى أي مدى يتم الالتزام بهذه القوانين والأنظمة في تنظيم عمليات التداول؟

✓ كيف يؤثر تطبيق حوكمة الشركات من قبل الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية على القرارات الاستثمارية للمستثمرين؟

✓ هل يؤثر تطبيق حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات المحلية والخارجية لسوق الأوراق المالية؟

✓ هل توجد علاقة بين حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية وما أثر هذه العلاقة على كفاءة سوق الأوراق المالية؟

✓ هل توجد علاقة بين حوكمة الشركات وبين تحقيق السعر العادل لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية؟

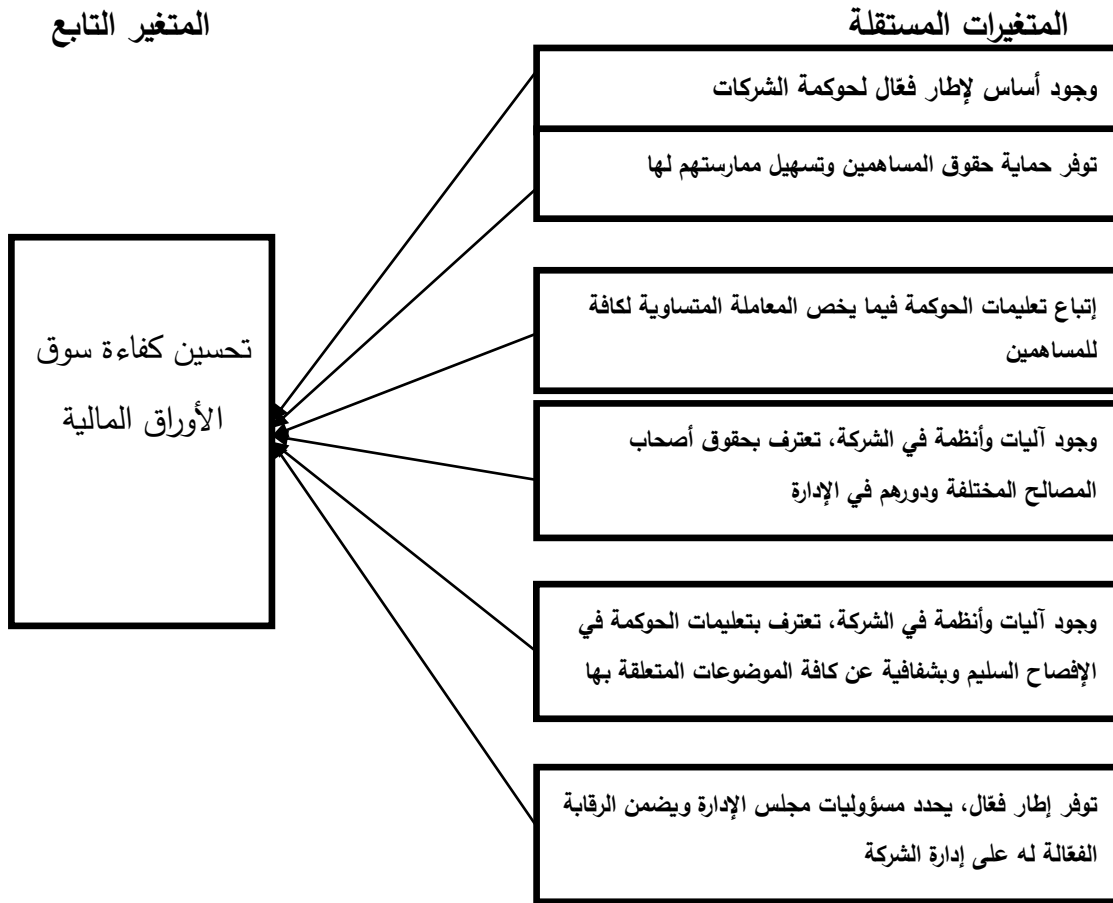
02 - فرضيات الدراسة:

• الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

• الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق المساهمين وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

- الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
 - الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
 - الفرضية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
 - الفرضية السادسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة، وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
- 03-متغيرات الدراسة:** بناء على الفرضيات السابقة فان متغيرات الدراسة يمكن صياغتها كالتالي:

الشكل رقم (1) المتغيرات المستقلة والتابعة



المصدر: من اعداد الطالب اعتماد على مبادئ حوكمة الشركات

04 - أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- تزويد المستثمرين في سوق الاوراق المالية بمعلومات عن مستوى تطبيق حوكمة الشركات في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.
- 2- التعرف على الصعوبات التي تحد من الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات، وطرق التغلب عليها
- 3- قياس مدى ملائمة الإطار القانوني والرقابي المنظم لعمل سوق الاوراق المالية لمبادئ حوكمة الشركات، والتعرف على مدى التزام الشركات المدرجة بالقوانين والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل سوق الاوراق المالية
- 4- دراسة العلاقة بين مبادئ حوكمة الشركات وجذب الاستثمارات المحلية والخارجية لسوق الاوراق المالية.
- 5- دراسة العلاقة بين جودة المعلومات المالية وبين كفاءة سوق الاوراق المالية
- 6- قياس دور حوكمة الشركات في تحقيق السعر العادل للأسهم
- 7- فتح المجال أمام الدراسات والأبحاث الأخرى وذلك لقلّة الدراسات في هذا المجال

05 - أهمية موضوع الدراسة:

تم اختيار موضوع الدراسة للأسباب التالية:

- 1- محدودية ثقافة الحوكمة لدى العديد من الشركات المدرجة، والكثير من الاطراف المعنية بتطبيق الحوكمة
- 2- انعدام الثقة من قبل المستثمرين والمساهمين في كثير من المعلومات التي تنشرها الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية.
- 3- الضعف الذي يكتنف البيئة القانونية والرقابية لسوق الاوراق المالية.
- 4- عدم وجود لائحة لحوكمة الشركات تحكم عمل الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية.

06 - الدراسات السابقة:

اولا: الدراسات باللغة العربية:

1- دراسة أحمد (2010) الحوكمة وأثرها على تحسين مستوى الأداء لمنظمات الأعمال⁽¹⁾:

قامت الدراسة باقتراح نموذج تتوافر فيه مقومات حوكمة متكاملة من أجل تحسين مستويات الأداء في

المصارف العامة التجارية ودراسة دور المساءلة في ضمان نزاهة الإدارة ودور الحوافز المالية في تحسين

مستوى الأداء. تمت الدراسة على مجتمع من المصارف العامة في محافظتي طرطوس واللاذقية شملت 5

فروع للمصارف التجارية وتوصلت الدراسة إلى:

1. إن تطبيق نظام الحوكمة في المصارف العامة يحدد ضوابط ردة الإدارة من أجل الحفاظ على الأموال .

2. إن التزام المصارف بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات يؤدي إلى زيادة فرص التمويل وانخفاض تكلفة

الاستثمار.

3. إن التزام المصارف بتطبيق مبادئ الحوكمة، يسهم في تشجيع المؤسسات والشركات التي تقتض منها

على تطبيق هذه القواعد مما يسهم في تخفيض التعثر المالي لهذه الشركات.

2- دراسة الشرع (2008): دور حوكمة الشركات في تعزيز الثقة والمصادقية في التقارير المالية⁽²⁾:

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ايجابي لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات على المصادقية والثقة في

التقارير المالية الصادرة عن الشركات، كما توصلت الدراسة إن وجود آليات حوكمة جيدة تزيد من فعالية

الرقابة على الأنظمة الرقابية والمحاسبية وتعزز من الثقة في مخرجات هذه الأنظمة والمتمثلة بالتقارير المالية

¹ أحمد حسن صبا، 2010، " الحوكمة وأثرها على تحسين مستوى الاداء لمنظمات الاعمال: دراسة ميدانية على المصارف التجارية العاملة في محافظتي اللاذقية وطرطوس" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، اللاذقية، سوريا.

² - الشرع أحمد عماد، 2008، 'دور الحوكمة في تعزيز الثقة والمصادقية في التقارير المالية: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة الكويتية' رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، دمشق، سوريا

3- دراسة قباجة (2008): أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في

سوق الاوراق المالية¹:

ركزت الدراسة على بيان اثر فاعلية الحوكمة على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية، واتبع خلال الدراسة المنهج الوصفي التحليلي حيث تم اختيار عينة عشوائية من 20 شركة، من مجتمع الدراسة البالغ 28 شركة مدرجة في سوق الاوراق المالية لعام 2005، واستخدم خلال الدراسة الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحديد اثر التغير في جودة حوكمة الشركات على الأداء المالي لها، ممثلاً في العائد على حقوق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم الى ربحيته، والقيمة السوقية الى الدفترية، وتباين سعر السهم اليومي.

وتوصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها وجود علاقة طردية بين فاعلية الحوكمة من جهة وبين العائد على حقوق الملكية، والعائد على الاستثمار، وسعر السهم الى ربحه، والقيمة السوقية الى الدفترية، من جهة اخرى، ووجود علاقة عكسية بين فاعلية الحوكمة وتباين سعر السهم. وأوصت الدراسة الى إمكانية اعتماد المستثمرين في سوق الاوراق المالية على مستوى فاعلية الحوكمة في ترشيد قراراتهم الاستثمارية،

4- دراسة خليل (2007): دور حوكمة الشركات في جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق

الاوراق المالية²:

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على ايجابيات ومزايا حوكمة الشركات وكيفية الاستفادة منها في تحسين جودة المعلومات المحاسبية، وصياغة الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات والاستفادة منها في تطوير مفهوم جودة المعلومات المحاسبية ومحاولة وضع مجموعة من المعايير لتحقيق هذه الجودة، ومحاولة التعرف على

¹ - قباجة (2008): أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية

² - خليل محمد أحمد إبراهيم: "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية" - دراسة نظرية تطبيقية- قسم المحاسبة، كلية التجارة ببها.

انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية والتي تم تحقيقها في حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية من خلال زيادة ثقة المستثمرين الحاليين والمرقبين في هذه المعلومات، وقد اتبعت الدراسة عدة مناهج منها المنهج الاستقرائي، المنهج المقارن، المنهج الاستنباطي، والمنهج الوصفي، وتوصلت الدراسة الى عدة نتائج منها:

- الاهتمام المتزايد بتطبيق حوكمة الشركات ليس فقط على مستوى الكثير من الوحدات الاقتصادية بل أيضا على مستوى الكثير من الدول سواء المتقدمة او النامية، لما يحققه تطبيق الحوكمة من مزايا مختلفة تحد من الكثير من المشاكل التي تواجهها هذه الشركات وبصفة خاصة المشاكل المالية، وأهمها فقدان الثقة في المعلومات المحاسبية.
- تعدد الأبعاد المحاسبية لعملية حوكمة الشركات ومنها المساءلة والرقابة المحاسبية والسعي نحو تطوير وتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة، وتزايد دور كل من المراجعة الداخلية والخارجية ولجان المراجعة وتحقيق الإفصاح والشفافية والحد من الآثار السلبية لعملية إدارة الأرباح علاوة على التقويم المستمر والفعال لأداء الوحدة الاقتصادية.
- وجود ارتباط معنوي بين تطبيق حوكمة الشركات وتحقيق جودة المعلومات المحاسبية، كما ان هناك ارتباط معنوي بين تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وبين تنشيط حركة سوق الأوراق المالية للوحدات الاقتصادية التي تطبق حوكمة الشركات، ممثلا ذلك في زيادة حركة تداول الأوراق المالية، وارتفاع أسعار أسهم هذه الوحدات.

5- دراسة القشي والخطيب (2006)¹: الحاكمية المؤسسية بين المفهوم وإمكانية تطبيقها على ارض

الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية:

ركزت الدراسة على توضيح وتحليل أسباب انهيار إحدى شركات الطاقة الضخمة (شركة انرون Enron) والتي ادى انهيارها الى انهيار أكبر شركة تدقيق في العالم (شركة Arthur Andersen) لثبوت تورطها في التلاعبات المالية التي تمت في شركة انرون، ومن ثم الاطلاع على التغيرات التي حدثت مؤخرًا على الحوكمة بسبب الانهيارات ومعرفة آراء البيئة المحيطة بها في امكانية تطبيق تلك التغيرات على ارض الوقع. وتقوم هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي الاستنباطي، وذلك من خلال التعرف على الأسباب التي أدت إلى انهيار تلك الشركات الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، والتعرف على الحاكمية المؤسسية بمفهومها الحديث، ومدى قدرة الشركات على تطبيقها، والتعرف على المشاكل التي تواجهها خلال تطبيقها، وقد خلصت الدراسة إلى:

- ✓ انه لم تكن المشكلة الرئيسية في انهيار الشركتين تتعلق بوجود قصور بمعايير المحاسبة، أو معايير التدقيق، بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين.
- ✓ لقد كانت شركة التدقيق (Arthur Andersen) تقوم بعدة أعمال مزدوجة لشركة (Enron) الأمر الذي جعل عملية الانهيارات سريعة، وهذه مخالفة صريحة.
- ✓ لقد كان هناك تقصير ملحوظ من قبل السوق المالي كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية
- ✓ وجود صعوبة كبيرة من قبل المدققين والشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية في تطبيق حوكمة الشركات بمفهومها الحديث.

¹ - القشي ظاهر، الخطيب حازم (2006) "الحاكمة المؤسسية وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية" مجلة أريد للبحوث العلمية، المجلد 10، العدد الأول، جامعة أربد، الأردن

ثانيا: الدراسات السابقة الاجنبية:

1-core et al (2005): Does weak Governance Cause Weak Stock Returns: an Examination of Operating Performance and Investors, Expectations¹:

هدفت الدراسة الى دراسة العلاقة بين الحوكمة الضعيفة وعائد الاسهم الضعيف، وتم اجراء فحص للأداء التشغيلي للشركات وتوقعات المستثمرين، حيث شملت العينة الأساسية للدراسة كل الشركات التي لها دليل الحوكمة المعد من قبل معهد جو للإدارة حيث تم اعداد دليل الحوكمة من استطلاعات (IRRC) حول حقوق المساهمين، تم تتبع دليل الحوكمة لعام 1990 واستخدامه لكل السنوات مما ساعد في تعظيم حجم العينة، وتم استخدام معامل الارتباط لدراسة العلاقة بين دليل الحوكمة وخصائص الشركات التي تتبع معهد جو، وخلصت الدراسة الى أن الشركات التي تعاني من ضعف في حقوق حملة الأسهم يؤدي الى ضعف الأداء التشغيلي لها.

2-Brown, Caylor (2004): Corporate Governance and Firm Performance²:

هدفت الى دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وأدائها حيث تم وضع مقاييس واسعة لحوكمة الشركات تم الحصول عليها من خدمات حماة الأسهم ، هذه المقاييس هي محصلة قياس 51 عامل تشتمل على 08 فئات للحوكمة وهي : المراجعة، مجلس الإدارة، القانون الداخلي، مدير التعليم، المدير التنفيذي للتعويضات، حقوق الملكية، الممارسات المتقدمة، وتم اتباع المنهج الوصفي التحليلي حيث تم الربط بين فئات الحوكمة الثمانية ومقاييس الأداء الستة المعتمدة من معهد جو للإدارة ودفعات حملة الأسهم لـ 2327 شركة، في بداية التحليل تم الربط بين نتيجة الحوكمة وبين كل متغير أساسي باستخدام معامل الارتباط بيرسون، بعدها تم ترتيب نتائج الحوكمة من الأعلى الى الأدنى من الأفضل الى الاسوء حوكميا.

¹- core et al (2005): Does weak Governance Cause Weak Stock Returns: an Examination of Operating Performance and Investors, Expectations

²- Brown, Caylor (2004): Corporate Governance and Firm Performance

وخلصت النتيجة إلى ان الشركات التي تتمتع بمستوى حوكمة أفضل نسبيا أكثر ربحية وأكثر قيمة، وتدفع أموال أكبر لحملة الأسهم، كما ان رسوم الاستشارات التي تدفع للمدققين الخارجيين اقل من الأتعاب التي تدفع لهم وهذا مرتبط بشكل كبير بضعف الأداء للشركات .

03- Gompers (2003)¹:Corporate Governance and Equity Prices

وتهدف الى تأسيس دليل حوكمة الشركات لتحديد مستوى حقوق حملة الاسهم في 1500 شركة خلال عقد التسعينات وذلك باستخدام مؤشر يشمل على أربعة وعشرون قانون من قوانين الحوكمة، حيث تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي خلال الدراسة.

وتم التوصل الى أن الشركات التي لها حقوق حملة أسهم قوية تمتلك قيمة سوقية عالية، أرباح عالية، معدل نمو مبيعات مرتفع، وتكلفة تمويل اقل، كما أن علاقة السلطة المشتركة بين المستثمرين والمدراء تم تعريفها وتنظيمها ضمن قوانين حوكمة الشركات حيث انه في بداية عقد التسعينات كان يوجد اختلاف معنوي في هذه القوانين من شركة الى أخرى، كما أن من نتائج الدراسة إن هناك علاقة قوية بين حوكمة الشركات والعائد على السهم خلال نفس الفترة، فاستراتيجية الاستثمار بشراء الأسهم في الشركات التي تتمتع بحقوق حملة أسهم جيدة، وبيع الأسهم في الشركات التي فيها حقوق حملة أسهم سيئة يؤدي الى تحقيق أرباح غير عادية بنسبة 8,5%

04- Bai et Al :Corporate Governance and Market valuation in china²:

هدفت الدراسة الى توضيح العلاقة بين آليات الحوكمة وتقييم سوقين للشركات المدرجة سوق الصين للأوراق المالية، حيث تم وضع مقاييس لآليات الحوكمة ومقاييس لتقييم السوق لجميع الشركات المدرجة في سوقين للأوراق المالية في الصين وذلك باستخدام بيانات من التقارير السنوية لتلك الشركات، بعد ذلك تم التأكد من كيفية تأثر متغيرات تقييم السوق بمتغيرات حوكمة الشركات الثمانية التي تم وضعها من قبل

¹– Gompers (2003):Corporate Governance and Equity Prices

²– Bai et Al :Corporate Governance and Market valuation in china

الباحثين، ومؤشر حوكمة الشركات أيضا وضع لتلخيص المعلومات في متغيرات حوكمة الشركات، والمؤشر وضع لإيجاد تأثير إحصائي واقتصادي على تقييم السوق.

وتمثلت عينة الدراسة بجميع الشركات المدرجة في سوق شانغهاي للأوراق المالية وسوق شنهن المالي خلال سنة 2000 حيث تم استبعاد الشركات التي فيها بيانات مفقودة بخصوص المتغيرات الثمانية واحتوت العينة المتبقية على 1004 شركة حيث تمثل 95% من الشركات المدرجة في السوقين، واعتمد الباحثون المشاركون في الدراسة على سوق الصين للأسهم وقاعدة بيانات أبحاث المحاسبة كمصدر للبيانات. وخلصت الدراسة الى أن المستثمرين يدفعون قيمة إضافية للشركات المحكومة بشكل صحيح في الصين، كما أن التأثيرات المتوقعة لمعظم المتغيرات الثمانية للحوكمة ثابتة مع التنبؤ النظري خصوصا عند إصدار أسهم لمستثمرين أجنب وزيادة نسبة المستثمرين الخارجيين حيث يمثل تأثير ايجابي ومعنوي على تقييم السوق.

05-Chtourou 2001 :Corporate Governance and Earnings Management ¹:

تهدف الدراسة الى التحقق من أن ممارسة الشركات لمبادئ الحوكمة تؤثر على جودة المعلومات المالية المعلنة، حيث تم اختيار عينة الدراسة من تعداد عام 1996 للشركات الأمريكية، حيث تم دراسة العلاقة بين خصائص لجنة المراجعة ومجلس الإدارة والى إي مدى تقاس إدارة أرباح الشركة عن طريق المستحقات التقديرية سواء كانت ايجابية او سلبية، وقد تمت الدراسة باستخدام مجموعتين من الشركات الأمريكية أحدهما ذات مستحقات اختيارية عالية والأخرى ذات مستحقات منخفضة.

وخلصت الدراسة إلى إدارة الأرباح مرتبطة ببعض ممارسات الحوكمة من قبل لجنة المراجعة ومجلس الإدارة، فيما يتعلق بلجنة المراجعة فان إدارة أرباح الدخل المتزايد مرتبطة ل طريقة عكسية مع أكبر حصة من الأعضاء الخارجيين الذين ليسوا مدراء في شركات أخرى.

¹- Chtourou, Jean S. And C. Lucie, Corporate Governance and Earnings Management ,2001

07- التعليق على الدراسات السابقة:

من خلال استعراض مجموعة من الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع يمكن الإشارة الى النقاط التالية:

1. بعض الدراسات تتركز حول قياس مدى التزام الشركات المساهمة بمبادئ وقواعد الحوكمة.
2. هناك عدد من الدراسات هدفت الى بيان أهمية حوكمة الشركات في الحد من المشاكل المالية التي تعاني منها الشركات.
3. أشارت بعض الدراسات الى إمكانية تطبيق حوكمة الشركات في عدد من البلدان.
4. ركزت بعض الدراسات حول إيجاد علاقة بين حوكمة الشركات وعوائد الأسهم، إدارة الأرباح، أداء الشركات، وتقييم الأسواق المالية.

08- ما تتميز به هذه الدراسة:

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بأنها شملت عدة محاور تطرقت إليها الدراسات السابقة،

حيث اهتمت:

- بدراسة مستوى التزام الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية بتطبيق مبادئ الحوكمة
- التعرف على الصعوبات التي تحد من الالتزام بتطبيقها
- دراسة ملائمة القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق الأوراق المالية لمبادئ حوكمة الشركات
- معرفة مدى التزام الجهات المعنية بتنفيذ تلك القوانين والأنظمة وفقا لمتطلبات الحوكمة،
- كما تم من خلال الدراسة دراسة اثر الالتزام بتطبيق مبادئ الحوكمة على أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية.

09 - المناهج المتبعة والأدوات المستعملة:

في سبيل تيسير هذا البحث فقد تم إتباع المنهج الوصفي وذلك لتحديد صيغة الظاهرة المدروسة

ومعرفة مراحلها واتجاهاتها بغرض التفسير والتحليل كما تم إتباع المنهج الإحصائي لتحديد مشكلة الدراسة

والمحاور الرئيسية المرتبطة بها (العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع) كما تم الاعتماد على الرسومات والبيانات والمنحنيات وبعض المؤشرات الإحصائية كالارتباط والتباين.

10- التوثيق العلمي:

تم إعداد هذا الموضوع انطلاقاً من عدد المصادر نذكر منها الكتب: المقالات، المجالات العلمية، الرسائل الجامعية، القوانين والمراسم الخاصة بالسوق المالية، بعض المواقع من الأنترنت.

11- دوافع الدراسة:

تم اختيار هذا الموضوع بناء على عدة دوافع منها ما هو ذاتي (شخصي) و منها ما هو موضوعي.

الدوافع الشخصية تتمثل في :

- محاولة التعمق في موضوع حوكمة الشركات بصفة عامة.
- إثراء القدرات المعرفية في المجالات المختلفة التي يستعان فيها بحوكمة الشركات.
- التعرف على دور حوكمة الشركات داخل المؤسسة الاقتصادية.
- طبيعة التخصص الدراسي
- الرغبة الشخصية في البحث في هذا الموضوع .
- الميل الشخصي لدراسة كل ما يتعلق بحوكمة الشركات.
- محاولة فهم حوكمة الشركات و مدى تأثيره على كفاءة سوق الازراق المالية.
- اما عن الدوافع الموضوعية تتمثل في :
- الاهمية المتزايدة لدراسة حوكمة الشركات
- الإهتمام المتزايد بحوكمة الشركات من قبل الباحثين لإيجاد أفضل الطرق لتطبيقه في ظل ثورة هائلة من التغيرات في جميع الميادين
- العمل على إثراء مكتبة الجامعة لطلبة التخصص، خاصة فيما يتعلق بحوكمة الشركات وسوق الازراق المالية
- معرفة مدى تطبيق حوكمة الشركات في مؤسساتنا وكذا تأثيرها على كفاءة سوق الازراق المالية .

12- حدود الدراسة :

✓ **الحدود الموضوعية:** تمحورت دراستنا حول حوكمة الشركات بصفة عامة وتأثير مبادئها على كفاءة

سوق الاوراق المالية تم استعمال استبيان للدراسة التطبيقية محاولين إسقاط دراسة الحالة على بورصة
الاوراق المالية.

✓ تختبر الدراسة بعض مبادئ واليات حوكمة الشركات

✓ **الحدود المكانية:** تمت دراسة هذا الموضوع في مؤسسات المدرجة بورصة الجزائر للاوراق المالية

✓ **الحدود الزمانية:** تمت الدراسة خلال سنوات 2014-2017

13- محتويات البحث :

لمحاولة الإلمام بكل جوانب الموضوع والاجابة على الاشكالية الرئيسية واختبار مدى صحة الفرضيات

التي تم الانطلاق منها، ارتأينا تقسيم البحث الى اربعة فصول تسبقهم مقدمة عامة مع وجود تمهيد لكل

فصل، وتليهم خاتمة عامة تمثل ملخص البحث:

حيث يتناول الفصل الأول فعالية سوق الأوراق المالية وذلك بدراسة مفصلة للفعالية، من خلال مفهومها،

متطلباتها، مستويات فعالية سوق الأوراق المالية، ونظام المعلومات.

أما الفصل الثاني فنتطرق فيه الى حوكمة الشركات وذلك من خلال دراسة مفهومها وتطورها، أهمية

حوكمة الشركات في البورصات، معايير تطبيق الحوكمة وأهدافها.

والفصل الثالث يتناول تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات وذلك بدراسة مفصلة للحوكمة وشروط القيد

بالبورصة، حوكمة الشركات وضوابط السوق المالي، آليات تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات.

وفي الأخير الفصل الرابع يتناول دراسة تطبيقية سوف نتناول في هذا الفصل دراسة أثر تطبيق لائحة

حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الجزائر، من خلال الاستبيانات التي تم توزيعها على أفراد عينة الدراسة.

الفصل الأول

كفاءة سوق

الأوراق المالية

الفصل الأول: مفاهيم اساسية حول سوق الأوراق المالية

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، باعتبارها أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعريه صعودا مع الأنباء السارة، ونزولا مع الأنباء غير السارة .

ومن أجل الوصول الى مفهوم كفاءة سواق الأوراق المالية قمنا في هذا الفصل بدراسة المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية من أجل توضيح ذلك قمنا في هذا المبحث بدراسة العناصر التالية:

هيكل سوق الأوراق المالية حيث قمنا بدراسة مفصلة لأنواع السوق، شروط تكوين السوق والأركان الرئيسية

المبحث الثاني - كفاءة السوق ومن اجل توضيح ذلك قمنا بدراسة: - فرضية السوق الكفاء - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - العوامل التي تضعف الكفاءة- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية.

المبحث الثالث: المعلومات وكفاءة السوق وسنقوم في هذا المبحث بدراسة العناصر التالية:

- كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار - دور المعلومات في سوق الأوراق المالية- أثر عدم تماثل المعلومات على السوق - كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية

تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد على كبر حجم السوق الذي يقوم على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما أدى ذلك إلى إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية والتي أطلق عليها سوق الأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك السوق.

المطلب الأول: هيكل سوق الأوراق المالية:

للأوراق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأوراق، وهي بذلك شأنها شأن أي سلعة أخرى، إلا أنها تعتبر أكثر تخصصاً وكفاءة من الأسواق الأخرى، "وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها المكان الذي يتم فيه تبادل الأصول المالية، مع ان وجودها ليس شرطاً ضرورياً لخلق وتبادل الأصول المالية، وفي معظم الاقتصاديات فإن الأصول المالية تخلق ويتاجر بها بعد ذلك في الأسواق المنظمة"⁽¹⁾. ويرى البعض ان سوق الأوراق المالية لا ترتبط بوجود المكان حيث تعرف "بأنها عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأوراق المالية والإجراءات التي تربط كل من المستثمرين والمدخرين بغض النظر عن المكان"⁽²⁾.

وتتميز أسواق الأوراق المالية عن أسواق السلع الأخرى بخصائص منها⁽³⁾:

أ- إذا كان التعامل في الأسواق الأخرى يجري على سلع منظورة وموجودة بالفعل، أما التعامل في سوق الأوراق المالية لا يتطلب عرض السلع محل التعامل حيث يجري التعامل على أساس مواصفات هذه السلع وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم مبيعاتها.

¹– Fabozzi Frank & Modigliani Franco (1992): Capital Markets, prentice–Hall Inc, USA, p 11

²– Besley, Scott and Brigham, Eugene (2003): Principles of Finance, London, south – western, p 04.

³ – محمود فهمي (1993): "تطوير سوق الأوراق المالية في مصر، وسائل وأساليب تنميتها"، معهد التخطيط القومي، ص 16

ب- تعقد في سوق الأوراق المالية صفقات كبيرة ومتكررة تؤثر بدرجة كبيرة على الأسعار وذلك على خلاف الأسواق الأخرى التي تعقد فيها صفقات قليلة ومتفرقة.

ولذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أكثر الأسواق اقتراباً من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة، وأحد

مقومات النظرية المالية، وتتحقق فيه هذه الصفة (الكمال) إذا توفرت فيه الشروط التالية⁽¹⁾:

- لا توجد أي حواجز على دخول وخروج المتعاملين ورؤوس الأموال إلى السوق.

- لا توجد تكاليف للمعاملات ولا قيود على البيع، ولا ضرائب على الأرباح ولا تكاليف للإفلاس.

- وجود عدد غير محدود من الأصول المالية، ويمكن شراء أو بيع أي كمية منها.

- كل المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين وبدون تكلفة.

- جميع المستثمرين يتميزون بالرشد ويسعون إلى تعظيم منفعتهم.

ولكن في الواقع العملي نجد أن سوق الأوراق المالية غير كاملة، فلو تمعنا الشروط السابقة لوجدنا أنه

من غير الممكن تطبيقها على أرض الواقع، حيث تشير الممارسات العملية إلى⁽²⁾:

• من غير الممكن أن لا تكون هناك ضرائب أو تكاليف، أو حواجز بجميع أشكالها على المعاملات، مما

يعني أن بعض الصفقات لا تبرم بسبب هذه الحواجز.

• يوجد حد أدنى من الأسهم التي يمكن تداولها (العدد غير الكسري)، وهذا العدد يقابل 100 سهم في

السوق الأمريكي، و 25 سهم في الأسواق العربية، وكلما قل عن هذا العدد يعتبر عدد كسري ولا يمكن

التعامل به إلا من طرف تجار الطلبات الصغيرة.

• النسبة الأكبر من الصفقات تقوم بها المؤسسات المالية المختصة، حيث تشير الإحصائيات إلى أنه من

70% إلى 75% من الصفقات المبرمة في السوق المالي الأمريكي في السنوات الأخيرة كانت لصالح

مؤسسات مالية مختصة، مما يترك أثر واضح على الأسعار.

¹ -Douglas. R. Emery, John Finnerty (1991): Principles of finance with corporate Applications, West publishing company, USA, p. 77-78.

² - منير ابراهيم هندي (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 495-497.

• في حال ما توفرت للمستثمر المعلومات المالية فإنها عادة تفوق قدرته على التحليل، مما يدفعه الى اللجوء الى محلل مالي من اجل تحليلها وهذا مقابل عمولة، وبالتالي يبقى الشرط الوحيد والمقبول عمليا هو رشد المستثمرين نحو تحقيق أكبر منفعة ممكنة.

وانطلاقا مما سبق الذي يوضح عدم كمال سوق الأوراق المالية، انتقل المفكرون الى مفهوم اخر يمكن تحقيقه على ارض الواقع نسبيا، وهو كفاءة سوق الأوراق المالية، وتنقسم الأسواق المالية إلى:

01 - السوق الأولي:

يطلق على السوق الأولي بسوق الإصدارات، وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح أسمال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية⁽¹⁾، ويتضمن السوق الأول مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب الشركات والجهات الحكومية، وتتمثل هذه المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك أو بنكيرات الاستثمار أو المتعهد كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي يتسم فيها سوق الأوراق المالية بالصغر.

ومن هنا يمكن تعريف السوق الأولي أو سوق الإصدار بأنه:

«سوق تخلقه مؤسسة مالية متخصصة كوسيط مالي تعرض فيه للجمهور والمستثمرين أوراقا مالية لشركة خاصة أو عامة، تصدرها لأول مرة»⁽²⁾.

وتعتبر السوق الأولي حلقة وسيط بين جمهور المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية بإصدار الورقة المالية، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار من أجل إعادة بيعه.

1-1 - أساليب الإصدارات في السوق الأولي: لا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدارات الأوراق

المالية، وتصريفها فهناك طريقتان وهما الأسلوب المباشر وأسلوب المزاد.

¹ - العريبيد عصام (2002): الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظري والتطبيقي، دمشق، دار الرضا، ص 21.

² - Leutenegger Marie.Agnes (1989) Gestion de portefeuille et théorie des marches financiers, Paris, p23

أ- الأسلوب المباشر: يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي تم إصدارها.

ب- أسلوب المزاد: هو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق مالية، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها، وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار (1).

وفي حالة الإصدارات الضخمة يبرم البنك عقد مشاركة مع بنوك استثمارية أخرى، تتعهد فيه بالمساهمة في توزيع الإصدار وتمويل شرائه، في مقابل الحصول على جزء من عمولة الإصدار.

1 - 2- اختيار بنك الاستثمار: قبل اختيار بنك الاستثمار هناك قرارات رئيسية ينبغي أن تتخذها الشركة المعنية، وهي تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، وتوقيت الإصدار ونوع الورقة المالية التي ينبغي إصدارها أي ما إذا كانت سهم أوسند، وهذه القرارات تعتبر مبدئية فقد يعاد النظر فيها بناء على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيقع عليه الاختيار، ويتم اختيار الشركة لبنك الاستثمار بأحد الأسلوبين:

أ- أسلوب التفاوض المباشر: فيه يكون عدد البنوك التي تجري معها التفاوض صغيراً، ذلك لأن التفاوض عادة ما يكون مع بنوك ذات خبرة سابقة مع الشركة، كما أن بنوك الاستثمار ذاتها متخصصة، فبعضها يتخصص في تصريف أوراق مالية لأنواع معينة من الشركات.

ب- أسلوب العطاءات: فيه يتنافس عدد من بنوك الاستثمار لكي يقع عليها عطاء الإصدار، وتتم المفاضلة بين العطاءات على أساس التكاليف التي تتعرض لها الشركة ففي حالة السندات يتم اختيار البنك الذي يتضمن عطاءه أقل معدل فائدة ممكن، أما في حالة الأسهم قد تكون المفاضلة على أساس السعر الذي يدفعه البنك لشراء الإصدار، أو على أساس نسبة الإصدار التي يضمن تصريفها (2).

1 - منير ابراهيم هندي (1999): اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المعارف، الإسكندرية، ص 84.

2 - منير ابراهيم هندي (1999) المصدر سبق ذكره، ص 85.

1 - 3 - المهام الرئيسية للسوق الأولي:

حتى يقوم السوق الأولي بوظيفته على الوجه الأكمل عليه أن يضطلع بأربع مهام رئيسية وهي:

- أ- توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته، وتوفير وسائل تمويل بديلة ملائمة.
- ب- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة المالية، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة.
- ج- التعهد بتصريف كل الكمية أو الحد الأدنى منها، وقد يدفع البنك مقدما للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها⁽¹⁾، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار، دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه، وذلك في مقابل عمولة، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار، وفي حالات أخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه، وعادة ما ينص الاتفاق على أن يكون بنك الاستثمار جاهزا ومتعهدا لشراء ما تبقى من الإصدار.
- د- التوزيع الفعلي للإصدار، وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه⁽²⁾، وتعتبر هذه المهمة المحور الرئيسي لعملية الإصدار، إذ يبدأ التمهيدي لها منذ التفكير في إصدار الورقة المالية، حيث يتم التفاوض بين الشركة والبنك على حجم الإصدار ونوعه، ثم يبرم الاتفاق ويتضمن كافة الشروط ما عدا السعر الذي ستباع به الورقة المالية، وكلها أنشطة تلعب دورا أساسيا في التأثير على مهمة التوزيع.

02 - السوق الثانوي (سوق التداول):

يسمى السوق الثانوي بسوق التداول للأوراق المالية طويلة الأجل بيعا أو شراء بسعر السوق، والتي سبق الاكتتاب بها في السوق الأولي ولذلك يعبر السوق الثانوي عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية

1 - منير ابراهيم هندي (1999) المصدر سبق ذكره ص 79.

2 - جاك غلين وبريان بنيتون (1995): أسواق رأس المال وشركات البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، مارس، ص 38.

بيعا وشراء، ويترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية المصدرة من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد في ذلك الوقت⁽¹⁾، وأهم ميزة للسوق الثانوي هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيوالة، لذا يستمد السوق الأولي فاعليته وكفاءته من فاعليته وكفاءة السوق الثانوي، ويعتبر السوق الثانوي مجالا لنشاط فئة صانعي السوق.

وينقسم السوق الثانوي إلى قسمين رئيسيين وهما السوق المنظم والسوق غير المنظم⁽²⁾:

2 - 1 - السوق المنظم:

يعتبر سوق الأوراق المالية المنظم (البورصة) من أهم أقسام السوق الثانوي، لأنها تعتبر أسواق مالية رسمية العمل فيها محكوم بقانون البورصة وإجراءات العمل محدودة، حيث يخضع هذا السوق لرقابة الحكومة من أجل تنظيم عملية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، وأنتقال ملكيتها من مستثمر لآخر دون غش أو تدليس سواء من جانب العاملين بالبورصة أو من قبل الشركات المتداولة أوراقها المالية فيها. على هذا الأساس يمكن تعريف سوق الأوراق المالية المنظمة على أنها (مكان تجري فيه المعاملات في ساعات محدودة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها على كل نوع من الأوراق المالية)⁽³⁾، فالسوق الثانوي أو سوق التداول المنظم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية معينة، تتوفر فيها شروط محدودة وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة.

¹ - Belletene .B (1992) :la Bourse، son fonctionnement et son rôle dans la vie économique, Paris, p 81

² - الشواورة فيصل (2008): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، ص 53.

³ - ليس للسوق الأولي مكان محدد، ولا يشغل إلا جزءا يسيرا في البورصة، ذلك أن البورصة لا تحمي عمليات السوق الأولي بالنسبة للمشروعات السابق قيدها فيها.

وعلى خلاف السوق الأولي⁽¹⁾، الذي لا يتحدد له مكانا معيناً للمعاملات التي تتم فيه، يتحدد سوق

التداول بمكان معين وهو المقصورة المتواجدة في سوق الأوراق المالية المنظم (البورصة).

لهذا فإن غياب التداول يمثل عائقاً أمام سوق الإصدارات، فعلى الرغم من أن سوق الإصدارات يعتبر

الخطوة الأولى في حركة النشاط المالي إلا أنها لا تحقق للمستثمر الطمأنينة التي ينشدها من وراء استثماره

في الأوراق المالية، وتتمثل في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي بحوزته عند عرضها للبيع في السوق،

وهو ما يشجع على تخصيص نسبة عالية من المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل، ولا يتم

ذلك إلا من خلال السوق الثانوي.

فالسوق الثانوي المنظم يتيح للمتعاملين إمكانية التصرف في هذه الأوراق دون قيد أو شرط، الأمر الذي

يوفر قدراً كبيراً من السيولة التي لا تتمتع بها أصول استثمارية أخرى، ومن هنا فإن ضعف السوق الثانوي

المنظم يعني غياب فرصة إعادة البيع العاجل لهذه الأوراق المالية مما يترتب عليه انخفاض الطلب عليها،

كما أن السوق الثانوي المنظم يتيح الإقبال على تأسيس المزيد من الشركات المساهمة والاكنتاب في أسهمها،

ومن ثم تحقيق المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة⁽²⁾، مما يؤدي إلى تنشيطها.

2-1-1 وظائف السوق المنظم (البورصة): إن الوظائف التي تؤديها الأسواق المنظمة متشابهة في

جميع الدول التي وجد بها سوق للأوراق المالية، مهما تفاوتت أعداد الأسهم التي يتم تداولها فيها، ومهما

اختلفت الآليات التي يتم من خلالها التداول، وكذلك مهما تعددت أنظمتها وإجراءاتها الداخلية، حيث تتبع هذه

الأسواق أنظمة تمكن المستثمرين من شراء وبيع الأوراق المالية بأسعار عادلة ومناسبة، وبالتالي فهي تقدم

خدمات ممتازة للأفراد وللاقتصاد الوطني على السواء، ومن أهم هذه الوظائف ما يلي:

أ- تعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين: إن عملية شراء أوراق مالية

لشركة ما يؤدي إلى تسهيل خروج شخص من استثمار قائم، ودخوله إلى استثمار آخر، وعملية تداولها في

¹ - سيد طيبي (1989) أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين، القاهرة 24-26 نوفمبر 1986، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء، ص52.

² - سوف يستخدم اصطلاح السوق المنظم واصطلاح البورصة ليدل على نفس المعنى.

السوق الثانوي (سوق التداول) ليست استثمارا ماليا فقط، إذ يترتب على عملية التداول تسييل الأوراق المالية إلى رؤوس أموال قابلة للاستثمار وبالتالي تساهم في التنمية الاقتصادية.

كما أن المستثمر الذي يملك قدرا من صكوك إحدى الشركات وينعدم رضاه عنها بسبب النتائج التي تحققت هذه الشركة، أو كان في حالة عسر مالي أو لسبب آخر، يستحيل أن يقوم برد ماله من هذه الشركة، ذلك لأنها تحولت إلى أموال ثابتة، والسوق المنظم وحده الكفيل الذي ييسر سبل التخلص من هذه الصكوك.

وتلعب الأسواق الثانوية (البورصات) دورا هاما وأساسيا في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في

الوحدات الإنتاجية، لما توفره من سيولة لحملة الأسهم، كما أن الأسواق الثانوية غالبا ما تعمل على تمويل

خطط التنمية الاقتصادية، وخاصة خطط التنمية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة، قد لا تتوفر لدى

الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من التجاء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجية التي غالبا ما يترتب عليها

أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المنظمة وبواسطة هذه

الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع

بواسطة طرح أسهمها في الأسواق المالية المنظمة للاكتتاب فيها⁽¹⁾.

ب- خلق رؤوس أموال جديدة: إن قيام أي فرد بالاكتتاب في أسهم شركة جديدة، أو شراء كمية من السندات

التي تصدرها بعض الشركات، يعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق، حيث لا

يتمكن هذا المستثمر من سحب أمواله إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأسهم، وهذا يعني أن

الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جديدة إلى هذه السوق، كما تقوم الشركات الناجحة

باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال

الشركة تزيد من رأسمالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات أو بقيمة تقل كثيرا عن

القيمة السوقية للسهم، وبذلك يزيد رأسمال المساهم، كما تزيد حجم رؤوس الأموال المستثمرة في السوق

المالي، ولا تنقص إلا في حالات إفلاس الشركات والقيام بعمليات تصفيتها.

¹ حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ احمد جودة (1998) الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، ص33

ج- إيجاد أسواق دائمة ومستمرة ومفتوحة: يمكن تنفيذ الصفقات المالية بسعر مقارب لأسعار الصفقات السابقة لنفس الورقة المالية ويتحقق ذلك من خلال قوى السوق وقانون العرض والطلب، بحيث تكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية والاجتماعية ومنع السيطرة على السوق وعلى الأسعار من جانب قلة أو فئة قليلة من المضاربين، والاستعانة في ذلك بسن القوانين والتشريعات واللوائح لضبط التعامل في الأوراق المالية.

كما يتميز السوق المالي بإمكانية استثمار أي مبلغ صغيرا كان أو كبيرا، ولأي مدة طال أم قصرت، حيث لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة، فهناك أشخاص توكل لهم هذه المهمة وهم الوسطاء (السماسرة).

د- البورصة عبارة عن مركز يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث داخل الكيان الاقتصادي: إن الأسعار المعلنة عن الصفقات التي تعقد في السوق المنظمة وتطورات أسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة تساعد على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج، لأن السوق المنظم في الحقيقة تولد فيه قوى الإنتاج ثم تتلاشى طبيعياً، فحجم المعاملات التي تبرم فيه يدل على أهمية وكمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لفائدة المبالغ المستثمرة، وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو انخفاض الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج⁽¹⁾.

على العموم فإن العلاقة بين سوق التداول والاقتصاد الوطني هي علاقة تبادلية، فنشاط السوق ينعكس على زيادة النشاط الاقتصادي الكلي، ورواج الاقتصاد الوطني وزيادة معدلات النمو تؤدي إلى زيادة نشاط السوق وفعاليتها.

2 - 2 - الأسواق غير المنظمة:

اصطلاح أسواق غير المنظمة يطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من

¹ - منير ابراهيم هندي (1994): سلسلة أسواق الأوراق المالية، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود، الأردن، ص 43.

خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط هاتفية وأطراف الحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصالات

السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار⁽¹⁾، ومن خلال شبكة الاتصالات هذه يمكن أن يجري المستثمر

اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر، ولذلك تعتبر الأسواق غير

المنظمة طرقا لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء تلك المعاملات.

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة وخاصة

السندات، وذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق، و ذلك لا يمنع تلك الأسواق من

التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، مثل السندات الحكومية وسندات بعض الشركات

ووفقا لتعريف السوق غير المنظمة⁽²⁾ يعتبر كل تاجر بمثابة صانع سوق للأوراق المالية التي يرغب في

التعامل فيها، حيث يقوم بالاحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شرائها وجود مركز دائم لبيعها، كما يتيح

أيضا للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء، وهكذا يلعب هؤلاء التجار دورا مشابها للمتخصصين في

الأسواق المنظمة.

2 - 2 - 1- خصائص السوق غير المنظمة: يتصف السوق المالي غير المنظم بعدد من الخصائص التي

تميزه عن السوق المالي المنظم وهي:

أ- سرعة إجراء العمليات والصفقات المالية شراء وبيعا للأوراق المالية، مع تعدد وتطور وسائل الاتصال،

وتخزين وتحليل البيانات المالية.

ب- تعتبر سوقا منافسة لسوق الأوراق المالية المنظمة، من حيث كبر حجم معاملاتها وبساطة إجراءات

التعاقد لتنفيذ هذه العمليات مع الجمهور أو مع شركات أخرى تتعامل في الأوراق المالية.

ج- يزداد تعامل الأسواق غير المنظمة في الأوراق المالية للشركات غير المسجلة في السوق المنظم،

وخاصة التعامل في السندات والأسهم الممتازة وكذلك في الأوراق التي تصدرها شركات صغيرة الحجم.

1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام (2005): الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، ص 124.

2 - عادة ما يكون هؤلاء التجار بيوت للسمسرة يمتد نشاطها إلى شراء وبيع الأوراق المالية، وذلك إلى جانب أنشطة أخرى مثل القيام بمهام بنكير الاستثمار وكذا السمسرة.

- د- يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة بطرق عديدة مثل دخول متخصصين بائعين أو مشتريين لديهم مركز دائم في التعامل بالأوراق المالية (1).
- هـ - يتطلب التعامل في السوق المالي غير المنظم خبرة وكفاءة عالية من قبل المتعاملين فيه، لأن أسعار البيع والشراء تتحدد بأسلوب التفاوض بين البائع والمشتري وليس بأسلوب النداء العلني، كما يحدث في البورصة، وعادة ما تسبق عملية التفاوض محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار، حيث تتوفر شبكة قوية من الحاسب الآلي توفر المعلومات اللازمة عن الأسعار لكل ورقة مالية متعامل فيها. إن السوق غير المنظم يلعب دورا هاما في تحسين كفاءة السوق المالي المنظم أو انهياره، ففي حالة انتشار المضاربة على الأوراق المالية في هذا السوق يؤثر في كثرة حالات إفلاس الشركات، الأمر الذي يضر بالاقتصاد الوطني، ولهذا يجب ألا يعمل في هذا السوق إلا الشركات التي يضمها اتحاد وطني يرتكز في بنائه على عدد كبير من القيود المالية والقانونية والتنظيمية، تلتزم بها كل شركة تعمل في مجال تسويق الأوراق المالية وتداولها، على أن ينشر هذا الاتحاد جداول أسعار يومية بحركة التعامل في هذا السوق. ولكي تنتشر أسعار ورقة مالية ما متعامل فيها في السوق غير المنظم لا بد أن تتوفر عدد من الشروط
- هذا في الدول المتقدمة - من أهمها:
- أن تكون أسهم الشركة مملوكة لعدد كبير من المستثمرين (لا يقل عن 1500 مستثمر في الولايات المتحدة الأمريكية).
- ألا يقل عدد بيوت السمسرة (التجار) المتعاملة في الورقة المالية عن ثلاثة بيوت.
- أن تتوفر معلومات مستمرة عن اهتمامات المستثمرين بتلك الورقة المالية.

¹ - منير ابراهيم هندي (1999): لأوراق المالية وأسواق رأس المال، المصدر سبق ذكره، ص 107.

03 - السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظمة ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه السوق (الأسواق) على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، حيث نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظم ليس لهم حق تداول الأوراق المالية خارج السوق المسجلة فيها، وبالتالي فإن هذه السوق منافسة للسوق المنظم⁽¹⁾.

ومن أهم أسباب خلقها ونموها هو عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة، ومن ثم وجدت هذه المؤسسات ضالتها في السوق الثالث الذي يتيح لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة والحصول على تخفيض مغري.

يضاف إلى ذلك سبب اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات الكبيرة يتم بسرعة، وأيضا إمكانية التفاوض في العمولة التي يحصل عليها العملاء أو أعضاء بيوت السمسرة من خارج السوق المنظم، ما يزيد من فاعلية ومرونة السوق الثالث، كذلك الخدمات الإدارية التي يقدمها لعملائه في مجال حفظ أوراقهم المالية، حيث نجد أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، كما أن بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة، وهو ما يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تؤديها هذه الأسواق⁽²⁾.

04 - السوق الرابع:

السوق الرابع هو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، حيث يتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من

¹ - خلف فليح (2006): الأسواق المالية والنقدية، اريد، عالم الكتب الحديثة، الأردن، ص 47

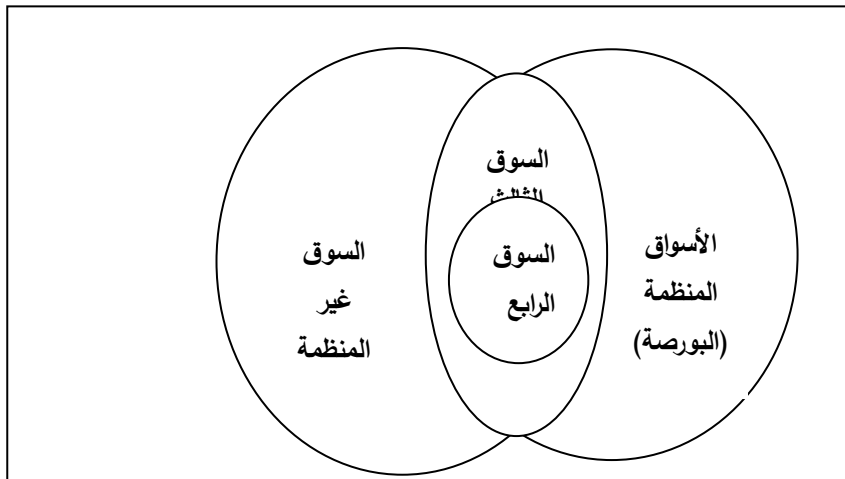
² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص(2001): الأسواق المالية والمؤسسات المالية -بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية -شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 299.

الاتصالات مثل الهاتف والحاسب الآلي، هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، كما قد يحصل عليها فورا أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.

وفي ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر، وبأسعار مرضية للطرفين نتيجة للاتصال المباشر، وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعتبر منافسا قويا للأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، مما يؤدي إلى رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية.

* أسواق أخرى: الأسواق التي يخلقها - بطريقة مباشرة أو غير مباشرة - السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم العمولة التي يتقاضونها، ويمارس النشاط في هذه الأسواق سمسرة الخصم وتجار الطلبات الكبيرة⁽¹⁾.

الشكل رقم (02) مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما



المصدر: منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص 81.

يبين الشكل التالي العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة وبين كل من السوق

الثالث والسوق الرابع، والتي تمثل في مجموعها مكونات السوق الثانوي.

¹ - منير إبراهيم هندي (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المصدر سبق ذكره، ص 112.

ويشير التداخل الذي يكشف عنه الشكل السابق على أن السوقين الثالث والرابع هما جزءا من السوق

الثانوي، ويمكنهما التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة وغير المنظمة، وذلك باعتبار

السوقين الثالث والرابع أسواقا غير منظمة.

المطلب الثاني: شروط تكوين سوق الأوراق المالية:

يتطلب لتكوين سوق مالي عدة شروط وهي:

1- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم بعمليات الإقراض إليهم من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي، لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار والذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، من هنا يتطلب من هذه المؤسسات:

أ- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.

ب- رفع أسعار الفائدة كحافز لعملية الادخار

ج- تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعها وتقريبها من عامة الشعب.

2- تحويل المدخرات إلى استثمارات: تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل

المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد

والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال المؤسسات الصناعية أو

التجارية أو العقارية أو قروضا تتمثل في السندات، لذا فالسوق المالي تمثل مجموعة أنشطة لتداول أوراقها

المالية وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

- أ- اقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات مساهمة ومدعم بسندات قومية، كما تقوم بعض الدول باقتطاع جبري من المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي وتخصيص هذه المبالغ في انشاء شركات زراعية مساهمة⁽¹⁾.
- ت- تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيارة البورصات من أجل تنشيطها وتعريفهم بالكيفية التي تعمل بها، وتسعى السلطات المختصة إلى جعلها أكثر شعبية من أجل تنمية المدخرات وتوجيهها للاستثمار.
- ج- إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات يخصص كل عضو من أفرادها مبلغاً من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.
- 3- إنشاء بورصات للأوراق المالية: تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدولة، فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق التأمين وغيرها من مصادر تجميع الأموال، ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأس مال المؤسسة.
- 4- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة، ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب فيها من قبل أفراد جميع الدول الأعضاء، ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في سوق الأوراق المالية لتلك الدول، كما هو معمول في السوق المالي الأوربي ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لمثل هذه الشركات يتم استخدامها في جميع الدول.
- 5- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات وطرح السندات لا بد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تتاح لتوظيف أمواله، وحتى تحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها مصداقية ويتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة، إذا كانت هناك ضرورة، وعن طريق الإعلانات يمكن توجيه المدخرين للمشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها في التنمية الاقتصادية.

¹ - حمزة محمود الزبيدي (2001): الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ص 141.

6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي: وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل في جلب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته، وأكثر أهمية بالنسبة للمستثمر الأجنبي، فالاستقرار السياسي عامل مهم في جذب رؤوس الأموال، وإلى جانب الاستقرار السياسي يقتضي من الدولة المضيفة أيضا أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.⁽¹⁾

7- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته المالية: وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب مثلا، وتدل التجارب من أن نجاح محاولات الدول النامية على نجاح السوق المالي في بلد ما يعتمد بالدرجة الأولى على مدى ما حققه هذا البلد من تنمية اقتصادية ومدى قوة النظام المصرفي أو السياسة النقدية للدولة، فكلما اهتمت الدولة بالتنمية الاقتصادية وزاد عدد الشركات فيها وكان القطاع المصرفي قويا، وتمكنت من السيطرة على التضخم كلما نشطت السوق المالي وحققت الأهداف المرجوة فيها وزاد الإقبال على شراء الأوراق المطروحة في السوق.

المطلب الثالث: أركان سوق الأوراق المالية:

ويتكون سوق الأوراق المالية من ثلاثة أركان أساسية وهي:

1- الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين: تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد والمؤسسات المالية ويقصد بالأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، أما المؤسسات المالية فهي البنوك وبيوت السمسة وشركات الاستثمار القادرة على الاستثمار في مشاريع تعود بفوائد معتبرة ومخاطر ضئيلة، حيث أنه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما استطاعت هذه المؤسسات الحصول على عوائد مقبولة، إضافة إلى توفر عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها.

¹-حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ احمد جودة، المصدر سبق ذكره، ص18

2- الركن الخاص لفئة المصدرين أو المقترضين: وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة استثمارية...إلخ.

أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة قرض مباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض (المؤسسات المالية) والمقترض وهو الفرد، وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية له، وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ استحقاق سداد القرض.

3- الركن الخاص لفئة الوسطاء أو الوكلاء: فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور

المستثمرين أو المقرضين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية، وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي ويقوم بمجموعة من الأعمال نذكر منها:

أ- أعمال السمسرة: تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها إليه العميل ويمكنه تلخيص هذه الأوامر في الآتي:

- الأمر السوقي: يتضمن الأمر السوقي قيام العميل بمنح السمسار صلاحية شراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسبا وبما يتلاءم مع السوق أي العرض والطلب.
- الأمر المحدد: ويتضمن إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها قيامه ببيع أو شراء الأوراق المالية، ويتطلب من السمسار في هذه الحالة تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد⁽¹⁾.
- أمر التوقف: ويعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة تحقيق ما يمكن تحقيقه من الربح أو تقادي ما يمكن من الخسارة.
- الأمر الفوري: ويقتضي تنفيذ ما يطلبه العميل من السمسرة فورا وإلا اعتبر هذا الأمر ملغيا.

¹ د. د. منير ابراهيم هندي (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، المصدر سبق ذكره. ص 126.

- **الأمر الحر أو المطلق:** يعطي هذا الأمر للسماح الحرية المطلقة في عمليات الشراء أو البيع للأوراق المالية حسب ما يعتقد السماسر أن ذلك مناسباً لمصلحة العميل سواء أكان ذلك من حيث النوع أو السعر (1)
- **الأمر المحدد بزمان:** ويقضي بأن يكون محدداً بسقف زمني معين، أسبوع، شهر أو سنة...إلخ.
- ب- **صناعة السوق:** من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع السوق لممارسة مهمته ببيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وفي هذه الحالة يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي أو السوق الموازي وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:
 - 1- توفير السيولة اللازمة للسوق عن طريق تفعيل آلياته بالتحكم في حركة العرض والطلب.
 - 2- المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما تقتضيه مصلحة السوق المالي، مما يحقق استقرار الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.
- ج- **قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية:** يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء كان في صورة أسهم أو سندات ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى يمكنه القيام بهذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشراؤها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك الاستثمار مثلاً أو شركة استثمارية.
- د- **العمل على إطالة فترة استحقاق الدين:** لما كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية أو شركة استثمارية فإنه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بالنسبة للسند أو الفائدة المترتبة عليه.
- هـ- **تقليل المخاطر والنفقات:** باعتبار الوسيط مؤسسات أو شركات استثمارية وبالنظر لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر في تداول ما يملكه من أوراق مالية في سوق الأوراق المالية (2)

¹ -محمد صالح الحناوي (1997): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 23.

² - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ احمد جودة، المصدر سبق ذكره، ص 32.

المطلب الرابع: الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملها تجاه مصدر هذه الورقة، و الذي يخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول الشركة أو هما معا، وتصنف الأوراق المالية إلى: - أسهم عادية - أسهم ممتازة - سندات

اولا : الأسهم العادية:

عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية، حيث يمثل السهم حصة الشريك في الشركة الذي ساهم في رأسمالها¹، ولكل سهم قيمة اسمية ، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. أ- تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة يكون منصوص عليها في عقد التأسيس ب- القيمة الدفترية وتتمثل في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

ج- القيمة السوقية و التي تتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية و القيمة الدفترية. و القيمة السوقية هي التقييم الحقيقي للسهم العادي وتتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة امتلاك السهم.

1- خصائص الأسهم العادية:

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى من أهمها: أ- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة في سوق الأوراق المالية تجعل سهولة التنازل عنه بالطرق التجارية، كالمناولة من يد لأخرى كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها، أو بالقيود في سجل الشركة كأسهم الاسمية، أو عن طريق عملية التظهير كأسهم لأمر².

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد(2002):" بورصة الأوراق المالية، بين النظرية و التطبيق"، الاسكندرية ص 31.

² - حميد محمد عثمان اسماعيل(1993):"أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات"، القاهرة- ص57.

- ب- مخزون للقيمة: إن قيمة الأوراق المالية تتزايد مع زيادة نجاح المشروع المصدر لهذه الأسهم، وذلك لما تعود به على حاملها من دخل سنوي، مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل تكلفة ممكنة وفي أسرع وقت.
- ج- الأسهم متساوية القيمة: حيث أن إصدار شركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية، ولا يجوز إصدار أسهم عادية من نفس الشركة بقيم مختلفة، وهذا على خلاف الأوراق المالية الأخرى كالسندات¹
- د- تقادم حق المساهم: إن حق المساهم لا يتقادم بسبب عدم الاستعمال ما دامت الشركة قائمة، و لا يبدأ التقادم إلا بعد اليوم الأول الذي يتحول فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عندما تنتهي الشركة بالتصفية أو إذا استهلك السهم، ودفع رأس المال.

2- تقسيمات الأسهم العادية:

هناك عدة تقسيمات نذكر منها: تقسيم الأسهم من حيث الشكل الذي تظهر به، وتقسيم الاسم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم، وتقسيم الأسهم على أساس الحقوق:

2.1- تقسيم الأسهم من حيث الشكل الذي تظهر به: حسب هذا التقسيم تنقسم الأسهم إلى :

- 2.1.1- الأسهم الإسمية: المقصود بالأسهم الإسمية، الأسهم التي يسجل اسم صاحبها على صك السهم وعندما تنتقل ملكيتها إلى شخص آخر، يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم يسمى جدول التنازلات، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة.
- 2.1.2- الأسهم لحاملها: هي الأسهم التي تحمل اسم مالكيها، وتنتقل ملكيتها بمجرد تداولها بين الأفراد و لا يجوز أن تصدرها الشركة إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب².
- 2.1.3- السهم الأدنى أو لأمر: وهي الأسهم التي يجوز إصدارها من قبل الشركة، مع شرط أن تكون كاملة الوفاء، ويتم انتقال هذا النوع من الأسهم عن طريق عملية التظهير، ودون أخذ موافقة مسبقة من الشركة.

¹ - Bitochristian- " Les marchés financiers internationaux ", puf. Paris 1989 page 34.

² - مراد كاضم(1967): البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية"، دراسة نظرية وعملية، الطبعة الثانية ، الإسكندرية. ص34.

2.2- تقسيم الأسهم من حيث نوع الحصة المدفوعة: تنقسم الأسهم من حيث شكل الحصة المدفوعة من طرف المساهم إلى:

2.2.1- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تمثل حصة عينية من رأسمال الشركة المساهمة، كمساهمة على شكل عقار أو آلات...إلخ.

2.2.2- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي يدفع مقابلها مساهمة نقدية. وتعتبر الأسهم العينية و الأسهم النقدية أسهم رأس المال لأنها تمثل رأس المال.

2.3- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق: حيث تنقسم الأسهم إلى:

2.3.1- الأسهم العادية: هذا النوع تمنحه الشركة للمكتتبين بأسهمها ويحق لحاملها الحصول على أرباح نهاية الدورة.

2.3.2- الأسهم الممتازة: ويعتبر هذا النوع من الأسهم هجينا بين الأسهم العادية و السندات.

2.3.3- الأسهم التمتع: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في قانون الشركة¹.

3- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية: ظهرت في السنوات الأخيرة، أنواع جديدة من الأسهم العادية نذكر منها:

3.1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعاتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين للشركة، مثل الأسهم التي أصدرتها شركة جنرال موتورز أطلق عليها الفئة (إي).

3.2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من المصروفات التي يجب خصمها قبل حساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر تشريع

¹ - محمد مطر (1993): إدارة الاستثمارات"، الطبعة الأولى -عمان- ص 208.

جديد في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركة التي تتبع أسهمها العادية إلى العاملين بها، بخصم التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة و الضريبة¹.

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

بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة زمنية محدودة.

ثانيا : الأسهم الممتازة: وهي ديون طويلة الأجل، من زاوية النسبة الثابتة من الأرباح التي يتقرر لحاملها،

وفي ناتج التصفية للشركة مثل حامل السند، ولذلك لا تعتبر هذه الأسهم من مكونات رأس مال الشركة².

كما أن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة قد تتعهد بسداد قيمتها الاسمية و هذا عكس الأسهم الأخرى، وأن

كان لحملة هذه الأسهم الحق في استبدالها وتحويلها إلى أسهم عادية.

1- خصائص الأسهم الممتازة كورقة مالية³: تتميز الأسهم الممتازة كورقة مالية دون باقي الأوراق المالية

الأخرى التي تصدرها الشركات بعدد من الخصائص أهمها:

أ- يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة محددة في ناتج تصفية أصول

المشروع، لضمان حد أدنى من الأمان و الدخل لهم، ولتقليل المخاطر التي يتعرضون لها، مقارنة بالمخاطر

التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.

ب- يتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمتها الاسمية، وهذا لا يحدث عند إصدار الأسهم العادية، ويكون لحملة

الأسهم الممتازة الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسهم عند تصفية الشركة.

ج- يحق لحملة الأسهم الممتازة تجميع الأرباح المقررة لهم إذا كانت مرتفعة، وبالتالي توزع الشركة جزء منها

على حملة الأسهم العادية أو يعاد استثمارها في الشركة و لكن بموافقة حملة الأسهم الممتازة .

د- يستطيع حملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية وهذا بموجب القيمة الاسمية للأسهم

الممتازة يمكن الحصول على عدد أكبر من الأسهم العادية، ويتم ذلك كلما كان المركز المالي للشركة قويا.

1 - منير ابراهيم هندي: "الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق ذكره، ص 12.

2 - حميد محمد عثمان اسماعيل، "أسواق المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات"، مرجع سبق ذكره، ص 154.

3 - صلاح السيد جودة(2002): "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، الإسكندرية، ص 231.

هـ- يرتبط بالأسهم الممتازة كورقة مالية، عدة اعتبارات تحقق الحماية لحاملها مثل:

* الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في اقتسام أرباح الشركة التي توزع عليهم وهذا بعد حصول حملة

الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المقررة لهم، وتسمى هذه الأسهم بأسهم المشاركة.

* بعض الأسهم الممتازة يشترط حاملوها على الشركة تكوين احتياطي لاستهلاك هذه الأسهم، تحدد قيمته

بناء على القيمة الاسمية للسهم.

* تحديد مدة زمنية للوفاء بالقيمة الاسمية للأسهم الممتازة.

2- أنواع الأسهم الممتازة: إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك أسهم ممتازة تصدر بفئات مختلفة

حسب المزايا التي تحققها كل فئة، سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح،

أو القابلة للتحويل إلى سندات أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة، وعلى هذا الأساس تقسم

الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

أ- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لصاحبها الحق في الحصول على

نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم توزعها لسبب من الأسباب، وذلك

قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب- الأسهم الممتازة المشاركة في الأصول¹: يكون لحاملها أسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام

أصول وموجودات الشركة في حالة التصفية، وبذلك يسترجع حملة هذا النوع من الأسهم القيمة الاسمية لها

من قيمة موجودات وأصول الشركة، وما يتبقى من تلك الأصول يقسم بين حملة الأسهم العادية.

ج- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: هي أسهم تعطي لحاملها ميزة تحويلها إلى أوراق مالية أخرى في

المستقبل كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم

العادي، مما يحقق له مكاسب مالية.

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد: "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 42 .

د- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يطلق عليها الأسهم الممتازة القابلة للسداد، تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم وتحتفظ بحقها في سداد قيمتها لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، وعادة ما يكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية من الأرباح، ولذلك فبمجرد أن يتحسن المركز المالي للشركة تقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها.

3- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة:

ظهرت بعض الاتجاهات الحديثة بشأن إصدارات الأسهم الممتازة من بينها الأسهم ذات التوزيعات

المتغيرة، و الأسهم التي تعطي لحاملها حق التصويت في إدارة الشركة.

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة¹: الأصل في الأسهم الممتازة أنها أوراق مالية ذات عائد ثابت،

لكن في الفترة الأخيرة ظهر اتجاه جديد بشأن الأسهم الممتازة، هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقاً لتغير معدل الفائدة

ب- الأسهم الممتازة القابلة للتصويت²: يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها حق التصويت في

مجلس الإدارة، ويكون ذلك في شكل اعتراض على قرارات مجلس ادارة الشركة في حالة انخفاض القيمة السوقية للأسهم الممتازة عن حد معين.

ثالثاً: السندات:

السند هو وعد مكتوب من قبل المصدر (المقترض) بدفع مبلغ معين من المال، يمثل القيمة الاسمية للسند

إلى حامله بتاريخ محدد مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية في تواريخ متفق عليها³.

وبالرغم من أن السند هو عبارة عن دين على مصدره لصالح المستثمر إلا أنه هناك اختلاف بين السند و

القرض، حيث أن حامل السند يمكن بيعه بسهولة وفي أي وقت يريده في السوق الثانوي وتحويل قيمته إلى

نقد سائل يعادل سعر السوق، وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية بالنسبة لحامله، في حين لا يتمتع حامل

القرض بمثل هذه الميزة، و لا تلجأ المؤسسات المقرضة إلى بيع قروضها إلا في حالة الأزمات.

1 - منير ابراهيم هندي: "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 28.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد: " بورصة الأوراق المالية" ، مرجع سبق ذكره، ص 44 .

3 -M.S Dobbs. Higginson: "investment manuel'credit Suisse First LTD. London. p124.

1- خصائص السندات¹: تتمتع السندات كغيرها من الأوراق المالية بعدة خصائص أهمها:

أ- تمثل السندات صك مديونية وليس ملكية.

ب- لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة.

ج- يحصل حامل السند على الفوائد المقررة سواء حققت الشركة أرباحا، أو خسائر ولا يمكن تأجيل تسديدها.

د- تنقطع صلة حامل السند بالشركة عند تسديد الشركة قيمة السند.

هـ- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه

الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة.

2- أنواع السندات: على غرار الأوراق المالية الأخرى تنقسم السندات إلى:

2.1- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار²: تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:

أ- سندات حكومية: تصدر من طرف الحكومة ومؤسساتها التابعة لها من أجل تمويل مشاريعها التنموية.

ب- سندات الشركات: تصدر عن شركات المساهمة مثل السندات العادية و السندات العقارية...إلخ.

