

جامعة حسية بن بو علي بلشلف
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود و بنوك

دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق
المالية مع الإشارة إلى حالة الجزائر

من إعداد الطالق

سهايلية يمينة

تحت إشراف الأستاذ:

د. بريس عبد القادر

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. بلعزوز بن علي.....رئيسا

د. بريس عبد القادر.....مقررا

أ.د. براق محمد.....عضوا

د. زيدان محمد.....عضوا

د. مداح عرابي الحاج.....عضوا

السنة الجامعية: 2009 – 2010

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

أولاً أحمد الله سبحانه وتعالى الذي وفقني إلى انجاز هذا العمل ثم أوجه بالشكر الجزيل وخالص العرفان إلى الأستاذ الفاضل "بريش عبد القادر" على تتبعه لهذا العمل بإرشاداته ونصائحه القيمة، كما أوجه بالشكر إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على تقبلهم لمناقشة هذه المذكرة مسبقاً، دون أن أنسى كل من زودني ولو بكلمة لاثراء هذا البحث.

الطالبة: يمينة سهايلية

إهداء

إلى منبع العنان والعطاء والدي الحبيبين.

إلى إخوتي: سليمان، محمد، أم عمر، وكل أخواتي وأزواجهن، وأحبائي أولادهن.

إلى جميع أهلي خاصة أعمامي وزواتهم وأولادهم.

إلى الزهرة، نورة، ليلي، رشيدة،

إلى كل الصديقات خاصة

نعيم، دليلة، أمينة، خيرة، حكيمة.

إلى زملاء الدراسة من الطور الابتدائي إلى الطور الجامعي خاصة طلبة الماجستير دفعة

2008

اليهم جميعاً أهدي هذا العمل..... مل.

الطالبة: يمينة سهايلية

الصفحة	الفهرس
	تشكر
	اهداء
	فهرس المحتوى
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
١-ز	المقدمة العامة
	الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات
01	تمهيد.....
02	المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات
02	المطلب الأول: تطور مفهوم حوكمة الشركات.....
02	أولاً: نشأة مفهوم حوكمة الشركات.....
05	ثانياً: تعريف حوكمة الشركات.....
08	ثالثاً: أبعاد حوكمة الشركات
09	رابعاً: أهمية وهدف حوكمة الشركات
11	المطلب الثاني: مبادئ حوكمة الشركات.....
11	أولاً: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.....
16	ثانياً: مبادئ بنك التسويات الدولي
18	المطلب الثالث: ممارسة الحوكمة بالشركات.....
18	أولاً: أهمية هيكل الملكية في حوكمة الشركات
21	ثانياً: العناصر الأساسية لتطبيق الحوكمة بالشركات
23	المبحث الثاني: آليات تفعيل حوكمة الشركات.....
23	المطلب الأول : دعائم حوكمة الشركات.....
23	أولاً: الشفافية.....
25	ثانياً: الإفصاح.....
28	ثالثاً: المساءلة.....
28	رابعاً: مكافحة الفساد.....
32	المطلب الثاني: الأطراف الداعمة لتطبيق حوكمة الشركات.....
32	أولاً: دور الأطراف الداخلية
34	ثانياً: الأطراف الخارجية
38	المطلب الثالث: دور البنوك في تعزيز حوكمة الشركات.....

38	أولاً: الحوكمة من منظور مصرفي
40	ثانياً: دور البنوك في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات باعتبارها الممول الرئيسي للشركات
42	المبحث الثالث: هيئات الرقابة والتدقيق كقوى دافعة للإدارة الرشيدة.....
42	المطلب الأول: الرقابة الداخلية ومحاربة الفساد الإداري.....
42	أولاً: تعريف الرقابة الداخلية
43	ثانياً: أنواع الرقابة الداخلية
44	ثالثاً: مقومات نظام الرقابة الداخلية الفعّال
46	المطلب الثاني: التدقيق ودوره في ضبط الأداء الإداري.....
46	أولاً: تعريف التدقيق
47	ثانياً: أنواع التدقيق
52	المطلب الثالث: دور لجان المراجعة في تفعيل الرقابة على الشركات.....
53	أولاً: تعريف لجنة المراجعة
53	ثانياً: نشأة لجان المراجعة
55	ثالثاً: العناصر اللازمة للجنة المراجعة الفعّالة
58	رابعاً: لجنة المراجعة وتفعيل الرقابة على الشركات
59	خلاصة
	الفصل الثاني: الاطار العام لكفاءة سوق الأوراق المالية
60	تمهيد.....
61	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته.....
61	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....
61	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية
61	ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية
62	ثالثاً: هيكل سوق الأوراق المالية
66	المطلب الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية.....
66	أولاً: الأسهم
68	ثانياً: السندات
70	ثالثاً: الأوراق المالية المشتقة
72	المطلب الثالث: المتدخلون في سوق الأوراق المالية وشروط قيامه.....
73	أولاً: المتدخلون في سوق الأوراق المالية
75	ثانياً: شروط قيام أسواق الأوراق المالية
77	المبحث الثالث: أدوات التحليل في سوق الأوراق المالية.....
77	المطلب الأول: التحليل الأساسي.....

77	أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية العامة
79	ثانياً: تحليل ظروف الصناعة
81	ثالثاً: تحليل المركز المالي للشركة
82	المطلب الثاني: التحليل الفني.....
83	أولاً: تعريف التحليل الفني
83	ثانياً: أدوات التحليل الفني
87	المطلب الثالث: تحليل وتقييم الأوراق المالية.....
87	أولاً: تقييم الأسهم
92	ثانياً: تقييم السندات
97	المبحث الثالث: أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية.....
97	المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية الكفئ.....
97	أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
100	ثانياً: فرضيات السوق الكفئ
100	المطلب الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.....
100	أولاً: الكفاءة الكاملة
103	ثانياً: الكفاءة الاقتصادية
107	المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.....
107	أولاً: مؤشر حجم السوق
108	ثانياً: مؤشر سيولة السوق
109	ثالثاً: مؤشر كفاءة تسعير الأوراق المالية
110	رابعاً: مؤشر الهيكل التنظيمي للسوق
111	خامساً: مؤشر تركيز السوق
112	المبحث الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
112	المطلب الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
112	أولاً: مفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
113	ثانياً: اختبارات كفاءة السوق في شكله الضعيف
116	المطلب الثاني: الصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
116	أولاً: مفهوم الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق
116	ثانياً: اختبارات الصيغة متوسطة لكفاءة السوق
118	المطلب الثالث: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية
118	أولاً: مفهوم الصيغة القوية لكفاءة السوق
118	ثانياً: اختبارات فرض السوق القوي
120	خلاصة

	الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية
121	تمهيد
122	المبحث الأول: حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية.....
122	المطلب الأول: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية
124	أولاً: المساءلة والرقابة المحاسبية
126	ثانياً: الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة
127	ثالثاً: الإفصاح والشفافية
127	رابعاً: إدارة الأرباح
128	خامساً: دور المراجع الخارجي
128	سادساً: لجان المراجعة
128	المطلب الثاني: إنعكاسات جودة المعلومات المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية
132	المطلب الثالث: تطبيق مبادئ حوكمة الشركات كشرط لقيود بورصة الأوراق المالية.....
132	أولاً: دليل قواعد حوكمة شركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان
136	ثانياً: دليل قواعد حوكمة الشركات المقيدة ببورصتي القاهرة والاسكندرية
141	ثالثاً: الكود الموحد لحوكمة الشركات بالبحر
144	المبحث الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر.....
144	المطلب الأول: تأسيس بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها.....
144	أولاً: مراحل تأسيس بورصة الجزائر
147	ثانياً: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر
150	المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر.....
150	أولاً: المستثمرين
151	ثانياً: مصدر الأوراق المالية
153	ثالثاً: وسطاء عمليات البورصة
155	المطلب الثالث: قيد الأوراق المالية وآليات التعامل في بورصة الجزائر.....
155	أولاً: أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر
157	ثانياً: شروط واجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر
160	ثالثاً: آليات التعامل بالأوراق المالية في بورصة الجزائر
162	المبحث الثالث: حوكمة الشركات ومتطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.....
162	المطلب الأول: بلورة فكرة حوكمة الشركات بالجزائر
163	أولاً: المبادئ الأساسية التي جاء بها ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر
169	ثانياً: كيفية الانضمام إلى مدونة قواعد حوكمة الشركات
170	المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.....
170	أولاً: مؤشر حجم السوق

173	ثانياً: مؤشر سيولة السوق
175	رابعاً: مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية
176	خامساً: مؤشر الهيكل التنظيمي
177	المطلب الثالث: سبل تفعيل دور حوكمة الشركات لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر
177	أولاً: دور حوكمة الشركات في تطوير نظام الإفصاح
178	ثانياً: دور حوكمة الشركات في زيادة حجم السوق
181	خلاصة
182	الخاتمة العامة
186	قائمة المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
	جداول الفصل الثاني	
114	..... معامل الارتباط في أهم البورصات الأوربية	(1-1)
	جداول الفصل الثالث	
171	..... تطور رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي ببورصة الجزائر	(1-3)
172	..... عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية 2006 - 2008	(2-3)
173	..... تطور حجم التداول إلى الناتج المحلي ببورصة الجزائر	(3-3)
174	..... تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر	(4-3)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
	أشكال الفصل الأول	
24	..... جوهر الشفافية	(1-1)
43	..... خطوات الدورة الرقابية	(2-1)
46	..... العلاقة بين الرقابة الداخلية وممارسة الحوكمة	(3-1)
50	..... دور التدقيق الداخلي في دعم حوكمة الشركات	(4-1)
52	..... العلاقة بين الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي	(5-1)
58	..... علاقة لجنة المراجعة بالأجهزة الرقابية في الشركة	(6-1)
	أشكال الفصل الثاني	
65	..... هيكل سوق الأوراق المالية	(1-2)
84	..... خريطة المتوسط المتحرك وسعر الاقفال لسهم احدى الشركات	(2-2)
85	..... مؤشر القوة النسبية لسهم احدى الشركات	(3-2)
86	..... خريطة النقطة والشكل	(4-2)
103	..... التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	(5-2)
	أشكال الفصل الثالث	
122	..... خصائص جودة المعلومات	(1-3)
129	..... العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة المعلومات وسوق الأوراق المالية ..	(2-3)
130	..... أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية.....	(3-3)

المقدمة العامة

تمثل عملية تخصيص الموارد بشكل أمثل الهدف الأساسي لكل الإقتصاديات في العالم، فهي تعمل على تشغيل مواردها وتوجيهها إلى المجالات التي تخدم التنمية الإقتصادية، وهذا من خلال تفعيل الدور الذي تؤديه المؤسسات المالية مثل البنوك شركات التأمين، شركات الإستثمار، وأسواق الأوراق المالية، حيث أنها تعمل على نقل الموارد المالية من الوحدات الإقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز الأمر الذي يؤدي إلى تثمير هذه المدخرات وتشغيلها في خدمة النمو والتقدم الإقتصادي.

ومع استمرارية تطور الإقتصاد الرأسمالي واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق، وتزايد الإحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية ورفع كفاءة تخصيص الموارد، تزايدت أهمية سوق الأوراق المالية وأصبح أداة أساسية لتدعيم النمو الإقتصادي، ولا شك أن ذلك يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد أكبر من المتعاملين فتلك الأطراف الثلاثة تمثل دعائم سوق ناجح للأوراق المالية، ومما هو جدير بالذكر أن المستثمرين يعتبرون من أهم العناصر الفاعلة في هذا السوق فمعاملاتهم المالية تعمل على زيادة ديناميكية وأداء السوق، حيث أصبحوا يبحون عن الإستثمار في الأسواق التي تتميز بالكفاءة وهي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة لها، مما يسمح بتقييمها وفق قيمها الحقيقية وهذا يقتضي أن تكون المعلومات والبيانات المتاحة عن أنشطة الشركات تعكس الواقع الفعلي لها، مع عدالة الحصول عليها من طرف جميع المستثمرين وفي الوقت المناسب.

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

والجزائر على غرار باقي دول العالم تملك سوق للأوراق المالية والتي بدأت نشاطها منذ سنة 1998، إلا أنها لم تؤدي الدور المنتظر منها في تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها لتمويل الإقتصاد الوطني، كما تدل كل المؤشرات على ضعف أدائها وعدم كفاءتها وهذا بالرغم من توفرها على هيكل تنظيمي وقوانين ملائمة لممارسة النشاط مما يؤكد لنا أن التركيز على جانب واحد فقط لا يفي بالهدف، لذا لا بد من البحث عن

سبل وامكانيات للاستفادة من المزايا التي توفرها حوكمة الشركات لتنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.

1- أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في أهمية الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات والتي أصبحت تشكل عنصرا هاما لتعزيز الإصلاح والنجاح بالشركات، فهي تعتبر كمؤشر على المستوى الذي وصلت إليه الإدارات من التزام مهني بقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة عن المسؤولية، الأمر الذي يعمل على إيجاد الثقة بين المساهمين والمسؤولين عن العملية الإدارية، وبالتالي جذب أكبر قدر ممكن من المستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب، وهو ما تستطيع أن تستفيد منه أية دولة مثل الجزائر في تنشيط سوق الأوراق المالية، وبالتالي توسيع مجالات التمويل من خلال هذا السوق، ومن جهة لأخرى نجد أن الالتزام بهذه المبادئ يعمل على ضمان حقوق المساهمين خاصة حقهم في الاعلام العادل والشفاف والذي يعكس الواقع الفعلي للشركات وهو ما يساهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، ومنه فان أهمية البحث تكمن في الأهمية التي يكتسبها الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات في تنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

2- أهداف البحث:

هناك هدف رئيسي للبحث يتمثل في: ابراز الدور الذي يؤديه تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

هذا الهدف الرئيس تتفرع منه الأهداف التالية :

- التعرف على مفهوم حوكمة الشركات، والمبادئ التي يقوم عليها.
- اظهار سمات ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.
- توضيح العلاقة بين حوكمة الشركات ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية.
- التعرف على نشأة ومكونات سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقياس كفاءته.
- البحث عن سبل لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال إرساء ودعم حوكمة الشركات.

3- التساؤلات:

هناك سؤال رئيسي يتمثل في:

"كيف يؤدي تطبيق مبادئ حوكمة الشركات إلى رفع كفاءة سوق الأوراق المالية؟"

هذا السؤال الرئيسي تتفرع منه الأسئلة التالية:

- ماهو مضمون حوكمة الشركات، وماهي أهميتها؟
- ماهي متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؟

- ماهي علاقة حوكمة الشركات بكفاءة أسواق الأوراق المالية؟
- هل هناك اهتمام جدي بحوكمة الشركات في الجزائر؟
- كيف يمكن تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال حوكمة الشركات؟

4- الفرضيات:

- يعتبر الاستقلال في أداء المهام والالتزام بالقوانين المهنية بالشركة من أهم العناصر المساعدة على تطبيق حوكمة الشركات.
- إن التزام الشركات المدرجة بالبورصة بمبادئ حوكمة الشركات يعتبر من العوامل المساعدة على تنشيط ورفع كفاءة هذا السوق.
- إن حوكمة الشركات لا تلقى الإهتمام الكافي بين أوساط المشرفين على الشؤون المالية والإقتصادية في الجزائر.
- يتميز سوق الأوراق المالية الجزائري بمحدودية النشاط، وعدم الكفاءة.
- يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن تلعب دورا فاعلا في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الزام المؤسسات المدرجة بهذا السوق على التقيد بمبادئ حوكمة الشركات.

5- المنهج المتبع:

نظرا لطبيعة الموضوع فقد تم اعتماد المنهج الاستنباطي وأداتيه الوصف والتحليل، حيث أستخدمت أداة الوصف عند التطرق إلى الجوانب النظرية المتعلقة بحوكمة الشركات وكفاءة أسواق الأوراق المالية، أما أداة التحليل فقد أستخدمت عند التعرض إلى الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، وتوضيح امكانية الاستفادة من ذلك في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.

6- حدود الدراسة:

حدود الموضوع: تتمثل حدود الموضوع في الامام بالجوانب النظرية المتعلقة بحوكمة الشركات وكفاءة أسواق الأوراق المالية، مع توضيح الدور الذي يؤديه الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الحدود المكانية: الاشارة إلى حالة الجزائر.

الحدود الزمانية: استخدام البيانات المتعلقة بأداء بورصة الجزائر ما بين الفترة 1999-2008 لقياس كفاءتها وهي فترة عشر سنوات من النشاط.

7- الدراسات السابقة:

• دراسة محمد جميل حبوش وهي مذكر ماجستير من الجامعة الاسلامية بغزة 2007، والتي جاءت بعنوان: "مدى التزام الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بقواعد حوكمة الشركات ، دراسة تحليلية لأراء المراجعين الداخليين، المراجعين الخارجيين ومدراء الشركات المساهمة العامة"، وقد كانت اشكالية الدراسة هي البحث عن مدى التزام شركات المساهمة في فلسطين بمبادئ حوكمة الشركات، وقد تم تقسيمها إلى ثمانية فصول، تناول الفصل الأول الدراسات السابقة للموضوع والتي كان بعضها يعود لباحثين عرب والبعض الآخر لباحثين غربيين، أما الفصل الثاني فقد تناول فيه نشأة مفهوم حوكمة الشركات والمزايا التي يحققها للشركات، أما الفصل الثالث فقد وضع فيه مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وكذا المبادئ الصادرة عن بنك كريدي ليونيه والفصل الرابع استعرض فيه تجارب الدول في مجال تطبيق مبادئ حوكمة الشركات والتي كانت في كل من بريطانيا، الولايات المتحدة، فرنسا، مصر وفلسطين، أما الفصل الخامس والذي كان بعنوان دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات فقد وضع فيه دور كل من مجلس الادارة، المراجعة الداخلية، المراجعة الخارجية، لجان المراجعة في تفعيل الحوكمة بالشركات، أما الفصل السادس فقد كان عبارة عن استبيان لآراء المراجعين الداخليين والخارجيين وكذا مدراء شركات المساهمة العامة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية حول التزام شركات المساهمة العامة في فلسطين بتنفيذ قواعد حوكمة الشركات، وفي الفصل السابع فقد استعرض نتائج الدراسة الميدانية التي قام بها من خلال الاستبيان، حيث بين مجتمع الدراسة في اجاباته على أن حوكمة الشركات غير مشار إليها في القانون الفلسطيني، وأن إدارة الشركات تعمل على تطوير الرقابة والأداء، وتنظيم العلاقة بين أصحاب المصلحة في الشركات مما يدل على أنها تحاول تطبيق مبادئ الحوكمة، أما الفصل الثامن فقد كان عبارة عن مجموعة من النتائج والتوصيات التي تخص الدراسة، وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن شركات المساهمة العامة في فلسطين تلتزم بمبادئ حوكمة الشركات مع العلم أن مستوى الالتزام يتفاوت من مبدأ لآخر، كما أن المصارف تتفوق على غيرها من شركات المساهمة في الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات وهذا لحرصها على تطبيق مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية من جهة وكذا الدور الاشرافي والرقابي الذي تقوم به سلطة النقد في إجبار المصارف للتقيد بهذه المبادئ من جهة أخرى.

• دراسة حمادي نبيل وهي مذكر ماجستير من جامعة الشلف 2008/2007 وقد جاءت تحت عنوان: "التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع صيدال وحدة الدار البيضاء" وتدور اشكالية هذا البحث حول كيفية الإستفادة من التدقيق الخارجي واستخدامه كآلية لتطبيق حوكمة الشركات وقد عالج الباحث هذه الإشكالية في أربعة فصول، اهتم في الفصل الأول بتحديد مختلف المفاهيم المتعلقة بحوكمة الشركات وابرز جهود المنظمات الدولية في وضع مبادئها، وفي الفصل الثاني استعرض مراحل التطور التاريخي للتدقيق مع اعطاء أهمية خاصة للتدقيق الخارجي ومختلف المعايير التي تحكم عمل المدقق الخارجي، وفي الفصل الثالث حدد الأدوار التي يقوم بها المدقق الخارجي من أجل ضمان التطبيق الجيد لحوكمة الشركات، أما في الفصل الرابع فقد قام فيه بتحديد واقع الحوكمة في مجمع صيدال من خلال وضع استبيان خاص بدور المدقق الخارجي في تطبيق الحوكمة بهذا المجمع، وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن التدقيق الخارجي يمثل أهم آليات تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، ولتحقيق ذلك لابد من الإهتمام بالتكوين الشخصي للمدقق الخارجي وظروف عمله، كما توصل إلى نتيجة أخرى هامة وهي أن شركة صيدال تعاني من بعض النقائص في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

• دراسة أشرف درويش أبو موسى وهي مذكر ماجستير من الجامعة الاسلامية بغزة 2008، والتي كانت بعنوان: "حوكمة الشركات وأثرها على سوق فلسطين للأوراق المالية"، وكانت اشكالية الدراسة تدور حول البحث فيما اذا كان حوكمة الشركات تأثير على أداء وكفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، وهل تلتزم شركات المساهمة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية بحوكمة الشركات، وقد قسمت هذه الدراسة إلى خمسة فصول تناول الفصل الأول الاطار العام للدراسة حيث حدد فيه الاشكالية التي سوف يقوم بمعالجتها والدراسات السابقة، أما الفصل الثاني فقد تناول فيه حوكمة الشركات من حيث المفهوم، الأهمية والمبادئ، وكذا واقع الحوكمة في فلسطين وآفاق تطوير لائحة حوكمة الشركات، والفصل الثالث تطرق فيه إلى كل ما يتعلق بمفهوم الأسواق المالية وكفاءتها، وكذا تطور وهيكل سوق فلسطين للأوراق المالية، مع توضيح الاطار القانوني والرقابي لهذا السوق، أما الفصل الرابع فقد وضع فيه محتويات الاستبيان الذي قام باعداده لقياس مدى التزام الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية بمبادئ حوكمة الشركات كما وضع فيه الطرق الاحصائية المستخدمة لقياس ذلك، أما الفصل الخامس فقد تضمن نتائج الدراسة والتوصيات المقترحة لتنفيذ الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من طرف شركات المساهمة المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية قصد الارتقاء بكفاءة هذا السوق، وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن شركات المساهمة المدرجة بسوق الأوراق المالية تلتزم بكل مبادئ حوكمة الشركات ماعدا المبدأ الخاص بدور الأطراف ذات المصلحة، كما توصل إلى نتيجة أخرى وهي أن الشركات المدرجة بالسوق تتدرج في

الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات على حسب القطاعات التي تنتمي إليها بحيث يعد قطاع البنوك والتأمين الرائد في مجال تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، أما قطاع الخدمات فيحتل المرتبة الأخيرة.

• بوغبوز أمينة وهي مذكر ماجستير من جامعة الجزائر 2007/2008 بعنوان: "أثر المعلومة المالية في السوق المالي مع دراسة حالة بورصة القيم المنقولة للجزائر" وكانت اشكالية الدراسة حول الدور الذي تؤديه المعلومة المالية في سوق المالي، وقد تم تقسيمها إلى أربعة فصول، تطرقت في الفصل الأول إلى كل ما يتعلق بالسوق المالي (سوق الأوراق المالية)، من تعريف، أدوات هذا السوق، وشروط الادراج فيه، أما الفصل الثاني تطرقت فيه إلى المعلومات المالية المطلوبة في السوق المالي، والفصل الثالث تناولت فيه العلاقة بين المعلومات المالية وتسعير الأوراق المالية من خلال التطرق إلى كفاءة هذا السوق، أما الفصل الرابع فقد عرضت فيه تقديم عام لبورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة فيها مع إعطاء لمحة عن كفاءة السوق المالي بالجزائر، وقد توصلت الباحثة إلى نتيجة مفادها أن المؤسسات لا تقوم بدورها في مجال نشر معلومات مالية واضحة وكاملة بعد الدخول إلى البورصة، مع غياب الدراسات والبحوث التي تشخص حالة هذا السوق وتهتم بنشر ثقافة البورصة.

8- أقسام البحث:

لتحقيق هدف الدراسة تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول تتقدمها مقدمة عامة، ويختتم بمجموعة من النتائج التي تم التوصل إليها، بالإضافة إلى التوصيات المقترحة وآفاق البحث.

الفصل الأول: حوكمة الشركات، الأسس والمبادئ والآليات:

قسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث تم في المبحث الأول التطرق إلى نشأة مفهوم حوكمة الشركات انطلاقاً من نظرية الوكالة، والمبادئ التي يقوم عليها هذا المفهوم وكذا المزايا التي يحققها للشركات، والمبحث الثاني تم فيه التعرض لمقومات حوكمة الشركات، والدور الذي تؤديه مختلف الأطراف المرتبطة بالمؤسسة في دفعها للالتزام بمبادئ الحوكمة، أما المبحث الثالث فقد عالج دور هيئات الرقابة والتدقيق في تحقيق الانضباط الإداري والقضاء على الفساد، وبالتالي تدعيم الحوكمة بالشركات.

الفصل الثاني: الاطار العام لكفاءة سوق الأوراق المالية:

اشتمل هذا الفصل على أربعة مباحث، تناول المبحث الأول بعض المفاهيم المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، والبحث الثاني ناقش أدوات التحليل المستخدمة في هذا السوق والتي على أساسها يتم تقييم الأوراق المالية واتخاذ قرارات البيع والشراء، أما المبحث الثالث استعرض كفاءة أسواق الأوراق المالية حيث تم فيه تحديد أنواع الكفاءة وشروط تحققها، وكذا مؤشرات قياسها، في حين أن المبحث الرابع تطرق إلى صيغ أو مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية والاختبارات التي جريت عليها للتأكد من واقعيتها.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية:

تضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث، حيث عالج المبحث الأول أثر الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية وهذا من خلال الدور الذي تؤديه في تحقيق جودة المعلومات المالية، مع عرض بعض التجارب الدولية التي قامت باعداد مواثيق لحوكمة الشركات المدرجة ببورصاتها، أما المبحث الثاني فقد كان عبارة عن عرض تقديمي لسوق الأوراق المالية بالجزائر حيث تم فيه التعرض إلى نشأة هذا السوق وهيكله التنظيمي والمؤسسات المدرجة به، أما المبحث الثالث فقد تم فيه قياس كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال بعض المؤشرات، والاشارة إلى وجوب الاهتمام بحوكمة الشركات في الجزائر لرفع كفاءته، وهذا بالتعريج على ميثاق حوكمة الشركات الصادر بالجزائر.