2.2- تقسيم السندات على أساس الأجل: تنقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

أ- السندات قصيرة الأجل: هي سندات تمويل قصيرة الأجل متداولة في السوق النقدي، لا يتجاوز تاريخ

استحقاقها عام واحد، وتمتاز بدرجة عالية من السيولة.

ب- السندات متوسطة الأجل: هي سندات تمويل متوسطة الأجل، لا يزيد أجل استحقاقها سبع سنوات،

وتمتاز بارتفاع درجة المخاطرة.

ث- السندات طويلة الأجل: يتم تداولها في أسواق رأس المال، يزيد تاريخ استحقاقها عن سبع سنوات، ذات

فائدة أعلى من فوائد السندات القصيرة ومتوسطة الأجل.

¹ - البورصة- بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، الجزائر 1995 ص 26 .

² - دراسة مشتركة بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار في سوق عمان المالي، أسواق الأوراق المالية العربية، 1995ص31.

2.3- تقسيم السندات حسب الشكل الذي تصدر به¹: حسب هذا المنظور تنقسم السندات إلى:

أ- سندات مسجلة باسم مالكيها: هي سندات تحمل اسم مالكيها، ولا يمكن انتقال ملكيتها إلا بالرجوع إلى مصدر السند أو جهة رسمية مختصة.

ب- السندات لحاملها: هي السندات التي لا يذكر فيها اسم المستثمر، ويتم تداولها بسهولة ويسر، ودون الرجوع إلى المصدر لإتباع عملية انتقال الملكية.

2.4- تقسيم السندات من حيث طبيعة الفائدة: تنقسم السندات حسب هذا المقياس إلى²:

أ- السندات ذات سعر الفائدة الثابت: في هذا النوع من السندات يحدد سعر الفائدة طوال مدة القرض، وتكون هذه الفترة هي فترة ثبات السوق، وتوفر السيولة.

ب- السندات ذات السعر العائم (المتغير): هي السندات التي يتغير سعر الفائدة عليها خلال فترات محدودة في ضوء تغير أسعار الفائدة في السوق.

3- اتجاهات جديدة في شأن السندات: استحدثت في العشرين سنة الأخيرة أنواع جديدة من السندات تختلف عن السندات التقليدية نذكر منها:

أ- السندات التي لا تحمل كوبون (فائدة): هي نوع من السندات تباع بخصم على القيمة الاسمية، لذلك ليس لها معدل فائدة.

ب- السندات ذات الدخل: هي سندات تحصل على نسبة معينة من دخل الشركة.

ج- سندات المشاركة: هي سندات تعطي لحاملها حق المشاركة في جزء من أرباح الشركة.

د- سندات ذات معدل فائدة متحرك: هي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات

الفائدة السائد في السوق³.

1 - جمال أبو العجايز (1994) "مجلة التمويل و التنمية"، أبريل ص 15.

2 - مراد كاضم: "البورصة و أفضل الطرق في نجاح الإستثمارات المالية " مرجع سبق ذكره، ص 120.

3 - محمود صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد: "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 48.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المالية المتعلقة بالشركة المصدرة لهذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة لدى فئات عديدة، مثل إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم البيانات المالية، والمراجعين الذين يعتمدون على هذه القوائم والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية، والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث نجد كل فئة من هذه الفئات تهتم بأسعار الأوراق المالية وتأثير المعلومات على هذه الأسعار التي ترتبط بها نتائج اقتصادية تؤثر على الاقتصاد الكلي، فمثلا نجد أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تؤثر على القيمة السوقية لثروة المستثمر، مما يؤدي إلى تغيير قرارات المفاضلة بين فرص الاستهلاك وفرص الاستثمار لما يملكه من أوراق مالية، أما بالنسبة للشركة فإن تغيرات أسعار الأوراق المالية تؤثر على تكلفة مصادر التمويل المتاحة.

وتشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والبيانات والمعلومات الواردة إلى سوق الأوراق المالية إلى مفهوم آثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية وهو مفهوم كفاءة السوق.

المطلب الأول: السوق الكفاء :

يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية امتداد للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد والتي تعتبر أنه لا توجد أرباح زائدة في ظل ظروف المنافسة، فإذا كانت هناك معلومات معينة مثل البيانات المنشورة في القوائم المالية لشركة ما، متوفرة لدى جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية فإنه في ظل ظروف المنافسة السائدة سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرين قريبا من معدل العائد المتوقع.

وبالتالي فإن المستثمرين الذين يحصلون على نفس القدر من المعلومات السائدة عن الأوراق المالية المصدرة في السوق، تتاح لهم نفس الفرص في تحقيق معدلات العائد عند مستوى معين من المخاطر، مما

يدل على تحقيق العدالة في سوق الأوراق المالية، وذلك بتخفيض العائد غير العادي الناتج عن عدم تماثل المعلومات التي تنعكس بصورة كاملة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المصدرة في ذلك الوقت (1).

01 - فرضية كفاءة السوق:

هذه الفرضية تسمى أحيانا بالكفاءة السوقية أو الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير، وتطلق على السوق الذي تتغير فيه أسعار الأسهم بسرعة وبشكل صحيح في ضوء ظهور معلومات جديدة (2)، سواء تمثلت هذه المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع وحتى السنوات الماضية، أو في التحليلات أو التقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية، وتأتي هذه الاستجابة الفورية نتيجة لوجود مجموعة من المستثمرين على وعي كاف بدلالة الأرقام المحاسبية وبالتالي يمكنهم إدراك اثر الطرق المحاسبية البديلة في هذه الأرقام (3)، وبعبارة أكثر وضوحاً أن السوق لا يخدع ابداً بمكائد المحاسبة، ويستطيع أن يدرك حقيقة أي محاولة للتضليل.

وبالتالي فإن القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمتها الحقيقية أو المحورية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر لما يتعرض له من مخاطر استثمارها.

أي أنه في السوق الكفاء تكون القيمة المالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك ورقة مالية والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر، تساوي تماما القيمة السوقية للورقة المالية يوم شرائها (4).

إن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية، والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما، فقرارات بعض المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير

1 - حمزة محمود الزبيدي، المصدر سبق ذكره، ص 122.

2 - فاخر عبد الستار حيدر (2002): التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، منهج الاقتصاد الكلي، الرياض، ص 49.

3 - الشيرازي، عباس مهدي (1990): نظرية المحاسبة، ذات السلاسل للطباعة والنشر، الكويت، ص 106.

4 - ضياء مجيد (2003): البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، ص 08.

أن قرارات المستثمرين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية للورقة المالية.

ولكن ليس هذا المهم بالنسبة لكفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة في شأن الورقة المالية التي يريد تداولها، وطالما أنه في ظل السوق الكفاء سعر الورقة المالية يعكس دائما قيمتها الحقيقية، فإنه لا يمكن لأي من المتعاملين أن يحقق عائدا غير عاديا يفوق ما يحققه بقية المتعاملين الآخرين، فالعائد المتاح للجميع يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية محل الصفقة، بلا زيادة أو نقصان، فالسعر دائما يعكس كافة المعلومات بسرعة وهذا بدوره لا يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية تبقى ثابتة دائما، فمع كل معلومة جديدة تصل إلى السوق بشأن الشركة المصدرة لتلك الورقة المالية يتوقع أن ترتفع أو تنخفض قيمتها السوقية، وذلك اعتمادا على ما إذا كانت هذه المعلومات تحمل في طياتها أخبارا سارة أو غير سارة عن مستقبل تلك الشركة.

يستوي في ذلك المعلومات ذات التأثير المباشر مثل الإعلان عن زيادة في التوزيعات أو في أرباح الشركة، أو المعلومات ذات التأثير غير المباشر مثل الإعلان عن احتمال فرض رسوم جمركية على الواردات من المنتجات المنافسة، أو المعلومات عن إضرابات عمالية لدى مورد تعتمد عليه الشركة في تزويدها باحتياجاتها من المواد الخام.

ولكي تتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة لا بد من وجود مجموعة من المتعاملين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء لذلك فهم يعملون على الحصول على المعلومات بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ، أي التي تباع بقيمة سوقية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية، هذا في ظل المعلومات الجديدة الواردة إليهم وبالتالي تحقيق أرباح متميزة وهو ما يؤدي في النهاية إلى تغيير القيمة السوقية للورقة المالية لتتعاادل مع القيمة الحقيقية بسرعة ودون أن تتحقق الفرص المنشودة.

فالأوراق المالية التي تم تسعيرها بسعر أقل من قيمتها الحقيقية سوف يلجأ المستثمرون إلى شرائها وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية، أما الأوراق المالية المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية فيتم بيعها، وبالتالي ينخفض

سعرها، ويرجع ذلك إلى أن المستثمرون الذين يتسمون بالقدرة العالية في تحليل المعلومات المالية سوف يسارعون لاستغلال هذه الفروقات في الأسعار، لأن هذه الاختلافات الوقتية سوف تتلاشى تدريجياً لتتعدل القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية⁽¹⁾.

وخلاصة ما سبق، أن السوق الكفاء للأوراق المالية هي السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المالية الواردة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للورقة مع قيمتها الحقيقية أو المحورية⁽²⁾، وبالتالي لا تستطيع أي فئة من المتعاملين أن تحقق مكاسب متميزة على حساب فئة أخرى، وهذا نتيجة لاكتشاف أوراق مالية تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفاء يحقق جميع المتعاملين نفس العائد لمستوى معين من المخاطر⁽³⁾.

والكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتمثل في خطوات اساسية هي⁽⁴⁾:

أولاً: - يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

ثانياً: - في ظل المناخ التنافسي للسماسة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، المصدر سبق ذكره، ص 120.

² - Higgins, Robert, (2001) Analysis for Financial Management, 6th edition, McGraw.Hill, America, p169.

³ - محمد صالح الحناوي (2000): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 127.

⁴ - منير إبراهيم هندي (1999): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 38.

ثالثا: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتقاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفواصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

رابعا: وحتى نقول إن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم فيه، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة المعلومات.

1-1- الكفاءة الكاملة:

السوق الكفاء هو السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن الورقة المالية، وهو ما يؤدي إلى تغيير فوري في السعر لما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أخبار، هذا يدل على أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لا تتاح لأي منهم فرصة تحقيق مستوى متميز من الأرباح قبل غيره.

هذه الكفاءة للسوق يطلق عليها الكفاءة الكاملة والتي تقتضي توفر الشروط التالية:

أ- إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في نفس الوقت وبدون تكاليف، وبالتالي تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم.

ب- تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، نظرا لانعدام القيود على التعامل، فلا توجد تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمرين أن يتعاملوا بأي كمية من الأوراق المالية شراء وبيعا وذلك ببسر وسهولة هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى.

ج- يعتبر السعر داخل السوق معطى على افتراض أن عدد المتعاملين في السوق كبير جدا، بحيث أن حجم الصفقة التي يقوم بها أي من هؤلاء المستثمرين لا يمثل إلا جزءا صغيرا من الحجم الكلي للسوق،

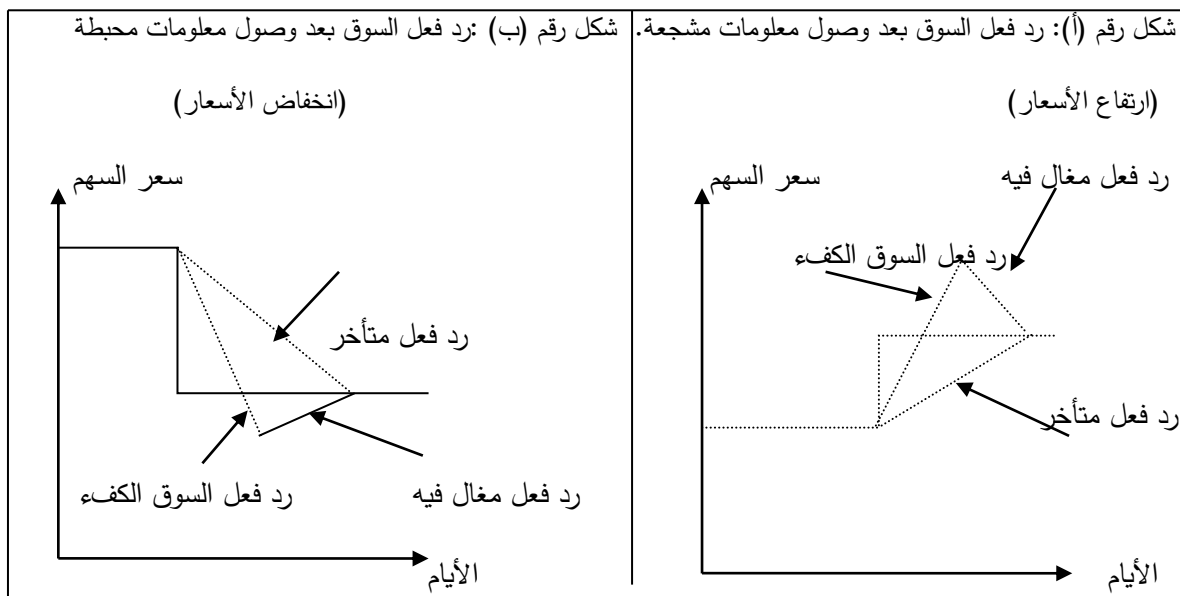
وبالتالي لا يمكن أن يكون لها تأثيرا ملموسا على أسعار الأوراق المالية، وهو ما يدل على أن كل مستثمر عليه أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.

د- أن المتعاملين يتصفون بالرشد، ويسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من استغلال ثروتهم⁽¹⁾ يتضح من هذه الشروط أنه من غير الممكن أن تتحقق في عالم الواقع وذلك نظرا لاستحالة استيفاء شروط المنافسة التامة في سوق الأوراق المالية أو أي سوق أخرى.

1- 2 - الكفاءة الاقتصادية للسوق:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أصغر من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لا يكون الفرق بين القيمتين كبيرا، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا متميزة خاصة في المدى الطويل⁽²⁾ والشكل التالي يوضح ذلك.

شكل رقم (03): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:



المصدر: عبد الغفار حنفي (2004): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص75

¹ - عبد الغفار حنفي (2001): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الاسكندرية ص 193.

² - ضياء مجيد: المصدر سبق ذكره، ص 09.

حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء بناءً على المعلومات الواردة اليه:

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 الشكل رقم (أ).

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في

القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن

يحقق للمستثمرين أرباح فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى

السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق الشكل رقم (ب).

أما حالة الاستجابة المغال 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 تدريجياً، وذلك

كما في الشكلين رقم (أ) و (ب).

02- كيف يخلق السوق سمات الكفاءة:

نميز بين مجموعتين من المتعاملين في سوق الأوراق المالية:

- مجموعة تتعامل على أساس معلومات متاحة لديها عن الشركة المعنية وتسمى بفريق المعلومات (1)

- مجموعة تتعامل على غير أساس من المعلومات أي يتعاملون بناءً على أحاسيس شخصية وإشاعات لا

أساس لها أو بناءً على آراء غير خبيرة بسوق الأوراق المالية، حيث يتعاملون على أساس من إشاعات

ويتصرفون كأنها معلومات صحيحة، مثل هذا الفريق يمكن أن تسفر تعاملاته عن فوضى في السوق تكون

من نتائجها أحداث تغيرات طارئة في أسعار الأوراق المالية المتداولة دون أن يكون لذلك أي أساس وتسمى

هذه المجموعة بفريق الضوضاء (noise traders) (تجارة الضوضاء).

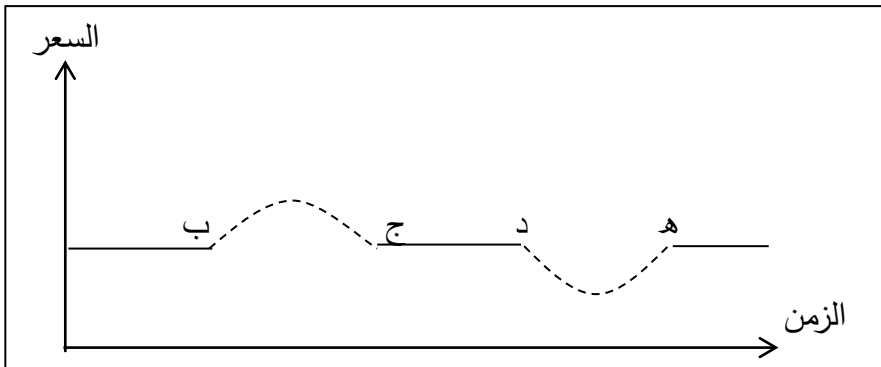
¹ - منير إبراهيم هندي (1999): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، المصدر سبق ذكره، ص 79.

يعتقد في أن فريق الضوضاء هو الذي جعل أسواق الأوراق المالية حقيقة واقعة، بل هو الذي خلق لها الكفاءة المطلوبة، فلو أن جميع المتعاملين في السوق هم من ذوي المعلومات لاخفت الحركة النشطة في الأسواق، ذلك أن كل متعامل لديه معلومات سيدرك أن المتعاملين الآخرين لديهم أيضا معلوماتهم الخاصة، وعليه إذا تقدم لعرض ما يملك من الأوراق المالية للبيع ووجد الآخرين مقبلين على شرائها فسوف يتردد كثيرا قبل إبرام الصفقة حيث ينتابه الشك في أن معلوماته غير كاملة أو أن لديهم معلومات جديدة لا يعلم عنها شيئا وبالتالي تؤدي إلى بطء أو ركود في حركة السوق.

أما في حالة وجود تجار الضوضاء فإن الوضع يختلف تماما، ففريق الضوضاء هو الذي يوفر للسوق مقوماته، فأعضائه إما يتعاملون على أساس إشاعات يعتقدون في أنها معلومات صحيحة، أو أنهم عظيمي الثراء يتعاملون لإشباع رغبة لديهم وذلك رغم علمهم أن احتمال تحقيق عائد من وراء إبرام الصفقة هو احتمال ضئيل جدا.

بوجود هؤلاء يجد المتعاملون ذوي المعلومات دافعا لإبرام الصفقات ذلك لأن تعاملات فريق الضوضاء من شأنها أن تأخذ الأسعار بعيدا عن القيمة التي ينبغي أن تكون عليها، وهنا يجد فريق المعلومات فرصة لإبرام الصفقات بما يعود بالأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذه الخدمة ليست مجانية إذ يتولد عنها أرباحا تتمثل في الفرق بين سعر الورقة المالية، وهو السعر الذي أبرمت به الصفقة وبين القيمة الحقيقية لها.

الشكل (04) يوضح: أرباح فريق المعلومات



المصدر: منير ابراهيم هندي (1999): لأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص555.

يوضح الشكل (04) أن معاملات فريق الضوضاء أدت في البداية إلى ارتفاع في القيمة السوقية للورقة المالية عند الزمن (ب)، وهنا تدخل فريق المعلومات لبيع ما يملكه من تلك الأوراق بالسعر المرتفع مما أدى إلى زيادة العرض وعودة الأسعار إلى مستواها، السابق عند الزمن (ج)، وبالتالي تحقيق أرباح إضافية تمثلت في الفرق بين السعر الذي وصلت إليه الورقة المالية وبين سعر التوازن الذي يعكس القيمة الحقيقية لها، أما في الزمن (د) فإن تعاملات فريق الضوضاء نجم عنها انخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية، وهنا وجد فريق المعلومات فرصة لشراء المزيد من تلك الأوراق، مما ترتب عنه زيادة الطلب وعودة الأسعار مرة أخرى إلى مستوى التوازن في الزمن (هـ).

إن بيع الأوراق المالية عند سعر التوازن يحقق أرباحاً غير عادية تتمثل في الفرق بين السعر الذي

اشترت به الورقة وسعر التوازن (يقترض التحليل عدم وجود تكاليف المعاملات).

كما يبدو فإن التصرفات المتعاقبة لفريق الضوضاء، هي التي تخلق الحركة النشطة على الورقة المالية، وبالتالي تحقق لسوقها العمق والاتساع، وهما عنصرين أساسيين لسهولة تسويق الورقة المالية، أما في غياب فريق الضوضاء سوف تقتصر المعاملات على فريق المعلومات مما يدل على أن التغيرات السعرية - وبالتالي الأرباح - ستكون في أضيق الحدود، بل لا تغطي الأرباح تكلفة المعاملات، ومن ثم يختفي الدافع لإبرام الصفقات.

2-1 - العلاقة بين الفريقين⁽¹⁾: يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغيرات السعرية:

- تغيرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء، وتحدث خلافاً مؤقتاً بين العرض والطلب.
- تغيرات سعرية تحدث نتيجة المعلومات الجديدة تدوم وتبقى إلى أن تصل إلى السوق معلومات حديثة⁽²⁾

¹ -Jean-Claude, George (1987): Jouez et Gagnez en Bourse, lattes, Paris, p39.

² - منير ابراهيم هندي (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المصدر سبق ذكره، ص558، 562.

في ظل النوع الأول تتأرجح الأسعار في حدود المدى بين سعر الشراء وسعر بيع الورقة المالية وهذا لا يصبحه تغير في الهامش، وحتى إذا ما حدث التغير فعادة ما يكون محدودا وما يلبث أن يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات.

على العكس من ذلك فإنه في ظل النوع الثاني يترتب على المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جديد، حيث تكون الحركة بالزيادة إذا كانت المعلومات سارة، أما إذا لم تكن كذلك فإن الأسعار تتجه نحو مستوى أقل مما كانت عليه، ليس هذا فقط بل أن التغير في السعر قد يكون كبيرا حتى في ظل الصفقات الصغيرة، وذلك عندما تعكس المعلومات درجة عالية من التفاؤل (أو التشاؤم) بشأن ربحية الشركة المصدرة للورقة المالية، وهذا بمثابة مؤشر يدل على كفاءة السوق.

وبالتالي فإن الانسجام بين الفريقين يكون واضحا في ظل النوع الأول من التغيرات السعرية، فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أولا تكون على الإطلاق، وهو ما ينسجم مع مفهوم الكفاءة للسوق، هذا يعني بالتبعية أن أدوات تحقيق الكفاءة التي يتميز بها فريق المعلومات مثل سمة الانتظام وإجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل في التوازن بين العرض والطلب، هي ذاتها أدوات تحقق الكفاءة للسوق خلال الفترات التي لا تصل فيها معلومات جديدة.

ففي ظل سمة الانتظام سوف لا تقفز الأسعار مرة واحدة إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، بل سيتحرك رويدا في هذا الاتجاه ولكن هذا يتعارض مع سمة الكفاءة، فالأسعار لن تعكس المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة وهو ما يتيح لفريق الضوضاء تحقيق أرباحا إضافية على حساب الآخرين⁽¹⁾، بل أن البطء في الوصول بالأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية يعني أن هدف تخصيص الموارد المتاحة الذي يسعى إليه السوق لن يتحقق بالمستوى المطلوب.

¹ - Bertrand Jacquillat, d/Bruno solnik(1981)Les Marchés financiers et la gestion de portefeuille, Dunod, Paris ,p30

باختصار يبدو التعارض واضحاً بين الفريقين فالسوق الذي يحقق السيولة لما يتداول به من أوراق مالية من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف كفاءة السوق، ويجعل أسعار الأوراق المالية مضللة لا تعكس المعلومات المتاحة عنها.

إن تصرفات فريق الضوضاء التي تخلق سرعة التداول في السوق تؤدي أيضاً إلى إضعاف كفاءته، لأن سعر الورقة المالية في ظل وجود فريق الضوضاء سوف لا يعكس فقط المعلومات المتاحة التي يتعامل على أساسها فريق المعلومات، بل سيعكس كذلك الإشاعات التي يتعامل على أساسها فريق الضوضاء، كل ذلك يؤدي بفريق المعلومات مواجهة الموقف بإجراء كم كاف من التعاملات يكون من شأنها إزالة الخلل في سعر الورقة المالية، ورغم أنها فرصة جيدة لتحقيق الأرباح إلا أن أصحاب المعلومات لا يقومون بها لسببين⁽¹⁾:

السبب الأول: إن المعلومات المتاحة لدى فريق المعلومات تعطيه ميزة على فريق الضوضاء، ولكن التعامل على أساس المعلومات المتاحة لا يضمن تحقيق الأرباح في كل مرة يجري فيها التعامل مع هؤلاء التجار، وعليه يصبح من غير المتوقع أن يبرم فريق المعلومات صفقات كبيرة الحجم تقليلاً للمخاطر المحتملة، ذلك لأنه كلما زاد حجم الصفقة زادت المخاطر التي يدفعها.

السبب الثاني: ليس هناك ما يؤكد لأصحاب المعلومات أنهم يتعاملون بالفعل على أساس معلومات وليس إشاعات، فمثلاً إذا كانت الأسعار الجارية تعكس بالفعل ما يتاح لهم من معلومات فإن تعاملهم على أساس أن معلوماتهم جديدة ولم تنعكس على الأسعار لا يخرج عن كونه تعامل على أساس إشاعات، وبالتالي فإن إزالة آثار فريق الضوضاء التي تتسبب في خلق الكفاءة يتم بسرعة، وهو ما يدل على الوقت الطويل الذي ينجح فيه أصحاب المعلومات بدفع الأسعار إلى مستواها الحقيقي، مما يتعارض كلية مع الكفاءة التي يسعى السوق إلى تحقيقها.

بل أن وجود فريق الضوضاء من شأنه أن يجلب الإشاعات للمعلومات التي يقوم عليها التحليل ويهتدى بها أصحاب المعلومات في اتخاذ قراراتهم، حيث أنه من النماذج التي يستخدمها المحللين في تحديد القيمة

¹ - منير إبراهيم هندي (1999). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المصدر سبق ذكره، ص 415.

الحقيقية للورقة المالية، هي مضاعف الربحية الذي يحسب بضرب ربحية الورقة في نسبة السعر إلى ربحية الورقة، وفي ظل الاشاعات التي يحملها سعر الورقة لن يكون تقدير القيمة الحقيقية لها سليما وهو ما يعد إخلالاً بمتطلبات الكفاءة.

ليس هذا فقط بل أن كون سعر الورقة يتأرجح إلى الأعلى وإلى الأسفل، فإنه يكون في بعض الأحيان أعلى من القيمة الحقيقية للورقة، وفي أحيان أخرى أقل من تلك القيمة، وإذا ما أخذ في الحسبان أن الأوراق المالية ذات المضاعف المنخفض هي الأكثر جاذبية لتجار فريق الضوضاء فإن هذا يعني الاعتقاد السائد الذي يقضي بأن العائد من الاستثمار في تلك الأوراق يفوق دائما مثيله للأوراق ذات المضاعف المرتفع⁽¹⁾ كما أن تصرفات فريق الضوضاء من شأنها أن تضعف كفاءة السوق إلا أن غيابهم يعني أيضا عدم وجود سوق نشط، فالمتعاملين من ذوي المعلومات يتعاملون مع تجار فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض، ومن ثم فإن غياب تجار فريق الضوضاء ينتج عنه هبوط شديد في التعاملات على أساس المعلومات وبالتالي انخفاض حركة السوق بصفة عامة.

هكذا يبدو أن السوق الكفاء الذي يتطلب عدم وجود فريق الضوضاء لا يمكن أن يجذب عددا كبيرا من المتعاملين، وذلك في الوقت الذي يعتبر فيه العدد الكبير من المتعاملين أداة من أدوات تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، كذلك إذا كان السوق الكفاء غير جذاب للعديد من المستثمرين خاصة من ذوي المعلومات فإن سرعة تداول الأوراق المالية في مثل هذا السوق سوف تكون عند حدها الأدنى.

وباعتبار العلاقة العكسية بين سرعة التداول وبين تكلفة الأموال بالنسبة للشركة المصدرة للأوراق المالية، فإنه يمكن القول بأن السوق الكفاء الذي عادة ما يضعف سرعة التداول قد لا يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال للشركة التي تتداول أوراقها في ذلك السوق.

اما بالنسبة للباحثين انقسموا إلى فريقين:

¹ - J.Marchal et Lecaillon(1988) :La repartions du revenu national, Ed.M.TH Genin,p 69

الفريق الأول: يفترض عدم كفاءة سوق الأوراق المالية، ومبرراته:

- 1- ليس هناك أثر للمعلومة المحاسبية في إيجاد التوازن بين متبوعي الوحدة المحاسبية.
 - 2- عدم وعي وإدراك من جانب المستثمر وبالتالي عدم القدرة على تفهم أثر السياسات المحاسبية البديلة على الأرقام في القوائم المالية.
 - 3- عدم وجود مصادر أخرى للحصول على معلومات تأكيدية بجانب القوائم المالية، أي أن المحاسب يعتبر في مصنع محتكر للمعلومات المالية.
 - 4- نتيجة للأوضاع السابقة يستجيب المستثمر بطريقة ميكانيكية (آلية) أو مُنحازة لأي معلومات محاسبية واردة في القوائم المالية، ودون أي نوع من التحليل، وبالتالي يمكن خداع السوق والتأثير على أسعار الأوراق المالية عن طريق تغيير السياسات المحاسبية.
- والسبب في ذلك أن المستثمر غير قادر طبقاً لهذا الرأي على تحديد حقيقة التغيرات في نتائج الأعمال، وعمّا إذا كانت هذه التغيرات لها أساس من الواقع، أم أنها ناتجة عن مجرد اختلاف في السياسات المحاسبية بمعرفة الوحدة المحاسبية.

الفريق الثاني: يفترض كفاءة سوق الأوراق المالية، ومبرراته:

- 1- وعي وإدراك من جانب المستثمر يمكنه من تفهم وتقييم أثر السياسات المحاسبية البديلة على المعلومات الواردة في القوائم المالية.
- 2- وجود مصادر أخرى منافسة للحصول على المعلومات المحاسبية تُمكنه من تقييم وتحليل الأرقام الواردة في القوائم المالية المنشورة.
- 3- نتيجة لذلك لا يمكن خداع المستثمر في سوق الأوراق المالية عن طريق التغيير المُتعمد في السياسات المحاسبية، أي أن التغيير لن يكون له أثر على أسعار الأسهم والسندات.

03- النقد الموجه إلى نظرية كفاءة السوق:

1- تعتمد فرض كفاءة السوق على نموذج المنافسة الكاملة وهذا تبسيط للمعلومات التي يتم عمل السوق بموجبها، حيث أن المطلوب هو تحليل النتائج في حالة عدم الكفاءة وفي حالة المنافسة لأن هذا سوف يكون له تأثيراً على صحة النتائج.

2- يعطي تحليلاً جيداً لأثر المعلومات على أسعار الأسهم والسندات، ولا يقدم تحليلاً لمدى كفاءة المعلومات المحاسبية ومدى تأثيرها على أسعار الأسهم والسندات.

ان المعلومات المحاسبية التي يستجيب لها السوق قد تكون معلومات غير سليمة فقد تكون البدائل المحاسبية التي ثبت تأثيرها على الأسعار وليست البدائل المرغوب فيها، وهناك فرق بين أمرين:
أ- تأثير سياسة محاسبية معينة.

ب- تفضيل سياسة محاسبية معينة.

ودراسة السوق قد تجيب على الأمر الأول إلا أنها لا تقدم إجابة للأمر الثاني.

3- إن استجابة المستثمرين للمعلومات المحاسبية قد يكون ناتج عن مجرد التعود على واحد من مصادر عديدة تؤثر على سوق الأوراق المالية.

4- يختص منهج دراسة سوق الأوراق المالية بتأثير المعلومات المحاسبية على سلوك المستثمرين في مجموعهم وليس بالنسبة لكل مستثمر على حده واهتمامات المحاسبة يجب أن تُوجّه للفرد وللجميع.

5- من الصعب استنتاج أي علاقة سببية بين المعلومات المحاسبية وبين تغيرات الأسعار في سوق الأوراق المالية، فهناك عوامل كثيرة تؤدي إلى تغير الأسعار وبالتالي يصبح من الصعوبة بمكان تقييم أثر معلومة معينة في معزل عن أثر المعلومات الأخرى.

وعدم وجود استجابة من جانب الأسعار تجاه المعلومات الجديدة لا يقدم دليلاً على خلو هذه المعلومات من أي تأثير أو أن هذه المعلومات غير مفيدة.

المطلب الثاني: فرضيات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساسا بتوفر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة لدى جميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق مستويات السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات وغير كفاء بالنسبة لنظام آخر، وهو ما يؤدي إلى التعرف على الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية والتي تتمثل في:

01 - فرض الصيغة الضعيفة الكفاءة:

وتسمى أيضا بـ "نظرية الحركة العشوائية للأسعار" وتقوم فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية على أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي المعلومات التاريخية⁽¹⁾، بشأن ما طرأ من تغيرات على أسعار الأوراق المالية وعلى حجم التعاملات التي جرت عليها في الماضي، وهو ما يعني أنه لا يمكن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي⁽²⁾ لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد⁽³⁾، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية من خلال احتكاره للمعلومات التي تأتي إلى سوق الأوراق المالية، وذلك لأن كافة المعلومات عكست بالأسعار الحالية. ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية مثل: سلاسل الارتباط، قواعد التصفية واختبار الأنماط الطارئة، وكان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد التغيرات المتتالية لسلسلة من أسعار الأوراق المالية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: المصدر سبق ذكره، ص142.

² - Rao, Ramesh (1992) Financial Management. Concept, and Application, 2nd edition, Macmillan Publishing Company, p 94.

³ - مثنى عبد الإله ناصر (2005) كفاءة سوق الأوراق المالية، الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/02/2005، ص 4

1-1 - سلسلة الارتباط: تقيس سلسلة الارتباط معامل الارتباط بين التغير في سعر ورقة مالية ما خلال فترة زمنية معينة، التي يسعى فيها المضاربين وبعض المستثمرين للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وذلك بناء على حركة الأسعار في الماضي وتحقيق أرباح تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمرون آخرون لا يقومون بمثل هذا التنبؤ⁽¹⁾، وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمط للتغير في أسعار الأوراق المالية فإن هذا يدل على رفض الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

1-2 - قواعد التصفية: يعتبر مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار في سوق الأوراق المالية، وبالتالي اقترح بديلا واقعا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد أوامر الشراء أو البيع بالشكل الذي يحقق له عائدا متميزا على منافسيه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، وذلك بعد خصم تكلفة المعاملات، حيث أطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية، وفي هذا الصدد توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية:

1-2-1 - المجموعة الأولى: تقوم على أن أي ارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرار شراء الأوراق المالية، وأن أي انخفاض في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سلبيما لقرار البيع⁽²⁾.

1-2-2 - المجموعة الثانية: تعرف بقواعد تأثير التوقيت أو قواعد الدورات والموسمية، ومن بينها تلك التي تعتقد بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ولكن لو كان هذا الاعتقاد صحيح فإنه يمكن لمن يتبعه أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب⁽³⁾.

1-2-3 - المجموعة الثالثة: تعرف بالمتوسطات المتحركة وتقوم على أن أسعار الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وذلك بحساب سعر ورقة مالية ما خلال فترة زمنية محددة لاكتشاف ما إذا كان التذبذب في السعر مؤقتا أم أنه يسير مع الاتجاه العام الذي يدل عليه المتوسط المتحرك، وذلك للوقوف على

1 - خالد وهيب الراوي (2000): الاسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، ص41.

2 - أمين السيد أحمد لطفي (2005): التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الاسكندرية، ص67.

3 - طارق عبد العال حماد (1998): التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، ص231.

حقيقة متوسط أسعار السوق ككل، وفي هذه الحالة يكون سعر السوق صعودي إذا كان المتوسط في صعود وقيمة المؤشر الفعلية أعلى من المتوسط المتحرك، وعلى العكس من ذلك يكون السعر في سوق الأوراق المالية نزولي عندما يكون المتوسط المتحرك يتجه إلى الهبوط، وذلك في الوقت الذي تكون فيه قيمة المؤشر الفعلية أقل من المتوسط المتحرك.

1-2-4- المجموعة الرابعة: تعرف بمدخل القوة النسبية وهي مجموعة القواعد التي تقوم على أن الأوراق المالية تتفاوت من حيث درجة التقلب في أسعارها فهناك أوراق مالية ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون سعر السوق في صعود وتنخفض ببطء عندما يكون سعر السوق في هبوط، وهي أوراق مالية عادة ما يتولد عنها عائد متميز.

وتقاس القوة النسبية لسعر الورقة المالية بطرق مختلفة منها حساب معدل العائد على الاستثمار في كل ورقة مالية، ثم تصنف تلك الأوراق التي تتميز بارتفاع متوسط معدل الاستثمار وذلك خلال فترة زمنية معينة على أنها أوراق مالية تتسم بقوة نسبية.

ومن الطرق أيضا في حساب القوة هي نسبة سعر السهم وذلك خلال فترة زمنية محددة إلى قيمة مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم، ومقارنتها بمتوسط أسعار السوق⁽¹⁾.

وتعتبر هذه المؤشرات من المعلومات التي لها أهمية كبيرة في قرارات الاستثمار، وذلك لأن القوة النسبية للسهم تعني تحقيق عائد متميز.

1-3 - اختيار الأنماط الطارئة: يعتبر هذا المدخل أن التغيرات السعرية تكون عشوائية معظم الوقت إلا أنها قد تأخذ من وقت إلى آخر نمطا معيناً يمكن اقتفاء أثره، ويستخدم في ذلك اختبارات التغير في السعر التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدثت فيها تغير في اتجاه الأسعار، وطول الفترة في كل مرة، فإذا اتضح من تحليل الاختبار أن هناك تغيرات سعرية تحدث أكثر أو أقل مما هو متوقع لسلسلة من الأسعار، فإن هذا يدل على أن هناك نوع من الحركة غير العشوائية في الأسعار.

¹ - حمزة محمود الزبيدي: المصدر سبق ذكره، ص96.

وتؤكد الدراسات الميدانية التي استخدمت أحد المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث أكدت أن التغيرات السعرية للأوراق المالية في المستقبل لا ترتبط بالتغيرات السعرية في الماضي أو الحاضر، وبناء عليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير عادية من خلال قيامهم بتحليل الحركة التاريخية لأسعارها

02 - فرض الصيغة المتوسطة الكفاءة:

يفترض الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بها، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للمتعاملين في السوق أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التحليلات التي تتاح للجمهور⁽¹⁾.

وفي ظل الفرض متوسط القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة استجابة الأسعار كلما كان ذلك دليلا على كفاءة السوق، وبالتالي فإن المستثمر لا يستطيع أن يحقق أرباح غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات، وذلك على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل.

وحتى يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح إضافية يجب عليه أن يدرك من البداية أن استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة صحيحة، ومن ثم تتاح له فرص تحقيق أرباح متميزة والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للورقة المالية وذلك قبل وصول المعلومات إلى السوق وبين القيمة الحقيقية لها في ظل المعلومات الجديدة، ولكن إذا كانت ردود فعله للمعلومات الجديدة مغال فيها فإنه يتعرض إلى الخسارة.

¹ - حامد العربي الحضري (2000): تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 172.

والوقت المتاح لتحليل البيانات والوصول إلى نتائج نهائية قد لا يكون كافيا، بمعنى أنه قد تصل إلى السوق معلومات أخرى جديدة من شأنها أن تحدث تغيرا على أسعار الأوراق المالية، قبل أو مع لحظة حصول المستثمر على النتائج النهائية للمعلومات التي وصلت إلى السوق من قبل.

وبالتالي فإنه في ظل السوق متوسط الكفاءة لا ينبغي على المستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، فذلك المال المنفق وهذا الجهد المبذول لا يحقق من ورائه عائد إضافي، وحتى إذا تحقق هذا العائد فقد لا يكون كافيا لتغطية ما تعرض له من تكاليف إضافية.

وقد اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض متوسط القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال دراسة سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية لبعض المعلومات المالية، مثل الإعلان عن الأرباح و التوزيعات أو اشتقاق الأسهم و الإصدارات الجديدة، أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة في إعداد القوائم المالية، وقد اختلفت هذه الدراسات حيث أثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الجديدة وبالتالي لا تتاح الفرص لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين وهو ما يعد تأييدا لفرض كفاءة السوق متوسط القوة⁽¹⁾.

ليس هذا فقط بل أنه اتضح أن أسعار الأوراق المالية لا تستجيب لتوقع المعلومات وهو ما يدل على تأكيد آخر لهذا الفرض، ذلك أن المعلومات المعلن عنها قد انعكست بالفعل على الأسعار، وهذا عندما تكون تلك المعلومات في إعداد الأمور المتوقع الإعلان عنها، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي الفرصة لإجراء تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، مما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا أرباحا متميزة وهذا يدل على رفض صيغة الكفاءة متوسطة القوة

كذلك نجد أن الإصدارات الإضافية من أسهم المنشآت المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، أو إصدارات الأسهم التي تحولت لأول مرة للطرح العام تباع بسعر أقل من القيمة الحقيقية للسهم تعد أيضا بمثابة رفض لصيغة الفرض متوسط القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: المصدر سبق ذكره، ص 143.

03 - الفرض الصيغة القوية الكفاءة:

في سوق الأوراق المالية القوية الكفاءة تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة بما فيها المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة الشركة⁽¹⁾، حيث لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح متميزة على حساب الآخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، أو كان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية، وفي مثل هذه الحالة لا يوجد ما يسمى بالمعلومات المالية الخاصة أو الداخلية للشركة وإذا وجدت هذه المعلومات فإنها تدل على أن السوق لا يتصف بالكفاءة القوية. ولقد اختبرت صيغة الفرض القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح للجمهور بذات السرعة، مثل المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل المعلومات المالية⁽²⁾، وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم الشركات التي يعملون فيها، وأكدت هذه الاختبارات أنه بالنسبة للمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصين في تحليل المعلومات المالية عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة⁽³⁾، بل وأن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا تتسم بالدقة في الكثير من الحالات، أما بالنسبة لكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم المالية في أسهم المنشآت التي يعملون فيها أكدت الاختبارات أن هؤلاء العاملين يحققوا بالفعل أرباحاً إضافية وهو ما يدل على أن السوق لا يتسم بالكفاءة القوية وبالتالي رفض هذا الفرض. أن الدراسات الميدانية لاختبار مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية تؤيد المستوى الضعيف الكفاءة، والذي يدل على عدم وجود فرصة أمام كبار المستثمرين المحترفين والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار والمتخصصين في تحليل المعلومات المالية، لتحقيق أرباح إضافية.

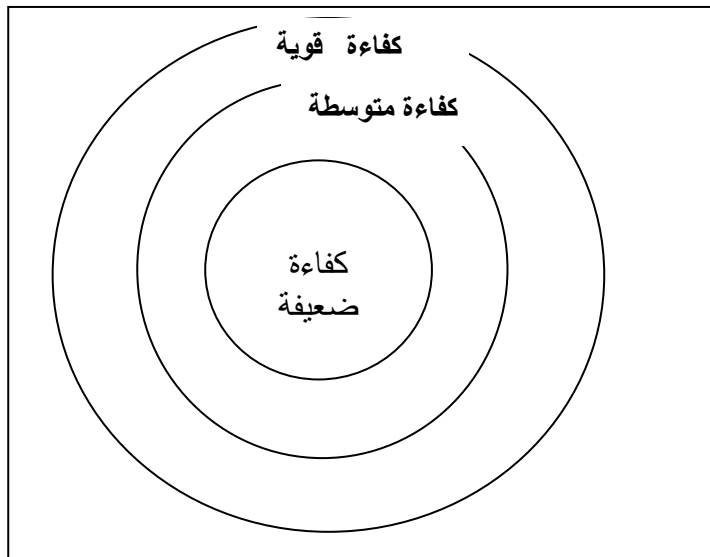
والشكل الموالي يكشف عن المعلومات التي تقوم عليها الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

1 - طارق عبد العال حماد (2002): دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 281.

2 - العديد من صناعات السوق لديهم أجهزة تقوم بتجميع المعلومات عن الأوراق المالية مما يساعدهم في اتخاذ قراراتهم على تلك الأوراق.

3 - محمد صالح الحناوي (1988): تحليل الأسهم والسندات: منحنى الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 77.

الشكل رقم (05): المعلومات التي تقوم عليها الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق.



المصدر: عبد الغفار حنفي: البورصات، أسهم، سندات. ص167

فالصيغة الضعيفة تعكس مفهوما ضيقا للكفاءة، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها، بينما تقع الصيغة المتوسطة القوة بين الاثنتين.

حيث يتضح من الشكل تمركز الصيغة الضعيفة لمستوى كفاءة السوق وهو ما أكدته الاختبارات والدراسات السابقة، وهذا دليل على أن سوق الأوراق المالية يتسم بالكفاءة الضعيفة.

المطلب الثالث: متطلبات ومقومات كفاءة سوق الأوراق المالية:

اولا- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصصا كفئا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه هذه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا المجال يلعب سوق الأوراق المالية دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر (1).

* الدور المباشر: يقوم على حقيقة أنه عندما يتداول المستثمرين أسهم شركة ما والتي وصلت معلوماتها الى السوق، فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن الشركة تتاح لها فرص الاستثمار وبالتالي

¹ -www.tadawul.net/forum/showthreaa.php/t=12....14/10/2015

تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يؤدي إلى زيادة الإصدار وتخفيض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية.

* الدور غير المباشر: إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها شركة ما يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يؤدي إلى حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وذلك بسعر فائدة معقول.

ومن جهة أخرى يتوقع أن تواجه الشركات التي لا تتوفر لها فرص استثمار صعبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى إذا تم ذلك فإنه يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم، وبالتالي تقل إصداراتها وتزيد تكلفة الأموال، كذلك إذا لجأت هذه الشركات إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل فيكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع.

ولكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يجب أن تتوفر فيه السمات التالية⁽¹⁾:

- كفاءة التسعير - كفاءة التشغيل - عدالة السوق - درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين.

1 - كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية وفيها أن المعلومات الجديدة تصل إلى

المتعاملين في السوق بسرعة، ودون فاصل زمني كبير، مما يجعل الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة⁽²⁾

حيث أن هذه المعلومات تصل إلى المتعاملين بأدنى تكلفة مما يدل على ان الفرصة متاحة للجميع

لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين. ولكن هذا

أمر غير مستحيل، فقد يستطيع عدد محدود من المستثمرين استخدام وسائلهم الخاصة في تحقيق أرباح

إضافية، ولكن هذا يحدث لفئة قليلة من المستثمرين ولفترات قصيرة، ففي السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير

من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباح طائلة على حساب

¹ - عبد الغفار حنفي (2001): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، المصدر سبق ذكره، ص 191-192

² - منير ابراهيم هندي (1999) الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المصدر سبق ذكره، ص 501.

الأخرين، " لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لدى الجميع"⁽¹⁾.

وبالتالي الكفاءة السعرية جوهرها: أثر المعلومة على سعر الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، فكلما كان هناك سرعة استجابة من قبل المتعاملين انعكس ذلك على سعر الأسهم والسندات (كفاءة سعرية)، أما إذا لم يكن هناك سرعة في الاستجابة فليس هناك كفاءة سعرية.

2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها أن تكون تكاليف إبرام الصفقات عند حدها الأدنى⁽²⁾، أي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يدفع المتعاملين فيه تكاليف عالية للسمرسة، ودون أن يتاح للتجار المتخصصين وصناع السوق فرص لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه⁽³⁾.

وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق لا بد أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها وذلك مهما كان التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الأوراق المالية⁽⁴⁾.

وعلى هذا الأساس أنه لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فإن العائد الذي يحققه المستثمر من وراء البحث عن المعلومات الجديدة يكون ضئيلا ولا يكفي لتغطية التكاليف.

فالكفاءة التشغيلية جوهرها اقتراب سعر البيع من سعر الشراء، فكلما قل التشتت بين السعرين كان هناك كفاءة تشغيلية، وكلما كُبر التشتت بين سعر البيع وسعر الشراء كان هناك عدم كفاءة تشغيلية.

¹ - عبد الغفار حنفي (1998): البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ص 154.

² - Cooper, Kerry and Fraser, Donald, (1986) The Financial Marketplace, second edition, Addison-Wesley Publishing Co, p, 288

³ - يمثل الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة المالية والسعر الذي يطلبه عند بيعها.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المصدر سبق ذكره، ص 141.

وفي محاولة لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية⁽¹⁾ صدر تشريع في أول شهر ماي سنة 1985 أطلق عليه يوم مايو سمح بمقتضاه للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة أي في أكثر من بورصة، مما خلق تنافسا قويا بين صناع السوق ترتب عليه انخفاض الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق للأوراق المالية المتداولة.

كما صدرت سلسلة من التشريعات بشأن عمولة السمسرة مما جعلها محلا للتفاوض بين العميل والسمسار، هذا إلى جانب المنافسة القوية بين صناع السوق والتي خلقها وجود الأسواق الثالثة والرابعة وتجار الطلبيات الكبيرة، إلى جانب السوق الثانوي، يضاف إلى ذلك القرارات التي يمكن أن تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلال الواضح بين العرض والطلب في سوق الأوراق المالية.

3- عدالة السوق: يقصد بعدالة السوق أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرص متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات، وذلك من حيث الوقت وتوفير المعلومات⁽²⁾.

وتعمل لجنة الأوراق المالية والبورصة جاهدة على التأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على ورقة مالية معينة، فعندما يحدث خلل في التوازن بين العرض و الطلب على ورقة مالية معينة نتيجة لوصول أمر ينطوي على طلبيه كبيرة للبيع أو للشراء، فإن إدارة البورصة عادة ما توقف التعامل على تلك الورقة لمدة زمنية، وذلك تجنباً لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذي تباع به، ويعد هذا التوقف إعلان لجميع المتعاملين في السوق دون استثناء بأن هناك خلافاً في التوازن بين العرض والطلب⁽³⁾.

¹ - منير ابراهيم هندي (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المصدر سبق ذكره، ص 502.

² - ضياء مجيد: مرجع سبق ذكره، ص 11.

³ - في بورصة العقود المستقبلية توضع حدود للتغيير في السعر، وذلك من جلسة إلى أخرى، وعندما يحدث خلل بين العرض والطلب تعتمد إدارة البورصة إلى مواجهته بتجميد الأسعار حتى إلى اليوم التالي.

فإذا كان العرض أكبر من الطلب فإن التوقف يعني دعوة لكافة المتعاملين الراغبين في الشراء، أما إذا

كان الطلب أكبر من العرض فإن الدعوة تكون للراغبين في البيع. ولكنه واقع الأمر سواء كانت الدعوة

للمستثمرين أو البائعين فمن شأنها أن تحقق هدفين:

* الهدف الأول: هو الحد من تدهور سعر الورقة المالية، وهذا في حالة زيادة العرض عن الطلب، أو الحد من حدوث ارتفاع كبير في الأسعار وهذا في حالة زيادة الطلب عن العرض.

* الهدف الثاني: هو إعطاء جميع المتعاملين فرص متساوية للاستفادة من الانخفاض أو الارتفاع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، والناجم عن اختلال التوازن بين العرض والطلب.

4- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين: ويقصد بها ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي

تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، ومن هذه المخاطر الغش والتدليس

وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

وتوفر الخاصيات السابقة لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها⁽¹⁾:

➤ أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين

تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار، وتحقيق هذا

الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والاتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من

المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل

التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

➤ أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة

طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر

لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرية المناسبة كما أن توفر هذه

¹ - محمد مطر (1999) إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، عمان، ص 133- 134

الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة

➤ والمقصود بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقات في سوق الأوراق المالية بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على نفس الورقة المالية، وذلك على افتراض عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق، وهو ما يدل على أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام في الأسعار واستقرارها، أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

على هذا الأساس يمكن القول إن السوق الجيد في الحقيقة هو السوق الذي يتسم بالكفاءة ويحقق السيولة لما يتداول فيه من أوراق مالية، حيث يتوقع المتعاملون من السوق الجيد أن يزودهم في الوقت المحدد بالمعلومات الدقيقة عن كافة الصفقات التي أبرمت، وذلك من حيث الحجم والسعر والظروف الحالية للسوق التي يعكسها مستوى العرض والطلب.

➤ أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

➤ توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة وبشكل بحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب منها أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

➤ توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى

مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

➤ كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة

أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

إن هذه السمات إذا توفرت في سوق الأوراق المالية أصبح يتصف بالكفاءة في تخصيص الموارد المالية المتاحة ولكن هذه الكفاءة لا تكفي لوحدها لإعطاء السوق هدفه المنشود، ولا بد أن تكون هذه الكفاءة كفاءة جيدة ولتحقيق ذلك يجب أن تتوفر سمة السيولة في السوق الكفاء وهو عنصر هام في كفاءة الأسواق⁽¹⁾.

ثانياً - مقومات كفاءة السوق:

تتمثل مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية فيما يلي:

- أ- إن المستثمرين يستجيبون لأي معلومات جديدة وبطريقة تؤثر على أسعار الأسهم والسندات في السوق.
- ب- إن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة من مختلف المصادر، وأن التقارير المالية تمثل جزء هام من هذه المعلومات.
- ج- نتيجة لهذه الاستجابة الفورية للمعلومات المتاحة لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق مكاسب غير عادية على الأسهم التي يمتلكها والتي يفكر في شرائها، حيث أن أسعار الأوراق المالية تعكس دائماً المخاطر النسبية لهذه الاستثمارات لا أكثر ولا أقل.

¹ - ضياء مجيد: المصدر سبق ذكره، ص13.

- إن السعر يمثل كمية وقيمة المعلومات المتاحة للمتعاملين (في القوائم المالية أو في الهوامش أو المعلومات التاريخية...). وبالتالي الأسعار ترتفع وتنخفض بناءً على المعلومة المتاحة.
- كلما ارتقى مستوى الكفاءة كلما كان ذلك في مصلحة المستثمر العادي.
- كلما كانت السياسة المالية عادلة وواضحة نتج لدينا معلومات واضحة لجميع الأطراف، وبالتالي ليس هناك حاجة لمجهودات إضافية لقراءة دلالة القوائم المالية.
- كلما ارتقى مستوى الكفاءة قلَّ تحقيق أرباح غير عادية، لأن سعر السهم أو السند سوف يتطابق مع السعر الحقيقي، والسعر الحقيقي هو السعر الذي يمثل كمية وقيمة المعلومات المتاحة.
- كلما زادت الكفاءة زادت المصدقية وزادت كفاءة المعلومة ومنه تقلصت نسبة تحقيق أرباح غير عادية للمتعاملين في السوق.
- وتتحدد الكفاءة بعاملين:

أ. مدى توفر المعلومات الخاصة بالأوراق المالية وتوفرها لجميع المستثمرين وفي الوقت المناسب.

ب. الشخص القائم على العملية التخصصية لفهم وإدراك وتفسير المعلومات.

حيث أن نظرية الكفاءة لا توضح كفاءة المعلومة وإنما أثرها، ويمكن أن تكون المعلومة غير صحيحة

ثالثاً - العوامل التي تضعف كفاءة السوق:

هذه العوامل تحول دون تحقيق التخصص الكفء للموارد المتاحة وهي:

- توفر حالة الذعر - إطلاق الإشاعات - فشل آلية التصويت - الممارسات غير الأخلاقية.

1- **توفر حالة الذعر في السوق:** عندما تسود حالة من الذعر بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية

لأسباب قد تكون مجهولة كما حدث يوم الاثنين الأسود في التاسع عشر أكتوبر 1987 عندما أغلق مؤشر

داو جونز الصناعي، عند مستوى 1738.74 نقطة مسجلا بذلك انخفاض قدره، 508 نقطة أي بنسبة

21.62% عن مستواه السابق 2247.04 نقطة، مما أدى إلى تخوف المستثمرين من تدهور الاسعار¹.

2- إطلاق الإشاعات: عندما تسود سوق الأوراق المالية إشاعات وانطباعات لا تقوم على أساس صحيح من

المعلومات تتسبب في إحداث تغيرات في أسعار الأوراق المالية.

3- فشل آلية التصويت: عندما يضعف تأثير استخدام آلية التصويت بشكل يترتب عليه في الكثير من

الحالات بقاء الإدارة في موقعها لفترة طويلة، رغم سوء استغلالها للموارد المالية المتاحة للشركة.

4- الممارسات غير الأخلاقية: عندما تسود سوق الأوراق المالية صور متعددة من الممارسات غير

الأخلاقية مثل البيع الصوري والشراء بغرض الاحتكار، واستغلال الثقة واتفاقيات التلاعب وهذه الممارسات:

* قدرة فئة معينة من المستثمرين الحصول على معلومات خاصة بشأن ما يجري داخل الشركات، مما

يمكنهم من إبرام الصفقات في الوقت المناسب وتحقيق أرباح طائلة على حساب الآخرين.

* قد يتم التلاعب بأسعار الأوراق المالية من قبل الجهات التي أصدرتها، ومثال ذلك ما يسمى لعبة

المساهمين الكبار، فعندما يرغب بعض المساهمين الكبار في شركة ما شراء كمية من أسهمها يلجئون إلى

التقليل من أرباحها بشكل مفتعل، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في السوق، وبالتالي يقومون بشراء

الأسهم بالسعر المنخفض، وعلى العكس من ذلك عندما يرغب المساهمون الكبار في بيع أسهمهم في

البورصات بأسعار مرتفعة فإنهم يلجئون إلى تضخيم أرباح الشركة بشكل مفتعل أيضا، مما يتسبب في ارتفاع

أسعارها وبذلك يتمكنوا من البيع بالأسعار المرتفعة.

* قد يتفق بعض المضاربين مع جهات معينة على أن تقوم هذه الجهات بشراء كميات معينة من الأوراق

المالية بهدف رفع أسعارها، أو العكس فقد يتم الاتفاق على بيع كميات معينة من الأوراق بهدف دفع أسعارها

نحو الانخفاض.

¹ - ضياء مجيد: المصدر سبق ذكره، ص 12.

* قد يلجأ بعض المضاربين إلى جهات أخرى اتفق معها مسبقا لكي تروج مزايا بعض الأوراق المالية أو عيوب البعض الآخر، ما ينتج عنه ارتفاع في أسعار الأوراق المالية الأولى وانخفاض في أسعار الثانية. إن الممارسات غير الأخلاقية من شأنها أن تزعزع ثقة المتعاملين خاصة وأن السوق في غياب التخطيط المركزي المباشر والشامل الذي يعد الأداة الأساسية في تخصيص الموارد المتاحة، إلى المجالات التي من شأنها أن تحقق النمو والازدهار الاقتصادي ولذا قد يكون من الملائم إعداد التشريعات اللازمة لمواجهة مثل هذه الممارسات الأخلاقية.

المطلب الرابع: خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية:

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة.

01- السيولة: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق، وصار من المطلوب إعطاء خصومات و / أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.

02 - استمرارية السعر: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحددة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة

03- عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية، ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء فإن أي خلل في التوازن بين العرض والطلب عادة ما

ينتج عنه تغيير طفيف في السعر، مما يدل على ضآلة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، وهو ما يدل على عمق السوق (1).

والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى تغير طفيف في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين - مستثمرين ومضاربين).

وتدعى الأسواق المالية التي تقتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع التي لا تستمر لفترة طويلة، ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون كبيراً نتيجة اختلال التوازن بين العرض و الطلب، ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، ففي حالة زيادة العرض عن الطلب ينخفض سعر الورقة المالية مما يعرض حاملها لخسائر كبيرة، تؤدي به إلى تأجيل قرار البيع، أما في حالة زيادة الطلب عن العرض فقد يرتفع السعر إلى الدرجة التي تؤدي بالمستثمر الراغب في شراء الورقة المالية إلى الانتظار على أمل انخفاض سعرها، وبالتالي فإن طول فترة الانتظار (يرتفع السعر في حالة زيادة العرض عن الطلب، أو ينخفض في حالة زيادة الطلب عن العرض) مرهونة بتحقيق التوازن بين العرض والطلب. وفقاً لفكرة العلاقة التوازنية أو التعويضية بين المخاطر وبين العائد، التي تدل على أنه كلما زادت المخاطر ارتفع العائد المطلوب يصبح من المتوقع ألا يقبل صانع السوق شراء الورقة المالية التي يتسم سوقها بالضحالة إلا إذا كان هامش الربح المرتقب كبيراً بالقدر الذي يحقق له الحماية من مخاطر تعرضه للخسائر الرأسمالية نتيجة لضحالة السوق.

1 - حمزة محمود الزبيدي: المصدر سبق ذكره، ص 134.

والعكس بالنسبة للأوراق المالية التي يتسم سوقها بالعمق فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين (المتاجرين) بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونوا أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة، ولأنهم يأخذوا مخاطرة أقل، فإن الفارق (أي الربح المطلوب) ما بين أسعار الطلب والعرض في الأسواق العميقة يكون ضيقا.

ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال قوية وجيدة، وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتموا الصفقات، وذلك حتى لا توجد أوامر شراء أو بيع حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ.

وتتعد الأسواق المشتتة إلى العمق لأن عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة، أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين في السوق، أو أن تكلفة الاتصالات باهظة، ويكون الفارق ما بين أسعار الطلب وأسعار العرض كبيرا في هذه الأسواق، وتستغرق عملية إتمام صفقة بيع أو شراء أوراق مالية وقتا طويلا.

04- اتساع السوق: على عكس السوق المحدود، يتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية المتداولة، مما يحقق استقرارا نسبيا في سعرها، وبالتالي يقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسالية، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يقبل صانع السوق هامش ربح منخفض على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية⁽¹⁾.

05 - سرعة استجابة السوق: أي خلل محتمل في التوازن بين العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل فرصة ترده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري المحتمل في إمكانية

¹ - حمزة محمود الزبيدي: المصدر سبق ذكره، ص 135.

شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق، وبالطبع يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض، نظرا لانخفاض المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار⁽¹⁾.

وكما هو الحال بالنسبة للسوق العميق، يتطلب شرط سرعة الاستجابة توفر وسائل اتصال فعالة تربط بين المتعاملين.

06 - كفاءة المعلومات (أو التسعير): يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية، هذا يعني أن أي تغيير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغيير مقابل في أسعار الأوراق المالية، إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

ويمكن النظر إلى الأسواق المالية الكفؤة كعبة عادلة للمتعاملين، بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين، بما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات، فانهم يشتركون في لعبة عادلة، والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي إلى قيمتها الحقيقية.

07 - انخفاض تكاليف (التداول) المبادلات: لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة أن تخصص رأسمال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة، هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فورا (عمليات مقاصة وتسديد ونقل ملكية سريعة، إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول إن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (أو التشغيلية).

في بورصة نيويورك تحسنت كفاءة التعامل (التشغيل) في عام 1975 عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية قانونا يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى وألغت

¹ - منير ابراهيم هندي (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال المصدر سبق ذكره، ص535.

العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة ، فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي 25 بالمائة، وازداد عمق

وشمولية وحيوية السوق بظهور المنافسة من صناعات السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين

العاملين في بورصة نيويورك ، كذلك فإن وجود وسطاء الخصم والتداول على الإنترنت بعمولات مخفضة جدا

في أواخر التسعينات قد ساهما بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق الرأسمال.

المبحث الثالث: المعلومات وكفاءة السوق:

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على توفر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها

وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها.

المطلب الأول: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:

تتسم أسواق الأوراق المالية بالكفاءة الضعيفة هذا ما أثبتته الدراسات الميدانية التي جرت على الأسواق

المتطورة، حيث أن أسعار الأسهم في السوق تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه⁽¹⁾، ولكن هناك

اختلاف يتمثل في ماهية تلك المعلومات ومدى السرعة في استجابة الأسعار لها، وهي نقطة الربط بين

مفهوم كفاءة السوق وبين مفهوم الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.

1- ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار:

يرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 إلى الباحث الفرنسي "لويس باشيليه"

(Louis Bachelier)، حيث كشفت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع على أنها تقتقد إلى

وجود أي ترابط بينها ما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار، وعلق على ذلك بالقول إن

المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على

حساب غيره.

أثبتت العديد من الدراسات الميدانية التي قام بها الباحثون في المجال المالي، (Kendal 1953)

(Robert & Osborn 1959) ان أسعار الأوراق المالية في السوق المالي تتبع حركة عشوائية وبالتالي لا

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، المصدر سبق ذكره، ص48.

يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح على حساب الآخرين، على اعتبار ان جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية، وأي معلومة جديدة تصل الى السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر، وحتى توقعات المستثمرين بشأن بعض المؤسسات ونتائجها تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة، وبالتالي فان التغيرات في الأسعار تكون مستقلة على بعضها البعض، وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي الى السوق في نمط عشوائي وتعكس في السعر بالشكل التالي⁽¹⁾:

$$P_t = E [P(t + 1) / I_t] \text{ حيث:}$$

P_t : سعر الورقة المالية في الزمن t .

$P(t+1)$: سعر الورقة المالية في الزمن $t+1$.

I_t : المعلومات المتاحة (سواء كانت حقيقة او توقعات) في الزمن t .

ومن خلال هذه المعادلة يتضح أن الأسعار الحالية في السوق تعتبر في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في التاريخ المحدد لتنفيذ الصفقة، وهذا ما يعني بمفهوم كفاءة السوق إن الأسعار الحالية تعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، اما الأسعار في الفترة المستقبلية تعكس التوقعات المتوفرة عن تلك الفترة، مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية في تلك الفترة، وبالتالي تتحدد الأسعار في تاريخ تنفيذ الصفقة، حيث لا يرتبط السعر المستقبلي بالسعر الحالي على اعتبار ان المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي، ومن هنا توصل باشيليه إلى إنه إذا أبرمت صفقة بسعر معين في السوق، وأراد المستثمر تخمين السعر الذي ستكون عليه السلعة محل الصفقة في تاريخ محدد فإن التخمين غير المتحيز يكون هو ذلك السعر الذي سبق أن أبرمت به الصفقة.

$$P_t - P_{t+1} = \epsilon_t \text{ :}^{(2)} \text{ إذا كان عشوائية إذا كان}$$

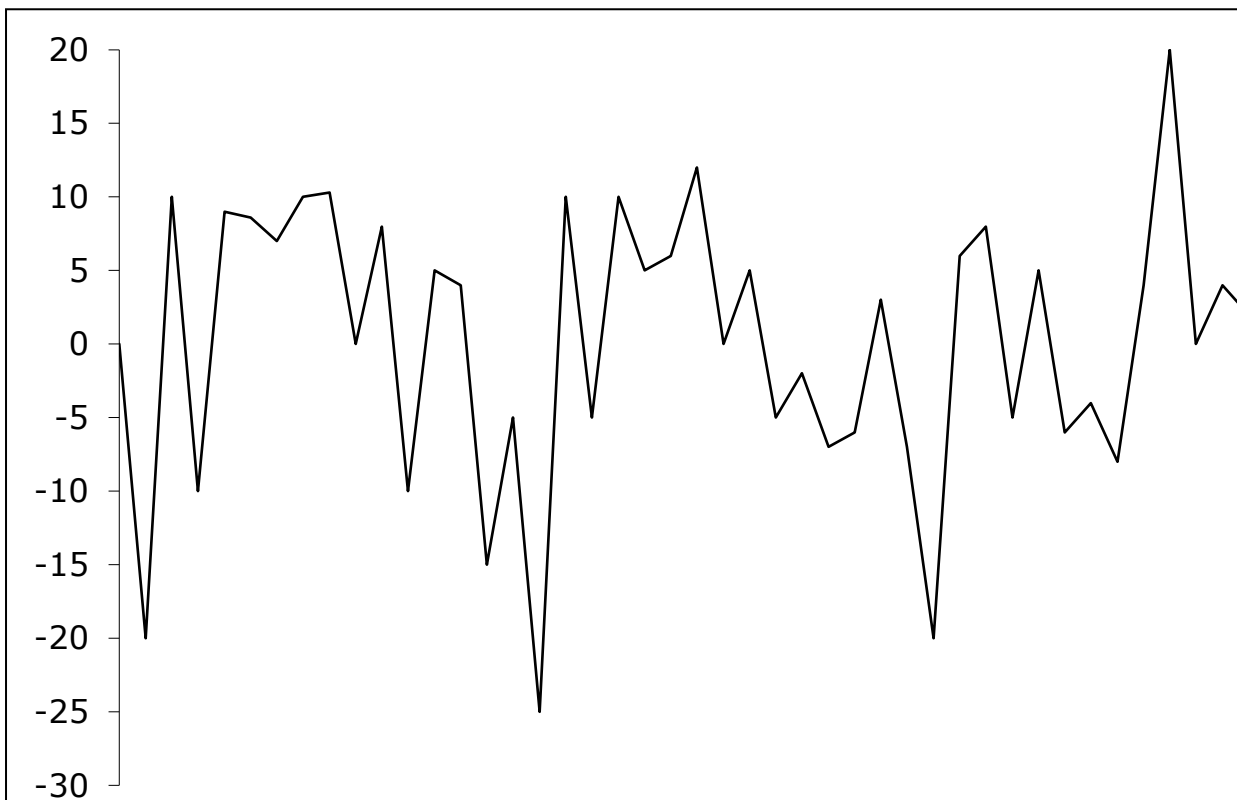
¹ -Philippe Spieser(2002), Théorie des taux d'intérêt, canada. p. 252

²- -Philippe Spieser, op. cit.p. 253

حيث ان et تمثل التغير في السعر والعوائد المرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية الى السوق، أي الاسعار وعوائدها فعلا.

وقام "روبرتس" Roberts سنة 1959 بتصوير بياني لمستويات الأسعار الفعلية في السوق خلال 52 أسبوع وفقا لمؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة، وهو ما يوضحه الشكل رقم (06).

شكل رقم (06) خريطة فعلية لقيمة مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة في 52 أسبوع.



المصدر: منير ابراهيم هندي: "الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص 517

يوضح الشكل: أن الحركة الفعلية لأسعار الأسهم هي حركة عشوائية، حيث تتذبذب الأسعار من لحظة إلى أخرى بمستويات عشوائية.

2- العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق:

أن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم الكفاءة هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم وذلك من خلال سعيهم جاهدين إلى تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وهو ما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات.

غير أنه لما كانت المعلومات ترد الى السوق في أي وقت وفي نمط عشوائي وغير منتظم، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذه الظروف لا بد أن تكون عشوائية حيث لا تتغير الأسعار إلا بوصول معلومات جديدة إلى السوق، ولكن هذه المعلومات لا تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مقدما فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتمادا على طبيعة المعلومات الجديدة التي تأتي إلى السوق والتي لا يعلم أحد عنها شيئا.

المطلب الثاني: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية:

تلعب المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، وذلك من خلال تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لها. وباعتبار من أهم خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية أن تعكس أسعار توازن الأسهم، وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة باستثمارها، ويتوقف ذلك على مدى توفر المعلومات وتمائلها لجميع المستثمرين وقدرتهم على فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات⁽¹⁾. إن توفر المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد العائد المطلوب من الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر أو الخسائر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المتوفرة، هذا على مستوى الشركة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية، من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما ينتج عنه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين، وارتفاع حجم التعامل، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، من خلال رفع كفاءة المشروعات وتنشيط الاقتصاد وتنميته. إن المعلومات والبيانات المالية المرتبطة بسوق الأوراق المالية تشير إلى هيكل متكامل أو نظام معين للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإعلانات والإصدارات الخاصة بالصناعة وحالة الاقتصاد

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: المصدر سبق ذكره، ص132.

ككل، وتتبؤات المحللين الماليين وذلك أن التقارير المالية التي تصدر عن الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات.

في حين نجد في الدول النامية أن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الرئيسي للحكم على المنشآت وتقدير أسهمها من خلال تداولها في سوق الأوراق المالية، لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات والميزانيات المالية الختامية للشركات وإصدار المعلومات الملائمة التي يمكن الاعتماد عليها بدرجة عالية من الثقة واستخدامها للحكم على كفاءة المشروع في استغلال الموارد المتاحة بشكل أمثل، وبالتالي استخدامها كمؤشر للأداء في المستقبل.

ويحتاج المستثمرين إلى المعلومات التي توفرها لهم الوحدة الاقتصادية في شكل تقارير مالية، من أجل تقدير العوائد المتوقع الحصول عليها عند تداول الأوراق المالية في السوق، ومعرفة درجة الخطر المرتبطة بها (1)، وبالتالي فإن توفر المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية يعتبر من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المشروع في التعامل مع السوق، وهو ما يؤدي إلى كفاءة السوق التي تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة وذلك من خلال الآتي:

* أهمية المعلومات المالية ودورها في ضبط حركة الأوراق المالية في السوق المالي وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات المالية تتصف بالدقة والموضوعية يمكن استخدامها من قبل المستثمرين في المفاضلة بين فرص استثماراتهم المختلفة.

* إن توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، يؤدي إلى تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات ومعرفة الحالة المالية للشركات ذاتها(2).

1 - هو شيار معروف كاكامولا(2003): الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان، ص75.

2 - صلاح الدين حسن السيسى (2003): بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، القاهرة، ص26.

* إن تداول أنواع مختلفة من الأوراق المالية في السوق بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها أو باستثمارها، وذلك اعتمادا على نوع المعلومات المتوفرة عن كل ورقة مالية وفي لحظة زمنية معينة، مما يساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب في شأن الورقة المالية التي يريد تداولها في السوق.

المطلب الثالث: أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:

إن امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها غيرهم مثل اكتساب معلومات معينة من قبل كبار العاملين في الشركات ويقومون بحجبها عن المستثمرين وذلك من أجل تحقيق أرباح إضافية، قبل نشرها في تقارير القوائم المالية للشركة يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة من أهمها (1):

✓ إن عدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية، معينة يؤدي إلى توقف المستثمرين عن التعامل بها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق وينخفض نشاطه نتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المتداولة فيه وذلك خلال فترة زمنية معينة.

✓ إن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية لدى المستثمرين يمكن أن ينعكس سلبا في مدى الأسعار، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف العمليات في السوق وتناقص سيولة الأوراق المالية وبالتالي انخفاض عدد المتعاملين في السوق.

✓ إن عدم توفر المعلومات المالية بالنسبة للأوراق المالية أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين، أو عدم توفر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة، وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة.

وتذكر لنا نظرية عدم تماثل المعلومات أو نظرية الإشارات إن إدارة المنشأة لديها معلومات عن مستقبل المنشأة أكثر مما لدى المستثمرين والمحللين الماليين خرج المنشأة وان عدم تماثل المعلومات درجات، فعلى سبيل المثال قد يكون لدى الإدارة معلومات عن اندماج وشيك من شأنه أن يغير أسعار الأوراق المالية

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد (2001): تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، ص133.

للمنشأة تغييرا كبيرا عند الإعلان عنه، هنا يكون عدم تماثل المعلومات مؤثرا بعكس حالات أخرى يكون فيها لدى الإدارة معلومات عادية لن تؤثر كثيرا على أسعار الأسهم للمنشأة عند الإعلان عنها، وتسعى إدارة المنشأة إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم لذلك تقوم بتوصيل المعلومات الايجابية بسرعة للجمهور وبقدر كافي مثل توزيعات الأرباح.

وحتى تؤدي تلك المعلومات او الإشارات المرسله للسوق أثرها المنشود من تعظيم ثروة الملاك فيجب اختيار الطريقة المناسبة لتوصيلها بحيث تكون ذات مصداقية.

ويؤثر عدم تماثل المعلومات على الكثير من القرارات المالية مثل: سياسة توزيع الأرباح، التمويل، قرارات التكوين الرأسمالي والإفصاح الاختياري للمعلومات واحتفاظ الإدارة بالملكية في إصدارات الأسهم الجديدة ومحاسبة القيمة الجارية، والانتقاء الاختياري لمراجعي الحسابات، فالمعلومات لها محتوى إعلامي.

وأوضحت دراسة (Morris, 1987)⁽¹⁾ كيفية تخفيض عدم التماثل في المعلومات عن طريق الطرف

الذي لديه اكثر فنتيجة اختلاف جودة المعلومات التي يتم عرضها بواسطة المنشآت المختلفة، فإن المنشآت التي تفصح عن معلومات جيدة قد تجد نفسها مضطرة لتوضيح ذلك عن طريق إرسال إشارة للسوق بأنها لا تستخدم المرونة المتاحة في اختيار السياسات والطرق المحاسبية لتضليل المساهمين والمستثمرين، واحد الطرق للقيام بذلك هو إمكانية ملاحظة أنها تستخدم أفضل الطرق والسياسات المحاسبية التي تدعو اليها مهنة المحاسبة، وبشرط ان لا تسمح هذه السياسات للمنشآت ذات الجودة المنخفضة بأن تنتكر في ثوب منشآت ذات جودة عالية، إلا أن هذا الأمر يمثل مشكلة حقيقية وهي ان عدد السياسات والطرق المحاسبية التي تمثل إشارات قوية قد محدودة في ظل المرونة العالية للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها.

وخلاصة ما سبق أن عدم كفاءة نظام المعلومات سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك في الحصول على المعلومات المالية والاستفادة منها مما يؤدي إلى العديد من الآثار السلبية التي تقلل من كفاءة السوق كأن ترتفع تكلفة المعاملات وتناقص حجم السوق وتزايد تكلفة الأموال.

¹ - طارق عبد العال حماد (2005) حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ- تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، ص 78

وترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات المالية إلى التأخر في نشر البيانات والقوائم المالية مما يقلل من فائدة ما تحتويه من معلومات بالنسبة للمستثمرين، وهو ما ينتج عنه حصول بعض المستثمرين على أرباح غير عادية تقلل من كفاءة السوق.

كما قد يكون السبب في عدم كفاءة نظام المعلومات هو نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، بحيث يعجز المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة نتيجة لعدم حصولهم على جميع البيانات اللازمة للوصول إلى هذا النوع من القرارات.

إن نظام المعلومات غير الكفاء يجعل سوق الأوراق المالية غير كفاء مما يؤدي إلى العديد من الآثار الاجتماعية والاقتصادية السلبية، كأن يمتنع المدخرون عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية، وبالتالي تجد مشروعات الأعمال صعوبات عديدة في الحصول على الأموال اللازمة لها، من خلال نفس السوق بتكلفة معقولة.

المطلب الرابع: كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية:

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة وهنا تكمن أهمية المعلومات بشكل كبير في السوق الكفاء، والتي تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف

بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة

في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي⁽¹⁾

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات

المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات

المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم

الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة

لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة

الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها

فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط

الإفصاح بالمجال المحاسبي، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية

التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن

مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو

قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط⁽²⁾.

وكننتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:

➤ كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي

وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من

حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات

في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت، والموضوعية... الخ.

¹ - عبد الغفار حنفي (2004): الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، المصدر سبق ذكره، ص 181

² - ناجي مسعود علي (2005) المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال، مداخلة الى ندوة دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية -

تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس. 2005/11/12، ص3

➤ زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قرارهم، لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين

➤ كيفية الإفصاح عن المعلومات: توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية... الخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم

المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية وذلك عن طريق:

✓ متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة .

✓ تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة .

✓ الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية .

✓ تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية .

حيث يمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع⁽¹⁾:

1- النوع الأول: المعلومات التاريخية: وهي تعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأوراق المالية وعوائدها في

الماضي.

2- النوع الثاني: المعلومات العامة: وهي معلومات عامة متاحة للنشر تعبر عن الظروف الحالية

والخاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

¹ - محمد صالح الحناوي جلال إبراهيم العبد: مرجع سبق ذكره، ص135.

3- النوع الثالث: المعلومات الخاصة: وهي المعلومات التي تتاح لفئة متميزة من المستثمرين مثل كبار

العاملين في الشركة، الذين يمتلكون معلومات خاصة بها.

مصادر المعلومات المالية: وتتمثل في:

1. التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن

نشاطها، هيكلها، أرباحها... الخ، في شكل نشرات إخبارية.

2. التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن

بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

3. المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري

4. قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف

على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم " دليل المستثمر

للفرد عن طريق شبكة الكمبيوتر "التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

خلاصة الفصل الأول:

واستنادا إلى مفهوم كفاءة السوق نستنتج:

1- أن كفاءة سوق الأوراق المالية تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق، وإنما في

الواقع الكفاءة مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أولا يمكن استخدامها للتنبؤ بأسعار الأوراق

المالية المتداولة في السوق.

2- إن مفهوم كفاءة السوق يتعلق أساسا بالعلاقة بين المعلومات المالية والأوراق المالية المتداولة.

3- إن العلاقة بين المعلومات وأسعار الأوراق المالية تؤثر على طلب المستثمرين للمعلومات كما تؤثر على

سلوك المستثمر نفسه، فإذا رأى المستثمر أن سوق الأوراق المالية يتسم بالكفاءة سوف يلجأ إلى اتباع

استراتيجيات معينة لتشكيل محفظته المالية، وبالتالي يقل طلبه للمعلومات المالية، أما في حالة شعور

المستثمرين بعدم كفاءة سوق الأوراق المالية فقد يدفعهم ذلك إلى البحث عن المعلومات المناسبة وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين كالوسطاء والمحللين الماليين، وذلك في محاولة منهم لتحقيق أرباح إضافية.

4- لقد أثبتت الدراسات الميدانية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية أن سوق الأوراق المالية تتميز بالكفاءة من الشكل الضعيف وشبه القوي ولكنها رفضت الشكل القوي لمستوى الكفاءة.

5- إن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بالسوق هو معرفة الأوراق المالية التي بها خلل في السعر، وذلك على أمل تحقيق إيرادات إضافية، كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها المحورية أو الحقيقية، وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وانخفاض الطلب على الأوراق المالية ذات السعر الأكبر من قيمتها الحقيقية فيخفض سعرها، وبالتالي تتجه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو التوازن.

وبالتالي فإن الحصول على المعلومات وتحليلها يعد وسيلة هامة وخطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية، لأن أسعار جميع الأوراق لا تعكس القيم المحورية في كل الفترات، وهو ما يؤدي من وقت لآخر إلى ظهور فرص الاستفادة من المعلومات وتحليلها وتحقيق بعض الأرباح الإضافية وذلك في فترات قصيرة، ولكن مع مرور الوقت وتزايد المعاملات في السوق سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية، وذلك بفضل تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المتعاملين في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية إلى تخفيض التباين بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية.

الفصل الثاني

حكمة الشركات

الفصل الثاني: حوكمة الشركات

تزايد الاهتمام بحوكمة الشركات في العديد من الاقتصاديات العالمية خاصة عقب الأزمات الاقتصادية والمالية التي شهدتها العديد من الدول في عقد التسعينات من القرن الماضي، وما شهدته الاقتصاد الأمريكي والعالمى - مؤخرًا - من تداعيات الانهيارات المالية في الشركات الأمريكية العالمية خاصة سنة 2008، الأمر الذي دعا إلى ضرورة الاهتمام بآليات ومعايير وتطبيقات حوكمة الشركات، في ظل ما أفرزته هذه الأزمات من قضايا سوق المال.

وارتبط مصطلح حوكمة الشركات بالعلومة والأزمات الاقتصادية والمالية، وأصبح هذا المصطلح يثير اهتمام الدوائر الأكاديمية والسياسية العالمية وخبراء إدارة وتدوير الأوراق المالية، وأدى هذا المصطلح إلى تغيير استراتيجية الاستثمار المتعارف عليها " بارتفاع العائد كلما زادت المخاطرة "، إلى استراتيجية جديدة عرفت باسم " التوجه نحو الجودة "، وغالبا ما واجهت الاستراتيجية الأولى أزمات الأسواق الناشئة إلا أنها ارتبطت أيضا - في الآونة الأخيرة - بأزمات الأسواق المتقدمة، وما شهدته هذه الأخيرة من مظاهر عدم الاستقرار واضطرابات اجتاحت أسواق المال والأعمال العالمية، وأصبح المتعاملون في بورصات الأوراق المالية وأسواق العقود والمؤسسات الدولية (خاصة مع تصاعد حجم الخسائر التي أفرزتها الأزمة المالية العالمية الراهنة، وارتفاع تكاليف عمليات التلاعب والتضليل والغش في اسواق الاوراق المالية)، في حالة من الشك وانعدام الثقة في صحة القوائم المالية المنشورة من طرف الشركات والمؤسسات المالية، مما ولد أزمة ثقة في صحة المعلومات المتداولة التي تساهم في كفاءة اسواق الاوراق المالية، والتي لا تعبر عن واقع العديد من الشركات العالمية، وفي هذا الإطار أصبح من الضروري استخدام الحوكمة كأداة معالجة وضبط للسلوك تعبيراً عن ثقافة الالتزام والإصلاح، فكلما كانت الحوكمة قوية وفعالة كلما تحسنت درجة الشفافية و الوضوح للمعلومات التي تعكس أسعارها في أسواق الاوراق المالية مما يزيد في كفاءة هذه الأخيرة، وهو ما يمثل حافزا لجذب الاستثمارات المحلية والدولية وهذا من شأنه أن يحسن من الأداء الاقتصادي للدولة ككل و أداء الشركات بصفة خاصة.

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

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة المؤسسات، حيث سنحاول في هذا المبحث التعرف على مختلف

الأسباب الأساسية لظهور حوكمة المؤسسات وكذا التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات

ومحددات الحوكمة وعملها.

المبحث الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات، في هذا المبحث سوف نتطرق إلى الأطراف المعنية

بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات وكذا التطرق إلى الأهمية الاقتصادية والقانونية لحوكمة الشركات وفي الأخير

تم التطرق إلى الأهداف المختلفة لحوكمة الشركات.

المبحث الثالث: المبادئ والقواعد التي تقوم عليها الحوكمة الجيدة للشركات حيث سنحاول في هذا

المبحث التعرف على مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، ومبادئ مؤسسة التمويل الدولية

(IFC) ومبادئ لجنة بازل، ومن ثم توضيح أهميتها وكذا موقع المنظمات الدولية فيها، كما تم التطرق الى

الخصائص والركائز المختلفة لحوكمة الشركات.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

المطلب الأول: نشأة حوكمة الشركات:

01: اصطلاحاً:

ظهر مصطلح الحوكمة على شكل مصطلح - الحكم الراشد - وهذا في اللغة الفرنسية وذلك في القرن الثالث عشر ثم ظهر عبارة عن مصطلح قانوني ليعبر عنه في نطاق أوسع من ذلك معبرا عن تكاليف التسيير، كما كانت هناك عدد من المقترحات المطروحة: حكم الشركات- حكمانية الشركات- حاكمية الشركات- حوكمة الشركات- بالإضافة إلى عدد من البدائل الأخرى، مثل: أسلوب ممارسة سلطة الإدارة بالشركات، أسلوب الإدارة المثلى، القواعد الحاكمة للشركات، الإدارة النزيهة، وغيرها⁽¹⁾.

وتجدر الإشارة إلى إن هناك مؤيدون للاختيار الأول وفقاً لما ورد من تفسير مركز المنشأة، ولكن من ناحية أخرى تتفق عدد من الآراء على استبعاد "حكم الشركات" (لما للكلمة من دلالة إن الشركات هي الحاكمة أو الفاعلة، مما قد يعكس المعنى المقصود)، كما يتم استبعاد "حكمانية" لما يرتبط في بنائها اللغوي من أنية أو تشابه، وهو ما يضيع المعنى المقصود، كذلك يتم استبعاد "حاكمية" لما يحدثه استخدامها من خلط مع إحدى النظريات الإسلامية المسماة "النظرية الحاكمية" والتي تتطرق للحكم والسلطة السياسية للدولة، كما يرى استبعاد البدائل المطروحة الأخرى لأنها تبتعد عن جذر الكلمة (حوكمة) فيما يقابل "Gouvernance" باللغة الإنجليزية، ومن ثم فإن "حوكمة الشركات" على وزن (فوعله) تكون الأقرب إلى مفهوم المصطلح باللغة الإنجليزية⁽²⁾، حيث تتطوي على معاني الحكم والرقابة من خلال هيئة رقابة داخلية، أو هيئة رقابة خارجية، كما إنها تحافظ على "جذر" الكلمة المتمثل في (حوكمة)، حيث لا يمكن استبعاده إذا أردنا التوصل إلى مرادف للمصطلح، وتجدر الإشارة إلى أن هذا المصطلح تم اقتراحه من قبل عدد من متخصصي اللغة العربية، الذين أكدوا على ضرورة الحفاظ على أصل الكلمة "governance" التي يأتي من

¹ - د. بن رجم محمد خميسي (2017): كلمة الجلسة الافتتاحية، في ملتقى الوطني حول الحوكمة في المؤسسات المالية الجزائرية، واقع وأفاق يومي 28-29 نوفمبر 2017، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد شريف مساعديه- سوق اهراس

² - <http://www.wisageek.com/what-is-corporate-governance.htm> (12/05/2014).

كلمة "حكم" فوجدوا أن أفضل المصطلحات معناً واختصاراً هو لفظ "حوكمة"⁽¹⁾، في حين أنّ الترجمة العلمية استقرت عند مصطلح " ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة"⁽²⁾.

02. الإطار النظري:

ظهرت نظرية الحوكمة نتيجة تطور العديد من نظريات الإدارة الحديثة مثل نظرية حقوق الملكية ونظرية التكاليف والمعاملات ونظرية الإشارة⁽³⁾، وعلى وجه الخصوص نظرية الوكالة، فالأساس النظري والتاريخي لحوكمة الشركات يرجع إلى:

أولاً: نظرية الوكالة:

ترتكز هذه النظرية على فرضية تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة والأطراف الأخرى ذات المصالح، حيث يسعى كل طرف إلى تعظيم مردوديته وتخفيف المخاطر التي تواجه مصالح المنشأة بشكل مباشر ومصالحهم الشخصية بشكل غير مباشر⁽⁴⁾، ويعود ظهورها أولاً للأمريكيين (Berls & means)، الذين لاحظوا أن هناك فصل بين ملكية رأس المال الشركة وعملية الرقابة والإشراف داخل الشركات المسيرة وهذا الفصل له آثاره على مستوى أداء الشركة.

بعد ذلك جاء دور الأمريكيين أصحاب جائزة نوبل للاقتصاد (Jensen & Meckling.1976) حين قدما تعريفاً لهذه النظرية الشهيرة: نحن نعرف نظرية الوكالة كعلاقة بموجبتها يلجأ شخص "الرئيسي" صاحب رأس المال لخدمات شخص آخر "العامل" ليتولى مكانه بعض المهام، هذه المهمة (العلاقة) تستوجب نيابته

¹ - هالة السعيد (2003): (كلمة الجلسة الافتتاحية): الحوكمة من المنظور المصرفي، ورشة عمل (2)، القاهرة، 5 فيفري 2003.

² - محسن حسن يوسف (2007): محددات الحوكمة ومعاييرها، بنك الاستثمار القومي، مصر، جوان 2007، ص3.

³ - تعتبر نظرية الإشارة أداة مهمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث تساهم بشكل مباشر في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين من خلال توفير المعلومات أو تصحيح بعض التفسيرات السلبية لبعض المعلومات الموجودة في السوق المالي

⁴ - Gérard Charreaux (2002): à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance D'entreprise, Finance Contrôle Stratégie, Vol. 5, N° 3, septembre 2002, p. 26

في السلطة⁽¹⁾، فهي "تعاقد بين عدة أطراف وفيه المالك الموكِّل يُوكِّل أطراف أخرى (موكلين) من أجل تنفيذ المهام، بالتفويض تصبح لهم سلطة القرار"⁽²⁾

وبالعودة إلى بعض مميزات علاقة الوكالة نجد:

- تناظر العلاقة: الأصيل يفوض الوكيل، فله حرية القرار، فالمشكل الذي قد يواجهه الأصيل هو ما يجب فعله حتى يختار الوكيل القرار الأمثل.
- العلاقة ناشئة تلقائياً: نشأت هذه العلاقة من استقلالية وتفكير الأفراد، كل طرف يرى أن ما يجب أن يفعله يحقق منافع.
- العلاقات ما بين الأفراد مجسدة بعقود يمكن أن تكون رسمية أو غير رسمية.
- سبب هذه العلاقات تعدد تحويلات الوكالة.

فروض نظرية الوكالة: تركز نظرية الوكالة على الفروض التالية:⁽³⁾

- 1- إن أطراف الوكالة (الأصيل و الوكيل) يتمتعون بالرشد نسبياً وتصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية.
- 2- إن أهداف الأصيل والوكيل غير متوافقة تماماً وهناك قدرًا من التعارض في المنافع بينهما.
- 3- أنه بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف الوكيل والأصيل فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو المنشأة قوية في مواجهة المنشآت الأخرى.
- 4- إن هناك عدم تماثل في هيكل المعلومات لدى كل من الأصيل والوكيل في ما يتعلق بموضوع الوكالة.
- 5- يترتب على ما سبق ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للأصيل.

¹ – Michael Jensen and Clifford Smith, Stockholder, Manager, And Creditor Interests: Applications Of Agency Theor, Harvard Business School: <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm> (08/10/2015)، p:02

² –M.C. Jensen and W H Mekling, (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership. Journal of Financial Economics <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>, (08/10/2013)، p:05

³ - عدنان بن حيدر (2007): حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، ص 65.

6- إن الأصيل لديه الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الأصيل.

إن نظرية الوكالة أثارت مسألة مهمة تتعلق بالفصل بين ملكية الرأسمال التي تعود للمساهمين ومهمة اتخاذ القرار و التسيير الموكلة للمسيرين الذين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل لصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم و خلق القيمة مقابل أجور يتقاضونها، غير أنه حسب فرضيات هذه النظرية فإن اختلاف الطبيعة السلوكية و التكوينية وكذا الأهداف بين المسيرين و المساهمين تؤدي إلى خلق صراع منفعة في البداية بين الاثنين لتتعداه فيما بعد لباقي الأطراف الأخرى، يلجأ المسير حسب هذه النظرية لوضع استراتيجيات تحميه و تحفظ له حقوقه أو ما يعرف (بتجذر المسيرين) عن طريق استغلال نفوذه، شبكة العلاقات بالموردين والعملاء، و كذلك حجم المعلومات التي يستقبلها المسير قبل غيره، و بذلك فهو يفضل تحقيق مصالحه و أهدافه الشخصية أولاً قبل مصالح المؤسسة (خاصة الحفاظ على قيمته في سوق العمل)، لمواجهة هذا الانحراف الذي تعتبره النظرية إخلالاً بشروط العقد الذي يربط المسير بالشركة يلجأ المساهمون لتعديل سلوك المسير السلبي و للحفاظ على مصالحهم باتخاذ تدابير تقييمية ورقابية عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات و أدوات رقابية وإشرافية داخلية (تعتمد على مجالس الإدارة، الرقابة التبادلية بين المسيرين " رئيس، مرؤوس"، وكذا الرقابة المباشرة للمساهمين)، وخارجية ممارسة من طرف الأسواق (سوق رقابة المسيرين، السوق المالي، البنوك،...).

وتطرق "fama"⁽¹⁾ عام 1980 إلى مشكلة الوكالة، حيث أشار إلى حتمية حدوث صراع في المؤسسة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والتسيير، والتي تؤدي في الأخير إلى بروز تكاليف الوكالة من خلال عمليات الرقابة التي يفرضها المساهمين على المسيرين وقد أخذ هذا المفهوم مجالاً واسعاً عندما تم تناول العلاقة ليس فقط بين المساهمين والمسيرين، وإنما كذلك العلاقات التي تربط بين كل أصحاب المصالح،

¹ - بن ثابت علان، بن جاب الله محمد(2006): المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة الشركات، ملتمى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر 2006 كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة ص 03.

كما تناول "Williamson" في سنة 1985 نظرية تكاليف الصفقات أو المعاملات التي تنشأ من خلال العلاقات التعاقدية بين كل من المساهمين والدائنين والأجراء والموردين والمسيرين، وتطرق إلى الآليات التنظيمية التي تسمح بتنظيم كل هذه المعاملات من أجل تخفيض التكاليف إلى مستويات ادنى، وبالتالي زيادة مردودية المؤسسة.

ثانياً: الفضاء المالي

أدت الانهيارات المالية والفضائح الإدارية بالمؤسسات العملاقة في العديد من دول العالم - والتي كان لها وما يزال أثرها البالغ على اقتصاديات الدول التي تنتمي لها تلك المؤسسات - إلى دراسة وتحليل الأسباب التي أدت إلى ظهور الفساد المالي بها والذي يؤدي بطبيعة الحال إلى حدوث تلك الانهيارات والفضائح⁽¹⁾، ولعل من أهم هذه الفضائح ما حدث لشركة (Enron أنرون للطاقة)، وشركة (الاتصالات)، والشركة (الأوروبية للأغذية) والتي تبين فما بعد أن السبب ليس بمعايير المحاسبة ولكن في سلوكيات مطبقيها، جاء في قضية (Enron) أن معايير المحاسبة كانت تنص على آليات معينة يجب إتباعها عند إنشاء الشركة إلا أن إدارتها لم تنقيد بها⁽²⁾، وهذا ما أدى بالحكومة الأمريكية إلى إصدار قانون (Sarbanes-Oxley Act of 2002) يلزم المؤسسات المدرجة بالأسواق المالية الأمريكية بالنقيد به وتطبيق جميع بنوده كدعامة لحوكمة المؤسسات، والذي أحدث تغييرات جوهرية على بيئة الأعمال بشكل عام ومهنة المحاسبة والمراجعة بشكل خاص⁽³⁾.

وقد أثر التشريع الجديد الصادر في الولايات المتحدة الأمريكية على جودة الإبلاغ المالي، وهذا فيما يخص إدارة الحسابات حيث يتم التركيز على استخدام معايير المحاسبة، ويجب على المؤسسة توظيف أشخاص على خبرة عالية بمعايير المحاسبة وإلزام المراجعين الخارجيين بمقابلة لجنة المراجعة وتقديم تقاريرهم إليها، وكذا تعاونهم مع قسم المراجعة الداخلية، أما بالنسبة للمراجعة الداخلية فقد نص على ضرورة

¹ - محمد مصطفى سليمان (2006): حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري الإسكندرية، الدار الجامعية، ص31

² - ظاهر القشي (2005) انهيار بعض الشركات العالمية وأثرها في بيئة المحاسبة. المجلة العربية للإدارة، الأردن، المجلد 25، العدد 20، ص13.

³ - نعيم دهمش وظاهر القشي (2004): الحاكمية المؤسسية بعد مرور عامين على تحديثها، المجلة العربية للإدارة، الأردن، المجلد 23، العدد 4، ص3

استقلاليتها ويجب أن تقوم بعمليات تحليل المخاطر قبل الإقدام على وضع أي خطة مراجعة، والاقتناع بأن تقرير المراجع الداخلي سيكون له الأثر الرئيسي في إنجاح الشركة، أما بالنسبة للجان المراجعة والتي اعتبرها عنصرا رئيسيا في عمل المؤسسة، وخصوصا بعد تركيزها على توظيف أعضائها من ذوي أصحاب الخبرات العالية⁽¹⁾.

وحدد هذا القانون مهام كل آلية من آليات حوكمة المؤسسات والمتمثلة في المراجعة الخارجية، المراجعة الداخلية، لجنة المراجعة، مجلس الإدارة إضافة إلى الإدارة العليا، وكذا العلاقة الرابطة فيما بينهم، فحوكمة الشركات جاءت كرد فعل واستجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من التصرفات السلبية للمديرين ولفرض رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع.

وأدت العولمة وتحرير الأسواق المالية إلى الاهتمام أكثر بهذا المفهوم لجلب أكبر عدد من المستثمرين الذين يسعون إلى المؤسسات التي تتمتع بهياكل حوكمة سليمة، خاصة بعد الانهيارات المالية التي عرفتها مؤسسات عالمية كبرى.

المطلب الثاني: تعريف الحوكمة:

مصطلح حوكمة الشركات (le gouvernement de l'entreprise) هو ترجمة للمصطلح الانجليزي (corporate governance)، إنطلاقا من مبدأ ممارسة السلطة في الشركة المساهمة (سهم/صوت)، بالتعادل في حالة كل الأسهم لها نفس الوزن، وغير متعادل في حالة وجود نسبة في رأس المال تمثل أسهم مضمونة للسلطة وقوة في الأصوات، وهذا يعني فحص سلطة المساهمين والملاك على المديرين⁽²⁾، والمصطلح متذبذب بين طرفين، الطرف الضيق وهو الآلية التي بها تنفيذ المستثمرون مصالحهم، والمفهوم

¹-Lawrence Mitchell: The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance, Villanova Law Review, Vol 48, No 4: <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm> (10/10/2014), P:1201

²- Yvon pesqueux(2000): le gouvernement de l'entreprise comme idéologie, édition marketing, paris, p 23

الواسع الذي يعنى بحماية أصحاب المصالح الداخليين والخارجيين، هذا المفهوم الأخير ينبع من جانبين هما⁽¹⁾:

- كيف يمكن النظر لكيان الشركة ضمن النظام الاقتصادي؟
- شكل نظام الحوافز الذي يحمي الحقوق ويحافظ على التزامات الأعوان الاقتصاديين في محيط عمليات الشركة.

ويثير مصطلح حوكمة الشركات بعض الغموض لثلاثة أسباب رئيسية مرتبطة بحدائته:

- السبب الأول هو أنه على الرغم من أن مضمون حوكمة الشركات وكثير من الأمور المرتبطة به ترجع جذورها إلى أوائل القرن التاسع عشر، حيث تناولتها نظرية المشروع وبعض نظريات التنظيم والإدارة، إلا أن هذا الاصطلاح لم يعرف في اللغة الإنجليزية، إلا منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود.

-و يتمثل السبب الثاني في عدم وجود تعريف قاطع وواحد لهذا المفهوم، حيث ينظر إليه البعض من الناحية الاقتصادية على أنه الآلية التي تساعد الشركة في الحصول على التمويل، وتضمن تعظيم قيمة أسهم الشركة واستمرارها في الأجل الطويل، فإن هناك آخرون يعرفونه من الناحية القانونية على أنه يشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية من حيث كونها كاملة أم غير كاملة، والتي تحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية، والمديرين من ناحية أخرى، كما أن هناك فريق ثالث ينظر إليه من الناحية الاجتماعية والأخلاقية، مركزين بذلك على المسؤولية الاجتماعية للشركة في حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، وتحقيق التنمية الاقتصادية العادلة، وحماية البيئة.

¹- Zamir iqbal et abbas mirakhor,(2003) stakeholders model of governance in islamic economic system, the fifth international conference on islamic economics and finance: sustainable development and Islamic finance in muslims countries,7-9october2003, kingdom of Bahrain, p964

- ويرجع السبب الثالث لغموض هذا المصطلح إلى أن هذا المفهوم مازال في طور التكوين، ومازالت كثير من قواعده ومعاييره في مرحلة المراجعة والتطوير. ومع ذلك هناك شبه اتفاق بين الباحثين والممارسين حول أهم محدداته وكذلك معايير تقييمه⁽¹⁾.

لفظ حوكمة الشركات يقصد به عموماً الرقابة، الإدارة أو ممارسة السلطة، كما أن نشر مختلف التقارير حول حوكمة الشركات قد زاد من أهميتها، هذه التقارير تصدر حول ممارسات الشركات في العالم منها:

- تقرير مبادئ حوكمة الشركات سنة (1993) من طرف معهد القانون الأمريكي.

- تقرير "Viénot" سنة 1995 في فرنسا.

- تقرير لجنة "Cadbury" سنة 1992.

- وتقرير لجنة "Greenbury" سنة 1993 في إنجلترا.

هذه التقارير تتضمن ممارسات حوكمة الشركات، واقعها وكيف يجب أن تكون، وتشير إلى مختلف

الروابط القائمة بين مكافآت المسيرين وأداء المؤسسة أو أدوات ووسائل التحفيز لهم، وضعية مجلس الإدارة وتقييمه (تكوينه، دوره ومهامه... الخ).

إن اهتمام نظرية حوكمة الشركات هو سلوك المسير في الشركة، وكيف يمكن أن توفر الآليات والضوابط

الضرورية لتحفيزه والحد من الآثار السلبية التي قد تنشأ من كبر حجم سلطته التقديرية أو مجال تدخله،

وكيف يمكن جعله يتصرف في المؤسسة كما لو كانت ملكاً له.

هذه النظرية كما يؤكد الباحث الفرنسي⁽²⁾ (Charreaux, Gérard) تهتم بالآليات التي تحد من حركة

المسيرين وتعرف سلوكهم ألتسييري وبالتالي فهي تدعو لترشيد تصرفاتهم وقراراتهم، وكذلك المساهمين في

¹ – Fawzy, S. (2003). Assessment of Corporate Governance in Egypt. Working Paper No. 82. The Egyptian Center for Economic Studies. April 2003. p: 6-7.

²– Charreaux, G(1996) . Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du management des entreprises” revue Française de Gestion, Nov, déc 1996, n° 111

الإدارة وجميع الأطراف الأخرى المتعاقدة، كما تتمتع حوكمة الشركات بإطار نظري واسع جدا وخصب من النظريات التعاقدية التنظيمية:

- نظرية حقوق الملكية. Théorie des droits de propriété.

- نظرية تكاليف التبادل أو الصفقات. Théorie des coûts de transactions.

- نظرية الوكالة ونظرية الوكالة الواقعية. Théorie positive de l'agence.

في البداية ظهرت بشكلها المثالي، وتعرف المؤسسة في هذا الإطار كشكل من أشكال التعاون بين الأطراف أصحاب المنافع والمصالح الدائمة أو المؤقتة أين تتحدد العلاقات بينها (حقوق وواجبات) عن طريق العقود، الملاحظ أن هناك تداخلات كبيرة بين هذه النظريات المتكاملة رغم نشأتها في ظروف وأزمنة مختلفة. تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد تعريف موحد لمصطلح حوكمة الشركات، وقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية على الخوض في هذا المفهوم بالتحليل والدراسة مثل: صندوق النقد والبنك الدوليين ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" التي أصدرت في سنة 1999 مبادئ حوكمة الشركات، والمعنية بمساعدة الدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة، لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة الشركات في كل من الشركات العامة والخاصة المدرجة وغير المدرجة في بورصة أسواق الأوراق المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي ككل، ويدعم ذلك ما أكدت عليه المنظمة العالمية لمشرفي الأسواق المالية "IOSCO" في ماي 2002 من أهمية انتهاج مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" من أجل الحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرارها⁽¹⁾. وتعددت التعريفات المقدمة لهذا المصطلح نذكر منها:

¹ -principles of corporate governance for emerging markets, May 2002: www.oecd.org (15/05/2014).

➤ فتعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها "(1)، حيث تشير مؤسسة التمويل الدولية إلى حوكمة الشركات على أنها هياكل وعمليات مراقبة وإدارة الشركات، وتتمحور حول العلاقة بين كل من الإدارة، مجلس المديرين، المساهمين، المساهمين ذوي الأقلية وباقي أصحاب المصالح(2)

➤ كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها: " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين "(3)، فهي تعرف حوكمة الشركات بأنها مجموعة قواعد التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل وقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين الذين يكونوا معزولين تماما عن إدارة الشركة - وبمعنى آخر - فإن الحوكمة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسئول والمسئولية(4).

➤ التعريف المقدم من طرف 2003 Oman: يقصد بحوكمة الشركات "مجموع المؤسسات العمومية والخاصة، الرسمية وغير الرسمية، وكذلك القوانين، المخططات، والممارسات المعمول بها في عالم الأعمال والتي جميعا تحدد العلاقة بين مسيري الشركات وكل من يستثمرون فيها مواردهم" هؤلاء المستثمرون يمكن أن يكونوا مساهمين، أو دائنون، ممولو رأسمال بشري خاص، أو أي أصل مادي أو غير مادي يمكن للمؤسسة أن تستعمله في عملياتها الجارية وفي تنميتها(5).

¹ - Alamgir, M.(2007): Corporate Governance – A Risk Perspective, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, (7/8 May 2007)P 7.

² - International finance corporate (IFC)(2005) . corporate governance: why corporate governance, p1

³ Freeland, C.(2007) . Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, (7/8 May 2007) P 8.

⁴ - البنك الأهلي المصري (2003): أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات- حوكمة الشركات"، النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد 55، القاهرة، ص 6.

⁵ -Nicolas Meisel.(2005) . Un autre regard sur la gouvernance d'entreprise »، Etude du centre de développement de l'OCDE, revue Problèmes Economiques, n° 2.868, du 02/02/2005, p 16.

- أما برنامج الأمم المتحدة الإنمائي فعرفها بأنها: "ممارسة السلطات الاقتصادية والسياسية والإدارية لإدارة شؤون المجتمع على كافة مستوياته"⁽¹⁾، فالحكومة تتكون من الآليات، العمليات والمؤسسات التي من خلالها يستطيع أن يشكل مصالح أفراد المجتمع ويمارسون حقوقهم القانونية، ويؤدون واجباتهم ويناقشون خلافاتهم.
- وعرف جيرارد شارو (G.Charreux) حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة آليات تنظيمية موجودة لتوسيع السلطات وإظهار تأثير قرارات المسيرين، فالحوكمة تحكم قيادة وتحديد فضاء الإدراك"⁽²⁾.
- تعرف اللجنة البريطانية في تقريرها السنوي Cadbury سنة 1992 حوكمة الشركات بانها: " النظام الذي به تسير الشركات وتراقب"⁽³⁾، أي النظام الذي يتم من خلاله إدارة ومراقبة وتوجيه الشركات، ويتم من خلاله توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف المعنية بالشركة مثل مجلسي الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين والأطراف الأخرى ذات المصلحة في الشركة، ويوضح هيكل الحوكمة القواعد والمبادئ عند اتخاذ القرار في الشركة.
- حوكمة الشركات هي وضع المسارات، السياسات، القوانين والمؤسسات المؤثرة على أسلوب الشركات مثل الإدارة، التوجيه والرقابة، وحوكمة الشركات هي أيضاً علاقات بين عدّة لاعبين منهم أصحاب المصالح⁽⁴⁾.
- حوكمة الشركات هي فن إدارة شبكة من العلاقات بين مختلف الأطراف أصحاب المصالح، من خلال استراتيجيات وأداء الشركات، أي من خلال تقسيم السلطات والمسؤوليات بين الأطراف⁽⁵⁾.
- هي مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الانضباط والشفافية، والعدالة، وبالتالي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة الوحدة

¹ - علي أحمد زين، محمد حسني صبحي (2008) مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، مجلة المال والتجارة، القاهرة، العدد365. 2008

² - Yvon pesqueux, op-cit, 2000, p24

³ طارق عبد العال حماد (2005): مرجع سبق ذكره، ص9.

⁴ - Maali qasem(2007)an action plan, corporate governance and social responsibility forum, Jorda 13 .3.2007 p11

⁵ - Luc boyer et noël equilib(2003) théories et applications,édition d'organisation,pris. Mars2003, p397

الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة والمجتمع ككل⁽¹⁾.

➤ النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية⁽²⁾.

➤ القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركة والمساهمين فيها وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بها، والتي تطبق بشكل خاص في الشركات المساهمة المدرجة في البورصة، وكذلك على المؤسسات المالية التي تتخذ شكل شركات المساهمة.

➤ الإطار الذي تمارس فيه الشركات وجودها، وتركز على العلاقات بين الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح وواضعي التنظيمات الحكومية، وكيفية التفاعل بين كل هذه الأطراف في الإشراف على عمليات الشركة.

➤ البحث في كيفية ضمان أو تحفيز الإدارة الكفؤة في الشركات المساهمة باستخدام ميكانيكية الحوافز، مثل: العقود والتشريعات وتصاميم الهياكل التنظيمية⁽³⁾.

➤ التعامل بإجراءات معينة من جانب الممثلين للأطراف ذات المصلحة في الشركة بما يضمن الإشراف على الإجراءات المحددة من جانب إدارة الشركة فيما يتعلق بالخطر والرقابة، ومتابعة هذه الإجراءات للتحقق من فعالية الرقابة في مواجهة المخاطر، وبما يهيئ الظروف المناسبة لتحقيق أهداف الشركة، وتكوين وصيانة القيمة على مستوى التنظيم⁽⁴⁾.

¹ عبد الوهاب نصر علي، السيد شحاتة (2007) مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الاعمال العربية والدولية، مصر، ص 17

² طارق عبد العال حماد (2005): مرجع سبق ذكره، ص 3.

³ - القشي ظاهر، الخطيب حازم (2006): " الحاكمية المؤسسية وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية "، مجلة أريد للبحوث العلمية، المجلد 10، العدد الأول، جامعة أريد، الأردن، ص 22

⁴ - خليل محمد (2003) دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، جامعة بنها، العدد 2، ص 15

- وتعرف حوكمة الشركات بأنها " النظام الذي تدار وتراقب به الشركات ومجالس الإدارة مسئولة عن حوكمة شركاتها، ودور المساهمين في الحوكمة هو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين، والتأكد من أن هناك هيكل حوكمة ملائم وفي مكانه." (1)
- وتعرف أيضا بأنها " الآلية التي بموجبها يتم تحفيز جميع الأفراد العاملين في الشركة أيا كانت مواقعهم فيها على جعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع استراتيجية الشركة الهادفة ورؤيتها في تعظيم قيمتها المضافة، ومن ثم تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الإدارة التنفيذية من جهة، ومصالح الأطراف الأخرى بمن فيها الملاك من جهة أخرى." (2)
- كما يقصد بحوكمة الشركات " تحديد توزيع الحقوق والمسئوليات بين مختلف المشاركين في الشركة، مثل مجلس الإدارة، والمديرين، والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، كما أنها تبين القواعد والإجراءات لاتخاذ القرارات بخصوص شئون الشركة، وهي بهذا، توفر أيضا الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف الشركة، ووسائل بلوغ تلك الأهداف، ورقابة الأداء." (3)
- يراها البعض بأنها «الآلية التي تجعل من الأطراف التي تساهم في رأس المال والخبرة والعمل وتحقق من ورائها منفعة مشتركة، ويشارك الجميع في مسؤولية العمليات، يبقى حملة الأسهم من المستثمرين لا يشتركون في العمليات التشغيلية، إنما يقفون على رأس الإدارة العليا التي تضع الاستراتيجيات والتوجهات وتراقب وتشرف وتقيم، ويمكن القول إن مجلس الإدارة يمثل هيكل الحكم وأن عملياتها هي المراقبة والتقييم ورسم الخطوط والاتجاهات الرئيسية المشتركة» (4)

1 - جون د. سوليفان، (2009) "البوصلة الأخلاقية للشركات. أدوات مكافحة الفساد: قيم ومبادئ الأعمال، وآداب المهنة، وحوكمة الشركات"، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات - الدليل السابع، مؤسسة التمويل الدولية، فيفري، الصفحة 9

2 - محمد مطر وعبد الناصر نور (2007) "مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحوكمة المؤسسية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال - مجلة علمية محكمة، المجلد 3، العدد 1، كانون الثاني، الصفحة 51

3 - جون د. سوليفان وجين روجرز وكاترين كوشتا هلبينج (2002)، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس، الصفحة 4 و 5

4 - سرمد كوكب الجميل (2006) معايير الحكم الصالح في بيئات الأعمال، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 2006/36، ص 80

➤ تعرف أيضا على أنها "مجموعة العلاقات التي تربط بين مسيري المؤسسات ومساهميها"⁽¹⁾.

كما أن هناك بعض التعاريف التي تهتم بالجانب الأخلاقي لأداء الشركات.

❖ الحوكمة هي الآليات التي تدرس مدى ضمان الالتزام السلوكي من خلال الالتزام بالأخلاقيات وقواعد

السلوك المهني الرشيد والشفافية عند عرض المعلومات المالية وذلك لضمان استمراريتها.

❖ هي مجموعة من الطرق التي من خلالها يتأكد المستثمرون من تحقيق ربحية استثماراتهم.

❖ هي مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على

المدى البعيد لصالح المساهمين.

❖ هي مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة وحملة الأسهم وأصحاب

المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة، مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، المواطنين.

وعموما يمكن القول إن حوكمة الشركات معنية بإيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين

على إدارة الشركة، بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم والسندات والعاملين بها وأصحاب المصالح وغيرهم،

وذلك من خلال تحري وتنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم باستخدام الأدوات المالية والمحاسبية

السليمة وفقا لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة، وهذا من أجل تحقيق النمو الاقتصادي وتقوية ثقة

المستثمرين.

من خلال التعريفات السابقة يتضح لنا أن هناك معاني أساسية لمفهوم حوكمة الشركات هي⁽²⁾:

- مجموعة من الأنظمة الخاصة بالرقابة على أداء الشركات.
- تنظيم للعلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح.
- التأكيد على أن الشركات يجب أن تدار لصالح المساهمين.

¹ –Grégory Abate – Emmanuel Jaclot – Guillaume Petit-Perrin, Etude du gouvernement d'entreprise aux Etats Unis, au Royaume Uni et en France, Ecole des Mines de Paris, Juin 2000, p 3

² محمد مصطفى سليمان (2006)، مرجع سبق ذكره، ص15

- مجموعة من القواعد يتم بموجبها إدارة الشركة والرقابة عليها وفق هيكل معين يتضمن توزيع الحقوق والواجبات فيما بين المشاركين في إدارة الشركة
- إن الحوكمة هي عبارة عن مجموع النظم التي تحكم العلاقات بين القائمين على إدارة الشركة ومختلف المساهمين أي مختلف القواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة والمساهمين والأطراف المرتبطة بها وتقوم بتوجيه سلوك الشركات من اجل ضمان واستمرارية وتعزيز أدائها.
- وانطلاقا من العرض السابق، فإن مفهوم حوكمة الشركات يشير إلى " القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشرك، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة. ويقوم نظام حوكمة الشركات على⁽¹⁾:
- الفصل في السلطات بين مجلس الإدارة من جهة والمديرين من جهة أخرى.
 - الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء.
 - تحسين الكفاءة الاقتصادية للشركات.
 - إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف الشركة، ووسائل تحقيقها ومتابعة الأداء.
 - المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركات، بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين وهما مجلس إدارة الشركة والمساهمون ممثلة في الجمعية العامة للشركة.
 - عدم الخلط بين المهام والمسئوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين، ومهام مجلس الإدارة.
 - تقييم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة.
 - إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين، والاضطلاع بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.
 - علاقات المديرين، المساهمين ونتائجها على تشكيلة مجلس الإدارة.
 - مسؤوليات المديرين، الإداريين وتشابكها مع حقوق وواجبات المساهمين.

¹ – Bertrand richard et Dominique miellet, la dynamique du gouvernement d'entreprise, édition d'organisation, paris, 2003, p1

- الرقابة على إدارة المديرين التي تطبق داخلياً من المجلس وخارجياً عن طريق المراجعين.
- من خلال التعاريف السابقة يتضح أن حوكمة الشركات تشتمل على العناصر التالية (1):
- * التنسيق بين المنظمات الحكومية وتنظيمات القطاع الخاص والمنظمات غير الحكومية
- * عدم ثبات ووضوح الحدود الفاصلة بين أنشطة مختلف التنظيمات .
- * استناد قواعد التعامل بين مختلف التنظيمات إلى التفاوض .
- * تمتع مختلف الأعضاء في هذه الشبكة بدرجة عالية من الاستقلالية .
- * قدرة الدولة على توجيه باقي أعضاء الشبكة بما لديها من موارد.

المطلب الثالث: تصور نظام لحوكمة الشركات

إن النظام الفعال لحوكمة الشركات هو الذي يكون قادراً على تخفيض مستوى تجذر المسيرين، يحافظ على رقابة جيدة، يضمن معلومة كافية ووفية وفي الوقت المناسب، يقلل من تكاليف الوكالة ويحفز المسيرين على العمل من أجل خلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين.

ويعد نظام الحوكمة من النظم المرتبطة بتطبيق سياسات الحرية الاقتصادية وبتفعيل وإحكام آليات السوق، فهي نظام يعمل على جذب الاستثمارات لأي دولة من الدول ولأي مؤسسة من المؤسسات، فهي ترتبط بعمليات تحقيق القيمة المضافة وكذلك التراكم الرأسمالي مما يؤدي إلى تحقيق نتائج ملموسة، وتتلخص مدخلات الحوكمة وكيفية تشغيلها ومخرجاتها فيما يلي:

1- مدخلات النظام: حيث يتكون هذا الجانب مما تحتاج إليه الحوكمة من مستلزمات، وما يتعين توفيره لها من متطلبات، سواء كانت متطلبات قانونية، تشريعية، إدارية واقتصادية.

2- نظام تشغيل الحوكمة: ويقصد بها الجهات المسؤولة عن تطبيق الحوكمة، والمشرفة عليه، وجهات الرقابة وكل أسلوب إداري داخل المؤسسة أو خارجها مساهم في تنفيذ الحوكمة.

¹ Jensen, M(1992) The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control. the journal of finance, vol, N° 3, July, 1992, p 871

3- مخرجات نظام الحوكمة: الحوكمة ليست هدفًا في حد ذاتها ولكنها أداة ووسيلة لتحقيق نتائج وأهداف

يسعى إليها الجميع فهي مجموعه من المعايير والقواعد والقوانين المنظمة للأداء والممارسات العلمية والتنفيذية

للمؤسسات ومن ثم الحفاظ على حقوق أصحاب المصالح وتحقيق الإفصاح والشفافية، فالحوكمة أداة تسمح

بتحسين الجوانب الآتية:

- حماية حقوق المساهمين

- تحقيق الإفصاح و الشفافية

- تفعيل مسؤوليات مجلس الإدارة.

- تأكيد المعاملة المتساوية و العادلة فيما بينهم

- حماية حقوق أصحاب المصالح.

ومنه نستخلص أن نظام حوكمة المؤسسات يتضمن مجموعة من المتطلبات القانونية والتشريعية، الإدارية

والاقتصادية، كمدخلات والتي تحكمها منهجيات وأساليب وتستخدم في ذلك آليات كالمراجعة الداخلية،

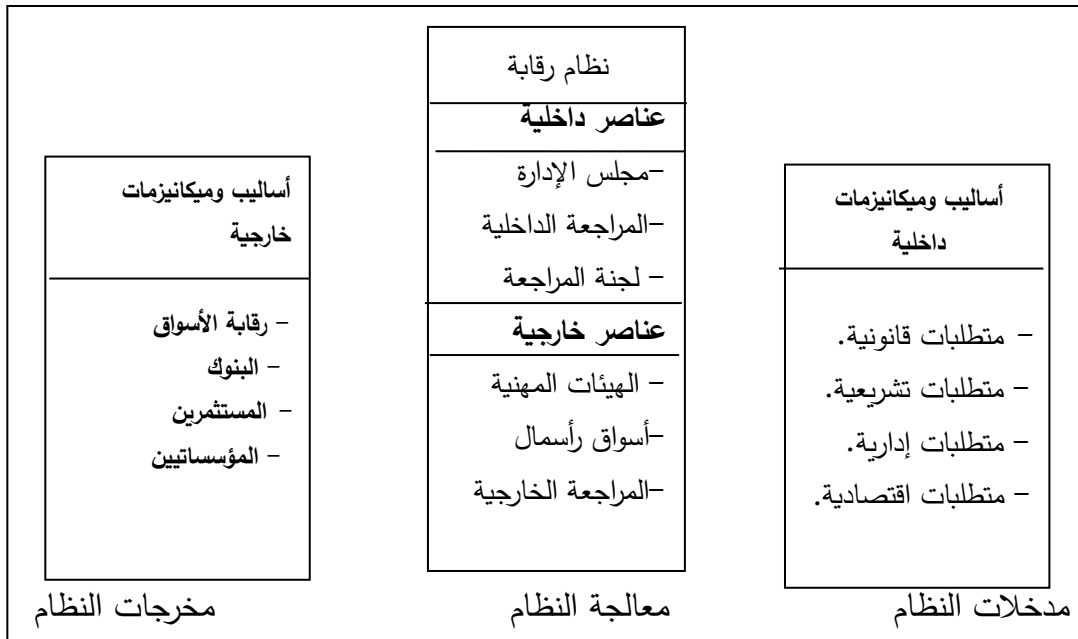
المراجعة الخارجية، لجنة المراجعة مجلس الإدارة، المنظمات المهنية والجهات الرقابية، والتي تتفاعل فيما

بينها وهذا من أجل تحقيق مخرجات أو نتائج تعمل على ادارة المؤسسة ومراقبتها بما يحفظ حقوق أصحاب

المصالح وتحقيق الإفصاح والشفافية.

ويمكن تصور نظام حوكمة المؤسسات وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (07): نظام حوكمة المؤسسات.



المصدر: من اعداد الطالب

كما يرى "Jensen" سنة 1992⁽¹⁾ حوكمة الشركات تعني هياكل الرقابة الموجودة على أعلى مستوى،

وهو بذلك يشير إلى دور مجلس الإدارة والمسيرين وإلى الآليات التي تجعل الإدارة مسئولة عن نتائج

المؤسسة في ظل أسواق تنافسية.

إن الفكرة الأساسية لحوكمة الشركات تكمن في فعالية أدوات الرقابة على المسيرين لمصلحة الأطراف

الدائمة (مساهمين، دائنون، الدولة، المستثمرون....) كيف يمكن أن يحمي هؤلاء أنفسهم من كل استغلال

أو انتهاك لاستثماراتهم؟

أما بالنسبة لـ (Shleifer & Vishny)⁽²⁾ فإن أحسن أنظمة حوكمة الشركات في العالم موجودة في

و.م.أ ألمانيا، اليابان وانجلترا، وبالنسبة للدول السائرة في طريق النمو وكذلك الاقتصاديات الانتقالية

فميكانيزمات حوكمة الشركات عمليا غير موجودة وبالتالي فحوكمة الشركات تدفع بهذه الدول لإجراء

إصلاحات عميقة تبدأ أولا بالتغيير المؤسسي في القوانين والتشريعات، خصوصة المؤسسات مثلا في

¹ - Shleifer, A; Vishny, RW (1997) A survey of corporate governance », the journal of finance, p 738

² Charreaux, G, op-cit.

الجزائر تمثل المخرج في وجه هشاشة أنظمة حوكمة الشركات المتواجدة حالياً لأنها تسمح بفتح رأسمال المؤسسات وتعدد الملكية، وهناك تياران أساسيان لحوكمة الشركات:

1- تيار يحصر العلاقة فقط بين المساهمين والمديرين أو ما يعرف بالرؤية المساهماتية: تعطي

السلطة للمساهمين كحماية شرعية وقانونية من أجل الحفاظ على حقوقهم ضد أي محاولة استغلال لرؤوس أموالهم من طرف المديرين.

2- تيار الملكية المتعددة (المنتشرة) أو ما يعرف بالرؤية التشاركية:⁽¹⁾

حسب هذا التيار فالسلطة مقسمة على مجموع المساهمين، لمواجهة السلوكيات السلبية للمديرين إما

بالحماية التشريعية أو عن طريق حصر الملكية في أيدي المساهمين، فحوكمة الشركات تظهر هنا ليس فقط كعنصر لتأمين مساهمات المالكيين و لكن كتأمين لكافة الصفقات المبرمة بين المؤسسة و مختلف الأطراف

الأخرى : مديرين، مساهمين، أجراء، عملاء، بصورة عامة كل المحيط المجتمعي، في ظل هذه الرؤية

تظهر المؤسسة كحلقة وكآلية نتيجة التعاقدات التي تنشأ بين الجميع، فهي نوع من الاتحاد أو التحالف من

أجل خلق القيمة لجميع الأطراف، المؤسسة هي أيضا تجميع للرأس المال المادي و مجموع الأصول المملوكة⁽²⁾

هنا تظهر أهمية الملكية من ناحية أنها تعطي حق اتخاذ القرار حتى في الظروف التي تكون غير

موضحة في العقد الأساسي، قد تتعارض هذه الفكرة مع تصور المؤسسة كمجرد علاقة تعاقدية بسيطة لأنها

تشمل عوامل غير تعاقدية (توزيع الملكية مثلا)، ولذلك فحوكمة الشركات تتعارض هنا مع الحوكمة التعاقدية

التي تحصر العلاقة فقط مع المساهمين أصحاب رؤوس الأموال وبالتالي أصحاب حق الملكية وتستنثي

الأطراف الأخرى⁽³⁾.

¹ – Alchian, A. Demsetz, H (1997) Production, information costs, and economics organization. The American economic review, Vol 62, N° 5

² –sman, S. Hart, O. Takeoverbids,(1998) the free rider problem and the theory of the corporation» Bell journal of economics, 111.

³ –www.4eqt.com/vb/thread4101.htm:01/03/2014:

المطلب الرابع: المحددات والمقومات الأساسية لحوكمة الشركات:

اولا - محددات الحوكمة:

لتنفيذ الشركات من مزايا تطبيق الحوكمة ينبغي أن تتوافر مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق

السليم لمبادئ حوكمة الشركات، وتشتمل هذه المحددات على مجموعتين:

1- المحددات الخارجية:

وتشير إلى المناخ الاستثماري العام في الدولة، وتمثل البيئة التي تعمل من خلالها الشركات والتي قد

تختلف من مكان لآخر أو من دولة لأخرى، ويتضمن ذلك ما يلي⁽¹⁾:

▪ وجود القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي: قانون الشركات، قانون هيئة الأوراق المالية، قانون سوق

الأوراق المالية، قانون النقد، قانون الضريبة، قانون أحداث المصارف الخاصة، قانون تحديث وتطوير

المصارف العامة، قانون تنظيم المنافسة ومنع الاحتكار، قانون الإفلاس، قانون الإشراف على التأمين، قانون

التحكيم، قانون تنظيم مهنة المحاسبة والتدقيق..... وغير ذلك من القوانين.

▪ كفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات ودرجة تنافسية أسواق

السلع وعناصر الإنتاج.

▪ كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في أحكام الرقابة على المؤسسات (مثل

المصارف المركزية، هيئة الأوراق المالية، البورصة، الهيئات الاقتصادية الأخرى).

▪ كفاءة بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة (ومنها على سبيل المثال

الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين

والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها).

¹ خليفة، محمد ناجي حسن (2005) الاشراف والحوكمة في البنوك، المؤتمر العربي الاول حول التدقيق في إطار حوكمة الشركات، مصر، ص 377

▪ كفاءة المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية.

وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تهتم بحسن تسيير المؤسسات والتي تقلل من التعارض والنزاعات بين اصحاب المصالح من جهة، وبين العائد الاجتماعي والعائد الخاص للمؤسسة من جهة أخرى.

2- المحددات الداخلية:

وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى الحد من تضارب المصالح والتقليل من النزاعات بين مختلف الأطراف⁽¹⁾، وتتمثل الآليات الداخلية في: مجلس إدارة المؤسسة، الرقابة المباشرة للمساهمين بواسطة الجمعية العمومية والرقابة التعاونية بين المسيرين، المراجعة الداخلية... الخ⁽²⁾.

ويمكن توضيح، دور آلية مجلس إدارة المؤسسة في تعزيز نظام الحوكمة كما يلي⁽³⁾:

لا يكون هيكل مجلس الإدارة هو السبب في نشوء التناقضات بشأن الممارسات السليمة في المؤسسة، وإنما قد يرجع السبب إلى تكوينه، وحتى يتمكن المجلس بالقيام بأدواره فإنه من الأفضل:

- ✓ أن يكون هناك جزء من أعضائه من المستقلين عن المؤسسة من غير الموظفين التنفيذيين أو من بين المساهمين الرئيسيين، وهذا كي يتحقق الوصول إلى اتخاذ قرارات مستقلة في الحالات التي يوجد فيها تعارض في المصالح بين مختلف الأطراف، خاصة في يتعلق التقارير المالية.
- ✓ ينبغي ان يخصص أعضاء مجلس الإدارة وقتا كافيا للقيام بمسؤولياتهم.

1 - محمد حسن يوسف (2007) محددات الحوكمة ومعاييرها. مع اشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر. بنك الاستثمار، ص 06

2 - سليمان محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 20

3 - جون د. سوليفان وجين روجرز وكاترين كوشتا هلبينج، (2003) حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون. إصدار مركز المشروعات الدولية،

واشنطن، ص 32

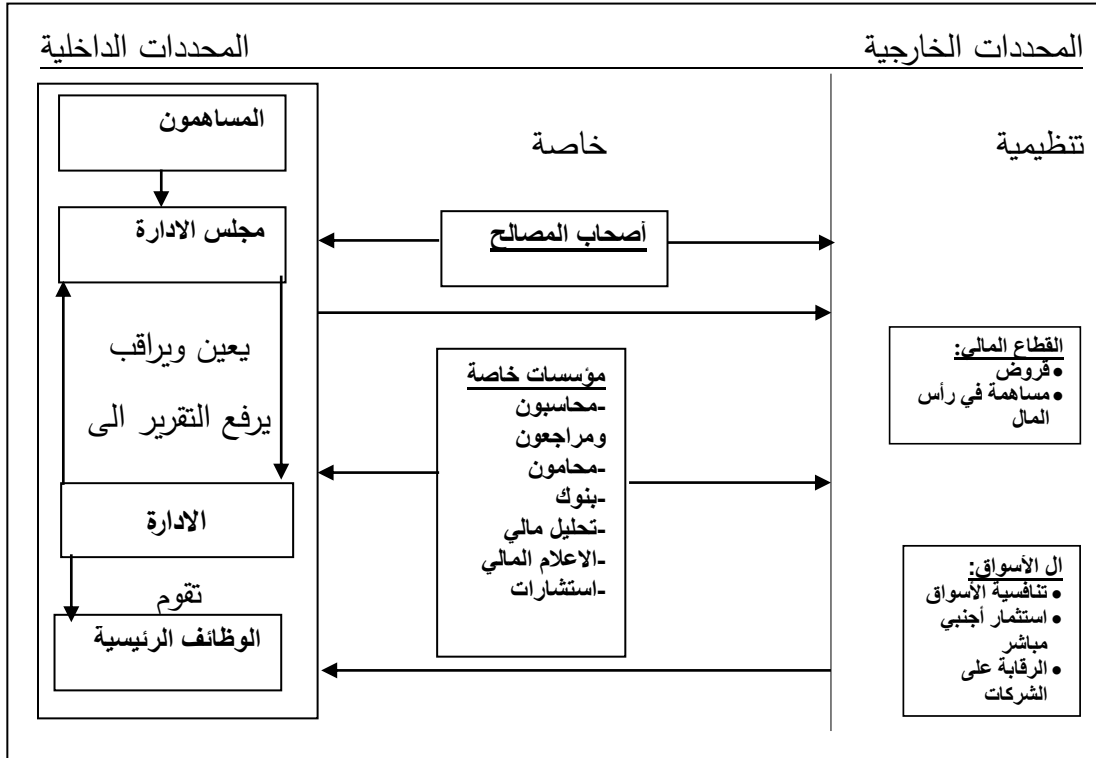
✓ ينبغي توفير المعلومات الصحيحة وفي الوقت المناسب لأعضاء مجلس الإدارة.

وتتباين مسؤوليات مجلس الإدارة من مؤسسة إلى أخرى، إلا أنه بصفة عامة، وبخلاف حماية مصالح

المساهمين، فإنه يكون مسئول عن:

- اختيار وتقدير مكافآت الموظفين التنفيذيين.
- ضبط ومراقبة التناقض في المصالح.
- التأكد من نزاهة النظم المالية والمحاسبية.
- الإشراف على مدى فعالية ممارسة الحوكمة وعمل التغييرات الضرورية.

الشكل رقم (08): محددات حوكمة الشركات



المصدر: من اعداد الطالب

وتؤدي الحوكمة في النهاية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي، وتعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته

على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، ومن ناحية

أخرى، تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح، وأخيراً خلق فرص عمل (1).

ثانياً: المقومات الأساسية لحوكمة الشركات:

حوكمة الشركات لا بد ان تتوفر لها من أربعة مقومات أساسية هي:

1- الإطار القانوني: (2) والمسئول عن تحديد حقوق المساهمين واختصاصات كل طرف من الأطراف

الأساسية المعنية بالشركة وبصفة خاصة المؤسسين والجمعية العمومية للمساهمين والمساهم الفرد ومجلس الإدارة ولجانته الرئيسية ومراقب الحسابات، وكذا عقوبات انتهاك هذه الحقوق والتقصير في المسؤوليات وتجاوز تلك الاختصاصات، كما يجب أن يحدد الإطار القانوني للحوكمة الجهة الحكومية المنوط بها مراقبة تطبيق إجراءات الحوكمة، ولا يجب أن يترك نظام الحوكمة بكامله للشركات واعتباره شأناً داخلياً لها، لأنه لن يختلف حينئذ عن نظام الرقابة الداخلية ولن يحقق أهداف الحوكمة، فالرقابة الداخلية ليست صمام أمان من الغش والاحتيال في الشركات، خاصة وأنه توجد أدلة على الاتجار بقوانين مراقبة الشركات.

2- الإطار المؤسسي : وهو الإطار الذي يتضمن المؤسسات الحكومية الرقابية المنظمة لعمل الشركات، مثل

الهيئة العامة لسوق المال، والرقابة المالية للدولة والبنوك المركزية والهيئات الرقابية والهيئات غير الحكومية المساندة للشركات دون استهداف الربح كالجمعيات المهنية والعلمية المعنية والجمعيات الأهلية المعنية كجمعية حماية المستهلك، وكذلك المؤسسات غير الحكومية الهادفة للربح مثل شركات ومكاتب المحاسبة والمراجعة والمحاماة والتصنيف الائتماني والتحليل المالي وشركات الوساطة في الأوراق المالية وغيرها، ولا يقل دور المؤسسات العلمية كالجامعات أهمية عن دور تلك المؤسسات إذ يقع عليها عبء تطوير نظم

¹ – Iskander, M. and N. Chamlou(2002)Corporate Governance: A Framework for Implementation. P122 Published in: Globalization and Firm Competitiveness in the Middle East and North Africa Region, edited by: S. Fawzy. Washington : World Bank.

² - شوقي عبد العزيز بيومي الحفناوي (2002) نموذج مقترح لتقييم مخاطر المراجعة الخارجية للقوائم المالية بالتركيز على مخاطر الغش، التجارة والتمويل، المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، 343-380.

الحوكمة ونشر ثقافتها، وينبغي أن تقوم جميع هذه المؤسسات بأدوارها بكفاءة وأمانة ونزاهة وشفافية من أجل صالح الشركات والاقتصاد القومي عامة.

3- الإطار التنظيمي : يتضمن عنصرين هما : النظام الأساسي للشركة والهيكل التنظيمي لها موضحاً عليه أسماء واختصاصات رئيس وأعضاء ولجان مجلس الإدارة وكذلك أسماء واختصاصات المديرين التنفيذيين.

4 - روح الانضباط والجد والاجتهاد والحرص على المصلحة العامة للشركة، وتشجيع جميع العاملين فيها على المساهمة الفعالة بكامل الإمكانيات في تحسين أدائها وتعظيم قيمتها وقدراتها التنافسية وذلك بنشر ثقافة الحوكمة في الشركة، والعمل على تفعيلها بقدر الإمكان، ومن مصلحة الجميع الحرص على سلامتها والعمل على تحسين قدراتها التنافسية⁽¹⁾.

المبحث الثاني: أهمية وأهداف حوكمة الشركات:

المطلب الأول: الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات

هناك أطراف أساسية تتأثر وتؤثر في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات وتحدد لدرجة كبيرة مدى

النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد وهي كالتالي⁽²⁾:

1 . المساهمين (حملة الأسهم): وهم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وذلك مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم، وأيضا تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، وهم من لهم الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم.

2 . مجلس الإدارة: ويعد بمثابة الوكيل لحملة الأسهم وأصحاب المصلحة، ويضمن للمستثمرين في

الشركة بأن رأس المال الذي تم استثماره قد تم استخدامه من جانب مديري الشركة بطريقة رشيدة، ويقوم

مجلس الإدارة بمسؤولية اختيار المدراء التنفيذيين الأكثر كفاءة وخبرة في مجال عملهم وتحفيزهم على الأداء

الجيد من خلال تبني سياسات منافسة للرواتب والمكافآت بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم وضمان

¹ - د. شوقي عبد العزيز بيومي الحفناوي (2005) حوكمة الشركات و دورها في علاج أمراض الفكر والتطبيق المحاسبي " المؤتمر العلمي السنوي الخامس -10 - 8 سبتمبر 2005 جامعة الإسكندرية.ص06

² - نصر علي عبد الوهاب وشحاتة السيد. مرجع سبق ذكره، ص 20.

مصدقية التقارير المعدة من قبل الإدارة وأنها تفي بالمتطلبات القانونية والأخلاقية، ويقوم مجلس الإدارة باتخاذ القرارات الاستراتيجية والتمويل وتعيين المدراء التنفيذيين وقرارات الاندماج والتي تعد من القرارات الحاسمة لفشل ونجاح الشركة في الأمد الطويل، ويفوض مجلس الإدارة الإشراف على مجالات أساسية من المسؤولية إلى لجان خاصة التي تقوم بأعداد التقارير إلى المجلس تتضمن التحاليل والتوصيات المناسبة وتشمل لجنة التدقيق، لجنة المكافآت⁽¹⁾.