تمهيد:

يعتبر الفساد وسوء الإدارة من أهم مسببات انهيار الشركات، فاستفحال التصرفات اللاأخلاقية واستغلال الصلاحيات والنفوذ في تعزيز المصالح الشخصية للأفراد، وكذا الممارسات الخاطئة كانت وراء عدم الاهتمام بمستقبل وتقديم الشركات خاصة شركات المساهمة، فتزعزعت على إثر ذلك ثقة المساهمين في الشركات وأصبح اتخاذ القرار الاستثماري يعوزه الكثير من المخاطر، كل ذلك أدى إلى ضرورة الاستعانة بآليات جديدة للرقابة من خلال إطار تنظيمي يضمن حماية رؤوس الأموال في الشركات، ومن ثم كان لابد من تفعيل أسلوب حوكمة الشركات CORPORATE GOVERNANCE وما يتضمنه من إجراءات تستند على عدة مبادئ تهدف إلى الإدارة الصحيحة والرشيده، وعليه يمكن القول أن حوكمة الشركات هي استراتيجية لإدارة الشركات تعمل على ضبط وتنظيم العمل والتعامل قصد محاربة الفساد والتلاعب بممتلكات الغير انطلاقاً من تركيزها على قيم الشفافية والتزاهة والخضوع للمساءلة كأساس في إدارة الشركات .

ولإبراز الدور الذي تقوم به حوكمة الشركات في رفع الأداء الإداري للمؤسسات، ومنع تفشي الفساد واللامسؤولية سوف نقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات.

المبحث الثاني: آليات تفعيل حوكمة الشركات.

المبحث الثالث: هيئات الرقابة والتدقيق كقوى دافعة للإدارة الرشيدة.

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات.

لقد برز مصطلح حوكمة الشركات مع ظهور وتطور نظرية الوكالة (Jensen et Makling) 1976 التي تعرضت إلى الصراعات التي تنشأ بين الأصيل والوكيل، هذه الصراعات استوجبت وجود ضوابط لتسيير العلاقة بينهما حتى يستطيع كل طرف استيفاء حقوقه القانونية في الشركة ويحافظ على مصالح الطرف الآخر، لهذا سوف نتطرق في هذا المبحث إلى نشأة ومختلف تعاريف مفهوم حوكمة الشركات بالتعريج على نظرية الوكالة، وكذا المبادئ التي يستند إليها هذا المفهوم ثم نتقل إلى سبل تطبيق الحوكمة بالشركات.

المطلب الأول: تطور مفهوم حوكمة الشركات.

نتعرض في هذا المطلب إلى نشأة مفهوم حوكمة الشركات ودوافع ظهوره، ومختلف التعاريف المقدمة له بالاضافة إلى أهميته ومزايا تطبيقه.

أولاً: نشأة مفهوم حوكمة الشركات:

إن مصطلح حوكمة الشركات هو ترجمة للكلمة الإنجليزية Corporate Governance التي تعني ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة، وتعود جذور الكلمة إلى مفهوم الحكم الراشد* ، وقد ظهر هذا المصطلح لأول مرة في اللغة الفرنسية خلال القرن 13 كمرادف لمصطلح "الحكومة"، إذ إنتقل من السياسة وإدارة الدولة إلى الشركات فأصبح الحديث عن "حوكمة الشركات" من أجل كفاءة اقتصادية عليا ومعالجة المشكلات الناتجة عن الممارسات الخاطئة من قبل الإدارة الخاصة بالشركات، والمراجعين الداخليين والخارجيين أو من قبل تدخل مجالس الإدارة بما يعوق انطلاق هذه الشركات¹، وقد تطور هذا المفهوم مع ظهور نظرية الوكالة التي برزت بفعل تزايد الصراعات نتيجة فصل ملكية رأسمال الشركات عن إدارتها ، وعليه سوف نتعرض إلى هذه النظرية وعلاقتها بمفهوم حوكمة الشركات:

1- مفهوم نظرية الوكالة:

لقد قام كل من جنسن وماكلين Jensen et Makling سنة 1976 بمناقشة نظرية الوكالة من خلال معالجة تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين² بالمنشآت التي تنفصل فيها الملكية عن الإدارة، وتصف هذه النظرية المنشأة بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية وأن وجود المنشأة يتحقق من خلال هذه العقود حيث يمكن تعريف عقد الوكالة بأنه: "عقد يلزم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل) شخصاً آخر

* عرف الحكم الراشد بأنه الحكم الذي يوفر الزهارة والمساءلة بواسطة أفراد الشعب ويضمن احترام المصلحة العامة ويستهدف في النهاية تحقيق مصلحة عموم المجتمع، كما عرف بأنه الحكم الذي يتم تطبيقه عبر مجموعة من القوانين والقواعد التي تؤدي إلى الشفافية وإعمال القانون.

(الوكيل) من أجل القيام بأعمال باسمه، حيث يؤدي ذلك إلى تفويض جزء من سلطته في اتخاذ القرار للوكيل¹ وحسب هذه النظرية فإن إختلاف الطبيعة السلوكية والتكوينية، وكذا الأهداف المراد تحقيقها بين الإدارة والمساهمين أي بين طرفي عقد الوكالة (المالكين والإدارة) يؤدي إلى خلق صراع منفعة بين الطرفين.²

2- فروض نظرية الوكالة:

تقوم هذه النظرية على عدة فروض تتمثل فيما يلي:³

- يتميز كل من الأصيل والوكيل بالرشد الاقتصادي ويسعى إلى تعظيم منفعته الذاتية.
 - إختلاف أهداف وأفضليات كل من الأصيل والوكيل، فبينما يسعى الأول إلى الحصول على أكبر قدر من الجهد والعمل مقابل أجر معقول، فإن الوكيل يسعى إلى تعظيم منفعته من خلال الحصول على أكبر قدر من المكافآت والخوافز والمزايا مع بذل جهد أقل .
 - إختلاف المخاطر التي يتحملها كل من الأصيل والوكيل ويرجع ذلك إلى:
 - * عدم قدرة الأصيل على متابعة وملاحظة أداء وقرارات وتصرفات الوكيل بصورة مباشرة نتيجة معايشة الأخير لظروف العمل ومشاكله والإمام بخصائص التنظيم.
 - * إختلاف الخلفية التدريبية والخصائص الشخصية لكل من الأصيل والوكيل .
 - * إختلاف امكانية التوصل إلى المعلومات وفهمها لكل من الأصيل والوكيل.
 - ومن أجل فهم طبيعة المشاكل التي تطرحها عملية الوكالة نتعرض إلى التزايدات التي تنشأ بين المديرين والمساهمين وهي تتمثل في:⁴
- 1- مشكلة الجهد:

يظهر هذا المشكل عندما لا يكون الجهد المبذول من طرف المديرين بالضرورة هو الجهد المنتظر من طرف المساهمين الذين يتمثل هدفهم الرئيسي في تعظيم قيمة المنشأة، حيث أن السلوك الانتهازي للمديرين يدفعهم إلى عدم الاهتمام بمصالح المساهمين في اتجاه تعظيم مصالحهم الشخصية، وقد أكدت الدراسات في

¹ Jean-claude papillon, économie de l'entreprise: l'entrepreneur a la gouvernance, 2eme édition, revue et augmentée Management société, paris, 2000, p 250.

² بكر ابراهيم محمود، حوكمة الشركات ودورها في الحد من الفساد المالي والإداري، نقلا عن الموقع الإلكتروني:

أطلع عليه يوم 2009/03/08. [Http://www.alsabaah.com/paper.php?source=archive](http://www.alsabaah.com/paper.php?source=archive)

³ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات - المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف - الدار الجامعية الاسكندرية، 2005، ص 67.

⁴ يونس صبرينة وآخرون، الحوكمة وتحسين أداء المؤسسات، الملتقى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، يومي 9-10 ديسمبر 2007، ص 6-7.

هذه النقطة أنه كلما كانت نسبة رأس المال المملوك للمديرين كبيرة فإن الانحراف باتجاه تعظيم مصالح المؤسسة يكون أكبر.

ب- مشكلة الأفق الزمني:

ينجم هذا المشكل عن اختلاف أفق كل من المديرين والمساهمين فالمديرين تكون لديهم التزامات فيما يتعلق بالنتيجة في المدى القصير أي الفترة الموافقة لإدارتهم للمنشأة، في حين يسعى المساهمين إلى تعظيم قيمة المنشأة على المدى الطويل لأن حيازتهم للمؤسسة يفترض أنها غير منتهية، فعلى سبيل المثال فإن هذا النوع من النزاع له تأثير على قرارات الاستثمار في البحث والتطوير، فالمديرين أقل ميلاً لهذا النوع من الاستثمارات لأن خروج الأموال المخصصة لذلك ينتج عنها انخفاض في قيمة الأرباح السنوية مقابل ما تحققه المؤسسة في المدى الطويل.

ج- مشكلة الاستعمال السيئ لأصول المنشأة:

إن إستعمال المديرين أصول المنشأة لأغراض شخصية ينجم عنه بالضرورة تكاليف وكالة، فهؤلاء قد يسيئون استخدام السلطات التقديرية المخولة لهم من طرف المؤسسة في تخصيص رؤوس الأموال المستثمرة من طرف المساهمين في أوجه انفاق كمالية، أو في مشاريع استثمارية ينتفعون منها بشكل مباشر فيؤدي ذلك إلى إهدار قيمة المؤسسة.

ولمواجهة هذا الانحراف الذي تعتبره النظرية إخلالاً بشروط العقد يلجأ المساهمون لتعديل سلوك الإدارة السليبي للحفاظ على مصالحهم إلى اتخاذ تدابير تقويمية ورقابية عن طريق إنشاء نظام حوكمة الشركات الذي يملك آليات وأدوات رقابية تعمل على الحد من الخسائر الناتجة عن تضارب المصالح، ومنه فإن حوكمة الشركات جاءت كرد فعل واستجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من الفساد المالي والانحراف الإداري، ولغرض إيجاد رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع وتحافظ على إستمرارية الشركة. هذا وقد إكتسى مفهوم حوكمة الشركات أهمية كبرى في السنوات الأخيرة مع تصاعد الإهتزازات والفضائح المالية لكبرى الشركات في العالم، فعلى إثر ذلك¹ تراجعت ثقة المساهمين بالشركات وكان مبعث إنعدام الثقة ينطلق من عدم قدرة التشريعات وهيئات الرقابة على التنبؤ بفشل شركات الأعمال، وما يدور داخل دوائر أصحاب القرار بشركات المساهمة من تجاوزات للحصول على المنافع الخاصة والاقتراف بلا حدود وتنفيذ الأقرار والأصدقاء، كل ذلك يحدث دون تمكين المساهمين من الإطلاع على هذه

¹ عبد الحافظ الصاوي، الحوكمة - الحكم الراشد للشركات - نقلاً عن الموقع الإلكتروني:

التجاوزات، وعليه فقد ارتبط الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات بالأزمات التالية:

- 1- مع إنفجار الأزمة المالية الآسيوية عام 1997 أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات فالأزمة المشار إليها يمكن وصفها بأنها أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال وقد كانت المشاكل التي برزت إلى المقدمة أثناء الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات بين الموظفين الداخليين والأقارب والأصدقاء وحصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل، في الوقت الذي حرصت فيه على عدم علم المساهمين بهذه الأمور وإخفاء الديون من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة.
- 2- تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في كبرى الشركات الأمريكية مثل "انرون" Enron عام 2001 التي كانت تعمل في مجال تسويق الكهرباء والغاز الطبيعي، وكذلك شركة وورلدكوم World com للاتصالات عام 2002، إضافة إلى الفضيحة الشهيرة لبنك الاعتماد والتجارة الدولي، و كارثة بنوك الادخار والاقراض Saving and Lean Banks، حيث أن القوائم المالية لهذه الشركات لم تكن تعبر عن الواقع الفعلي لها، ويرجع ذلك إلى عملية التدليس التي يمارسها مراقبي الحسابات وتأكيدهم على صحة القوائم المالية وما تتضمنه من معلومات محاسبية على خلاف الحقيقة وذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمراجعة والمحاسبة.

ومنه فان من أهم أسباب إهيار الشركات هو إفتقار إدارتها إلى الممارسة السليمة في الرقابة والإشراف وعدم الإهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية التي تستند إلى مبدأ الشفافية، وعدم اظهار البيانات والمعلومات لحقيقة الأوضاع المالية لهذه الوحدات، وقد انعكس ذلك في فقدان المعلومات المحاسبية لأهم عنصر يميزها هو الجودة، ونتيجة لذلك زاد الإهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وأصبح من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الوحدات الاقتصادية فقامت العديد من المنظمات والهيئات الدولية بتأكيد مزايا هذا المفهوم والحث على تطبيقه.

ثانياً: تعريف حوكمة الشركات:

على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين لمفهوم حوكمة الشركات ويرجع ذلك إلى تدخله في العديد من الأمور التنظيمية والإقتصادية والمالية والإجتماعية للشركات، وفيما يلي مجموعة من التعاريف المتعلقة بهذا المفهوم:

- 1- تعريف مؤسسة التمويل الدولية: حوكمة الشركات هي: " النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها".¹

¹ نجاة جمعان، حوكمة الشركات - متطلباتها، مبادئها ونطاق تطبيقها- كونسلت للاستشارات الاستثمارية، 2009، ص 04.

2- **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية** : حوكمة الشركات هي: " ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيه وإدارة ومراقبة الشركات من خلال توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف، مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة، كما أنه يحدد قواعد وإجراءات إتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة، وكذلك تحديد الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها وآليات الرقابة على الأداء".¹

3- **تعريف Rezaee 1997** : حوكمة الشركات هي: "اشتراك جميع القوى وتركيز جميع الجهود باتجاه سير المنشأة من أجل جعلها تسير بشكل صحيح وسليم".

4- **تعريف Lewis 1999** : " حوكمة الشركات هي: نظام متكامل من السلطات والإجراءات والتحكم ينشأ داخلياً وخارجياً لمتابعة إدارة الوحدات الاقتصادية بهدف حماية حقوق جميع أصحاب المصالح بالمنشأة".²

5- **تعريف آخر** حوكمة الشركات هي: "مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات والمساهمين وأصحاب المصالح فيها، وذلك عن طريق الاجراءات والأساليب التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تطوير الأداء والافصاح والشفافية والمساءلة بها، وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الأطراف المختلفة".³

6- **تعريف آخر**: حوكمة الشركات هي: "النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها، والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية".

7- **تعريف آخر**: "تقوم حوكمة الشركات على أساس الموازنة بين الصلاحيات التي تتمتع بها إدارة الشركة وحماية حقوق المساهمين".⁴

8- **تعريف آخر**: حوكمة الشركات هي: "مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة من ناحية أخرى".⁵

¹ احسان بن صالح المعتاز، أخلاقيات مهنة المراجعة والمتعاملين معها- اهيبار انرون والدروس المستفادة - بحث مقدم لندوة الحادية عشر حول سبل تطوير المحاسبة - دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية- جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ديسمبر 2006، ص 19.

² ، نفس المرجع، ص19.

³ نجاة جمعان، مرجع سبق ذكره، ص 04.

⁴ Franck Bancelle, La gouvernance des Entreprises, economica, Paris, 1997, p:19.

⁵ محمد جميل حبوش، مدى التزام الشركات المساهمة الفلسطينية بقواعد حوكمة الشركات - دراسة تحليلية لآراء المراجعين الداخليين، المراجعين الخارجيين ومدراء الشركات المساهمة العامة- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، فلسطين، 2007، ص 27.

على ضوء التعاريف السابقة نستنتج التعريف التالي:

حوكمة الشركات هي: "مجموعة من القواعد الإرشادية التي تستخدم لتوجيه أعمال المنظمات ومراقبتها قصد الارتقاء بأدائها، وتطوير مستوى الإفصاح والشفافية في كل عملياتها خدمة لأهداف المساهمين وأصحاب المصالح في الشركة".

من خلال ما سبق يمكن الإشارة إلى أن مفهوم حوكمة الشركات يتضمن مايلي:

1- مجموعة من القواعد يتم بموجبها إدارة الشركة والرقابة عليها وفق هيكل معين يتضمن توزيع الحقوق والواجبات فيما بين المشاركين في إدارة الشركة مثل مجلس الإدارة، المديرين التنفيذيين والمساهمين وأصحاب المصالح.

2- التأكيد على أن الشركات يجب أن تدار لصالح المساهمين.¹

3- يساعد مفهوم حوكمة الشركات في القضاء على التعارض وتحقيق الإنسجام والتوازن بين مصالح الفئات المختلفة المهتمة بالوحدة الاقتصادية سواء من داخلها أو خارجها، من خلال الحد من سيطرة الإدارة وإعطاء سلطات واسعة للفئات الأخرى خاصة المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح.

4- إهتمام مصطلح حوكمة الشركات بتحقيق الشفافية في كافة عمليات الشركة، والإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بها خاصة المعلومات المالية لما لها من دور فعال في إتخاذ القرارات ومنه العمل على تحقيق جودة هذه المعلومات، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل إمتد إلى دورها في تنشيط السوق المالية حيث توجد علاقة بين مستويات الحوكمة في الدول المختلفة من ناحية وبين درجة نمو وتطور وكفاءة أسواقها المالية من ناحية أخرى.²

5- القاسم المشترك بين المفاهيم المختلفة لمصطلح حوكمة الشركات هو الإهتمام بتطوير الأداء وتحقيق الإفصاح والشفافية والإنضباط والعدالة، وحماية حقوق أصحاب المصالح.

¹ محمد جميل حبوش، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² نجة جمعان، مرجع سبق ذكره، ص 5.

ثالثاً: أبعاد حوكمة الشركات:

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

1- البعد الاشرافي:

يتعلق هذا البعد بتدعيم الدور الاشرافي لمجلس الإدارة على أداء الإدارة التنفيذية، أي إعطائه صلاحيات واسعة في مساءلة ومحاسبة الإدارة عن أعمالها.

2- البعد الرقابي:

أي تدعيم وتفعيل الرقابة سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي للشركة، فعلى المستوى الداخلي فان تدعيم الرقابة يتناول نظم الرقابة والمراجعة الداخلية، أما على المستوى الخارجي فيتناول القوانين واللوائح وقواعد التسجيل في البورصة، وتوسيع نطاق ومسؤوليات المراجع الخارجي وتدعيم إستقلاله.

3- البعد الأخلاقي:

يتعلق الأمر بنشر المبادئ الأخلاقية من أمانة ونزاهة في أداء الواجبات المهنية عن طريق توسيع ثقافة الحوكمة على مستوى إدارات الشركات، وبيئة الأعمال بصفة عامة .

4- الاتصال وحفظ التوازن:

يتم الاتصال وحفظ التوازن بتصميم وتنظيم العلاقات في الشركة ممثلة في العلاقة بين المساهمين والمسيرين من جهة، والعلاقة مع الأطراف الخارجية سواء الأطراف الخارجية ذات المصلحة أو الجهات الاشرافية والرقابية من جهة أخرى، فيجب أن يحكم الاخلاص العلاقة بين إدارة الشركة وحملة الأسهم بينما يجب أن تحكم العدالة علاقة الشركة بالعمال، ويجب أن يحكم الالتزام علاقة الشركة بالهيئات والمنظمات الحكومية .

5- المساءلة:

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

6- الافصاح والشفافية:

الافصاح والشفافية لا يخص فقط المعلومات المالية ونشاطات الشركة، بل يتسع المفهوم ليشمل تقارير عن المؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة طبقاً لقواعد تسيير المؤسسات، حيث يشمل هذا البعد ما

¹ أشرف درويش أبو موسى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة فلسطين، 2008، ص 16-17.

يلي:

- كفاءة وفاعلية إدارة المخاطر، وكفاية أساليب وإجراءات الرقابة اللازمة .
- تحقيق مصالح كافة الأطراف ذات المصلحة، والعمل على تحقيق التوازن بينهم.
- استقلال الغالبية العظمى من أعضاء مجلس الإدارة.
- خبرة أعضاء مجلس الإدارة بطبيعة نشاط الشركة والمواضيع الوظيفية .
- دورية اجتماعات مجلس الإدارة واستمرار تدفق المعلومات .
- سلامة توزيع المهام بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة.
- كفاية الإفصاح عن كافة المعلومات وفي الوقت المناسب.
- تشكيل لجان غير تنفيذية من أعضاء مجلس إدارة المستقلين، مثل لجنة الترشيحات ،لجنة المكفآت و لجان المراجعة.
- وجود وظيفة فعالة للرقابة والمراجعة الداخلية.

رابعاً: أهمية وهدف حوكمة الشركات:

1- أهمية حوكمة الشركات:

لقد تزايدت أهمية حوكمة الشركات نتيجة لاتجاه الكثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي يُعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي، حيث أدى إتساع حجم تلك المشروعات إلى انفصال الملكية عن الإدارة، وبالتالي ضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين، ووقوع كثير من الشركات في أزمات مالية، حيث تبين أن إنعدهم أسلوب حوكمة الشركات يجعل القائمين على الشركة يفضلون مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين.

ومنه يمكن إجمال أهمية حوكمة الشركات في النقاط التالية:¹

- أصبح إلتزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند اتخاذ قرار الإستثمار خاصة في النظام الاقتصادي العالمي الحالي الذي يتسم بالعملة واشتداد المنافسة بين الشركات المختلفة لدخول أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو العالمية من أجل الإستثمار، ومن ثم فإن الشركات التي تطبق مبادئ الحوكمة تتمتع بميزة تنافسية لجذب رؤوس الأموال عن تلك التي لاتطبقها فاتباع الشركات معايير الشفافية في معاملاتها وفي إجراءات الحاسبة و المراجعة يدعم الثقة من جانب المستثمرين سواء المحليين أو الاجانب للاستثمار فيها وهذا ما يؤدي إلى إستقرار في مصادر التمويل.

¹ نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مصر، 2007، ص 299-301.

- إن تطبيق مبادئ الحوكمة يؤدي إلى تحسين أداء إدارة الشركة من خلال مساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تطوير استراتيجية سليمة لها، وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الإستحواذ على أسس سليمة.
- تطبيق مبادئ الحوكمة يقوي ثقة الجمهور في صحة عملية الخصخصة التي تتطلب قواعد إدارية جيدة كما يساعد على ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها، وهذا بدوره يؤدي إلى المزيد من فرص العمل و التنمية الإقتصادية .
- إن تبني مبدأ العدالة في التعامل مع المستثمرين و المقترضين في اطار التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة يمنح ائخيار الشركات، وفي حالة تعرض الشركة للفشل فان تطبيق معايير الافصاح والشفافية المتعلقة بالزاماتها يساهم في اتباع اجراءات للإفلاس أو نزع الملكية تراعي العدالة للدائنين وغيرهم من أصحاب المصلحة .
- تؤكد العديد من الدراسات الدولية أن هناك ارتباط وثيق على مستوى الأسواق الناشئة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المبادئ المتعلقة بالحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين و تنميتها.

2- أهداف حوكمة الشركات:

- تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية لحملة الأسهم والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، وعليه يمكن اجمال أهم الأهداف التي تسعى حوكمة الشركات إلى تحقيقها فيما يلي:
- تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والاداري التي تواجهها الشركات.
- تدعيم عنصر الثقة في كافة معاملات وعمليات الشركة، خاصة في إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية بالشكل الذي يُمكن من ضبط الفساد في أي مرحلة .
- ضمان وجود هياكل إدارية يمكن معها محاسبة إدارة الشركة أمام مساهميها، مع ضمان وجود المراجعة المستقلة على المديرين والمحاسبين وصولاً إلى قوائم مالية ختامية على أساس مبادئ محاسبية عالية الجودة.
- تعميق ثقافة الإلتزام بالمبادئ المتفق عليها، وخلق أنظمة للرقابة الذاتية ضمن إطار أخلاقي نابع من العمل والأخلاق السائدة في المجتمع وآدابه ومبادئه.
- حماية المساهمين بصفة عامة مع تعظيم عائداتهم، وضمان حسن استخدام أموال الشركة.¹

¹ رأفت حسين مطير، آليات تدعيم دور المراجعة الخارجية في حوكمة الشركات، ص 02، مقالة منشورة على الموقع:

الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

- وضع أنظمة يتم بموجبها إدارة الشركة وفقاً لهيكل يحدد توزيع كل من الحقوق والمسؤوليات فيما بين المشاركين (مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية والمساهمين).
 - منع المتاجرة بالسلطة في الشركة .
 - تعظيم مستويات أداء الشركة .
 - تقليل المخاطر إلى أدنى حد.
 - تعظيم قيمة أسهم الشركة، وتدعيم تنافسيتها في أسواق المال العالمية.
 - تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم استقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وبالتالي عدم حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق الأوراق المالية.¹
- المطلب الثاني: مبادئ حوكمة الشركات.**

نظراً للاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة الشركات فقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية على دراسة هذا المفهوم وتحليله ووضع مبادئ محددة لتطبيقه إلا أننا سوف نقتصر على المبادئ التي أصدرتها كل من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وبنك التسويات الدولي ممثلاً بلجنة بازل.

أولاً: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية:

في أبريل من عام 1988 طلب مجلس منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من المنظمة أن تقوم بالاشتراك مع الحكومات الوطنية الأعضاء بالمنظمة وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص لوضع إرشادات خاصة بحوكمة الشركات، حيث تمت الاستفادة من جهودات عدد من الدول غير الأعضاء بالمنظمة إضافة إلى جهودات البنك الدولي و صندوق النقد الدولي، وفي ماي 1999 تم اصدار مجموعة من المبادئ والتي أصبحت الأساس الذي تستند عليه الدول عند وضعها الأسس المناسبة لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات² هذا وقد تضمنت تلك المبادئ العديد من التعديلات الهامة كانت آخرها الصياغة المعدلة في 22 أبريل 2004 وهي تتمثل فيما يلي:

- ضمان وجود أساس لاطار فعال لحوكمة الشركات .
- حماية حقوق المساهمين.
- المعاملة المتساوية للمساهمين .
- دور أصحاب المصالح .
- الافصاح والشفافية .

¹ زرزار العياشي وشرق سمير، حوكمة الشركات - المفهوم، الخصائص، الركائز، والأهمية الاقتصادية- الملتقى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 10/9 ديسمبر 2007 ص 16.

² محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 42-43.

- مسؤوليات مجلس الإدارة .

1- ضمان وجود اطار فعال لحوكمة الشركات:¹

- لضمان وجود اطار فعال لحوكمة الشركات فانه لابد من وجود أطر قانونية وتنظيمية يتم من خلالها ممارسة العمل في جو من النزاهة واحترام القانون، ولتطبيق ذلك يجب الالتزام بما يلي:
- يجب أن يكون هيكل حوكمة الشركات ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل ونزاهة الأسواق ويشجع على قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية، فالبيئة التنظيمية والقانونية التي تعمل فيها الشركات تعتبر ذات أهمية كبيرة لرفع أداؤها.
 - إن المتطلبات التنظيمية التي تؤثر على ممارسة حوكمة الشركات يجب أن تكون متوافقة مع أحكام القانون وقابلة للتنفيذ .
 - يجب أن تنص التشريعات بوضوح على توزيع المسؤوليات بين الهيئات المختلفة في الشركة مع ضمان تحقيق مصالح جميع الأطراف .
 - يجب أن يكون لدى الهيئات الاشرافية والتنظيمية المسؤولة عن تنفيذ القانون السلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بأسلوب مهني وطريقة موضوعية، مع التحديد الواضح والدقيق للقوانين.