2-1 - العلاقة بين مجلس الإدارة والمساهمين :

من بين المسؤوليات المسندة إلى مجلس الإدارة وهي تحقيق مصالح المساهمين ولن يتسنى للمجلس تحقيق هذه المسؤولية والوصول إلى الأهداف المرجوة إلا إذا كانت هناك علاقة وطيدة بين كلا الطرفين وتتمثل هذه العلاقة في العناصر التالية⁽²⁾:

- يجب على المديرين ورؤساء مجالس الإدارة حضور الجمعية العامة السنوية للمناقشة المسائل والمشاكل المطروحة من قبل المساهمين والمتعلقة بأعمالهم.
- يجب على المديرين المستقلين لمجالس الإدارة حضور أكبر عدد من الاجتماعات مع مجموعة من المساهمين الرئيسيين لإيجاد حل للموضوعات والمسائل الخاصة بكل المساهمين، كما يجب على المديرين المستقلين إبلاغ هذه الآراء إلى لجنة المراجعة.
- ينبغي على الشركة أن تذكر الخطوات التي اتخذتها لضمان أن أعضاء المجلس وخاصة الأعضاء غير التنفيذيين قد ضمنوا فهما متوازنا لآراء المستثمرين الرئيسيين.
- على أعضاء ومديرين المجلس حضور هذه الاجتماعات إذا طلب منهم المستثمرون الرئيسيون.
- كما يجب على رئيس مجلس الإدارة رئاسة الاجتماعات العمومية.

¹ - ernest & young, (2005) Corporate governance library, what is Corporate governance, Australia, p5

² - طارق عبد العال حماد. مرجع سبق ذكره. ص (178-179).

2-2- العلاقة بين مجلس الإدارة وكفاءة أداء المنشأة :

كما سبق الذكر فان مجلس الإدارة مكلف بحماية مصالح جميع الأطراف المرتبطة بالمنشأة خصوصا المساهمين وتبرز أهمية الدور ألبطبي الذي يقوم به هذا الأخير بشكل حصري بالنسبة للشركات من النوع الإداري خاصة أن مهمة تقييم المديرين من طرف مجلس إدارة الشركة في الواقع جد صعبة وذلك راجع إلي تعقد الوظائف الإدارية وحضور مشكلة المعلومات غير متماثلة التي تصدر بالأساس من المديرين والإداريين الداخليين الأمر الذي يجعلها اقل مصداقية فالمدبر يمكنه أن يخفي المعلومات ويكون من غير المعقول أن نتصور أن يبدي الإداريون الداخليين لسلوكيات معادية لذلك التي تنبأها المديرون وعلى مجلس الإدارة القيام بصفة محددة نيابة عن المستثمرين بمساءلة المديرين ومحاسبتهم على أدائهم لتحقيق أهداف الشركة وتحقيق مصالح المستثمرين، وهذا هو السبب الرئيسي في إعطاء درجة كافية من الاستقلال لمجلس الإدارة تمكنه من زيادة قدرته في رقابة المديرين وفصلهم إذا لم يحققوا الأداء المطلوب، وبالتالي فان الحوكمة الجيدة للشركة تؤدي عن طريق المحاسبة أمام مجلس الإدارة إلى أداء اقتصادي وكفاءة عاليتين أي انه ببساطة التأكيد عن المحاسبة والمسؤولية يؤدي إلى تحسين قدرة الشركة وكفاءتها، كما أن المعرفة المؤكدة بالخضوع للتدقيق والمراجعة تعمل على تحسين تحمل المسؤولية والأداء الشركة

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بدراسة العلاقة بين مجلس الإدارة والأداء الناجح للشركة، واثبتت إن هناك علاقة كبيرة لها وزنها من الناحية الإحصائية بين الشركات التي تتبع الممارسات الجيدة الحوكمة عن طريق وجود جهاز مجلس إدارة نشط وأكثر استقلالا، الشيء الذي يؤكد على أهمية العلاقة والدور الذي يلعبه مجلس إدارة المنشأة بالنسبة لكفاءة أدائها.

ومن ناحية أخرى فان الحوكمة الجيدة من خلال إشراف ورقابة مجلس الإدارة تزيد من احتمالات سرعة

استجابة الشركة للتغيرات في بيئة الأعمال والأزمات والفترات الحتمية للهبوط في الأعمال بما يؤكد

للمستثمرين أن استثماراتهم ستظل في أمان كما أن إشراف مجلس الإدارة ينبغي أن يعمل على منع التهاون الإداري وتركيز اهتمام المديرين في تحسين أداء الشركة⁽¹⁾.

3 . الإدارة العليا: وتعد الإدارة العليا عنصراً أساسياً في حوكمة الشركات، ففي حين يمارس مجلس الإدارة

دورا رقابياً تجاه أعضاء الإدارة العليا، فإنه ينبغي على مديري الإدارة العليا ممارسة دورهم في الرقابة على

المديرين التنفيذيين في الشركة وتتكون الإدارة العليا من مجموعة أساسية من مسؤولي الشركة، وهي المسؤولة

عن الإدارة الفعلية لها وتقديم التقارير الخاصة بالإدارة إلى مجلس الإدارة، فضلا عن مسؤوليتها تجاه

الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها لحملة الأسهم⁽²⁾، وتعد الإدارة العليا أداة تحديد نظام فعال

للكوكمة لحمايتها فهي تعرف قواعد العمل التي من خلالها تستطيع الإدارة الدنيا تشغيل الشركة وهي⁽³⁾:

▪ مجموعة شاملة من السياسات والإجراءات: وتكون هذه السياسات والإجراءات موثقة، ومفهومة،

ومعززة من قبل كل العاملين التي تبين الخطأ من الصواب في عمليات أنشطة الأعمال.

- إطار للرقابة الداخلية: وهو الإطار الذي يؤمن وجود رقابة تحقيق مخاطر الأعمال الضرورية

- إدارة المخاطر: تعني وجود نظام فعال لإدارة المخاطر في الشرك يدعم أوجه الرقابة، وان إدارة المخاطر

تتم بما يتفق مع الطرق المهنية السليمة، ومتكاملة مع الممارسات العملية في اتخا القرار.

4 . التدقيق الداخلي والخارجي: يلعب التدقيق دورا حيوياً بالنسبة لحوكمة الشركات، لذا ينبغي على مجلس

الإدارة أدراك أهمية عمليات التدقيق والعمل على نشر الوعي لدى العاملين بالشركة، وتركز عمليات التدقيق

الداخلي والخارجي على القوائم المالية للشركات في إطار تفعيل دور أصحاب المصلحة لضمان فاعلية

حوكمة الشركات، ويجب على الشركات من اجل الحصول على قوائم مالية بشفافية وافصاح وتتميز

بالمصداقية، إن تقوم بتفصيل عمليات التدقيق الداخلي والخارجي.

1 - طارق عبد العال حماد. مرجع سبق ذكره ص (263-342).

2 - محمد مصطفى سليمان. مرجع سبق ذكره، ص18

5. الأنشطة المحاسبية: توصف المحاسبة بأنها نظام لمقياس والإفصاح حيث يقوم المحاسب بقياس

العناصر المختلفة المكونة للقوائم المالية والإفصاح عن نتائج عملية القياس في شكل معلومات وتوصيلها إلى مستخدميها، ويعني القياس تعيين أرقام لظواهر اقتصادية تخص الشركة وعلى أساس المشاهدة بالاستناد إلى قواعد وتقوم الشركة بترجمة الأهداف الاستراتيجية بشكل مؤشرات أساسية للأداء قابلة للقياس⁽¹⁾، وإن مقاييس الأداء يتم موازنتها بما يضمن تقديم كل من مقاييس إدارة الشركة المالية وغير المالية، وينبغي أن يكون هناك مقاييس للأداء من أجل قياس:

* الأداء المالي.

* الأداء التشغيلي.

* الالتزام بتطبيق القوانين والأنظمة والسياسات الداخلية.

أما الإفصاح فيقصد به توصيل معلومات القياس المحاسبي لمستخدميها ويشمل عن المعلومات المحاسبية للأطراف الخارجية والداخلية، وإن تمتاز المعلومات بالشفافية التي تعد ضماناً لتقديم كشوفات مالية عالية الجودة ووسيلة لتقوية المساءلة وأنظمة الضبط الداخلي وحوكمة الشركات⁽²⁾.

6. الاتصالات: إن الاتصال الفعال يدعم علاقات الثقة بين حملة الأسهم ومجلس الإدارة فهو يحافظ على تماسك مكونات إطار حوكمة الشركات، ويفهم العاملون رسالة الشركة واستراتيجيتها وكيفية إضافة القيمة لها، وإن يتقوا بها وبإمكانهم الاتصال مع الجهات العليا في الشركة بدون خوف من ردود فعل سلبية، ويتم تشجيع الشركات لوضع تقنيات لتقوية الاتصالات المتبادلة⁽³⁾.

7. المسؤولية والمساءلة: أكدت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على إن يكون مجلس الإدارة مسئولاً بشكل أساسي عن مراقبة أداء الشركة وتحقيق عائد مناسب لحملة الأسهم ويمنع المجلس تعارض المصالح ويوازن الطلبات المتنافسة على الشركة من خلال ممارسة الأحكام الموضوعية والمستقلة وترتبط المسؤولية

¹ - محمد مطر . وآخرون، (1996) "نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات الإطار الفكري وتطبيقاته العملية، عمان، ص 99.

² - Choi Frederick d. & meek gary, (2005) international accounting, 5th ed, prentice hall, p11

³ - ernest & young.op.cit,p6

بالمساءلة الذي يقضي بمحاسبة المسؤولين الذين يتخذون القرارات ويقومون بتنفيذ الأعمال في الشركة وتتحقق المساءلة من خلال وضع آليات تسمح بعقاب الموظفين والتنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة.

8. مجتمع المال والأعمال: تشكل الأسواق ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم

الاقتصادية المعاصرة لما تقوم به من دور مهم في تشجيع الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية، ويتسع مفهوم الأسواق المالية ليشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف المؤسسات.

9. الحكومة والمنظمات: تلعب الحكومة دوراً في إنشاء الإطار المؤسسي والقانوني الشامل لحكومة

الشركات وتباين دور كل من هؤلاء الأطراف وتفاعلاتهم فيما بينهم تبايناً وذلك حسب الظروف السياسية والاقتصادية والثقافية، وهناك جهود واضحة وملموسة على المستوى الدولي فيما يتعلق بمفهوم حوكمة

الشركات سواء كان ذلك من خلال المنظمات الدولية كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والبنك الدولي

وصندوق النقد الدولي أو من خلال بعض الدول نفسها وتقوم هذه المنظمات بوضع مجموعة من المعايير

والإرشادات التي تكفل تحسين الأطراف القانونية والمؤسسية والتنظيمية، بالإضافة إلى الهيئات المحاسبية

والتدقيقية التي تقوم بإصدار المعايير المحاسبية والتدقيقية الدولية، وقد قامت العديد من الدول بإصدار

تقاريرها لصالح ممارسة الشركات في سبيل تفعيل مفهوم الشركات.

10. مجتمع الاستثمار: يتضمن مجتمع الاستثمار كل الوحدات التي تمتلك أو أنها ممثلة لأن تمتلك الأسهم

القابلة للتداول، وأن مؤسسات المستثمرين تمتلك دوراً بارزاً في تطوير معايير حوكمة الشركات التي تستثمر

فيها، وهي تلعب دوراً متزايداً في ضمان حصول الدعم لتلك المعايير وبالمقابل فإن الشركات تجد نفسها في

حالة استجابة متزايدة لتلك المجموعات المؤثرة والقوية (1)

11. أصحاب المصالح: وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والموردين والعمال

والموظفين، وقد يكون الأطراف لديهم مصالح متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل

¹ - ernest & young.op.cit,p7

المثال يهتمون بمقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال والموظفين على مقدرة الشركة على الاستمرار⁽¹⁾.

مفهوم حوكمة الشركات يتأثر بالعلاقات فيما بين الأطراف في نظام الشركة، حيث يلعب الدائنون دورا هاما في أنظمة حوكمة الشركات ويمكنهم أن يقوموا بدور المراقب الخارجي على أداء الشركة، ويلعب العاملون دورا هاما في الإسهام في نجاح الشركة وأدائها في الأجل الطويل، بينما تعمل الحكومات على إنشاء الإطار المؤسسي والقانوني الشامل لحوكمة الشركات، ويتباين دور كل هؤلاء الأطراف وتفاعلاتهم فيما بينهم تباينا واسعا حسب الظروف السياسية والاقتصادية والثقافية⁽²⁾.

المطلب الثاني: أهمية الحوكمة:

إن سلسلة الفضائح المالية والمحاسبية التي عصفت بالشركات العالمية ولدت ظهور المصطلح الذي يحارب عمليات الفساد والتلاعب في القوائم المالية التي لا تعبر على الواقع الفعلي لها وهو الحوكمة في الشركات وذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية، كما تزايدت أهميتها نتيجة اتجاه الكثير من دول العالم إلى التوجه نحو نظام الاقتصاد الحر وتبني فكرة اقتصاد السوق وتحرير التجارة والسوق التي يعتمد فيها بدرجة أولى على خصوصية الشركات بغية تحقيق معدلات نمو اقتصادية مرتفعة الأمر الذي أدى إلى انفصال الملكية عن الإدارة، واتجهت هذه الشركات إلى التمويل عن طريق أسواق المال الأمر الذي ساعد على اتساعها وكبر حجمها مما أدى إلى ضعف وظيفة الرقابة داخل هذه الشركات وخاصة على مديريها وبالتالي وقوعها في أزمات مالية، هذا الأمر الذي يبرر لنا مدى ضرورة وأهمية الحوكمة.

كما ان نطاق حوكمة الشركات قد يتسع لأكثر مما سبق ذكره لتمتد أهدافه وأهميته خارج حدود مصلحة الشركة ذاتها ومصلحة حملة الأسهم وأصحاب المصلحة الآخرين، وفي هذا المجال يرى انه من الأهمية

¹ – Reddy, yrk,(2004) corporate governance, challenges for public enterprises in india, corporate governance journal, vol.4 issue no.9, sep. 2004,p18.

² – محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 15

تناول هذا الجانب بمزيد من البحث والتحليل وذلك من خلال إبراز أهمية حوكمة الشركات في المجالات الاقتصادية، فضلا عن أهميتها في المجالات القانونية وذلك كما يلي:

أولا - الأهمية الاقتصادية لحوكمة الشركات:

وتشمل أهمية الحوكمة للشركات ذاتها، حيث لا تعد حوكمة الشركات هدفا في حد ذاتها، فهي لا ترتبط بعمليات رقابية إجرائية أو شكلية ولا تمثل التزاما دقيقا بإرشادات محدودة أو بملاحظة أو مراعاة سلوكيات إدارية معينة، بل إن ما تهدف إليه في حقيقة الأمر هو تحسين أداء الشركات وضمان حصولها على الأموال وبتكلفة معقولة، حيث أن هناك علاقة طردية بين نوعية الحوكمة ودرجة الأداء الاقتصادي للشركة، فالشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة تملك مدراء بمستويات عالية الجودة وتتعامل بصورة أكثر شفافية بشكل يوحي لحملة الأسهم والمتعاملين الآخرين معها بالثقة، ويعمل على تخفيض مخاطر الاستثمار وبالنتيجة تخفيض تكلفة رأس المال، وتعد جودة حوكمة الشركات والقابلية على فهم حقوق حملة الأسهم، واحدة من أنظمة الضبط ذات الأهمية لنجاح الاستثمارات في الشركات⁽¹⁾.

تعد حوكمة الشركات ذات أهمية أيضا بالنسبة لحملة الأسهم والمستثمرين المرتقبين، إذ توفر حوكمة الشركات ضمان قدر ملائم من الطمأنينة لحملة الأسهم والمستثمرين المرتقبين في تحقيق عائد مناسب على استثماراتهم مع تعظيم قيمة حملة الأسهم والمحافظة على حقوقهم ولأسيما حاملي أقلية الأسهم في ظل مشكلة الوكالة الناشئة عن فصل ملكية الشركة عن إدارتها، إذ تأتي أهمية حوكمة الشركات في سد الفجوة التي يمكن أن تحصل بين الأصيل (مالك الشركة) والوكيل (المدير) من جراء رغبة الأخير في تبني الممارسات التي من الممكن أن تحقق رفايته الشخصية وليس رفاهية حملة الأسهم⁽²⁾.

¹ -Kambil, Ajit & Others.(2006) The Seven Disciplines for Venturing in China.Mistsloan – Management Review,Vol. 47, No. 2 , p. 85.

²- Wheelen, Thomas L. & Hunger, David J(2004) , Strategic Management & Business Policy Concepts, Pearson Education Inc, p. 30

وتمتد أهمية حوكمة الشركات لتشمل أسواق رأس المال، حيث أن تبني معايير جيدة لحوكمة الشركات يمكن أن تمتد فوائده إلى أسواق رأس المال، إذ أن تطبيق تلك المعايير سوف يعزز من كفاءة الأسواق، ويقدم المعلومات الملائمة للمستثمرين لمعرفة المزيد عن الشركات وعن أداءها ويدركون في ذات الوقت مستوى تنفيذ استراتيجيات الشركات وطرق تحديد المخاطر وكذلك السبل الكفيلة بإدارتها، وعند ذلك تستطيع أسواق المال أن تخصص أموال أولئك المستثمرين إلى الشركات الواعدة والتي يتم إدارتها بشكل أفضل⁽¹⁾.

أخيراً تعد حوكمة الشركات ذات أهمية بالنسبة للاقتصاد كله، إذ إن هناك ارتباطاً وثيقاً بين حوكمة الشركات ونظام الاقتصاد في أي بلد، فالمشاكل الناجمة عن ضعف حوكمة الشركات لا تعزى فقط إلى فشل الاستثمارات، وإنما تمتد إلى أبعد من ذلك متمثلة في ضعف مستويات الثقة العامة في الأعمال كلها، حيث أن المسألة لا تعد مجرد انهيار سمعة القليل من الشركات أو ضعف الاحترام للبعض من مدراءها بل إن المسألة تشير إلى فقدان مصداقية النظام الاقتصادي كله، وعليه يجب النظر إلى تحسين حوكمة الشركات وكأنه يمثل كسباً لكافة الأطراف ذات الصلة، فهو يعد كسباً للشركة من خلال تحسين الأداء وتخفيض تكاليف الحصول على رأس المال، ويعد كسباً لحملة الأسهم من خلال تعظيم القيمة وفي المدى الطويل، وأخيراً فهو يعد كسباً للاقتصاد القومي من خلال النشاط المستقر والمستمر والأكثر كفاءة للشركات التي تعمل في ظلّه⁽²⁾.

ثانياً - الأهمية القانونية لحوكمة الشركات:

وتتمثل في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة الشركات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في الشركة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم، وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل الشركات (مثل قوانين الشركات وقوانين الأسواق المالية والمعايير المحاسبية والتدقيقية) العمود الفقري لإطار حوكمة الشركات، إذ تنظم تلك القوانين والمعايير العلاقة بين الأطراف المهتمة بالشركة والمعنية بالاقتصاد كله،

¹ - Stein, Bob, (2004) Effective Governance: Are We There Yet. Current, The Magazine for Financial Services Executives, Issue No. 17, Spring, p. 4-5

² - Zingales, Louigie, (1997) Corporate Governance, NBER, Working Paper, p. 2.

ويشير (Zingales) في هذا الصدد إلى إن الأشكال المختلفة للعقود بين كافة الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بالشكل الذي يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم هذا وتأتي أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية للتغلب على سلبيات تنفيذ التعاقدات التي تنتج عن الممارسات السلبية التي تنتهك صيغ العقود المبرمة أو القوانين والقرارات والنظم الأساسية للشركة. وفي المقابل تعد القوانين والأنظمة صمام الأمان الرئيس الذي يضمن حوكمة جيدة للشركات كما إن كلا من معايير الإفصاح والشفافية والمعايير المحاسبية الأخرى تشكل عصب مبادئ الحوكمة.

وتكمن أهمية إتباع القواعد السليمة لحوكمة الشركات للآتي (1):

➤ ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم؛ مع العمل على الحفاظ على حقوقهم وخاصة حائزي أقلية الأسهم.

➤ تعظيم القيمة السهمية للشركة، وتدعيم تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية؛ وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة، وحدوث استحواذ أو بيع للمستثمر.

➤ التأكد من كفاءة تطبيق برامج الخصخصة وحسن توجيه الحصيلة منها إلى الاستخدام الأمثل لها، منعاً لأي من حالات الفساد التي قد تكون مرتبطة بذلك.

➤ توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال؛ وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.

➤ خلق الثقة المتبادلة للمتعاملين على مستوى الأسواق.

المطلب الثالث: اهداف الحوكمة

تساعد الحوكمة الجيدة للشركات في دعم الأداء وزيادة القدرات التنافسية، وجذب الاستثمارات للشركات، وتحسين الاقتصاد بشكل عام، وذلك من خلال الوصول الى الأهداف التالية (2):

¹ -www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.htm

² - عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي (2009) الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية، الطبعة الأولى، القاهرة، ص 35

- 1) تدعيم عنصر الشفافية في كافة معاملات وعمليات الشركات، وإجراءات المحاسبة والتدقيق المالي على النحو الذي يمكن من الحد من ظاهرة الفساد المالي والإداري.
- 2) تحسين وتطوير إدارة الشركة، ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تبني استراتيجية سليمة وضمان اتخاذ قرارات الدمج والسيطرة بناء على أسس سليمة بما يؤدي إلى رفع كفاءة الأداء.
- 3) تجنب حدوث الأزمات المالية نظرا لتأثيرها على الاقتصاد الوطني.
- 4) تقوية ثقة الجمهور في نجاح عملية الخصخصة، مع ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها مما يتيح فرص للعمل وتحسين معادلات النمو الاقتصادي بالدولة.
- 5) ضمان التعامل بطريقة عادية بالنسبة للمساهمين، والعاملين، والدائمين والأطراف الاخرين ذوي المصالح خاصة حال تعرض الشركات للإفلاس.
- 6) الرقابة والمتابعة على الأداء التشغيلي والاستراتيجي بالشركة.
- 7) تحسين كفاءة وفاعلية الشركات وضمان استمرارها ونموها في دنيا الأعمال.
- 8) إيجاد الهيكل المناسب الذي تتحدد من خلاله أهداف الشركة، ووسائل تحقيقها، وتحسين أدائها
- 9) المراجعة والتعديل للقوانين الحاكمة لأداء الشركات.
- 10) التوضيح وعدم الخلط بين المهام والمسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين، ومهام مجلس الإدارة ومسؤوليات أعضاءه.
- 11) تقييم أداء الإدارة العليا، وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة بقراراتهم.
- 12) تمكين الشركات من الحصول على التمويل المرغوب من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين والأجانب، وذلك من خلال بناء ورفع درجة الثقة في الشركات.
- 13) إمكانية مشاركة المساهمين والموظفين، وقيامهم بدور المراقبين بالنسبة لأداء الشركات.
- 14) تجنب حدوث الممارسات المالية والإدارية الخاطئة وتدعيم استقرار الشركات ودعم الأسواق.
- 15) رفع وتحسين الكفاءة الاقتصادية على المستويين الجزئي والكلي.

16) توليد الثقة بين أصحاب المصالح والإدارة بما يؤدي إلى تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

17) تحسين أداء أنشطة الشركة وضمان حصولها على الأموال بتكلفة معقولة، من أجل تحقيق أفضل

أداء تنافسي في نطاق بيئتها الاقتصادية، وبالتالي ارتفاع العائد على رأس المال المملوك، وتحقيق نسب عالية من القيمة الاقتصادية المضافة.

18) رفع مستوى التعاون التجاري بين الشركات على المستوى المحلي والإقليمي والدولي.

19) الوصول إلى المستويات المطلوبة من الاستقرار والمصدقية للقطاعات المالية.

20) تعزيز العلاقة بين منشآت الأعمال وأصحاب المصالح بكافة فئاتهم.

تأسيسا على ما تقدم ينسب إلى الحوكمة عدة أهداف منها: تخفيض المخاطر، وتعزيز الأداء، وتحسين

سهولة الدخول إلى الأسواق المالية، واتساع نطاق التسويق للسلع والخدمات وتحسين القيادة وإبراز الشفافية وقابلية المحاسبة عن المسؤولية الاجتماعية⁽¹⁾.

المبحث الثالث: مبادئ وقواعد الحوكمة الجيدة للشركات:

المطلب الأول: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لحوكمة الشركات (OECD):

نظرا لضرورة تطبيق نظام حوكمة الشركات حرصت العديد من المؤسسات الدولية على تناول هذا

المفهوم بالتحليل والدراسة، ومن هذه المؤسسات صندوق النقد والبنك الدوليين، ومنظمة التعاون الاقتصادي

والتنمية التي أصدرت في ماي عام 1999 مبادئ حوكمة الشركات، حيث تم تدعيم والتأكيد على هذه

المبادئ من قبل المنظمة العالمية لمشرفي الأوراق المالية (IOSCO) في ماي 2002 من أجل الحفاظ على

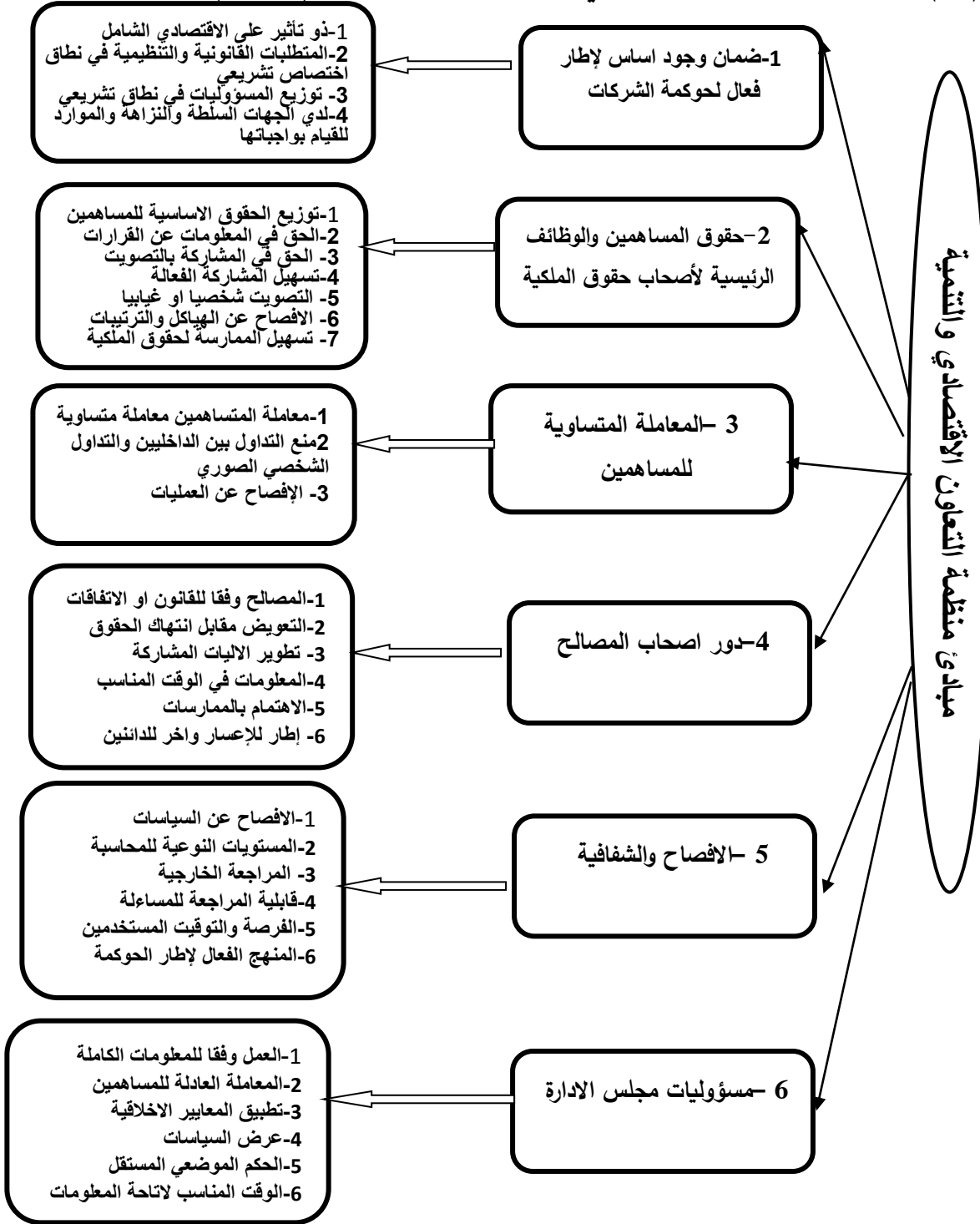
سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات، وتم تعديلها في 22 أبريل (2004) وتتكون من ستة مبادئ

لحوكمة الشركات المعنية بتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق حوكمة الشركات في الشركات العامة أو

الخاصة وسواء المتداولة أو غير المتداولة في أسواق المال، ويمكن عرض هذه المبادئ في الشكل التالي:

¹ - عطا الله وورد خليل ومحمد عبد الفتاح العثماني مرجع سبق ذكره، ص 37

الشكل رقم (09): مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لحوكمة الشركات (OECD)



المصدر www.oecd.org

ويرتكز كل مبدأ من هذه المبادئ على ما يلي:

المبدأ الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:

تهدف حوكمة الشركات إلى وضع إطار لحماية وتسهيل ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم، ينص المبدأ

الأول من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يشجع على شفافية وكفاءة الأسواق المالية وأن يكون متوافقاً مع أحكام

القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية"⁽¹⁾.

لضمان وضع إطار فعال لحوكمة الشركات، فإنه من الضروري وجود أساس قانوني وتنظيمي

ومؤسسي فعال يمكن لكافة المشاركين في السوق الاعتماد عليه في إنشاء علاقاتهم التعاقدية الخاصة، ويضم

إطار حوكمة الشركات عناصر تشريعية وتنظيمية، وترتيبات للتنظيم الذاتي، والتزامات اختيارية، وممارسات

الأعمال التي هي نتاج الظروف الخاصة بالدولة وتاريخها، ويجب على الدول التي تسعى إلى تنفيذ المبادئ

أن تراقب إطار حوكمة الشركات بها بما في ذلك المتطلبات التنظيمية، وشروط القيد بالبورصة وممارسات

الأعمال، بهدف المحافظة وتقوية إسهامه في نزاهة السوق وفي الأداء الاقتصادي، مع الأخذ في الاعتبار

التفاعلات والتكاملات بين مختلف عناصر إطار حوكمة الشركات وقدرته الشاملة على تشجيع الممارسات

الأخلاقية المسؤولة والشفافة لها، ولوجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات هناك مجموعة من العوامل

يجب توفرها وهي :

1 - يجب وضع إطار حوكمة الشركات يكون له تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل، ونزاهة الأسواق،

وعلى الحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية: إن تنظيم

النشاط الاقتصادي في شكل شركات يعتبر قوة للنمو، ولذا فإن البيئة التنظيمية والقانونية التي تعمل فيها

الشركات ذات أهمية رئيسية للنتائج الاقتصادية الشاملة، وتقع على صناع السياسات مسؤولية وضع الإطار

الذي يتميز بالمرونة الكافية للوفاء باحتياجات الشركات العاملة في ظروف شديدة التباين والاختلاف،

¹ - www.oecd.org Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, p.20.

وتسهيل قيامها بتتمية فرص جديدة لخلق قيمة، وتقرير أكفاً استخدام للموارد، والأسواق التي تتميز بالشفافية والكفاءة تعمل على تحفيز المشاركين في السوق.

2 - يجب أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسة حوكمة الشركات، في نطاق

اختصاص تشريعي، متوافقة مع حكم القانون، وذات شفافية، وقابلة للتنفيذ: إذا ما كانت هناك حاجة إلى

قوانين جديدة، للتعامل مع حالات واضحة تتعلق بعيوب الأسواق، فإنها ينبغي أن توضع بطريقة تجعل

تنفيذها ممكناً، وتتسم بالكفاءة والعدالة وعدم التحيز بين الأطراف، ويعتبر قيام الحكومة والسلطات التنظيمية

الأخرى بالتشاور مع الشركات، والمنظمات الممثلة لهم وأصحاب المصالح الأخرى، من الطرق الفعالة

لتحقيق ذلك، ويتم تجنب الإفراط في التشريع، وسن القوانين التي لا تقبل التنفيذ، وما تجره من نتائج غير

مقصودة، بوضع إجراءات لسياسات تأخذ في الاعتبار التكلفة والمنافع الشاملة وفرض عقوبات رادعة

للاتهاكات والمخالفات.

3 - يجب أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات، في نطاق اختصاص تشريعي، محددًا بشكل

واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة: تتأثر ممارسات ومتطلبات حوكمة الشركات بمجموعة كبيرة من

الميادين القانونية مثل، قانون الشركات، واللوائح التنظيمية للأوراق المالية، ومعايير المحاسبة والمراجعة،

وقانون الإعسار، وقانون العقود، وقانون العمل، وقانون الضرائب، وفي ظل هذه الظروف، يكون هناك خطر

في أن يؤدي تعدد التأثيرات القانونية إلى حدوث تعارضات غير مقصودة، تعمل على تعطيل الأهداف

الرئيسية لحوكمة الشركات، ومن المهم أن يدرك صناع السياسات هذا الخطر حتى يتخذوا الإجراءات اللازمة

للحد منه.

4 - يجب أن يكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها

بطريقة متخصصة وموضوعية، كما يجب على أحكامها وقراراتها أن تكون في الوقت المناسب وشفافة مع

توفير الشرح التام لها: ينبغي أن يعهد بالمسؤوليات التنظيمية إلى أجهزة يمكنها القيام بوظائفها بدون تعارض

في المصالح، وتخضع للمراجعة القضائية، ومع ازدياد عدد الشركات، وحجم عمليات الإفصاح، وحتى تتمكن

السلطات المكلفة بتنفيذ القوانين من متابعة التطورات، فإنها تطلب قدرًا كبيرًا من الموظفين المؤهلين تأهيلاً تامًا لتوفير إشراف فعال بشكل سليم، ويؤدي جلب الموظفين على أسس تنافسية إلى تعزيز نوعية واستقلال عمليات الإشراف، وتنفيذ القوانين واللوائح.

المبدأ الثاني: حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية⁽¹⁾:

تهدف حوكمة الشركات إلى ضمان حقوق المستثمرين لما لديهم من أسهم في الشركة، ومن أهم هذه الحقوق: حقوق الملكية، حق الحصول على المعلومات عن الشركة، وحق التأثير في الشركة... الخ، وينص هذا المبدأ على الآتي:

"يجب في إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم" يتمتع المستثمرون في الأسهم بحقوق ملكية معينة، وعلى سبيل المثال، فإن السهم الذي يمثل حصة ملكية في إحدى الشركات التي يتم تداول أسهمها يمكن شراؤه أو بيعه أو تحويله، كما أن أسهم الملكية تخول للمستثمر الاشتراك في أرباح الشركة، مع التزام محدود بقيمة استثماره، وملكية السهم تعطي الحق في الحصول على معلومات عن الشركة والحق في التأثير في الشركة، وبصفة أساسية عن طريق المشاركة في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين والتصويت فيها.

وتتركز حقوق المساهمين للتأثير في الشركة على موضوعات أساسية معينة، مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو الوسائل الأخرى للتأثير على تكوين مجلس الإدارة، وإدخال تعديلات على المستندات الحيوية للشركة، والموافقة على العمليات الاستثنائية، وبعض الموضوعات الأساسية الأخرى كما يحددها قانون الشركات واللوائح الداخلية للشركة، ويمكن النظر إلى هذا القسم باعتباره بيانًا لمعظم الحقوق الأساسية للمساهمين، التي تم الاعتراف بها قانونًا في جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وهناك حقوق

¹ - كاترين ل. كوشتا هلبينج وجون د. سوليفان، مرجع سبق ذكره. ص12

إضافية مثل الموافقة، أو انتخاب، المراجعين، والتعيين المباشر لأعضاء مجلس الإدارة، والقدرة على رهن الأسهم، والموافقة على توزيعات الأرباح وتطبيق هذا المبدأ يتضمن مايلي⁽¹⁾:

1 - ينبغي أن تتضمن الحقوق الأساسية للمساهمين، الحق في:

✓ طرق مضمونه لتسجيل الملكية.

✓ إرسال أو تحويل الأسهم.

✓ الحصول على المعلومات المادية وذات الصلة بالشركة في الوقت المناسب وعلى أساس منظم

✓ المشاركة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين.

✓ انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة.

✓ نصيب في أرباح الشركة.

2 - ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في المشاركة، والحصول على، المعلومات الكافية عن القرارات التي

تتعلق بأي تغييرات أساسية في الشركة مثل:

✓ تعديل النظام الأساسي أو عقد التأسيس أو ما يماثلها من المستندات الحاكمة للشركة.

✓ الترخيص بإصدار أسهم إضافية.

3 - ينبغي أن تكون للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة، والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة

للمساهمين كما ينبغي أن يحاط المساهمون بالقواعد التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين بما في

ذلك إجراءات التصويت⁽²⁾:

¹ - نظير رياض محمد الشحات (2007) إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة بجامعة المنصورة ص307

² - مركز المشروعات الدولية الخاصة مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة، 2004، ص 25

3-1- يجب تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في الوقت المناسب فيما يتعلق بتاريخ ومكان وجدول

أعمال الجمعية العامة، وكذلك المعلومات الكاملة وفي الوقت المناسب عن الموضوعات التي سيتم اتخاذ قرارات بشأنها في الاجتماع.

3-2- ينبغي أن تتاح الفرصة للمساهمين لتوجيه الأسئلة إلى مجلس الإدارة، ووضع بنود على جدول

الأعمال الخاص بالجمعية العامة، واقتراح قرارات، في نطاق حدود معقولة.

3-3- تسهيل المشاركة الفعالة للمساهمين في القرارات الرئيسية الخاصة بحوكمة الشركات مثل ترشيح

وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وينبغي أن تكون لدى المساهمين القدرة على التعبير عن آرائهم فيما يتعلق

بسياسة مكافآت أعضاء مجلس الإدارة، كما ينبغي أن يخضع القسم الخاص بتقديم أسهم لأعضاء مجلس

الإدارة والعاملين كجزء من مكافآتهم، لموافقة المساهمين.

3-4- ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت سواء شخصياً أو غيابياً، مع إعطاء نفس الأثر للأصوات

سواء تم الإدلاء بها حضورياً أو غيابياً: والهدف من تسهيل مشاركة المساهمين هو دعوة الشركات إلى النظر

بشكل أفضل إلى التوسع في استخدام نظم تكنولوجيا المعلومات في عملية التصويت بما في ذلك التصويت

المؤمن إلكترونياً عند التصويت غيابياً.

4 - الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن لبعض المساهمين أن يحصلوا على درجة من

السيطرة لا تتناسب مع ملكياتهم من الأسهم: تتيح بعض الهياكل الرأسمالية للمساهم درجة من السيطرة على

الشركة لا تتناسب مع ما يملكه المساهم من حقوق الملكية في الشركة، والهياكل الهرمية، وتبادل ملكيات

الأسهم، والاسهم ذات حقوق التصويت المحددة أو المتعددة يمكن استخدامها لتقليص قدرة المساهمين غير

المسيطرين على التأثير في سياسة الشرك، وبالإضافة إلى علاقات الملكية، فإن هناك طرقاً أخرى يمكن أن

تؤثر على السيطرة على الشركة، وتعتبر اتفاقات المساهمين إحدى الوسائل الشائعة لهم، وعادة ما تتوفر

للمساهمين المشاركين في هذه الاتفاقات حقوقاً تفضيلية لشراء أسهم إذا ما رغبت أطراف أخرى في الاتفاق

في بيعها، كما يمكن أن تتضمن هذه الاتفاقات أيضاً نصوصاً تتطلب من الذين يقبلون الاتفاق عدم بيع

أسهمهم خلال فترة معينة، ويمكن لاتفاقات المساهمين أن تغطي موضوعات مثل اختيار رئيس مجلس الإدارة، كما يمكن لهذه الاتفاقات أن تلزم المشاركين في الاتفاق أن يدلوا بأصواتهم ككتلة واحدة، ونظرًا لقدرة هذه الآليات على إعادة توزيع نفوذ المساهمين على سياسة الشركة، فإنه يمكن للمساهمين أن يتوقعوا فعلاً بدرجة معقولة، أن يتم الإفصاح عن كافة تلك الترتيبات والهياكل الرأسمالية.

5 - يجب السماح لأسواق السيطرة على الشركات بالعمل بطريقة تتميز بالكفاءة والشفافية⁽¹⁾:

5-1- أن يتم بوضوح تحديد والإفصاح عن القواعد والإجراءات التي تحكم حيازة السيطرة على الشركات في الأسواق المالية، وكذلك العمليات الاستثنائية مثل الاندماجات، وبيع حصص من أصول الشركات، حتى يمكن للمستثمرين أن يفهموا حقوقهم والملجأ القانوني لهم، حيث تتم العمليات بأسعار شفافة وفي ظل شروط عادية تحمي حقوق كافة المساهمين وفقاً لطبقاتهم.

5-2- عدم استخدام الوسائل المضادة للاستيلاء لحماية الإدارة ومجلس الإدارة من المساءلة:

في بعض الدول، تقوم الشركات باستخدام وسائل لمناهضة الاستيلاء، ومع ذلك فإن المستثمرين وبورصات الأوراق المالية قد عبروا عن قلقهم بشأن احتمال انتشار استخدام هذه الوسائل، التي يمكن أن تكون وسائل لحماية إدارة الشركة ومجلس الإدارة من رقابة المساهمين .

6 - تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية، بما في ذلك المستثمرون المؤسسين⁽²⁾:

نظرًا لأن المستثمرين قد تكون لهم أهداف استثمارية مختلفة، لذا فإن المبادئ لا تقدم أي استراتيجية استثمار، ولا تسعى إلى وصف الدرجة المثلى لفعالية المستثمر، وعند النظر إلى التكاليف والمنافع لممارسة حقوق ملكياتهم فإن كثيرًا من المستثمرين يستنتجون أن العوائد المالية الإيجابية والنمو الإيجابي يمكن الحصول عليهما عن طريق القيام بقدر معقول من التحليل وباستخدام حقوقهم.

¹ - محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص. 51- 55

² - مركز المشروعات الدولية الخاصة مرجع سبق ذكره مرجع سبق ذكره، ص 28

6-1- على المستثمرين المؤسسيين الذين يعملون بصفة وكلاء أن يفصحوا عن حوكمة الشركات الخاصة بهم وسياسات التصويت فيما يتعلق باستثماراتهم.

6-2- على المستثمرين المؤسسيين الذين يعملون بصفة وكلاء أن يفصحوا عن الكيفية التي يتعاملون بها مع التعارض المادي للمصالح الذي يؤثر في ممارستهم لحقوق الملكية الرئيسية الخاصة باستثماراتهم.

7 - تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية، بما في ذلك المستثمرون أن يتشاوروا مع بعضهم بعضاً فيما يتعلق بالموضوعات بالحقوق الأساسية للمساهمين وفقاً للتعريف الوارد في المبادئ مع بعض الاستثناءات لمنع إساءة الاستغلال.

المبدأ الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين⁽¹⁾:

تهدف حوكمة الشركات إلى توفير معاملة عادلة لجميع حملة الأسهم، بمن فيهم حملة الأسهم الذين ينتمون إلى الأقلية، ويجب إن يعطى جميع حملة الأسهم الفرصة للدفاع عن حقوقهم، وينص المبدأ الثالث من مبادئ حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم "

إن ثقة المستثمرين بأن رأس المال الذي يقدمونه ستتم حمايته من سوء الاستخدام من جانب مديري الشركة، أو مجلس الإدارة أو المساهمين ذوي النسب الحاكمة، من العوامل الهامة في أسواق رأس المال، وتؤيد المبادئ المعاملة المتساوية لكافة المساهمين الأجانب والمحليين في حوكمة الشركات، ولا تتناول سياسات الحكومة في تنظيم الاستثمار الأجنبي المباشر، و إحدى الطرق التي يمكن للمساهمين أن ينفذوا بها حقوقهم هي قدرتهم على اتخاذ الإجراءات القانونية و الإدارية ضد إدارة الشركة و مجلس الإدارة، وقد أظهرت

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة مرجع سبق ذكره مرجع سبق ذكره، ص 31.

التجربة أن أحد المحددات الرئيسية لدرجة احترام حقوق المساهم هي ما إذا كانت هناك طرق فعالة للحصول على تعويض للشكاوي، و بتكلفة معقولة وبدون تأخير طويل، وهناك بعض المخاطر في أن النظام القانوني، الذي يمكن أي مستثمر من تحدي نشاط الشركة أمام المحاكم، قد يصبح طريقا إلى الإفراط في التقاضي، و لذا فإن كثيرا من النظم القانونية قد أدخلت نصوصا لحماية الإدارة وأعضاء مجلس الإدارة ضد إساءة استغلال التقاضي في شكل اختبارات لمدى كفاية نظام شكاوى المساهمين و الذي يطلق عليه الملاذ الآمن للإجراءات التي تتخذها إدارة الشركة وأعضاء مجالس الإدارة (مثل الأحكام بشأن منشآت الأعمال) و كذلك الملاذ الآمن بالنسبة للمعلومات الواردة في الإفصاح، وفي النهاية، فإنه يجب وضع توازن بين السماح للمستثمرين بالسعي نحو الحصول على تعويضات عن مخالفة أو انتهاك حقوق الملكية و تجنب الإفراط في التقاضي، ووجد كثير من الدول أن إجراءات التقاضي البديلة، مثل جلسات الاستماع الإداري، أو إجراءات التحكيم التي تنظمها هيئات تنظيم الأوراق المالية أو الجهات التنظيمية الأخرى تعتبر وسيلة تتسم بالكفاءة لحل المنازعات ن على الأقل على المستوى الأول.

1 - معاملة كافة المساهمين حملة نفس طبقة الأسهم معاملة متساوية (1):

1-1- في نطاق أي سلسلة رقمية من نفس الطبقة، ينبغي أن تكون لكافة الأسهم نفس الحقوق حيث يتمكن كافة المستثمرين من الحصول على المعلومات المتعلقة بكافة السلاسل وطبقات الأسهم قبل أن يقوموا بالشراء، وينبغي أن تكون أية تغييرات في حقوق التصويت خاضعة لموافقة تلك الطبقات من الأسهم التي تتأثر سلبا نتيجة للتغيير.

1-2- ينبغي حماية مساهمي الأقلية من إساءة الاستغلال التي يقوم بها، أو يتم إجراؤها لمصلحة

المساهمين أصحاب النسب الحاكمة، والتي يتم القيام بها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وينبغي أن تكون هناك وسائل فعالة للإصلاح بشكل فعال.

¹ - طارق عبد العال حماد (2007). إدارة المخاطر أفراد -إدارات -شركات -بنوك" الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، ص 25

1-3- أن يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق فارزي أصوات (أمناء) أو مرشحين لهذا الغرض بطريقة يتم الاتفاق عليها مع المستفيد من ملكية الأسهم.

1-4- إلغاء جميع العوائق التي تعرقل عملية التصويت عبر الحدود.

1-5- تسمح العمليات والإجراءات الخاصة باجتماع الجمعية العامة لكافة المساهمين بأن يحصلوا على

معاملة متساوية، وان لا تؤدي إجراءات الشركة إلى صعوبة أو زيادة تكلفة الإدلاء بالأصوات بدون مبرر

2 - منع التداول بين الداخليين في الشركة و التداول الشخصي الصوري: يحدث سوء الاستغلال عن طريق

التداول الشخصي عندما يقوم أشخاص ذات علاقة الوثيقة بالشركة، بما في ذلك المساهمون المسيطرون،

باستغلال تلك العلاقات في الإساءة إلى الشركة وإلى المستثمرين، ولما كان التداول بين الداخليين يضمن

التلاعب في أسواق رأس المال، لذا فإنه ممنوع طبقاً للوائح التنظيمية للأوراق المالية، وقانون الشركات معظم

دول منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية ومع ذلك، تجب الإشارة إلى أنه منع هذه الممارسات ليس مطبقاً

يمكن النظر إلى هذه الممارسات باعتبارها تشكل انتهاكاً للحوكمة الجيدة للشركة، بقدر مخالفتها لمبدأ

المعاملة المتساوية للمساهمين.

وتشدد المبادئ على تأكيدها بأنه من المعقول أن يتوقع المستثمرون منع إساءة الاستغلال التي تتم

بواسطة سلطة الداخليين، وفي الحالات التي لا يمنع فيها التشريع هذا الاستغلال السيئ بشكل قاطع أو لا

يكون هناك تنفيذ فعال للقوانين، يصبح من المهم للحكومات أن تتخذ الإجراءات الكفيلة بسد تلك الثغرات.

3 - ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة و التنفيذيين الرئيسيين بالشركة أن يفصحوا لمجلس الإدارة

عما إذا كانت لهم سواء بشكل مباشر أم غير مباشر، أم بالنيابة عن طرف ثالث أي مصلحة مادية أي

عملية أو موضوع يمس الشركة بطريق مباشر.

يقع على أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين في الشركة التزام بأخطار مجلس الإدارة إذا ما كانت

لديهم أعمال أو لهم قرابة عائلية أو غيرها من العلاقات الخاصة خارج الشركة التي قد تؤثر على سلامة

تقديرهم وحكمهم بالنسبة لعملية معينة أو موضوع معين تتأثر به الشركة وتتضمن هذه العلاقات الخاصة قيام

أوضاع يرتبط فيها أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين بمساهم يتمتع بمركز يمكنه من ممارسة السيطرة على الشركة. وإذا ما تم الإعلان عن المصالح المادية الموجودة فإن الممارسة الجيدة تقضي بالأبشارك هذا الشخص في أي قرار يتضمن العملية.

المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات (1):

تضمن حوكمة الشركات الإقرار بحقوق أصحاب المصالح المنصوص عليها في القانون أو عبر اتفاقيات متبادلة، وتشجيع التعاون النشط بين الشركات وبين أصحاب المصالح من أجل خلق الثروة وفرص العمل واستدامة مشروعات الأعمال، وينص هذا المبدأ على الآتي:

"يجب أن يقر الإطار الخاص بالقواعد المنظمة لحوكمة الشركات بحقوق أصحاب المصالح كما هي محددة في القانون، ويشجع التعاون الفعال بين الشركات وأصحاب المصالح بالشركة لخلق الوظائف وتوفير الاستمرارية للشركات السليمة ماليًا"⁽²⁾.

تهتم حوكمة الشركات بتأمين تدفق رأس المال الخارجي إلى الشركات سواء في شكل حقوق ملكية أو ائتمان، وبيجاد طرق لتشجيع مختلف أصحاب المصالح على القيام بالاستثمار في رأس المال البشري والمادي الخاص بها وفقاً للمستويات الاقتصادية المثلى، والقدرة التنافسية ونجاحها في النهاية نتيجة لعمل الفريق الذي يجسد الإسهامات المقدمة من مختلف الموارد التي تتضمن: المستثمرين، والعاملين، والدائنين، و الموردين، وعلى الشركات أن تعترف بأن إسهامات أصحاب المصالح تشكل أحد الموارد القيمة لبناء شركات تنافسية ومربحة، و من ثم، فإن المصالح طويلة الأجل للشركات تقتضي ضرورة تعزيز التعاون المنتج للثروة بين أصحاب المصالح، ويتضمن هذا المبدأ ما يلي⁽³⁾:

1 - يجب احترام أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة لاتفاقات متبادلة :

1 - مركز المشروعات الدولية الخاصة مرجع سبق ذكره، ص 08

2 - عبد الوهاب نصر علي، السيد شحاته، مرجع سبق ذكره. ص 88.

3 - جون سوليفان وآخرون. مرجع سبق ذكره، ص 150.

في كافة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، تنشئ القوانين حقوق أصحاب المصالح (مثل قوانين العمل، والأعمال، والقانون التجاري وقانون الإعسار) أوتنشأ هذه الحقوق عن طريق علاقات تعاقدية، حيث تقدم كثيرا من الشركات تعهدات إضافية إلى أصحاب المصالح، كما أن الاهتمام بسمعة الشركة، وأدائها غالبا ما يتطلب الاعتراف بمصالح أكثر اتساعا.

2 - عندما يكفل القانون حماية المصالح، يجب اتاحة الفرصة لأصحاب المصلحة للحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم: يجب أن يكون الإطار القانوني ذات شفافية بحيث لا يفوق قدرة أصحاب المصالح على الاتصال والحصول على تعويض عن انتهاك الحقوق.

3 - يجب العمل على تطوير آليات مشاركة العاملين في تحسين الأداء:

يشارك العاملون في حوكمة الشركة وفقا للقوانين والممارسات الوطنية، و قد تتباين من شركة إلى أخرى، فآليات تعزيز الأداء من أجل المشاركة قد تفيد الشركات مباشرة أو بشكل غير مباشر من خلال استعداد العاملين لاستثمار مهاراتهم الخاصة في المنشأة، وتتضمن أمثلة آليات مشاركة العاملين: تمثيل العمال في مجلس الإدارة، وعمليات الحوكمة مثل مجالس المصانع التي تنظر في وجهات نظر العاملين وآرائهم في بعض القرارات الرئيسية، وفيما يتعلق بآليات تعزيز الأداء، فإن هناك خطط ملكية العاملين للأسهم أو أية آليات أخرى لاقتسام الأرباح التي توجد في كثير من الدول، كما تكون خطط المعاشات أيضًا أحد العناصر في العلاقة بين الشركة والعاملين بها.

4 - عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة الشركات، ينبغي السماح لهم بالحصول على المعلومات ذات الصلة، وبالقدر الكافي، والتي يمكن الاعتماد عليها، في الوقت المناسب وعلى أساس منظم: عندما تنص القوانين وتقرر الممارسات الخاصة بنظم حوكمة الشركات قيام أصحاب المصالح بالمشاركة فيها، فمن المهم أن يتمكن أصحاب المصالح من الحصول على المعلومات اللازمة لقيامهم بمسئولياتهم.

5 - ينبغي لأصحاب المصالح، بما في ذلك أفراد العاملين وهيئات تمثيلهم، أن يتمكنوا من الاتصال

بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية⁽¹⁾:

إن الممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية التي يقوم بها موظفو الشركة قد لا تنتهك فقط حقوق

أصحاب الصالح ولكنها أيضا قد تضر بالشركة ومساهميها من ناحية تأثيرها على سمعتها وزيادة المخاطر

بالنسبة لالتزاماتها المالية في المستقبل، ومن ثم فإن من مصلحة الشركة ومساهميها أن يتم إنشاء ووضع

إجراءات وقوانين يتم اللجوء إليها للشكوى من جانب العاملين، سواءً بصفة شخصية أو عن طريق الهيئات

التي تمثلهم، وإعطائهم طريقا خاصا مباشرا للوصول إلى أحد الأشخاص المستقلين في مجلس الإدارة، وعندما

لا يتم الحصول على إجابة غير وافية على شكوى متعلقة بمخالفة للقانون، فإن إرشادات منظمة التعاون

الاقتصادي والتنمية الخاصة بالمنشآت متعددة الجنسيات تشجع العاملين على تقديم شكاواهم حسنة النية إلى

السلطة العامة المختصة، وينبغي على الشركة الامتناع عن اتخاذ أية إجراءات متحيزة أو عقابية ضد أولئك

العاملين أو الهيئات المتقدمة بالشكاوى.

6 - يجب أن يزود إطار القواعد المنظمة لحوكمة الشركات بهيكل فعال كفاء للحماية من الاعسار

والتطبيق الفعال لحقوق الدائنين: يعتبر الدائنون في الأسواق الصاعدة من أصحاب المصالح الرئيسية،

وتعتمد شروط وحجم ونوع الائتمان المقدم إلى المنشآت كبيرة على حقوقهم ومدى تنفيذها، وغالبا ما تكون

الشركات ذات السجل الجيد لحوكمة الشركات أكثر قدرة على اقتراض مبالغ أضخم وبشروط أكثر تميزاً عن

تلك الشركات ذات السجلات الضعيفة أو التي تعمل في أسواق أقل شفافية، ويختلف إطار إعسار الشركات

من دولة إلى أخرى، وفي بعض الدول عندما تقترب الشركات من مرحلة الإعسار، يفرض الإطار التشريعي

على مديريها واجب العمل لمصلحة الدائنين، الذين قد يلعبون دوراً بارزاً في حوكمة الشركة من هذا المنطلق،

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة مرجع سبق ذكره، ص 39.

بينما لدى دول أخرى آليات تشجع المدين على الكشف في توقيتات مناسبة عن المعلومات الخاصة بالمصاعب التي تواجهها الشركة، حتى يمكن الحصول على حل عن طريق التفاهم بين المدين ودائنة. وتتباين حقوق الدائنين في نطاق يبدأ من حاملي السندات المضمونة إلى دائنين بدون ضمانات، وعادة ما تتطلب إجراءات الإعسار آليات ذات كفاءة لتسوية مصالح مختلف طبقات الدائنين وفي كثير من مناطق الاختصاص التشريعي يتم النص على حقوق خاصة كتلك التي تتم من خلال تمويل المدين حوافز / حماية لأموال جديدة تتاح للمنشأة في حالة الإفلاس.

المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية:

من أهم أهداف حوكمة الشركات ضمان الإفصاح الدقيق في الوقت المناسب عن كل الجوانب المالية التي تتعلق بالشركة بما في ذلك الأداء والوضع المالي، وينص هذا المبدأ على الآتي:

" يجب في إطار حوكمة الشركات أن يضمن القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي والأداء وحقوق الملكية وحوكمة الشركات"، يتم جمع معلومات عن المنشآت المقيدة وغير المقيدة بالبورصة، وتوصيلها للمستخدمين، ويعتبر وجود نظام إفصاح قوى يشجع على الشفافية الحقيقية، من الركائز الأساسية للإشراف على الشركات القائم على أساس السوق، والذي يعتبر أمراً رئيسياً لقدرة المساهمين على ممارسة حقوق ملكياتهم على أسس مدروسة ويمكن لنظام الإفصاح القوى أن يساعد على جذب رأس المال والمحافظة على الثقة في أسواق رأس المال، وعلى النقيض فإن ضعف الإفصاح والممارسات غير الشفافة يمكن أن يسهم في السلوك غير الأخلاقي وفي ضياع نزاهة السوق وبتكلفة ضخمة ليست بالنسبة للشركة ومساهميها فحسب، بل وللاقتصاد في مجموعه أيضاً، ويريد المساهمون والمستثمرون الحصول على معلومات منتظمة موثوق بها وقابلة للمقارنة بتفاصيل كافية تمكنهم من اتخاذ قرارات مدروسة عن تقييم الشركة، والملكية، وتصويت الأسهم، ويؤدي عدم كفاية المعلومات أو عدم وضوحها إلى ضعف فعالية الأسواق، وزيادة تكلفة رأس المال، وينشأ عنه ضعف في تخصيص الموارد، وحتى يمكن تقرير ما هي المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها كحد أدنى، فإن كثير من

الدول تطبق فكرة المادية أو الأهمية والمعلومات المادية أو الهامة يمكن تعريفها بأنها المعلومات التي قد يؤدي حذفها أو تحريفها إلى التأثير على القرارات الاقتصادية التي يتخذها مستخدمو المعلومات.

وتؤيد المبادئ الإفصاح في التوقيت المناسب لكافة التطورات المادية التي تنشأ بين التقارير الدورية المنتظمة كما تؤيد أيضا بث التقارير في نفس الوقت لكافة المساهمين بما يضمن المعاملة المتساوية، ويجب على الشركات في محافظتها على علاقات وثيقة مع المستثمرين والمشاركين في السوق أن تبذل عناية خاصة لعدم انتهاك هذا المبدأ للمعاملة المتساوية.

1 - ينبغي أن يتضمن الإفصاح، ولا يقتصر على المعلومات التالية:

1-1- النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة: تعتبر القوائم المالية المعتمدة من مراجع الحسابات والتي تظهر الأداء المالي والمركز المالي للشركة (وتتضمن في معظم الأحوال ميزانية الشركة، وقائمة الأرباح والخسائر، وقائمة التدفقات النقدية والملاحظات على القوائم المالية) من أكثر المصادر استخداما للحصول على المعلومات عن الشركات، وفي صورتها الحالية، فإن الهدفين الرئيسيين للقوائم المالية هما تمكين القيام بالإشراف السليم وتوفير الأساس لتقييم الأسهم.

1-2- أهداف الشركة: بالإضافة إلى الأهداف التجارية، يجرى تشجيع الشركات إلى الإفصاح عن

السياسات المتصلة بأخلاقيات الأعمال، والبيئة والسياسات تجاه الالتزامات العامة الأخرى، وقد تكون هذه المعلومات هامة بالنسبة للمستثمرين والمستخدمين الآخرين لإجراء تقييم للعلاقات فيما بين الشركات والمجتمعات التي تعمل فيها والخطوات التي اتخذتها هذه الشركات لتنفيذ أهدافها.

1-3- الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت: أحد الحقوق الأساسية للمستثمرين هو حقهم في الحصول

على معلومات عن هيكل الملكية في المنشآت، ويتضمن معلومات عن هيكل مجموعة الشركات والعلاقات فيما بين وحدات المجموعة، ويؤدي هذا الإفصاح إلى شفافية الأهداف، وطبيعة وهيكل المجموعة، وفي الحالات التي تكون فيها الملكيات الكبرى من خلال هياكل أو ترتيبات وسيطة، ينبغي الحصول على

معلومات عن المستفيدين من الملكيات على الأقل بواسطة السلطات التنظيمية وأجهزة تنفيذ القانون من خلال الإجراءات القضائية.

1-4- سياسة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين، والمعلومات عنهم، تتضمن مؤهلاتهم، وملكياتهم من الأسهم في الشركة، وعضويتهم في مجالس إدارة أخرى، والمديرين الآخرين في الشركة، وما إذا كان يتم النظر إليهم باعتبارهم مستقلين، ويطلب المستثمرين معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة وعن كبار التنفيذيين أيضا حتى يقيموا خبراتهم ومؤهلاتهم مع تقدير أي احتمالات لتعارض المصالح قد تؤثر على حسن حكمهم.

1-5- العمليات المتصلة بأطراف من الشركة: يهتم السوق بمعرفة ما إذا كانت إدارة الشركة تحقق مصالح جميع المستثمرين بها، وذلك بالإفصاح التام للسوق عن العمليات الهامة المتصلة بأطراف من الشركة، بما في ذلك العمليات التي تم تنفيذها وفقا لشروط السوق العادية، وتتضمن متطلبات الإفصاح طبيعة العلاقة، وطبيعة ومبلغ العمليات، حيث يلتزم المستفيد بإخطار مجلس الإدارة بالعملية، والذي بدوره يفصح عنها للسوق، وهذا لا يعفى المنشأة من المحافظة على الإشراف الخاص بها، والذي يعتبر أحد الأعمال الهامة التي يقوم بها مجلس الإدارة.

1-6- عوامل المخاطرة المتوقعة: يحتاج مستخدمو المعلومات المالية، وكذلك المشاركون في السوق إلى معلومات عن المخاطر المادية المتوقعة التي قد تتضمنها تلك المعلومات، المخاطر الخاصة بالصناعة أو المناطق الجغرافية التي تعمل فيها الشركة، والخاصة بالاعتماد على السلع، ومخاطر الأسواق المالية بما في ذلك أسعار الفوائد ومخاطر العملة، والمخاطر المتصلة بالمشتقات، وعمليات التداول خارج الميزانية، والمخاطر المتصلة بالالتزامات البيئية، ويحقق الإفصاح عن المخاطر أكبر قدر من الفعالية عندما يكون محددًا ودقيقًا، ويعتبر الإفصاح عن نظام رقابة وإدارة المخاطر كإحدى الممارسات الجيدة.

1-7- الموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين:

يجرى تشجيع الشركات، على تقديم معلومات عن الموضوعات الرئيسية المتصلة بالعاملين وأصحاب

المصالح الآخرين التي تؤثر في أداء الشركة، وقد يتضمن الإفصاح العلاقات بين الإدارة والعاملين،

والعلاقات مع أصحاب المصالح الآخرين مثل الدائنين والموردين والمجتمعات المحلية.

1-8- هياكل وسياسات الحوكمة، وما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة الشركة والعمليات التي يتم

تنفيذها بموجبها: تقوم الشركات بالإخطار عن ممارساتها في حوكمة الشركات، أصبح هذا الإفصاح مطلباً

إلزامياً كجزء من التقارير النظامية، يجب على الشركات أن تنفذ مجموعة مبادئ حوكمة الشركات التي

وضعتها أو وافقت عليها السلطة المختصة، مع تقديم التقارير عنها على أساس "الالتزام أو التفسير"

والإفصاح عن هياكل وسياسات الحوكمة الخاصة بالشركة، وخاصة ما يتعلق بتقسيم السلطة بين المساهمين

والإدارة وأعضاء مجلس الإدارة.

2 - إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة، والإفصاح المالي وغير

المالي: يعمل تطبيق معايير ذات مستوى مرتفع النوعية على إحداث تحسين جوهري في قدرة المستثمرين

على الإشراف على الشركة من خلال تقديم تقارير يمكن الوثوق بها ومقارنتها، وتحسين النظرة إلى أداء

الشركة، وتعتمد نوعية المعلومات إلى درجة كبيرة على المعايير التي يجري بناءً عليها جمع المعلومات

والإفصاح عنها، وتدعم المبادئ وضع معايير عالية النوعية ومعترف بها دولياً، يمكن أن تعمل على تحسين

الشفافية وإمكانية مقارنة القوائم المالية والتقارير المالية الأخرى فيما بين الدول، ويتم وضع هذه المعايير من

خلال عمليات مفتوحة ومستقلة وعلنية تتضمن القطاع الخاص والأطراف الأخرى المهمة مثل الاتحادات

المهنية والخبراء المستقلين.

3 - القيام بمراجعة خارجية سنوية مستقلة بواسطة مراجع مستقل، كفاء مؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات

خارجة موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة في

كافة النواحي الهامة: بالإضافة إلى ضرورة اعتماد القوائم المالية واعتبارها تمثل المركز المالي للشركة، فإن

تقرير المراجعة ينبغي أن يشمل أيضاً رأياً بشأن الطريقة التي تم بها إعدادها وتقديمها، وينبغي أن يسهم هذا

في تحسين بيئة الرقابة في الشركة، وبالفعل فإن مبادئ إشراف المراجع التي أصدرتها المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية في عام 2002 ، تنص على الإشراف الفعال للمراجع .

4 - ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين وعليهم واجب بالنسبة للشركة هو أن يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة: بقيام لجنة مراجعة مستقلة تابعة لمجلس الإدارة بالتوصية باستخدام المراجعين على أن يتم تعيينهم إما عن طريق هذه اللجنة أو ما يعادلها أو بواسطة الجمعية العامة للمساهمين مباشرة، باعتبارها إحدى الممارسات الجيدة نظرا لأنها توضح أن المراجعين الخارجيين ينبغي أن يكونوا قابلين للمساءلة أمام المساهمين، كما أنها أيضا تؤكد على أن المراجعين الخارجيين عليهم واجب العناية المهنية الواجبة تجاه الشركة.

5 - ينبغي في قنوات بث المعلومات أن توفر فرصة متساوية وفي التوقيت المناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة: يمكن أن تكون قنوات بث المعلومات على نفس درجة أهمية ما تحتويه هذه المعلومات ذاتها، ومع أن الإفصاح عن المعلومات غالبا ما ينص عليه في التشريعات، فإن حفظ المعلومات وإمكان الوصول إليها قد يكون أمرا معقدا ومكلفا، وقد تحسن حفظ التقارير القانونية بدرجة كبيرة في بعض الدول بواسطة نظم الحفظ الإلكتروني وطرق استعادة البيانات وتوفر شبكة الإنترنت وغيرها من تكنولوجيات المعلومات الفرصة لبث المعلومات.

وفيما يتعلق بالإفصاح المستمر أو الجاري، فإن الممارسة الجيدة تتطلب الإفصاح " العاجل " عن التطورات المادية الهامة، وتقدم المنظمة في المبادئ الخاصة بإعداد التقارير بواسطة المنشآت المفيدة عن الإفصاح الدولية للجان الأوراق المالية المستمر والتطورات المادية بيانا عن المبادئ المشتركة عن الإفصاح المستمر والتطورات المادية والهامة بالنسبة للشركات المقيدة.

وينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين، والسماسة، ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون،

وقد قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية بوضع بيانات عن المبادئ الخاصة بالمحللين ووكالات التصنيف الائتماني⁽¹⁾.

المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة:

تضمن حوكمة الشركات التوجه الاستراتيجي للشركة، والرقابة الفعالة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة، وضمان مسؤوليته تجاه الشركة وحملة الأسهم، إذ ينص هذا المبدأ على الآتي: "ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة، والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، ومحاسبته عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين"⁽²⁾

إن مجلس الإدارة مسئول بصفة رئيسية عن الإشراف على الأداء الإداري، و تحقيق عائد مناسب للمساهمين، مع منع تعارض المصالح وتحقيق التوازن بين الطلبات المتنافسة على الشركة، وحتى يمكن لمجالس الإدارة أن تقي بمسئولياتها بشكل فعال، فإنها يجب أن تكون قادرة على ممارسة حكم موضوعي ومستقل، وإحدى المسؤوليات الهامة الأخرى لمجلس الإدارة هي الإشراف على النظم التي توضع لضمان قيام الشركة بتطبيق القوانين منها قوانين الضرائب، والمنافسة والعمل، والبيئة، و تساوي الفرص، والصحة، ومجلس الإدارة ليس خاضعا للمساءلة أمام الشركة ومساهميها فحسب، ولكن يجب عليه العمل لتحقيق أفضل مصالحهم بالإضافة إلى هذا، فإنه يتوقع من مجالس الإدارة أن تأخذ في حساباتها، وأن تتعامل بشكل عادل مع اهتمامات أصحاب المصالح الآخرين بما في ذلك مصالح العاملين، والدائنين، والعملاء، والموردين، والمجتمعات المحلية، وهناك مجموعة من الإرشادات يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق مسؤوليات مجلس الإدارة منها:

¹- بيان المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية عن المبادئ الخاصة بتعارض المصالح لمحللي الأوراق المالية المعروضة للبيع، وبيان اللجنة الدولية للجان الأوراق المالية عن المبادئ الخاصة بنواحي نشاط وكالات التصنيف الائتماني

² - محمد مصطفى سليمان (2006)، مرجع سبق ذكره، ص56

- 1 -** ينبغي على أعضاء مجلس الإدارة أن يعملوا على أساس من المعلومات الكاملة، مع العناية الواجبة، وبما يحقق أفضل مصلحة للشركة والمساهمين: يطلب من مجلس الإدارة قانوناً أن يعمل لمصلحة الشركة، آخذاً في اعتباره مصالح المساهمين والعاملين ومصلحة الجمهور، وأن يعمل بما يحقق أفضل مصلحة للشركة ولا ينبغي أن يسمح للآخرين بالاعتداء على حقوق إدارة الشركة.
- ويذكر المبدأ عنصرين رئيسين لواجب وكالة أعضاء مجلس الإدارة هما: واجب العناية وواجب الولاء، ويتطلب واجب العناية قيام أعضاء مجلس الإدارة بالعمل بناءً على أساس من المعلومات الكاملة، بحسن نية، مع العناية اللازمة والاهتمام، ويتم اشتراطه في لوائح الأوراق المالية، والمعايير المحاسبيةالخ.
- وواجب الولاء ذو أهمية رئيسية، على أساسه يقوم التنفيذ الفعال للمبادئ والإشراف على معاملات الأطراف القريبة وذات الصلة، وإنشاء سياسة لمكافآت كبار التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة.
- 2 -** يجب على مجلس الإدارة أن يعامل كافة المساهمين معاملة عادلة: يجب عدم النظر إلى مجلس الإدارة عند قيامه بواجباته، كما لا يجب عليه العمل باعتباره تجمعا لأفراد يمثلون مجموعات ومصالح مختلفة، وبينما يتم في الواقع انتخاب أو تعيين أعضاء مجلس الإدارة بواسطة مساهمين معيني (وفي بعض الأحيان يعارضهم آخرون) فإن أحد السمات المهمة لعمل المجلس هو أن أعضاء المجلس عند قيامهم بمسئولياتهم يعملون على تنفيذ واجباتهم بطريقة متساوية تجاه كافة المساهمين، ويعتبر تقرير هذا المبدأ ذا أهمية خاصة عند وجود مساهمين مسيطرين يمكنهم من الناجية الواقعية اختيار كافة أعضاء مجلس الإدارة.
- 3 -** يجب على مجلس الإدارة أن يطبق معايير أخلاقية عالية، وأن يأخذ في الاعتبار مصالح واهتمامات أصحاب المصالح الآخرين: إن على مجلس الإدارة دوراً رئيسياً في إرساء الجو الأخلاقي في الشركة، ليس فقط بما يقوم به المجلس ذاته من إجراءات وإنما أيضاً عن طريق تعيين والإشراف على التنفيذيين الرئيسيين وبالتالي على الإدارة بصفة عامة، واتباع المعايير الأخلاقية العالية في مصلحة الشركة كوسيلة تعطيها المصدقية و تجعلها أهلاً للثقة، ليس فقط في عملياتها اليومية، ولكن أيضاً بالنسبة لالتزاماتها طويلة الأجل، وقد وجد كثير من الشركات، أنه لتوضيح أهداف مجلس الإدارة و جعلها قابلة للتنفيذ العملي، فمن المفيد

وضع دساتير أخلاقية وسلوكية تقوم، على أساس المعايير المهنية وقواعد سلوكية أكثر شمولاً، تتضمن التزام الشركة اختياريًا بإرشادات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية للمنشآت متعددة الجنسية التي تعكس المبادئ الأربعة التي يتضمنها إعلان منظمة العمل الدولية عن حقوق العمال الأساسية⁽¹⁾

4 - ينبغي على مجلس الإدارة أن يقوم بوظائف رئيسية معينة، تتضمن:

4-1- استعراض وتوجيه استراتيجية الشركة، وخطط العمل الرئيسية، وسياسة المخاطر، والموازنات

التقديرية، ووضع أهداف الأداء، ومراقبة التنفيذ، وأداء الشركة، مع الإشراف على المصروفات الرأسمالية الرئيسية، وعمليات الاستحواذ، والتخلي عن الاستثمار: لسياسة المخاطر أهمية بالنسبة لعمل مجلس الإدارة، والتي لها صلة وثيقة باستراتيجية الشركة، وتتضمن هذه السياسات تحديداً لأنواع ودرجات المخاطر التي ترحب الشركة بقبولها في سبيل تحقيق أهدافها، وهي من الإرشادات المهمة لإدارة الشركة.

4-2- الإشراف على فعالية ممارسات حوكمة الشركة وإجراء التغييرات اللازمة:

يتضمن الإشراف على الحوكمة من جانب مجلس الإدارة قيامه أيضاً بالاستعراض المستمر لهيكل الشركة بحيث يتأكد أن هناك خطوطاً واضحة لمسألة الإدارة في جميع أنحاء التنظيم، وبالإضافة إلى اشتراط القيام بالإشراف والإفصاح عن حوكمة الشركة وممارساتها على أساس منتظم، فقد تحرك عدد من الدول للتوصية أو حتى للالتزام القانوني بقيام مجلس الإدارة بعمل تقييم ذاتي لأدائه إلى جانب عرض أداء كل عضو في مجلس الإدارة على حدة وأداء رئيس مجلس الإدارة للشركة.

4-3- اختيار، وتحديد مكافآت ومرتببات، والإشراف على كبار التنفيذيين بالشركة، واستبدالهم، إذا لزم

الأمر، مع الإشراف على تخطيط تداول المناصب: في نظم مجلس الإدارة يكون المجلس الإشرافي مسئولاً عن تعيين المجلس الإداري الذي يضم عادة معظم كبار التنفيذيين في الشركة".

¹ - محسن أحمد الخضيرى (2005)، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية: القاهرة، ص. 142، 143.

4-4- مراعاة التناسب بين مكافآت كبار التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة ومصالح الشركة والمساهمين:

يعتبر من الممارسات الجيدة لمجلس الإدارة قيامه بوضع والإفصاح عن سياسة المكافآت والمرتبات تغطي

أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين في الشركة، وتحدد السياسة العلاقة بين المكافآت والأداء، كما

تتضمن معايير للقياس تؤكد على المصالح طويلة الأجل للشركة التي تفوق الاعتبارات قصيرة الأجل،

وبصفة عامة فإن السياسة تميل نحو وضع شروط لدفع مكافآت لأعضاء مجلس الإدارة عند قيامهم بنشاط

وأعمال تخرج عن نطاق عمل المجلس، مثل تقديم الاستشارات، كما أنها غالباً ما تحدد أيضاً الشروط التي

يجب مراعاتها من جانب أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين في الشركة.

4-5- ضمان الشفافية في عملية ترشيح وانتخاب مجلس الإدارة: هذه المبادئ تعمل على تشجيع المساهمين

للقيام بدور نشط في ترشيح وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، ومجلس الإدارة أو لجنة الترشيح عليهما مسئولية

خاصة في التأكد من أن الإجراءات الموضوعية تتمتع بالشفافية والاحترام، ومجلس الإدارة له دور رئيسي في

تحديد اعضائه والذين تتوافر لديهم المعرفة الجيدة، والكفاءات والخبرات اللازمة لاستكمال المهارات القائمة

وتحسين القيمة المضافة إلى الشركة.

4-6- رقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح إدارة الشركة، وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين، بما

في ذلك إساءة استخدام أصول الشركة وإساءة استغلال عمليات الأطراف ذات صلة: إن إحدى الوظائف

المهمة لمجلس الإدارة هي الإشراف على نظم الرقابة الداخلية التي تغطي عملية إعداد التقارير المالية،

واستخدام أصول الشركة، وأن يحتاط ضد عمليات التداول التي تشترك فيها أطراف ذات صلة، وهذه

الوظائف أحياناً يعهد بها إلى المراجع الداخلي، الذي ينبغي أن يحافظ على اتصاله المباشر بمجلس الإدارة،

ونظراً لأن عدداً آخر من موظفي الشركة يعتبرون مسئولين أيضاً كالمستشار القانوني مثلاً فإنهم ينبغي أن

يحافظوا على مسئولية الإخطار المباشر مثل المراجع الداخلي، وعلى مجلس الإدارة عند قيامه بمسئوليته في

الرقابة الإشرافية أن يشجع عمليات الإخطار عن السلوك غير الأخلاقي، الذي يكون عاملاً مساعداً لها.

4-7- ضمان نزاهة حسابات الشركة ونظم إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، مع ضمان وجود نظم سليمة للرقابة، وإدارة المخاطر، والرقابة المالية، ورقابة العمليات، والالتزام بالقوانين والمعايير ذات الصلة: إن ضمان نزاهة النظم الأساسية للأخطار والإشراف تتطلب من مجلس الإدارة أن يضع وأن يعمل على تنفيذ خطوط واضحة للمسئولية، وللمساءلة في كافة التنظيم، ويحتاج مجلس الإدارة إلى ضمان وجود إشراف مناسب وسليم من جانب الإدارة العليا.

4-8- الإشراف على عمليات الإفصاح والاتصالات: يجب على مجلس الإدارة أن يقرر بوضوح وظائف ومسئوليات مجلس الإدارة وإدارة الشركة، وفي بعض الشركات يوجد موظف لعلاقات الاستثمار يقدم تقاريره مباشرة إلى مجلس الإدارة.

5- على مجلس الإدارة أن يكون قادرًا على ممارسة الحكم الموضوعي المستقل لشئون الشركة⁽¹⁾: حتى يمكن لمجلس الإدارة أن يمارس واجباته في الإشراف على أداء إدارة الشركة، ومنع تعارض المصالح وتحقيق التوازن بين المطالب المتنافسة على الشركة، فيجب توفر فيه الاستقلال والموضوعية فيما يتعلق بإدارة الشركة بما له من آثار هامة علي تكوين وهيكل مجلس الإدارة، وهذه الآليات يمكن أن تساعد أيضًا على ضمان ارتفاع جودة حوكمة الشركة وعلى قيام مجلس الإدارة بوظائفه بطريقة فعالة، وتعتمد الطريقة التي تتدعم بها موضوعية مجلس الإدارة على هيكل الملكية في الشركة، إذا تكون للمساهم المسيطر سلطات في تعيين مجلس الإدارة وإدارة الشركة، في هذه الحالة، يظل مجلس الإدارة يحمل مسؤولية الوكالة عن الشركة وكافة مساهميتها.

5-1- ينبغي أن ينظر مجلس الإدارة في تكليف عدد من أعضائه من غير موظفي الشركة ذوي القدرة على ممارسة الحكم المستقل، للقيام بالمهام التي يحتمل وجود تعارض في المصالح بها، مثل: ضمان نزاهة القوائم والتقارير المالية وغير المالية، واستعراض عمليات التداول مع الأطراف ذات القرابة، وترشيح أعضائه

¹ - محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص. 56، 57.

والوظائف التنفيذية الرئيسية، وتحديد مكافآتهم، والأعضاء المستقلون يمكنهم أن يقدموا تأكيدا إضافيا للمشاركين في السوق بأن مصالحهم يتم الدفاع عنها، ولمجلس الإدارة إنشاء لجان متخصصة للنظر في المسائل التي يحتمل أن تكون مثارا لتعارض المصالح.

5-2- ينبغي على مجلس الإدارة عند إنشاء لجانها يحددها بشكل جيد ويفصح عن صلاحياتها، وتشكيلها وإجراءات عملها: يؤدي استخدام اللجان إلى تحسين عمل مجلس الإدارة وحتى يمكن تقييم مزايا اللجان التابعة له فإن يتلقى السوق صورة كاملة واضحة عن أغراضها، وواجباتها وتكوينها، وتعتبر هذه المعلومات ذات أهمية بصفة خاصة لزيادة عدد مناطق الاختصاص التشريعي التي تقوم فيها مجالس الإدارة بإنشاء لجان مراجعة مستقلة ذات سلطات للإشراف على العلاقات بين المراجع الخارجي وأن تعمل في كثير من الحالات بشكل مستقل، وتتضمن اللجان الأخرى التي تتناول الترشيحات والأجور والمرتبات، و تكون إمكانية مساءلة مجلس الإدارة في مجموعه واضحة.

5-3- ينبغي أن تكون لأعضاء مجلس الإدارة القدرة على إلزام أنفسهم بمسئولياتهم بطريقة فعالة: يمكن أن يؤدي العمل في عدد كبير من مجالس الإدارة إلى التأثير على أداء أعضائه، وقد ترغب الشركات في النظر ما إذا كان تعدد العضوية في مجالس إدارتها لنفس الشخص يمكن مقارنته بالأداء الفعال للمجلس، مع الإفصاح عن المعلومات للمساهمين، وقد قامت بعض الدول بتحديد عدد مناصب عضوية مجالس الإدارة التي يمكن للشخص الواحد أن يشغلها، وتكون الحدود المعينة أقل أهمية عن ضمان تمتع أعضاء مجلس الإدارة بالمشروعية والثقة في عيون المساهمين، ولتحسين ممارسات مجلس الإدارة، وأداء أعضائه، فقد أصبح يتزايد عدد مناطق الاختصاص التشريعي التي تشجع الشركات على القيام بتدريب مجلس الإدارة، وعلى القيام بالتقييم الذاتي الاختياري، الذي يفى باحتياجات كل شركة على حدة، وقد يتضمن ذلك أن يكتسب أعضاء مجلس الإدارة المهارات المناسبة عند تعيينهم، وأن يكون على علم بالقوانين الجديدة ذات الصلة، واللوائح التنظيمية، والمخاطر التجارية المتغيرة من خلال التدريب داخل الشركة، والبرامج الخارجية.

6 - حتى يمكن لأعضاء مجلس الإدارة أن يقوموا بمسئولياتهم، فإنه ينبغي أن تتاح لهم كافة المعلومات الصحيحة ذات الصلة في الوقت المناسب : يطلب أعضاء مجلس الإدارة المعلومات حتى يتمكنوا من عملية اتخاذ القرارات التي يقومون بها، وأعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين عادة لا يكون لهم نفس طريق الحصول على المعلومات بنفس القدر الذي يتمتع به المديرين الرئيسيين في الشركة، وتجدر الإشارة إلى أن إسهام الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة، يتحسن بدرجة كبيرة عندما يوفر لهم طريق الوصول إلى مديرين رئيسيين معينين في الشركة، مثل المراجع الداخلي، واللجوء إلى الحصول على استشارات من المراجع الخارجي على حساب الشركة، وللوفاء بمسئولياتهم فإن أعضاء مجلس الإدارة ينبغي أن يتأكدوا من حصولهم على المعلومات الصحيحة ذات الصلة في الوقت المناسب.

المطلب الثاني: مبادئ مؤسسة التمويل الدولية (IFC):

وضعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي في عام 2003 قواعد ومعايير عامة لدعم الحوكمة في المؤسسات، سواء كانت مالية أو غير مالية، وذلك على مستويات أربعة كالتالي:

- الممارسات المقبولة للحكم الجيد.
- خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد الجديد.
- إسهامات أساسية لتحسين الحكم الجيد محليا.
- القيادة.

وفيما يلي سنتناول هذه المبادئ وأهم الإرشادات والإجراءات فيما يتعلق بالممارسات الجيدة لحوكمة

الشركات لمؤسسة التمويل الدولية (IFC).

اقترحت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) أن يتم إصدار بنود تشريعية لحوكمة الشركات تأكيدا على أهمية

المساءلة والإفصاح في عملية التنمية، التي تتضمن كلا من قوانين أسواق المال ولوائح الشركات، حيث

قامت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بنشر مجموعة من الإرشادات والإجراءات فيما يتعلق بالممارسات

الجيدة لحوكمة الشركات لتكون في متناول مؤسسات الأعمال والشركات التي ترغب في تطبيق قواعد

الحوكمة الجيدة للشركات، وتتضمن تلك الإرشادات ما يلي (1):

أولاً: بالنسبة للشركات المقيدة بالبورصة:

01 - صحيفة تعليمات لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة (2):

تشكل الشركات المقيدة بداول البورصة أكثر النماذج المعروفة شيوعاً بالنسبة لتحليل حوكمة الشركات،

ويتركز معظم اهتمام صانعي السياسات، وأجهزة الإعلام والمستثمرين، إلى جانب قدر كبير من الأدبيات

الأكاديمية عن حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة، وقد كانت إصلاحات السياسات والمبادرات الأخرى

لحوكمة الشركات في شرق آسيا، وأمريكا اللاتينية، وحديثاً جداً في الولايات المتحدة، عبارة عن استجابة

ورود أفعال لفضائح الحوكمة في الشركات المقيدة بالبورصات، حيث فقد المساهمون من الجمهور

استثماراتهم، إلى جانب التقليل من قدر نزاهة الأسواق العامة لرأس المال، ففي الولايات المتحدة، والمملكة

المتحدة، أصبحت الموضوعات الأساسية للحوكمة في الشركات المقيدة بالبورصات هي محط الاهتمام، عادة

وذلك بسبب العلاقة بين الوكلاء الرئيسيين والمساهمين المشتتين والمديرين المسيطرين، وعلى النقيض فإنه

في جميع الأسواق الصاعدة، بل وفي معظم الأسواق المتقدمة الأخرى، فإن إحدى الركائز الأساسية في

موضوعات الحوكمة عادة ما تكون هي معاملة مساهمي الأقلية من جانب كبار المساهمين ذوي النسب

الحاكمة، وينبغي أن يقوم موظفو الاستثمار بتطبيق معايير الشركات المقيدة بالبورصة على الشركات

الخاصة التي تكون لديها خطط للطرح العام للأسهم في الأجل القصير أو المتوسطة.

02- قائمة طلب المعلومات لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة (3): وتشمل:

1.2- هيكل الملكية: تقديم مخطط يحدد أهم الشركات المساهمة والشركات القابضة والشركات التابعة

والفرعية، مع بيان ملكية حق الانتفاع النهائية ونسبة الأسهم التي يحملها.

¹ -www.hawkama.net/news/dalil.htm

² - مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) "حوكمة الشركات، صحيفة تعليمات لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة 2003، ص 01

³ - مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) حوكمة الشركات، قائمة طلب المعلومات لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة، ص 1-3

2.2- هيكل الحوكمة: تقديم مخطط يحدد هيكل حوكمة الشركة من حيث الأجهزة المنوطة بها والجهة التي ترفع تقاريرها أمامها (بما في ذلك اجتماعات المساهمين ومجلس الإدارة ولجان المجلس والإدارة العليا ولجان المراجعة الداخلية والمراجعة الخارجية ووحدات الإدارة الرئيسية).

3.2- العمليات الرئيسية والأحداث الهامة: تقديم تطور زمني بالعمليات الرئيسية والأحداث الهامة التي وقعت في الخمس سنوات السابقة، وعلى الأخص الاستحواذ على شركات والاندماجات وإعادة الهيكلة وبيع أو شراء أصول كبيرة وغيرها.

4.2- المستندات التأسيسية: تقديم لعقد تأسيس الشركة وغير ذلك من المستندات التأسيسية.

5.2- السياسات المتعلقة بحوكمة الشركة: السياسات المكتوبة أو موثيق العمل التي تم وضعها من أجل تحديد أسلوب الشركة لتحقيق الحوكمة وأدوار العاملين بها ومسؤوليات مجلس الإدارة وتكوينه وممارسات الشفافية والإفصاح ومعاملة حقوق الأقلية من حملة الأسهم، بالإضافة إلى: مواعيد أحداث الشركة، ميثاق حوكمة الشركات الخاص بالشركة، ميثاق حوكمة الشركات الخاص بالدولة، ميثاق آداب المهنة، مسؤولية الالتزام، اتفاقيات المساهمين، التخطيط للتعاقب، التقرير السنوي، القيد الأجنبي للأسهم.

03- جدول الخطوات المتوالية لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة:

- مثالا لبرنامج تحسين حوكمة الشركات قامت مؤسسة (IFC) بوضعه والتفاوض عليه مع إحدى الشركات

الصناعية الكبرى المقيدة بالبورصة في أمريكا اللاتينية.

ثانيا: بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية:

- صحيفة تعليمات لحوكمة المؤسسات المالية،

- قائمة طلب المعلومات لحوكمة المؤسسات المالية،

- جدول الخطوات المتوالية لحوكمة المؤسسات المالية

ثالثا: بالنسبة للشركات العائلية غير المقيدة بالبورصة:

- صحيفة تعليمات لحوكمة الشركات العائلية غير المقيدة بالبورصة،
- قائمة طلب المعلومات لحوكمة الشركات العائلية غير المقيدة بالبورصة،
- جدول الخطوات المتوالية لحوكمة الشركات العائلية غير المقيدة بالبورصة.

رابعا: تعريف عضو مجلس الإدارة المستقل⁽¹⁾:

الغرض من تحديد وتعيين أعضاء مجلس إدارة مستقلين في تأكيد ممارستهم بشكل فعال أفضل ما يروونه من تقدير للمصلحة المطلقة للشركة، بحيث لا يكون هذا التقدير يتخلله أي تعارض في المصالح سواء أكان حقيقيا أو منتظرا، وتتوقع مؤسسة التمويل الدولية أنه في الحالات التي يتم فيها تعريف عضو مجلس الإدارة باعتباره "مستقلا" ويقوم باتخاذ قرار يؤكد فيه استيفاء عضو مجلس الإدارة المعني للشروط التي يقرها في هذا الشأن، وأنه ليست له أية علاقات مادية بإدارة الشركة، أو مراقبتها، وعلى مؤسسة التمويل الدولية أن تنظر في التغييرات التي تضعها طبقا لأنواع العلاقات التي قد تقسد استقلال عضو مجلس الإدارة، مع أخذ الظروف الخاصة بكل شركة في الاعتبار.

خامسا: قائمة مراجعة للمشرفين⁽²⁾ :

يتعين على موظفي المحفظة المالية اتباع الخطوات الآتية التابعة لمؤسسة التمويل الدولية:

- التعرف على تحليل حوكمة الشركات الذي تؤديه الشركة المعنية على مدار فترة تقييمها ويشمل كل أجزاء حوكمة الشركات أو المناقشات ذات الصلة بالموضوع المدرجة في مستندات المشروع.
- وضع برنامج تحسين حوكمة الشركة المتفق عليه مع الشركة المعنية والرقابة على تنفيذه ب.
- بناء علاقة جيدة مع الموظف أو عضو مجلس الإدارة المسؤول بالشركة عن الرقابة على التطوير والالتزام بسياسات الحوكمة وتنفيذ برنامج تحسين حوكمة الشركة.

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) حوكمة الشركات، تعريف استرشادي لعضو مجلس الإدارة المستقل، ص 01.
² - مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) "حوكمة الشركات، قائمة مراجعة للمشرفين، 2003، ص 01-02.

- عقد اتصال دوري مع أعضاء مجلس إدارة الشركة مع الاستفسار بشأن عمله وما إذا كان أعضاءه يعتقدون أنه يؤدي دوره بشكل كفاء بغرض إضافة القيمة إلى الإدارة وحماية المساهمين وغير ذلك من مصالح أصحاب المصلحة في الشركة.
- تأكد من أن كافة أعضاء مجلس الإدارة على دراية بالموارد المتاحة من أجل مساندةهم في أداء عملهم حيث يتعين حصولهم على التوعية المناسبة بشأن الشركة والتدريب الرسمي على دورهم بوصفهم أعضاء في مجلس الإدارة إذا كانت هناك ضرورة عملية لذلك.
- مواكبة تطور معايير حوكمة الشركات في الأسواق ذات الصلة الصعيد الدولي، وتشجيع الشركة المعنية بأخذها في الاعتبار وتبنيها بالشكل المناسب فيما يتصل بظروف الشركة .
- مساعدة الشركات على تطبيق ممارسات الحوكمة الجيدة بحيث يمكن توصيل جودة حوكمتها للأسواق المالية وغيرها من الجهات المقرضة.
- البحث عن التحديات التي تواجه حوكمة الشركات مع التفكير في دعم إضافي ربما تحتاجه الشركة من أجل تكييف ممارسات الحوكمة بها في مواجهة التحديات التي تتصدى لها.
- السعي للحصول على دعم وحدة حوكمة الشركات التابعة لمؤسسة التمويل الدولية عند الاحتياج إلى إرشادات خاصة أو الدعم الفني.

المطلب الثالث: مبادئ (معايير) لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية

- وضعت لجنة بازل في العام 1999 إرشادات خاصة بالحوكمة في المؤسسات المصرفية والمالية، وهي تركز على النقاط التالية:
- قيم الشركة ومواثيق الشرف للتصرفات السليمة وغيرها من المعايير للتصرفات الجيدة والنظم التي يتحقق باستخدامها تطبيق هذه المعايير.
 - استراتيجية للشركة معدة جيداً، والتي بموجبها يمكن قياس نجاحها الكلي ومساهمة الأفراد فيها.

- التوزيع السليم للمسئوليات ومراكز اتخاذ القرار متضمنا تسلسلا وظيفيا للموافقات المطلوبة من الأفراد للمجلس.
- وضع آلية للتعاون الفعال بين مجلس الإدارة ومدققي الحسابات والإدارة العليا.
- توافر نظام ضبط داخلي قوي يتضمن مهام التدقيق الداخلي والخارجي وإدارة مستقلة للمخاطر عن خطوط العمل مع مراعاة تناسب السلطات مع المسئوليات.
- مراقبة خاصة لمراكز المخاطر في المواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح، بما في ذلك علاقات العمل مع المقترضين المرتبطين بالمصرف وكبار المساهمين والإدارة العليا، أو متخذي القرارات الرئيسية في المؤسسة.
- الحوافز المالية والإدارية للإدارة العليا التي تحقق العمل بطريقة سليمة، وأيضا بالنسبة للمديرين أو الموظفين سواء كانت في شكل تعويضات أو ترقية أو عناصر أخرى.
- تدفق المعلومات بشكل مناسب داخليا أو إلى الخارج.

المطلب الرابع: خصائص وركائز الحوكمة

أولاً: خصائص الحوكمة الجيدة:

- أكد الباحثون في مجال الحوكمة وتطبيقاتها المعاصرة (Colley, Jacqueline.L. Doyle John) .
- (George Logan.M.) في مؤلفهم " ما هي حوكمة الشركات " أن نموذج حوكمة الشركات الناجح يتطلب توافر الخصائص التالية⁽¹⁾:
- 1- مجلس إدارة يتمتع بالقوة والفعالية في صياغة وتوجيه القرارات ويؤدي مسؤولياته بأمانة.
 - 2- رئيس تنفيذي مؤهل يتم اختياره من طرف مجلس الإدارة وتفوض له السلطات والصلاحيات لإدارة أعمال الشركة.

¹ -John. Colley, Jacqueline .L. Doyle, Logan .M. George, (2005) : What is corporate governance, MC-Graw-Hill professional, USA, P 46.

3- القرارات التي يتم استصدارها من قبل الرئيس التنفيذي يجب تنفيذها في إطار من التشاور والموافقة من مجلس الإدارة.

4- نموذج عمل جيد يتم اختياره من قبل الرئيس التنفيذي وفريق الإدارة، مع الاستعانة باقتراحات مجلس الإدارة وموافقتهم.

5- توفير محيط ملائم يتسم بالإفصاح والشفافية حول أداء الشركة ووضعها المالي لجمهور المساهمين والمجتمع المالي.

ويرى " Jonathan Charkham " أنه من الصعب التعرف -من داخل الشركة- إذا ما كان نظام الحوكمة يعمل بشكل جيد، وهناك أدلة وقرائن توضح مدى توفر شروط الحوكمة، وهي تلك التي تشمل العديد من الأحكام والتقديرية التي من الممكن أن يكون لها تأثير على تحسين سعر السهم، على الرغم من اعتبار تلك الأدلة بأنها غير حاسمة كالهيكلة التنظيمية وديناميكية العمل⁽¹⁾. وتضيف مؤسسة (Truth) للاستشارات الاقتصادية أن الحوكمة الجيدة تستدعي توافر الخصائص التالية⁽²⁾:

- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح.
- الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث، فالشركة تؤكد على التزامها بالتوقيت المناسب وبالذقة في عملية الإفصاح عن جميع المعلومات الهامة المتعلقة بالمركز المالي وأداء الشركة وهيكلة الملكية، وحوكمة الشركة، وذلك من خلال قنوات اتصال معينة يمكن لجميع الأطراف المهتمة بالشركة الوصول إليها بسهولة.
- الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل.
- المساءلة: إمكان تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، بحيث يتبع نظام الحوكمة مساءلة الشركة أمام جميع المساهمين وتقدم إرشادات لمجلس إدارة الشركة كيفية إستراتيجية الشركة ومراقبة الإدارة.

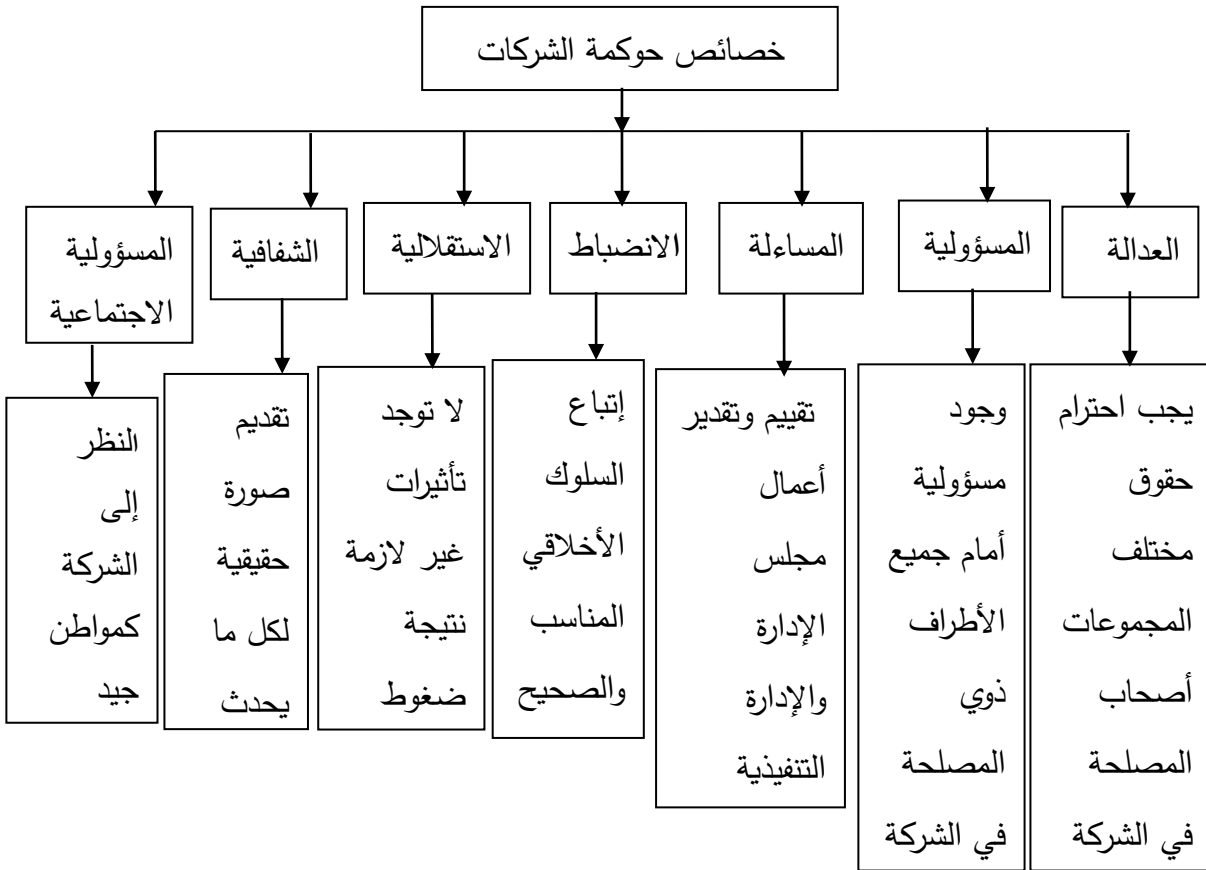
¹ - Charkham Jonathan: Keeping better company corporate governance ten years on, second edition, Oxford University Press, P42.

² - Truth Economic Consultancy: Corporate Governance, on line: http://www.truth-uae.com/AR_def2.aspx (26/06/2015).

- المسؤولية: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في الشركة، حيث تدرك الشركة حقوق جميع الأطراف المهمة بالشركة والتي تتضمنها اللوائح والقوانين وأيضا تشجع كل التعاون المشترك وبينهما.
- العدالة: يجب احترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في الشركة، تتعهد الشركة بحماية مصالح المساهمين وتؤكد على معاملتها المتساوية لهم بمن فيهم صغار المساهمين.
- المسؤولية الاجتماعية: النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

ويمكن تصور الشكل التالي يوضح خصائص حوكمة الشركات

الشكل رقم (10): خصائص حوكمة الشركات



المصدر: من اعداد الطالب

وتؤكد مؤسسة الاستشارات الاقتصادية (Truth) أن وضع حوكمة الشركات موضع التنفيذ داخل الشركة،

يتطلب الالتزام بالمبادئ العشرة التالية لضمان فعالية الحوكمة، وهذه المبادئ هي:

- تفعيل رقابة أصحاب المصلحة على أعمال المنشأة.

- ضمان تقارير للاستخدام العام ملائمة وموثوقة وكافية.
- تجنب السلطة المطلقة في الإدارة العليا في المنشأة.
- تكوين متوازنة لمجلس الإدارة.
- ضمان وجود عناصر قوية ومستقلة بمجلس الإدارة.
- وجود مجلس إدارة قوي ومشارك بفعالية.
- ضمان فعالية الرقابة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة.
- ضمان الكفاءة والالتزام.
- تقدير ورقابة المخاطر.
- تواجد قوي للمراجعة.

ثانياً: ركائز حوكمة الشركات

وترى ذات المؤسسة أن تتركز حوكمة الشركات على ثلاث ركائز هي:

- 1- السلوك الأخلاقي: أي ضمان الالتزام السلوكي من خلال:
 - التقيد بالأخلاقيات وقواعد السلوك المهني الرشيد.
 - الالتزام بالأخلاقيات الحميدة.
 - والتوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالشركة.
 - والشفافية عند عرض المعلومات المالية.
 - القيام بالمسؤولية الاجتماعية والحفاظ على بيئة نظيفة.
- 2- الرقابة والمساءلة: تفعيل أدوار أصحاب المصلحة في نجاح المنشأة مثل:
 - الهيئات الإشرافية العامة "هيئة سوق المال، سوق الأوراق المالية، البنك المركزي"
 - الأطراف المباشرة للإشراف والرقابة "المساهمون، مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، المراجعون الداخليون، المراجعون الخارجيون".

- والأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة "الموردون، العملاء، المستهلكون، المودعون، المقرضون".

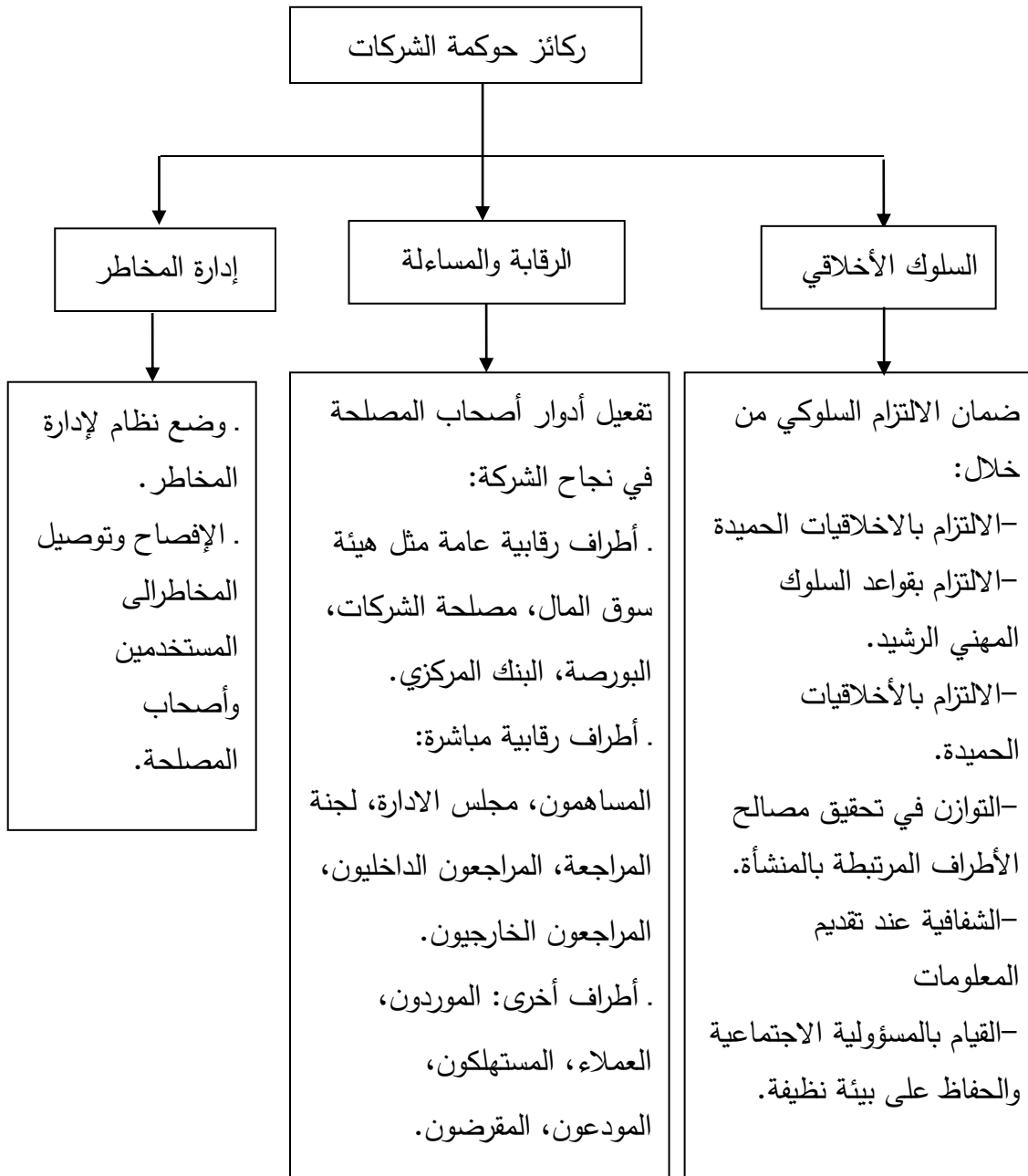
3 - إدارة المخاطر: من خلال:

- وضع نظام لإدارة المخاطر.

- والإفصاح وتوصيل المخاطر إلى المستخدمين وأصحاب المصلحة.

والشكل التالي يوضح ركائز حوكمة الشركات:

الشكل رقم (11) ركائز حوكمة الشركات



خلاصة الفصل الثاني:

تهدف حوكمة الشركات الى كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها بالأسواق، بما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية وعالمية للتوسع والنمو، يجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة، مع الحرص على تدعيم استقرار أسواق المال والأجهزة المصرفية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة والتتمية الاقتصادية المطلوبة، حيث إن أداءها يمكن أن يؤثر على الوظائف والدخول، والمدخرات والمعاشات ومستويات المعيشة، وغيرها من الأمور المرتبطة بحياة الأفراد والمؤسسات بالمجتمع، ومن ثم حوكمة الشركات تهدف لرفاهة وتقديم المجتمع.

فالحوكمة تضمن مجموعة معايير وآليات عمل بهدف ضمان وحصانة لكل مشروع اقتصادي حكومي أواخر وتأمين الاستقرار الاقتصادي لكل قطاعاته، وجاء تعريف الحوكمة على انه يمثل إشراك جميع الأطراف في المؤسسة في عملية اتخاذ القرار، أي لا يكون القرار مقتصرًا على مجموعة معينة في المؤسسة الواحدة وكذلك أن تتوفر المعلومات لجميع الأطراف بشفافية ووضوح وتحديد مسؤولية وحقوق وواجبات جميع المسؤولين عن إدارة المؤسسة وذلك لتجنب حدوث حالات الفساد الإداري والمالي وان المؤسسة تدار بطريقة سليمة وإنها تخضع للرقابة والمتابعة والمساءلة.

الفصل الثالث

تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات
لرفع من كفاءة وأداء سوق
الأوراق المالية

الفصل الثالث: تنفيذ مبادئ الحوكمة للرفع من كفاءة وأداء سوق الأوراق المالية:

تلعب حوكمة الشركات دورا مؤثرا في توجيه اقتصاديات الدول ضمن برنامجها الإصلاحية وإعادة هيكلة أنظمتها والعناية بالجودة وتحقيق العوائد الاقتصادية، فيكون لها تأثير إيجابي كبير في أداء الشركات في الأسواق المالية من حيث حجم التداول، أسعار الأسهم، ودعم الثقة بين الأطراف.

كما إن 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 وما تتضمنه من أخطاء، وتفعيل دور الحوكمة وتطبيق مبادئها وآلياتها كان استجابة للحاجة الملحة من قبل المستثمرين الذين يطلبون المستويات الأفضل في تطبيقها كما أن إتاحة الفرصة الكاملة لتأصيل وترسيخ مبادئ وآليات حوكمة الشركات بالتطبيق الجيد لها فتح مجالا واسعا للكثير من الباحثين للوقوف على جوانب القصور في التطبيق واقتراح معالجة ذلك بما يتلاءم مع المتغيرات والظروف البيئية.

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

المبحث الأول: حوكمة الشركات ودورها في تشكيل الأسواق المالية، ويتضمن حوكمة الشركات وسوق

الأوراق المالية، الأبعاد المحاسبية لحوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات المالية، انعكاسات جودة المعلومات المالية في ظل حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات ودور مجلس الإدارة، ويتناول دور مجلس الإدارة في مجال

حوكمة الشركات، عملية التضليل في الأسواق المالية، مبادئ حوكمة الشركات كضوابط من ضوابط السوق المالي، آليات تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة.

المبحث الثالث: الأثر النظري لتطبيق مبادئ الحوكمة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: حوكمة الشركات ودورها في تشكيل الأسواق المالية:

إن التطبيق الحقيقي لقواعد الحوكمة يحقق الشفافية والعدالة ويجيز مساءلة إدارات الشركات مما ينعكس إيجابيا على تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات الوطنية وتعظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة، لاسيما وأن الحوكمة تدعم الثقة في الاقتصاد الوطني وتعمق دور سوق الأوراق المالية وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات وجذب الاستثمار.

المطلب الأول: حوكمة الشركات وسوق الأوراق المالية:

تعد حوكمة الشركات إحدى الأدوات المهمة والفعالة في تشجيع وجذب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، لما تمثله من قواعد قانونية ومحاسبية ومالية واقتصادية تحكم أداء الشركة ومسئولياتها تجاه حملة الأسهم، وبتقنة أصحاب المصلحة في أوراقها المالية المتداولة بالسوق بما يعود بالنفع عليهم.

ان الصلة بين حوكمة الشركات وتنمية أسواق الأوراق المالية واضحة وجلية لان هشاشة حوكمة الشركات هي سبب لتخلف تلك الأسواق، إذ أن الاستثمار في حقوق الملكية يتطلب وجود حوكمة شركات جيدة، وإذا كانت هذه الأخيرة ضعيفة فأن السوق يواجه مخاطر مرتفعة إلى جانب عدم التيقن⁽¹⁾.

ففي عصر تقنية المعلومات لا يمكن لأي شركة أن تنجو من الآثار السلبية الكبيرة الناجمة عن الضعف في حوكمة الشركات، ومن هذه الآثار انخفاض أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية، وتساهم العولمة في إضفاء أهمية بالغة على حوكمة الشركات لأنه في ظلها يكون العالم بلا حدود أو حواجز، ليس المقصود الحدود السياسية أو الجغرافية، وإنما المقصود عبور المعلومات المالية وغير المالية من خلال الانترنت وبالتالي تجاهل الحدود الجغرافية أو السياسية لأي بلد، وكما تكون هذه المعلومات موثقة وذات جودة عالية فإنه من الضروري أن تكون ناتجة من بيئة أعمال ذات حوكمة شركات جيدة.

وتؤكد العديد من الدراسات الدولية أن هناك ارتباطا وثيقا على مستوى اسواق الأوراق المالية بين أداء

الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ

¹ - المعوشي عائشة، وأبو سمرة ندى (2004)، حوكمة الشركات ودورها في تشكيل أسواق رأس المال .مركز المشروعات الدولية ص 3.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين وتمييزها⁽¹⁾ حيث أصبحت درجة التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار، خاصة في ظل العولمة الاقتصادية واشتداد المنافسة بين الشركات والمؤسسات المختلفة لدخول أسواق المال سواء المحلية أو العالمية من أجل الاستثمار، ومن ثم فإن الشركات التي تطبق مبادئ الحوكمة تتمتع بميزة تنافسية لجذب رؤوس الأموال عن تلك التي لا تطبق هذه المبادئ، وتزداد قدرتها على المنافسة في المدى الطويل وذلك من خلال ما تتمتع به هذه الشركات من الشفافية في معاملاتها وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وفي جميع عمليات الشركة بما يدعم الثقة من جانب المستثمرين سواء المحليين أو الدوليين للاستثمار في هذه الشركات ويؤدي ذلك إلى خفض تكلفة رأس المال، كما قد يسفر في النهاية عن تحقيق المزيد من الاستقرار لمصادر التمويل.

إن تطبيق مبادئ الحوكمة يؤدي إلى تحسين إدارة الشركة ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تطوير استراتيجية سليمة للشركة وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ بناء على أسس سليمة، كما يتم تحديد المكافآت على أساس الأداء مما يساعد على تحسين كفاءة أداء الشركة، ونجاح برامج الخصخصة يرتبط بمدى تطبيق مبادئ الحوكمة، الذي يقوى ثقة الجمهور في صحة عملية الخصخصة التي تتطلب قواعد إدارية جيدة، كما يساعد على ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها، وهذا بدوره سيؤدي إلى المزيد من فرص العمل والتنمية الاقتصادية.

إن افتقار المؤسسات المختلفة للقواعد الجيدة للحوكمة من شأنه إتاحة الفرصة لحدوث فساد في هذه المؤسسات من قبل الأعضاء بالداخل سواء كانوا من مجلس الإدارة أو المديرين أو الموظفين من نهب المؤسسة أو المال العام على حساب المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين، وفي اقتصاد العولمة تصبح المؤسسات والدول التي تضعف فيها أساليب ممارسة الحوكمة أكثر عرضة لنتائج وخيمة، مما يؤدي إلى حدوث الفضائح والأزمات المالية.

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE): تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة (الترجمة العربية)، القاهرة، بدون تاريخ.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

حيث يتوقف التطبيق الجيد لحوكمة الشركات على مدى توفر مستوى جودة مجموعتين من المحددات الخارجية والمحددات الداخلية، وتشير المحددات الخارجية إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال القوانين المنظمة لعمل السوق، مثل قوانين سوق المال، والشركات، وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، والإفلاس، وكفاءة القطاع المالي البنوك وسوق المال في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية مثل هيئة سوق المال وعد تعقد الإجراءات الإدارية، بينما تشير المحددات الداخلية إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية، وتطبيقها من ناحية أخرى، إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاث⁽¹⁾

كما إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملاً مهماً في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة وضمان استمرارها في أداء أعمالها، والحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي اللذان يقفان حجر عثرة في طريق التنمية⁽²⁾، وتعتمد حوكمة الشركات على مدى قوة السلطة على إرغام تلك الشركات على تطبيقها وكذا إلى التعاون بين القطاعين العام والخاص - أي الشركات العائلية - التي تتركز فيها السلطة في يد الملاك فيسهل اتخاذ القرارات ويخفض التكاليف الإدارية، ويساعد على بناء الثقة داخل العائلة، مما يعود بفوائد اقتصادية واضحة على تلك الشركات، وتمثل هذه الشركات قوة اقتصادية كبيرة تمارس الأدوار الاقتصادية المختلفة التي تمارسها الشركات العامة، فهي تساهم في الناتج المحلي الإجمالي وتوفر فرص التوظيف ففي المنطقة العربية تمثل هذه الشركات نحو (95%) من إجمالي الشركات العاملة وتساهم بنحو 70% من الاقتصاديات العربية، أما في منطقة الخليج فهي تسيطر على نحو 95% من حجم النشاط التجاري الخاص، ووصل عدد الشركات العائلية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى نحو 20

¹ - سميحة فوزي (2003): تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 62، أفريل، 2003.

² - فهد محمد بن جمعة (2006) المضاربون سيعطلون تنفيذ إصلاحات حوكمة الشركات، جريدة الاقتصادية السعودية، 27 / 7 / 2006

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

مليون شركة تقدم نحو 49 % من الناتج القومي ويعمل فيها أكثر من 90 % من العمالة، و تساعد على توفير 75 % من فرص العمل الجديدة.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الشركات الجمع بين حافز الربح والأبعاد الاجتماعية المختلفة ووجود الاستقرار الإداري وآلية اتخاذ القرار وخلق جو من الطمأنينة في أوساط المستثمرين وحملة الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاجية والأرباح⁽¹⁾.

كما ان للأسواق المالية دور إشرافي ورقابي في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات كالاتي⁽²⁾:

01- دور الأسواق المالية في حماية حقوق حملة الأسهم: ويتمثل في:

أ - الحقوق المرتبطة بصفته مالكين: ويكون ذلك من خلال:

- * توفير أساليب آمنة لتسجيل ونقل الملكية من خلال نظم الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.
- * تطوير أساليب التصويت على قرارات الجمعية العامة لحملة الأسهم من خلال نظم التصويت الآلي بنظام القيد المركزي للأوراق المالية.

* تطوير أسلوب صرف توزيعات الأرباح من خلال نظام القيد المركزي للأوراق المالية.

* الرقابة على إجراءات عقد الجمعيات العامة لحملة الأسهم وحضور مندوبين عن الهيئة.

ب - الحقوق المرتبطة بتداول الأسهم: ويكون ذلك من خلال:

* تطوير قواعد ونظم التداول على الأوراق المالية في الأسواق والرقابة على تطبيقها.

* وضع قواعد تتسم بالشفافية والعدالة لتنظيم عمليات الاستحواذ وعروض الشراء.

* تطوير نظم الرقابة الآلية على التداول.

* وضع وتنفيذ قواعد وبرامج للتفتيش على الشركات العاملة من خلال الأوراق المالية.

* تشجيع دور المنظمات ذاتية التنظيم في الرقابة على الأسواق.

1 - أحمد العثيم(2006)، حوكمة الشركات العائلية، الخليج الإماراتية، 2006.

2 - إبراهيم عبد الحميد (2003) الدور الإشرافي والرقابي للهيئة العامة لسوق المال في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، الهيئة العامة لسوق المال، مصر، ص 1-4.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

* وضع آليات لحماية المستثمرين من المخاطر غير التجارية مثل وثيقة التأمين ضد المخاطر المهنية، صندوق حماية المستثمر.

02- دور الأسواق المالية في تحقيق المساواة في معاملة حملة الأسهم:

* حماية حقوق الأقلية من خلال وقف قرارات الجمعية العامة التي تصدر لمصلحة فئة معينة من حملة الأسهم.

* حظر الاتجار بالمعلومات الداخلية أو استغلالها في التداول على الأوراق المالية.

* إلزام أعضاء مجلس الإدارة والمديرين بالإفصاح عن تعاملاتهم وعلاقاتهم التي تؤثر على الشركة بما في ذلك مساهمات الأقارب والمجموعات المرتبطة.

* وضع قواعد وإجراءات تتسم بالشفافية في تداول الشركة لأسهمها.

03- دور الهيئة في حماية حقوق الآخرين من أصحاب المصلحة: ويكون ذلك من خلال:

* إلزام الشركة بدعوة ممثل حملة السندات لحضور اجتماعات الجمعية العامة لحملة الأسهم وموافاته بكافة المستندات المعروضة على الجمعية، وحقه في أبداء ملاحظاته على قراراته.

* الترخيص بتكوين وتنظيم عمل اتحادات العاملين

* إصدار الأدلة والكتيبات التي تساهم في نشر الوعي بمبادئ حوكمة الشركات.

04- دور الأسواق المالية في تحقيق الإفصاح والشفافية: ويتمثل في:

أ- متطلبات الإفصاح: ويكون ذلك من خلال:

* تطوير متطلبات الإفصاح عن القوائم المالية من خلال الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والتدقيق الدولية

* الالتزام بإعداد وفحص قوائم مالية ربع أو نصف سنوية.

* الالتزام بأعداد تقارير مجلس الإدارة.

* الالتزام بالإفصاح عن هيكل الملكية وحملة الأسهم الرئيسيين.

* الالتزام بالإفصاح عن الأحداث الجوهرية الطارئة.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

* الالتزام بالإفصاح عن المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة.

* الالتزام بالإفصاح عن أسماء ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة.

ب - متطلبات النشر :ويكون ذلك من خلال:

* الالتزام بنشر القوائم المالية السنوية ونصف السنوية وتقرير مجلس الإدارة ومراقب الحسابات وملاحظات الهيئة بالصحف.

* الالتزام بنشر القوائم المالية الربع سنوية وتقارير التدقيق بنشرة الأسواق المالية.

* الالتزام بتسليم القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات على نشرها على موقع الهيئة العامة للأسواق

المالية على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت).

* الالتزام بنشر الأحداث الجوهرية الطارئة.

* الالتزام بتعيين مسئول لعلاقات المستثمرين.

ج - متطلبات عدالة الإفصاح :ويكون ذلك من خلال:

* حظر الإفصاح المبالغ فيه وغير الحقيقي.

* حظر الإفصاح الخاص بالمحللين الماليين والمؤسسات المالية قبل الإفصاح العام للجمهور.

* الالتزام بالإفصاح المتزامن بالجمعيات العامة لمحكمة الأسهم وعلى شاشات الأسواق المالية.

* الالتزام بنشر الأحداث الجوهرية بالتنسيق بين الشركات والأسواق المالية.

د - دور الأسواق المالية في مراقبة تنفيذ أعضاء مجلس الإدارة لمهامهم :ويكون ذلك من خلال:

- الالتزام بتشكيل لجنة للتدقيق من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين تتولى:

* فحص النظم المحاسبية والتقارير المالية.

* فحص ونظم وتقارير الرقابة والتدقيق الداخلي.

* التحقق من استجابة الإدارة التنفيذية لتوصيات مراقب الحسابات والهيئة العامة لسوق المال.

* تقديم تقرير شهري لمجلس الإدارة عن أعمالها ومقترحاتها وتوصياتها.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

- تقوم الأسواق المالية بفحص التقارير التي ترد إليها من لجان التدقيق في حالة عدم التزام مجلس إدارة الشركة بتوصياتها واتخاذ الإجراءات اللازمة.

أولاً- الحوكمة وشروط القيد بالبورصة:

تعد الحوكمة من أهم الشروط التي يجب أن تتقيد بها الشركات حتى يمكنها أن تقيد أوراقها المالية

بالبورصة، لهذا الغرض يصبح من واجب سلطات الضبط الممثلة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة أن تلزم

الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط من شروط القيد، هذه القواعد نجد أنها تطبق على المستوى العالمي

على الشركات، وتتمثل هذه القواعد فيما يلي (1):

- ضرورة تقديم سيرة ذاتية عن كل مرشح لعضوية مجلس إدارة الشركة إلى المساهمين إذا تمت دعوتهم

للتصويت على أعضاء المجلس، كما يتوجب أن تكون للأعضاء غير التنفيذيين خبرات أو مهارات فنية أو

تحليلية من شأنها أن تقدم للمجلس وللشركة دفعا إيجابيا.

- التزام الشركات بوجود نظام محكم للرقابة الداخلية يقدم مدير إدارة المراجعة الداخلية تقريرا ربع سنوي أو

حسب المدة المتفق عليها في اللوائح إلى مجلس الإدارة وإلى لجنة المراجعة للتأكد من مدى التزام الشركة

بأحكام القانون والقواعد المنظمة لنشاطها، وأن يكون لشركة مراقب حسابات خارجي يكون مستقلا عن إدارتها

الداخلية بالإضافة إلى وجود مراجعة يكون لديها مهام محددة.

- الإفصاح عن السياسات الاجتماعية للشركة على الأقل مرة واحدة في السنة بحيث يجب أن تكون

السياسات المعلن عنها واضحة وغير مضللة مع ضرورة ربط الشركة بالمجتمع المحيط بها مع مراعاة قواعد

تجنب تعارض المصالح.

- تطبيق عقوبات على الشركات غير الملتزمة بقواعد الحوكمة، بحيث تتراوح هذه العقوبات بين الغرامات

المادية والإيقاف، ومن بين الجزاءات التي تتعرض لها الشركات الإعلان عن الشركات التي لم تلتزم بقواعد

الحوكمة مع التشديد على أن الشطب من البورصة يعد عقوبة غير مستبعدة عن هذه الشركات.

¹ سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص127.

ثانياً - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحوكمة الشركات:

يقع على عاتق لجنة تنظيم ومراقبة البورصة تحضير لوائح وقوانين حوكمة الشركات التي تهدف من خلالها إلزام مجالس إدارات الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بأن تضمن أفضل ممارسة لأساليب وطرق الحوكمة التي تكفل حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح ذوي العلاقة بعمل الشركات، وهذه القوانين تتعلق ببعض الجوانب التالية⁽¹⁾:

- تحديد الحقوق العامة للمساهمين التي لها علاقة بالسهم وعلى وجه الخصوص حصة الأرباح التي يتقرر توزيعها بما في ذلك الحصول على حصة من أصول الشركة عند التصفية، وكذلك حق حضور جمعيات المساهمين والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، وكذا حق التصرف في الأسهم، وحق الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها ومراقبة أعمال مجلس الإدارة ورفع دعوى المسؤولية على أعضاء المجلس بهدف تسهيل حصول المساهمين على المعلومات التي تجعلهم يمارسون حقوقهم على أكمل وجه.

- ضرورة توفير للمساهمين المعلومات بهدف ضمان ممارسة الحقوق بطريقة تضمن بأن تكون هذه المعلومات دقيقة وشاملة مع تقديمها للمساهمين بطرق مستحدثة ومنتظمة في المواعيد المحددة، مع عدم التمييز بين المساهمين في توفير المعلومات.

- ضرورة وضع الأنظمة وضوابط الرقابة الداخلية والإشراف العام على أعمال الشركة.

- أهمية التأكد من سلامة الأنظمة المالية والمحاسبية، بما في ذلك الأنظمة التي لها علاقة بإعداد التقارير المالية، إضافة إلى التأكد من تطبيق أنظمة رقابية مناسبة لإدارة المخاطر والمراجعة السنوية لمدى صحة وفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

- وضع سياسة لتنظيم تعارض المصالح المحتملة لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين

- تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة المتمثلة في الالتزام بالقيام بجميع المهام التي تحقق مصلحة الشركة

بالشكل الذي يضمن الجدية في الأداء من طرف الأعضاء باعتبار أن مجلس الإدارة يمثل جميع المساهمين.

¹ - نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 372-375.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

- تحديد الصلاحيات التي يفوضها مجلس الإدارة للإدارة التنفيذية وإجراءات اتخاذ القرار
- ضرورة تقديم الشركة لمعلومات شاملة عن كل ما يتعلق بالشركة لجميع أعضاء مجلس الإدارة وعلى وجه الخصوص أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين.
- التشديد على عدم دخول مجلس إدارة الشركة في عقود قروض تتجاوز مدتها آجال محددة أو بيع عقارات خاصة بالشركة أو رهنها أو إبراء مديني الشركة من التزاماتهم إلا إذا كان مصرحا بذلك وفق نظام الشركة وبالشروط الواردة بالنظام، ولا يجوز للمجلس القيام بإحدى هذه التصرفات في حالة عدم تضمين نظام الشركة لهذه الضوابط والأحكام، فالجمعية العامة هي الجهة الوحيدة التي بإمكانها أن تجيز القيام بهذه التصرفات.
- تحديد الشروط المرتبطة بتكوين مجلس الإدارة.
- وجوب تشكيل لجنة مراجعة مكونة من أشخاص غير أعضاء في مجلس الإدارة التنفيذي، ويقوم بتشكيل هذه اللجنة مجلس الإدارة، حيث تقوم هذه اللجنة على سبيل المثال بالإشراف على إدارة المراجعة الداخلية في الشركة بغرض التأكد من مدى فعاليتها في تنفيذ المهام الموكلة إليها من قبل مجلس الإدارة بالإضافة إلى دراسة السياسات المحاسبية المتبعة مع إبداء الرأي والتوصية لمجلس الإدارة مع دراسة القوائم المالية الأولية والسنوية قبل عرضها على مجلس الإدارة.
- تحديد الطريقة التي بموجبها يتم احتساب المكافآت والتعويضات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة مع إمكانية أن تصبح هذه التعويضات على شكل راتب معين أو بدل حضور عن الجلسات أو مزايا عينية أو نسبة معينة من الأرباح.
- اشتراط عدم جواز أن يكون لأي عضو من مجلس الإدارة أي مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة إلا بترخيص من الجمعية العامة، وذلك لتجنب التعارض في المصالح.

- اشتراط عدم جواز لأي من أعضاء مجلس الإدارة بغير ترخيص من الجمعية العامة أن يشترك في أي عمل من شأنه منافسة الشركة أو يتاجر في أحد فروع النشاط الذي تزاوله الشركة (1).

إن الهدف من تحضير هذه اللوائح والقوانين من طرف سلطات الضبط هو الحفاظ على حقوق

المساهمين وجميع الأطراف التي لها علاقة بأعمال الشركة، لأن ذلك من شأنه أن يجنب الاقتصاد

والاستثمارات المحلية من حدوث حالات انهيار الشركات بسبب الممارسات الخاطئة من قبل الإدارة والمديرين

التنفيذيين كما حدث في عدد كبير من دول العالم ولعدد كبير من الشركات العملاقة.

المطلب الثاني: الأبعاد المحاسبية لحوكمة الشركات وعلاقتها بالمعلومات المالية:

من استقراء الباحث للدراسات السابقة المختلفة التي تناولت موضوع حوكمة الشركات، يمكن تحديد

الأبعاد المحاسبية لحوكمة الشركات في النقاط التالية:

أولاً-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 المسألة، 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 ليونيه في القسم الرابع منه والذي يحمل عنوان "المحاسبة عن

المسئولية"، 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 المسئولية، إلى ضرورة وضع آليات تسمح

بتوقيع عقاب على الموظفين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة إذا لزم الأمر ذلك (2).

1 - نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات مرجع سبق ذكره، ص 374-375.

2 - سميحة فوزي (2012) حوكمة الشركات في مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، غرفة التجارة الأمريكية، 2012 ص 361-369

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

كما أن تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصادر عام 1999م، أشار في المبدأ الخاص بمسئوليات مجلس الإدارة، إلى ضرورة المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وكذلك مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين (1).

يضاف إلى ذلك أن المعايير التي وضعتها بورصة نيويورك للأوراق المالية سنة 2003 (NYSE, 2003) والخاصة بحوكمة الشركات، أشارت إلى ضرورة تفعيل الدور الرقابي للمساهمين من خلال المشاركة في جميع القرارات الأساسية للشركة.

ويمكن القول بأن المسألة والرقابة المحاسبية التي تتبناها حوكمة الشركات تأخذ اتجاهان:

الاتجاه الأول: المساءلة والرقابة الرأسية: من المستويات الإدارية الأعلى إلى المستويات الإدارية الأدنى

الاتجاه الثاني: المساءلة والرقابة الأفقية: وهي المتبادلة بين كل من مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب

المصالح في الوحدة الاقتصادية.

ثانياً-الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة:

إن ضعف ممارسة المحاسبة والمراجعة يعد من الممارسات السلبية للحوكمة، لذا لا بد من تطوير

الممارسة السليمة مع إعادة النظر في معايير المحاسبة والمراجعة المطبقة.

أشار تقرير الحوكمة الأول الصادر عام 2001م، بأنه من الممارسات السلبية لحوكمة الشركات في

الشركات 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 الدولية (2).

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة، مرجع سبق ذكره، ص 58

² - نزمين أبو العطاء (2003) حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، مركز المشروعات الدولية، ص 07

كما أن تطبيق الحوكمة يحد من الفلسفة الواقعية واستخدام نظرية الوكالة التي تشجع حركة الإدارة في اختبار السياسة المالية، وبالتالي فالحوكمة تعارض الاتجاه نحو الالتزام بمعايير محاسبية محددة وتساعد في حسم مشكلة إساءة استخدام المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة.

ثالثاً - 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⁽¹⁾.

رابعاً - دور المراجع الخارجي:

نتيجة لما يقوم به المراجع الخارجي من إضفاء الثقة والمصادقية على المعلومات المالية وذلك من خلال قيامه بإبداء رأيه الفني المحايد في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الوحدات الاقتصادية من خلال التقرير الذي يقوم بإعداده ومرفق بالقوائم المالية، فإن دور المراجعة الخارجية أصبح جوهري وفعال في مجال حوكمة الشركات لأنه يحد من التعارض بين الملاك وإدارة الوحدة الاقتصادية، كما أنه يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويحد من مشكلة الانحراف الخلفي في الوحدات الاقتصادية⁽²⁾.

خامساً - دور لجان المراجعة:

تعني المراجعة بأنها مهمة محددة، ونشاط نمطي أو الفحص بغرض التحقق من كفاءة وفاعلية نظام الرقابة الداخلية، وقد تتضمن العملية مهاماً أو أنشطة متعددة تصمم لتحقيق مجموعة محددة من الأهداف المترابطة مع بعضها البعض.

¹ - إبراهيم سيد احمد (2010)، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية وغسل الأموال، الإسكندرية، مصر، ص 192 - 197

² - الصحن عبد الفتاح ومحمد سمير الصبان (2004) «أسس المراجعة- الأسس العلمية والعملية- الإسكندرية، ص 38.

وتكمن الأسباب التي دعت إلى نشؤ لجنة المراجعة للقيام بمهمة الإشراف في الأسباب التالية¹:

- 1) تعتبر لجنة المراجعة التي تتكون من الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين والذين يمتلكون المهارات المالية والمحاسبية ولديهم الوقت المناسب في مكان أفضل من مجلس الإدارة بكامل أعضائه من ناحية الإشراف على عملية إعداد التقارير المالية.
- 2) عدم التجانس بين أعضاء مجلس الإدارة وضخامة عددهم في بعض الأحيان لا يتناسب مع القيام بمهام شاقة، مثل المهام الموكلة إلى أعضاء لجنة المراجعة.
- 3) قد يحدث في بعض الأحيان خلافات بين مصالح أعضاء مجلس الإدارة ومصالح جودة القوائم المالية بالشكل الذي لا يكون من الملائم تدخل أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين في عملية إعداد التقارير، ومن هنا تبرز أهمية وجود أعضاء غير تنفيذيين داخل لجنة المراجعة.
- 4) مواعيد تقديم التقارير المالية، والتي تتطلب في بعض الدول ضرورة النشر الفعلي لتقارير مالية ربع سنوية إلى جانب التقارير السنوية، وقد يستلزم ذلك قدرًا كبيرًا من الوقت والجهد ممن يهتمون بهذه العملية، وقد يكون إشراك كافة أعضاء مجلس الإدارة في هذه العملية، التي تستغرق وقتًا طويلًا، أمرًا لا يتسم بالكفاءة من ناحية تخصيص موارد مجلس الإدارة.
- 5) الإشراف الفعال على عملية إعداد التقارير، وبخاصة في الشركات العامة الضخمة، والذي يتطلب قدرًا كبيرًا من الخبرة والممارسة في المحاسبة والإدارة المالية، تلك الخبرة لا تتوافر لدى جميع أعضاء مجلس الإدارة، ولكن تتوافر لدى أعضاء اللجنة.

¹ - محمد مصطفى سليمان (2006) مرجع سبق ذكره، ص 143

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

وتلعب لجان المراجعة دورًا مهمًا في تطبيق حوكمة الشركة من خلال قيامها بالأدوار التالية¹:

❖ الإشراف على التقارير المالية:

وذلك من خلال استعراض كافة القوائم المالية والتقارير المقدمة من قبل المراجعين لأعضاء مجلس الإدارة وفحصها بشكل دقيق والتأكد من سلامتها وتوفير الإفصاح الكامل بها، وأن تقوم بعمل مقارنة بين أهداف الشركة ومدى الوفاء بتلك الأهداف، كذلك يجب على لجان المراجعة مراعاة توقيت مناقشة التقارير المالية، بأن تكون تلك المناقشة قبل الإفصاح عن تلك التقارير والقوائم بوقت كاف.

❖ الرقابة الداخلية :

حيث إن مجلس الإدارة يجب عليه التعاون مع الإدارة التنفيذية للوصول إلى أفضل معدلات للأداء المالي والإداري، وذلك لن يتحقق إلا من خلال وجود نظام رقابي فعال وجيد، وفي كثير من الأحيان ولأهمية هذا الدور يعهد مجلس الإدارة بأعمال الرقابة الداخلية إلى لجنة المراجعة لمنع التلاعب والمخاطر، التي قد تسبب أي ضرر للشركة.

❖ المراجعة :

وهي الجانب الثالث من عمل لجنة المراجعة، والمقصود بالمراجعة هنا هو اضطلاع لجنة المراجعة باستعراض نطاق المراجعة الخاص بالمراجعين الداخليين والخارجيين، كذلك تقديم التقارير اللازمة لمجلس الإدارة عن أعمال الرقابة والمراجعة والإجراءات اللازمة لتشغيل الدور الرقابي والإشرافي، كذلك طبيعة الصعوبات التي واجهت اللجنة، وكيفية تخطيها المستقبل.

ويمكن للجنة المراجعة القيام في هذا الجانب بالوظائف، والمهام التالية⁽²⁾:

- تحسين مستوى الاتصال مع المراجعين الداخليين والخارجيين لتعزيز استقلالهم، ويأتي هذا عن طريق الاجتماع بانتظام مع المراجعين لمراجعة علاقاتهم بالإدارة، وبحث أية موضوعات قد تنشأ، والتأكد من

¹ - صالح بن إبراهيم الشعلان (2009) مدى إمكانية تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي "رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، ص 53.

² - أحمد العثيم (2006)، مرجع سبق ذكره، ص 103

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

استمرار موضوعية واستقلال المراجعين، ومراجعة خطط المراجعة للعام التالي والموافقة عليها وتنفيذها، وإحدى الوظائف المهمة للجنة هي تحسين الاتصالات مع المراجعين وتعزيز مكانتهم ووضعهم، وينبغي على رئيس اللجنة أن يوفر لكل من المراجعين الخارجيين والداخليين سبل الاتصال به، وينبغي أن يجتمع مع أحد الشركاء المسؤولين بمكتب المراجعة الخارجية مرة واحدة على الأقل سنويًا.