2- حماية حقوق المساهمين:

ينص هذا المبدأ على أنه ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين ويسهل لهم ممارسة حقوقهم، فهذا المبدأ عبارة عن بيان للحقوق الأساسية للمساهمين التي تم الاعتراف بها قانونياً في جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وهناك حقوق اضافية مثل الموافقة على أو انتخاب المراجعين والتعيين المباشر لأعضاء مجلس الإدارة والقدرة على رهن الأسهم والموافقة على توزيعات الأرباح، وبصفة عامة تتمثل هذه الحقوق فيما يلي :

- الحقوق الأساسية للمساهمين وتمثل في :

- * تأمين أساليب تسجيل الملكية .
- * نقل أو تحويل ملكية الأسهم .
- * الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة .
- * المشاركة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين .
- * انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .
- * الحصول على حصص من أرباح الشركة .

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004، ص 10-17.

- حق المساهمين في المشاركة وفي الحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة بالتغيرات الأساسية في الشركة ومن بينها :

* تعديل النظام الأساسي أو في مواد تأسيس الشركة .

* الترخيص بطرح أسهم إضافية .

* أية تعاملات مالية قد تسفر عن بيع الشركة .

- حق المساهمين في المشاركة والتصويت بفاعلية في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين من خلال:

* الحصول على معلومات كافية وفي الوقت المناسب عن مكان وتاريخ وجدول أعمال اجتماعات الجمعية

العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة بشأن المواضيع التي سيتخذ بشأنها قرارات في الاجتماع.

* يجب إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة إلى مجلس الإدارة، بما فيها الأسئلة الخاصة بالمراجعة السنوية

الخارجية وإدراج بنود جديدة في جدول الأعمال مع اقتراح الحلول المناسبة لأية مشكلات.

* تمكين المساهمين من التصويت بصفة شخصية أو بالإنابة، على أن يعطى نفس الوزن للأصوات المختلفة

سواء كانت حضورية أو بالإنابة .

- التأكد من اجراءات الافصاح عن هيكل الترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على

قدر من التحكم الذي يؤثر على سياسة الشركة بما لا يتناسب مع نسبة مساهمتهم.

3- المعاملة المتكافئة للمساهمين:

يجب أن يكفل اطار حوكمة الشركات المعاملة المتساوية لكافة المساهمين خاصة صغار المساهمين

والمساهمين الأجانب، كما يجب أن تتاح الفرصة للحصول على تعويض فعلي في حالة إنتهاك حقوقهم

ويتحقق ذلك من خلال مايلي:

- يجب أن يعامل كافة المساهمين حملة نفس طبقة الأسهم معاملة متكافئة، كأن تكون لهم نفس حقوق

التصويت مثلاً.

- يجب أن يحصل المساهمين على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل فئات المساهمين وذلك

قبل قيامهم بشراء الأسهم، كما يجب أن تخضع التغيرات في حقوق التصويت والتي تؤثر سلباً على بعض

فئات المساهمين لموافقتهم.

- حماية مساهمي الأقلية من الممارسات الاستغلالية من جانب المساهمين المسيطرين بطريقة مباشرة أو غير

مباشرة، مع توفير وسائل تعويضية في حالة انتهاك حقوقهم .

- يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق أمناء الحفظ (فارزي الأصوات) بطريقة يتم الاتفاق عليها مع جميع

المستثمرين .

- إزالة كافة العقبات أمام عملية التصويت عبر الحدود .
- يجب أن تسمح الإجراءات المتعلقة باجتماعات الجمعية العامة للمساهمين بالمعاملة المتساوية لكافة المساهمين، كما يجب على الشركة أن تتجنب الإرتفاع في تكلفة عملية التصويت .
- يجب أن يمنع تداول الأسهم بين الداخلين في الشركة أي بصورة لا تتسم بالافصاح والشفافية.
- يجب أن يطلب من أعضاء مجلس الادارة أوالمديرين التنفيذيين الافصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة .

4- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:

- ينص هذا المبدأ على أن الاطار المنظم لقواعد حوكمة الشركات يجب أن ينص على احترام حقوق أصحاب المصلحة في الشركة كما هي محددة في القانون، كما يجب أن يشجع على التعاون بين الشركة وأصحاب المصلحة للمحافظة على استدامة المؤسسة وسلامتها مالياً، فنجاح المؤسسة وزيادة قدرتها التنافسية ماهو إلا نتيجة لعمل الفريق الذي يجسد الاسهامات المقدمة من مختلف أصحاب المصالح من مستثمرين، عاملين، دائنين، والموردين، لذلك على اطار حوكمة الشركات أن يعترف بأن مصالح الشركة تجري خدمتها عن طريق الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح وفقاً لما يلي :
- يجب أن تتاح الفرصة لأصحاب المصالح للحصول على تعويض في حالة انتهاك حقوقهم .
 - تطوير آليات لمشاركة العاملين في صياغة سياسات الشركة وتحسين الأداء .
 - السماح لأصحاب المصالح بالحصول على المعلومات المتعلقة بعملية ممارسة سلطات الادارة بالشركة، وفي الوقت المناسب .

- تمكين أصحاب المصالح بما فيهم العاملين من الأفراد والجهات التي تمثلهم من الاتصال بمجلس الادارة للتعبير عن مخاوفهم تجاه التصرفات غير القانونية و المنافية لأخلاقيات المهنة بما لا يؤدي إلى المساس بحقوقهم.

5- الافصاح والشفافية:

- يجب أن يضمن اطار حوكمة الشركات القيام بالافصاح السليم والدقيق وفي الوقت المناسب عن كافة المسائل الهامة المتعلقة بالشركة، إذ يساعد الافصاح القوي والفعال في جذب رؤوس الأموال إلى الشركة وزيادة الثقة في ادارتها، حيث يتضمن الإفصاح مايلي:

- الافصاح عن المعلومات الأساسية المتمثلة في

- * النتائج المالية والتشغيلية للشركة .
- * أهداف الشركة .
- * ملكية أغلبية الأسهم وحقوق التصويت .

الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

* مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والمعلومات عن مؤهلاتهم وكيفية اختيارهم ودرجة استقلالهم .

* أية معاملات تتم بين أطراف من الشركة مع ذوي العلاقة .

* عوامل المخاطر المتوقعة .

* المسائل المادية المتعلقة بالعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح .

* مضمون قانون حوكمة الشركات وطريقة تنفيذه .

- إعداد المعلومات المحاسبية والافصاح عنها بأسلوب يتفق مع معايير محاسبية ذات جودة.

- يجب الاضطلاع بعملية مراجعة سنوية لحسابات الشركة عن طريق مراجع خارجي مستقل لبدء رأيه في أسلوب إعداد القوائم المالية، ويقدم تأكيدات لمجلس الإدارة والمساهمين أن القوائم المالية تعكس بصدق المركز المالي وأداء الشركة .

- تقارير مراجعي الحسابات الخارجيين ذات المهنية العالية والمعدة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية

- توفير قنوات لنشر المعلومات وإتاحة الفرصة للجميع للحصول عليها بتكلفة مناسبة وفي الوقت الملائم وبطريقة تتسم بالعدالة.

6- مسؤوليات مجلس الإدارة:

يجب على مجلس الإدارة أن يضع استراتيجية لتوجيه الشركة، وأن يكفل متابعة الإدارة التنفيذية وكذا مساءلته من قبل المساهمين، وعموماً على مجلس الإدارة أن يكون مشرفاً بصفة رئيسية على الأداء الإداري وأن يضمن تحقيق عائد مناسب للمساهمين، إذ تقع عليه المسؤوليات الآتية:

- العمل على أساس الحرص وحسن النية.

- عند اتخاذ قرارات يمكن أن تمس حقوق المساهمين يجب أن يعاملو معاملة متساوية.

- العمل على أساس أخلاقي مع الحرص على إرساء الجو الأخلاقي في الشركة وذلك باحترام الحقوق التي يقرها القانون لجميع الأطراف ذات المصالح بالشركة .

- القيام بالوظائف الرئيسية التالية:

* صياغة وإستعراض كل من : استراتيجية الشركة، خطط العمل، سياسة إدارة المخاطر، مراقبة الأداء الاشراف على النفقات الرأسمالية.

* اختيار المديرين التنفيذيين وتحديد مرتباتهم والمزايا الممنوحة لهم، وكذا متابعة خطط التعاقد الوظيفي.

* إدارة ومتابعة أي تعارض محتمل في المصالح بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والمساهمين كسوء استخدام أصول الشركة واجراء تعاملات مع أطراف ذوى صلة.

* ضمان نزاهة حسابات الشركة وسلامة تقاريرها المالية، مع الحرص على وجود مراجعة مستقلة وإيجاد نظم سليمة للرقابة الداخلية.

ثانياً: مبادئ بنك التسويات الدولي:

باعتبار البنوك من الشركات ونظراً لحساسية الدور الذي تقوم به في الاقتصاد ككل فقد تم إعداد مبادئ خاصة بالحوكمة في البنوك، حيث أصدرت لجنة بازل تقرير عن تعزيز الحوكمة في المصارف عام 1999 ثم أصدرت نسخة معدلة منه عام 2005 وفي فبراير 2006 نسخة محدثة بعنوان "Enhancing corporate governance for banking organization"، تتضمن مبادئ الحوكمة في المصارف والمتمثلة فيما يلي:¹

– المبدأ الأول:

يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مؤهلين لشغل مناصبهم بحيث تكون لهم القدرة على إدارة العمل بالبنك، وأن يكونوا مسؤولين بشكل تام عن أداء البنك وسلامة مركزه المالي، وعن صياغة استراتيجية العمل وإدارة المخاطر، وكذا عدم اتخاذ قرارات عندما يكون هناك تعارض في المصالح بشكل يجعلهم غير قادرين على أداء واجبهم على أكمل وجه اتجاه البنك، وأن يقوموا بإعادة هيكلة للمجلس كلما تطلب الأمر ذلك مما يشجع على زيادة الكفاءة، كما يجب أن يقوم المجلس بتعيين ومراقبة المديرين التنفيذيين. بما يضمن وجود الكفاءات القادرة على إدارة البنك، ومن مهام مجلس الإدارة أيضاً تشكيل لجان لمساعدته منها لجنة المراجعة والتي تعمل بالتعاون مع مراقبي الحسابات وتستلم تقاريرهم وتقوم باتخاذ الاجراءات التصحيحية في الوقت المناسب لتحديد أوجه القصور في الرقابة الداخلية وعدم التوافق مع السياسات والقوانين والنظم، كما يشكل مجلس الإدارة لجنة المخاطر تضع المبادئ للإدارة العليا بشأن إدارة مخاطر الائتمان، السوق، السيولة، التشغيل والسمعة... الخ، ولجنة الأجور التي تضع نظم الأجور ومبادئ تعيين الإدارة التنفيذية والمسؤولين بالبنك بما يتماشى مع أهداف واستراتيجية البنك.

– المبدأ الثاني:

على مجلس الإدارة أن يضع ويراقب الأهداف الاستراتيجية للبنك، وقيم ومعايير العمل أخذاً في الاعتبار مصالح حملة الأسهم والمودعين وأن تكون هذه القيم سارية في البنك، ويجب أن يتأكد مجلس الإدارة من أن الإدارة التنفيذية تعمل على تطبيق استراتيجية البنك، وتمتع العلاقات التي تضعف الحوكمة بالاقتراض للعاملين أو المديرين أو حملة أغلبية الأسهم، أو إعطاء مزايا تفضيلية لأشخاص ذوي صلة ويجب على مجلس

¹ مقالة بدون كاتب أو عنوان المقال منشورة على الموقع:

الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

الإدارة توفير الحماية للعاملين الذين يعدو تقارير عن ممارسات غير قانونية أو غير أخلاقية في حقهم و اتخاذ إجراءات تأديبية لإصلاح الوضع .

- المبدأ الثالث :

على مجلس الإدارة أن يضع حدوداً واضحة للمسؤوليات والمحاسبة في البنك، أي صياغة هيكل إداري يشجع على المحاسبة ويحدد المسؤوليات لمجلس الإدارة نفسه، والمديرين التنفيذيين والعاملين .

- المبدأ الرابع:

يجب أن يتأكد مجلس الإدارة من أن الإدارة التنفيذية تطبق السياسات التي وضعها عند القيام بأنشطة البنك وهذا وفقاً لنظام فعال للرقابة الداخلية.

- المبدأ الخامس:

يجب على مجلس الإدارة أن يُقرّ باستقلال مراقبي الحسابات، وبوظائف الرقابة الداخلية باعتبارها أعمال جوهرية لحوكمة المصارف، حيث تقوم بعملية اختبار وتأكيد المعلومات التي يتم الحصول عليها من الإدارة عن عمليات وأداء البنك، وعلى مجلس الإدارة أن يتحقق من أن القوائم المالية تمثل الموقف المالي للبنك في جميع جوانبه، وذلك من خلال التأكد من أن مراقبي الحسابات الخارجيين يمارسون عملهم بالتوافق مع معايير العمل الواجب تطبيقها .

- المبدأ السادس:

على مجلس الإدارة أن يتأكد من أن سياسات الأجور والمكافآت تتناسب مع أهداف واستراتيجية البنك كما أن حوافز المديرين يجب أن ترتبط بأدائهم المحقق .

- المبدأ السابع:

تعد الشفافية عماد الحوكمة الفعالة والسليمة، ووفقاً للدليل لجنة بازل عن الشفافية في البنوك فإنه في ظل نقص الشفافية يكون من الصعب على المساهمين وأصحاب المصالح والمشاركين الآخرين في السوق أن يراقبوا بشكل فعال أداء إدارة البنك، هذا ويعد الإفصاح العام ضرورياً خاصة للبنوك المسجلة في البورصة لتحقيق الانضباط في السوق، إذ يجب أن يكون الإفصاح دقيقاً وفي الوقت المناسب، ومن بين أهم المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: المعلومات المتعلقة بالبيانات المالية، التعرض للمخاطر، الموضوعات المرتبطة بالمراجعة الداخلية وبالحوكمة في البنك.

– المبدأ الثامن:

يجب أن يفهم أعضاء مجلس الإدارة والمديرين هيكل عمليات البنك والبيئة التشريعية التي يعمل فيها فيمكن أن يتعرض البنك لمخاطر قانونية بشكل غير مباشر عندما يقوم بخدمات نيابة عن عملائه الذين يستغلون الخدمات التي يوفرها البنك لممارسة أنشطة غير مشروعة مما يعرض سمعة البنك للخطر .

المطلب الثالث: ممارسة الحوكمة بالشركات.

تقوم مبادئ حوكمة الشركات على مجموعة من القيم منها العدالة، قابلية المحاسبة عن المسؤولية والشفافية، وتعتمد التحديات الخاصة بمراعاة هذه المبادئ والالتزام بها على هيكل الملكية في قطاع الشركات فكل شركة تمر بمجموعة من المراحل نحو الاصلاح وصولاً إلى التطبيق الفعلي لمبادئ الحوكمة. أولاً: أهمية هيكل الملكية في حوكمة الشركات:¹

هناك نوعان شائعان لهياكل ملكية الشركات هما الهيكل المركز أو ما يسمى بنظام الداخلين Insider والهيكل المشتت الذي يطلق عليه نظام الخارجيين Outsider، ففي هياكل الملكية المركزة تتركز الملكية والإدارة في أيدي عدد قليل من الأفراد والعائلات، أو المديرين أو أعضاء مجلس الإدارة، أو الشركات القابضة أو البنوك، ولأن هؤلاء الأفراد والشركات يتولون الإدارة فانهم يؤثرون على طريقة تشغيل وعمل الشركة لذلك يطلق عليهم "الداخليين"، فهم يسيطرون على الشركات بعدة طرق أهمها ملكيتهم لأغلبية أسهم الشركة وحقوق التصويت فيها، فيقوم المساهمين ذوي الملكيات الضخمة من الأسهم وأصحاب حقوق التصويت بالتحكم في الإدارة عن طريق التمثيل المباشر في مجلس الإدارة، وفي بعض الأحيان يملك الداخلين عددا قليلا من الأسهم ولكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق التصويت ويحدث هذا عندما تتعدد أنواع الأسهم مع تمتع بعضها بحقوق تصويت أكثر من بعضها الآخر (في بعض الأحيان لا تتمتع أسهم معينة بحقوق تصويت على الإطلاق)، فان تمكن بعض الأفراد من إمتلاك أسهم ذات حقوق تصويت ضخمة فان ذلك سيمكنهم من أن يتحكموا في الشركة حتى ولو لم يكونوا هم أصحاب أغلبية رأس المال، أما في هياكل الملكية المشتتة فيكون هناك عدد كبير من أصحاب الأسهم (الملاك) يملك كل واحد منهم عدد قليل من أسهم الشركة، وعادة لا يكون لدى صغار المساهمين حافز لمراقبة نشاط الشركة كما أنهم لا يميلون إلى المشاركة في القرارات والسياسات الادارية لذلك يطلق عليهم "بالخارجيين"

¹ كاترين لـ. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، تأسيس حوكمة الشركات في الإقتصاديات النامية والصاعدة والإنتقالية، مركز

مما سبق نستنتج أن لكل نظام سواء أكان نظام الداخليين أو نظام الخارجيين مزاياه وعيوبه، ومن ثم فإن كل شركة سواء كانت بهيكل ملكية مركز أو هيكل ملكية مشتت فإنها تواجه تحديات لتطبيق الحوكمة وفيما يلي وصف لذلك:

1- نظام الداخليين **Insidier**:¹

تتمتع الشركات التي يتحكم فيها الداخليين بالعديد من المزايا، فالداخليين لديهم السلطة والدافع لمراقبة إدارة الشركة وهو ما يؤدي إلى إضعاف أو تقليل احتمالات سوء الإدارة والغش، فضلا على أن الداخليين وبسبب كبر حجم ملكيهم وحقوق الإدارة الخاصة بهم يميلون إلى اتخاذ القرارات التي ترفع من أداء المنشأة في الأجل الطويل مقابل القرارات التي تهدف إلى تعظيم المكاسب في الأجل القصير، وبالرغم من ذلك فإن الشركات ذات هيكل الملكية المركز تعاني من بعض العيوب التي تقف عقبة في طريق تطبيق الحوكمة منها أن أصحاب حقوق التصويت من ذوي النسب المسيطرة يمكن أن يتواطؤوا مع الإدارة للإستيلاء على أصول الشركة على حساب مساهمي الأقلية ويحدث هذا عندما لا يتمتع مساهمو الأقلية بحقوقهم القانونية، ونفس الأمر عندما يكون المديرون من كبار المساهمين حيث يستخدمون سلطتهم للتأثير في قرارات مجلس الإدارة التي قد يستفيدون منها بشكل مباشر على حساب الشركة، كأن يقنعوا مجلس الإدارة للموافقة على مرتبات ومزايا باهضة لهم، أو الموافقة على شراء مستلزمات تزيد أسعارها عن المعتاد من إحدى المنشآت التي يملك فيها مديرو الشركات قدرا كبيرا من الأسهم، هذا ويمكن لكبار المساهمين أو أصحاب حقوق التصويت أن يجربوا الشركات عن طريق إقناع مجلس الإدارة للتصديق على شراء إحدى المنشآت المنافسة بغرض وحيد هو زيادة الحصة السوقية للشركة والقضاء على المنافسة، أو إقناع مجلس الإدارة لرفض عروض الإستحواذ خشية فقد السيطرة على المنشأة على الرغم من أن عملية الإستيلاء قد تحسن من أداء الشركة. وعليه يمكن القول أن "الداخليين" الذين يستخدمون سلطتهم بطريقة غير مسؤولة يعملون على ضياع موارد الشركة، وتخفيض مستويات الإنتاجية فيها وبالتالي تكون تصرفاتهم هذه من الأسباب التي تؤدي إلى إفسار عملية تطبيق مبادئ الحوكمة بالشركة .

2- نظام الخارجيين **Outsider**:²

على عكس نظام الداخليين، فإن المنشآت في نظام الخارجيين تعتمد على الأعضاء المستقلين في مجالس إدارتها لمراقبة السلوك الإداري والإشراف عليه، وفي هذا يميل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بوضوح وبدرجة متساوية عن المعلومات أو تقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي والعمل على حماية

¹ كاترين لـ. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 14-15.

² نفس المرجع، ص 16-17.

مصالح وحقوق المساهمين لهذا يعتبر نظام الخارجيين أكثر قابلية للمحاسبة وأقل فساداً، وعلى الرغم من هذه المزايا فإن الشركات ذات هياكل الملكية المشتتة تعاني من بعض نقاط الضعف حيث نجد الملاك المشتتون يميلون إلى الإهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير، ومن ثم فهم يتجهون إلى الموافقة على القرارات التي تنشأ عنها مكاسب في الأجل القصير لكنها لا تعمل على تشجيع أداء الشركة في الأجل الطويل، وهذا ما يؤدي إلى نوع من الخلاف بين أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين الآخرين، وإلى تواتر التغيرات في هيكل الملكية لأن المساهمين قد يرغبون في التخلي عن استثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر ارتفاعاً في شركات أخرى وكلا الأمرين يؤدي إلى إضعاف إستقرار الشركة، ومن جهة أخرى نجد صغار المستثمرين ليس لديهم حافز لمراقبة قرارات مجلس الإدارة ومحاسبة أعضائه عن مسؤولياتهم، وهذا قد يؤدي إلى إتخاذ قرارات لا تخدم مصلحة الشركة.

وعليه فإن كلاً من نظام الداخليين والخارجيين يحمل في طياته مخاطر والتي تشكل تحدياً لتطبيق نظم الحوكمة بالشركات، حيث أن التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات يعتمد على مزيج من الضوابط الداخلية والخارجية، فالضوابط الداخلية هي عبارة عن ترتيبات داخل الشركة تهدف إلى تقليل المخاطر من خلال تحديد وتوضيح العلاقات بين المديرين والمساهمين ومجالس الإدارة وأصحاب المصالح، وحتى يكون لهذه الإجراءات أثر يجب أن تدعم بالضوابط الخارجية والتي تتمثل في المؤسسات والتشريعات (القوانين) المنظمة لبيئة الأعمال في الدولة .

وبالتالي فإن تطبيق حوكمة الشركات يتجه نحو التركيز على النموذج التالي:¹

- قيام المساهمين بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلونهم .
- قيام أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت على الأمور الرئيسية وإتخاذ القرارات بالأغلبية .
- إتخاذ القرارات بطريقة تتسم بالشفافية بحيث تمكن المساهمين وأصحاب المصالح من أن يخضعوا أعضاء مجلس الإدارة للمساءلة بشأنها .
- إتباع الشركة لمعايير محاسبية تنشأ عنها معلومات ذات جودة تمكن أعضاء مجلس الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح من إتخاذ القرارات الصائبة .
- إتزام سياسات الشركة وممارستها بالقوانين الوطنية، واللوائح المحلية .

¹ كاترين لـ. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 18.

ثانياً: العناصر الأساسية لتطبيق الحوكمة بالشركات:

أصبحت درجة التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة أحد المعايير الأساسية التي يضعها المستثمرون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الإستثمار، خاصة في ظل النظام الاقتصادي العالمي الحالي الذي يتسم بالعلوّة واشتداد المنافسة بين الشركات والمؤسسات المختلفة لدخول أسواق المال سواء المحلية أو العالمية من أجل الإستثمار، كون أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يعمل على محاربة الفساد ويوسع فرص الإستثمار وحتى تكون للحوكمة فعاليتها في المؤسسة فقد حدّد الخبراء ثلاث مستويات كمراحل لتطبيقها تتمثل فيما يلي:¹

- المستوى الأول: التمهيد لممارسة الحوكمة بالشركة:

ويشمل النقاط التالية:

- تحتفظ الشركة بعدد من السياسات المصاغة أو بميثاق الحوكمة يتضمن كحد أقصى حقوق المساهمين والتعامل معهم، دور مجلس الإدارة، الشفافية وأخلاقيات المهنة.
- إنعقاد مجلس الإدارة بشكل دوري بحيث يتشاور بشكل مستقل مع الإدارة التنفيذية، كما يجب أن يحصل على المعلومات المناسبة، والوقت الكافي للتحليل والتشاور من أجل ممارسة مهامهم المتعلقة بالاشراف على الشركة وتنميتها.
- يشتمل مجلس الإدارة على أعضاء ليسوا من ضمن الموظفين التنفيذيين يشكلون لجنة للمراجعة تقوم بتقديم توصيات بشأن اختيار المراجعين الداخليين والخارجيين، كما تشرف على تنفيذ التوصيات .
- يؤسس مجلس الإدارة ويراجع على أساس دوري سياسات الشركة فيما يتعلق بكافة الصفقات الهامة التي تعقدها والتي تتطلب موافقة المساهمين.
- إعداد قوائم مالية وفق نظام دولي للمحاسبة يحترم المعايير التي تضعها الجهات المحلية.
- إلتزام الشركة بالافصاح عن كافة القوانين والنظم والقواعد التي تعمل على أساسها، كما يتم التعامل مع المستثمرين المحليين والأجانب بالتساوي فيما يتعلق بالافصاح عن المعلومات .
- حصول أقلية المساهمين على المعاملة المتساوية بخصوص الافصاح عن المعلومات، كما يتم اعلامهم بانعقاد الجمعية العامة للمساهمين في الوقت المناسب.

¹ International Finance Corporation, Corporate governance progression matrix for banks and financial instruction, 2003, www. en.wikipedia.org, page consultée le: 14/04/2009.

المستوى الثاني: الخطوات الإضافية لضمان التطبيق الفعلي للحوكمة بالشركات:

ويضم النقاط التالية:

- تحديد موظف مسؤول عن ضمان التزام الشركة بميثاق الحوكمة، مع مراجعة هذا الميثاق بشكل دوري.
- إفصاح الشركة عن التزامها بميثاق الحوكمة، بحيث يحصل مجلس الإدارة على مراجعات سنوية تحتوي على آراء من مصادر متخصصة وخبراء من خارج الشركة بخصوص درجة الالتزام.
- وضع اجراءات خاصة لمراجعة مجلس الادارة لكافة الصفقات المبرمة مع أعضاء تابعين للشركة.
- تكوين مجلس الادارة من أعضاء ذوي مهارات تناسب مع مهام الاشراف .
- إلتزام الشركة عند إعداد حساباتها المالية وسياسات رفع التقارير والافصاح بالشروط القانونية والتنظيمية الوطنية، بحيث تدرج عناصر هامة من أفضل الممارسات الصادرة عن المؤسسات الدولية.
- التمثيل الجيد لمساهمي الأقلية من خلال آلية التصويت التجميعي، اضافة إلى وضع سياسات واضحة وقابلة للتطبيق تتعلق بالتعامل مع حقوق المساهمين عند تغيير السلطة.

المستوى الثالث: الاسهام في تحسين الحوكمة على مستوى الشركة:

لابد أن يكون على مستوى مجلس الادارة لجنة للحوكمة تعمل على:

- تكوين لجان متخصصة أخرى منبثقة من المجلس تختص بموضوعات معينة مثل حل نزاعات المصالح المحتملة (الترشيح، التصويت...الخ).
- إعادة إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة بشكل سنوي.
- تتيح جميع صور الافصاح والاتصالات بالمساهمين خاصة على شبكة الأنترنت .
- أن يكون لدى الشركة مراجعة مستقلة للأصول، وأن تتم على مستوى مجلس الادارة أو لجنة من لجانه من أجل ضمان التعرف السريع على الأصول التي تتعرض لمخاطر الاختلاس .
- اضافة لما سبق فانه للتحكم في مفهوم حوكمة الشركات لابد من توفر عنصران مهمان هما: التحكم القبلي، والتحكم البعدي، حيث يهتم العنصر القبلي بحشد عدد من القوانين والاجراءات لضبط عمل الشركات والحد من تجاوزاتها، بينما التحكم البعدي فيكون على شكل قرارات وعقوبات تفرض على الشركات المخالفة لتصحيح أخطائها أو لاعلام الشركات الأخرى بالعواقب المتوقعة للتجاوزات المحتملة.

المبحث الثاني: آليات تفعيل حوكمة الشركات.

تنبع الحاجة لحوكمة الشركات من الفصل بين الملكية والإدارة في شركات المساهمة، فالمستثمرون يسعون إلى الإستثمار في مؤسسات ناجحة تعود عليهم بالأرباح الأمر الذي يدفعهم إلى البحث عن إثبات بأن الشركات التي يساهمون فيها تدار وفق ممارسات سليمة تقلل إلى أدنى حد من احتمالات الفساد وسوء الإدارة، أي البحث عن شركات بها هياكل سليمة لحوكمة الشركات، حيث يقوم الهيكل السليم لحوكمة الشركات على مجموعة من الركائز، كما أن هناك مجموعة من الأطراف سواء كانت داخل المؤسسة أو خارجها لها دور كبير في ترسيخ الحوكمة بالشركات.

المطلب الأول: دعائم حوكمة الشركات.

إن جوهر حوكمة الشركات يتمثل في إدارة الشركات وفق أسس تعمل على رفع أداؤها، وصيانة حقوق كل من له مصلحة فيها، ويعتبر الإفصاح، الشفافية، المساءلة وكذا مكافحة الفساد أحد الدعائم الأساسية التي يقوم عليها نظام حوكمة الشركات.

أولاً: الشفافية:

1- تعريف الشفافية:

أ- لغة: الشفافية ترجمة للكلمة الفرنسية "Transparence" ومنها الصفة "Transparent". بمعنى شفاف وتعني لغوياً ما لا يحجب ما وراءه¹.

ب- اصطلاحاً: تعني الشفافية الوضوح التام في اتخاذ القرارات ورسم الخطط والسياسات وعرضها على الجهات المعنية بمراقبة أداء المنظمة، أي التصرف بطريقة مكشوفة وعلنية²، كما يقصد بها قيام شركات المساهمة ذات الاككتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجبتها، ما عدا تلك التي يكون من شأنها الاضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريرتها مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك، هذا وتعتبر الشفافية حقاً دائماً يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين³.

¹ صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والأشخاص الملزوم بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الخامس، غرفة تجارة وصناعة دبي، 7/6 مارس 2007، ص 03.

² سعيد علي الراشدي، الإدارة بالشفافية، كنوز المعرفة، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 15-16.

³ صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والافصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الخامس، غرفة تجارة وصناعة دبي، 7/6 مارس 2007، ص 05.

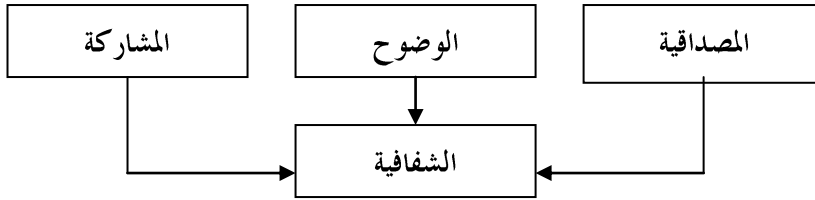
2- شروط الشفافية:¹

استناداً إلى المعايير الدولية حول الشفافية فإن العناصر الأساسية لتحقيق الشفافية تتمثل فيما يلي:

- تصميم الإجراءات والتعليمات الإدارية بما يتفق مع قواعد مكتوبة ومنشورة.
- أن تكون نصوص القوانين واللوائح والتعليمات المتعلقة بالنظام الداخلي للمؤسسة، وتلك التي توضح كيفية ممارسة الحقوق القانونية لكل من له مصلحة بالشركة في متناول الجميع.
- أن توفر المؤسسات معلومات كافية لفهم عملها، وتسهيل مراقبة أداؤها.
- أن توفر المؤسسات البيانات التي يحتاجها المستثمر لوضع خططه المستقبلية وتقدير معدلات المخاطرة الاستثمارية.
- توفير البيانات الأساسية عن أداء الشركة في وقت سريع وملائم .

من خلال هذه المعايير نستنتج أن الشفافية هي أن تكشف المؤسسات ما يجري ويدور بداخلها، بحيث تكون كل الحقائق معروضة ومتاحة للجميع لمناقشتها بهدف تحسين الممارسات الإدارية وتحقيق الأهداف التي تسعى لها المؤسسة، والشكل الموالي يوضح لنا جوهر الشفافية:

شكل رقم (1-1): جوهر الشفافية .



المصدر: أحمد فتحي أبو كرم، الشفافية والقيادة الإدارية، دار الحامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2009 ، ص 65.

3- الشفافية والحوكمة في الشركات:

إن الشفافية هي مكوّن أساسي في حوكمة الشركات، وهذا يستوجب الاتصال الفعّال بين مختلف الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة بحيث تكون لها مشاركة في اتخاذ القرارات، كما يستوجب الوضوح التام في الأدوار والمسؤوليات مما يسمح برفع مستوى الثقة في أداء المؤسسة، فقد أصبح المستثمرون يطالبون بانفتاح أكثر ومعلومات كاملة من أجل مراقبة النتائج وإيجاد التعديلات في الإدارة إن إقتضت الحاجة حيث أن غياب الشفافية أدى إلى تفاقم الضعف المالي على مستوى الشركات، وإلى وقوع الكثير من الأزمات المالية مثل أزمة كبرى الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، فضباية المعاملات الداخلية

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 10.

لهذه الشركات كانت السبب في تعرضها للانهيار، ومنه فان الشفافية تعتبر من أهم دعائم حوكمة الشركات.

ثانياً: الإفصاح:

1- مفهوم الإفصاح:

يقصد بالإفصاح اتباع سياسة الوضوح الكامل واطهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، فالإفصاح لا يعني فقط مجرد توفير البيانات والسماح بالاطلاع عليها كما هو بالنسبة للشفافية*، بل تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية للمساهمين وكذلك في الحالات الاستثنائية إلى الجهات الرقابية مثل هيئة سوق الأوراق المالية، بحيث تصل إلى علم كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين²، فالإفصاح هو عرض للمعلومات المهمة بالنسبة للمستثمرين والدائنين وغيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرته على سداد التزاماته، وترتبط درجة الإفصاح بتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين وذلك من خلال نشر معلومات تعكس حقيقة الأوضاع بالمشروع.³

2- أنواع الإفصاح:

يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح تبعاً للهدف منه إلى:⁴

1- الإفصاح الكامل:

يشير الإفصاح الكامل إلى مدى شمولية القوائم المالية، وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على المستثمر، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يُعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ويجب أن لا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يشمل بعض الوقائع اللاحقة التي لها تأثير على قرارات المستثمرين.

* قد يتداخل مفهوم الشفافية مع مفهوم الإفصاح إلا أن الشفافية تتمثل في إدارة المؤسسة بطريقة واضحة ومكشوفة أمام جميع الأطراف المرتبطة بالمؤسسة، في حين أن الإفصاح هو الالتزام بإيصال المعلومات بصفة دورية إلى كل من له حق في الاطلاع عليها مثل الإفصاح في البورصة.

² صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 05.

³ محمود ابراهيم وعبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1995، ص 25.

⁴ لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد التاسع والعشرون، العدد الأول، 2007، ص 180-181.

ب- الإفصاح العادل:

يهتم الإفصاح العادل بمراعاة التوازن في تلبية احتياجات جميع الأطراف، إذ يتوجب إخراج التقارير المالية بما فيها القوائم المالية بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى، وهذا من خلال مراعاة استفادة جميع الفئات منها بشكل عادل.

ج- الإفصاح الكافي:

يشير هذا النوع من الإفصاح إلى الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية فمفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق، إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر مباشرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، كما أنه يتأثر بالخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

د- الإفصاح الملائم:

هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المنشأة وطبيعة نشاطها، في هذا النوع ليس من المهم الإفصاح عن معلومات مالية كثيرة، بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين.

هـ- الإفصاح التثقيفي (الاعلامي):

يتضمن الإفصاح التثقيفي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المستقبلية والإفصاح عن الانفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويلية، هذا النوع من الإفصاح يساهم في الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية والذي يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.

و- الإفصاح الوقائي:

هذا النوع من الإفصاح يقوم على ضرورة احتواء التقارير المالية على معلومات غير مضللة، فالهدف الأساسي لهذا النوع من الإفصاح هو حماية المستثمر العادي ذو القدرة المحدودة على تحليل المعلومات لذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية والدقة.

3- الممارسات الخاطئة في الإفصاح:

إن الهدف من الإفصاح بصفة عامة هو مساعدة المستثمر في الأوراق المالية على فهم العوائد والمخاطر المرتبطة بقرار الاستثمار، حيث يعمل على كشف الأداء الإداري والتشغيلي في الشركة، الأمر الذي يسمح بترشيد قرارات المفاضلة بين الأوراق المالية للشركات المختلفة، ولكن بعض الشركات لا تلتزم بمتطلبات

الافصاح إما لنقص الوعي بمتطلباته أو لتعمد إخفاء بعض الحقائق عن المستثمرين وذلك من خلال ما يلي:¹
ا- عدم كفاية الافصاح بتقرير مجلس الادارة:

لقيام الأوراق بالبورصة فان الشركة تقدم علاوة على القوائم المالية المدققة تقريراً من مجلس الادارة توضح فيه الموقف المالي والتشغيلي للشركة وسياساتها المستقبلية والمخاطر المحيطة بأنشطتها، وقد يعتمد مجلس الادارة في تقريره إخفاء بعض الحقائق عن المساهمين الآخرين حول كيفية إدارة الإيرادات والمصروفات وذلك بالتواطئ مع الادارة التنفيذية في الشركة.

ب- عدم كفاية الافصاح عن المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة:

تنص معايير المحاسبة وكذا القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية أن تفصح الشركة عن معاملاتها مع الأطراف ذوي العلاقة وكذا المعاملات مع أعضاء مجلس الادارة والمديرين وأقاربهم وكل مساهم يملك 5% فأكثر من أسهم الشركة، ففي بعض الحالات يقوم المسؤولين بالشركة بتنفيذ معاملات بين الشركة وشركائهم الخاصة أو شركات أقاربهم بحيث تُقام تلك المعاملات بشكل مغالى فيه فيستولوا على أموال الشركة على حساب المساهمين فيها، وعدم كفاية الافصاح عن هذه المعاملات هو مؤشر على ضعف نظم الرقابة الداخلية واجراءات الالتزام بقواعد حوكمة الشركات .

ج- التلاعب في إعلان نتائج الأعمال بالاصدارات الصحفية قبل نشر القوائم المالية:

لجذب أكبر عدد من المستثمرين تقوم بعض الشركات باصدار بيانات صحفية في نهاية كل فترة محاسبية لعرض نتائج أعمالها، وذلك قبل نشر القوائم المالية الختامية، وفي هذه البيانات الصحفية يتم الاعلان عن عدة مسميات للربح مثل صافي الربح قبل المصروفات غير العادية، وصافي الربح قبل خصم مصروف الاهتلاك وقد يترتب على ذلك إلتباس في سوق الأوراق المالية لأن هناك فرق بين قيمة الأرباح المتعلقة بهذه المسميات وصافي الربح طبقاً لقائمة الدخل.

ومنه فلا بد من محاربة هذه الممارسات السلبية التي تؤثر على أهمية الافصاح كقوم من مقومات تدعيم حوكمة الشركات، من خلال التقييد بافصاح وقائي، كامل وملائم، يجعل المعلومات في متناول الجميع وفي نفس الوقت.

¹ مصطفى حسن بسيوني السعدي، المسؤولية القانونية لمراجع الحسابات وبذل العناية المهنية في ضوء المعايير المصرية والأمريكية والدولية، مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2007، ص 77- 79 .

ثالثاً: المساءلة:

- 1- تعريف المساءلة: ¹ هي عبارة عن آلية لمحاسبة المسؤولين على أعمالهم وفحص قراراتهم، وإتاحة الفرصة أمامهم لإيضاح أي نقاط غامضة أو تهم توجه إليهم، كما تعني المساءلة التزام المسؤولين بالقواعد التالية:
 - توضيح كيفية تنفيذ الإدارة التنفيذية لمهامها، ومبررات القرارات التي تتخذها.
 - التفاعل المباشر مع الانتقادات والمطالب التي التي توجههم إليهم.
 - قبول جزء من المسؤولية عن الأخطاء التي تقع أو الفشل الذي ينتج عن القرارات المتخذة.
 - وجود آلية واضحة تتيح للمساهمين التحقق من إلتزام الادارة بمهامها على الوجه المخطط له.
 - وجود آلية واضحة للتعامل مع الأخطاء أو الفشل.

رابعاً: مكافحة الفساد:

هناك الكثير من الممارسات والأعمال التي تتجاوز القانون والقواعد الواجبة في إدارة الشركات والأعمال، وبالتالي تخالف اقتصاديات السوق الصحيحة وما تتضمنه من قواعد موجهة لحماية الاقتصاد الوطني بصفة عامة، وحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح في الشركات بصفة خاصة، فالغش والاختلاس هما أساس في منظومة الفساد، واكتشاف الغش يمثل تحدياً كبيراً للمحاسبين حيث يملك المفسدين تقنيات محكمة يطورونها من حين لآخر، لذا لا بد من تأسيس وتنفيذ استراتيجيات فعّالة ضد الفساد حتى نستطيع تأسيس شركات تتمتع بأعلى درجات الحوكمة.

1- مفهوم الفساد:

- يعرف الفساد بأنه: "سلوك منحرف يستهدف تحقيق منافع شخصية بطرق غير شرعية" ²، كما يعرف بأنه: "تصرفات تمارسها فئة من الموظفين الذين تتسع صلاحياتهم ويزداد نفوذهم فيميلون إلى استغلال مناصبهم في تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب أصحاب الحقوق" ³.
- ولكي يكون عمل ما فاسداً يجب أن تتوفر فيه ثلاثة شروط هي: ⁴
- أن يتم انتهاك مبدأ التعامل مع الأفراد على أساس أنهم جميعاً متساوون ويتم تفضيل لشخص على آخر لقرابته أو لعلاقته الشخصية، أي معاملة أحد الأطراف معاملة بشكل يعكس عدم الإلتزام بالحيدة.

¹ قندوز عبد الكريم ونورين بومدين، الشفافية والمساءلة كمدخلين للحكم الراشد للحد من ظاهرة الفساد، الملتقى الوطني الثالث حول سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية، جامعة 20 أوت سكيكدة، 10/9 ديسمبر 2007، ص 12.

² ابتسام عبد الرحمن حلواني، كيف نحصن أنفسنا ضد الفساد الإداري، مؤتمر القيادة الابداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006، ص 420.

³ نفس المرجع، ص 420.

⁴ بوريس ملينكوف، ارشادات عملية لمكافحة الفساد، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2008، ص 03.

- أن يكون هناك تضارب في المصالح.

- أن يكون لمرتكب المخالفة مصلحة في ذلك، على أن لا تكون هذه المصلحة بالضرورة ذات طبيعة نقدية فقد تكون في شكل تقديم خدمات أو مجاملات.

2- أسباب الفساد:

للفساد أسباب عدة منها ما هو مرتبط بالاستعداد الشخصي للأفراد، ومنها ما يرجع لعدم وضوح البناء

التنظيمي والإداري للشركات، ويمكن إجمال هذه الأسباب فيما يلي:¹

أ- أسباب مرتبطة بالاستعداد الشخصي: وتتمثل في:

- التفاوت الشخصي المتعلق بنقص القدرات المتاحة لشغل الأدوار .

- غياب التدريب والتوجيه في مجال السلوك والممارسات الأخلاقية وهيمنة التأثيرات الخارجية.

- ضعف الوازع الديني والخلقي وتدهور القيم الاجتماعية، وهو ما يجعل الشخص يضع هدف الشراء وتحصيل الأموال فوق كل اعتبار متجاوزاً قيم المجتمع وأعرافه.

- الطمع والجشع والولع بالحياة المترفة.

ب- أسباب مرتبطة بطبيعة البناء التنظيمي والاداري للشركات: وتتمثل في:

- غياب قيادة راشدة في الشركة، فعدم نزاهة القيادات الادارية وعدم خضوعها للمراقبة والمحاسبة يؤدي إلى تشجيع المسؤولين على الفساد.

- سوء التنظيم في الشركة وعدم وضوح القوانين واللوائح، بالإضافة الى عدم تحديد الاختصاصات، وغياب التنسيق في العمل.

- ضعف نظم الرقابة والمحاسبة، وعدم الخضوع للمساءلة.

- عدم وجود نظام متكامل يكفل قيام المراجعين بأعمالهم على أكمل وجه .

- تدني رواتب الموظفين مما يشكل بيئة ملائمة لقيام بعض العاملين بالبحث عن مصادر مالية أخرى، حتى ولو كان على حساب أموال الشركة.

- غياب قواعد العمل والاجراءات المكتوبة ومدونات السلوك للموظفين وهو ما يفسح المجال لممارسة الفساد.

- وجود فرصة أو مجال يمكن ممارسة الفساد من خلاله مثل الصلاحيات الواسعة.

¹ عبد الله بلوناس، رؤية اقتصادية للفساد - أسبابه ونتائجه وطرق معالجته- مؤتمر القيادة الابداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006، ص 292.

- يزيد من انتشار الفساد إذا كانت العقوبات المحتملة والتكاليف الفعلية لاتباع مسالك الفساد في تحقيق الأهداف أقل من المنافع التي يمكن تحقيقها من اتباع هذه المسالك.

3- أشكال الفساد:

يمكن إجمال أهم صور الفساد الإداري في الأشكال التالية:¹

- أ- الرشوة: وهي وسيلة استخدام الوظيفة للحصول على مكاسب شخصية، وهي تشمل كل المنافع التي تحفز الموظف للإلتجار بسلطته حيث تدفعه للحصول على حقوق أو مزايا باطلة.
- ب- الاختلاس: وهو أخذ مباشر للأموال عن طريق التزوير أو التحريف أو إضافة معلومات كاذبة.
- ج- استغلال الصلاحيات: أي استغلال المنصب بطريقة غير عادلة، كالتشدد مع البعض وحرمانهم من الحصول على المعلومات، والتساهل مع شرائح أخرى بحكم العلاقات الشخصية وهو ما تضيع معه الأمانة والموضوعية.
- د- الابتزاز: هو استغلال المراجعين للقيام بعمليات تحريف للقوائم المالية مقابل حصولهم (المراجعين) على خدمات أو تسهيلات معينة.

4- تكلفة الفساد:

- تتحمل المشروعات والأعمال والمجتمع بأسره تكلفة الفساد، هذه التكلفة تكون في عدة صور منها:²
- أ- سوء تخصيص الموارد: فالموارد التي يمكن توجيهها لاستخدامات منتجة توجه إلى الفساد، فتفقد الشركات المال والوقت في إقامة علاقات مع المسؤولين والإنفاق على الرشوة، واستغلال أموال الشركة من طرف كبار الموظفين في تحقيق أغراض خاصة على حساب مستقبل الشركة.
 - ب- انخفاض الاستثمارات: تتمثل التكلفة الباهضة للفساد في انخفاض الاستثمارات، بحيث يتخوف المستثمرون سواءً المحليون أو الأجانب من التكاليف التي لا يمكن التنبؤ بها جراء انتشار الفساد في الشركات فهم يدركون من مشاهدتهم لهذا الانتشار الواسع للفساد أن الحفاظ على حقوقهم يصبح أمراً غير مضمون الأمر الذي يجعل الاستثمار محاط بالمخاطر وهو ما ينعكس على انخفاض معدلات الاستثمار والنمو الاقتصادي في البلاد.
 - د- إدارة فاسدة وسياسات لا تستجيب لرغبات المساهمين: يستخدم كبار الموظفين سلطاتهم في وضع نظم فاسدة تحقق مصالحهم ولا تستهدف مصالح أصحاب الشركة، كما أنها لا تسمح بمساءلتهم عن

¹ ابتسام عبد الرحمن حلواني، مرجع سبق ذكره، ص 420-421.

² بوريس ملنيكوف، مرجع سبق ذكره، ص 04.

أدائهم، فيجدون فيها ما يشجعهم على ممارسة الفساد، وهو ما ينعكس في ضعف إدارة الشركة وتزعزع مركزها والذي يكون كمؤشر أولي نحو تعرضها للاهتزاز مستقبلاً.

5- طرق مكافحة الفساد:

يجب التركيز على وسائل فعالة للتصدي لمشكلة الفساد بهدف تصحيح الضعف في المؤسسات والقضاء على الآليات المشجعة على انتشاره، أي اتخاذ إجراءات يتم من خلالها القضاء على مختلف مسبباته، وتمثل هذه الإجراءات فيما يلي:¹

أ- تأسيس مستويات أفضل لتحقيق الشفافية والمساءلة في الشركات:

إن التزام الشركات بتحقيق الشفافية ومساءلة متخذي القرار فيها يمنع تفشي الفساد وسوء الإدارة حيث أن ذلك يُمكن من اتخاذ القرارات الرشيدة، كما يجد من إمكانية استغلال المناصب في تحقيق المصالح الشخصية.

ب- توحيد معايير المحاسبة ومراجعة الحسابات:

إن تطبيق المعايير المحاسبية المعترف بها دولياً يسهل عملية قيام المستثمرين بمقارنة القوائم المالية للشركات سواءً المحلية أو الأجنبية، كما أنه يساهم في زيادة الشفافية وخلق القوائم المالية من البيانات المضللة، لذا يجب أن يلتزم محاسب الشركة بالمعايير المحاسبية، مع ضرورة وجود أعضاء خارجيين ضمن لجان تدقيق الحسابات قصد تفادي عمليات التدليس التي يمارسها مدققي الحسابات.

ج- تحديد الاختصاصات والصلاحيات:

كثيراً ما تدفع التغييرات المتلاحقة في اللوائح وتداخل الصلاحيات إلى لجوء المديرين للفساد، ومن ثم فتحسين حصول هؤلاء المديرين على المعلومات التنظيمية، وتحديد مسؤولياتهم وحقوقهم بصفة دقيقة يعتبر أحد العوامل المساعدة على منع الانحراف واستغلال الثغرات في تحقيق المصالح الشخصية.

¹ بوريس ملنيكوف، مرجع سبق ذكره، ص 08.

المطلب الثاني: الأطراف الداعمة لتطبيق حوكمة الشركات.

هناك مجموعة من الأطراف لها دور كبير في دعم التطبيق الجيد لحوكمة الشركات سواء كانت تلك الأطراف أطراف داخلية في الشركة مثل مجلس الإدارة والمساهمين، أو أطراف خارجية مثل الدولة وهيئات المجتمع المدني والتي من خلال ممارستها لمهامها المختلفة تساهم في تطبيق نظام الحوكمة بالشركات، وتخلق البيئة الملائمة لذلك.

أولاً: دور الأطراف الداخلية:

1- دور المساهمين:

إن المساهمين يقومون بشراء حق في الشركة لتحقيق أهدافهم ضمن الإطار العام لغايات المنشأة وأهدافها ومن خلال ممارستهم وتفاعلهم مع ذلك الحق الذي يتضمن المشاركة في التصويت على القرارات الأساسية للتغيرات في المنشأة والحضور للمناقشة في اجتماعات الجمعية العامة للاستفسار عن أداءها، والمشاركة في تغيير وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين توكل لهم مهمة التأكد من تحقيق أهداف الشركة والرقابة على السلوك الإداري وتوجيهه، وكذا اختيار المحاسب القانوني فانهم يؤثرون في الأداء الإداري للشركة ويدفعونها نحو اتخاذ القرارات الرشيدة التي تعزز مصالحهم وتضمن لهم عدالة الحصول على حقوقهم، أي أنهم بذلك يكونون أحد الأطراف الأساسية التي تقوي وتدعم الحوكمة بالشركات .

2- دور مجالس الإدارة:

انتقلت النظرية الإدارية لمفهوم مجالس الإدارة من العمل على إدارة الشركة والاشراف عليها إلى التوجيه والاشراف المستقل للإدارة، والعمل على التحقق من مواكبة أعمال الشركة للخطط والاستراتيجيات الموضوعة لتحقيق الأهداف المحددة من قبل المساهمين، وفي ظل مفهوم حوكمة الشركات فان مجلس الإدارة يقوم نيابة عن المساهمين بمساءلة المديرين ومحاسبتهم عن أدائهم لتحقيق أهداف الشركة، وهذا هو السبب في وجوب إعطاء درجة كافية من الاستقلال لمجلس الإدارة تمكنه من رقابة المديرين وفصلهم إذا لم يحققوا الأداء المطلوب، وبالتالي فان المحاسبة أمام مجلس الإدارة تؤدي إلى أداء أفضل في الشركة، وفي هذا الإطار اهتمت العديد من البحوث بدراسة العلاقة بين الحوكمة الجيدة والأداء الناجح للشركة وكانت النتيجة أن هناك علاقة ايجابية بين الشركات التي تتبع ممارسات جيدة للحوكمة (تم قياسها عن طريق وجود مجالس إدارة نشطة ومستقلة) والأداء الأفضل للشركات، فحتى يمكن للمجلس أن يعمل بطريقة تتميز بالشفافية يجب يكون هناك جزء من أعضائه مستقلاً، أي يكون هؤلاء الأعضاء من غير الموظفين بالشركة حيث يمكنهم ذلك من اتخاذ قرارات محايدة.