- القيام بصفة دورية بمراجعة مكافآت وأداء المراجعين الخارجيين، والتأكد من محافظتهم على الموضوعية من خلال موافقتهم على تغيير المسئول الرئيس عن عملية المراجعة كل خمس أو سبع سنوات، وينبغي على لجنة المراجعة أن تتقدم لمجلس الإدارة باقتراح استبدال المراجع الخارجي عندما ترى أن هذا القرار قرار حكيم، وعند طرح المعطيات والمناقشات، تقوم اللجنة بتحديد نوع ونطاق وخطة المراجعة المطلوبة. وتقوم اللجنة عند اختيار مكتب مراجعة خارجية بتقييم قدرات الشركاء أو الشريك الرئيس، الذي يكلفه المكتب بمسؤولية المراجعة، وتواجه اللجنة مشكلة كبيرة عند التفكير في تغيير المراجع الخارجي، لأن مكتب المراجعة الجديد يحتاج إلى بعض الوقت للتعرف على أنشطة البنك بنفس درجة معرفة المراجع السابق، كما أن تغيير المراجع الخارجي يصاحبه تأسيس منظومة جديدة من العلاقات، هذا بالإضافة إلى تكلفة التغيير والجهد الإضافي الناتج عنه.

- ضمان عدم التنازل عن استقلالية المراجع الخارجي نظير اعتبارات أخرى، أو احتمال التغاضي أو التنازل عن تلك الاستقلالية، نتيجة لعدم تناسب أتعابه عن عملية المراجعة مع أتعابه عما يمكن أن يحصل عليه من بعض الخدمات الاستشارية الأخرى، وفي بعض الحالات، قد يكون مقبولاً قيام المراجع الخارجي بتقديم خدمات أخرى ترتبط بعملية المراجعة مثل الاستشارات الخاصة بالضرائب، ولكن على لجنة المراجعة أن تشجع المجلس، بل إذا لزم الأمر أن تجبر المجلس، على استخدام مكاتب أخرى غير مكتب المراجعة للقيام بتقديم الخدمات الاستشارية الأخرى، وخاصة إذا تعلق الأمر بعمليات الاستحواذ والاندماج وبعض الخدمات الاستشارية الأخرى، ويؤدي ذلك إلى التعرف على مكاتب مراجعة أخرى وتوفير الفرصة لتقييم درجة كفاءتها.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

- القيام بدعم ورفع كفاءة المراجعة الداخلية، ويكون للجنة الحق في الموافقة على تعيينات موظفي الإدارة الداخلية، ولأن لجنة المراجعة ستعتمد بشكل كبير على إدارة المراجعة الداخلية العاملة على تطبيق النظم والضوابط، فإن على لجنة المراجعة تكوين رأي حول مدى كفاية موارد المراجعة الداخلية والعاملين بها، ويمكن للجنة أن تطلب مشورة المراجع الخارجي الذي تعاون مع إدارة المراجعة الداخلية لمساعدتها في تكوين هذا الرأي.

- الحصول نيابة عن مجلس الإدارة على أجزاء من تقارير إدارة المراجعة الداخلية ولفت انتباه المسئول التنفيذي الأول ومجلس الإدارة إلى أية موضوعات مهمة في تلك التقارير، ويكون رئيس لجنة المراجعة مسئولاً عن الحصول على كافة تقارير المراجعة، ولكنه يستخلص منها الأجزاء التي يرى أن لها أهمية خاصة للعرض على أعضاء اللجنة.

- الإلمام بكافة التطورات الدولية في مجالات المحاسبة والمراجعة وإخطار مجلس الإدارة بما يرى أنه يتسم بالأهمية بالنسبة للمنشأة، ومن الضروري أن يفهم أعضاء لجنة المراجعة تلك التغيرات التي يتوقع أن يكون لها تأثير على مكاسب البنك، وإذا ما استدعى الأمر، يمكن أن يقوم أعضاء لجنة المراجعة بالتشاور في جلسات منفصلة مع مراجع خارجي.

❖ الالتزام بالقوانين واللوائح والإرشادات:

وتقوم لجنة المراجعة في هذه الوظيفة بالمهام التالية⁽¹⁾:

- أ - مراجعة خطاب المراجع الخارجي إلى الإدارة ورد الإدارة عليه.
- ب - مراجعة الالتزام بالقواعد والإجراءات الصادرة عن الجهات الرقابية ومتابعة استجابة الجهة لها ورفع تقرير إلى مجلس الإدارة، ويجب أن تأخذ اللجنة في اعتبارها كيفية تنظيم وظيفة الالتزام، بل قد يرى مجلس الإدارة تعيين موظف تكون مهمته التأكد من الالتزام بالقواعد والإجراءات الصادرة عن الجهات الرقابية، إلا أن

¹ - الرحيلي عوض سلامة (2005) "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات" المؤتمر العربي الأول: التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، منظمة التنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، ص 14

المهمة الرئيسية تبقى هي مهمة تحديد المسؤولية عن ضمان الالتزام ووجود نظام كاف لضمان القيام بها بطريقة مرضية.

وتلعب لجنة المراجعة دورا هاما في حوكمة الشركات وهي لجنة دائمة منبثقة من مجلس الإدارة، وهي

تعتبر من الركائز الأساسية لحوكمة الشركات، حيث أكدت معظم الدراسات والتقارير الخاصة بحوكمة

الشركات إن نجاح حوكمة الشركات في الوحدة الاقتصادية يعتمد على نجاح لجنة المراجعة والفشل يؤدي إلى

إحداث فجوة في حوكمة الشركات والنظام الموضوع لها في الوحدة الاقتصادية مما يدل 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⁽¹⁾.

وتقوم لجان المراجعة بدور حيوي في ضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الثقة في المعلومات المالية

نتيجة لما تقوم به من إشراف على عمليات المراجعة الداخلية والخارجية ومقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة

على عملية المراجعة، علاوة على ذلك يشير البعض: بأن مجرد إعلان الوحدة الاقتصادية عن تشكيل لجنة

للمراجعة كان له أثر على حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية⁽²⁾.

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⁽³⁾.

¹ - مجدي محمد سامي (2009)، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وآثارها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم 2، المجلد رقم 46، ص 19

² - Defond, M., et al. Does The Market Value Financial Expertise on Audit Committee of Boards of Directors. from [http://www.papers.ssrn.com/paper tap.\(14/03/2015\)](http://www.papers.ssrn.com/paper tap.(14/03/2015))

³ - Memullen, D. N, Audit Committee Performance: An Investigation of The Consequences Associated with Audit Committees ,A Journal of Practice and Theory, Vol. 15, Spring, 1996, PP.9- 86.

سادسا - تحقيق الإفصاح والشفافية.

يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات، لذا لم يخلو أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية خاصة وأنهما من الأساليب الفعالة لتحقيق مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة، ويمثلان أحد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية المختلفة.

لذا فإن مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها OECD وتم تعديلها في 12 أبريل 2004 م ترى أن إطار الحوكمة يجب أن يتضمن الإفصاح الدقيق وفي التوقيت السليم عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالوحدات الاقتصادية وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والأداء المالي والتشغيلي والنقدي لها والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة العالية.

سابعا - 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⁽¹⁾.

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

¹ -Plummer, E, and David, P, Evidence on The Management of Earnings Components, 2000, from <http://www.papers.ssrn.com.fpertaf>

علاقة عكسية بين عدد أعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة، وكذلك خبرتهم المالية، وكذلك عدد

الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة، وبين ادارة الشركة للأرباح (1).

وبذلك يمكن القول إن دور حوكمة الشركات في الحد من سلطة الإدارة في عملية إدارة الأرباح ينعكس

بالإيجاب على تحقيق جودة المعلومات المالية.

ثامنا- تقويم أداء الوحدات الاقتصادية.

أن من أهمية حوكمة الشركات دورها في زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية

وتدعيم قدرتها التنافسية بالأسواق، مما يساعدها على التوسع والنمو ويجعلها قادرة على إيجاد فرص عمل

جديدة.

كما أن من المعايير الرئيسية لحوكمة الشركات هو تحقيق فاعلية وكفاءة الأداء بالوحدات الاقتصادية

وحماية أصولها(2) .

وبذلك نرى أن الالتزام بتطبيق الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات ينعكس بشكل جيد على أداء الوحدات

الاقتصادية بأبعاده التشغيلية والمالية والنقدية، وكذلك على المقاييس المختلفة المستخدمة، أي أن تطبيق

الحوكمة يساعد على إيجاد مفهوم ومقاييس شاملة لأداء الوحدة الاقتصادية مما يدعم من قدراتها على

الاستمرار والنمو ويحقق مصالح الفئات المختلفة المتعاملة معها، خاصة وأن مفهوم حوكمة الشركات يحمل

في مضمونه بعدين أساسيين هما(3) :

الأول: - الالتزام بالمتطلبات القانونية والإدارية وغيرها.

الثاني: - الأداء بما يحمله من استغلال للفرص المتاحة للارتقاء بالوحدة الاقتصادية ككل.

ومما سبق يمكن الإشارة إلى النقاط التالية:

¹- Chtourou, Jean S. And C. Lucie, Corporate Governance and Earnings Management ,2001

² - فخر محمود عبد الملك، حسين علي العمر ومنصور صباح الفضلي(2003) ، أثر حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأردن المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية - دراسة تحليلية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، العدد2 جويلية(2003)، ص 218-217.

³ - نرمين أبو العطا(2002) ، مرجع سبق ذكره ص 12

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

أ- بالرغم من تعدد الأبعاد المختلفة لعملية حوكمة الشركات سواء القانونية أو التنظيمية أو الاجتماعية، إلا أن الأبعاد المحاسبية تحظى باهتمام كبير وتشغل الحيز الأكبر من الإجراءات والأساليب المختلفة لتطبيق الحوكمة في الشركات.

ب- أن الأبعاد المحاسبية لعملية الحوكمة تغطي ثلاثة مراحل من العمل المحاسبي وهي:

(1) مرحلة الرقابة على العمل المحاسبي وتشمل نوعين من الرقابة أحدهما: الرقابة القبلية والآخر الرقابة البعدية للعمل المحاسبي.

(2) مرحلة الممارسة الفعلية للعمل المحاسبي بداية من الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية وتقييم ومتابعة الأداء وإدارة الأرباح، وانتهاءً بالإفصاح عن نتيجة هذه الممارسة في شكل تقارير وقوائم مالية.

(3) مرحلة ما بعد الممارسة الفعلية وتشمل أدوار كل من لجان المراجعة والمراجعة الخارجية وما تحققه من إضفاء الثقة والمصادقية في المعلومات المالية المفصح عنها.

ج- أن النتيجة النهائية للأبعاد المحاسبية السابقة هو إنتاج المعلومات المالية ذات الاستخدامات المتعددة من الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالوحدة الاقتصادية والتي عن طريق هذه المعلومات يمكن المحافظة على حقوق هؤلاء الأطراف تجاه الوحدة الاقتصادية، لذا تصبح هذه المعلومات من الأهمية بدرجة أن تعد بمستوى شامل من الجودة بحيث يمكن الاعتماد عليها، وفي ذات الوقت تعكس ثقة الأطراف الأخرى في الوحدة الاقتصادية وإدارتها وتزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية

إن زيادة الاهتمام بحوكمة الشركات من الناحية المحاسبية يرجع إلى محاولة إعادة الثقة لدى مستخدمي هذه المعلومات من داخل وخارج الوحدة الاقتصادية في التقارير والقوائم المالية والمفصح عنها من قبل إدارة هذه الوحدة وبالتالي السعي نحو تحقيق جودة المعلومات المالية التي تتضمنها تلك التقارير والقوائم المالية والتي تم مراجعتها من قبل المراجع الخارجي.

ولذا فإن الالتزام بتحقيق الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات سوف ينعكس بشكل أو بآخر على جودة المعلومات المالية.

أولاً- مفهوم جودة المعلومات المالية:

إن مصطلح الجودة بشكل عام يعني صلاحية الشيء للغرض الذي أعد من أجله أو مطابقة السلعة أو الخدمة للمواصفات المطلوبة، كما أن جودة الخدمة تعني ملاءمتها للغرض الذي تعد من أجله، وبذلك فالجودة مسألة نسبية وحدودها أن تكون الخدمة مقبولة من جانب العميل ومن حيث إشباعها لحاجته في حدود المقابل الذي يتحمله (1).

كما إن مفهوم الجودة قد تطور عبر الزمن، فقد كان ينظر إليها البعض على أنها الكمال ولكن يعاب على هذا المفهوم أنه محدود الفائدة، وقد نظر إليها البعض الآخر على أنها شيئاً غير ملموس ومعنوية ولكن يعاب على ذلك أنه مفهوم غامض وغير واقعي، في حين نظر إليها آخرون على أنها درجة الملائمة للاستخدام (2).

يتضح من ذلك أن مفهوم الجودة يتطور مع تطور العصور والأزمنة ويستجيب لمختلف المتغيرات ويتلاءم مع مجالات الاستخدام المختلفة، كما أنه يمكن أن يتضمن الكثير من المتغيرات التي تحقق الهدف من استخدامه.

¹ - أحمد عبد المولي الصباغ(2003) ، الإطار العام لرقابة جودة عملية المراجعة، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر . مستقبل مهنة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص2.

² -Gabriel ,P. A.(1987) , Quality Process Management, Prentice-Hall , Inc., N.J, P 22-23

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

وقد اتضح من الدراسات السابقة أن خصائص جودة المعلومات المالية تعكس فقط أحد جوانب جودة هذه المعلومات لذلك أطلق عليها "المعايير الفنية لجودة المعلومات المحاسبية" أساس الجودة في التقارير والقوائم المالية هو توفر معايير محاسبية تم على أساسها إعداد تلك التقارير والقوائم المالية وتمكن المستخدمين من اتخاذ القرارات الرشيدة. كما تشير دراسات الى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين وجود لجان للمراجعة للوحدات الاقتصادية وبين مستوى الجودة في التقارير والقوائم المالية لهذه الوحدة. ولذا أن جودة المعلومات المالية لا يجب أن تقتصر على المعايير الفنية التي تعبر عن خصائص هذه المعلومات بل تتسع لتتضمن معايير أخرى تعكس كل الجوانب القانونية والرقابية والمهنية وتجعل من المعلومات المحاسبية أداة نافعة ومفيدة بالنسبة لمختلف مستخدميها. ويمكن القول بأن:

"مفهوم جودة المعلومات المحاسبية يعني ما تتمتع به هذه المعلومات من مصداقية وما تحققه من منفعة للمستخدمين وأن تخلو من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية والفنية، بما يساعد على تحقيق الهدف من استخدامها"

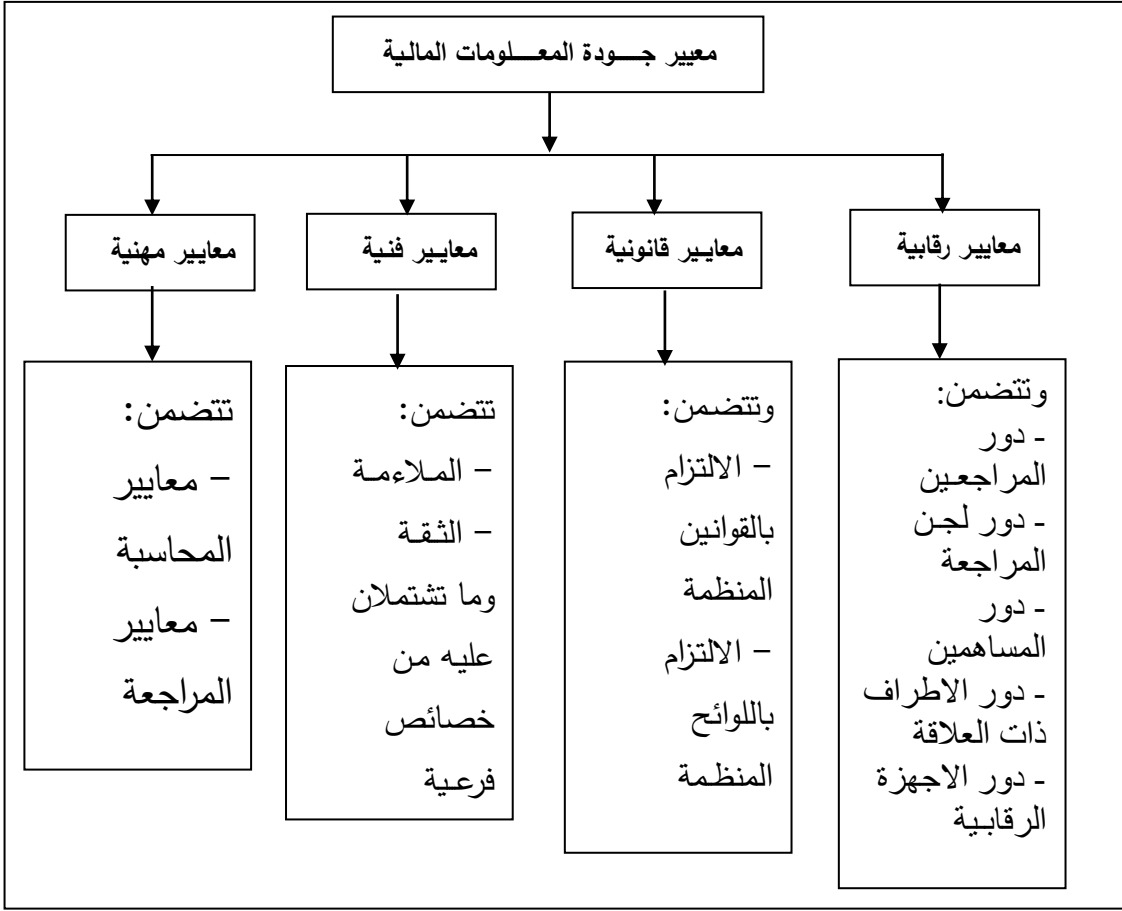
وبهذا التعريف يمكن القول إن مفهوم جودة المعلومات المالية يمكن ان يكون شاملاً ولا يقتصر على جانب واحد فقط ممثلاً في الخواص مهملاً الجوانب الأخرى التي لا تقل في أهميتها عنها وتؤثر بشكل مباشر في تحقيق جودة هذه المعلومات.

ثانياً - معايير جودة المعلومات المالية:

في ضوء المفهوم الذي حدده (خليل محمد أحمد إبراهيم) لجودة المعلومات المالية، حيث اقترح المعايير التالية لتحقيق هذا المفهوم، وذلك كما يتضح من الشكل التالي⁽¹⁾

¹ - خليل محمد أحمد إبراهيم: "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية" - دراسة نظرية تطبيقية- عن موقع، <http://islamfin.go-forum.net/t2072-topic> اطلع عليه (2017/01/17)

شكل رقم - 12 - معايير جودة المعلومات المالية



المصدر: محمد أحمد إبراهيم خليل، ص 37

ويلاحظ على هذا الشكل ما يلي:

(1) أنه يتماشى مع الجوانب المختلفة للإطار الفكري لحوكمة الشركات وما يتضمنه من إجراءات قانونية

ورقابية وغيرها تهتم جميعها بالتأكيد على أهمية إعداد المعلومات المحاسبية وتحديد المسؤولية عن ذلك.

(2) أنه يؤكد شمولية مفهوم جودة المعلومات المالية بحيث لا يقتصر على جانب واحد فقط بل يتعداه ليشمل

الجوانب الأخرى ذات التأثير على جودة المعلومات.

يضاف إلى ذلك أنه يمكن تمثيل العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية والمعايير المختلفة المحددة لها

باستخدام معادلة الانحدار الخطى المتعدد التالية:

$$Y = A + B_1 X_1 + B_2 X_2 + B_3 X_3 + B_4 X_4 + e$$

حيث أن:

متغير تابع يعبر عن مفهوم جودة المعلومات المحاسبية	←	Y
مقدار ثابت	←	A
معاملات المتغيرات المستقلة	←	B ₁₋₄
المتغيرات المستقلة التي تعبر عن المعايير المؤثرة في جودة المعلومات المحاسبية	←	X ₁₋₄
الخطأ العشوائي .	←	e

المطلب الرابع: انعكاسات جودة المعلومات في ظل الحوكمة على كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن الأثر المباشر من تطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المالية وذلك نتيجة تحقيق المفهوم الشامل لجودة هذه المعلومات والذي يقوم على مجموعة من المعايير، كما تم توضيحه سابقاً، علاوة على ذلك فهناك تأثير لهذه المعلومات سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة على سوق الأوراق المالية.

أولاً- أثر المعلومات المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية:

مما تم دراسته في الفصل الأول يتضح بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المالية على كفاءة 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 أسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك.

بجانب ذلك فقد أشار كل من (Jones ,Selva, Capstaff) بأن المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة-

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

مثل مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق ، مخاطر السيولة ، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال- والتنبؤ بها⁽¹⁾.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية².

كما أن أثر المعلومات المالية على سوق الأوراق المالية له شقان³:

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.

الثاني: - الدور التثري: على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين

الخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية توازنها

1- إن معظم الدراسات السابقة اهتمت بمكونات المعلومات المالية مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح

ومقاييس الربحية ومقاييس التدفقات النقدية ومقاييس السيولة والمخاطر المالية وعلاقتها بالمتغيرات المختلفة لسوق الأوراق المالية مثل حجم التداول أو العائد المتوقع على الأوراق المالية أو أسعار الأوراق المالية.

2- أن هناك دراسات أخرى اهتمت بنوعية السياسة المحاسبية المستخدمة وانعكاساتها على سوق الأوراق

المالية، مشيرة إلى أن النظريات المثالية في المحاسبة والتي تعتمد على أن التقارير المحاسبية هي المصدر

الوحيد للمعلومات المتداولة في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى المرونة المعطاة لمديري الوحدات

¹ - CapsTaff، J(1991) Accounting Information and Investment Risk perception in The U. K.، Journal of International Financial Management and Accounting، Summer، PP.189 200

²- Jones، C. P(1999) . International: Analysis and Management، New York.John Wiley & Sons Inc. p.126 – 127

³- سليمان محمد مصطفى (2000)، القياس المحاسبي للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الاقتصادي في ضوء محددات النظرية الإيجابية- دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، السنة العاشرة، العدد الأول، ص301

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

الاقتصادية في اختيار الطرق والسياسات المحاسبية البديلة، قد تؤدي إلي وجود معلومات محاسبية تعمل على تضليل سوق الأوراق المالية.

3- أن دور المعلومات المالية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي يتمتع به هذا السوق بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة وهل هي كفاءة تبادلية أم كفاءة تشغيلية أم كفاءة هيكلية أم جميعها معاً، كما أنه من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية هو وجود نظام فعال للمعلومات المالية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

4- قد يؤدي عدم تفسير للمعلومات المالية إلى عدم القدرة على إدراك العلاقة الحقيقية بين المعلومات المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية.

لذا فإن النقاط السابقة قد تحد من دور المعلومات المالية وتأثيرها سواء المباشر أو غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ما لم تتوفر في هذه المعلومات مستوى الجودة المطلوب، حيث أشار "Barth"⁽¹⁾ إلى أهمية خاصية التوقيت الملائم عند الإفصاح عن المعلومات المالية وأثرها على أسعار الاستثمارات المالية، كما أشار إلى أن تأخير نشر المعلومات وعدم دقتها والتحيز في عرضها وعدم اعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية متفق عليها يحدث تأثير سلبي على سلوك المستثمر ويؤثر في درجة المخاطر التي يرغب في تحملها وفقاً لظروفه⁽²⁾.

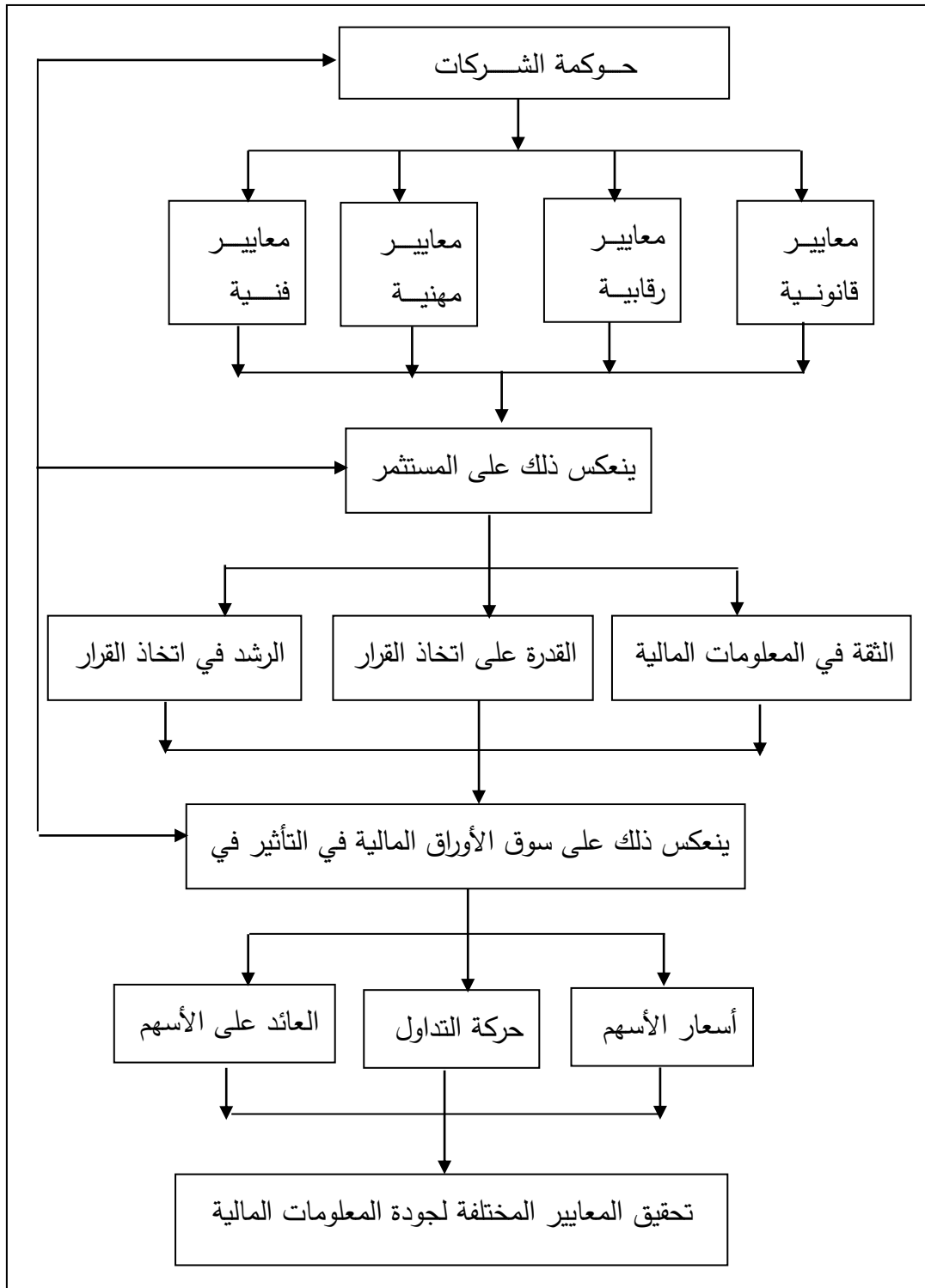
¹ Barth, M. E.(1994) , Fair Value Accounting Evidence from Investment Securities and Market Valuation of Bank, The Accounting Review, January, PP.5-61

² - د/ سعيد مفيد دويان(1985) أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، العدد السابع، ص 55.

ثانياً - حوكمة الشركات وجودة المعلومات المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية:

حيث أن توفر جودة المعلومات المالية يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها تجاه تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، كما بينا سابقاً أن جودة المعلومات المحاسبية في غياب الحوكمة اقتصر على توفير خصائص المعلومات المحاسبية، في حين أن الالتزام بتطبيق الحوكمة أدى إلى شمول مفهوم جودة هذه المعلومات بحيث أصبحت تتضمن مجموعة من المعايير المتعددة التي تسعى الحوكمة إلى توفيرها في هذه المعلومات، لذا فإن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل في ظل الحوكمة سوف ينعكس على الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية وذلك كما يظهر بالشكل التالي:

شكل رقم 13 - انعكاسات حوكمة الشركات وجودة المعلومات على كفاءة سوق الأوراق المالية

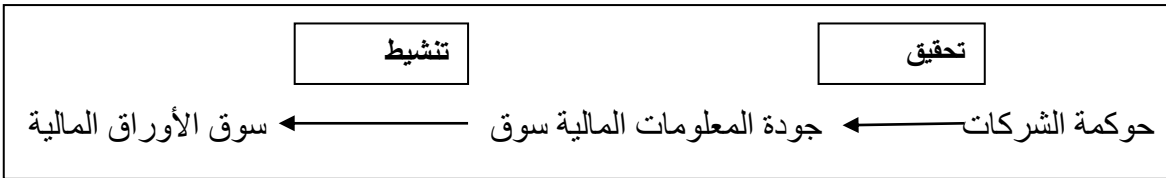


المصدر: محمد أحمد إبراهيم خليل، ص 38

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

كما يمكن الإشارة إلى الملاحظات التالية:

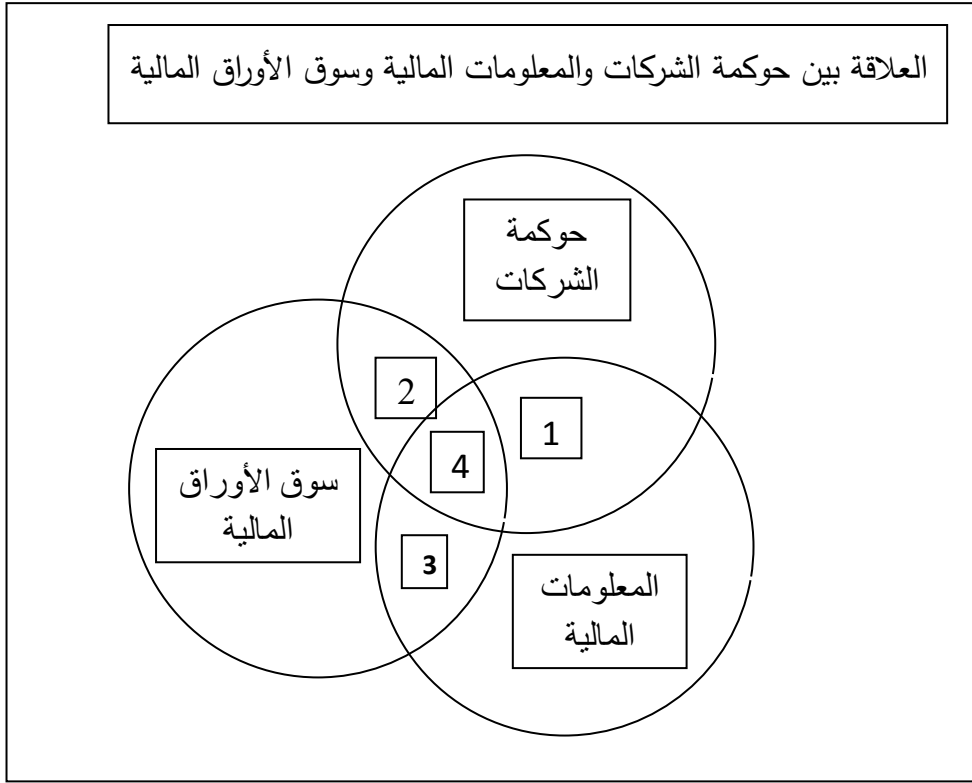
- 1- أن قدرة المعلومات المالية في التأثير على حركة سوق الأوراق المالية سواء بالإيجاب أو السلب - وكذلك بالنسبة لدورها ألتيسيري والتأثير - يتزايد مع تزايد تحقق جودة هذه المعلومات.
- 2- أن من الدوافع الهامة والأساسية لظهور وتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية وإحكام الرقابة عليها، للارتقاء بمفهوم جودة هذه المعلومات من الجودة ذات المعيار الواحد إلى تحقيق الجودة ذات المعايير المتعددة مما يعني تحقيق المفهوم الشامل لجودة المعلومات المحاسبية
- 3- يمكن الخروج بالاستنتاج التالي:



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، ويضاف إلى ذلك أن أحد المعايير الأساسية لحوكمة الشركات هو دقة وموضوعية التقارير المالية بجانب الالتزام بالقوانين والتشريعات¹، ويمكن القول بأن هناك علاقة وارتباط بين حوكمة الشركات والمعلومات المالية وسوق الأوراق المالية يمكن توضيحها بالشكل التالي:

¹ - فخر محمود عبد الملك، حسين علي العمر ومنصور صباح الفضلي، مرجع سبق ذكره ص 218.

شكل رقم -14 - العلاقة بين حوكمة الشركات والمعلومات المالية وسوق الأوراق المالية



المصدر: من اعداد الطالب

يلاحظ على الشكل السابق ما يلي:

أن المنطقة رقم(1) تمثل الدور المتبادل بين كل من حوكمة الشركات وبين المعلومات المالية بصفة عامة بعيداً عن علاقتها بسوق الأوراق المالية ، في حين تمثل المنطقة رقم(2) الأثر المتبادل بين تطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية بعيداً عن دور المعلومات المالية (وإن كان يصعب ذلك عمليا)، أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات المالية وسوق الأوراق المالية متمثلاً في تأثير المعلومات على حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق على هذه الأوراق ، في حين تمثل المنطقة رقم (4) وهي منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح لأنها نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وما ينتج عنها من توفير المعلومات المالية ذات الجودة العالية وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية، تمثل هذه المنطقة الهدف الذي يسعى البحث إلى تحقيقه حتى تكتمل منظومة الأداء الشامل والمتطور للوحدات الاقتصادية داخل المجتمع.

وجود المنطقة (4) أصبح أمراً ضرورياً لأنه لا يتصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا تنتج معلومات مالية ذات معايير جودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في البورصة.

المبحث الثاني: آليات حوكمة الشركات

آليات الحوكمة هي ممارسات تؤدي من قبل الوحدة الاقتصادية من أجل تحقيق الأهداف المتوخاة من الحوكمة وتضمن للوحدة الاقتصادية إدارة متغيرات بيئتها الداخلية والتكيف مع متغيرات بيئتها الخارجية بإفصاح عالي وشفافية، لتحقيق مصالح كافة الأطراف التي تتعامل معها.

المطلب الأول: تطبيق مبادئ حوكمة الشركات

أولاً- دور مجلس الإدارة في مجال حوكمة الشركات:

يعتبر مجلس الإدارة أحد آليات الحوكمة، حيث يتم انتخاب أعضاء المجلس من المساهمين، وقد يتم اختيارهم - في بعض الدول وبعض المؤسسات- بواسطة أصحاب المصالح أو المستثمرين في أنواع أخرى من رأس المال مثل: سلطات العمل، الموردون، العملاء....الخ.

لذا فقد وسعت الدراسات العلمية الحديثة من دائرة تركيزها لتشمل دور مجلس الإدارة في الحوكمة الجيدة للشركات، إذ عادة ما تلقى على مجلس الإدارة مهمة تنفيذ استراتيجية الشركة، مع تحمله في نفس الوقت مسؤولية حماية مصالح المساهمين، وبينما توجد لدى الكثير من الدول قوانين تحدد بشكل واسع أدوار وواجبات مجالس الإدارة، فإن قضايا الفساد وإفلاس الشركات قد أظهرت أن المشاكل ما زالت تتشأ بسبب تعارض المصالح والتعاملات مع الإدارة، والعلاقات مع المستثمرين أو الالتزامات والموضوعات الخاصة بالمساءلة، ويمكن دراسة دور مجلس الإدارة في الحوكمة الجيدة من عدة نواحي نوجزها فيما يلي (1):

¹ -Huse Morten Boards, (2007): " Governance and value cration ", cambridge University Press, on line: www.cambridge.org (26/06/2014).

1) هيكل وتكوين مجلس الإدارة:

يمكن وضع هيكل مجلس الإدارة في أشكال وطرق كثيرة ومتنوعة بحيث يلائم احتياجات الشركات، وهناك بعض الأنواع الشائعة لهياكل مجالس الإدارة ذي الطبقة الواحدة، أو مجلس الإدارة ذي الطبقتين الذي يتضمن مجلسا إشرافيا، ومجلسا للإدارة، أو قد يضم مجلس إدارة ولجنة مراجعة، أو مجلس إدارة ذي ثلاث طبقات يمكنه أن يشرف على الأقسام المتعددة في الشركة، وعلى أية حال، فغالبا لا يكون هيكل مجلس الإدارة هو السبب في ظهور التناقضات فيما يتعلق بالحوكمة الجيدة، بل إن السبب يرجع إلى تكوين مجلس الإدارة، يستطيع المجلس أن يعمل بطريقة تتسم بالشفافية والوضوح، فإن الأفضل أن يكون هناك جزء مستقل من أعضاء مجلس الإدارة.

2) توصيات بشأن مجالس الإدارة المستقلة والفعالة:

ينبغي أن تقوم مجالس الإدارة ببحث تعيين أعضاء مجلس الإدارة من غير الموظفين بالشركة كي تحقق الوصول إلى اتخاذ قرارات مستقلة في الحالات التي يحتمل فيها وجود تعارض في المصالح وخاصة فيما يتعلق بالتقارير المالية وتسمية أعضاء مجلس الإدارة التنفيذي.

3) مسؤوليات مجلس الإدارة:

قد تتباين مسؤوليات مجلس الإدارة بناء على الاحتياجات الخاصة لكل شركة، إلا أنه وبصفة عامة،

وبخلاف حماية الأصول المملوكة للمساهمين فإن مجالس الإدارة تكون مسئولة عن¹ :

- اختيار وتقدير مكافآت الموظفين التنفيذيين الرئيسيين.
- توجيه شؤون الوحدة الاقتصادية وحماية حقوق حملة الأسهم ومصالحهم.
- ضبط ومراقبة التناقض في المصالح.
- التأكد من نزاهة النظم المالية ونظم المحاسبة.

¹ -basel, basel committee in banking supervision, report to G7 finance ministers & central bank governors on international accounting standards, April, 2000, P 08.

- الإشراف على مدى فعالية ممارسات الحوكمة وعمل التغييرات الضرورية.

4) المسؤولية القانونية لمجلس الإدارة:

في داخل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حيث يتم تطبيق المتطلبات المتشددة، تتباين إجراءات التنفيذ وفعاليتها تبعاً للإجراءات القانونية ووضع صغار المساهمين، وفي الولايات المتحدة فإن الانتهاكات قد يتم التعامل معها من خلال الدعوى القانونية، وفي الاتحاد الأوروبي يمكن أن تؤدي التحقيقات إلى عدم أهلية أحد أعضاء مجلس الإدارة للقيام بهذا الدور، وبصفة عامة، وعلى الرغم من ذلك فإن النصوص القانونية يمكن أن تعمل على تعقيد إجراءات إلقاء المسؤولية القانونية على أعضاء مجالس الإدارة، مضافاً إلى ذلك صعوبة الوصول إلى دليل وتكلفة التأخير في المحاكم، وهو غالباً ما قد لا يشجع المساهمين على متابعة الإجراءات ضد أعضاء مجلس الإدارة.

وفي سياق تطوير مجالس الإدارة لتواكب متطلبات تطبيق حوكمة الشركات، قامت مؤسسة (Ernest and Young) الأمريكية للدراسات، بتقديم دراسة مكونة من عشر توصيات من شأنها تعزيز عمل الشركات بنظام الحوكمة، وتضمنت هذه التوصيات النقاط التالية:⁽¹⁾

- انضمام مستشارين مستقلين من خارج الشركة أو المؤسسة لتلبية احتياجات الشركة من الخبراء الذين تحتاجهم لأغراض محددة مؤقتة، مما يؤدي إلى توفير وجهة نظر محايدة تساهم في اتخاذ وصناعة القرار.
- مراعاة استحداث نظام محاسبي فعال ولائحة تنظم صرف التعويضات والمكافآت، ويجب أن يؤخذ بعين الاعتبار تعيين لجنة متخصصة تعنى بهذه الأمور.
- الموازنة بين التخطيط الاستراتيجي والجوانب الأخرى الهامة مثل إدارة الأزمات والموارد البشرية والأداء الإداري.

- استحداث نظام يتم من خلاله تحديد الكفاءات المفقودة في مجلس الإدارة والعمل على استقطابها.

¹ - مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE): دليل حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرين"، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، 2003، ص 29-28.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

- البحث عن مديرين وأعضاء لضمهم إلى مجلس الإدارة معروفون بالاستقامة والثقة ولديهم خبرات في مجال همل الشركة، كما يجب أن يتمتعوا بدائرة واسعة من المعارف العلاقات.
- تأسيس لوائح تنظيمية لمجلس المديرين والتأكد من أن الأعضاء الحاليين والمحتملين قادرين على تخصيص وقت كاف للمشاركة في الاجتماعات.
- تكثيف الاجتماعات وتخصيص الوقت المناسب والتأكد من الإعداد الجيد لها.
- التركيز على المعلومات كعنصر قوة بشرط عدم إهمال أهمية التركيز على بنية وهيكل المجلس التي يجب أن تصاغ بشكل يضمن فعاليتها.
- وضع حد أدنى لملكية أعضاء مجلس الإدارة للأسهم، لضمان ولائهم وربط مصالحهم المالية بالمصلحة العامة للشركة.

ثانياً - تعويضات الإدارة التنفيذية:

- وهي من الآليات الداخلية التي تهدف إلى التوافق بين مصالح حملة الأسهم والمديرين التنفيذيين بما يجعلها وحدة مصالح متآلفة وقد عرفها "Hitt" على أنها:
- "الآلية التي تسعى إلى دمج مصالح المديرين والمالكين وتوحيدها من خلال الرواتب والعلاوات وتعويضات الحوافز طويلة الأجل" (1).

- التعويضات تستخدم لتحفيز المديرين التنفيذيين على العمل من أجل تحقيق مصالح الشركة وبالأخص حملة الأسهم، وبالتالي فإنه عندما يقوم بأداء عمله بالشكل الصحيح، فإن قيمة الشركة سوف تزداد أيضاً، وتعد آلية التعويضات آلية الحوكمة المعقدة لان مكافآت التنفيذيين تتعد ولأسيما الحوافز طويلة الأجل بسبب (2):

أ - أن القرارات التي يتخذها المديرين في المستويات العليا معقدة وغير روتينية.

¹ -Hit, a. & others, strategic management: competitiveness globalization. south - western college publishing, 2003,p322.

² -idem,p324

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

ب- أن القرارات التي يتخذها المديرين التنفيذيين عادة ما تؤثر على النتائج المالية للشركة ولكن بالأجل الطويل، الأمر الذي يجعل من الصعب تقييم أثر القرارات الحالية على أداء الشركة، إذ يكون تأثير القرارات الاستراتيجية تأثير طويل الأجل.

ج- هناك عدد من العوامل الأخرى التي تؤثر في أداء الشركة إضافة لما سبق مثل التغيرات الاقتصادية والاجتماعية والقانونية غير المتوقعة، تجعل من الصعب تمييز أثر القرارات الاستراتيجية.

هنالك عدة معايير ينبغي أن يتضمنها نظام التعويضات ليكون فعال ويحقق العدالة وهي:⁽¹⁾

01- الملائمة: وتشير الى درجة الإيفاء بالمستويات الدنيا من المتطلبات الإدارية والنقابية والحكومية.

02- العدالة: أن المدير التنفيذي يتلقى تعويضات بصورة عادلة تتناسب مع الجهود التي يقدمها والمؤهلات التي يمتلكها.

03- التوازن: ينبغي أن يحقق النظام التوازن فيما بين الأجور والمنافع والحوافز.

04- الاقتصادية: ينبغي أن تتناسب التعويضات المقدمة مع الجهود المبذولة والنتائج، وعلى الشركة التأكد من أنها لا تقوم بدفع تعويضات مبالغ فيها.

05- الأمان: ينبغي أن تكون التعويضات كافية لمساعدة المدير التنفيذي على الشعور بالأمان.

06- محفزة: ينبغي أن يكون نظام التعويضات مناسب لجذب وتحفيز المدير التنفيذي على بذل العناية المناسبة لإدارة الشركة بنجاح وكافية للمديرين لجعلهم يعملون بشكل أفضل في سبيل تحسين أداء الشركة.

ثالثاً- تركيز الملكية:

يعد تركيز الملكية أحد آليات حوكمة الشركات التي نالت أهمية كبيرة بسبب زيادة مطالبات حملة الأسهم

واهتمامهم بتبني آليات الحوكمة الجيدة من أجل السيطرة على القرارات الإدارية.

ويتحدد تركيز الملكية بعدد حملة الأسهم الكبار ونسبة الأسهم التي يمتلكونها فحملة الأسهم الكبار يمتلكون

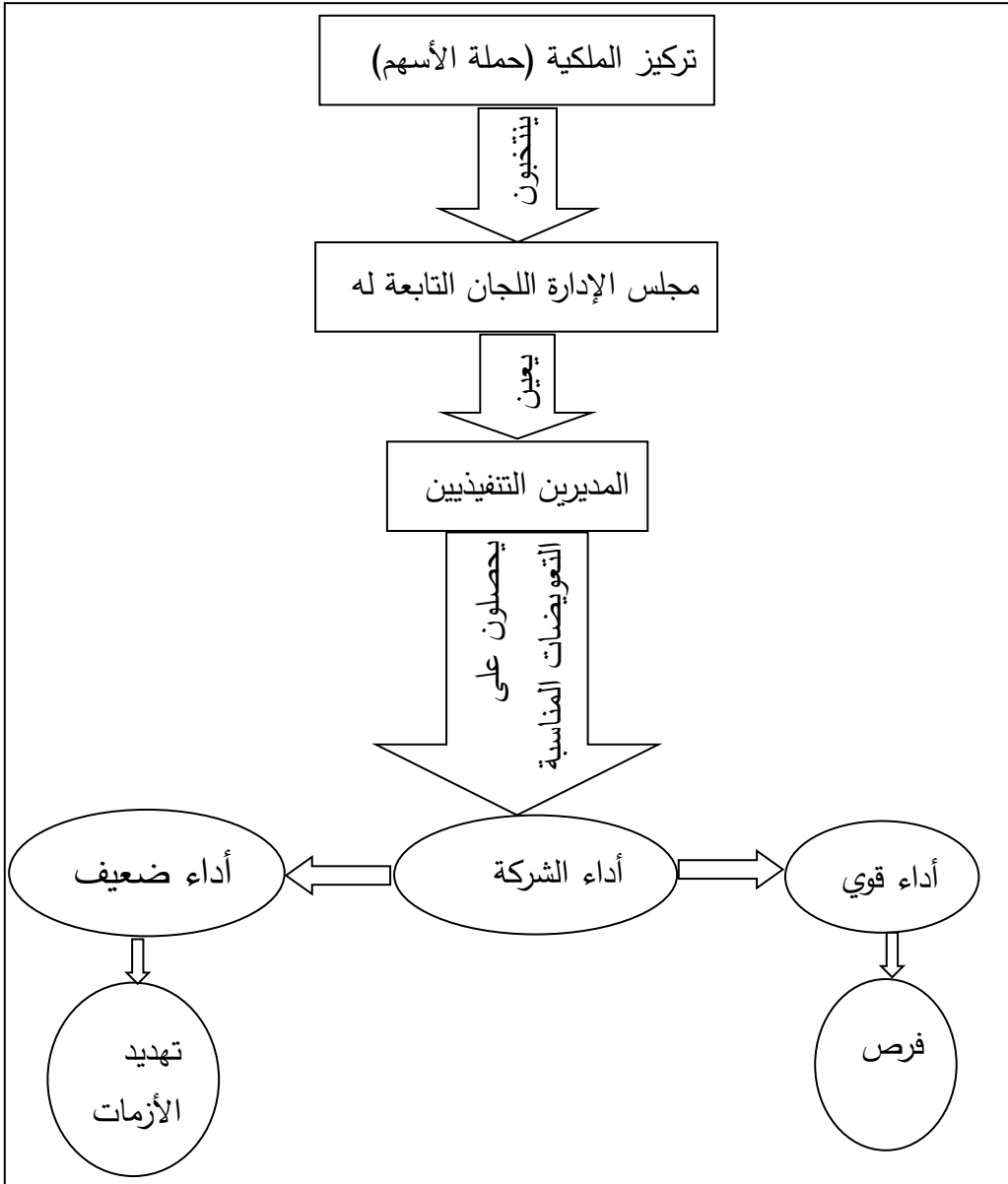
¹ -Ivansivich, human resources management , 4th ed. Houghton Mifflin compang, 1997, p305.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

على الأقل نسبة 5% من أسهم الشركة المصدرة ومن مفهوم تركيز الملكية نلاحظ انه يتحدد بعنصرين (1):
أ- عدد حملة الأسهم الكبار.

ب- النسبة المئوية للأسهم التي يمتلكها هؤلاء حملة الأسهم من مجموع الأسهم.

والشكل شكل رقم -15- يبين الآليات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات



المصدر: من اعداد الطالب

¹ -Hit, a. & others, op.cit, p315

المطلب الثاني: عملية التضليل في الأسواق المالية:

أدت الانهيارات المالية لعدد من الشركات الأمريكية سنة 2002 وعلى رأسها كل من شركتي "Enro" و "Worldcom"، إلى مزيد من الاهتمام بمعايير الإفصاح والشفافية، وضمن هذا الإطار فقد صدر تشريع جديد سنة 2002 في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك على إثر الفضيحة المالية لشركة الطاقة " Enron " وسمي هذا التشريع بـ " Sarbanes-Oxley Act "، ويؤكد هذا الأخير على أهمية انتهاج آليات دورية وسريعة لإحداث الإفصاح والشفافية الفعالة، وكذلك أوجد التشريع الجديد لجان مراجعة داخلية تتشكل من أعضاء مستقلين لمتابعة أعمال المراجعة بحيادية تامة، بالإضافة إلى أن التشريع قد أشار إلى أهمية إنشاء جهاز يتابع ويراقب أداء شركات المحاسبة والمراجعة لضمان أدائها لمهامها بكفاءة.

وضمن هذا السياق، فقد بينت إحدى الدراسات التي أجريت حول قضية إفلاس شركة الطاقة الأمريكية الضخمة (Enron)⁽¹⁾، وأوضحت الدراسة -بشيء من التحليل- 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 :

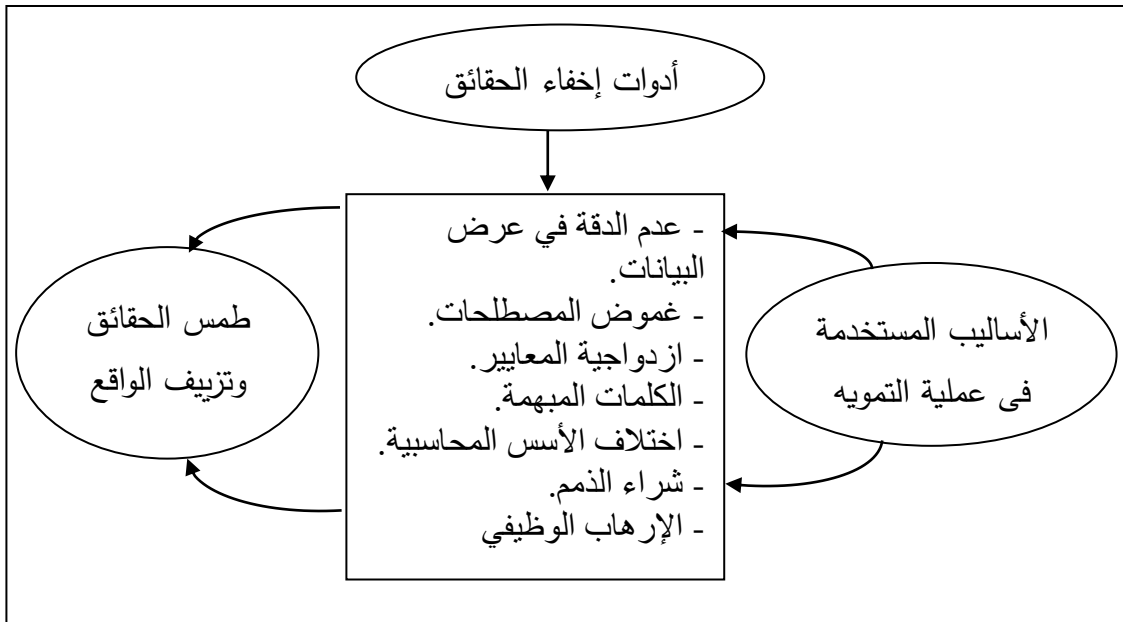
- لم تكن المشكلة الرئيسية في انهيار الشركتين تتعلق بوجود قصور في معايير المحاسبة، أو معايير التدقيق، بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين.
- لقد كانت شركة التدقيق (Arthur Andersen) تقوم بعدة أعمال مزدوجة لشركة (Enron)، الأمر الذي جعل عملية الانهيار سريعة، وهذه مخالفة صريحة.
- القصور الواضح من طرف السوق المالي كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.
- وجود صعوبة كبيرة من قبل المدققين والشركات المدرجة في السوق المالي لتطبيق الحوكمة بمفهومها الحديث.

¹ - القشي ظاهر، الخطيب حازم. مرجع سابق، ص 26-27 .

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

وتؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية (FMI, IB) أن الأزمة المالية العالمية الراهنة (2009/2008) كان سببها ضعف الإفصاح والشفافية لدى الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال الأمريكية، وبالتالي فإن الأزمة نتجت أساساً عن التلاعب (التضخيم) في القوائم المالية لتلك الشركات وعدم التقيد بمبادئ ومعايير حوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. وتجدر الإشارة أيضاً إلى أن الهدف الأساسي من أنظمة حوكمة الشركات هو الحفاظ على مصالح المساهمين وكذا الأطراف الأخرى، وكل شركة ملزمة قانوناً بالتصريح بكل المعلومات الضرورية والكافية لكل المتعاملين، إلا أنه - عملياً - هناك عدة طرق وأساليب يلجأ إليها معدو وعارضو التقارير والنشرات المالية والمحاسبية التي تسمح بالتلاعب في البيانات وتغيير الحقائق بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرارات المستثمرين، كما أن لكل شركة أسلوبها الخاص في التلاعب بالبيانات وتمويه جمهور المستثمرين والمتعاملين، والشكل الموالي يوضح هذه الأساليب⁽¹⁾:

الشكل رقم (16): أساليب التضليل في الأسواق المالية



المصدر: من اعداد الطالب

¹ - محسن احمد الخضيرى "حوكمه الشركات" مجموعة النيل العربية، 2005، ص 42.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

وتعد قضية إفلاس شركة الطاقة الأمريكية Enron سنة 2002 (بالإضافة إلى الانهيارات المالية للشركات والمؤسسات المالية الأمريكية عقب الأزمة المالية العالمية الراهنة) من أبرز قضايا التمويه والتلاعب المالي في القوائم المالية للشركات، حيث تعمد مسيروها إخفاء الديون وتضخيم الأرباح للرفع من قيمة أسهم الشركة على مستوى السوق واستفاد المسكرون أصحاب المعلومات الحقيقية عن وضع الشركة وتمكنوا من تحقيق صفقات وباعوا حصصهم بأسعار خيالية، في الوقت الذي كانت الشركة تغرق فيه ببطء (1). 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 وزيادة مستويات الإفصاح والشفافية (2).

المطلب الثالث: مبادئ حوكمة الشركات من ضوابط السوق المالي:

بدأت معظم الأسواق المالية التفكير في إلزام الشركات المقيدة في البورصة بأن تكون ملتزمة بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط جديد من شروط القيد، هذه القواعد مطبقة عالميا على الشركات وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بإصدار قواعد الحوكمة في صورتها النهائية مع منح فترة زمنية لهذه الشركات كي تنظم أمورها لتتوافق مع حوكمة الشركات.

وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق المتقدمة نجد أن جميعها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات.

1 - دبشير بن عيشي، فاتح ديلة : " حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق "، منتدى التمويل الإسلامي: <http://islamfin.go-forum.net/montada-f43/topic-t2069.htm> (2009/06/26).

2 - محسن احمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص 21.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

ولكن في الأسواق الناشئة نجد أن هناك الكثير من تلك الأسواق التي لا تطبق هذا النظام نظرا لعدة أسباب تتمثل في إن هناك الكثير من الآليات الضرورية المفقودة في تلك الأسواق والتي هي في اشد الاحتياج إليها لتطبيقها والعمل بها.

ولعل هذه الأسباب وتلك السلبيات هي من أهم الأسباب وراء ضعف كفاءة أسواق رأس المال في الدول الناشئة والتي حالت دون وصول هذه الأسواق إلى أية صيغة من الكفاءة المتعارف عليها بما فيها صيغة الكفاءة الضعيفة.

وبتحليل الفترات الزمنية التي مرت بها الأوراق المالية وما استتبعه ذلك من عمليات جذب وتنشيط الشركات لكي تقوم ببيع أسهمها لدى البورصة كمنح بعض المزايا الضريبية فيجب العمل على تطوير هذا النظام وإن تكون بورصة الأوراق المالية سوقا فعلية لمن يرغب في بيع وشراء أسهم الشركة والحصول على تمويل ذاتي لإجراء بعض التوسعات لدى شركته.

من ناحية أخرى، فإن تطبيق قواعد الحوكمة ستزيد من ثقة المستثمرين والمساهمين في أداء الشركات وتضمن لهم حقوقهم لأن أحد متطلباتها، رفع مستوى الشفافية لتحقيق كفاءة الأسواق لأنها تضمن حقوق المساهمين الأساسية كحق المساهمين في المشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالتغيرات الجوهرية في الشركة وحق المساهمين في المشاركة بفعالية، والتصويت في اجتماع الجمعية العامة وإعلامهم بالقواعد بما في ذلك إجراءات التصويت التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة، ووجوب الإفصاح عن الهيكل المالي للشركة. تؤثر الحوكمة على السوق المالي بتأثيرها على الشركات من حيث حجم التداول، أسعار الأسهم ودعم الثقة بين الأطراف المتعاملة، حيث أن التطبيق الفعلي لقواعد الحوكمة يحقق الشفافية والعدالة ويجيز مساءلة إدارات بما يحمي المساهمين وحملة الوثائق جميعا ويراعي مصالح العمل والعمال والحد من استغلال السلطة مما ينعكس إيجابا على تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات الوطنية وتعظيم الربحية وإتاحة فرص عمل جديدة.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

كما يزيد من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين، مما يشجع على نمو القطاع الخاص، ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات، وتحقيق الأرباح.

إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملاً مهماً في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة وضمان استمرارها في أداء أعمالها، حيث أن الحوكمة تسهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري.

أن الحوكمة الجيدة للشركات ترفع من معدلات الإفصاح والشفافية وتقدم المعلومات المالية التي تساعد على تحسين الأداء وتنويع استثمارات الشركات مما يزيد من معدلات العائد على استثماراتها، مما لا شك فيه أن الحوكمة هي أحد المجالات التي تؤدي إلى إنعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الأسواق من خلال حماية استثمارات الوطنية، ومنح هؤلاء المستثمرين الثقة في نظام الدولة الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير مباشرة.

المطلب الرابع: تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة:

التطور المتزايد والمتجدد لآليات الأسواق المالية يفرض المزيد من الضغوط لإضافة آليات جديدة إلى دليل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تتوافق مع إجراءات التوجه إلى السوق من شأنها أن تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات وتتضمن هذه الآليات التطبيق الناجح لمبادئ حوكمة الشركات (1):

01- مطالبة الشركات بوضع سجلات مستقلة للأسهم: تلجأ بعض الشركات المخصصة حديثاً أو جزئياً إلى تضخيم عدد أسهمها بإصدارات جديدة، وقد تغش بكل بساطة في تسجيل الأسهم المشتراة من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

02- تعزيز حماية حقوق الأقلية: وذلك من خلال إيجاد آلية لحماية صغار المستثمرين وتعديل القواعد المنظمة لنظام عروض الشراء لمزيد من الفعالية في مراعاة حقوق الأقلية.

¹ - سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 130.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

03- وضع معايير للشفافية والتقارير المتعلقة ببيع الأصول الأساسية: ويحتاج ذلك إلى توضيح إجراءات وآليات التنفيذ التي يمكن للمستثمرين استخدامها لاسترداد التعويضات.

04- وضع قواعد تساعد على قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته: وذلك من خلال إلزام الشركات بتعيين أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين أو المستقلين وتفعيل دور لجان المراجعة وتعيين مراقب حسابات مستقل، فضلا عن قيام الشركات بنشر ممارساتها لمبادئ الحوكمة بعد تصديق هيئة سوق المال والبورصة عليها.

05- وضع إطار متوازن لمشاركة أصحاب المصالح في نشاطات الشركة: يجب أن يتوازن موضوع مشاركة أصحاب المصالح الذي ورد في دليل منظمة التعاون الاقتصادي للتنمية مع موضوع تضارب مصالح الداخليين المتمثلين في المديرين وأعضاء مجلس الإدارة.

06- الحاجة إلى وضع معايير دولية مقبولة للمحاسبة، وفي نفس الوقت إعادة النظر في معايير المحاسبة الخاصة بكل دولة.

07- توضيح وظائف المحاسبة الداخلية في الشركة وضم مديرين من خارج الشركة إلى لجان المراجعة: ولعل أفضل وسيلة لذلك هي أن تكون عضوية لجنة المراجعة مقصورة على المديرين الخارجيين المستقلين، توضيح وظائف المحاسبة الداخلية في الشركة مع ضم محاسبين من خارج الشركة إلى لجان المراجعة. أ- رفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والرقابية والقضائية وإنشاء دوائر خاصة بالنظر في قضايا سوق المال، وتنمية مهارات العاملين في مجال إحكام الرقابة على السوق والارتقاء بحوكمة الشركات.

ب- الاستفادة من الخبرات الفنية والإدارية المتاحة لدى الشركات في إحكام التطبيق الفعال لمبادئ الحوكمة.

10- عدم تسييس اتخاذ القرارات ووضع خطوط فاصلة بين الحكومة والإدارة في الشركات، حينما تكون الدولة هي المساهم المسيطر أو صاحبة الأغلبية في رأس المال.

11- الوقاية من ضياع الأصول بعد عملية الخصخصة الشاملة.

12- تأسيس نظام لحوكمة الشركات يقوم على أساس القواعد بدلا من النظام الذي يقوم على أساس العلاقات.

13- تعزيز حوكمة الشركات في الشركات العائلية وتشجيعها على تطبيق مبادئ الحوكمة.

هذا وبالرغم من أن المبادئ الواردة بدليل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مفيدة كنقطة بداية لبناء نظام لحوكمة الشركات، إلا أنها تركز على الضوابط الداخلية ومصممة في المقام الأول للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية والتي تعمل في بيئة قانونية وتنظيمية فعالة وبقدر كاف من التنافس، ولكن كثير من الأسواق الصاعدة إما أن تكون خالية من أسواق الأوراق المالية أو أن تكون أسواقها لا تزال في مراحل تطورها الأولية⁽¹⁾.

من الملاحظ أن هذه الآليات السالفة الذكر بالرغم من أهميتها، إلا أنها مصممة بالدرجة الأولى للشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية، أي تعمل في بيئة قانونية وتنظيمية فعالة وبدرجة كافية من التنافس، ولكن الكثير من الأسواق الصاعدة تكون إما خالية من أسواق الأوراق المالية أو أن تكون أسواقها في أوج مراحل تطورها، فجميع الدراسات التي تمت على البورصات في الأسواق الناشئة تظهر أن جميع هذه البورصات لم تصل بعد إلى أقل صيغ الكفاءة أي الضعيفة، مع ما لهذه الصيغة من سلبيات، كما يمكن إيجاد أنه في الاقتصاديات النامية تغيب عنها مجموعة المؤسسات التي تقدم الإطار القانوني أو التنظيمي الأساسي البيئة التنافسية تتسم بذاتية التنفيذ، هذا ما يؤدي إلى استخلاص غياب الضوابط الخارجية أضعفها، فإذا غاب هذا الإطار تصبح الضوابط الداخلية قليلة التأثير وبالتالي احتمال فشل تطبيق حوكمة الشركات⁽²⁾.

1 - سميحة فوزي مرجع سبق ذكره، ص 19

2 نظير رياض محمد الشحات - إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 385.

المبحث الثالث: الأثر النظري لتطبيق مبادئ الحوكمة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية:

المطلب الاول: تطبيق الإفصاح الكافي والشفافية في إتاحة المعلومات:

سبق أن أشرنا إلى أهمية لجان المراجعة باعتبارها أحد أهم أدوات حوكمة الشركات، وذلك لدورها المحوري في إتاحة المعلومات الكافية سواء للأطراف الداخلية مثل أعضاء مجلس الإدارة، أو الأطراف الخارجية، بالإضافة إلى تقييم أداء قسم المراجعة الداخلية بالشركة، وتنظيم علاقتهم بالمراجع الخارجي، فضلا عن قيام لجنة المراجعة بالعمل على تحسين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية مما يساعد تدعيم الشركة وتقوية مركزها المالي ويدعم قدرتها التنافسية وهو ما يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، نظراً لأن آليات توفير نوعية المعلومات الملائمة للمستخدمين الخارجيين أو الداخليين لدعم اتخاذ القرارات الاستثمارية خاصة ما يتعلق منها بمصداقية القوائم المالية في كونها تعبر عن نتيجة النشاط والمركز المالي بعدالة، سوف يكون له مردود إيجابي في بث الثقة والطمأنينة للمتعاملين بسوق المال، وإذا سلمنا بمقوله أن رأس المال جبان، فإن درجة الثقة ومستوي الدقة في المعلومات والتي تلعب لجنة المراجعة دوراً أساسياً في تحسينها والارتقاء بمصداقية محتوى القوائم المالية سوف تنعكس على كفاءة سوق الأوراق المالية، أما عدم مصداقية القوائم المالية وعدم تعبيرها الصادق عن نتيجة النشاط والمركز المالي ينعكس سلباً على كفاءة سوق الأوراق المالية نظراً لافتقادها لأحد مبادئ الحوكمة وهو الإفصاح والشفافية، مما يفقد ثقة المتعاملين في مصداقية البورصة، حيث أن العديد من المؤسسات المالية الدولية تقوم بإعداد بحوث عن أسواق المال في كافة دول العالم ويكون معيار تصنيف مدى تقدم أسواق المال من عدمه، وتحديد درجة المخاطرة، هو ارتكازها على مدى إتاحة المعلومات في إطار من الإفصاح والشفافية، وان عدم توافر ذلك يؤدي إلى أحجام رأس المال الأجنبي على الاستثمار في الأسواق التي تتسم بالقصور في الإفصاح عن المعلومات عند عرض القوائم المالية⁽¹⁾.

¹ - طارق عبد العظيم احمد (2010) "بورصة الأوراق المالية" القاهرة، ص 68

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

إن مبدأ الإفصاح الكافي والشفافية يتطلب إعداد القوائم المالية ومراجعتها طبقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الدولية، كما أن المحتوى هذه القوائم المالية يشمل المعلومات المالية وأيضاً المعلومات غير المالية، وأن يتم تكليف مراجع خارجي مستقل بمهمة مراجعة القوائم المالية واعتمادها بالجمعية العامة للمساهمين لكي تكون محل مناقشة حملة الأسهم، وهنا يصبح المراجع الخارجي في حالة اكتشاف أي غش أو تحريف في القوائم المالية التي أعتمدها موضع مساءلة من أعضاء الجمعية العامة للشركة، وهذه تمثل ضماناً لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تأمين سلامة وصحة ودقة المعلومات المنشورة والمدرجة بالقوائم المالية والمتاحة لكافة المتعاملين مما يعمل على منع أي مساهم من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة حصوله على معلومات لم تتوفر لباقي المساهمين، ويرتبط بإتاحة المعلومات لكافة المساهمين بعدالة ومساواة دون أي تحيز، أن يكون الحصول على هذه المعلومات بأقل التكاليف الممكنة، وأن يتم توفيرها في الوقت المناسب، وأن يتم الحصول عليها بأقل جهد ممكن.

ولا شك أن مبدأ الإفصاح والشفافية يمثل أهم أركان مبادئ حوكمة الشركات بل ويرتبط بباقي المبادئ الأخرى للحوكمة ارتباطاً عضوياً وتكاملياً دون تعارض، فمفهوم حوكمة الشركات يشير إلى إيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح، وهي الأطراف التي تمثل منظومة الحوكمة، وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بين كافة الأطراف المشار إليها وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفقاً لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة⁽¹⁾.

وينبغي التفرقة بين مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق ومفهوم الكفاءة الاقتصادية، فالأول مفهوم نظري لا يمكن أن يتحقق في الواقع العملي نظراً لأنه يقوم على افتراض غير واقعي مفاده أن المعلومات التي تصل للمستثمرين سوف يكون لها أثر فوري على أسعار الأسهم التي ترتبط بهذه المعلومات، أما المفهوم الثاني والخاص بالكفاءة الاقتصادية للسوق فهو مفهوم واقعي حيث يقوم على أساس وجود بعد زمني بين الحصول

¹ - مركز المشروعات الدولية " بورصة الأوراق المالية " 2013، ص 76.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

على المعلومات المتاحة وأثرها على أسعار الأسهم المتصلة بهذه المعلومات، وهو ما تقوم به بورصة الأوراق المالية، فعند وصول معلومات للبورصة أو هيئة الرقابة المالية، يتم إلغاء العروض والطلبات وإعلان هذه المعلومات لاحقاً من خلال فاصل زمني يتيح استيعاب ووصول المعلومة الجديدة لكافة المستثمرين، وهذا الإجراء من شأنه تحقيق السوق للكفاءة الاقتصادية، وليست الكفاءة الكاملة لأن انعكاس اثر المعلومات على أسعار الأسهم من خلال فاصل زمني يمنع من حصول بعض المساهمين على أرباح غير عادية، في حين قد يتكبد البعض الآخر خسائر ولكنها بصورة مؤقتة لا تلبث بعد فترة وجيزة أن تتلاشي هذه الفروق، وهذا ما يميز أسواق المال التي تتميز بالكفاءة فسرعان ما يتم تصحيح هذه الآثار الجانبية السلبية الذي يرجع جانباً كبيراً منها إلى عدم مهارة المساهم في تحليل المعلومة أو عدم تمكنه من الحصول على المعلومة في الوقت الذي أعلنت فيه لأسباب شخصية تتعلق بعدم متابعته أو انشغاله عن متابعه بعض جلسات التداول وعدم قراءة الأخبار والمعلومات التي تنشرها البورصة على شاشات التداول، حيث ان هذا الأسلوب لنشر المعلومات يكون بأقل الأعباء والتكاليف حيث تتعدم إذا كانت معلنة على شاشات التداول في البورصة أو مقابل تكاليف ضئيلة إذا كانت من خلال شركة من شركات تداول ونشر المعلومات مقابلة اشتراك شهري أو ربع سنوي أو سنوي.