- وفي مجال تطوير مجالس إدارة الشركات وتحسين أدائها وجعلها تقوم بدور ايجابي في حوكمة الشركات قام الاتحاد القومي لمديري الشركات The National Association of Corporate Directors ومؤسسة ايرنيت ويونج Ernst and Young بتقديم مجموعة من التوصيات من شأنها أن تعزز ممارسة الحوكمة بالشركات وتمثل هذه التوصيات فيما يلي:¹
- إنضمام مستشارين مستقلين من خارج الشركة للملئ الفجوات في الخبرة والذين تحتاجهم في إبداء وجهة نظر محايدة تساعدهم في اتخاذ قرارات صائبة.
 - إنشاء لجان متخصصة كانشاء لجنة دائمة للمراجعة ولجنة مختصة في تحديد المكافآت والتعويضات.
 - ضرورة الموازنة بين التخطيط الاستراتيجي والاشراف على الجوانب الأخرى الأساسية مثل إدارة المخاطر والموارد البشرية وتداول المناصب الادارية.
 - إستحداث نظام سليم يتم من خلاله تحديد الكفاءات المفقودة في مجلس الادارة والعمل على جذب أحسنها إليه.
 - وضع آلية توضح اختصاصات المجلس مع توسيع سلطاته أو صلاحياته في الشركة بالشكل الذي يضمن الأداء الجيد في الشركة.
 - عند ضم أعضاء جدد لمجلس الإدارة يجب البحث عن أعضاء معروفين بالاستقامة والتزاهة والخبرة في مجال عمل الشركة، كما يجب أن يتمتعوا بدائرة واسعة من المعارف والاتصالات القوية.
 - تأسيس لوائح تنظيمية للعمل في المجلس مع التأكد من أن أعضائه قادرين على تخصيص الوقت الكافي للمشاركة في الاجتماعات .
 - رفع مستوى الأداء عن طريق تكثيف الاجتماعات مع إعطائها الوقت الكافي والاعداد الجيد.
 - التركيز على المعلومات والتي يجب أن تكون في متناول جميع أعضاء المجلس مع العلم مسبقاً بالقضايا المطروحة للمناقشة، كما يجب التركيز على هيكل المجلس الذي يجب أن يصاغ بشكل يضمن الفعالية في الأداء.
 - وضع حد أدنى للملكية أعضاء مجلس الادارة من أسهم الشركة لضمان ولائهم وربط مصالحهم بالمصلحة العامة للشركة.
 - العمل بالتوصيات السابقة وجعلها كأساس في إدارة المجلس وعدم التماطل في تنفيذها مما يضمن الحفاظ على مصالح الجميع في الشركة.

¹ جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، ترجمة سمير كرم، إصدار مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص 245-246.

ثانياً: الأطراف الخارجية:

تشير هذه الأطراف إلى هيئات من خارج الشركة والتي من خلال ممارستها لوظائفها المهنية تعمل على تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة وتمثل هذه الهيئات في:

1- الأطراف ذات العلاقة:

إن الخوض في مفهوم التعامل مع المنشأة يثبت وجود مجموعة من العلاقات التي تتأثر في تعاملها مع المؤسسات بالأداء الجيد وانخفاض درجة الخطورة، حيث نجد الأطراف ذو العلاقة الذين يشملون كل من المقرضين، الموردين، العملاء الأساسيين، الموظفين والمستثمرين المتوقعين يستندون إلى ذلك في تعاملهم مع المنشأة، فالمستثمرين المحتملين يقبلون على توظيف أموالهم بالمؤسسة استناداً إلى الأداء السابق لها ومدى حرصها على حماية مصالح المساهمين، كما أن المقرضين وأصحاب السندات يوظفون أموالهم بالمؤسسة إذا كانت قادرة على التسديد مستقبلاً، والعملاء يرغبون في إقامة علاقات طويلة الأجل مع المؤسسة إذا كانت لا تعمل على التمييز بينهم، كما أنهم يستطيعون الحصول على حقوقهم القانونية في حالة الإخلال بأي حق من هذه الحقوق، ومنه نستطيع القول أن الأطراف ذات العلاقة وفي إطار المعايير التي تضعها للتعامل مع المؤسسات تصبح أحد الأطراف الدافعة لتبني مبادئ الحوكمة في الشركات، فالعمل بوضوح ومسؤولية وشفافية مع القابلية للمحاسبة تجاه الأطراف ذات العلاقة يقوم بأكثر من مجرد تحسين سمعة الشركة إلى جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين المحتملين.

2- مؤسسات المجتمع المدني:

تمثل مؤسسات المجتمع المدني في الاتحادات والنقابات المهنية والمنظمات غير الحكومية التي لا تهدف إلى الربح كالجسميات الخيرية والاجتماعية، الثقافية والعلمية، جمعيات المحافظة على البيئة والمستهلك تعمل هذه المؤسسات على اشراك الأفراد في الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية، وتنظيم هؤلاء الأفراد في جماعات ذات ضغط للتأثير في السياسات العامة قصد الحصول على توزيع عادل للموارد العامة، فهي تعمل على تحقيق إدارة أكثر رشداً للحكم (الحكم الرشيد) من خلال علاقاتها بين الفرد والحكومة فهي تقوم بتعبئة الجهود الجماعية للتأثير في السلطة وفقاً للآليات التالية:¹

- تعميق المساءلة والشفافية عبر نشر المعلومات والسماح بتداولها على نطاق واسع.
- العمل على تحقيق العدالة والمساواة أمام القانون وحماية المواطنين من التعسف في السلطة.
- إكساب المواطنين ثقافة الديمقراطية عن طريق مساءلة القيادات والمشاركة في الانتخاب والتعبير الحر عن الرأي.

¹ زهير الكايد، الحكمانية قضايا وتطبيقات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، بدون تاريخ، ص 48-49.

إن منظمات المجتمع المدني وما تقوم من عمليات توعية للمواطنين لها دور كبير في اكساب الأفراد ثقافة الدفاع عن حقوقهم والبحث عن المعلومات الموثوقة، التي تعكس الأوضاع على حقيقتها خاصة الذين لديهم مصالح في الشركات، وهذا إما بشكل مباشر أو غير مباشر، وفي هذا الاطار تم تأسيس جمعيات متخصصة تعد من أهم الوسائل التي تشجع حملة الأسهم لممارسة الرقابة على شركاتهم والزامها القيام بمتطلبات الافصاح والشفافية، ومن بين هذه الجمعيات نجد ما يعرف بـ ¹: مجموعات المستثمرين التي تمثل صغار المدخرين منها مجموعة Aktiesparama في السويد، pspd في كوريا الجنوبية، DSW في ألمانيا، وجمعية حماية المستثمر Investor Protection Association في روسيا، وجمعية حملة الأسهم Australian Shareholders Association في أستراليا، هذه المؤسسات لها دور رقابي على الشركات، كما أنها تقوم بنشر المعلومات وعمل دراسات في الجوانب المؤثرة في تطبيق مبادئ الحوكمة، إذ أن تناولهم لقضايا الحوكمة يكون مبني على أسس مهنية وعلمية بهدف الرفع من أداء المؤسسات الاقتصادية.²

وكنموذج عن الدور الذي تقوم به هذه الجمعيات في سبيل ترسيخ ثقافة الحوكمة بالشركات، نتعرض إلى ما قامت به جمعية حماية المستثمر (IPA) في مجال تشجيع حوكمة الشركات في روسيا، فهذه الجمعية هي أحد المعاهد الروسية الرائدة في مجال حوكمة الشركات تضم 28 من المستثمرين المحليين والدوليين المؤسسين ذوي استثمارات كبيرة وخبرات واسعة، ورسالة الجمعية هي مناصرة حقوق المساهمين وترويج الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات، كما تقدم الدعم للمستثمرين والمؤسسات في حل النزاعات مع إيجاد حلول مقبولة للأطراف وإدخال أفضل ممارسات حوكمة بالشركات، وعموما تتمثل نشاطات الجمعية فيما يلي:³

- تحديث معلومات مجتمع الاستثمار عن آخر التطورات الجديدة بشأن حوكمة الشركات في المنشآت الروسية.

- تنظيم الاستشارات بين المؤسسات والمستثمرين بالنسبة للقرارات الهامة في الشركة.

- المشاركة في حل وتسوية النزاعات في الشركة فيما بين الإدارة ومجالس الإدارة والمساهمين فيما يخص عملية التصويت على التوصيات.

- ترشيح أعضاء مستقلين ليكونوا أعضاء في مجلس الإدارة، حيث قامت الجمعية مع مؤسسة ارنست ويونج Ernst and Young بإنشاء جمعية المديرين المستقلين (Independent Directors Association (IDA

¹ ستيفن ديفيس، المجتمع المدني والاقتصاد المدني العقد التالي لحوكمة الشركات، اصدارات مركز المشروعات الدولية الخاصة 2004، ص 04.

² نجاة جمعان، مرجع سبق ذكره، ص 20.

³ جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، مرجع سبق ذكره، ص 329-331.

عام 2002، وكانت رسالة الجمعية هي مساعدة شركات المساهمة الروسية على تحسين أدائها عن طريق تنفيذ أفضل الممارسات لأعضاء مجالس الإدارة المستقلين، وتقوم الجمعية (IDA) بهذه المهمة عن طريق تقديم التدريب لأعضاء مجالس الإدارة المستقلين والترويج لدور وأهمية هؤلاء الأعضاء في الشركات، كما تقوم الجمعية بإصدار مجلة ربع سنوية Independent Director Review تعرف فيها المجتمع المهني في روسيا بنواحي نشاط أعضاء مجالس الإدارة المستقلين، وتقديم تقارير عن تقدم برنامج هؤلاء الأعضاء والتعيينات الجديدة لهم.

3- دور الدولة:

تقوم الدولة بسن القوانين والتشريعات التي تحكم السلوك الداخلي للمنشآت بما يكفل توفير مجموعة من الأدوات اللازمة لتعزيز الممارسة العادلة للحقوق والمحافظة على مصالح جميع الأطراف المتعاملة مع المنشأة، كما تعمل على وضع وتهيئة الاطار القانوني والتشريعي قصد خلق بيئة أعمال ملائمة تمارس فيها الأعمال بحرية وفي ظل حكم القانون مما يؤدي إلى خلق نوع من الثقة في فعالية منشآت الأعمال.¹ ومن بين القوانين التي تعمل على تفعيل الحوكمة بالشركات نجد:

أ- حقوق الملكية:²

من الأمور الجوهرية في حوكمة الشركات أن تضع قوانين حقوق الملكية ولوائحها معايير بسيطة وواضحة تحدد على وجه الدقة من يملك وماذا يملك وكيف يمكن تبادل الحقوق عن طريق العمليات التجارية، فقيام الدولة بالزام الشركات بتطبيق القوانين الخاصة بحقوق الملكية ومراقبة تنفيذها يكون كعامل إيجابي نحو دفع الشركات لحماية حقوق المساهمين، وعموما نجد أن المستثمرين يرفضون تقديم أموالهم إلى المنشآت التي لا تكون فيها نصوص قانونية نافذة بشأن حقوق الملكية.

ب- الأسواق التنافسية:³

يعتبر وجود الأسواق التنافسية أحد العناصر الهامة في الرقابة الخارجية على الشركات، حيث تحفز هذه الأسواق مفهوم الفرص المتكافئة للجميع في العمل على دعم واستمرارية النشاط وتوسيعه، فهي تحث على تحسين أداء الشركات وتضمن التخصيص الجيد لمواردها وزيادة إنتاجيتها وإلا فقدت حصتها في السوق، فغياب الأسواق التنافسية يؤدي إلى نقص الحافز لدى الشركات على تنظيم الأعمال ويعزز الفساد في ادارتها، فحرص الدولة على ابقاء السوق في وضع تنافسي من خلال ما توفره من قوانين هو أحد

¹ زهير الكايد، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، مرجع سبق ذكره، ص 14.

³ جون سليفان وآخرون، نفس المرجع، ص 18.

العوامل المساعدة في ترشيد إدارة الشركات وتصويب قراراتها، ومن بين القوانين التي تجعل بيئة الأعمال تتسم بالوضوح وتكون أكثر تنافسية نجد:

- إزالة عوائق الدخول إلى الأعمال .

- إصدار القوانين المناهضة للإحتكار.

- إزالة القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي.

- تخفيض تكاليف إنشاء وتشغيل منشأة أعمال معينة.

ج- القوانين الخاصة بأسواق الأوراق المالية:

إن إلزام الشركات بشروط الإدراج والعمل في البورصة من شأنه أن يسهل عملية حصولها على رؤوس الأموال من جهة، كما أنه يؤدي إلى انضباط المديرين في أداء مهامهم من جهة أخرى، حيث تعتبر القوانين المنظمة لنشاط البورصة أحد العوامل الدافعة لحوكمة التسيير بالشركات، لذلك لا بد من تطوير هذه القوانين لتجعل الشركات أكثر انضباطا وشفافية وهذا من خلال:¹

- القوانين التي تحكم إصدار الشركات للأوراق المالية والتعامل بها، والتي يجب أن تحدد مسؤولية مصدري هذه الأوراق بصيغة أكثر دقة.

- إصدار قوانين تحمي حقوق مساهمي الأقلية تتوافق مع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الخاصة بحوكمة الشركات.

- وضع قانون يلزم الشركات التي تريد الانضمام إلى البورصة بأن تطبق ميثاق حوكمة الشركات للدولة وهذا بالدول التي تتوفر على ميثاق خاص بحوكمة الشركات، ويكون ذلك باعطائها مهلة لتعديل عملية التنظيم والتسيير فيها، وإتباع ذلك بعملية مراقبة داخلية للشركة للنظر فيما اذا قامت بذلك فعلاً.

وفي هذا الاطار قامت بورصة نيويورك باقتراح قواعد للقيود تلزم الشركات بتحديد أعضاء مستقلين لحضور اجتماع مجلس الإدارة، وفي اليابان أعلنت بورصة طوكيو (TSE) أنها ستقوم بوضع دليل للتطبيقات الجيدة لحوكمة الشركات لكي تهتدي به المؤسسات اليابانية وذلك تمهيداً لإعداد معايير محلية يابانية تتفق مع القانون التجاري الياباني.²

¹ ميكرا كراسنيكي، نصائح ارشادية لتحقيق الاصلاح - حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة- إصدارات مركز المشروعات الدولية الخاصة، أوت 2008، ص 09.

² نجاة جمعان، مرجع سبق ذكره، ص 19.

المطلب الثالث: دور البنوك في تعزيز حوكمة الشركات.

لقد تركز الاهتمام في السنوات الأخيرة على تطبيق مبادئ الحوكمة في المصارف نتيجة التطورات السريعة في الأسواق المالية وعولمة التدفقات المالية، وما أحدثه ذلك من ضغوط تنافسية بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية، حيث تطلب ذلك زيادة الإهتمام بقياس المخاطر وإدارتها من خلال ابتكار طرق لإدارة الأعمال وتغيير لقوانين ونظم الإشراف بما يحافظ على سلامة النظام المصرفي، هذا وتختلف البنوك عن باقي الشركات لأن أهميها يؤثر على دائرة أكثر اتساعاً وهو ما يلقي بمسؤولية خاصة على أعضاء مجالس إدارة البنوك وخاصة إدارة الإئتمان في اتخاذ القرارات الإئتمانية الرشيدة، أي ترشيد استغلال أموال البنك من خلال توظيفها في مؤسسات تتمتع بالتراهة والملاءة المالية، وبهذا تكون البنوك كأحد العناصر التي لها دور في دفع الشركات نحو تحسين أدائها من خلال تبني مبادئ الحوكمة.

أولاً: الحوكمة من منظور مصرفي:

نظراً للدور الحيوي الذي تقوم به البنوك في أي اقتصاد، فإن تطبيق مبادئ الحوكمة في الجهاز المصرفي يعد أمراً في غاية الأهمية لضمان سلامته وتحقيق الكفاءة في الأداء، فنظراً لزيادة حجم التعقيد في نشاط الجهاز المصرفي أصبحت عملية مراقبة إدارة المخاطر من قبل السلطة الرقابية غير كافية، لذا أصبحت سلامة الجهاز المصرفي تتطلب المشاركة المباشرة للمساهمين ومن يمثلونهم في مجلس الإدارة، حيث تعبر الحوكمة في الجهاز المصرفي¹ عن الطريقة التي تدار بها شؤون البنك من خلال الدور المنوط بكل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بما يؤثر في تحقيق أهداف البنك ويراعي حقوق المساهمين والمودعين. إن التطبيق السليم للحوكمة في الجهاز المصرفي يتطلب توفر مجموعة من العناصر الضرورية لذلك تتمثل فيما يلي:²

1- وضع أهداف استراتيجية ومجموعة من القيم والمبادئ تكون معلومة لكل العاملين في البنك:

إن إدارة الأنشطة البنكية يستوجب وضع أهداف استراتيجية ومبادئ للإدارة يتم الإسترشاد بها، إذ يجب العمل على التطوير المستمر لهذه المبادئ سواء تلك التي تتعلق بالمجلس نفسه أو الإدارة التنفيذية ولا بد أن تؤكد هذه المبادئ على أهمية المناقشة الصريحة والآنية للمشاكل التي تعترض البنك خاصة تلك

¹ فؤاد شاكر، الحكم الجيد أداة أساسية لتقوية إدارة المصارف، مجلة اتحاد المصارف العربية، مارس 2004، ص01.

² معراج عبد القادر الهواري، أحمد عبد الحفيظ أمجد، الحوكمة المؤسسية في القطاع البنكي والمالي ودورها في ارساء قواعد الشفافية نقلاً عن الموقع:

الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

المتعلقة بمنع الفساد والرشوة سواءً بالنسبة للمعاملات الداخلية أو الصفقات الخارجية، كما يجب أن يضمن مجلس الإدارة قيام الإدارة التنفيذية بتنفيذ سياسات من شأنها أن تسهم في كفاية تطبيق الحوكمة مثل:

- عدم منح معاملة تفضيلية لبعض الأطراف التي لها مكانة خاصة لدى البنك كمنح قروض بشروط مميزة أو تغطية الخسائر المرتبطة بالمعاملات أو التنازل عن العمولة .
- يجب أن يتم منح الاقراض الداخلي للعاملين بالبنك وفقاً لشروط السوق، وأن يقتصر على أنواع محددة من القروض مع تقارير خاصة بعملية الإقراض تقدم لمجلس الإدارة على أن تتم مراجعتها من قبل المراجعين الداخليين والخارجيين.

2- وضع وتنفيذ سياسات واضحة للمسؤولية في البنك:

على مجلس الإدارة الكفئ أن يحدد السلطات والمسؤوليات الأساسية المناطة بأعضاء وأعضاء الإدارة التنفيذية، كما يتعين على هذه الأخيرة تحديد المسؤوليات المختلفة للموظفين وفقاً لتدرجهم الوظيفي مع الأخذ في الاعتبار أنهم في النهاية مسؤولون جميعاً أمام مجلس الإدارة عن أداء البنك.

3- ضمان كفاءة أعضاء مجلس الإدارة:

على أعضاء مجلس الإدارة أن يدركوا الدور المنوط بهم في خدمة المؤسسة، وعدم خضوعهم لأي تأثيرات خارجية أو داخلية، لذا يجب أن تكون لديهم معلومات كافية تمكنهم من الحكم على أداء الإدارة لتحديد أوجه القصور فيها مع اتخاذ اجراءات تصحيح مناسبة، علاوة على ذلك يجب أن يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بالقدرة على إصدار الأحكام بصفة مستقلة، ويمكن تدعيم استقلالية المجلس من خلال الإستعانة بأعضاء غير تنفيذيين، وفي بعض الدول يفضل استعانة مجلس الإدارة ببعض اللجان المتخصصة مثل:

أ- لجنة إدارة المخاطر: وهي تتولى الإشراف على أنشطة الإدارة فيما يخص إدارة مخاطر الإئتمان، مخاطر السوق والسيولة، ويتطلب ذلك أن تتلقى اللجنة معلومات دورية فيما يخص أنشطة إدارة المخاطر.

ب- لجنة المراجعة: تتولى مهمة الإشراف على تعيين والإستغناء عن مراقبي الحسابات الداخليين والخارجيين وكذا استلام التقارير المرفوعة منهم، والتأكد من أن إدارة البنك تقوم باتخاذ إجراءات تصحيحية ملائمة لمواجهة ضعف الرقابة، ولتعزيز مصداقية واستقلالية هذه اللجنة ينبغي أن تتضمن أعضاء من خارج البنك ذو خبرة عالية في مجال المراجعة.

ج- لجنة المكافآت: تتولى الإشراف على مكافآت المديرين، وضمن أن تتفق هذه المكافآت مع مجهوداتهم في رفع أداء المؤسسة.

د- لجنة الترشيحات: تقوم بترشيح أعضاء مجلس الإدارة واستبدالهم.

4- الإستفادة الفعلية من عمل المراجعين الداخليين والخارجيين:

إن الدور الذي يقوم به المراجعون بالنسبة لعملية الحوكمة هو عمل جوهري، لذا يجب على مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بالبنك أن يعملوا على نشر الوعي بأهمية عملية المراجعة لدى كافة العاملين بالبنك ودعم استقلالية المراجعين من خلال رفع تقاريرهم مباشرة إلى مجلس الإدارة، والإستفادة بفعالية من النتائج التي توصلوا إليها مع حل جميع المشاكل التي قاموا بتحديدها.

5- مراعاة الشفافية عند تطبيق الحوكمة:

إن تطبيق الحوكمة يتطلب مراعاة الشفافية، فلا يمكن تقييم أداء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بصفة دقيقة في حالة نقص الشفافية، فهي تعد من الأسس الثابتة في دعم التطبيق السليم للحوكمة وتشمل الشفافية هيكل المجلس من حيث العدد، المؤهلات، وشروط العضوية، وهيكل الإدارة من حيث المسؤوليات، المؤهلات، الخبرة، معلومات خاصة بنظام الخوافز في البنك .

6- دور السلطات الرقابية:

على السلطات الرقابية أن تكون على دراية تامة بأهمية الحوكمة وتأثيرها على أداء البنوك وذلك من خلال صياغة قواعد ولوائح قانونية والتزامهم بتطبيقها، كما يجب على السلطات الرقابية أن تتأكد من أن مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية في المؤسسات المصرفية قادرين على القيام بمسؤولياتهم كما ينبغي. مما سبق يتضح أن المسؤولية الأساسية للتطبيق السليم للحوكمة في الجهاز المصرفي تقع على عاتق مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للبنك حيث يتوجب عليهم بذل أقصى عناية ممكنة لرفع أداءه، كما تؤكد لجنة بازل على ضرورة توافر البيئة الملائمة لذلك من خلال قيام الحكومة باصدار قوانين وتشريعات من شأنها حماية حقوق المساهمين، وضمان قيام البنك بنشاطاته في بيئة خالية من الفساد والرشوة... الخ.

ثانياً: دور البنوك في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات باعتبارها الممول الرئيسي للشركات:¹

إن القطاع المصرفي السليم هو أحد الهياكل التي تُسهم في بناء الإطار المؤسسي لحوكمة الشركات فاهتمام البنوك بقضايا الحوكمة يوفر لها الممارسات السليمة عند اتخاذ القرار بمنح الإئتمان للعملاء، وهذا يعتبر كمدخل لتحفيز الشركات على تطبيق مبادئ الحوكمة، وتدفع البنوك الشركات لتبني هذه المبادئ من خلال قيامها بما يلي:

¹ محمد حتاملة، دور البنوك في تعزيز حوكمة الشركات نقلاً عن الموقع:

الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

- 1- أن يشكل وجود الحوكمة لدى الشركة المقترضة أحد شروط القرار الإئتماني، وأن يحظى هذا الشرط بأهمية كبيرة .
 - 2- أن تشكل الحوكمة أحد المعايير الأساسية عند تقييم الشركات Rating، بحيث تنعكس عملية التقييم هذه على أسعار الفائدة الممكن منحها للعملاء لضمان اقتناع الشركات بأن الحوكمة تكون في مصلحتهم أولاً وأخيراً.
 - 3- أن يعتبر تحليل وتقييم الإدارة لدى العملاء أحد عناصر الدراسة الإئتمانية، وذلك بتقييم مدى التزام الشركة بوجود نظام صلاحيات ومسؤوليات واضح ومكتوب.
 - 4- مراعاة البنوك عند دخولها كمستثمر في الشركات المدرجة في البورصة مدى التزام الشركات بممارسات الحوكمة السليمة، بحيث يكون استثمار البنوك عبارة عن مؤشر في سوق الأوراق المالية حول الشركات التي تتمتع بالحوكمة.
 - 5- الإعتماد على البيانات المالية المدققة من قبل مكاتب تدقيق مصنفة ومشهود لها بالخبرة والكفاءة.
 - 6- إعطاء العمليات خارج الميزانية التي تجريها الشركات اهتماماً خاصاً لغايات تحديد وتقييم المخاطر بحيث يكون البنك على إطلاع ووعي كامل بالمخاطر التي قد تتعرض لها الشركة نتيجة لذلك.
- إن عملية تقييم العملاء وإن كانت تعني جزئاً بقضايا الحوكمة إلا أن تفعيلها أكثر يعتبر أحد الأدوات التي تستطيع البنوك من خلالها تعزيز مبادئ حوكمة الشركات، والتي تضمن لها في النهاية تخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها، وضمان عدم حدوث تغيرات مفاجئة، فمن خلال مراجعة السياسات الإئتمانية لدى البنوك تظهر مدى الحاجة إلى أن تتضمن هذه السياسات إهتماماً خاصاً بمبادئ الحوكمة، إذ يجب أن يشمل تعريف البنك لمفهوم أفضل العملاء الذين يتم منحهم أسعار فائدة فضلى Prime Lending Rate وهم أولئك الذين تتوفر لديهم ممارسات سليمة لمبادئ حوكمة الشركات.

المبحث الثالث: هيئات الرقابة والتدقيق كقوى دافعة للإدارة الرشيدة.

إن من أهم مسببات الأزمات هو ضعف أنظمة الرقابة والتدقيق بالشركات، فعدم الاهتمام بوظيفة الرقابة الداخلية وكذا استغلال المدققين لممارسة عمليات الغش والتدليس يوفر الجو الملائم للتلاعب بأموال المساهمين واستغلالها من طرف المديرين في تحقيق المصالح الشخصية، وفي هذا الإطار فان تفعيل وظيفة كل من الرقابة الداخلية، وكذا عملية التدقيق بشقيها الداخلي والخارجي والإستفادة من خدمات لجان المراجعة يعتبر كأحد مقومات محاربة الفساد وسوء الإدارة ويُمكن من تأسيس نظام قوي للحوكمة بالشركات.

المطلب الأول: الرقابة الداخلية ومحاربة الفساد الإداري.

إن نظام الرقابة الداخلية يمثل قاعدة أساسية وضرورية للإطمئنان إلى كفاءة الإدارة، ودقة البيانات المالية التي توفرها، فهي تعمل على توفير مستويات ملائمة من الفحص والمعاينة داخل الشركة الأمر الذي يقلل من احتمالات ممارسة الفساد بالشركات.

أولاً: تعريف الرقابة الداخلية:

تتضمن العملية الإدارية القيام بأربعة وظائف أساسية هي:¹

- 1- **التخطيط:** ويشمل تحديد الأهداف، رسم السياسات، إقرار الإجراءات ووضع البرامج الزمنية.
- 2- **التنظيم:** وتشمل تصميم الهيكل التنظيمي بمعنى تحديد مسؤوليات الأفراد القائمين بالعمل.
- 3- **التوجيه:** ويشمل ارشاد المرؤوسين في تنفيذهم للعمل ورفع روحهم المعنوية.
- 4- **الرقابة:** هذه الوظيفة تتداخل مع الوظائف السابقة إذ أنها تتيح التأكد من أن العمل الذي يتم يتطابق ما توقع أن يكون عليه، وهي تشمل قياس النتائج لمعرفة أي خروج عن المتوقع والتعرف على أسبابه والعمل على تصحيحه.

ومنه تعرف الرقابة الداخلية بأنها: ² "الخطة التنظيمية والوسائل والإجراءات الموضوعة من قبل المنشأة للمساعدة في تحقيق أهداف الإدارة في التأكد من سلامة وكفاءة تنفيذ أعمال المؤسسة وتطبيق سياساتها وكذا المحافظة على الأصول والممتلكات ومنع واكتشاف الغش والخطأ، والتأكد من صحة وإكمال السجلات المحاسبية وإعداد البيانات المالية السليمة في الوقت المحدد لها".

وبناءً على هذا التعريف فان عملية الرقابة تتكون من أربعة مراحل هي:

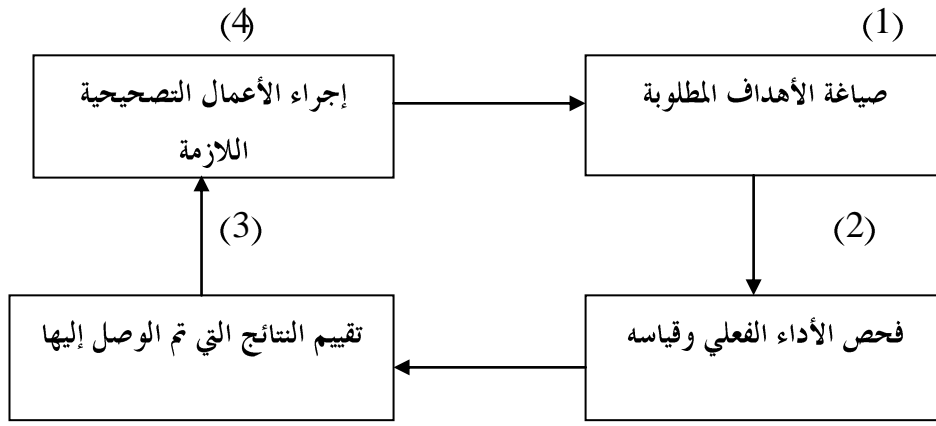
¹ عبد الفتاح محمد الصحن وسمير كامل، الرقابة والمراجعة الداخلية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2001، ص 11.

² طواهر محمد التهامي وصدقي مسعود، المراجعة وتدقيق الحسابات - الإطار النظري والممارسات التطبيقية - ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص 84.

- المرحلة الأولى: تتمثل في وضع الأهداف المطلوب تحقيقها.
- المرحلة الثانية: وتشمل فحص الأداء الفعلي وقياسه.
- المرحلة الثالثة: يتم في هذه المرحلة تقييم النتائج التي تم الوصول إليها .
- المرحلة الرابعة: وهنا يتم إجراء الأعمال التصحيحية اللازمة لتصويب الأداء الفعلي في اتجاه الأهداف المخططة.

وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم: (1-2): خطوات الدورة الرقابية.



المصدر: فتحي رزق السوافيري وأحمد عبد المالك محمد، دراسات في الرقابة والمراجعة الداخلية، الدار الجامعية، مصر، 2001 ص 12.

ومنه فالرقابة هي عملية مستمرة تقوم بها إدارة المؤسسة للتأكد من أن الأهداف والبرامج يتم تنفيذها وفق المعايير المحددة مسبقاً، والعمل على إكتشاف أي انحرافات وتحديد المسؤول عنها والقيام في نفس الوقت بالاجراءات الضرورية لتصحيح هذه الانحرافات.

ثانياً: أنواع الرقابة الداخلية:¹

تشمل الرقابة الداخلية ثلاثة أنواع من الرقابة هي:

1- رقابة محاسبية:

وتهدف إلى التأكد من صحة البيانات المالية المدونة في الدفاتر والسجلات لتحقيق الثقة في إمكانية الإعتماد عليها، وتتمثل أهم الوسائل المستخدمة لتحقيق هذا الهدف:
- وجود نظام مستندي سليم.

¹ دليل الرقابة الداخلية، مقالة بدون كاتب منشورة على الموقع:

- إتباع نظرية القيد المزدوج في إثبات العمليات بالدفاتر .
- إعداد موازين مراجعة شهرية.
- إتباع نظام الجرد المستمر للمخزون .
- إجراء مطابقة دورية بين كشوف البنك والدفاتر .
- إجراء مراجعة مستمرة لكل ما يتم تسجيله بالدفاتر والسجلات.

2- رقابة إدارية:

- تهدف هذه الرقابة إلى تحقيق أقصى كفاية إنتاجية ممكنة لتحقيق الإستخدام الأمثل لموارد المنشأة، وضمان الإلتزام بتنفيذ السياسات الإدارية المرسومة ومن بين أهم وسائل تحقيق هذه الأهداف ما يلي:
- دراسة مدى التقيد بالموازنة التخطيطية.
 - إستخدام أساليب الرقابة على الجودة.
 - إجراء التحليل المالي للبيانات.
 - إستخدام نظام التقارير الدورية لضمان تدفق المعلومات بين المستويات الإدارية.

3- ضبط داخلي:

- يقصد بالضبط الداخلي تلك الإجراءات التي تهدف إلى ضبط عمليات المنشأة ومراقبتها تلقائياً بصورة مستمرة قصد حماية أصول المنشأة من السرقة والاختلاس وكذا سوء الإستعمال، ويعتمد الضبط الداخلي على المقومات التالية:
- تقسيم العمل.
 - تحديد الإختصاصات والمسؤوليات.
 - الفصل بين الإدارات التي تقوم بتنفيذ العمليات والإدارات التي تقوم بالحاسبة على هذه العمليات، وكذا الإدارات التي تختص بالمحافظة على الأصول.

ثالثاً: مقومات نظام الرقابة الداخلية الفعّال¹:

يعتمد النظام الفعّال للرقابة الداخلية على مجموعة من المقومات التي ترتبط ببعضها البعض، وفي حالة وجود أي قصور في هذه المقومات فإن ذلك يحد من فعاليته، حيث يمكن حصر هذه المقومات فيما يلي:

1- الهيكل التنظيمي:

يمثل الهيكل التنظيمي للمؤسسة أساس الرقابة المحاسبية والإدارية الفعّالة، فيجب أن يراعى عند وضع الهيكل التنظيمي التسلسل الواضح للإختصاصات والتحديد الدقيق للواجبات والمسؤوليات داخل كل قسم

¹ دليل الرقابة الداخلية، مرجع سبق ذكره.

بالمنشأة منعاً لتعارض الإختصاصات أو التداخل بين المسؤوليات الوظيفية المختلفة، فكثيراً ما يقوم بعض المسؤولين باستغلال الثغرات الموجودة في الهيكل التنظيمي لممارسة الفساد.

2- نظام محاسبي متكامل:

يعرف النظام المحاسبي بأنه سلسلة من الاجراءات التي تتبعها المؤسسة يتم بموجبها تسجيل وتبويب عملياتها وإعداد التقارير عنها، حيث يهدف النظام المحاسبي إلى قياس نتائج المنشأة وتحديد مركزها المالي في نهاية كل فترة مالية، تبدأ أولى خطوات هذا النظام بعملية تجميع البيانات المترتبة عن العمليات التي تراوحتها المؤسسة وتسجيلها وفقاً لتسلسل حدوثها ثم تبويبها وتلخيصها، مع إعداد تقارير دورية عن هذه البيانات لمساعدة الإدارة في أداء وظائفها في التخطيط والرقابة، ويجب أن تتكون عناصر النظام المحاسبي من مجموعة متكاملة من الدفاتر والسجلات ودليل مَبُوبٍ للحسابات يراعى فيه المبادئ المحاسبية السليمة ومجموعة مستندية تفي باحتياجات المؤسسة، وتصميم دورة مستندية لتحقيق رقابة فعّالة في المراحل التي يمر بها المستند.

3- الإشراف الإداري:

من أهم خصائص النظام الفعّال للرقابة الداخلية هو توافر قدر كافٍ من الإشراف الإداري على تنفيذ الواجبات والمسؤوليات الموكلة للمستويات الإدارية المختلفة بالمنشأة، ولتدعيم هذا الإشراف لابد من وجود وسائل لذلك من أبرزها:

1- تقارير الأداء:

تتضمن هذه التقارير مقارنة بين الأداء الفعلي خلال الفترة الحالية بمثيله في الفترات السابقة من جهة وبالأداء المستهدف بالموازنة التخطيطية من جهة أخرى، وهذا من خلال دراسة الفروق وتحديد أسبابها والمسؤول عنها واتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب.

ب- المراجعة الداخلية:

هي عبارة عن مراجعة تقوم بها فئة معينة من موظفي الشركة لكافة العمليات المحاسبية لضمان دقة البيانات المالية المدونة في دفاتر وسجلات المنشأة، بما يؤدي إلى إمكانية الإعتماد على تلك البيانات في إدارة المنشأة أو في اتخاذ القرارات الاستثمارية من طرف المستثمرين.

4- وجود مجموعة من العاملين المؤهلين بدرجة كافية:

من أهم مقومات نظام الرقابة الداخلية الفعّال حسن اختيار الكفاءات ذات النزاهة والقادرة على تحمل أعباء المسؤوليات الموكلة لها، وهذا يتطلب تحليل شامل لوظائف المنشأة المختلفة ووضع توصيف دقيق لها

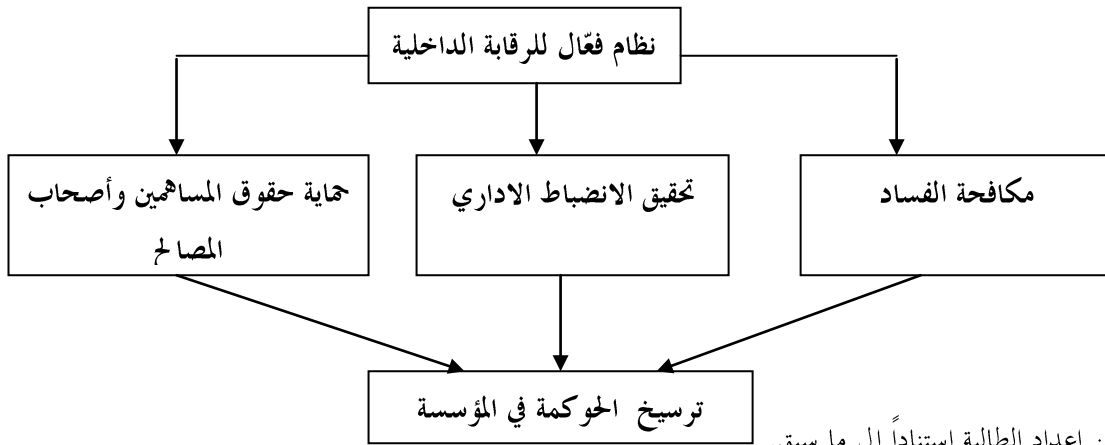
الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

مع تحديد المؤهلات العلمية والعملية التي يجب توافرها فيمن يشغلها، هذا ويجب وضع برامج تدريبية متطورة تكفل أداء العاملين لمهامهم بفعالية أكثر.

مما سبق نستطيع القول أن تفعيل نظام الرقابة الداخلية بالمنشأة يؤدي إلى ترسيخ الانضباط والمسؤولية في أداء المهام الإدارية المختلفة، فالتقيد بمستويات ملائمة من الفحص والمعاينة لنشاطات المؤسسة وبصفة مستمرة يقلل من إمكانيات حدوث الغش والأخطاء، ويحد من تفشي الاختلاسات، وهذا مع مراعاة عدم وجود علاقات بين الموظفين في الشركة لأن هذه العلاقات كثير ما تكون السبب في التغاضي عن بعض المخالفات، الأمر الذي يعمل على ضمان حماية أموال المساهمين وتوظيفها بطريقة أكثر عملية، وبهذا يعد نظام الرقابة الداخلية الفعال وسيلة من وسائل حوكمة الشركات.

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين نظام الرقابة الداخلية وحوكمة الشركات:

شكل رقم (1-3) : العلاقة بين الرقابة الداخلية وحوكمة الشركات.



المصدر: من إعداد الطالبة استناداً إلى ما سبق.

المطلب الثاني: التدقيق ودوره في ضبط الأداء الاداري.

يعتبر التدقيق بشقيه الداخلي والخارجي وسيلة لضمان مصداقية البيانات المنشورة في القوائم المالية، حيث أن مستعملي هذه المعلومات سواءً داخل الشركة أو خارجها لا يمكنهم الوثوق بها ما لم يؤدي التدقيق دوره في تأكيد صحتها ومصداقيتها.

أولاً: تعريف التدقيق:

إن كلمة تدقيق مشتقة من الكلمة اللاتينية (Audit) والتي تعني يستمع (To hear)، فقديمًا لما كان رب العمل (المالك) يشك في وجود خيانة يقوم بتعيين شخص يجلس مع المحاسب ليستمع إلى ما يقوله بشأن الحسابات الخاصة بالعمل قصد التحقق من صحتها.

ومنه فقد عرف التدقيق بأنه: "عملية منظمة للحصول على القرائن المرتبطة بالعناصر الدالة على الأحداث الإقتصادية، وتقييمها بطريقة موضوعية بهدف التأكد من درجة مسابرة هذه العناصر للمعايير الموضوعية ثم توصيل نتائج ذلك إلى الأطراف المعنية".¹

كما عرفه خالد أمين بأنه: "فحص أنظمة الرقابة الداخلية والبيانات والمستندات والحسابات والدفاتر الخاصة بالمشروع فحصاً إنتقادياً منظماً بقصد الخروج برأي محايد عن مدى دلالة القوائم المالية عن الوضع المالي لذلك المشروع".²

إستناداً إلى ماتم ذكره في هذه التعاريف فإن عملية التدقيق تتركز حول :

- **الفحص**: يقصد به فحص البيانات والتسجيلات المحاسبية للتأكد من صحة وسلامة العمليات التي تم تسجيلها وتحليلها، أي فحص القياس المحاسبي وهو القياس الكمي للأحداث الإقتصادية الخاصة بنشاط المؤسسة .

- **التحقق**: يقصد به الحكم على صلاحية القوائم المالية الختامية كأداة للتعبير السليم على نتيجة أعمال المؤسسة، وعلى مدى تمثيل المركز المالي للوضعية الحقيقية للمؤسسة في فترة زمنية معينة.

فالفحص والتحقق عمليتان متلازمتان يستطيع من خلالهما المراجع أن يبدي رأيه فيما إذا كانت عملية القياس للأحداث المالية أدت إلى إنعكاس صورة حقيقية وسليمة لنتيجة ومركز المؤسسة الحقيقيين .

- **التقرير**: إن التقرير هو العملية الأخيرة في التدقيق، حيث تقدم نتائج الفحص والتحقق في شكل تقرير يقدم إلى الأطراف المعنية سواء كانت داخل المؤسسة أو خارجها .

ثانياً: أنواع التدقيق:

هناك عدة أنواع للتدقيق قسمت حسب عدة معايير لكن سوف نقتصر على تقسيم التدقيق من حيث

القائمين بعملية التدقيق إلى تدقيق داخلي وتدقيق خارجي:

1- التدقيق الداخلي:

1- تعريف التدقيق الداخلي: هناك عدة تعاريف للتدقيق الداخلي منها:³

عرف مجمع المراجعين الداخليين الأمركين التدقيق الداخلي أنه: "نشاط تقييمي مستقل داخل منظمة الأعمال لفحص وتقييم أنشطتها وذلك لخدمة الإدارة، فهي وسيلة رقابة إدارية تعمل على تقييم فعالية وسائل الرقابة الأخرى".

¹ غسان فلاح المطارنة، تدقيق الحسابات المعاصر - الناحية النظرية - دار المسيرة، عمان الأردن، 2009، ص 13.

² طواهر محمد التهامي وصديقي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ طواهر محمد التهامي وصديقي مسعود، المرجع السابق، ص 33.

وعرفه ETIENNE بأنه "تكوين وظيفة مستقلة داخل المؤسسة للتقييم الدوري للعمليات لصالح المديرية العامة".

فعملية التدقيق الداخلي يقوم بها موظف في الشركة، حيث يقوم بفحص سجلات ودفاتر الشركة للتأكد من مدى الالتزام بالمعايير المحاسبية خلال عملية التسجيل في الدفاتر، فالمدقق يخضع لسلطة الإدارة ويزودها بالمعلومات التالية:¹

- دقة أنظمة الرقابة الداخلية ومدى جودة العمل الذي تقوم به.

- مراجعة كفاءة الطريقة التي يعمل بها النظام المحاسبي، حيث تعكس كفاءة هذا الأخير صدق نتائج المركز المالي للشركة.

- فحص كافة السجلات والبيانات والمستندات المحاسبية.

- تدقيق النشاط بحيث يقوم بقياس الكفاءة والفعالية لكل فرع أو قسم من النشاط في المؤسسة.

ب- شروط التدقيق الداخلي:

لخصت المعايير المهنية للمراجعة الصادرة عن مجمع المراجعين الداخليين الأمريكي شروط القيام بعملية التدقيق الداخلي فيما يلي:

- الاستقلال:

يعني ذلك استقلال المدقق الداخلي عن الأنشطة التي يقوم بتدقيقها، ويتحقق الاستقلال عندما يقوم بأداء عمله بحرية، بحيث يستطيع إعطاء رأي محايد عن أداء الشركة.

- الوضع التنظيمي:

يجب أن يحصل المدقق الداخلي على دعم كامل من الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة، وأن يتم تحديد سلطاته ومسؤولياته في شكل مكتوب، كما يجب أن يكون هناك إتصال مباشر بينه وبين مجلس إدارة الشركة حتى يستطيع توصيل المعلومات عن الأنشطة التي يقوم بتدقيقها.

- الموضوعية:

يجب ألا يجعل المدقق الداخلي نفسه في موقع يجعله غير قادر على إبداء رأي موضوعي عن المهام الموكلة له، بحيث يتعامل بكل مهنية عند أداء وظيفته فلا يكون تابعاً لأي طرف.

¹ هادي محمد التميمي، مدخل إلى التدقيق من الناحية النظرية والعملية، دار وائل، عمان الأردن، الطبعة الثالثة، 2006، ص 25.

ج- التدقيق الداخلي ودوره في ضبط الأداء الإداري:¹

تشير التطورات الحديثة إلى أن التدقيق الداخلي يساهم بدور كبير في ضبط الأداء الإداري سواءً من خلال مراقبة تحقيق الأهداف التي تضعها الشركة، أو في تقييم الخطط والأساليب التي تتبناها لتحقيق هذه الأهداف، فالتدقيق الداخلي يقوم بأداء دوره في ضبط الأداء الإداري من خلال إتجاهين:

الاتجاه الأول: مساعدة مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية وهي الأطراف المسؤولة عن رفع أداء الشركة في القيام بمهامها بفاعلية من خلال تقديم خدمات الاستشارات في المواضيع المختلفة للتشغيل.

الاتجاه الثاني: القيام بدوره الذي يتفق مع مضمون وظيفته في متابعة وتحليل وتقييم المخاطر المرتبطة بالتنظيم والرقابة والتقرير عن ذلك، حيث يقوم التدقيق الداخلي بهذا الدور من خلال التقارير والتوصيات التي يرفعها إلى الإدارة، والتي تتعلق بما يلي:

- التقييم المستقل لنظام الرقابة الداخلية وتقديم التقارير المناسبة بخصوص ذلك.
- المساهمة في تصميم نظام فعال للرقابة الداخلية.
- تقييم كفاءة العمليات والإجراءات الإدارية.
- تحليل المخاطر التي تعترض الشركة وتقديم الحلول بخصوص تلافيها.

هذا وقد أكد معهد المحاسبين القانونيين في الولايات المتحدة الأمريكية على أن التدقيق الداخلي يشارك في تدعيم الحوكمة بالشركات من خلال تدقيقه المركز لمجموعة من العناصر المتعلقة بالحوكمة من بينها:

- تمكين مجلس الإدارة من الإطلاع على أوضاع الشركة من خلال إمداده بمعلومات دقيقة، مع تقديم الاستشارات المناسبة.

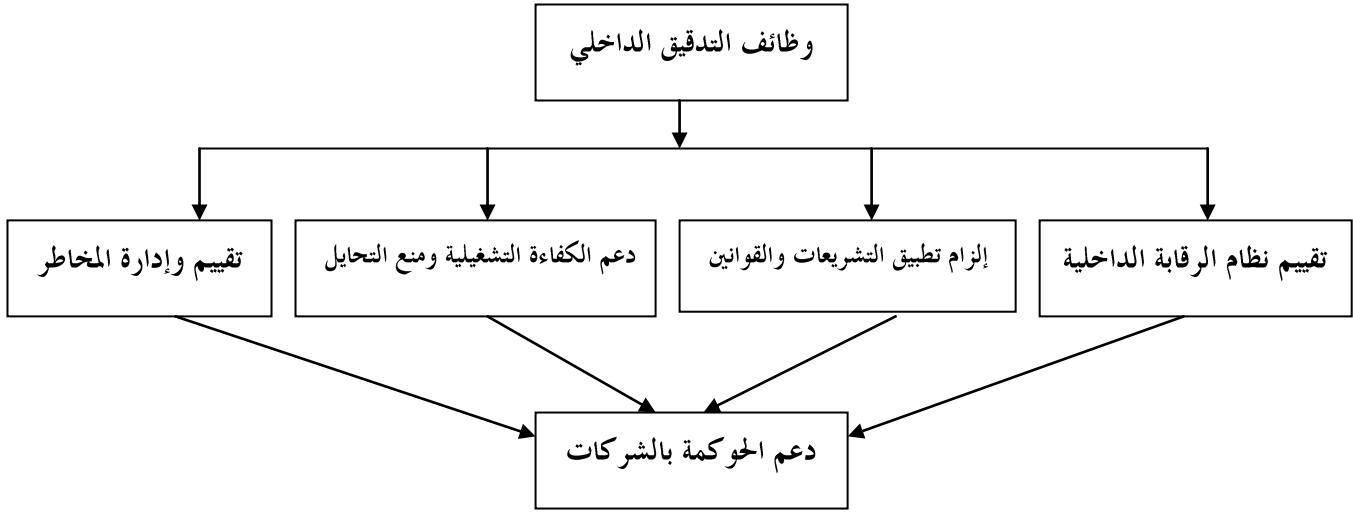
- مراجعة الجوانب السلوكية والأخلاقية بالشركة، وتعزيزها بالتوصيات المكتملة وضمن وصول التعليمات المنظمة لها إلى جميع العاملين.

- تقييم المزايا والتعويضات التي يحصل عليها المديرين ومدى استحقاقهم لها، وإذا ما كان هناك استخدام شخصي للأموال الشركة، حيث يمكن من خلال ذلك ضمان عدم تلاعب الإدارة التنفيذية بأموال الشركة.

والشكل الموالي يوضح المهام التي يقوم بها التدقيق الداخلي والتي تساهم في دعم حوكمة الشركات:

¹ يوسف سعيد يوسف المدلل، دور وظيفة التدقيق الداخلي في ضبط الأداء المالي والإداري - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2007، ص 55- 58.

شكل رقم (1-4): دور التدقيق الداخلي في دعم حوكمة الشركات.



المصدر: يوسف سعيد يوسف المدلل، مرجع سبق ذكره، ص 58 .

2- التدقيق الخارجي:

1- تعريف التدقيق الخارجي: عرف التدقيق الخارجي أنه:

"عملية فحص للقوائم المالية، يشمل هذا الفحص على بحث وتقييم تحليلي للسجلات ونواحي الرقابة المحاسبية للشركة، مع تحليل انتقادي للأدلة المستخدمة في تلخيص العمليات المختلفة والتقرير عنها في القوائم المالية، وينتهي الفحص الذي يقوم به المدقق بتقرير مكتوب يوضع تحت تصرف الجهات التي تعتمد القوائم المالية التي يعطي المدقق رأيه فيها".¹

كما عرف بأنه: "عملية منظمة يقوم بها شخص مستقل بغرض إبداء رأي مهني في مجموعة القوائم المالية التي تخص وحدة اقتصادية معينة، مع توصيل النتائج للمستخدمين ذوي الإهتمام".²

فعملية التدقيق يقوم بها شخص تتعاقد معه الشركة (من خارج الشركة) يكون مؤهلاً قانونياً للقيام بهذا العمل، بحيث يقوم بتدقيق القوائم المالية من خلال فحص البيانات والسجلات المحاسبية من أجل إبداء رأي محايد حول صحة وصدق المعلومات المحاسبية الناتجة عن النظام المحاسبي، مع وضع التوصيات المناسبة فالمستفيدون من البيانات المالية يرغبون في معلومات ملائمة يتخذون على أساسها قراراتهم الاستثمارية، إذ أن العوامل التي تدفعهم إلى الاعتماد على تقرير مدقق الحسابات الخارجي هي:³

¹ محمد سمير الصبان وعبد الوهاب نصر على، المراجعة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 10.

² رجب السيد وعبد الفتاح محمد الصحن ومحمود ناجي درويش، أصول المراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 ص 07.

³ هادي التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 27-28.

- تنبع الحاجة إلى التدقيق الخارجي من التضارب في المصالح بين المستفيدين من البيانات المالية والجهة التي تحضر هذه البيانات، حيث أن المديرين قد يعتمدون إلى تضخيم أرباح الشركة على خلاف الحقيقة سعياً منهم للحصول على الحوافز، الأمر الذي يدفع المالكين إلى الاستعانة بخدمات المدقق الخارجي الذي يزودهم بمعلومات خالية من الغش والأخطاء أو محضرة لفئات على حساب فئات أخرى.

- البيانات المالية المنشورة للإطلاع عليها من قبل الجمهور تمثل المصدر الوحيد للمعلومات التي تتخذ على أساسها قرارات الإستثمار أو منح القروض، لذلك فإن المستفيدين من هذه البيانات ينظرون إلى تأكيد المحاسب القانوني على أنه أساس يمكن أن يتخذ عليه قرارات سليمة.