لتدعيم الممارسة الجيدة في سوق الأوراق المالية للوصول للكفاءة الاقتصادية بما يدعم مبدأ الإفصاح والشفافية وإتاحة المعلومات لكافة المتعاملين بأقصى سرعة وبأقل التكاليف، من خلال الإجراءات التالية:

1. استحداث نظام الكتروني للتداول يتم تحديثه لاستيعاب زيادة عدد المتعاملين بالسوق.

2. تطبيق النظام الآلي للتسوية والمقاصة والحفظ المركزي.

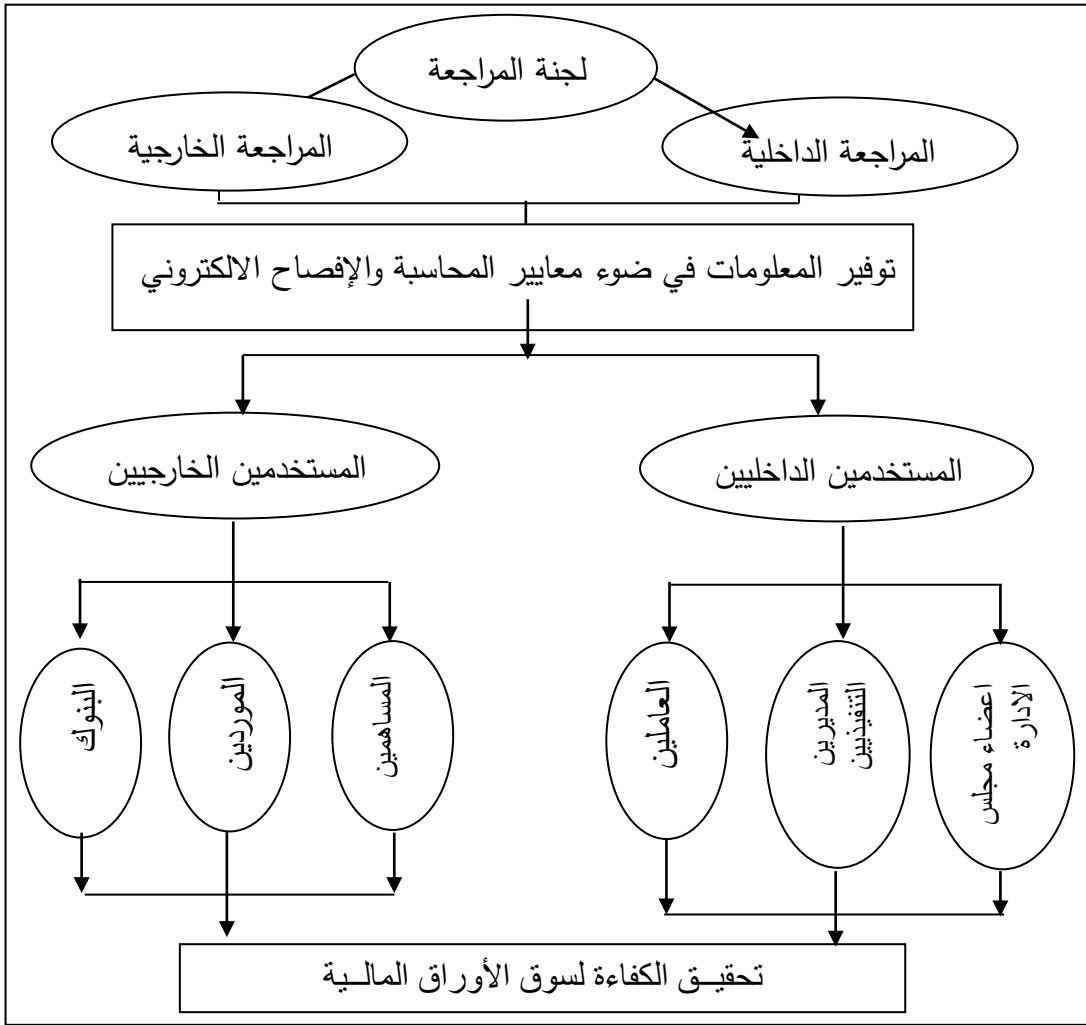
3. وجود صندوق لضمان التسوية .

4. إصدار قواعد جديدة للقيد في البورصة .

5. إصدار معايير للمحاسبة وكذلك معايير للمراجعة.

6. إلزام الشركات بتقديم تقارير مالية ربع سنوية .

الشكل رقم-(17) - العلاقة بين مبدأ الإفصاح والشفافية وتحقيق الكفاءة لأسواق الأوراق المالية:



المصدر: من اعداد الطالب

يشير الشكل السابق إلى آليات تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية باستخدام أحد الأدوات الهامة وهي لجنة

المراجعة التي تقوم بدورها بتوفير المعلومات التي يحتاج إليها كلا 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 بمعرفة المراجع المستقل، 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 الأوراق المالية عند أدنى حد ممكن فإنه يتم فور إرسال هذه المعلومات إلى هيئة الرقابة

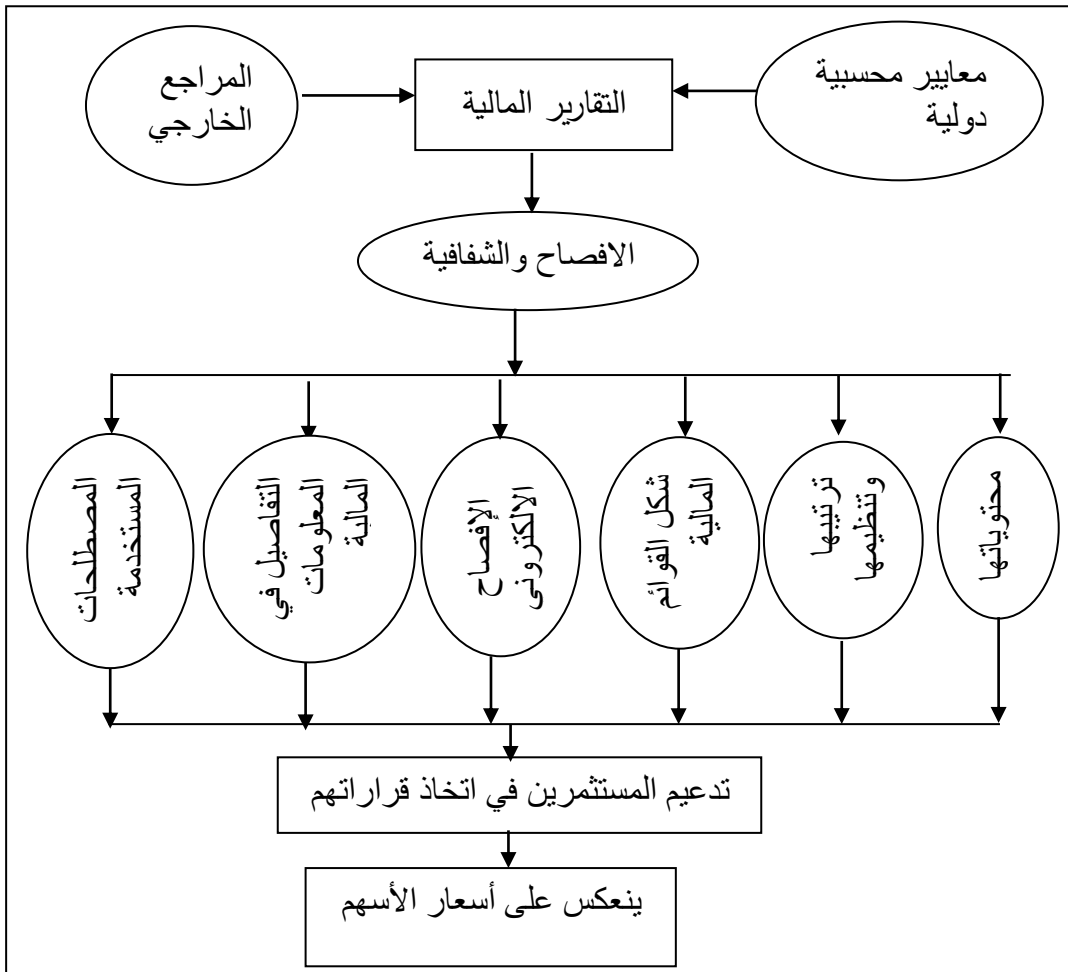
الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

المالية الإفصاح الالكتروني عن هذه المعلومات في نفس الوقت سواء للمستخدمين الداخليين وهم أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين والعاملين، وكذلك للمستخدمين الخارجيين من مساهمين، ودائنين وموردين وبنوك، وتتمثل مهمة لجنة المراجعة في التحقق من التزام إدارة الشركة بالممارسات القانونية والتنظيمية والأخلاقية السليمة مما يعمل على تدعيم كيان الشركة كوحدة اقتصادية تمثل قيمة مضافة للاقتصاد القومي وتؤثر تأثيراً إيجابياً على الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية مما يعني جذب الاستثمارات الأجنبية لهذا السوق وانتعاشه.

كما ان تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية يمتد أثره ليس فقط بالتأثير الإيجابي على كفاءة سوق الأوراق

المالية بل تحقيق القيمة العادلة للاستثمارات المالية وذلك كما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم - (18) - أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في سوق الاوراق المالية



المصدر: من اعداد الطالب

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

ويوضح الشكل السابق أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية والذي يمثل أحد مبادئ حوكمة الشركات الهامة حيث تمثل التقارير المالية للشركات حجر الزاوية في توفير المعلومات التي يحتاجها المستثمرين، وحيث أن هذه القوائم المالية تعتمد على معايير المحاسبة الدولية، فضلا عن مراجعة هذه القوائم بمعرفة مراجع خارجي مستقل.

ومن شأن أعمال معايير المحاسبة أو المراجعة عند أعداد التقارير المالية ومراجعتها تحسين المحتوى

المعلوماتي للإفصاح المحاسبي والذي يعكس الحقائق الهامة والجوهرية التالية:

1. شكل القوائم المالية.

2. ترتيبها وتنظيمها

3. محتويات هذه القوائم من معلومات مالية وغير مالية.

4. المصطلحات المستخدمة في هذه القوائم.

5. كمية التفاصيل في المعلومات المالية التي تتضمنها القوائم المالية.

6. الإفصاح الإلكتروني.

7. طبيعة المخاطر وكيفية مواجهتها.

وكفاية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية تدعم المستثمرين في اتخاذ قراراتهم على

أسس علمية سليمة الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم ويقرب بين قيمتها السوقية وقيمتها العادلة في

سوق الأوراق المالية.

وحتى يطبق مبدأ الإفصاح والشفافية بكفاءة وفعالية فإنه يجب الانتقال من الإفصاح الاختياري الذي تقوم

به الشركات دون إلزام من إدارة البورصة لكي يصبح إفصاحا إجباريا سواء في القوائم المالية أو في

الملاحظات الملحقة بها أو تحليلات وتنبؤات الإدارة.

المطلب الثاني: أثر تطبيق مبدأ المساواة لكافة المساهمين على كفاءة سوق الأوراق المالية:

- من المؤكد أن تطبيق مبدأ المساواة في المعاملة لكافة المساهمين دون تفرقة بين حملة نسبة كبيرة من الأسهم وحملة 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 الأرباح غير عادية على حساب المساهمين الآخرين، وتتمثل المعلومات المتاحة لكافة المساهمين والتي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في:
- معلومات تاريخية متاحة للجميع وتكون أساساً للتحليل الفني الذي يقوم بالتنبؤ بالأسعار المستقبلية وفقاً لقاعدة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم.
 - المعلومات الحالية والمستجدة مثل الأحداث الجوهرية التي تؤثر على أسعار الأسهم في المستقبل مثل وجود عرض لمستثمر استراتيجي للاستحواذ على حصة من أسهم الشركة بأسعار تفوق الأسعار الحالية، وهذه المعلومات تعكس أحداثاً جوهرية لا بد وأن تكون متاحة لجميع المساهمين، كما تمثل مؤشراً موضوعياً للحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال رد فعل هذه المعلومات على أسعار الأسهم.
 - معلومات خاصة تتعلق بالخطط المستقبلية للشركة فيما يتعلق بقيامها بالاستحواذ على حصة حاكمية في شركة أخرى أو ببيع بعض الأراضي المملوكة لها بأسعار عالية تتجاوز القيمة الدفترية، أو اتجاه الشركة إلى الاندماج مع شركة أخرى ذات سمعة عالمية ومركز مالي قوي أو اتجاه الشركة إلى زيادة رأس المال، وتجزئته الأسهم، ومثل هذه النوعية من المعلومات تكون متاحة في المقام الأول لإدارة المنشأة وقد يتم تسريبها إلى بعض المساهمين الكبار، وكذلك إلى المجموعات المرتبطة مثل العاملين بالشركة، كما إن عدم الإفصاح عن مثل هذه المعلومات يخل بمبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم وتحقق لفئة من المساهمين وأعضاء مجلس إدارة الشركة أرباح غير عادية.

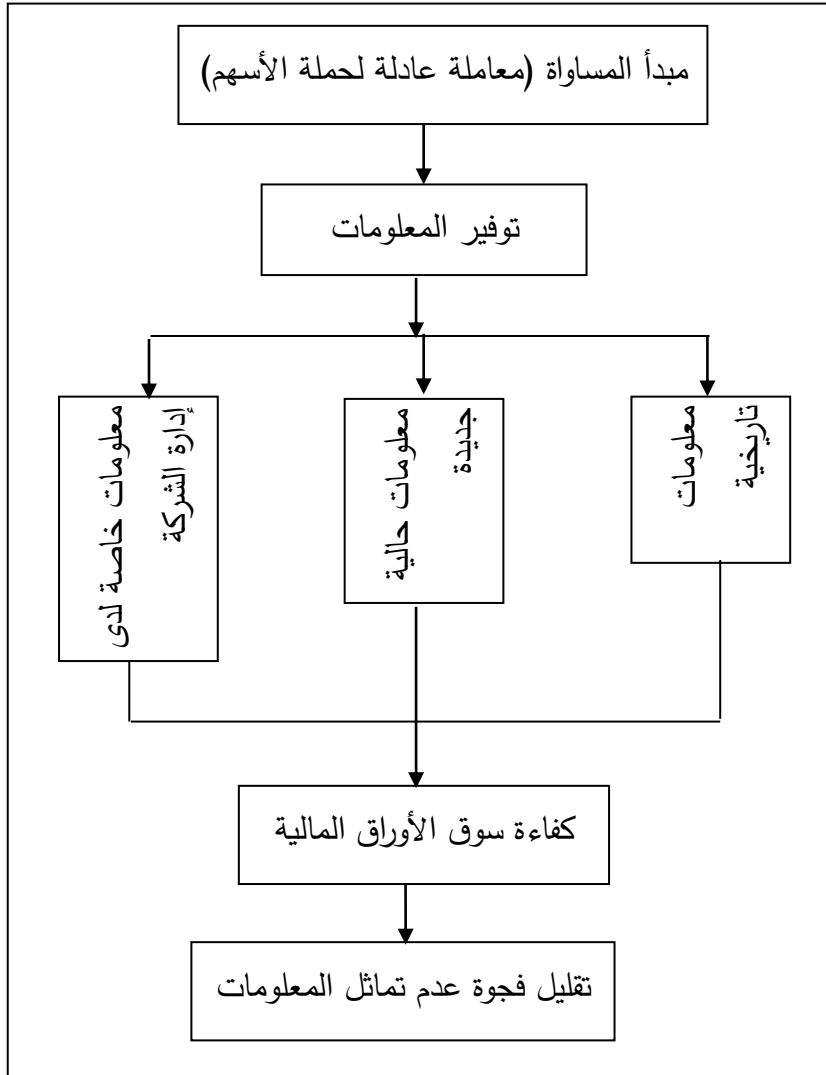
من هنا تأتي أهمية قيام الشركة بالإفصاح عن هذه النوعية من المعلومات من خلال الإفصاحات والملاحظات المتممة والمرفقة بالقوائم المالية المرسله بالبورصة مرفقة بمحاضر مجلس الإدارة وأي وثائق

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

تؤكد مصداقية هذه المعلومات وهو ما يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف فئات المستثمرين ويحقق العدالة والمساواة بينهم مما ينعكس إيجاباً على كفاءة سوق الأوراق المالية.

والشكل التالي يوضح ذلك.

شكل رقم (19): أثر تطبيق مبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم على كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: من اعداد الطالب

المطلب الثالث: أثر تطبيق مبدأ حماية حقوق المساهمين على كفاءة سوق الأوراق المالية:

لا شك أن المردود الإيجابي لتطبيق مبدأ حماية حقوق المساهمين ينعكس على تحسين كفاءة سوق

الأوراق المالية وذلك وفقاً للأسباب التالية:

✓ ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم يساهم في تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم مع المحافظة على حقوقهم خاصة أصحاب أقلية الأسهم.

✓ تعظيم القيمة السهمية للشركة وتدعيم تنافسية الشركات في سوق الأوراق المالية.

✓ إن تطبيق مبادئ الحوكمة وخاصة مبدأ حماية حقوق المساهمين سوف يخلق البيئة المناسبة ويشجع

مصادر التمويل المحلية والدولية لتمويل احتياجات الشركات التوسعية من خلال الجهاز المصرفي أو سوق

الأوراق المالية، خاصة أن توفيق أوضاع بعض الشركات وفقاً لقواعد القيد سوف تؤدي إلى زيادة رأس مال

العديد من الشركات والتي كانت عدد أسهمها قليل مما يبسر لعدد محدود من المضاربين الاستحواذ على

أسهمها والتلاعب في أسعارها بشكل مبالغ فيه، لذلك فإن زيادة رأس مال هذا النوع من الشركات سوف يعمل

على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال التقريب بين أسعار الأسهم السوقية وقيمتها العادلة وزيادة

عدد أسهمها مما لا يجعلها وسيلة لتحقيق أرباح غير عادية لفئة من المضاربين.

وتجدر الإشارة إلى أهمية كل من المتابعة الفورية التي تقوم بها بورصة الأوراق المالية أثناء عمليات

التداول، والمتابعة المستمرة التي تقوم بها هيئة الرقابة المالية سواء قبل أو أثناء أو بعد جلسات التداول، وذلك

للحيلولة دون وقوع أي تلاعب، وعلاج الخلل حال حدوثه.

✓ إن من أهم الممارسات الإيجابية لدعم مبدأ حماية حقوق المساهمين، وهو من مبادئ حوكمة الشركات هو

ضمان وكفالة الحقوق الأساسية لحملة الأسهم، مثل المشاركة في الحصول على حق الأسهم في الأرباح

القابلة للتوزيع، وكذلك حق التصويت في الجمعيات العمومية، الأمر الذي ينعكس على تعزيز مشاركة العديد

من المساهمين في ضخ أموال جديدة في سوق الأوراق المالية مما يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق

المالية ويدفع كافة المستثمرين، أفراداً أو مؤسسات لدخول سوق الأوراق المالية ومن ثم تحقيق الانتعاش

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

وزيادة مؤشرات السوق المختلفة، فيؤثر ذلك على أسعار الأسهم وقيم التداول التي تعتبر من مقاييس كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الرابع: أثر تطبيق مبدئي دور أصحاب المصالح ومسؤوليات مجلس الإدارة على الكفاءة:

01- أثر تطبيق مبدأ دور أصحاب المصالح على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية:

يحمي القانون حقوق أصحاب المصالح من حملة السندات والمقرضين والعمال، ومن أبرز الاتجاهات في هذا الصدد ما تقوم به هيئة الرقابة المالية بالترخيص والسماح بتكوين وتنظيم عمل اتحادات العاملين المساهمين وكذلك تنظيم وتكوين جماعات حملة السندات، وهذه الإجراءات القانونية تؤكد على احترام حقوق أصحاب المصالح وهي وليدة تعاقدات قانونية تتيح حصول أصحاب المصالح على تعويضات في حاله أية إخلال بالتعاقدات.

إن تطبيق مبدأ المشاركة ليشمل أصحاب المصالح يعني المشاركة الايجابية في تحسين كفاءة وفعالية أداء الشركات، وتنسيق الجهود والمبادرات مع أعضاء مجلس الإدارة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة، ولا شك أن محصلة هذا الدور المحوري لأصحاب المصالح في منظومة الحوكمة سوف يسهم بصورة إيجابية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

02- أثر تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة ضمن إطار حوكمة الشركات يساهم في تحقيق أهداف للشركة الأمر الذي سوف ينعكس على تحسين أداء الشركات وتدعيم قدرتها التنافسية، وهو ما يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية وذلك للاعتبارات التالية:

1) إن قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجية واضحة المعالم تعكس خطط التوسع لأنشطة الشركة، خاصة فيما يتعلق بالاندماج أو عمليات الاستحواذ أو بيع حصة حاكمة لمستثمر رئيسي، ووضع الموازنات لمختلف الأنشطة خاصة الموازنة الرأسمالية، والتكاليف المعيارية، ووضع نظم متابعة المخاطر المتوقعة، يمثل دور مهم للنهوض بالشركة.

الفصل الثالث تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية

(2) إن هذا الدور المحوري لمجلس الإدارة يتطلب تعزيز مبدأ المساءلة لأعضاء مجلس الإدارة ومحاسبتهم عن أي تجاوزات وبالتالي ضرورة تحديد حقوق ومسئوليات مجلس الإدارة بكل وضوح.

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

(4) مراعاة عدم المغالاة في المرتبات والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين التنفيذيين، وهذه نقطة هامة حيث أكدت الأزمة المالية العالمية التي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية أن المغالاة في مرتبات أعضاء مجالس إدارات الشركات والبنوك كانت ضمن الأسباب الأساسية لازمة المالية، كما أكدت عليه اجتماعات مجموعة دول العشرين.

(5) بالرغم أن كافة المعلومات لا بد أن تكون متاحة لأعضاء مجلس الإدارة بهدف مساعدتهم على اتخاذ القرارات إلا أنه يجب وضع كافة الضمانات التي تستهدف منع إساءة استخدام هذه المعلومات والاستفادة منها لأن ذلك يمثل مخالفه للقانون وأيضاً مساساً بالقواعد الأخلاقية الواجب مراعاتها عند تطبيق مبادئ الحوكمة.

(6) يجب تجنب الأخطاء المحاسبية والمالية حتى يمكن ضمان سلامة التقارير المالية والمحاسبية للشركة، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاطها ومنع حدوث الانهيارات بأسواق الأوراق المالية.

لذلك فإن الحكمة الصينية التي تقول " أن السمكة لا تقسد إلا من رأسها" لها معنى ومبنى بالنسبة لأحد

مبادئ الحوكمة وهو مسئوليات مجلس الإدارة والذي يمثل رأس الكيان الاعتباري للشركة، والذي إذا صلح نجحت الشركة، وإذا فسد فإن الشركة تكون على مشارف السقوط، من هنا فإن مبدأ مسئوليات مجلس الإدارة كأحد مبادئ الحوكمة يمثل أهم تطبيقاتها في خلق كيان مؤسسي قوي للشركة مما ينعكس على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الثالث:

تم التعرف على المبادئ والآليات المختلفة اللازمة لوضع هذه المبادئ موضع التطبيق بصفة عامة مع التركيز على الآليات المحاسبية بصفة خاصة وقد اتضح ما يلي:

أ- الأهمية النسبية للآليات المحاسبية كمحور ارتكاز لآليات حوكمة الشركات نظراً للعلاقة التبادلية والتأثيرية التي تربطها بالآليات الأخرى. مثلاً، إن وجود قواعد محددة لمتطلبات الإفصاح والشفافية (آليات رقابية) للشركات التي يتم قيد أوراقها المالية بالبورصات من الممكن أن يؤدي إلى تفعيل الآليات المحاسبية اللازمة لتحقيق تلك المتطلبات.

ب- تم تلخيص أهم الآليات المحاسبية اللازمة للوفاء بمتطلبات الحوكمة في الآتي:

1- آليات المعايير المحاسبية.

2- آليات قياس الجودة.

3- آليات الرقابة على إنتاج المعلومات.

ج- المبادئ والآليات دائمة التطور بطبيعتها في ضوء التغير في الظروف البيئية المحيطة، وبالتالي يجب تطبيقها بما يتناسب مع البيئة الخاصة بكل دولة.

الفصل الرابع

الدراسة

الإحصائية واختبار

الفرضيات

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات:

بعد أن تناولنا في الفصول السابقة الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات، وفعالية سوق الأوراق المالية، وتطرقنا إلى دور الحوكمة في فعالية سوق الأوراق المالية، سوف نتناول في هذا الفصل دراسة أثر تطبيق لائحة حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الجزائر، من خلال عرض خصائص عينة الدراسة، وتحليل النتائج، واختبار الفرضيات بالطرق الإحصائية المحددة في منهجية البحث، واستخدام برنامج (SPSS) لإجراء التحليل الإحصائي للبيانات المجمعة من الاستبيانات التي تم توزيعها على أفراد عينة الدراسة، وقد تم توزيع (60) استبانة على الأشخاص المكلفين بممارسة حوكمة الشركات (أعضاء مجلس الإدارة، مدقق داخلي وخارجي، مدير مالي، ومدير إدارة المخاطر) وبلغ عدد الاستبيانات محل الدراسة (48) استبانة، حيث تم استخدام الإحصاء الوصفي لعرض إجابات عينة الدراسة عن فقرات الاستبانة باستخدام التكرارات، والنسب المئوية، والوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والتحليل العاملي، وتحليل (ANOVA) كما تم استخدام اختبار (One-Sample T-Test) لاختبار فرضيات الدراسة.

المبحث الأول: التعريف بمجتمع الدراسة:

من خلال هذا البحث سيتم التعريف بالمجتمع الذي أجرينا فيه الدراسة، باعطاء لمحة تاريخية عن نشأته وتطوره، و لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

المطلب الاول: نشأة بورصة الجزائر

يدخل انشاء بورصة الأوراق المالية في اطار الاصلاحات الاقتصادية التي اعلن عنها في سنة 1987 و بدا تطبيقها سنة 1988 حيث صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة، كما أن رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي و الذي يمثل حق الملكية قسم لعدد الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة و بذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم (S.P.A.) تسير حسب أحكام

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 و نظام هذه الشركات لا يمكن تصوره دون انشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

و مرت نشأة بورصة الجزائر بعدة مراحل:

• المرحلة الأولى: (1990 - 1992):

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة اجراءات بعد أن حصلت معظم تامؤسسات الحكومية على استقلاليتها و كذلك انشاء صناديق المساهمة. من جملة هذه الاجراءات انشاء شركة القيم المنقولة (S.V.M.) و مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة. لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية.

أما رأسمالها بلغ (320000 دينار) و يديرها مجالس ادارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

• المرحلة الثانية (1992 حتى الآن):

مرت بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي و الدور غير الواضح الذي تلعبه.

و في أفريل عام 1992 رفع رأسمال الشركة إلى (932000 دينار) كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة الأوراق المالية (B.N.M.).

* حاليا تتميز بورصة الجزائر بوجود حق قانوني ينظمها و أصبح كل شيء جاهز، فالبورصة لها مكان مادي في قصر المعارض و هناك لجنة تسيورها.

غير أن هناك عقبات اعترضت انشاء هذه البورصة و القيام باعمالها بطريقة فعالة هذه العمليات هي:

1. العقبات القانونية: إن غالبية الشركات الهامة هي شركات عمومية أي ملك للدولة، أسهمها لا يمكن

أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة و بالتالي فإن انتقال ملكية الأسهم من صندوق إلى آخر و بطريقة ادارية .

كذلك أهمية البورصة لا تظهر جلية إلا إذا كان الأفراد بإمكانهم الحصول على جزء من الأسهم و هذا يفترض خصوصية الشركات.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

2. العقبات الاقتصادية: إن غالبية الشركات ملك للدولة و معظمها خاسرة و هذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه الشركات ، كما أن هناك مؤشرات لا لا تشجع الأفراد على استثمار مدخراتهم في شراء هذه الأسهم، مثلا معدل التضخم المرتفع، معدلات الفائدة حاليا نصف الكتلة النقدية يذهب إلى السوق الموازية بدلا من الاستثمار في المجالات الأخرى.
3. العقبات التنظيمية : يتعلق الامر أساسا بغياب هيكل خاصة لهذا السوق ذو القيم المنقولة مثل هيئة مراقبة عقود الصفقات في البورصة وايض مؤسسات الوساطة في البورصة هذه المؤسسات كانت مسطرة في القانون التريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23/05/1993 .
4. العقبات الثقافية : زيادة على العراقيل المذكورة سابقا هذه البورصة تواجه عراقيل ثقافية غير منتجة للنمو السريع ومعظم المسيرين والمسؤولين لا يملكون ثقافة تسييرية زيادة على ذلك غياب المعلومات اللازمة لدى المستثمرين .

المطلب الثاني: الخطوات الأولى لبورصة الجزائر :

- ظهرت التشريعات المنظمة للأنشطة بورصة الجزائر في أوائل التسعينات وذلك في إطار الإصلاحات الإقتصادية والمالية التي شرعت الحكومة في تنفيذها ابتداءا من 1988 وقد تم تأسيس البورصة في ديسمبر 1990 تحت إسم شركة القيم المنقولة وهي شركة ذات أسهم وهذا دون التصريح بكلمة بولارصة لأن في تل الفترة لم يكن أي نص قانوني ينظم نشاط البورصة كما أن القوانين الأساسية لهذه الشركة نصت بأن هدفها الرئيسي يتمثل في وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضت على القيم المنقولة في أفضل الشروط .
- بتاريخ 28 ماي 1991 تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية وهي:
- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة .
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بتحديد أنواع وأشكال القيم لمنقولة وكذا ظروف إصدارها من طرف مؤسسات رؤوس الأموال.
- لمرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة .

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

إن أولى العمليات التي شهدتها البورصة قبل البدء في مهامها رسميا هي تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25-04-1993 الممثل للقانون التجاري . حيث حددت مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكما صدرت عدة قوانين متعلقة ببورصة القيم المنقولة والتعرف بهذه البورصة منها .

-المرسوم التشريعي : رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة
-المرسومين التنفيذيين رقم 94-175 ورقم 94-176 الصادرين في 31-06-1994 والمكملين والمعدلين
للمرسوم التشريعي رقم 93-10.

-المرسوم التنفيذي رقم 96-106 الصادر في 11-03-1996 والمعلق بموافقة وزير المالية على لوائح لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

حيث إختارت ثلاثة شركات عمومية لإدراجها في البورصة وهي مؤسسة: رياض سطيف، مجمع صيدال، وفندق الأوراسي، وإستمرت عملية التحضير وتقييم الشركات وإنتهت بإصدار الأوراق المالية لهذه الشركات وطرحها في السوق .

كما كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999 حيث تم تسعير أسهم رياض سطيف بعدها تم تسعير

أسهم صيدال أما أسهم فندق الأوراسي فتم تسعيرها في 14-02-2000 أما بالنسبة لسندات شركة

سوناطراك قد تم تسعيرها في 18-10-1999 و كانت سونا طراك قد طرحت من قبل قرضا سنديا و ذلك في بداية سنة 1998 بفائدة 13 وقد ظل السند متداول داخل القطاع المصرفي حتى شهر أكتوبر 1999 ، و كان قيام سونطراك بإصدار أول قرض سندي على مستوى بورصة الجزائر ودخولها السوق المالية لأسباب بيداغوجية من أجل إعطاء دفع قوي للبورصة عند إنطلاقها، وكان الغرض من هذا القرض السندي مايلي:

- زيادة نشاط السوق رؤوس الأموال.

- فتح الطريق أمام الشركات العامة والخاصة.

- توفير المعلومات اللازمة للجمهور ومعرفة رد فعله .

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

وبعد إفتتاح بورصة الجزائر والترحيب الذي قوبلت به سواء من الأوساط الإقتصادية الوطنية أو الأجنبية إعتبرت وسيلة لدعم النظام المالي الجزائري عامل من شأنه أن يخلق ديناميكية جديدة في الإستثمار مع مرور الوقت بدأ تخوف المحللين الإقتصاديين و الأطراف الفاعلة في البورصة يزيد من جمودها .

حيث مضت أزيد من عشرات السنوات على بورصة الجزائر بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 03/04 الصادر بتاريخ 17-02-2003 ولا تزال في حالة الجمود التي لم تكن مفاجئة بالنسبة للعديد من خبراء الإقتصاد والشؤون المالية الذين حكموا مسبقا بفشل هذه المؤسسات البنكية العمومية الخمسة، البنك الوطني الجزائري. بنك الفلاحة والتنمية الريفية .بنك الجزائر الخارجي .القرض الشعبي الجزائري .صندوق التوفير والإحتياط .

ومع الشلل الذي يميز الإقتصاد الوطني الفقير إلى المؤسسات عمومية وخاصة القوية، إقتصرت عملية المشاركة على كل من فندق الأوراسي ومؤسسة رياض سطيف ومجمع صيدال بإعتبارها من أقوى المؤسسات العمومية لتفتح الواحدة منها تلوى الأخرى بدءا من سنة 1994 رأس مالها الإجماعي للجمهور حيث تم بيع لهذا الأخير على الأقل 20% من الأسهم كشرط أساسي وضعته مؤسسة تسيير بورصة القيم المنقولة كمرحلة أولى، ليستفيق بعد ذلك المساهمين على معطيات لم تكون متوقعة وهي تلك التي تتعلق بنسبة الفوائد التي لم تتجاوز في أحسن الأحوال 5 % للسهم الواحد خلال السنة .

بسبب ثقل نظام التسيير الممركز للمؤسسات المالية الجزائرية وإنغلاقها على المحيط الخارجي وإنعدام استثمارات حقيقية سيما لدى المؤسسات المساهمة في البورصة فقد تحولت هذه الأخيرة إلى هيكل بدون روح في السنوات الأخيرة التي دخلت فيها البورصة مرحلة ترسيم العجز بإعتراف المؤسسات المساهمة وكل من مؤسسة تسيير بورصة القيم ولجنة مراقبة عمليات البورصة التي حاولت من خلال اليومين الإعلاميين

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المنعقدين يومي 29-30 ديسمبر 2004⁽¹⁾ تنبيه السلطات العمومية بالمخاطر المحدقة ببورصة الجزائر وذلك من خلال البحث عن مؤسسات حرة تعطيها نفسا جديدا على الأقل لخلق حركية تفاوضية في الحصة الاسبوعية الوحيدة لها التي تفتح اشغالها صباح كل يوم إثنين وتنتهي بنشرة رسمية خالية من أية عملية شراء أو بيع للأسهم رغم انخفاض سعر البيع إلى مستويات أقل من السعر الإفتتاحي.

المطلب الثالث: لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها:

1. تشكيلها وسيرها:⁽²⁾

تنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بموجب المادة 20، وتتكون من رئيس يعين بموجب مرسوم رئاسي ، وستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة تدوم أربعة سنوات، تحدد شروط تعيينهم وانتهاء مهامهم و وضعهم القانوني عن طريق التنظيم، كما يعين أعضاء اللجنة حسب الشروط المحددة للتنظيم و تبعا للتوزيع التالي:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضوان يختاران على أساس الخبرة المكتسبة في المجال المالي أو المصرفي أو البورصة.

2. المهام و الاصلاحيات:

- تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على :
- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
 - السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

¹ - هذا المقال بتاريخ 2004/10/02.

²-<http://www.sgbv.dz/ar/?p152> (28/11/2013).

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، حُوت هذه اللجنة بالسلطات التالية:

-السلطة التنظيمية؛

-سلطة الإشراف والمراقبة؛

-السلطة التأديبية والتحكيمية.

2-1 - السلطة التنظيمية:

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء

العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.

- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.

- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند.

-القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات.

-تسيير محفظة القيم المنقولة .

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

2-2 - سلطة المراقبة والإشراف:

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛

- قيام الشركات باللجوء للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها

- السير الحسن للسوق.

2 - 3- الوظيفة التأديبية و التحكيمية:

تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين

(02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.

وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكب الوسيط في

عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح

التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:

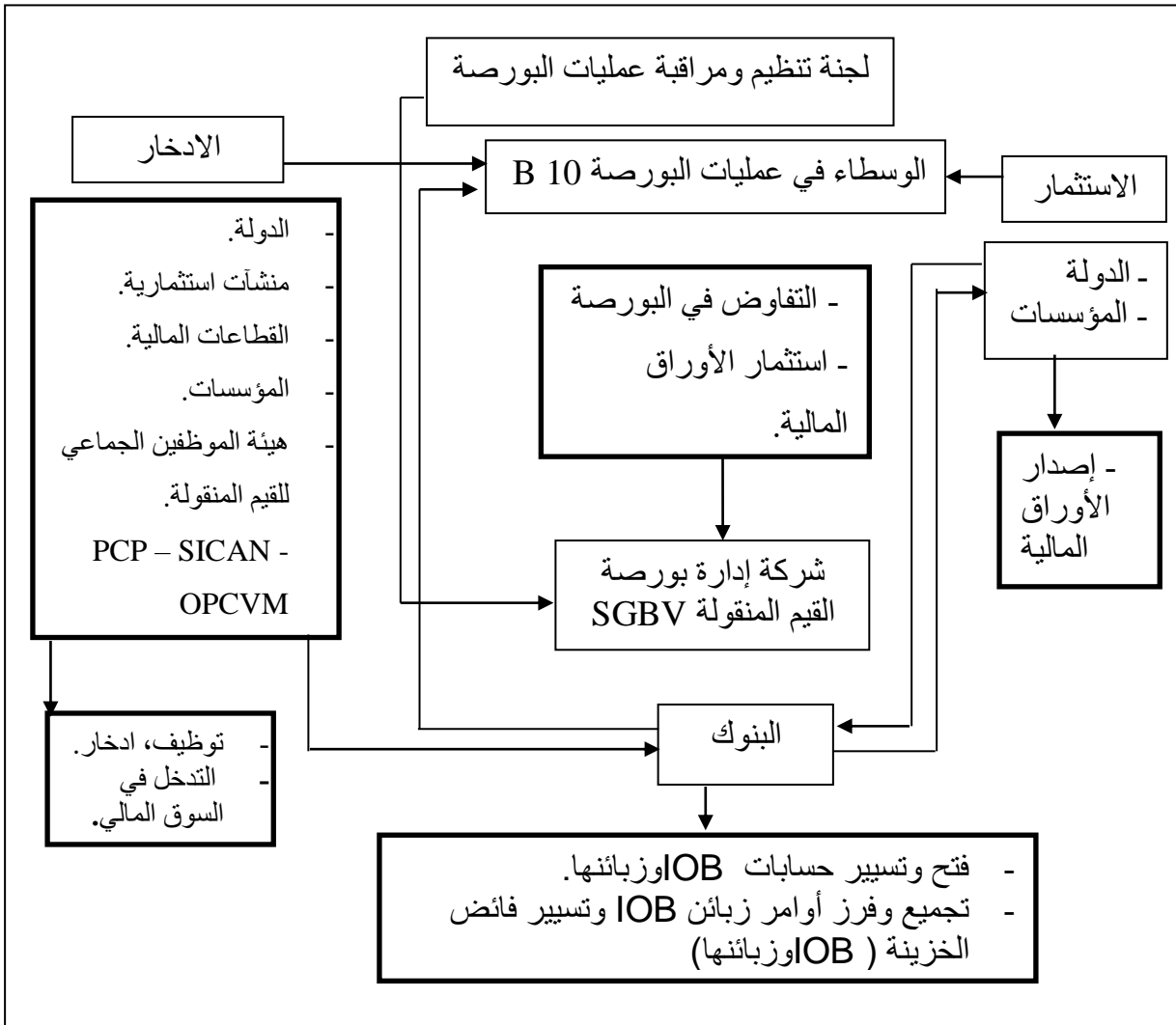
- الوسيط في عمليات البورصة

- الوسيط في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)

- الوسيط في عمليات البورصة وزيائتهم

- الوسيط في عمليات البورصة والجهات المصدرة

الشكل رقم (20) يبين عمل البورصة في الجزائر



المصدر: Mediabank – editée par la banque extérieure d'alger

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المبحث الثاني: منهج البحث وطرق جمع البيانات وتحليلها:

المطلب الأول: عينة ومجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من عمال الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة وعددها (5) شركات، وقد تم توزيع الاستبانة على الأشخاص المكلفين بتطبيق وممارسة حوكمة الشركات (أعضاء مجلس الإدارة، المدقق الداخلي، المدقق الخارجي، المدير المالي، مستشار مالي).

ويوضح الجدول التالي أسماء الشركات وعدد الاستبانات المستردة من كل شركة

الجدول رقم (01) أسماء الشركات وعدد الاستبانات المستردة من كل شركة عينة الدراسة

الشركة	الاستبانات المستردة
بيوفارم	9
مجمع صيدال	12
م.ت.ف. الأوراسي	10
اليانس للتأمينات	9
ان.سي.أ. رويبة	8
المجموع	48

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

المطلب الثاني: منهجية الدراسة و أسلوب جمع بيانات الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي والذي يعرف بأنه أسلوب من أساليب التحليل ويرتكز على معلومات كافية ودقيقة عن ظاهرة أو موضوع محدد في البحث حيث تتناول أحداث وظواهر وممارسات موجودة متاحة للدراسة والقياس، كما هي دون تدخل في مجرياتها والتفاعل معها، بغرض التعرف على مدى تأثير قواعد لائحة حوكمة الشركات على كفاءة بورصة الجزائر.

وقد اعتمد في ذلك على المصادر الثانوية التي تمثلت في المراجع، والدراسات السابقة، والمؤتمرات،

ودوريات، والتقارير السنوية، وعلى المصادر الأولية حيث تم تصميم استبانته بأسئلة سهلة، وواضحة،

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

ومتسلسلة منطقياً، ولا تحتاج إلى وقت طويل للإجابة عنها، كما تم اعتماد وحدة القياس ليكرت (Likart) ذي الخمس نقاط⁽¹⁾، وطلب من المشاركين في الإجابة أن يبدو رأيهم كما يلي: موافق بشدة، موافق، محايد، غير موافق، غير موافق بشدة.

ولجمع البيانات اللازمة للإجابة عن تساؤلات البحث، تم استخدام الاستبانة البريدية، وفي هذه الطريقة تم إرسال الاستبانات إلى المبحوثين عن طريق البريد على عناوينهم، وتتميز هذه الطريقة بإمكانية تغطية مساحة كبيرة في البحث، غير أن من أهم عيوبها أن معدل الردود يكون منخفض مما يؤدي إلى صعوبة تمثيل العينة المختارة للمجتمع، وتم اتخاذ العديد من الإجراءات التي تشمل: توزيع الاستبانة عن طريق وسيط على الشركات المدرجة في البورصة، مراسلة العاملين والقائمين على إدارة الشركات بالبريد الإلكتروني، وضمان سرية المعلومات من خلال خلو الاستبانة من اسم المجيب في قسم المعلومات الوصفية.

المطلب الثالث: أدوات الدراسة الميدانية:

تتناول الدراسة الميدانية الأسئلة التي تم طرحها خلال العرض النظري لمشكلة البحث، حيث تم تصميم استبانة، وإجراء مسح إحصائي لأراء العينة المستهدفة، وذلك بتوزيع (60)، بلغت الردود (53) استبانة، وبعد الفحص تم استبعاد 5 استبانات لعدم اكتمال الإجابات المطلوبة، ليكون عدد الاستبانات محل الدراسة (48) استبانة أي بنسبة 75% و هي نسبة جيدة من أجل إجراء التحليل الإحصائي، و تكونت الاستبانة من ستة محاور رئيسية ضم كل محور مجموع من الأسئلة التي تغطي محاور لائحة حوكمة الشركات، ولتصميم الاستبانة تم تقسيمها إلى قسمين كما يلي:

القسم الأول: ويضم البيانات الوصفية للعينة مثل الجنس، العمر، المؤهل العلمي وسنوات الخبرة والمنصب الوظيفي.

¹ فهمي بهاء الدين شامل محمد/2005، "الإحصاء بلا معاناة، المفاهيم مع التطبيقات باستخدام برنامج SPSS" منشورات معهد الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص38.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

القسم الثاني: ويضم مجموعة من الأسئلة تم تصميمها بالاعتماد على الدراسات السابقة⁽¹⁾، كما تم دراسة

لائحة حوكمة الشركات ومقارنتها مع مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون

والتنمية الاقتصادية وتقسيمها وفق تلك المبادئ كما يلي:

- وجود إطار فعال لحوكمة الشركات.

- حقوق المساهمين.

- المعاملة المتساوية للمساهمين.

- دور أصحاب المصالح والأطراف ذوي العلاقة.

- الإفصاح والشفافية.

- مسؤوليات مجلس الإدارة

وبناء على ذلك التقسيم تم بناء ستة محاور لدراسة مدى أثر ممارسة شركات المدرجة في البورصة

للائحة حوكمة الشركات على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية، ويضم كل محور عشرة أسئلة، وتمثلت

المحاور كما يلي:

المحور الأول: يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المحور الثاني: يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على

تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المحور الثالث: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين، على تحسين كفاءة

سوق الأوراق المالية.

المحور الرابع: يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في

حوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

¹- Gilberto E. Arce and Edgar Robles C,2011 "Corporate Governance In Costa Rica" www.ssrn.com

-Dragon Yongjun Tang and Sophie Kong,2008.Unitary Boards and Mutual Fund Governance www.ssrn.com

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المحور الخامس: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات

المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس

الإدارة على إدارة الشركة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الرابع: طريقة الدراسة الإحصائية

أولاً: عرض وتحليل خصائص العينة باستخدام التكرارات والنسب المئوية لتوصيف العينة.

ثانياً: حساب النسب المئوية لتوزيعات البيانات في كل متغير من المتغيرات لمعرفة الاتجاه العام لهذه الآراء

وذلك بعد أن تم استخدام مقياس (Likert ليكرت) مع تحويل الآراء الوصفية إلى صيغ كمية وتم التعبير عن

الإجابات الوصفية بصيغة رقمية كما يلي :

التصنيف	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
الدرجة	1	2	3	4	5

وتم تصنيف الإجابات وفق ثلاث مستويات: عال ومتوسط ومنخفض، وعلى أساس أن درجة المحايد هي

درجة متوسطة من التأثير، وبذلك يكون المدى (من 1 إلى أقل من 3) للوسط الحسابي دالاً على مستوى تأثير

منخفض، و المدى (من 3 و أصغر من 4) للوسط الحسابي دالاً على مستوى تأثير متوسط، والمدى (من

4 إلى 5) للوسط الحسابي دالاً على مستوى تأثير عالٍ، ويبين الجدول التالي مستويات التأثير كما يلي.

جدول رقم (02) مستويات التأثير لتصنيف إجابات العينة

المقياس	الدرجة المعيارية
منخفض	من 1 و أصغر من 3
متوسط	من 3 وأصغر من 4
عال	من 4 إلى 5

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و spss)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

ثالثاً: تمت معالجة البيانات التي تم جمعها من خلال الاستبيانات باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) ،

حيث تم دراسة التوزيع النسبي وحساب المتوسطات، والانحرافات المعيارية، ومن ثم اختبار معنوية قيمة

المتوسطات الحسابية باستخدام اختبار (T-test) لقياس الفروقات المعنوية بين المتوسطات عند درجة دلالة

(Sig) 5% ، ومقارنة مستوى الدلالة القياسية ($\text{sig}=0.05$) مع مستوى الدلالة الحسابي فإذا ما كانت قيمة

مستوى الدلالة الحسابية $\text{sig} < 0.05$ فإننا نرفض فرضية العدم ونتبنى الفرضية البديلة بوجود الفروق

المعنوية والقيمة الثابتة التي اعتمد عليها في المقارنة هي (3) كون المقياس الذي نقيس به هو ليكرت

الخماسي فمتوسط القيم هو (15/5) يساوي 3.

رابعاً: دراسة الأهمية النسبية لكل متغير في كل محور بالاعتماد على نظام ليكرت الخماسي ومن ثم دراسة

أثر كل سؤال من خلال إعطاءه القوة الناتجة من نظام ليكرت.

خامساً: تم اعتماد تحليل (ANOVA) لاختبار الفروق بين البيانات الوصفية للعينة والتي تتضمن (التخصص

العلمي، والتخصص الوظيفي، وعدد سنوات الخبرة) والمحاور الأساسية للدراسة، واعتمد التحليل على وجود

الفرضية الصفرية والتي تفترض عدم وجود اختلاف بدرجة الفرضية المدروسة حسب البيانات الوصفية، وبعد

ذلك نقارن من جدول (ANOVA) مستوى الدلالة الإحصائية (Sig) عند كل فرضية، ونقوم بدراسته، فإن

كانت قيمته عند الفرضية المدروسة أقل من 0.05 نرفض الفرضية الصفرية ونؤكد على وجود اختلاف

بدرجة الفرضية المدروسة حسب البيانات الوصفية، وإن كانت قيمته عند الفرضية المدروسة أكبر من 0.05

نقبل الفرضية الصفرية، وفي حال وجود اختلاف بدرجة الفرضية المدروسة نبعث من جدول (Descriptive)

عن البيانات الوصفية التي تحقق الفرضية المدروسة بنسبة متغيرة.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المبحث الثالث: الدراسة الإحصائية لبيانات الدراسة:

تم تحليل بيانات الدراسة وفقا لمجموعة الأدوات الإحصائية التالية :

- التوزيعات التكرارية لأغراض عرض وتبويب بيانات البحث.
- اختبار مصداقية الاستبانة وقياس مدى الاتساق الداخلي لها باستعمال معامل ألفا كرونباخ.
- استخدام مقياس ليكرت الخماسي لتحويل الآراء الوصفية إلى صيغ كمية.
- اختبار T-Test لمقارنة المتوسط الحسابي لإجابات العينة مع المتوسط الفرضي.
- استخدام تحليل ANOVA لاختبار الفروق بين متوسطات البيانات الوصفية للعينة و قواعد لائحة حوكمة الشركات الجزائرية وفق المحاور الستة.

المطلب الأول: اختبار مصداقية والموثوقية أداة الدراسة وثباتها:

لغرض التأكد من الصدق المنطقي للاستبانة ووضوحها، تم قياس مدى الاتساق الداخلي لأسئلة الاستبانة حيث استخدم معامل ألفا كرونباخ الذي يقيس نسبة تباين الإجابات، ومدى الثبات، والترابط الداخلي لأسئلة الاستبانة، بحيث تكون مع بعضها البعض مجموعة واحدة مما يساعد على مقدرتها في إعطاء نتائج متوافقة لردود المستجيبين تجاه أسئلة الاستبانة، وعادة تتراوح قيمة معامل ألفا كرونباخ (0-1) وكلما اقتربت من الواحد كلما عكس قوة التماسك الداخلي للمقياس.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

ويوضح الجدول رقم (03) معامل الثبات الفاكرونيباخ لمحاور الدراسة

المحاور	معامل الفاكروباخ
المحور الأول: يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.	91.4
المحور الثاني: يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.	92.3
المحور الثالث: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة المساهمين، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.	94.7
المحور الرابع: يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.	60.0
المحور الخامس: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.	79.3
المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ويحدد مسؤولياتهم، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.	97.0
الاستبانة كاملة	92.1

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

وقد وجد أن قيمة معامل ألفا كرونباخ هي (Alpha= 92.1%) وهي نسبة جيدة تدل على الاتساق

الداخلي لأسئلة الاستبانة، وبعد التأكد من صدق وثبات الأداة أصبحت الإستبانة في صورتها النهائية، كما

هي موضحة في الملاحق.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المطلب الثاني: عرض وتحليل خصائص عينة الدراسة:

تم استخدام الإحصاء الوصفي لاستخراج التكرارات والنسب المئوية لوصف عينة الدراسة، حيث تم

تلخيص النتائج في الجداول التالية:

المنصب الوظيفي: جدول رقم (04) توزيع المنصب الوظيفي لعينة الدراسة

الوظيفة الحالية	تكرار	نسبة
عضو في مجلس الإدارة	8	16.7%
مدقق داخلي	7	14.6%
مدقق خارجي	4	8.33%
مدير مالي	13	27.1%
مستشار مالي	16	33.3%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

يتضح في الجدول أن النسبة الكبرى من أفراد عينة الدراسة هم من مستشار بنسبة 33.3% ثم المدير

المالي بنسبة 27.1% ومن ثم أعضاء مجلس الإدارة 16.7% .

المؤهل العلمي: جدول رقم (05) توزيع المؤهل العلمي لعينة الدراسة

المؤهل	تكرار	نسبته
ثانوي	3	6.25%
شهادة الدراسات الجامعية التطبيقية	6	12.5%
ليسانس	11	22.91%
ماستر	17	35.42%
ماجستير	4	8.34%
دكتوراه	2	4.17%
غير ذلك	5	10.41%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

يتضح في الجدول أن 35.42% من أفراد العينة من حملة الماستير، و 22.91% من حملة ليسانس، و 12.5% من حملة الدراسات الجامعية التطبيقية، و 4.17% من حملة دكتوراه، و 10.41% تخصصات أخرى مما يدل على أن النسبة الكبرى من أفراد العينة من حملة شهادة الماستير.

التخصص العلمي: جدول رقم (06) توزيع تخصص عينة الدراسة

التخصص	التكرار	نسبته
إدارة أعمال	15	31.3%
مالية	10	20.8%
محاسبة	12	25.0%
اقتصاد	7	14.6%
أخرى	4	8.3%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

يتضح في الجدول التالي أن 31.3% من أفراد العينة تخصص إدارة أعمال، 25% تخصص محاسبة، 20.8% تخصص مالية، 14.6% تخصص الاقتصاد، 8.3% من التخصصات الأخرى، مما يدل على أن النسبة الكبرى من العينة تخصص إدارة الأعمال.

سنوات الخبرة: جدول رقم (07) توزيع الخبرة العملية لعينة الدراسة

الفئة	التكرار	نسبته
أقل من 5 سنوات	9	18.75%
من 5 سنوات وأقل من 10	24	50.0%
اكثر من 10 سنوات	15	31.25%
المجموع	48	100%

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

يتضح في الجدول التالي أن 18.75% من أفراد العينة تبلغ خبرتهم أقل من 5 سنوات، و 50% تتراوح خبرتهم من 5 سنوات وأقل من 10، و 31.25% خبرتهم اكثر من 10 سنوات.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المطلب الثالث: الدراسة الوصفية لمحاو الدراسة:

أولاً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الأول: يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات،

على تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية:

الجدول رقم (08) إجابات عينة الدراسة بخصوص وجود إطار فعال لحوكمة الشركات

التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	البيان
عالي	0.583	4.50	26 %54.2	20 %41.7	2 %4.2	N %	1 امتلاك الشركة للائحة الحوكمة يعكس رغبتها في إتباع أحدث الممارسات السليمة لتحسين فعالية البورصة
عالي	0.651	4.21	14 %29.2	32 %66.7	2 %4.2	N %	2 تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتناسب مع احتياجات الشركة المختلفة ولا تتعارض مع مصالحها يؤثر على فعالية البورصة
عالي	0.595	4.17	12 %25.0	33 %68.8	2 %4.2	1 %2.1	3 توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية لممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة للإدارة يؤدي إلى رفع فعالية البورصة
عالي	0.751	4.10	14 %29.2	27 %56.3	5 %10.4	2 %4.2	4 اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس الإدارة، المساهمين، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين فعالية البورصة
عالي	0.672	4.38	23 %47.9	20 %41.7	5 %10.4	N %	5 توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في البورصة وتحسين أداءها.
عالي	0.617	4.21	15 %31.3	28 %58.3	5 %10.4	N %	6 تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة المساهمين بجودة البورصة.
عالي	0.722	4.23	18 %37.5	24 %50.0	5 %10.4	1 %2.1	7 وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من الثقة في فعاليتها يؤدي إلى رفع كفاءة البورصة.
عالي	0.610	4.27	17 %35.4	27 %56.3	4 %8.3	N %	8 اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء البورصة
متوسط	0.755	3.94	11 %22.9	24 %50.0	12 %25.0	1 %2.1	9 تتميز الشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأداء أفضل أكثر منها في الشركات غير المطبقة لمبادئ الحوكمة.
متوسط	0.699	3.98	9 %18.8	31 %64.6	6 %12.5	2 %4.2	10 توافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة بورصة الجزائر من حيث الأنظمة والمعايير مع حوكمة الشركات والذي يؤثر على تحسين كفاءة البورصة.
عالي	0.257	4.198					يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين فعالية البورصة

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و SPSS)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الأول يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية، يقع بين 3.94 – 4.50، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و متوسط كما يلي:

1. في متغير امتلاك الشركة للائحة الحوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع الممارسات السليمة لتحسين فعالية بورصة الأوراق المالية، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.50 ومستوى تأثير عالي.
2. في متغير تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتتناسب مع احتياجات الشركة المختلفة ولا تتعارض مع مصالحها يؤثر على رفع كفاءة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 66.7% و بمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.
3. في متغير توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية لممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة لإدارة الشركات يؤدي إلى كفاءة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 68.8% و بمتوسط حسابي 4.17 ومستوى تأثير عالي.
4. في متغير اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس الإدارة، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية. كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.10 ومستوى تأثير عالي.
5. في متغير توزيع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في البورصة وتحسين أداءها كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 47.9% و بمتوسط 4.38 ومستوى تأثير عالي.
6. في متغير تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الوثائق بجودة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط حسابي 4.17 ومستوى تأثير عالي.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

7. في متغير وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الوثائق في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع كفاءة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50% و بمتوسط 4.21 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء البورصة كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.23 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير تمييز وثائق الشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأسعار مرتفعة وأداء أفضل أكثر منها في الشركات غير المطبقة لمبادئ الحوكمة كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50% و بمتوسط حسابي 3.94 ومستوى تأثير متوسط.

10. في متغير تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة بورصة الجزائر من حيث الأنظمة والمعايير مع لائحة حوكمة الشركات والذي يؤثر على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 64.6% و بمتوسط 3.98 ومستوى تأثير متوسط.

وبشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الأول يساوي 4.198 و مستوى تأثير وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية عالي.

ثانياً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الثاني يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (09) إجابات عينة الدراسة بخصوص وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين

التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	البيان
عالي	0.729	4.35	23	20	4	1	N	1 وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة يؤدي إلى زيادة ثقة المساهمين بجودة بورصة الأوراق المالية
			%47.9	%41.7	%8.3	%2.1	%	
عالي	0.692	4.23	17	26	4	1	N	2 يحصل المساهمين على المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة الثقة بجودة كفاءة بورصة الأوراق المالية
			%35.4	%54.2	%8.3	%2.1	%	
متوسط	0.798	3.96	12	24	10	2	N	3 حصول المساهمين على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقتهم بجودة كفاءة البورصة
			%25.0	%50.0	20.8	%4.2	%	
متوسط	1.010	3.71	11	19	12	5	1 N	4 الحق للمساهمين في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقتهم بالشركة على تحسين أدائها.
			%22.9	%39.6	25.0	%10.4	%2.1	%
متوسط	0.976	3.94	14	23	6	4	1 N	5 الحق للمساهمين في المشاركة في القرارات التي تتعلق بالشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية
			%29.2	%47.9	12.5	%8.3	%2.1	%
عالي	0.909	4.06	17	20	9	1	1 N	6 تزويد المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات التي تتخذها الشركة لتحسين فعالية بورصة الأوراق المالية.
			%35.4	%41.7	18.8	%2.1	%2.1	%
متوسط	0.967	3.96	14	23	8	1	2 N	7 يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات والأسئلة فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس فعالية بورصة الأوراق المالية
			%29.2	%47.9	16.7	%2.1	%4.2	%
عالي	0.743	4.04	13	25	9	1	N	8 قدرة المساهمين للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة في بورصة الأوراق المالية.
			%27.1	%52.1	18.8	%2.1	%	%
متوسط	0.957	3.75	9	25	8	5	1	9 تمكن المساهمين من التصويت يزيد من ثقتهم بالشركة والتطبيق الفعال للحوكمة في البورصة.
			%18.8	%52.1	16.7	%10.4	%2.1	%
متوسط	0.846	3.92	11	26	7	4	N	1 وجود الحق للمساهمين، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للشركة يؤثر على تحسين فعالية البورصة
			%22.9	%54.2	14.6	%8.3	%	%
متوسط	0.491	3.99						يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين وتسهيل ممارستهم على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و SPSS)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الثاني يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق

المساهمين، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية يقع بين 4.35 - 3.71، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و متوسط كما يلي:

1. في متغير وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بجودة بورصة الأوراق المالية ، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 47.9 % و بمتوسط حسابي 4.35 ومستوى تأثير عالي.
2. في متغير يحصل المساهمين على المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة الثقة بجودة كفاءة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.23 ومستوى تأثير عالي.
3. في متغير حصول المساهمين على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بجودة كفاءة البورصة كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 50 % و بمتوسط حسابي 3.96 ومستوى تأثير متوسط.
4. في متغير الحق للمساهمين في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقتهم بالشركة على تحسين أدائها المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 39.6% و بمتوسط حسابي 3.71 ومستوى تأثير متوسط.
5. في متغير الحق للمساهمين في المشاركة في القرارات التي تتعلق بالشركة مثل (الرسوم، العمولات، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 47.9 % و بمتوسط 3.94 ومستوى تأثير متوسط.
6. في متغير تزويد المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات التي تتخذها الشركة لتحسين فعالية بورصة الأوراق المالية. كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 41.7 % و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.
7. في متغير يجب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات والأسئلة فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس فعالية بورصة الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 47.9% و بمتوسط 3.96 ومستوى تأثير متوسط.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

8. تمكّن المساهمين من التصويت يزيد من ثقتهم بالشركة والتطبيق الفعّال للحوكمة في البورصة، كانت

النسبة الأعلى موافق وبنسبة 52.1% و بمتوسط حسابي 4.04 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير تمكّن المساهمين من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة

حملة الوثائق بالشركة و التطبيق الفعّال للحوكمة في البورصة كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 52.1% و

بمتوسط حسابي 3.75 ومستوى تأثير متوسط.

10. في متغير وجود الحق للمساهمين، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للشركة يؤثر على تحسين فعالية

البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط 3.92 ومستوى تأثير متوسط

و بشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الثاني يساوي 3.99 ومستوى تأثير يؤثر وجود

إطار فعال لحماية حقوق المساهمين، وتسهيل ممارستهم على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية متوسط

ثالثاً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الثالث يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة

المتساوية للمساهمين، على تحسين فعالية بورصة الأوراق المالية كانت كالتالي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (10) إجابات عينة الدراسة بخصوص إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية

التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق		حيادي		غير موافق		البيان
			بشدة				بشدة		
عالي	1.007	4.08	21	15	7	5			1 معاملة كافة المساهمين من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقتهم بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في البورصة.
			%43.8	%31.3	%14.6	%10.4			
متوسط	1.219	3.44	10	18	5	13	2	N	2 حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المساهمين في السوق
			%20.8	%37.5	%10.4	%27.1	%4.2		
عالي	0.592	4.23	15	29	4			N	3 حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بأداء البورصة دون تمييز يعكس الأداء الجيد
			%31.3	%60.4	%8.3				
عالي	0.798	4.21	17	27	2	1	1		4 وجود حماية للمساهمين الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة المساهمين بكفاءة البورصة.
			%35.4	%56.3	%4.2	%2.1	%2.1		
عالي	0.895	4.08	17	21	8	1	1	N	5 إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل المساهمين الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في البورصة
			%35.4	%43.8	%16.7	%2.1	%2.1		
عالي	0.805	4.23	21	18	8	1		N	6 حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة.
			%43.8	%37.5	%16.7	%2.1			
عالي	0.771	4.29	21	22	3	2		N	7 إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر وغير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين كفاءة البورصة
			%43.8	%45.8	%6.3	%4.2			
عالي	0.899	4.00	17	16	13	2		N	8 يوفر النظام القانوني للشركة آليات للمساهمين الأقلية لرفع دعاوى قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة
			%35.4	%33.3	%27.1	%4.2			
متوسط	0.956	3.98	16	19	10	2	1	N	9 نماثل حقوق التصويت لنفس الفئة من المساهمين. يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة.
			%33.3	%39.6	%20.8	%4.2	%2.1		
متوسط	0.898	3.96	15	19	11	3		N	10 قيام المساهمين في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد للبورصة
			%31.3	%39.6	%22.9	%6.3			
عالي	0.349	4.05							يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية المساهمين، على تحسين كفاءة البورصة

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الثالث يؤثر إيجاباً على تعليمات الحوكمة فيما

يخص المعاملة المتساوية للمساهمين الشركات، على تحسين كفاءة البورصة يقع بين 4.29 - 3.44،

ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و متوسط كما يلي:

1. في متغير معاملة كافة المساهمين من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة

الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار الحوكمة في البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 43.9 %

وبمتوسط حسابي 4.08 ومستوى تأثير عالي.

2. في متغير حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام

بعملية الشراء يؤثر على قراراتهم بشراء الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 37.5% و بمتوسط

حسابي 3.44 ومستوى تأثير متوسط.

3. حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بأداء البورصة دون تمييز يعكس الأداء الجيد كان

النسبة الأعلى موافق وبنسبة 60.4 % و بمتوسط حسابي 3.23 ومستوى تأثير عالي.

4. في متغير وجود حماية للمساهمين الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب

الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة الثقة بأداء البورصة كانت النسبة الأعلى موافق

و بنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.

5. في متغير إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل المساهمين الأجانب أو عبر الحدود

يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة في البورصة كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 43.8 % و

بمتوسط 4.08 ومستوى تأثير عالي.

6. في متغير حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد

لأداء البورصة كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 37.8 % و بمتوسط حسابي 4.23 ومستوى تأثير عالي.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

7. في متغير إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها

تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نياحة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين كفاءة

البورصة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 45.08% و بمتوسط 4.29 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير يوفر النظام القانوني للشركة آليات للمساهمين الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة

بتعويضات, إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين كفاءة

البورصة كانت النسبة الأعلى موافق بشدة ونسبة 35.4% و بمتوسط حسابي 4.00 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير تماثل حقوق التصويت لنفس الفئة من المساهمين، يزيد من ثقة حملة الوثائق بفعالية تطبيق

إطار الحوكمة في البورصة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 39.6% و بمتوسط حسابي 3.98 ومستوى

تأثير متوسط.

10. في متغير قيام المساهمين في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب

يعكس الأداء الجيد للبورصة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 39.6% و بمتوسط 3.96 ومستوى تأثير

متوسط.

وبشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الثالث يساوي 4.05 ومستوى تأثير إتباع

تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين، في تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية عالي.

رابعاً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق

أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين فعالية السوق:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (11) إجابات عينة الدراسة بخصوص دور أصحاب المصالح

البيان	غير موافق بشدة	غير موافق	حيادي	موافق	موافق بشدة	Mean	Std. Deviation	التأثير		
									N	%
1 احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة مع الشركة، يؤدي إلى رفع مستوى كفاءة البورصة.	N		2	18	28	4.54	0.582	عالي		
									%	%4.2
2 حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة.	N		1	26	19	4.31	0.657	عالي		
									%	%2.1
3 قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة.	N	5	9	17	13	3.04	1.110	منخفض		
									%	%10.4
4 عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس كفاءة البورصة.	N	4	14	17	9	2.90	1.077	منخفض		
									%	%8.03
5 وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لكفاءة البورصة.	N		3	7	31	3.88	0.733	متوسط		
									%	%6.3
6 إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة	N		1	27	18	4.29	0.651	عالي		
									%	%2.1
7 تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة	N			28	20	4.42	0.498	عالي		
									%	%58.3
8 تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة	N			26	20	4.38	0.570	عالي		
									%	%4.2
9 تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لها.	N		1	6	30	4.06	0.665	عالي		
									%	%2.1
1 تنظيم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء البورصة	N		1	28	16	4.19	0.790	عالي		
									%	%2.1
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة										

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة،

تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة يقع بين 4.54

– 2.90، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي و منخفض كما يلي:

1. في متغير احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة

وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى كفاءة البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 58.3

% وبتوسط حسابي 4.54 ومستوى الأثير عالي.

2. في متغير حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي

للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط

حسابي 4.31 ومستوى تأثير عالي.

3. في متغير قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير

قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة، كانت النسبة الأعلى حيادي وبنسبة 35.4% و

وبمتوسط حسابي 3.04 ومستوى تأثير متوسط.

4. في متغير عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات

غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة الشركة، كانت النسبة الأعلى

حيادي وبنسبة 35.4% و بمتوسط حسابي 2.90 ومستوى تأثير منخفض.

5. في متغير وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد

لأداء البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 64.6% و بمتوسط 3.88 ومستوى تأثير متوسط.

6. في متغير إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة

يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط 4.29 ومستوى

تأثير عالي.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

7. في متغير تدريب العاملين بشكل كافٍ للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 58.3% و بمتوسط 4.42 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.38 ومستوى تأثير عالي.

9. في متغير تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد للشركة، كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 62.5% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.

10. في متغير تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء الشركة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 58.3% و بمتوسط 4.19 ومستوى تأثير متوسط.

وبشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الثالث يساوي 4.0 ومستوى تأثير وجود آليات وأنظمة في الشركة تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة عالي.

خامساً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور الخامس يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، والشفافية الجيدة، على تحسين فعالية سوق الأوراق المالية كالتالي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (12) إجابات عينة الدراسة بخصوص إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم

التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	البيان
عالي	0.765	4.40	26	16	5	1	N	1 الإفصاح عن كافة معلومات الشركة وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة بها يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة
			54.2%	33.3%	10.4%	2.1%	%	
عالي	0.917	4.27	25	14	6	3	N	2 الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية وبشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة والذي يؤثر على تحسن أداءها.
			52.1%	29.2%	12.5%	6.3%	%	
عالي	0.959	4.13	21	16	7	4	N	3 شمول الإفصاح، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء البورصة.
			43.8%	33.3%	14.6%	8.3%	%	
عالي	0.767	4.42	26	18	2	2	N	4 الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للشركة والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء البورصة
			54.2%	37.5%	4.2%	4.2%	%	
عالي	0.808	4.33	25	15	7	1	N	5 وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل المعلومات الاستثمارية وتحدث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة
			52.1%	31.3%	14.6%	2.1%	%	
عالي	0.772	4.15	17	22	8	1	N	6 الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء البورصة.
			35.4%	45.8%	16.7%	2.1%	%	
عالي	0.668	4.35	21	24	2	1	N	7 وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء البورصة
			43.8%	50.0%	4.2%	2.1%	%	
عالي	0.755	4.06	11	32	3	1	N	8 أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة والمساهمين يؤدي إلى تحسين فعالية سوق الأوراق المالية
			22.9%	66.7%	6.3%	2.1%	2.1%	
عالي	0.697	4.06	11	31	4	2	N	9 إفصاح الشركة عن أي تغيرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة البورصة مما يؤدي الى تحسن أداءها.
			22.9%	64.6%	8.3%	4.2%	%	
متوسط	0.960	3.81	11	24	6	7	N	10 التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة
			22.9%	50.0%	12.5%	14.6%	%	
عالي	0.340	4.02						يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء البورصة.