- أحياناً لا يستطيع المستفيدون من الإطلاع على سجلات المؤسسة، كما أن تعقيدات المحاسبة المستعملة مثل محاسبة المقاوله تحت الإنجاز تجعلهم يعتمدون على البيانات المدققة من قبل الشخص المستقل والمحايد .

ب- علاقة الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي:

يلعب التدقيق الخارجي دوراً هاماً في ظل علاقة الوكالة (الأصيل، الوكيل) لأنه ينتج عن هذه العلاقة تعارض طبيعي في المصالح ، حيث أن وجود المعلومات غير المتماثلة يجعل المدير يتصرف في غير مصلحة المالك وذلك في سبيل الحصول على الحوافز، وهنا نميز بين نوعين من الحوافز:

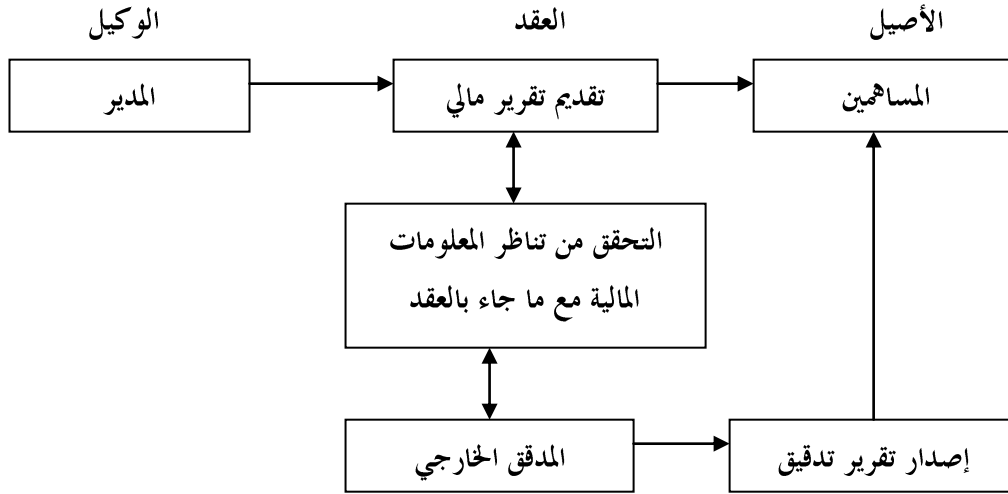
النوع الأول: يتمثل في الحوافز النقدية والتي يتم حسابها على أساس نسبة مئوية من الربح وعلى هذا الأساس تقوم الإدارة باختيار بدائل للسياسات المحاسبية التي تؤدي إلى تعظيم صافي الربح بدلاً من إختيار البدائل التي تؤدي إلى تحقيق أفضل مقابلة بين النفقات والإيرادات، فتعمل الإدارة في هذا الشأن على تغيير الطرق المتبعة، في حساب الإهتلاكات والمخزونات للوصول في النهاية إلى تعظيم الربح عن طريق التلاعب في المبادئ المحاسبية .

النوع الثاني: يرتبط هذا النوع بالقيمة السوقية للمؤسسة، وفي هذا الصدد تلجأ الإدارة إلى عدة وسائل لكي ترفع من القيمة السوقية لأسم الشركة مثل العمل على اختفاء بعض المعلومات الحقيقية التي تسيئ للمؤسسة ونشر معلومات مضللة تعمل على رفع قيمة أسهما في السوق .

وهنا يظهر دور المدقق الخارجي لإزالة اللاتماثل في المعلومات بين المسيرين والمساهمين، حيث أن إجراء عملية تدقيق من طرف خارجي يسمح بتقديم معلومات صادقة عن أداء الشركة، فتأمين المعلومات المقدمة من طرف المسيرين يقلل من الممارسات السلبية التي تؤثر على تمثيل القوائم المالية للواقع الفعلي للشركة وعليه فالتدقيق الخارجي يعتبر ضامن لمصداقية وشفافية المعلومات الواردة في هذه القوائم، حيث أن قيام المدقق بالرقابة على سلوك الإدارة بابداء رأيه فيما إذا كانت السياسات التي تتبعها تتفق مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها يمنعها من تعظيم منفعتها على حساب منفعة المساهمين، وبالتالي نستطيع القول أن التدقيق

الخارجي له دور كبير في الحد من استغلال المديرين لوظائفهم بالشركات لتعظيم منافعهم الخاصة على حساب المساهمين، فهو عبارة عن آلية لترشيد إدارة الشركات، والشكل الموالي يوضح العلاقة بين الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي:

شكل رقم (1-5): العلاقة بين الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي.



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 16.

من خلال الشكل نلاحظ أن مسؤولية إعداد التقارير المالية تقع على عاتق الإدارة، فالمالك المتغيب لا يمكنه ملاحظة أعمال وتصرفات الإدارة فيلجأ إلى خدمات التدقيق، ويتمثل دور المدقق الخارجي في تحديد ما إذا كانت التقارير تتفق مع بنود العقد بين الوكيل والأصيل، لذلك فإن تحقق المراجع من صحة المعلومات المالية سوف يضيف المصدقية على ذلك التقرير فيكون كعامل ضمان على أداء الإدارة للمهام الموكلة لها.

المطلب الثالث: دور لجان المراجعة في تفعيل الرقابة على الشركات.

نظراً لوعي الكثير من الدول بأهمية إعداد التقارير المالية لإستقرار أسواق الأوراق المالية قامت بتنفيذ عدة إجراءات قانونية وتنظيمية تجعل المنشآت قابلة للمحاسبة عن نوعية المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها للمستثمرين، ولما كان ينظر إلى مجلس الإدارة على أنه وكيل المستثمرين فإنه يصبح بذلك مسؤولاً عن أن يؤكد لهم أن المعلومات المالية التي تم الإفصاح عنها تعكس بدقة الوضعية الحقيقية للشركة، فالإشراف الفعال من جانب مجلس الإدارة ضروري لضمان إلتزام كل من إدارة الرقابة الداخلية والمراجعون الداخليون والخارجيون بالمعايير المهنية في أداء مهامهم، ولمساعدة مجلس الإدارة على الوفاء بمهامه الإشرافية فإن الإلتجاء يتزايد نحو الإعتماد على خدمات لجان المراجعة.

أولاً: تعريف لجنة المراجعة: هناك عدة تعاريف للجنة المراجعة منها:

تعرف لجنة المراجعة بأنها¹: "لجنة منبثقة من مجلس إدارة الشركة تقتصر عضويتها على الأعضاء غير التنفيذيين، ومسؤوليتها تتمثل في مراجعة المبادئ والسياسات المحاسبية المطبقة داخل الشركة والإجتماع بالمراجع الخارجي، ومناقشته حول نتيجة عملية المراجعة، وكذا التأكد من كفاءة نظم الرقابة المالية للشركة"

كما تعرف بأنها²: "لجنة مكونة من ثلاثة إلى خمسة مدراء غير مكلفين بالمسؤوليات التنفيذية للإدارة ومن أهم أعمالها مراجعة القوائم المالية، التأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلية والمحاسبية للشركة وكذا نتائج التدقيق للمدقق الداخلي والخارجي، وإعطاء توصيات بشأن ترشيح وتحديد أتعاب المراجع الخارجي". من هذه التعاريف يتضح لنا أن لجنة المراجعة هي لجنة تتميز بالخصائص التالية:

- لجنة منبثقة من مجلس إدارة الشركة.
- عضويتها قاصرة فقط على الأعضاء غير التنفيذيين والذين يتوافر لديهم درجة عالية من الاستقلالية والخبرة في مجال المحاسبة والمراجعة.
- هي عبارة عن قناة إتصال بين مجلس الإدارة والمراجع الخارجي للشركة .
- لجنة تعمل على تدعيم استقلالية مراجع الحسابات الخارجي.

ثانياً: نشأة لجان المراجعة:

ظهرت فكرة تكوين لجان المراجعة نتيجة لوجود بعض الضغوط التي تمارسها إدارة الشركات على مراجع الحسابات الخارجي في إبداء رأيه حول عدالة ومصداقية القوائم المالية مما يؤثر سلباً على استقلاله وحياده، فالحفاظة على استقلال مراجع الحسابات في إبداء رأيه في القوائم المالية التي تصدرها الشركات هي الأساس في نشأة هذه اللجنة، وقد ظهرت لأول مرة بالوم أ،³ وهذا بعد الهزات المالية الناتجة عن التلاعب في التقارير المالية لشركة Mckesson & Robbins حيث أصدرت هيئة تداول الأوراق المالية SEC عام 1972 قراراً بتكوين لجان مراجعة في الشركات لحماية المساهمين، وفي عام 1976 أوصت لجنة الكونغرس بضرورة إنشاء لجان للمراجعة في شركات المساهمة، كما أصدرت بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE عام 1978 عدد من التوصيات كان من أهمها الزام الشركات المسجلة لديها بتكوين لجان للمراجعة

¹ شحاتة السيد شحاتة وعبد الوهاب نصر علي، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007/2006، ص 142.

² عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز الإقتصاد والتجارة، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، 2008، ص 193.

³ نفس المرجع، ص 194-195.

أما في كندا فقد نشأت فكرة تكوين لجان المراجعة بعد حالات الإفلاس التي واكبت عقد الستينات منها افلاس شركة Atlantic Acceptance Corporation limite عام 1965، وكذا انهيار بنكين من أكبر البنوك الكندية عام 1984 وهما Northland Bank & Canadian Commercial Bank، مما دعا معهد المحاسبين القانونيين الكنديين (CICA) The Canadian Institute of Chartered Accountants إلى تكوين لجنة ماكدونالد Macdonald لتبحث سبل تطوير الرقابة على الشركات الكندية، وقدمت تقريرها عام 1988 الذي أكد على أهمية تكوين لجان المراجعة لتقوية بيئة الرقابة داخل الشركات.

مما سبق يمكن إجمال أهم أسباب انشاء لجان المراجعة فيما يلي:¹

- 1- تزايد حالات الفشل المالي للعديد من الشركات والبنوك نتيجة حالات الغش والتلاعب في القوائم المالية.
- 2- تدعيم عملية الرقابة على أنشطة المؤسسات والتأكد من سلامة تطبيق المبادئ المحاسبية، أي زيادة رغبة الشركات في الوفاء بمسئولياتها الوكالية.
- 3- زيادة الضغوط من جانب مستخدمي القوائم المالية لظهور نتيجة أعمالها ومركزها المالي بصورة حقيقية وسليمة.
- 4- التناقض الموجود بين مراجعي الحسابات الخارجيين وبين إدارة الشركة خاصة في مجال المحافظة على استقلالهم في إبداء الرأي المحايد في القوائم المالية.
- 5- حاجة أصحاب المصلحة في الشركات خاصة المقيدة بالبورصة إلى آلية إدارية تساهم في ضبط ورقابة أداء الإدارة كوكيل عنهم.
- 6- ينجم عن وجود لجنة للمراجعة في الشركة الحد من حالات الغش والتلاعب وزيادة فاعلية نظم الرقابة الداخلية، وتدعيم استقلال مراجع الحسابات، وبالتالي تدعيم الثقة في عملية اعداد ومراجعة القوائم المالية حيث يعتبر الحصول على قوائم مالية سليمة أساس فاعلية بورصة الأوراق المالية.

¹ شحاتة السيد شحاتة وعبد الوهاب علي نصر، مرجع سبق ذكره، ص 314.

ثالثاً: العناصر اللازمة للجنة المراجعة الفعّالة:

تتفق معظم الدراسات على أنه لكي تكون لجنة المراجعة فعّالة ينبغي أن تتوفر على عناصر رئيسية مثل: الإستقلال، الخبرة، الفحص الدقيق.

1- الإستقلال:¹

ويقضي هذا العنصر أن تضم اللجنة أغلبية من أعضاء مجلس الإدارة غير الموظفين ذوي القدرة على ممارسة التقدير والحكم بشكل مستقل عن الإدارة، وعليه فهذا يمنع كلاً من المدير، المسؤول المالي الرئيسي وأي عضو مجلس إدارة يعمل في الإدارة التنفيذية من العمل كعضو في لجنة المراجعة، فمعظم الدول تعتبر عضو مجلس الإدارة مستقلاً إذا لم يكن موظفاً في الشركة ولم تكن له صلة وثيقة تربطه بالشركة أو إدارتها من خلال الأسرة أو علاقة اقتصادية أو غيرها من الروابط، فالقرار النهائي بشأن ما يعتبر استقلالاً هو عادة من سلطة مجلس الإدارة ذاته، ومن الناحية النظرية فان لجنة المراجعة المكونة من أعضاء مجلس إدارة مستقلين تكون في وضع أفضل لتقييم نوعية الإفصاح المالي، ومدى كفاية الرقابة الداخلية بالشركة حيث يؤدي الإستقلال إلى تجنب الكثير من الإغراءات التي يواجهها أعضاء اللجنة ومن ثمة يكونون أقرب إلى الموضوعية عند تحليل النتائج المالية وتقييم أداء الشركة ككل.

2- الخبرة:²

من المتفق عليه أن أعضاء لجنة المراجعة يجب أن يكونوا من غير التنفيذيين الذين لديهم خبرة محاسبية أو ما يماثلها من الخبرات المالية، والتي قد تنشأ من ممارسة وظائف سابقة في هذه النواحي أو نتيجة الحصول على شهادة مهنية في المحاسبة، وأن تكون لديهم دراية بكيفية إعداد القوائم المالية، وضوابط الرقابة وكذا العلم بطبيعة نشاط الشركة والمجال الذي تعمل فيه، وقد لوحظ في الدول الغربية أن معظم أعضاء لجنة المراجعة هم من أساتذة الجامعات أو السياسيين السابقين الذين لديهم خلفية علمية وعملية في مجالات المحاسبة وإدارة الأعمال، والإدارة المالية والإقتصاد، أو محاسبين قانونيين.

3- الفحص الدقيق:

إن المهمة الرئيسية للجنة المراجعة هي ضمان أن العمليات التي تقوم بها الإدارة وموظفو المراجعة الداخلية والمراجعون الخارجيون المستقلون تؤدي إلى تحقيق جودة القوائم المالية، لذلك فان اللجنة لها دور كبير في رفع الثقة بالبيانات المالية التي تصدرها الشركات، وعليه فان كل عضو يجب أن يخصص الوقت الكافي للقيام بمسؤولياته في اللجنة، وأن يقوم بعمله مع إحساس بالالتزام والاحلاص وتنوع المعرفة التي يستلزمها

¹ جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، مرجع سبق ذكره، ص 208.

² شحاتة السيد شحاتة وعبد الوهاب على نصر، مرجع سبق ذكره، ص 315-316.

المنصب، وعلى الرغم من أن المسؤوليات المحددة للجنة قد تختلف من دولة إلى أخرى والتي قد تتنوع على أساس حجم الأعمال وتعقدتها، إلا أنها تكلف عادة بالاشرف على ثلاث نواحي رئيسية بالشركة هي:¹ إعداد التقارير المالية، الرقابة الداخلية وعملية التدقيق.

أ- إعداد القوائم المالية:

إن وظيفة لجنة المراجعة بالنسبة لإعداد القوائم المالية هي وظيفة اشرافية ورقابية ولا يدخل في دورها القيام باتخاذ القرارات الفعلية فيما يخص إعداد هذه القوائم، فهذه مسؤولية الإدارة المالية وجهاز المراجعة الداخلية والمراجعين الخارجيين، وعليه فإن لجنة المراجعة عند اشرافها على عملية إعداد القوائم المالية تقوم بما يلي:

- استعراض نتائج التدقيق الداخلي والخارجي وأية ملاحظات يتضمنها رأي المدقق الخارجي مع النظر في التوصيات التي يقدمها.

- النظر في أي تغييرات ملموسة بشأن مبادئ وممارسات التدقيق، والمحاسبة المستخدمة عند إعداد القوائم المالية للشركة وأي ممارسة مثيرة للشك تم استخدامها في إعداد تلك القوائم.

- البحث مع الإدارة في أي تغييرات في المبادئ المحاسبية عن السنوات السابقة وأية اختلافات هامة بين الأرقام الواردة في الموازنة والأرقام الفعلية في أي حساب معين.

وللقيام بهذه المهام على أكمل وجه على اللجنة أن تكون على اتصال منظم وفي معظم الأوقات مع الإدارة المالية والتي تشمل المسؤول الرئيسي، أمين الصندوق (مدير الخزينة)، المراقب العام (مدير الحسابات) إذ يقع على عاتق هذه الإدارة توفير تفسير للقوائم المالية والأرقام التي تتضمنها هذه القوائم، بعد ذلك يكون على لجنة المراجعة أن تدخل في حوار مع المراجعين الداخليين والخارجيين للتحقق من مدى سلامة الإجراءات التي استخدمتها إدارة الشركة، بحيث تتسلم اللجنة من المراجعين الداخليين والخارجيين تقارير عن مدى جودة القوائم المالية وتطابقها مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها.

ب- الرقابة الداخلية:

في كثير من الدول يقوم مجلس الإدارة بتفويض مسؤولية في تحقيق الإلتزام القانوني والأخلاقي في الشركة إلى لجنة المراجعة، والتي تتولى مهمة الإشراف على سلامة نواحي الرقابة الداخلية، حيث تعتبر هذه الرقابة ضرورية لمنع التزوير والمخاطر المالية الأخرى، وهذا لتوفير قدر من الطمأنينة للمساهمين أن المسيرين يعملون على حماية أصول الشركة، وأنهم يقومون باتباع السياسات والإجراءات المقررة، وفي هذا الاطار تقوم لجنة المراجعة تقوم بما يلي:

¹ جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، مرجع سبق ذكره، ص 213-217.

الفصل الأول: حوكمة الشركات الأسس والمبادئ والآليات.

- تقوم بفحص أو استعراض النواحي الرئيسية لتعرض الشركة للمخاطر المالية.
- تشرف على سياسات وبرامج الشركة المصممة لضمان التزامها بالسلوك الأخلاقي.
- استعراض الممارسات والإجراءات التي تتبعها الشركة لضمان الالتزام بالقوانين واللوائح السارية.
- تشرف على اتخاذ الإجراء الملائم لتصحيح أية اختلالات محاسبية، وتقوم بتنفيذ توصيات المراجعة.
- تقدم تقريراً عن سياسات المحاسبة، والرقابة الداخلية التي ينبغي وفقاً لرئيتها أن تلقى إهتماماً من جانب مجلس الإدارة.

فلجنة المراجعة تعتبر الرقيب والمشرّف على ضوابط الرقابة الداخلية في الشركة، فهي لا تقوم بعمل استقصاءات مستقلة عن مدى كفاية هذه الضوابط، بل تعتمد في ذلك على المراجعين الداخليين والخارجين لتحديد نقاط الضعف في هذا نظام، وعليه فإن مسؤولية لجنة المراجعة تتمثل في ضمان وجود الإجراءات الملائمة لإبلاغها عن أية نقاط ضعف، كما يقع على مسؤوليتها أيضاً مراقبة خطط الإدارة لتصحيح نواحي الضعف وضمان كفاية الجداول الزمنية لتلك الخطط بما يكفل حماية الشركة ومساهمتها.

ج- مهمة المراجعة:

- تتعلق الناحية الثالثة من إشراف لجنة المراجعة بمهمة المراجعة الداخلية والخارجية، ولدى قيامها بمسؤولياتها الإشرافية فإن لجنة المراجعة عادة ما تقوم بما يلي:
- التوصية بتعيين مراجع الحسابات الخارجي بعد النظر في عدة أمور مثل: استقلاله، سمعته، ومدى الفعالية المتوقعة منه، كما تقوم بالموافقة على أتعابه والإستغناء عنه إذا تطلب الأمر ذلك.
 - تقوم باستعراض نطاق المراجعة التي سيقوم بها المراجعين الخارجيين أثناء عملية المراجعة، بما في ذلك أية قيود تفرض عليهم مثل عدم إتاحة المعلومات المطلوبة.
 - إستعراض رأي المراجعين الخارجيين في القوائم المالية، وأية تعليقات أو توصيات قد يبدونها، والموافقة عليها في ختام عملية المراجعة.
 - استعراض برنامج المراجعة الداخلية، ونتائج مراجعتها، مع التنسيق بينها وبين المراجعة الخارجية.
 - تحديد مرتبات كبار موظفي المراجعة الداخلية.
 - تلقي تقارير لتقييم الأداء من إدارة الشركة عن مؤهلات كبار موظفي المراجعة الداخلية، بالإضافة إلى تقارير تقييم من المراجع الخارجي عن أدائهم.

إن المهام السابقة هي مهام عامة يمكن لأية لجنة مراجعة القيام بها لكن الكتابات الخاصة بأفضل الممارسات لحوكمة الشركات، وكذا قواعد القيد في بورصات الأوراق المالية في بعض الدول توصي بأن تقوم الشركة بوضع نظام أساسي مكتوب للجنة المراجعة يوافق عليه مجلس الإدارة بأكمله يحدد

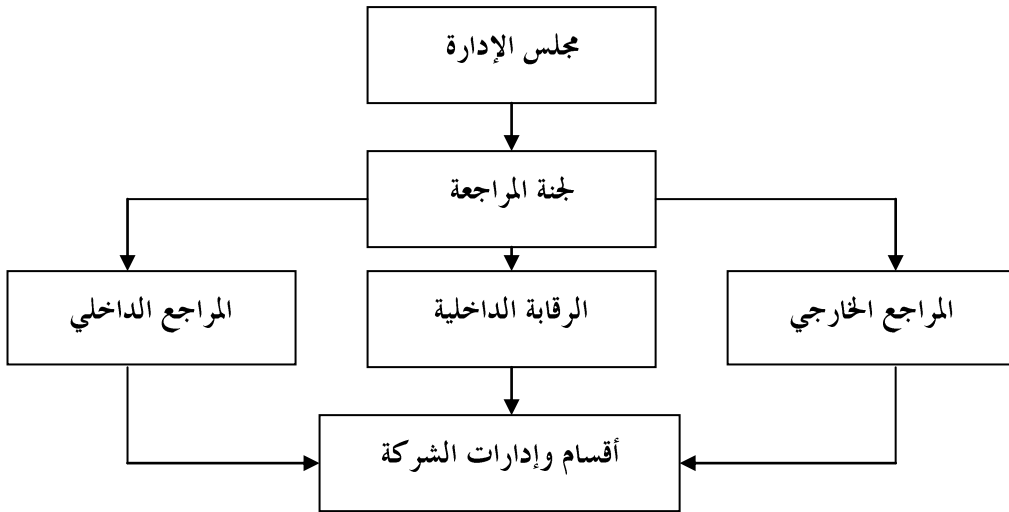
مسؤوليات اللجنة وكيفية تنفيذها، بما في ذلك هيكل اللجنة ومتطلبات العضوية، حيث تؤدي الموافقة على النظام الأساسي إلى تخفيض مخاطر النزاع مع الإدارة حول المهام الموكلة لها.

رابعاً: لجنة المراجعة وتفعيل الرقابة على الشركات:

إن وجود نظام رقابة داخلية فعال يعد أحد المسؤوليات المناطة بإدارة الرقابة الداخلية، ويأتي دور لجنة المراجعة في التحقق من كفاية هذا النظام وتنفيذه بفاعلية، وتقديم توصيات لمجلس الإدارة لتفعيله وتطويره. بما يحقق أغراض الشركة ويحمي مصالح المساهمين، وفي هذا الإطار أشار Millstein 1999¹ إلى أن هناك اتفاقاً كاملاً الآن على أن أفضل ممارسة لمفهوم الرقابة على الشركات ينصب على دور لجنة المراجعة، كما أكد Dezoot 1997² أنه لتفعيل الرقابة على الشركات فإن لجان المراجعة تقوم بدور مراقبة المراجع الداخلي، والخارجي ضمن جهودها لحماية مصالح المساهمين، فوجود لجنة للمراجعة يساهم في زيادة مصداقية المعلومات المالية كما يخفف من مشكلة المعلومات غير المتماثلة بين المسيرين والمساهمين، وبهذا نستطيع القول أن للجان المراجعة دور مهم في حوكمة الشركات.

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين لجنة المراجعة والأجهزة الرقابية الأخرى في الشركة:

شكل رقم (1-6): علاقة لجنة المراجعة بالأجهزة الرقابية في الشركة.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على عوض بن سلامة الرحيلي، مرجع سبق ذكره، ص 197.

وعليه يمكن القول بأن لجان المراجعة تعد من أهم أدوات تعزيز الرقابة في شركات المساهمة، كما تعتبر أحد أساليب تحقيق مفهوم حوكمة الشركات، حيث تعتبر أحد الضوابط الأساسية المانعة لحدوث الأخطاء نظراً لصلتها الوثيقة مع كل من المراجع الداخلي و مراقب الحسابات ومجلس الإدارة .

¹ عوض بن سلامة الرحيلي، مرجع سبق ذكره، ص 195 - 196.

² نفس المرجع، ص 16.

خلاصة:

تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مساءلة إدارة الشركة، وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وحملة الوثائق، كما تؤكد هذه القواعد على أهمية الالتزام بأحكام القانون مع وجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، ومنه فإن أهم النتائج التي تم التوصل إليها في هذا الفصل تتمثل فيما يلي:

- 1- لقد بدأ الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات بعد ظهور نظرية الوكالة، والتي عمدت إلى تحليل التزايدات الناتجة عن فصل ملكية الشركات عن إدارتها، حيث أن مشكلة الوكالة تنشأ من تعرض الأصل لخسارة نتيجة لأخلاق وتصرفات الوكيل وعدم بذل العناية الكافية لتعظيم عائدته.
- 2- شمول مفهوم حوكمة الشركات للعديد من الأبعاد الاشرافية والرقابية، وبذل العناية المهنية اللازمة قصد المحافظة على مصالح جميع الأطراف المرتبطة بالشركة.
- 3- للبنوك دور كبير في تعزيز حوكمة الشركات وهذا بوضع معيار تطبيق مبادئ الحوكمة كشرط أساسي في تقييم العملاء عند منح الائتمان.
- 4- إن عملية التدقيق بشقيها الداخلي والخارجي لها أهمية كبرى في ضبط الأداء الإداري للشركات وهي بهذا أصبحت إحدى أهم وسائل حوكمتها.
- 5- نظراً لأهمية الدور الذي تقوم به لجان المراجعة في مجال الرقابة على الشركات، ودعم استقلالية المراجع الخارجي وكذا تعزيز مهامه، أضحى تعيين لجان المراجعة بالشركات من بين الآليات الهامة لتفعيل عملية الرقابة ومن الشروط الضرورية في إضفاء الثقة على القوائم المالية.
- 6- يعتبر الإفصاح السليم أحد الأركان الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات، الأمر الذي يعمل على توفير بيانات ملائمة لإتخاذ قرارات الاستثمار خاصة في أسواق الأوراق المالية.
- 7- تهتم حوكمة الشركات بحماية حقوق المساهمين خاصة حقهم في الحصول على المعلومات الملائمة والموثوقة بكل ما يخص الشركة، والتي تعتبر ضرورية لتنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية. وعليه سوف نتعرض في الفصل الموالي إلى بعض المفاهيم حول أسواق الأوراق المالية، وكفاءتها.