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور الخامس يؤثر إيجاباً على تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين فعالية سوق الأوراق المالية يقع بين 4.42 - 3.81، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي ومتوسط كما يلي:

1. في متغير الإفصاح عن كافة المعلومات يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.40 ومستوى تأثير عالي.
2. الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية وشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة للمحاسبين القانونيين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 52.1% و بمتوسط حسابي 4.27 ومستوى تأثير عالي.
3. في متغير شمول الإفصاح، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين فعالية سوق الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 43.8% و بمتوسط حسابي 4.13 ومستوى تأثير عالي.
4. في متغير الطرح وشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة والتي تساعد في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين فعالية سوق الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.42 ومستوى تأثير عالي.
5. في متغير وجود صفحة الالكترونية يومية للشركة تشمل معلومات يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 52.1% و بمتوسط 4.33 ومستوى تأثير عالي.
6. في متغير الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين فعالية سوق الأوراق المالية كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 45.8% و بمتوسط حسابي 4.15 ومستوى تأثير عالي.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

7. في متغير وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة

البورصة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 50% و بمتوسط 4.35 ومستوى تأثير عالي.

8. في متغير أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة

وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين فعالية سوق الأوراق المالية كانت النسبة

الأعلى موافق ونسبة 66.7% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.

9. إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة كانت النسبة

الأعلى موافق ونسبة 64.6% و بمتوسط حسابي 4.06 ومستوى تأثير عالي.

10. في متغير التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض في الجهات الإعلامية المختلفة

يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة كانت النسبة الأعلى موافق ونسبة 50% و بمتوسط 3.81

ومستوى تأثير متوسط.

و بشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الخامس يساوي 4.02 ومستوى تأثير يؤثر

إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة

والشفافية الجيدة، على تحسين فعالية سوق الأوراق المالية عالي.

سادساً: إجابات العينة بخصوص متغيرات المحور السادس يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة

لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقاً لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الاورق

المالية المالية كالتالي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (13) إجابات عينة الدراسة بخصوص مسؤوليات مجلس الإدارة

التأثير	Std. Deviation	Mean	موافق		حيادي	غير موافق		البيان
			بشدة			بشدة		
عالي	0.771	4.21	17	26	4	1	N	1 تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة مما يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية.
			%35.4	%54.2	%8.3	%2.1	%	
عالي	0.644	4.27	18	25	5		N	2 قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية
			%37.5	%52.1	%10.4		%	
عالي	0.713	4.21	16	28	2	2	N	3 متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية
			%33.3	%58.3	%4.2	%4.2	%	
عالي	0.715	4.00	11	27	9	1	N	4 قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتببات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية .
			%22.9	%56.3	%18.8	%2.1	%	
متوسط	1.051	3.79	15	14	14	4	1	5 إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء الشركات المدرجة في البورصة.
			%31.3	%29.2	%29.2	%8.3	%2.1	%
عالي	0.722	4.10	14	26	7	1	N	6 الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة.
			%29.2	%54.2	%14.6	%2.1	%	
عالي	0.719	4.31	21	22	4	1	N	7 تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في البورصة.
			%43.8	%45.8	%8.3	%2.1	%	
عالي	0.905	4.10	19	18	8	3	N	8 الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء البورصة
			%39.6	%37.5	%16.7	%6.3	%	
عالي	0.744	4.00	11	28	7	2	N	9 وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية .
			%22.9	%58.3	%14.6	%4.2	%	
متوسط	0.758	3.75	9	18	21		N	10 يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس الإدارة
			%18.8	%37.5	%43.8		%	
عالي	0.314	4.08						يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات المحور السادس يؤثر وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات

مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة، على تحسين كفاءة بورصة الأوراق

المالية، يقع بين 4.27 - 3.75، ومستوى التأثير للمتغيرات يقع بين عالي ومتوسط كمايلي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

1. في متغير تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة مما يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الاورق المالية، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% وبمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.
2. في متغير قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، وسياسة المخاطر، وخطط العمل، الأهداف، والإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الاورق المالية، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 52.1% و بمتوسط حسابي 4.27 ومستوى تأثير عالي.
3. في متغير متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعّالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الاورق المالية، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط حسابي 4.21 ومستوى تأثير عالي.
4. في متغير قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الاورق المالية، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 56.3% و بمتوسط حسابي 4.00 ومستوى تأثير عالي.
5. في متغير إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء الشركات المدرجة في البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 31.3% و بمتوسط 3.79 ومستوى تأثير متوسط.
6. في متغير الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 54.2% و بمتوسط حسابي 4.10 ومستوى تأثير عالي.
7. في متغير تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في البورصة، كانت النسبة الأعلى موافق وبنسبة 45.8% و بمتوسط 4.31 ومستوى تأثير عالي.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

8. الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء البورصة، كانت

النسبة الأعلى موافق بشدة وبنسبة 39.6% و بمتوسط حسابي 4.10 ومستوى تأثير عالي.

9. وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية، كانت النسبة

الأعلى موافق وبنسبة 58.3% و بمتوسط حسابي 4.00 ومستوى تأثير عالي.

10. في متغير يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء

أعضاء مجلس إدارة، كانت النسبة الأعلى حيادي وبنسبة 43.8% و بمتوسط 3.75 ومستوى تأثير

متوسط

وبشكل عام فإن المتوسط الحسابي لجميع متغيرات المحور الخامس يساوي 4.08 و مستوى تأثير

وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ويحدد مسؤولياتهم، على تحسين

كفاءة بورصة الأوراق المالية عالي.

المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة :

الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات و تحسين

كفاءة سوق الأوراق المالية.

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات و

تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_0: X \neq 3$

فرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات و

تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_1: X=3$

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (14) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الأول

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين فعالية البورصة	48	4.198	.25767	.03719

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

الجدول رقم (15) نتائج اختبار T-test للفرضية الأولى

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين فعالية البورصة	31.717	47	.000	1.198	1.1048	1.2544

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة

القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط

الإجابات 4.198 بينما القيمة الثابتة 3 عليها مما يجعلنا نتبنى الفرضية البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو

دلالة إحصائية بين وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق المساهمين وتسهيل ممارستهم لتلك

الحقوق و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق المساهمين وتسهيل

ممارستهم لتلك الحقوق و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق المساهمين وتسهيل

ممارستهم لتلك الحقوق و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_1: X = 3$

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (16) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الثاني

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين ،وتسهيل ممارستهم على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية	48	3.9917	.48983	.07070

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

الجدول رقم (17) نتائج اختبار T-test للفرضية الثانية

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين ،وتسهيل ممارستهم على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية	14.026	47	.000	.9917	.8494	1.1339

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة

القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط

الإجابات 3.99 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.48 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف

معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر حماية حقوق المساهمين وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق و تحسين كفاءة

سوق الأوراق المالية.

الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية

للمساهمين وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة

المتساوية للمساهمين وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_0: X \neq 3$

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة

المتساوية للمساهمين وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H1: X=3$

الجدول رقم (18) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية للمتغير الثالث

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين، على تحسين كفاءة البورصة	48	4.0500	.34947	.05044

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

الجدول رقم (19) نتائج اختبار T-test للفرضية الثالثة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين، على تحسين كفاءة البورصة	20.816	47	.000	1.050	.9485	1.1515

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة

القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط

الإجابات 4 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.34 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف

معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين وتحسين

كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق أصحاب المصالح ودورهم

في الإدارة، و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق أصحاب المصالح

ودورهم في الإدارة، و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق أصحاب المصالح

ودورهم في الإدارة، و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية. $H_1: X=3$

الجدول رقم (20) المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية للمتغير الرابع

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة	48	3.9951	.31011	.04476

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الجدول رقم (21) نتائج اختبار T-test للفرضية الرابعة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة	22.232	47	.000	.9951	.9051	1.0852

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة

القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط

الإجابات 3.9 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.31 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف

معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر آليات تعترف بحقوق أصحاب المصالح ودورهم في الإدارة، و تحسين

كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الفرضية الخامسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في

الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين كفاءة سوق الأوراق

المالية.

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في

الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين كفاءة سوق الأوراق

المالية. $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في

الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين كفاءة سوق الأوراق

المالية. $H_1: X=3$

الجدول رقم (22) المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية للمتغير الخامس

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء البورصة.	48	4.2083	.34011	.04909

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الجدول رقم (23) نتائج اختبار T-test للفرضية الخامسة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء البورصة.	24.614	47	.000	1.2083	1.1096	1.3071

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 3.9 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.31 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، وتحسين الكفاءة.

الفرضية السادسة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة، وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

فرضية العدم: لا يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة، وتحسين كفاءة السوق $H_0: X \neq 3$

الفرضية البديلة: يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة، وتحسين كفاءة السوق . $H_1: X=3$

الجدول رقم(24) المتوسطات الحسابية و الانحرافات المعيارية للمتغير السادس

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
يؤثر وجود إطار فعال، ويحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة ، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (25) نتائج اختبار T-test للفرضية السادسة

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
يؤثر وجود إطار فعال، ويحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	23.798	47	.000	1.0792	.9879	1.1704

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

من الجدول السابق نجد أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة وهذا واضح أيضا بمتوسط الإجابات 3.9 بينما القيمة الثابتة 3 وذلك بانحراف معياري 0.31 مما يجعلنا نتبنى البديلة يوجد اختلاف معنوي ذو دلالة إحصائية بين توفر إطار فعال يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة ويضمن الرقابة الفعالة له على إدارة الشركة، و تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الخامس: دراسة الأهمية النسبية لكل متغير في متغيرات كل محور من محاور الدراسة:

أولاً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الأول يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على

تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية كالتالي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (26) الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الأول

النسبة %	المتغير	الرتبة
16.35	امتلاك الشركة للائحة الحوكمة يعكس رغبتها في إتباع أحدث الممارسات السليمة لتحسين فعالية البورصة	1
14.46	توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في البورصة وتحسين أداءها.	2
11.32	وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من الثقة في فعاليتها يؤدي إلى رفع كفاءة البورصة	3
10.69	اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء البورصة	4
9.43	تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية ويغطي المصلحة العامة الأساسية، يزيد ثقة حملة الاسهم بجودة البورصة.	5
8.80	تميز لائحة الحوكمة بالمرونة الكافية لتتناسب مع احتياجات الشركة المختلفة ولا تتعارض مع مصالحها يؤثر على فعالية البورصة	6
8.80	اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس الإدارة، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين فعالية البورصة	7
7.54	توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية لممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين الناظمة للإدارة يؤدي إلى رفع فعالية البورصة	8
6.92	تتميز الأوراق المالية للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأسعار مرتفعة وأداء أفضل أكثر منها في غير المطبقة	9
5.66	تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة بورصة الجزائر من حيث الأنظمة والمعايير مع مبادئ حوكمة الشركات والذي يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية (بورصة الجزائر).	10

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم أثر للمتغير المتعلق بالمحور الأول هو احتفاظ الشركة بدليل أو

لائحة حوكمة يعكس رغبة الشركة في إتباع أحدث ممارسات السليمة لتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

ويشكل أهمية بنسبة 16.35 % ثم تأتي الأهمية للمتغير توزع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق

القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في البورصة وتحسين أداءها بنسبة

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

تصل إلى 14.46 %، بينما الأقل أهمية تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة بورصة الجزائر من حيث الأنظمة والمعايير مع مبادئ حوكمة الشركات والذي يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية (بورصة الجزائر). بنسبة تصل إلى 5.66%.

ثانياً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثاني: يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية كالتالي:

الجدول رقم (27) الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثاني

النسبة %	المتغير	الرتبة
16.31	وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة يؤدي إلى زيادة ثقة المساهمين بجودة البورصة	1
12.05	يحصل المساهمين على المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة الثقة بجودة كفاءة بورصة الأوراق المالية	2
12.05	تزويد المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات التي تتخذها الشركة لتحسين فعالية بورصة الأوراق المالية.	3
9.92	الحق للمساهمين في المشاركة في القرارات التي تتعلق بالشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية	4
9.92	يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات والأسئلة فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس فعالية بورصة الأوراق المالية	5
9.21	قدرة المساهمين في التصويت يؤدي إلى التطبيق الفعّال للحوكمة في البورصة	6
8.51	حصول المساهمين على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقتهم بجودة كفاءة البورصة	7
7.80	الحق للمساهمين في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقتهم بالشركة على تحسين أدائها.	8
7.80	وجود الحق للمساهمين، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للشركة يؤثر على تحسين فعالية البورصة	9
6.38	تمكّن المساهمين من التصويت يزيد من ثقتهم بالشركة والتطبيق الفعّال للحوكمة في البورصة.	10

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و spss)

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الثاني هو (وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة يؤدي إلى زيادة ثقة المساهمين بجودة بورصة الأوراق المالية)، بنسبة 16.31% ثم تأتي الأهمية للمتغير (يحصل المساهمين على المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة الثقة بجودة كفاءة بورصة الأوراق المالية)، والمتغير (تزويد المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات التي تتخذها الشركة لتحسين فعالية بورصة الأوراق المالية)، بنسبة 12.05% بينما الأقل أهمية (تمكّن المساهمين من التصويت يزيد من ثقتهم بالشركة والتطبيق الفعّال للحوكمة في البورصة)، بنسبة 6.38%.

ثالثاً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثالث يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية للمساهمين، على تحسين كفاءة البورصة كالتالي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (28) الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الثالث

الرتبة	المتغير	النسبة %
1	معاملة كافة المساهمين من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقتهم بالتطبيق الفعّال لإطار الحوكمة في البورصة.	12.35
2	حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة.	12.35
3	إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على تحسين الكفاءة	12.35
4	وجود حماية للمساهمين الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة المساهمين بكفاءة البورصة.	10.00
5	إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل المساهمين الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعّال لإطار الحوكمة في البورصة	10.00
6	يوفر النظام القانوني للشركة آليات للمساهمين الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة	10.00
7	تماثل حقوق التصويت لنفس الفئة من المساهمين، يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة.	9.41
8	حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بأداء البورصة دون تمييز يعكس الأدائها الجيد	8.82
9	قيام المساهمين في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد للبورصة	8.82
10	حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المساهمين في السوق.	5.88

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و spss)

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الثالث هو متغير (معاملة كافة

المساهمين من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقتهم بالتطبيق الفعّال لإطار الحوكمة

في البورصة)، ومتغير (حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

التقييم الجيد لأداء البورصة)، ومتغير (إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى) يؤثر على تحسين كفاءة البورصة. يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية بنسبة 12.35 % ثم تأتي الأهمية للمتغير (وجود حماية للمساهمين الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة المساهمين بكفاءة البورصة)، والمتغير (إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل المساهمين الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعّال لإطار الحوكمة في البورصة)، والمتغير (يوفر النظام القانوني للشركة آليات للمساهمين الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة) بنسبة 10.00 %، بينما الأقل أهمية كان للمتغير (حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المساهمين في السوق)، بنسبة 5.88 %.

رابعاً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الرابع يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة على تحسين كفاءة السوق.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (29) الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الرابع

الرتبة	المتغير	النسبة %
1	احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى أداء كفاءة البورصة.	19.04
2	تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة	13.60
3	تدريب العاملين بشكل كافٍ للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة.	13.60
4	حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة.	12.92
5	إعلام أصحاب المصالح وبشكل كافٍ عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة	12.24
6	تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين أداء البورصة	10.88
7	تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد لها..	7.48
8	وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لكفاءة البورصة.	4.76
9	قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة.	2.72
10	عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس كفاءة البورصة.	2.72

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و spss)

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الثالث (احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى كفاءة البورصة) بنسبة 19.04 % ثم تأتي الأهمية للمتغير (تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة) والمتغير (تدريب العاملين بشكل كافٍ للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية) بنسبة 13.60% بينما الأقل أهمية كان للمتغير (عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة الشركة) والمتغير (قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية) بنسبة 2.72%.

خامساً: نتائج دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الخامس يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح

السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، والشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية كالتالي:

الجدول رقم (30) الأهمية النسبية لمتغيرات المحور الخامس

الرتبة	المتغير	النسبة %
1	الإفصاح عن كافة معلومات الشركة وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة بها يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة	13.40
2	الطرح وشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للشركة والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء البورصة	13.40
3	الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية وشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة والذي يؤثر على تحسن أداءها.	12.88
4	وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل المعلومات الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة	12.88
5	شمول الإفصاح، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين أداء البورصة.	10.82
6	وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين أداء البورصة	10.82
7	الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين أداء البورصة.	8.76
8	أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين فعالية سوق الأوراق المالية	5.67
9	إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة	5.67

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

	الحوكمة البورصة مما يؤدي الى تحسن أداءها.	
10	التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة	5.67

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و SPSS)

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور الخامس (الإفصاح عن كافة معلومات الشركة وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة بها يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة) والمتغير (الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للشركة والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين أداء البورصة) بنسبة 13.40% ثم تأتي الأهمية للمتغير (الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية وبشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة والذي يؤثر على تحسن أداءها) والمتغير (وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل المعلومات الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة) بنسبة 12.88% بينما الأقل أهمية هو للمتغير (التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة) بنسبة 5.67% .

سادساً: دراسة الأهمية النسبية لمتغيرات المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقاً لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية كالتالي:

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الجدول رقم (31) الأهمية النسبية لمتغيرات المحور السادس

الرتبة	المتغير	النسبة %
1	إن تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في البورصة.	13.90
2	الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء البورصة	12.58
3	قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة, سياسة المخاطر, خطط العمل, الأهداف, الإشراف على النفقات, ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية .	11.92
4	تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة مما يؤدي إلى تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية.	11.25
5	متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	10.59
6	إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفاافية يؤثر على تقييم أداء الشركات المدرجة في البورصة.	9.93
7	الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت), صلاحياتها, وإجراءات أعمالها, يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة.	9.27
8	قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات, واختيار كبار مدراء التنفيذيين والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	7.28
9	وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية .	7.28
10	يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأدائه	5.96

المصدر: من إعداد الطالب (اعتماداً على الاستبيان و spss)

من خلال الجدول السابق نجد أن أهم متغير تأثيراً من متغيرات المحور السادس هو (تأكد مجلس الإدارة

من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في

البورصة) بنسبة 13.90 % والمتغير (الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة

الفعالة لأداء البورصة) بنسبة 12.58 % بينما الأقل أهمية هو للمتغير (يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة

بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس الإدارة) بنسبة 5.96 %.

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المبحث الرابع: دراسة الفروق بين البيانات الوصفية للعينة والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:

تم اعتماد تحليل ANOVA لاختبار الفروق بين البيانات الوصفية للعينة والمحاور الأساسية.

المطلب الاول: دراسة الفروق بين التخصص العلمي والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:

الجدول رقم(32) المتوسط و الانحرافات المعيارية بين التخصص العلمي و محاور الدراسة

المحاور	المؤهل العلمي	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error
يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين فعالية البورصة	إدارة أعمال	15	4.2000	.29032	.07496
	مالية	10	4.2800	.23944	.07572
	محاسبة	12	4.0852	.21790	.06290
	اقتصاد	7	4.2000	.22361	.08452
	غير ذلك	4	4.1000	.34641	.17321
	Total	48	4.1796	.25767	.03719
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين، وتسهيل ممارستهم على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية	إدارة أعمال	15	3.8267	.49780	.12853
	مالية	10	3.8600	.68020	.21510
	محاسبة	12	4.1833	.35119	.10138
	اقتصاد	7	4.0857	.40178	.15186
	غير ذلك	4	4.2000	.14142	.07071
	Total	48	3.9917	.48983	.07070
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية المساهمين، على تحسين كفاءة البورصة	إدارة أعمال	15	4.0600	.38508	.09943
	مالية	10	4.1100	.34140	.10796
	محاسبة	12	4.0833	.36390	.10505
	اقتصاد	7	4.0000	.32660	.12344
	غير ذلك	4	3.8500	.31091	.15546
	Total	48	4.0500	.34947	.05044
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة	إدارة أعمال	15	3.9400	.26673	.06887
	مالية	10	4.1367	.31523	.09968
	محاسبة	12	3.9833	.36886	.10648
	اقتصاد	7	3.9000	.34157	.12910
	غير ذلك	4	4.0500	.19149	.09574
	Total	48	3.9951	.31011	.04476
يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في	إدارة أعمال	15	4.2000	.37985	.09808

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء البورصة.	مالية	10	4.0600	.36271	.11470
	محاسبة	12	4.2833	.38337	.11067
	اقتصاد	7	4.2714	.14960	.05654
	غير ذلك	4	4.2750	.22174	.11087
	Total	48	4.2083	.34011	.04909
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الاوراق المالية	إدارة أعمال	15	4.0667	.29921	.07725
	مالية	10	4.0300	.36530	.11552
	محاسبة	12	4.1250	.36213	.10454
	اقتصاد	7	4.0429	.26992	.10202
	غير ذلك	4	4.1750	.26300	.13150
	Total	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الجدول رقم (33) جدول ANOVA للتخصص العلمي و المحاور الستة

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig
يؤثر وجود إطار فعال لحوكمة الشركات على تحسين فعالية البورصة	Between Groups	.242	4	.061	.905	.470
	Within Groups	2.878	43	.067		
	Total	3.121	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية المساهمين، على تحسين كفاءة البورصة	Between Groups	1.258	4	.315	1.350	.267
	Within Groups	10.019	43	.233		
	Total	11.277	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية المساهمين، على تحسين كفاءة البورصة	Between Groups	.228	4	.057	.445	.775
	Within Groups	5.512	43	.128		
	Total	5.740	47			
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة البورصة	Between Groups	.323	4	.081	.827	.515
	Within Groups	4.197	43	.098		
	Total	4.520	47			
يؤثر إتباع معايير الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين أداء البورصة.	Between Groups	.334	4	.084	.704	.593
	Within Groups	5.102	43	.119		
	Total	5.437	47			
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة	Between Groups	.098	4	.024	.231	.919

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Within Groups	4.541	43	.106		
	Total	4.639	47			

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

من خلال التحليل نجد أن معنوية الدلالة sig في كل المحاور هي أكبر من مستوى الدلالة القياسية sig=0.05 مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة معنوية بين المؤهل العلمي والمحاور الستة موضوع الدراسة.

المطلب الثاني: دراسة الفروق بين التخصص الوظيفي والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:
الجدول رقم(34) المتوسط و الانحرافات المعيارية بين التخصص الوظيفي و محاور الدراسة

المحاور	المنصب الوظيفي	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error
الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	عضو مجلس إدارة	8	4.1250	.29641	.10480
	مدقق داخلي	7	4.1317	.20732	.07836
	مدقق خارجي	4	4.3500	.07071	.05000
	مستشار مالي	13	4.2231	.26818	.07438
	مدير مالي	16	4.2313	.22127	.05532
	Total	48	4.1796	.25767	.03719
تسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	عضو مجلس إدارة	8	3.5750	.45277	.16008
	مدقق داخلي	7	3.9143	.34365	.12989
	مدقق خارجي	4	4.2000	.14142	.10000
	مستشار مالي	13	3.9692	.67993	.18858
	مدير مالي	16	4.2500	.19664	.04916
	Total	48	3.9917	.48983	.07070
بؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	عضو مجلس إدارة	8	3.9625	.33354	.11792
	مدقق داخلي	7	3.9714	.32514	.12289
	مدقق خارجي	4	4.0000	.42426	.30000
	مستشار مالي	13	4.2154	.35319	.09796
	مدير مالي	16	4.0375	.34230	.08557
	Total	48	4.0500	.34947	.05044
بؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على	عضو مجلس إدارة	8	3.9458	.32019	.11320
	مدقق داخلي	7	4.0286	.11127	.04206

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	مدقق خارجي	4	3.7500	.07071	.05000
	مستشار مالي	13	3.9846	.45979	.12752
	مدير مالي	16	4.0688	.21515	.05379
	Total	48	3.9951	.31011	.04476
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة الشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	عضو مجلس إدارة	8	4.1375	.37009	.13085
	مدقق داخلي	7	4.2429	.29358	.11096
	مدقق خارجي	4	4.1500	.07071	.05000
	مستشار مالي	13	4.1615	.39484	.10951
	مدير مالي	16	4.3125	.31172	.07793
	Total	48	4.2083	.34011	.04909
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	عضو مجلس إدارة	8	4.0500	.38173	.13496
	مدقق داخلي	7	4.0143	.27343	.10335
	مدقق خارجي	4	4.0000	.14142	.10000
	مستشار مالي	13	4.1000	.37639	.10439
	مدير مالي	16	4.1313	.29148	.07287
	Total	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الجدول رقم (35) جدول ANOVA للتخصص الوظيفي و المحاور الستة

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	.625	5	.125	2.105	.084
	Within Groups	2.495	42	.059		
	Total	3.121	47			
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	2.665	5	.533	2.600	.039
	Within Groups	8.611	42	.205		
	Total	11.277	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	.648	5	.130	1.068	.392
	Within Groups	5.092	42	.121		
	Total	5.740	47			
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح	Between Groups	.312	5	.062	.622	.684
	Within Groups	4.208	42	.100		

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Total	4.520	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	.448	5	.090	.753	.588
	Within Groups	4.989	42	.119		
	Total	5.437	47			
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	.131	5	.026	.245	.940
	Within Groups	4.508	42	.107		
	Total	4.639	47			

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و spss)

من خلال التحليل نجد أن معنوية الدلالة sig في كل المحاور هي أكبر من مستوى الدلالة القياسية

sig=0.05 مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة معنوية بين التخصص الوظيفي والمحاور الستة

موضوع الدراسة.

المطلب الثالث: دراسة الفروق بين سنوات الخبرة والمحاور الأساسية المشكلة للدراسة:

الجدول رقم (36) المتوسط و الانحرافات المعيارية بين سنوات الخبرة و محاور الدراسة

المحاور	سنوات الخبرة	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	أقل من خمس سنوات	9	3.9000	.23664	.09661
	من 5 إلى 10 سنوات	24	4.2000	.25538	.05213
	أكثر من 10 سنوات	15	4.3202	.15861	.04782
	Total	48	4.1796	.25767	.03719
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	أقل من خمس سنوات	9	4.0833	.35449	.14472
	من 5 إلى 10 سنوات	24	3.9000	.49432	.10090
	أكثر من 10 سنوات	15	4.2091	.50091	.15103
	Total	48	3.9917	.48983	.07070
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية كافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	أقل من خمس سنوات	9	3.9500	.43704	.17842
	من 5 إلى 10 سنوات	24	4.0750	.35294	.07204
	أكثر من 10 سنوات	15	4.1364	.35853	.10810
	Total	48	4.0500	.34947	.05044
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق	أقل من خمس سنوات	9	4.1500	.32711	.13354

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

صحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	من 5 إلى 10 سنوات	24	3.9319	.33557	.06850
	أكثر من 10 سنوات	15	4.0727	.21019	.06338
	Total	48	3.9951	.31011	.04476
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	أقل من خمس سنوات	9	4.1500	.27386	.11180
	من 5 إلى 10 سنوات	24	4.0792	.35260	.07198
	أكثر من 10 سنوات	15	4.4909	.21192	.06390
	Total	48	4.2083	.34011	.04909
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	أقل من خمس سنوات	9	3.9667	.41312	.16865
	من 5 إلى 10 سنوات	24	4.0333	.28842	.05887
	أكثر من 10 سنوات	15	4.2182	.28572	.08615
	Total	48	4.0792	.31417	.04535

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

الجدول رقم (37) جدول ANOVA لسنوات الخبرة و المحاور الستة

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig
يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	.742	4	.185	3.351	.018
	Within Groups	2.379	43	.055		
	Total	3.121	47			
يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	1.279	4	.320	1.376	.258
	Within Groups	9.997	43	.232		
	Total	11.277	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق الشركات، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Between Groups	.298	4	.074	.588	.673
	Within Groups	5.442	43	.127		
	Total	5.740	47			
يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، تحسين كفاءة السوق	Between Groups	.379	4	.095	.984	.426
	Within Groups	4.141	43	.096		
	Total	4.520	47			
يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب	Between Groups	1.333	4	.333	3.492	.015
	Within Groups	4.104	43	.095		

الفصل الرابع: الدراسة الإحصائية واختبار الفرضيات

عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية	Total	5.437	47			
يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس إدارة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر طبقا لمتطلبات الحوكمة، على تحسين كفاءة سوق الاوراق المالية	Between Groups	.382	4	.095	.965	.437
	Within Groups	4.257	43	.099		
	Total	4.639	47			

المصدر: من إعداد الطالب (اعتمادا على الاستبيان و SPSS)

من خلال الجدول السابق نجد أن معنوية الدلالة sig في المحور الأول يؤثر (وجود أساس لإطار فعال

لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية)، وفي المحور الخامس (يؤثر إتباع معايير

الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة، والشفافية الجيدة،

على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية)، أقل من مستوى الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يدل على وجود

فروق ذات دلالة معنوية بين سنوات الخبرة وهذه المحاور، بينما المحاور الأخرى مستوى الدلالة الحسابية

sig أكبر من مستوى الدلالة القياسية $sig=0.05$ مما يدل على عدم وجود فروق ذات دلالة معنوية بين

سنوات الخبرة وهذه المحاور.

خلاصة الفصل:

من خلال تحليل الاستبيان نلاحظ اختلاف وجهات النظر بين جميع الأطراف المرتبطة بتطبيق الحوكمة في

الجزائر، وذلك على النحو التالي:

-بالنسبة لفرضيات الدراسة وجدنا من الجداول السابقة أن مستوى الدلالة الإحصائية $\text{sig} = 0.000$ وهي أصغر من مستوى الدلالة القياسية $\text{sig} = 0.05$ مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وتبني الفرضية البديلة.

-بالنسبة لمستوى تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة في السوق فإن إدارة الشركات نفسها ترى أنها تلتزم بتطبيق مبادئ الحوكمة مع انه لم يتم حتى الآن الانتهاء من إعداد ميثاق حوكمة الشركات، كما انه لا يوجد مؤشر للحوكمة يتم من خلاله الحكم على مدى التزام الشركات بالحوكمة.

-بالنسبة للبيئة القانونية التي تحكم عمل السوق نرى يكتنفها الكثير من التصور في الضوابط الداخلية والخارجية، كما أن القوانين والأنظمة تطبق فقط على الشركات الصغيرة، أما الشركات الكبيرة والتي تتحكم بالسوق فلا يتم محاسبتها في ر حالة مخالفة أي من القوانين

الخطاتمة

النتائج والتوصيات

أولاً- النتائج

في ضوء التحليلات النظرية والعملية لهذه الدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. تطبيق حوكمة الشركات يساعد على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال مجموعة القواعد والآليات الأخلاقية والمهنية، والتي تلعب دوراً هاماً في مجال الإصلاح المالي والإداري، وهذا بدوره يزيد من ثقة المستثمرين في التقارير المالية للشركات، ومن ثم زيادة كفاءة البورصة.
2. إن وجود الإطار الفعّال للحوكمة في الشركات التي تُدير بورصة الأوراق المالية والذي يتميز بالمرونة الكافية ليتناسب مع كافة الاحتياجات المختلفة لحملة الاسهم ولا يتعارض مع مصلحة الشركة يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
3. إن وجود إطار فعّال لحماية حقوق حملة الوثائق، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
4. إن إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة حملة الوثائق، يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
5. إن وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
6. إن إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة وصدورها بشفافية ووفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة للمحاسبين القانونيين يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
7. على الرغم من وجود أساس محكم وفعال لقواعد لائحة الحوكمة بورصة الأوراق المالية، إلا أن الأمر ما زال بحاجة إلى المزيد من التطوير والمتابعة لكافة المستجدات المتعلقة بتطبيق قواعد الحوكمة.

8. لا تزال تطبيقات بشأن توفر مقومات المعاملة العادلة لحملة الوثائق تفتقر إلى ثقة المستثمرين في كفاءة سوق الأوراق المالية.
9. أهمية قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، ومراقبة سير تنفيذ هذه الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
10. إن للعاملين دوراً مهماً في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مشاركتهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية في الشركة.
11. إن وجود المدققين الخارجيين المستقلين والمؤهلين الذين يؤدون عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة وحملة الوثائق يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
12. إن وجود إطار فعال، يحدد مسؤوليات مجلس الإدارة وقيامهم بوضع استراتيجيات الشركة، وسياسة المخاطر، وكذلك وجود خطط العمل، والأهداف، والإشراف والرقابة على أداء العاملين، يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
13. إن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، يؤثر على الرقابة الفعالة لأداء وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
14. يلعب مجلس الإدارة الفعال دوراً هاماً في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال التأكد من سلامة النظم المحاسبية وشفافية التقارير المالية ومطابقتها مع المعايير المحاسبية.
15. أهمية ودور ممارسة حملة الوثائق للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال لحوكمة الشركات في بورصة الأوراق المالية.

ثانياً - التوصيات

خلص البحث الى التوصيات الآتية:

1. تفعيل تطبيق قواعد الحوكمة في الشركات، والتي تستهدف التطورات الحديثة في القوانين والإجراءات التي تطبق في أسواق الأوراق المالية، لتحقيق نزاهة المعاملات والترويج لكفاءتها.
2. التوسيع في الإفصاح عن بعض البنود للوفاء بمتطلبات قاعدة الإفصاح من منظور الحوكمة، وذلك من خلال التزام الشركات بالإفصاح عن نتائج تقييم الأداء المالي وتنبؤات الأرباح المستقبلية، نشر القوائم المالية السنوية وتقرير مجلس الإدارة والمراجع الخارجي بالصحف ومواقعها على الإنترنت.
3. العمل على تعزيز تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة في البورصة لما لها دور في تحسين أداءها.
4. العمل على منح صلاحيات ودور أكبر لأصحاب المصالح في ممارسة الدور الرقابي على الإدارة والشركة مما يزيد في الثقة بها.
5. إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث الخاصة بقواعد لائحة الحوكمة والممارسة السليمة لها.
6. تدريب العاملين وتأهيلهم بشكل جيد وتعزيز مشاركتهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية في سوق الأوراق المالية.
7. إنشاء إدارة متخصصة في سوق لأوراق المالية تعنى بحوكمة الشركات على أن تكون من مهامها، مراجعة دورية لمصدري الأوراق المالية حول مدى تطبيقهم لقواعد الحوكمة، إعطاء تصنيف للشركات طبقاً لمدى التزامها بتلك القواعد، إعداد قائمة بالمراجعين المعتمدين من قبل السوق لتختار الشركات من بينهم، وإعداد قاعدة بيانات من خلال شبكة الإنترنت.

مقترحات دراسات مستقبلية

قدمت هذه الدراسة إطار مقترح يتضمن العلاقة بين كفاءة السوق وبين قواعد وآليات حوكمة الشركات، ولقد أيدت هذه الدراسة نتائج بعض الدراسات السابقة، وفي ذات الوقت أضافت بعداً لم تتناوله الدراسات السابقة في هذا المجال.

ويتضح من خلال الدراسة الميدانية والنتائج التي تم التوصل إليها، أن هنالك جوانب لم تتم دراستها بصورة مستفيضة، كما أن هذه الدراسة تقسح المجال لدراسات أخرى مستقبلية في بعض المجالات ذات الصلة، أهمها ما يلي:

- 1- دراسة أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على الأداء المالي الشركات المدرجة في بورصة للأوراق المالية
- 2- دراسة تأثير تطبيق آليات حوكمة الشركات على القيمة الاقتصادية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية.
- 3- دراسة أثر تطبيق حوكمة الشركات على التغير في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية.
- 4- يمكن للدراسات المستقبلية أن تزيد من معرفتنا بمدى تأثير آليات حوكمة الشركات على كفاءة سوق المال إذا أخذت في الاعتبار بعض الآليات التي لم تستطع الدراسة الحالية اختبارها ومنها، أثر مكافآت التنفيذيين، والاندماج كآليات لحوكمة الشركات على كفاءة السوق.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1) المراجع العربية

أولاً: الكتب

- 01- إبراهيم سيد احمد (2010)، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية وغسل الأموال، الإسكندرية، مصر.
- 02- إبراهيم عبد الحميد، (2003) الدور الإشرافي والرقابي للهيئة العامة لسوق المال في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، الهيئة العامة لسوق المال، مصر.
- 03- التميمي فؤاد، أسامة عزمي سلام (2005): الاستثمار بالأوراق المالية، عمان.
- 04- جودة محفوظ أحمد (1998): الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان.
- 05- الحضري حامد العربي (2000): تقييم الاستثمارات، دار الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة.
- 06- حماد طارق عبد العال (1998): التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الإسكندرية.
- 07- حماد طارق عبد العال (2002): دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية
- 08- حماد طارق عبد العال (2005): حوكمة الشركات -المفاهيم، المبادئ، التجارب، الإسكندرية
- 09- حماد طارق عبد العال (2007). إدارة المخاطر أفراد -إدارات -شركات -بنوك" ، الإسكندرية.
- 10- الحناوي محمد صالح (1997): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية.
- 11- الحناوي محمد صالح (1988): تحليل الأسهم والسندات :مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية.
- 12- الحناوي محمد صالح (2000): تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 13- الحناوي محمد صالح الحناوي. جلال ابراهيم العبد (2002): بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية.
- 14- الحناوي محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد (2001): تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية.
- 15- حنفي عبد الغفار (1998): البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.
- 16- حنفي عبد الغفار (2001): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية الإسكندرية.

قائمة المراجع

- 17- حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص(2001): الأسواق المالية والمؤسسات المالية -بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية -شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 18- حيدر فاخر عبد الستار (2002): التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، منهج الاقتصاد الكلي، الرياض.
- 19- خالد وهيب الراوي (2000): الاسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان.
- 20- خربوش حسني علي وعبد المعطي رضا أرشد، محفوظ احمد جودة، (1998): الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان.
- 21- الخضير محسن احمد "حوكمه الشركات" مجموعة النيل العربية، 2005.
- 22- خلف فليح (2006): الاسواق المالية والنقدية، اريد، عالم الكتب الحديثة، الأردن.
- 23- الزبيدي حمزة محمود (2001): الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان.
- 24- الصحن عبد الفتاح ومحمد سمير الصبان (2004) أسس المراجعة- الأسس العلمية والعملية، الإسكندرية.
- 25- سليمان محمد مصطفى (2006): حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري الإسكندرية.
- 26- السيسي صلاح الدين حسن (2003): بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، القاهرة.
- 27- الشحات نظير رياض محمد الشحات (2007) إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة بجامعة المنصورة.
- 28- الشواورة فيصل (2008): الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة 01.
- 29- الشيرازي، عباس مهدي (1990): نظرية المحاسبة. السلاسل للطباعة والنشر، الكويت.
- 30- ضياء مجيد (2003): البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الإسكندرية.
- 31- طارق عبد العظيم احمد (2010) "بورصة الأوراق المالية" القاهرة.
- 32- العثيم أحمد (2006)، حوكمة الشركات العائلية، الخليج الإماراتية.
- 33- عدنان بن حيدر (2007): حوكمة الشركات ودور مجلس الادارة، اتحاد المصارف العربية.
- 34- العرييد عصام (2002): الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظري والتطبيق، دمشق.
- 35- عطا الله وارد خليل ومحمد عبد الفتاح العشماوي (2009)، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية، الطبعة الأولى، القاهرة.

قائمة المراجع

- 36- علي عبد الوهاب نصر، السيد شحاتة (2007) "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الاعمال العربية والدولية المعاصرة " الدار الجامعية، مصر.
- 37- لطفي أمين السيد أحمد (2005): التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية.
- 38- مطر محمد (1999): إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان.
- 39- مطر محمد عطية وليد ناجي الحياي وحكمت احمد الراوي (1996)"نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات الإطار الفكري وتطبيقاته العملية، عمان،
- 40- هندي منير ابراهيم (1994): سلسلة أسواق الأوراق المالية، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود المستقبلية، عمان، الأردن
- 41- هندي منير ابراهيم (1999): اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية
- 42- هندي منير ابراهيم (1999): الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية
- 43- هندي منير ابراهيم هندي (1999): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الإسكندرية،
- 44- هو شيار معروف كاكامولا(2003): الاستثمارات و الأسواق المالية، النشر والتوزيع عمان.
- ثانياً: الدوريات والمقالات العلمية
- 01- البنك الأهلي المصري (2003): أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات- حوكمة الشركات"، النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد 55، القاهرة، ص06.
- 02- أبو العطاء نزمين (2003) حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، مركز المشروعات الدولية.
- 03- بن جمعة فهد محمد (2006) المضاربون سيعطلون تنفيذ إصلاحات حوكمة الشركات، جريدة الاقتصادية السعودية، 27 /7/ 2006
- 04- بن عيشي بشير، فاتح دبله: حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق"، منتدى التمويل الإسلامي:
- <http://islamfin.go-forum.net/montada-f43/topic-t2069.htm> (25/03/2014)
- 05- جاك غلين وبريان بنيتون (1995): أسواق رأس المال وشركات البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، مارس، ص 38

قائمة المراجع

- 06- جون د. سوليفان، (2009) "البوصلة الأخلاقية للشركات. أدوات مكافحة الفساد: قيم ومبادئ الأعمال، وآداب المهنة، وحوكمة الشركات"، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات - الدليل السابع، مؤسسة التمويل الدولية، فيفري، ص 09
- 07- جون د. سوليفان وكاترين ل. كوشتا هلبلينج (2002)، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس، ص 4-5.
- 08- جون د. سوليفان وجين روجرز وكاترين كوشتا هلبلينج (2003) حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون. إصدار مركز المشروعات الدولية، واشنطن، ص 32.
- 09- خليل محمد (2003): "دور المحاسب الإداري في إطار حوكمة الشركات"، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الثاني.
- 10- خليل محمد أحمد إبراهيم: "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية" - دراسة نظرية تطبيقية - قسم المحاسبة، كلية التجارة ببها.
- 11- زين علي أحمد، محمد حسني صبحي (2008): مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، مجلة المال والتجارة، القاهرة، العدد 365 جانفي، 2008
- 12- سامي مجدي محمد (2009)، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وآثارها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم 2، المجلد رقم 46.
- 13- سرمد كوكب الجميل (2006)، معايير الحكم الصالح في بيئات الأعمال، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 37/36، سنة 2006، ص 80.
- 14- سعيد مفيد دوبان، أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، العدد السابع، 1985.
- 15- سليمان محمد مصطفى (2000)، القياس المحاسبي للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الاقتصادي في ضوء محددات النظرية الايجابية - دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، السنة العاشرة، العدد الأول، ص 301.
- 16- فخر محمود عبد الملك، حسين علي العمر ومنصور صباح الفضلي (2003)، أثر حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الأردن المالية على درجة الإفصاح عن البيانات المالية والإدارية - دراسة تحليلية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، العدد الثاني، ص 217-218.

قائمة المراجع

- 17- فهمي بهاء الدين. شامل محمد/2005، "الإحصاء بلا معاناة، المفاهيم مع التطبيقات باستخدام برنامج SPSS» منشورات معهد الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص38.
- 18- فهمي محمود (1993): "تطوير سوق الأوراق المالية في مصر، وسائل وأساليب تنميتها"، معهد التخطيط القومي.
- 19- فوزي سميحة، حوكمة الشركات في مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، - حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، مركز المشروعات الدولية الخاصة، غرفة التجارة الأمريكية.
- 20- فوزي سميحة (2003): تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم 82، افريل، 2003.
- 21- القشي ظاهر ونعيم دهمش (2004): الحاكمية المؤسسية بعد مرور عامين على تحديثها، المجلة العربية للإدارة، الأردن، المجلد 23، العدد 4، ص 03.
- 22- القشي ظاهر (2005) انهيار بعض الشركات العالمية وأثرها في بيئة المحاسبة. المجلة العربية للإدارة، الأردن، المجلد 25، العدد 20، ص 13.
- 23- القشي ظاهر، الخطيب حازم (2006) "الحاكمية المؤسسية وإمكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية" مجلة أريد للبحوث العلمية، المجلد 10، العدد الأول، جامعة أريد، الأردن، ص 22.
- 24- مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) حوكمة الشركات، قائمة طلب المعلومات لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة.
- 25- مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) "حوكمة الشركات، صحيفة تعليمات لحوكمة الشركات المقيدة بالبورصة 2003.
- 26- مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) "حوكمة الشركات، قائمة مراجعة للمشرفين، 2003.
- 27- مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE): تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة (الترجمة العربية)، القاهرة، بدون تاريخ.
- 28- مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE): "دليل حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرين"، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن، 2003.
- 29- مركز المشروعات الدولية الخاصة مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة، 2004.

قائمة المراجع

30- مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) حوكمة الشركات، تعريف استرشادي لعضو مجلس الإدارة المستقل.

31- مطر محمد وعبد الناصر نور (2007) "مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ

الحاكمية المؤسسية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال - مجلة علمية محكمة، المجلد 3، العدد 1، ص 51

32- المعوشي عائشة، وأبو سمرة ندى (2004)، حوكمة الشركات ودورها في تشكيل أسواق رأس المال . مركز المشروعات الدولية

33- شوقي عبد العزيز. بيومي الحفناوي (2002) نموذج مقترح لتقييم مخاطر المراجعة الخارجية للقوائم

المالية بالتركيز على مخاطر الغش، التجارة والتمويل، المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول 343-380 .

ثالثاً: المؤتمرات العلمية

01- بن ثابت علال، بن جاب الله محمد(2006): المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية

ودورهم في التأثير على حوكمة الشركات، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات

والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر 2006 كلية العلوم

الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص 03.

02- بن رجم محمد خميسي (2017): كلمة الجلسة الافتتاحية، في ملتقى الوطني حول الحوكمة في

المؤسسات المالية الجزائرية، واقع وأفاق يومي 28-29 نوفمبر 2017، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير، جامعة محمد شريف مساعديّة- سوق اهراس

03- خليفة، محمد ناجي حسن (2005)، الاشراف والحوكمة في البنوك، المؤتمر العربي الاول حول

التدقيق في إطار حوكمة الشركات، مصر، ص

04- الرحيلي عوض سلامة (2005) "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات" المؤتمر العربي

الأول: التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، منظمة التنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة

05- السعيد هالة (2003) : (كلمة الجلسة الافتتاحية): الحوكمة من المنظور المصرفي، ورشة عمل (2)،

القاهرة، 5 فيفري 2003.

06- سيد طيبي (1989): أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة

التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين، القاهرة 24-26 نوفمبر 1986،

الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع، ص 52.

قائمة المراجع

- 07- شوقي عبد العزيز. بيومي الحفناوى(2005) حوكمة الشركات ودورها في علاج امراض الفكر والتطبيق المحاسبي" المؤتمر العلمي السنوي الخامس -10 - 8 سبتمبر 2005 جامعة الإسكندرية. ص 6.
- 08- الصباغ أحمد عبد المولي (2003)، الإطار العام لرقابة جودة عملية المراجعة، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر. مستقبل مهنة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص 02.
- 09- ناصر مثنى عبد الإله (2005) كفاءة سوق الأوراق المالية، الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/02/2005.
- 10- ناجي مسعود علي (2005) المعلومات المحاسبية واهميتها في السوق الفعال، مداخلة الى ندوة دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية -تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس.2005/11/12، ص3
- 11- محسن حسن يوسف (2007): محددات الحوكمة ومعاييرها، بنك الاستثمار القومي، مصر، جوان 2007، ص3.

رابعاً: الرسائل العلمية

- 01- سحنون جمال الدين، شروط بروز الأسواق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة- لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادي، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008
- 02- الشعلان صالح بن إبراهيم (2009) مدى إمكانية تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي" رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، ص53.
- خامساً: القوانين والأنظمة:

- 01- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 34، المرسوم التشريعي رقم 10/09 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة. المواد 20 إلى 29.
- 02- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34. المرسوم التشريعي رقم 10/93 مؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المواد من 30 إلى 64.

المراجع الأجنبية:

أولاً: الكتب

- 01- Barth, M. E.(1994) , Fair Value Accounting Evidence from Investment Securities and Market Valuation of Bank, The Accounting Review, January

- 02-** Belletene.B(1992): la Bourse, son fonctionnement et son role dans la vie économique, Paris.
- 03-** Bertrand Jacquillat, d/Bruno solnik(1981) :Les Marchés financiers et la gestion de portefeuille, dunod,Paris.
- 04-** Bertrand richard et Dominique miellet, la dynamique du gouvernement d'entreprise, édition d'organisation, paris, 2003.
- 05-** Besley,Scott and Brigham, Eugene(2003):Principles of Finance , London,south western,
- 06-** Brief and Straightforward Guide : *What is Corporate Governance?*
Online:<http://www.wisegeek.com/what-is-corporate-governance.htm>
(12/05/2014).
- 07-** Charkham Jonathan: Keeping better company corporate governance ten years on, second edition, Oxford University Press,
- 08-** Charreaux, G(1996) . Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du management des entreprises", revue Française de Gestion, Nov, déc 1996, n° 111
- 09-** Charreaux Gérard (2002)à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance D'entreprise, Finance Contrôle Stratégie, Vol. 5, N° 3, septembre 2002
- 10-** Choi Frederick d. & meek gary.(2005) international accounting, 5th ed, prentice hall,
- 11-** Chtourou, Jean S. And C. Lucie, Corporate Governance and Earnings Management ,2001
- 12-** Cooper, Kerry and Fraser, Donald.(1986) The Financial Marketplace, second edition, Addison-Wesley Publishing Co,
- 13-** Douglas. R. Emery, John Finerty(1991): Principles of finance with corporat Applications, West publishing company, USA

قائمة المراجع

- 14- Ernest & young, (2005) Corporate governance library, what is Corporate governance, Australia.
- 15- Fabozzi Frank & Modigliani Franco (1992): Capital Markets, prentice–Hall Inc,USA,
- 16- J. Marchal et Lecaillon(1988) :La repartions du revenu national, Ed.M.TH Genin.
- 17- Gabriel, P. A. (1987), Quality Process Management, Prentice–Hall, Inc,N.J
- 18- Grégory Abate – Emmanuel Jaclot – Guillaume Petit–Perrin, Etude du gouvernement d’entreprise aux Etats Unis, au Royaume Uni et en France, Ecole des Mines de Paris, Juin 2000,
- 19- Higgins, Robert, (2001) : Analysis for Financial Management, 6th edition, McGraw – Hill, America
- 20- Hit, a. & others, strategic management: competitiveness globalization, south – western college publishing, 5th ed 2003.
- 21- Huse Morten Boards, (2009):" Governance and value cration"cambridge University Press, on line: www.cambridge.org (26/06/2009).
- 22- Competitiveness in the Middle East and North Africa Region, edited by: S.
- 23- Ivansivich, human resources management, 4th ed. Houghtom Mifflin compang , 1997.
- 24- Jean–Claude, George (1987): Jouez et Gagnez en Bourse, lattes, Paris
- 25- Jensen, M(1992) The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control. the journal of finance, vol, N° 3, July, 1992
- 26- John. Colley, Jacqueline .L. Doyle, Logan .M. George, (2005) : What is corporate governance, MC–Graw–Hill professional, USA.
- 27- Jones, C.P(1999).International: Analysis and Management , New York.John Wiley & Sons Inc

-
- 28- Kambil, Ajit & Others, (2006) The Seven Disciplines for Venturing in China. *Mistsloan – Management Review*, Vol. 47, No. 2
- 29- Leutenegger Marie– Agnes (1989) : *Gestion de portefeuille et théorie des marches financiers*, Paris.
- 30- Luc boyer et Noël Equilb (2003) *théories et applications*, édition d'organisation, pris. Mars 2003.
- 31- Philippe Spieser, (2002) *Théorie des taux d'intérêt*. Canada.
- 32- Rao, Ramesh (1992): *Financial Management – Concept, and Application*, 2nd edition, Macmillan Publishing Company.
- 33- Wheelen, Thomas L. & Hunger, David J (2004) , *Strategic Management & Business Policy Concepts*, Pearson Education Inc
- 34- Yvon Pesqueux (2000): *le gouvernement de l'entreprise comme idéologie*, édition marketing, Paris

ثانياً: الدوريات والمقالات العلمية

- 01- Alamgir, M. (2007): *Corporate Governance – A Risk Perspective*, paper presented to: *Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development*, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, (7/8 May 2007).
- 02- Alchian, A. Demsetz, H (1997) *Production, information costs, and economics organization*. *The American economic review*, Vol 62, N° 5
- 03- Basel, *Basel committee in banking supervision, report to G7 finance ministers & central bank governors on international accounting standards*, April, 2000
- 04- CapsTaff, J (1991) *Accounting Information and Investment Risk perception in The U. K.*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Summer.

-
- 05- Defond, M., et al, Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committee of Boards of Directors. from [http:// www.papers.ssrn.com /paper](http://www.papers.ssrn.com/paper)
- 06- Dragon Yongjun Tang and Sophie Kong.2008." Unitary Boards and Mutual Fund Governance"www.ssrn.com
- 07- Fawzy, S (2003) Assessment of Corporate Governance in Egypt Working Paper N. 82. The Egyptian Center for Economic Studies. April 2003.
- 08- Freeland,C.(2007) Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference the Egyptian Banking Institute, Cairo, (7/8 May 2007).
- 09- Gilberto E. Arce and Edgar Robles C,2011 "Corporate Governance In Costa Rica" www.ssrn.com
- 10- International finance corporate (IFC)(2005) . corporate governance: why corporate governance.
- 11- Iskander, M. and N. Chamlou, (2002): Corporate Governance: A Framework for Implementation, Published in: Globalization and Firm Fawzy, Washington: World Bank.
- 12- Lawrence Mitchell: The Sarbanes–Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance, Villanova Law Review,Vol 48, No 4, <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm> (10/10/2015)
- 13- M.C. Jensen and W H Mekling,(1976)Theory of the Firm: Managerial Behavior, AgencyCosts and Ownership.Journal of Financial Economics, <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>, (08/10/2013)
- 14- Maali qasem(2007), an action plan, corporate governance and social responsibility forum, Jordan, 13 -3-2007.
- 15- Mediabank – editée par la bonque extérieure d'alger N : 01 juin 1998.

-
- 16- Memullen, D. N, Audit Committee Performance: An Investigation of The Consequences Associated with Audit Committees, A Journal of Practice and Theory, Vol. 15, Spring,1996.
- 17- Michael Jensen and Clifford Smith, Stockholder, Manager, And Creditor Interests: Applications Of Agency Theor, Harvard Business School: <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm> (08/10/2015).
- 18- Nicolas Meisel.(2005) . Un autre regard sur la gouvernance d'entreprise», Etude du centre de développement de l'OCDE, revue Problèmes Economiques, n° 2.868, du 02/02/2005.
- 19- Plummer, E, and David, P, Evidence on The Management of Earnings Components, 2000, from <http://www.papers.ssrn.com.fpertaf>
- 20- principles of corporate governance for emerging markets, May 2002: www.oecd.org (15/05/2014).
- 21- Reddy, yrk,(2004) corporate governance, challenges for public enterprises in india, corporate governance journal, vol.4 issue no.9, 2004.
- 22- Shleifer, A; Vishny, RW (1997) A survey of corporate governance », the journal of finance
- 23- sman, S. Hart, O. Takeoverbids,(1998) the free rider problem and the theory of the corporation» Bell journal of economics, 111.
- 24- Stein, Bob,(2004) Effective Governance: Are We There Yet. Currenst, The Magazine for Financial Services Executives, Issue No. 17.
- 25- Truth Economic Consultancy: Corporate Governance, on line: http://www.truth-uae.com/AR_def2.aspx (26/06/2015).
- 26- Zamir iqbal et abbas mirakhor,(2003) stakeholders model of governance in islamic economic system, the fifth international conference on islamic economics and finance: sustainable development and Islamic finance in muslims countries,7-9october2003, kingdom of Bahrain,

قائمة المراجع

27- Zingales, Louigie (1997) Corporate Governance, NBER, Working

(2) المواقع الالكترونية

العنوان	الاسم
www. Oecd. Org	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
www.cipe.org	مركز المشروعات الدولية الخاصة
www.bis.org	بنك التسويات الدولية
www.ssrn.com	أبحاث محكمة
www.aleqt.com	المجلة الاقتصادية الالكترونية
www.hawkama.net/news/dalil.htm	موقع حوكمة الشركات
http://www.sgbv.dz/ar/	بورصة الجزائر
www.cipe-arabia.org/files/html/art0811.ht	
www.tadawul.net/forum/showthreaa.php/t=12	
www.4eqt.com/vb/thread4101.htm	

الملاحق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة باجي مختار - عنابة

BADJI MOKHTAR-ANNABA UNIVERSITY
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR –ANNABA

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تحية واحترام.....

يقوم الباحث بإعداد دراسة كمتطلب تكميلي لنيل شهادة دكتوراه في اقتصاد المعرفة والعولمة بعنوان

دور حوكمة الشركات في فعالية سوق الأوراق المالية

يمثل هذا الاستبيان أحد الجوانب الهامة في البحث، ويهدف إلى دراسة دور حوكمة الشركات في فعالية سوق الأوراق المالية، أرجو التكرم والإجابة على الأسئلة المطروحة وتزويد الباحث بآرائكم القيمة من خلال وضع إشارة (X) على الإجابة التي ترونها ملائمة، كما يأمل الباحث أن تغني إجاباتكم وترفع من المستوى البحث العلمي لهذا البحث.

يرجى العلم أن جميع الأسئلة المطروحة ضمن هذا الاستبيان لأغراض البحث العلمي وأن إجاباتكم ستكون محاطة بالسرية الكاملة والعناية العلمية الفائقة.

شكرا لتعاونكم وحسن استجابتكم....

الباحث:

راهم لخديري

القسم الأول: معلومات العامة

يرجى الإجابة على الأسئلة التي تتضمن معلومات عامة بوضع إشارة (X)

1- الجنس:

ذكر ، انثى

2- العمر:

أقل من 30 سنة ، من 30 إلى 40 سنة ، أكثر من 40 سنة

3- المؤهل العلمي:

ثانوي

شهادة الدراسات الجامعية التطبيقية

ليسانس

ماستر

ماجستير

دكتوراه

غير ذلك, يرجى التحديد

4- التخصص العلمي:

إدارة أعمال

مالية

محاسبة

اقتصاد

غير ذلك يرجى التحديد

5- المنصب الوظيفي:

عضو مجلس إدارة

مدقق داخلي

مدقق خارجي

مستشار مالي

مدير مالي

6- الخبرة العملية:

أقل من 5 سنوات

من 5 سنوات وأقل من 10

أكثر من 10 سنوات

القسم الثاني:

فيما يلي مجموعة من العبارات خاصة بمبادئ الحوكمة، يرجى التكرم باختيار الإجابة المناسبة:

المحور الأول: يؤثر وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
1					امتلاك الشركة لدليل حوكمة يعكس رغبتها في إتباع أحدث الممارسات السليمة لتحسين كفاءة سوق الاورق المالية.
2					تميز لوائح الحوكمة بالمرونة الكافية لتناسب مع احتياجات المختلفة للشركة يؤثر على رفع كفاءة سوق الاورق المالية
3					توافق القواعد والمتطلبات القانونية التنظيمية التي تؤثر على ممارسات الحوكمة مع القواعد والقوانين المنظمة لإدارة سوق الاورق المالية يؤدي إلى رفع كفاءة هذه الأخيرة
4					اتسام متطلبات الحوكمة بالعدالة وعدم التحيز بين مجلس الإدارة، حملة الوثائق، وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.
5					توزيع المسؤوليات الإشرافية والتنفيذية، وتطبيق القوانين بين مختلف الجهات يساعد على التنفيذ الفعال لإطار الحوكمة في سوق الاورق المالية وتحسين كفاءتها.
6					تمتع هيكل الحوكمة بالشفافية يغطي المصلحة العامة، يزيد ثقة حملة الاسهم بجودة أداء سوق الاورق المالية.
7					وجود لجان ضمن مجلس الإدارة لمتابعة وقياس كفاءة تطبيق إدارة الشركة لمبادئ الحوكمة يزيد من ثقة حملة الاسهم في فعالية إطار الحوكمة مما يؤدي إلى رفع أداء سوق الاورق المالية.
8					اجتماع اللجنة مرة واحدة على الأقل في السنة لدراسة المتطلبات الحديثة للحوكمة يؤثر على تقييم أداء سوق الاورق المالية.
9					تتميز الأوراق المالية للشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة، بأسعار مرتفعة وأداء أفضل أكثر منها في غير المطبقة
10					تتوافق لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة بورصة الجزائر من حيث الأنظمة والمعايير مع مبادئ حوكمة الشركات والذي يؤثر على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية (بورصة الجزائر).

المحور الثاني: يؤثر وجود إطار فعال لحماية حقوق المساهمين، وتسهيل ممارستهم لتلك الحقوق، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
1					وجود اللوائح والأنظمة الداخلية للشركة كافة الإجراءات اللازمة لتسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم يؤدي إلى زيادة ثقة المالكين بكفاءة سوق الاورق المالية.
2					يحصل المساهمين على المعلومات ذات الصلة بسوق الاورق المالية، في الوقت المناسب وبشكل دوري مما يؤدي إلى زيادة كفاءة سوق الاورق المالية
3					حصول المساهمين على المعلومات مجاناً ودون تكلفة يزيد من ثقة المالكين بكفاءة سوق الاورق المالية.
4					وجود الحق للمساهمين في انتخاب وعزل أعضاء مجلس الإدارة، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة على تحسين أدائها
5					وجود الحق للمساهمين في المشاركة في القرارات التي تخص التغييرات الأساسية في الشركة مثل (الرسوم، العمولات، أتعاب ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة، نوعية الاستثمارات، وتوزيع الأرباح) يؤدي إلى كفاءة سوق الاورق المالية..
6					تزويد المساهمين بمعلومات دقيقة حول أجندة الاجتماعات الهيئة العامة، وإعطاءهم الوقت الكافي للأسئلة والاقتراحات في الاجتماع، يزيد من ثقة حملة الوثائق بالقرارات الإستراتيجية التي تتخذها الشركة لتحسين إدارتها
7					يجيب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين على كافة الاستفسارات وأسئلة المساهمين فيما يتعلق بتقرير المراجع وبشفافية تامة مما يعكس كفاءة سوق الاورق المالية.
8					قدرة المساهمين للتصويت في الاجتماعات يؤدي إلى التطبيق الفعال للحوكمة سوق الاورق المالية.
9					تمكّن المساهمين من التصويت شخصياً أو غيابياً مع إعطاء نفس الأثر للأصوات يزيد من ثقة حملة الوثائق بالشركة والتطبيق الفعال للحوكمة سوق الاورق المالية..
10					وجود الحق للمساهمين، بالرقابة على الأداء المالي والتشغيلي للشركة يؤثر على تحسين أدائها

المحور الثالث: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة فيما يخص المعاملة المتساوية لكافة المساهمين، على تحسين كفاءة سوق الاورق المالية.						
الرقم		موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
1	معاملة كافة المساهمين من نفس الطبقة معاملة متساوية من حيث الحقوق يزيد من ثقة حملة الوثائق بالتطبيق الفعال لإطار حوكمة سوق الاورق المالية.					
2	حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بحقوق كافة السلاسل والطبقات قبل القيام بعملية الشراء يؤثر على قرار المساهمين بشراء الاورق المالية.					
3	حصول المساهمين على كافة المعلومات المتعلقة بأداء الشركات دون تميز يعكس كفاءة سوق الاورق المالية.					
4	وجود حماية للمساهمين الأقلية من أي إساءة أو استغلال التي قد يقوم بها أصحاب النسب الحاكمة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة يؤدي إلى زيادة ثقة حملة الوثائق بكفاءة سوق الاورق المالية.					
5	إزالة أي عوائق تحول دون إتمام عملية التصويت من قبل المساهمين الأجانب أو عبر الحدود يؤدي إلى التطبيق الفعال لإطار الحوكمة سوق الاورق المالية.					
6	حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية يؤثر على التقييم الجيد لأداء سوق الاورق المالية.					
7	إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى يؤثر على كفاءة سوق الاورق المالية.					
8	يوفر النظام القانوني للشركة آليات للمساهمين الأقلية لرفع دعاوي قضائية والمطالبة بتعويضات، إذا ما توفرت لديهم أسس معقولة للاعتقاد بأن حقوقهم قد انتهكت مما يؤدي إلى تحسين كفاءة البورصة.					
9	تمائل حقوق التصويت لنفس الفئة من المساهمين، يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة.					
10	قيام المساهمين في حال تضارب المصالح بينهم، باللجوء إلى الإفصاح عن هذا التضارب يعكس الأداء الجيد للبورصة					

المحور الرابع: يؤثر وجود آليات وأنظمة في الشركة، تعترف بحقوق أصحاب المصالح المختلفة ودورهم في الإدارة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق بشدة
1					احترام حقوق أصحاب المصالح الناشئة بموجب القانون أو نتيجة الاتفاقات المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، يؤدي إلى رفع مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية،
2					حصول أصحاب المصالح وفي الوقت المناسب، على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي للقيام بمسؤولياتهم يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
3					قدرة أصحاب المصالح، بما في ذلك العاملين والجهات التي تمثلهم، إيصال أي أعمال غير قانونية إلى مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
4					عدم تعرض أصحاب المصالح بما في ذلك العاملين لأي خطر نتيجة إيصالهم لأي تصرفات غير قانونية إلى مجلس الإدارة يعكس الأداء الجيد لأعضاء مجلس إدارة البورصة.
5					وجود إطار فعال لمعالجة آليات الوفاء بالديون وتنفيذ حقوق الدائنين يؤثر على التقييم الجيد لكفاءة سوق الأوراق المالية،
6					إعلام أصحاب المصالح وبشكل كاف عن حقوقهم والتزاماتهم عند ارتباطهم بالعمل في الشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
7					تدريب العاملين بشكل كاف للتعامل مع أصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
8					تعويض وبشكل كامل، أصحاب المصالح عن أي انتهاك لحقوقهم يزيد من ثقتهم بفعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة.
9					تقديم الشركة خدمات التقاعد للموظفين يعكس الأداء الجيد للبورصة.
10					تنظم الشركة اجتماعات دورية بين العاملين والإدارة العليا من أجل الأخذ بمقترحاتهم في أساليب تنفيذ العمل لتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،

المحور الخامس: يؤثر إتباع تعليمات الحوكمة في الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المتعلقة بالشركة والشفافية الجيدة، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق بشدة	غير موافق بشدة
1					الإفصاح عن كافة معلومات الشركة وعن جميع الجوانب المختلفة المتعلقة بها يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة
2					الإفصاح عن كافة التقارير المالية والغير المالية وبشفافية تامة، وصدورها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبين يعكس فعالية تطبيق إطار الحوكمة في البورصة والذي يؤثر على تحسن أداءها
3					شمول الإفصاح، السياسات المتعلقة بمكافآت ومرتببات أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
4					إن الطرح وبشفافية على المستثمرين بيان بالمخاطر الجوهرية المتوقعة للصناديق والتي تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
5					وجود صفحة الالكترونية للشركة تشمل المعلومات الاستثمارية وتحديث بشكل دائم يؤثر على التقييم الجيد لأداء البورصة
6					إن الإفصاح عن المواضيع المتعلقة بالعاملين وأصحاب المصالح في التقارير السنوية يؤثر على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
7					وجود مدققين خارجيين مستقلين مؤهلين وذو خبرة جيدة في الشركة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
8					أداء المدققين عملهم بما تقتضيه العناية والأصول الأخلاقية للمهنة في عملية المراجعة وتعرضهم للمساءلة أمام الشركة والمساهمين يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
9					إن إفصاح الشركة عن أي تغييرات في الأصول والالتزامات يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في بورصة الأوراق المالية.
10					التصريح عن أي عقوبة أو جزاء أو أي قيد احتياطي مفروض في الجهات الإعلامية المختلفة يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في البورصة

المحور السادس: يؤثر وجود إطار فعال، يضمن الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة الشركة ويحدد مسؤولياتهم، على تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.					
الرقم	موافق بشدة	موافق	محايد	غير موافق بشدة	غير موافق بشدة
1					تميز أعضاء مجلس الإدارة بخبرات ومؤهلات جيدة ويعملون بحسن نية وعناية وعلى أساس المعلومات الكاملة مما يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.
2					قيام مجلس الإدارة بوضع استراتيجيات الشركة، سياسة المخاطر، خطط العمل، الأهداف، الإشراف على النفقات، ومراقبة سير تنفيذ الاستراتيجيات بشكل فعال يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية
3					متابعة مجلس الإدارة الرقابة الفعالة على كفاءة ممارسة قواعد الحوكمة وإجراء التعديلات عند الحاجة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية
4					قيام مجلس الإدارة بتحديد المكافآت والمرتبات، واختيار كبار مدراء التنفيذ والإشراف على أدائهم يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية،
5					إجراء عمليات الترشيح والانتخابات بشفافية يؤثر على تقييم أداء مدراء الشركات المدرجة في البورصة
6					الإفصاح عن لجان مجلس الإدارة (لجان مراقبة ولجنة الترشيحات والمكافآت)، صلاحياتها، وإجراءات أعمالها، يعكس فعالية تطبيق لائحة الحوكمة في سوق الأوراق المالية.
7					تأكد مجلس الإدارة من نزاهة التقارير وسلامة النظم المحاسبية والمالية للشركة يؤدي إلى تحسين أداء المحاسبين والمدققين في سوق الأوراق المالية.
8					الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يؤثر الرقابة الفعالة لأداء البورصة.
9					وجود أعضاء مستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية
10					يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عن 3 ولا يزيد عن 11 على تقييم الجيد لأداء أعضاء مجلس الإدارة.

انتهت