تمهيد

يقوم سوق الأوراق المالية بمهمة أساسية تتمثل في حشد الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة وهو بذلك يمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية، ولكي يقوم هذا السوق بهذه الوظائف على أكمل وجه يجب أن يتصف بالكفاءة.

إن مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية أثار ومازال يثير خلافا بين المهتمين بدراسة هذا السوق، حيث تم تقسيم هذه الكفاءة إلى ثلاث مستويات طبقاً لنوعية المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية مع اخضاع كل مستوى من هذه المستويات إلى العديد من الاختبارات للتأكد من مدى صحته وواقعيته. وللإلمام ببعض المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية وكفاءته نقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته.

المبحث الثاني: أدوات التحليل في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته.

يعد التمويل العملية التي يتم بموجبه توفير رؤوس الأموال اللازمة لانجاز المشاريع الاستثمارية وتتم هذه العملية إما من خلال البنوك أو أسواق الأوراق المالية، ولقد تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية بتحول الاقتصاد الرأسمالي من إقتصاد المديونية* إلى إقتصاد قائم على الأسواق المالية*، وهذا تحت ضغوط التكاليف المتزايدة للنظام الأول خاصة في منتصف السبعينات وبداية الثمانينات من القرن العشرين.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

سوف نقتصر في هذا المطلب على التعرض إلى نشأة سوق الأوراق المالية، مع تعريفه ومكوناته من سوق أولي وسوق ثانوي.

أولاً : نشأة سوق الأوراق المالية:

لقد ارتبط ظهور وتطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي شهدته معظم دول العالم، خاصة تطور وانتشار شركات المساهمة، البنوك وإقبال الحكومات على الاقتراض من الأفراد فخلف ذلك حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية ومنه ظهور بورصات الأوراق المالية، وقد ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه royal exchange، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم عام 1821 في الشارع الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق و هو وول ستريت.³

ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية:

لقد وردت عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية منها:

– سوق الأوراق المالية هو: "المكان الذي يلتقي فيه البائعين والمشتريين للأصول المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، حيث يتم التعامل فيه من خلال إجراءات قانونية وإدارية و مالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق، ويحقق الصلة بين البائع والمشتري وسيط يعمل على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية يتم تداولها بين فئات عديدة من المستثمرين والذين تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثمارهم في تلك الأصول".⁴

* اقتصاد المديونية هو: الاقتصاد الذي يكون فيه النظام المصرفي هو أساس توفير التمويل للمؤسسات.

* اقتصاد الأسواق المالية هو: الاقتصاد الذي يكون فيه لسوق الأوراق المالية دور كبير في تلبية حاجيات المؤسسات من التمويل.

³ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع

والعشرون، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، مارس 2004، ص 3.

⁴ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 13.

- سوق الأوراق المالية هو: "حلقة للتمويل المخصص للمشاريع الأساسية الجديدة وهو دوره كسوق أولية، كما تشمل سوق ثانوية يتم فيها تداول القيم المنقولة المصدر مسبقاً، فهي بذلك تلعب دورين رئيسين هما تقييم الأصول المالية، وتغيير البيانات الاقتصادية"¹

ثالثاً: هيكل سوق الأوراق المالية: ينقسم سوق الأوراق المالية إلى جزأين هما:

- سوق الإصدار.

- سوق التداول

1- سوق الإصدار:²

يسمى هذا السوق السوق الأولي، تطرح فيه الشركات أوراقها المالية للمرة الأولى للاكتتاب بهدف الحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية، فقد يكون المصدر شركة جديدة، أو شركة قائمة في السوق ترغب في فتح رأس مالها أو زيادته، وهناك نوعين من الطرح للأوراق المالية هما: الطرح للتداول العام public placement، والطرح للتداول الخاص prévale placement، حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للجمهور بصفة عامة في حالة الطرح العام، بينما تطرح لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص، غالباً ما يكون هؤلاء المستثمرين المساهمين الحاليين بالشركة بالإضافة إلى عدد قليل من الأعوان المحتملين.

إن طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات يتم باستخدام ثلاثة أساليب هي:

أ- تتولى مؤسسة مالية متخصصة تسمى عادة بنك الاستثمار عملية الإصدار لحساب الشركة، وبالتالي فإن دورها الرئيسي يتمثل في التقريب بين مصدري الأوراق المالية ومشتريها، وفي أغلب الأحوال تقوم بشراء الإصدارات الجديدة عند سعر متفق عليه على أن تعيد بيعها عند سعر أعلى فتحصل على عمولة تتمثل في قيمة الهامش بين سعر شرائها للإصدار وسعر بيعه في السوق، هذا ويأخذ بيع الإصدارات الجديدة عدة أشكال، فقد يتعهد البنك بتصريف كامل للإصدار أو حد أدنى منه، وقد يقتصر على بذل أقصى جهد دون أي التزام بتصريف قدر معين.

ب- أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين كالمؤسسات المالية الكبيرة لكي تباع لها الإصدارات الجديدة، وهنا قد يتدخل بنك الاستثمار ليعرض مساعدته للجهة المصدر في البحث عن الجهة المشترية للإصدار.

¹ B.Jacquillat et B. slonik, les Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques, 2eme édition. Paris DUNOD, 1993, p8.

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها- دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 22- 25.

ج- أسلوب المزاد: في هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين لتقديم عطاءات bids تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم تصريف كل الإصدار، في الغالب يستخدم هذا الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة.

2- السوق الثانوية:¹

هي السوق التي يجري فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل في السوق الأولي، أين يتم نقل ملكية هذه الأوراق من شخص لآخر، ولا تضيف التبادلات الجارية في هذا السوق أي رأسمال إلى الشركة المصدرة بل أن الأمر لا يتجاوز مجرد الاستثمار في أدوات خاضعة للتداول والتخلي عنها عند ترك الاستثمار deinvestment بسبب تفضيل السيولة، وتخدم السوق الثانوية السوق الأولي من خلال:

أ - إن السوق الثانوية تجعل من الأسهم والسندات أكثر سيولة، ولا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا وجاذبية، فتزيد بذلك رغبة المستثمرين في الشراء عند الإصدار في الأسواق الأولية، وهذا ما ينعكس في قدرة المنشآت المعنية على زيادة الإصدار.

ب - تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي، فالمشتريين للأوراق المالية في السوق الأولي لا يدفعون أسعاراً أعلى من الأسعار السائدة في السوق الثانوي، فكلما ارتفع سعر الأوراق المالية في السوق الثانوي انعكس ذلك في ارتفاع سعرها في سوق الإصدار، ومن ثم تزيد قيمة الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهات المصدرة.

ونظراً لتنوع طرق التعامل في الأسواق الثانوية فأنها تقسم إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة نعرضها فيما يلي:

أ- السوق المنظمة (الرسمية):

تسمى بورصة الأوراق المالية وهي تتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، وتضع الدولة قوانين ولوائح يجب على أي شركة استفاؤها حتى تقيد أسهمها وسنداتها في هذا السوق، ويعمل في هذا السوق وكلاء بائعي ومشتري الأوراق المالية حيث يقومون بتنفيذ المعاملات لحساب موكليهم وحسابهم الخاص.²

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص 62-63.

² أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 25.

ب- السوق غير المنظمة unorganized markets:¹

يستخدم مصطلح السوق غير المنظمة للدلالة على المعاملات التي تتم خارج البورصات، وتسمى بالمعاملات فوق المنضدة (otc) overthe counter، وفي هذا السوق لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات وإنما تقوم بها بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، حيث يمكن للمستثمرين من خلال هذه الشبكة أن يختاروا من يقدم لهم أفضل الأسعار.

وفي الولايات المتحدة يتضمن السوق غير المنظم الذي هو أحد مكونات السوق الثانوي أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالث والسوق الرابع إضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة من صناعات السوق.

- السوق الثالث third market :

يتكون هذا السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم الحق أن يتعاملوا في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق، وقد كان الدافع وراء نمو هذه السوق هو عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها في الأسواق المنظمة، غير أن التعامل في السوق الثالث يوفر لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة والحصول على تخفيض مغري.

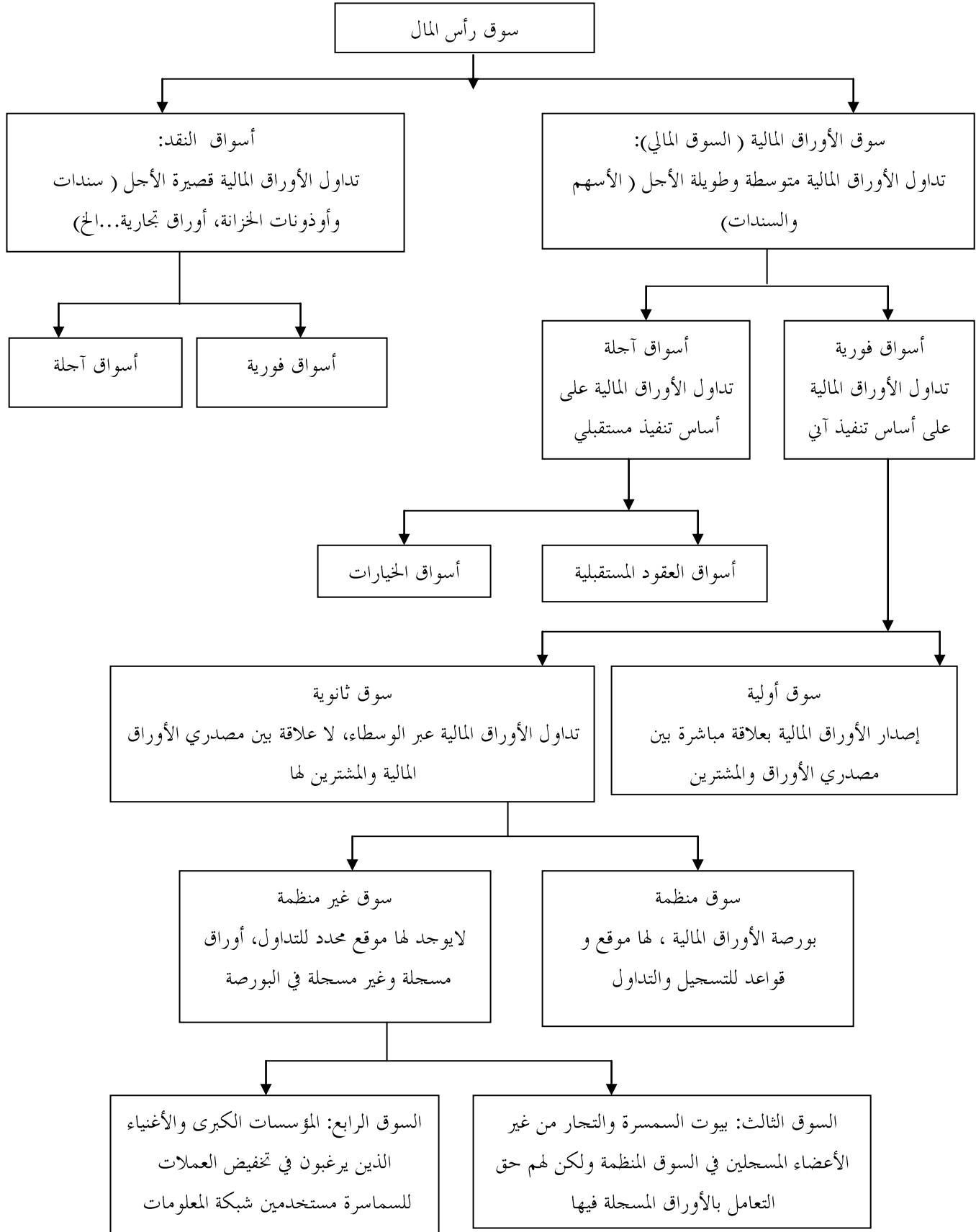
السوق الرابع the fourth market :

يُنشأ السوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة بهدف التخلص من العملات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يساعده في ذلك شبكة اتصالات قوية، ولا يقوم الوسيط بدور التاجر أو السمسار ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، وقد يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.

و المخطط الموالي يوضح لنا بالتفصيل مكونات سوق الأوراق المالية:

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 106-111.

شكل رقم (1-2): هيكل سوق الأوراق المالية.



المطلب الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية.

تتمثل أدوات سوق الأوراق المالية في الأوراق المالية التي تصدرها الوحدات الاقتصادية، هذه الأوراق هي عبارة عن صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة، وعموما فهي تشمل ما يلي:

أولاً: الأسهم:

الأسهم هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها¹، أي أنها عبارة عن صكوك ملكية تعطي لحاملها الحق في أصول الشركة مما يجعلهم يتحملون نتائج أعمالها سواء كانت ربح أو خسارة، كما أن لهم الحق في بيعها واسترجاع الأموال في أي وقت²، ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم منها:

1- الأسهم العادية common stock:

1- تعريف الأسهم العادية:

السهم العادي هو سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن القيمة الاسمية للسهم والاحتياطات والأرباح المحتجزة باستثناء الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، أما القيمة السوقية فتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في السوق، والتي قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية³، هذا ويتمتع حامل السهم العادي بالحقوق التالية:⁴

- الحصول على الأرباح التي تقوم المنشأة بتوزيعها، بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم.
- حق التصويت وفقاً للطريقة المنصوص عليها بعقد تأسيس الشركة.
- الحق في نقل ملكية الأسهم التي يحملونها إلى أشخاص آخرين.
- الحق في فحص والإطلاع على سجلات ودفاتر الشركة.
- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها.
- الحصول على نصيب من الأصول المتبقية في الشركة عند تصفيتها نهائياً.
- حق الترشيح لمجلس الإدارة وفقاً للنظام الأساسي للشركة.

¹ محمد صبري هارون ، أحكام الاسواق المالية - الأسهم ، السندات - دار النفائس، الأردن، 1999، ص 31 .

² نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم- مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات المجلد الأول، غرفة تجارة وصناعة دبي، 6-7 مارس 2007، ص 01 .

³ أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 36-37.

⁴ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 19.

ب- الاتجاهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:

لقد ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة للأسهم العادية منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، ولكن في هذا النوع من الأسهم يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.¹
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعتبر من الأعباء التي تحسب قبل الضريبة، لكن في الولايات المتحدة الأمريكية صدر خلال فترة الثمانينات تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها في خطة معينة لاشراكهم في ملكية المؤسسة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لشراء الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.²

- الأسهم العادية المضمونة: هي نوع من الأسهم العادية التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، ولكن إذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز هذا الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة فلا يمكن للمستثمر المطالبة بالتعويض، حيث يتم تعويض حاملي هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها عليهم.³

2- الأسهم الممتازة:

- 1- تعريف السهم الممتاز: يجمع السهم الممتاز بين خصائص السندات وخصائص الأسهم العادية، فهو يشبه السند في أن له توزيعات أرباح ثابتة تدفع دوريا (عادة كل سنة)، ويختلف عنه في أن توزيعات الأرباح الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الإلتزامات الأخرى (ماعدا توزيعات الأسهم العادية) وأن هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات، ويشبه الأسهم العادية في أنه لا يحمل فترة استحقاق محددة، وأن أصحابها يعتبروا ضمن مالكي الشركة ويختلف عنها في أن أصحاب الأسهم الممتازة

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قريقاس، أسواق المال - البنوك التجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 248.

² منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 29.

³ محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص

ليس لهم الحق في التصويت مثل أصحاب الأسهم العادية، كما أن هذا النوع من الأسهم له قيمة اسمية وقيمة دفترية، وقيمة سوقية شأنه شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة إذ ليس له نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في الميزانية العمومية.¹

ب- الاتجاهات الجديدة في الأسهم الممتازة:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة : الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982 ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية المتمثلة في سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص العقد على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم.²

- الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت : هي نوع من الأسهم تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، حيث أنها تتوفر على الخصائص التالية:³

- لحملة هذا النوع من الأسهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس.
- القيمة الاسمية للسهم لا بد أن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي.
- لحامل هذا النوع من الأسهم الحق في الحصول على توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي.

- لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية.

ثانياً: السندات:

1- تعريف السندات: السند هو بمثابة عقد إتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، بمقتضى هذا الاتفاق يمنح الطرف الثاني الطرف الأول مبلغ معين من المال، حيث يتعهد برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها وفق تواريخ محددة، وقد يتضمن العقد شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول ضماناً للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى حتى تاريخ لاحق.⁴

¹ أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 254.

³ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 256.

⁴ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 25.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات حسب عدة معايير كما يلي:¹

– القابلية للاستدعاء:

المقصود بالاستدعاء هو أن يقوم مصدر السند بسداد أصل السند قبل تاريخ الاستحقاق عن طريق إعادة شرائه، ويحدث هذا عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق بعد بيع الاصدارات، فيكون من مصلحة المقترض استردادها واستبدالها بطرح سندات أخرى بأسعار فائدة تتناسب مع مستويات الفائدة السائدة وفي هذه الحالة فان الشركة تدفع تعويضا للمستثمرين عن طريق سداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف للقيمة الاسمية للسند.

– الضمانات المقدمة:

تصدر المؤسسات سندات تكون مضمونة بأصول معينة مثل الأراضي والمباني ضمانا للوفاء بالدين وفوائده، كما تصدر أنواع أخرى من السندات لا تكون مضمونة بأي أصل من الأصول سوى إسم وسمعة الشركة.

– القابلية للتحويل:

السندات القابلة للتحويل convertibl bonds تعطي لحاملها الحق في استبدالها بعدد محدد من الأسهم العادية لنفس الشركة في أي وقت ووفقا لشروط معينة، وعادة ماتصدر تلك السندات بأسعار فائدة أقل من فائدة السندات العادية، وتتم عملية التحويل على أساس آلية تحفيزية تتمثل في قيمة التحويل والتي يجب أن تكون أعلى من سعر الاستدعاء، وقيمة التحويل هي عبارة عن القيمة السوقية للسهم العادي مضروبة في (معدل التحويل) عدد الأسهم العادية الجاري التحويل إليها مقابل كل سند قابل للتحويل. فمثلاً إذا كان لدينا سند قيمته الإسمية 1000دج يمكن تحويله إلى أسهم عادية بمعدل خمسة أسهم لكل سند فانه يمكن حساب سعر التحويل conversion price كما يلي:

$$\text{سعر التحويل} = \text{قيمة السند} \div \text{عدد الأسهم} = 1000 \div 5 = 200 \text{ دج.}$$

فاذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي الجاري التحويل إليه تساوي 210 دج فان قيمة التحويل تساوي:

$$\text{قيمة التحويل} = \text{قيمة السهم العادي} \times \text{معدل التحويل} = 5 \times 210 = 2010 \text{ دج.}$$

طالما أن قيمة التحويل للسند أعلى من قيمته الاسمية فان هذا يحفز على عملية التحويل، أما اذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي في حدود 190دج، تصبح قيمة التحويل تساوي:

950 = 5 × 190 دج، هذا السعر لا يحفز على عملية التحويل طالما أن قيمة التحويل هي أقل من القيمة السوقية للسند القابل للتحويل.

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 61.

2- اتجاهات جديدة في السندات:

- سندات لا تحمل معدل كوبون: تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق.¹

- سندات ذات معدل فائدة متحرك: وهو نوع أستحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي يترتب عليها انخفاض قيمة السندات الأمر الذي يؤدي إلى رفع معدلات الفائدة، حيث يتم تحديد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.²

- السندات ذات الدخل: إن حملة هذا النوع من السندات لا يجوز لهم المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح في سنة لاحقة.³

- السندات الرديئة: استحدث هذا النوع في الثمانينات لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المؤسسة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في هذه المؤسسة محفوفاً بقدر كبير من المخاطر، وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.⁴

ثالثاً: الأوراق المالية المشتقة *drived securities*:

لقد بدأ التعامل بالمشتقات المالية مع التقلبات الحادة التي شهدتها هذه الأسواق في أوائل السبعينات فهي تستخدم للتحكم في الحظر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، وكذا الحظر المصاحب لإصدار الأوراق المالية، كما تستخدم للتحوط ضد مخاطر الاستثمار في الأصول الأخرى كالذهب والبتروال... الخ.

وتعرف المشتقات المالية بأنها:⁵ عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة، وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل المالي محل التعاقد، هذا

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قريقاس، أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 255.

² محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان و جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 252.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 34.

⁴ نفس المرجع، ص 34.

⁵ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر- الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 11.

وتتنوع الأصول محل التعاقد ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات ومؤشرات البورصة، ومن أبرز صور المشتقات: الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة.

1- العقود الآجلة:

العقود الآجلة هي إتفاق بين طرفين لشراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق يسمى تاريخ التنفيذ، تستخدم هذه العقود للتحوط ضد مخاطر تقلب الأسعار خاصة في عمليات التصدير والاستيراد.¹

عملياً إذا كان سعر الأصل المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر الجاري في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كان السعر الجاري أقل من سعر التنفيذ فإن البائع سيحقق أرباحاً على حساب المشتري.

2- الخيارات:

تعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار (بائع الخيار) لحامل العقد (مشتري الخيار) الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد خلال مدة زمنية، ويُمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال يدفعه لمصدر الاختيار على سبيل التعويض، يكون هذا المبلغ غير قابل للاسترداد،² حيث يتيح خيار البيع لمشتري الخيار فرصة حماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها فيلزم الطرف الثاني في عقد خيار البيع (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق عن سعر التنفيذ، كما يتيح له خيار الشراء فرصة التحوط ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يزمع على شرائها في المستقبل، حيث يلزم محرر خيار الشراء تنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه.³

3- المستقبلية:

العقود المستقبلية future contracts أو المستقبلية futures هي عقود نمطية قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سلفاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وعلى عكس عقود الاختيار التي يكون فيها العقد اختياري من قبل المشتري فإن تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه، وإن كانت هناك إمكانية أمام كل طرف للتخلص من التزامات العقد وذلك بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركز طويل long position أي مركز

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² عاطف وليم أندراوس، نفس المرجع، ص 79.

³ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 1996، ص

مشتري، فيمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير short position أي مركز بائع على عقد مائل، والعكس لو أن المركز الذي أخذه المستثمر كان مركز قصير.

4- المبادلات swaps¹:

تُعرف المبادلات بأنها إتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينة تتحدد آنيا وفقا لقيمة الصفقة على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، حيث يتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية...)، وعلى عكس عقود الاختيار فعقود المبادلة ملزمة للطرفين كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية وتشمل عمليات المبادلة مايلي:

أ- عمليات مقايضة معدلات الفائدة Itérest swaps.

ب- عمليات مقايضة العملات currency swaps.

ج- عمليات مقايضة عقود حق الاختيار cabable/putable swaps.

د- عمليات مقايضة الأسهم equity swaps.

هـ- عمليات مقايضة البضائع commodity swaps.

وتعتبر مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة من أشهر أنواع عقود المبادلة، وبمقتضاه يوافق أحد الأطراف على في العقد على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، بينما يقوم الطرف الآخر في العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة، وغالباً ما تحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساوي لسعر العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة، والذي يمثل معدل الفائدة بين البنوك في لندن، حيث تحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الخسارة أو الربح لطرفي عقد المبادلة، كما أن الأصل الرأسمالي محل التعاقد يخصص عادةً لحساب معدل الفائدة فقط ولا تتم مبادلته فعلياً.

المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية وشروط قيامه.

إن التعامل في سوق الأوراق المالية يستوجب وجود مجموعة من المتدخلين يعملون على تنشيطه وإتمام مختلف عملياته، هؤلاء المتدخلين يعملون على تشغيل السوق في إطار سعيهم للحصول على التمويل، أو لتوظيف مدخراتهم النقدية، كما أن هناك فئة أخرى من المتدخلين تقوم بصناعة السوق من خلال تنفيذ أوامر العملاء الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية مقابل عمولة، ولتحقيق أهداف المتدخلين في هذا السوق لابد من توافر مجموعة من العوامل تعمل على تفعيل الدور المناط بسوق الأوراق المالية.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 83.

أولاً: المتدخلون في سوق الأوراق المالية:

إن استمرار سوق الأوراق المالية في أداء وظائفه التمويلية، واشباع رغبات الأطراف المختلفة يتحقق من خلال العمليات التي يقوم بها المتدخلين فيه، والذين يشملون الهيئات الآتية:

1- مصدر الأوراق المالية : ويتعلق الأمر بـ:

- شركات القطاع العام والخاص المحلية أو الأجنبية التي ترغب في الحصول على رؤوس الأموال سواء عن طريق الأسهم أو الاقتراض.

- الحكومة ممثلة في الجماعات المحلية.

2- المستثمرين: ويتعلق الأمر بـ:

- المستثمرون الأفراد الذين لديهم مدخرات يرغبون في توظيفها.

- المستثمرون المؤسساتيون الذين يحتفظون برؤوس أموال كبيرة مودعة لديهم من طرف الجمهور ويرغبون في توظيفها عن طريق أسواق الأوراق المالية مثل:

* شركات التأمين وصناديق التقاعد والمعاشات.¹

* شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) sociétés d'investissement à capital variable:

تعتبر هذه الشركات إحدى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وموضوعها الوحيد يتمثل في إدارة محفظة الأوراق المالية، حيث أنها تقوم بخدمة المستثمرين الذين ليس لديهم الرغبة في الاستثمار المباشر في السوق أو الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم، ورأس مال هذه الشركات يتغير بحسب ما يلي:

- الزيادة حسب قيمة الأسهم المكتتبة من طرف المستثمرين الجدد أو الأسهم الجديدة المكتتبة من طرف المستثمرين القدامى.

- النقصان حسب قيمة الأسهم المباعة.

* صناديق الاستثمار المشتركة Mutual Funds:

هي عبارة عن مؤسسات استثمارية تنشأها مؤسسة أو مؤسسات مالية متخصصة ذات خبرة في مجال إدارة الاستثمارات قد تكون بنك أو شركة استثمار، تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في الأوراق المالية، وتعمل هذه الصناديق وفق مبدأ التنويع الاستثماري قصد تحقيق عوائد للمستثمرين وفق مستويات مخاطرة معقولة.

* صناديق رأس المال المخاطر Venture Capital Fund¹: هي عبارة عن شركات متخصصة في تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى المعرضة لدرجة مخاطرة مرتفعة والتي تحجم البنوك عن تمويلها نظراً لارتفاع

درجة مخاطرتها، وتمر دورة نشاط هذه الصناديق بثلاث أساسية هي : مرحلة الدخول، مرحلة النشاط، ثم مرحلة الخروج أو تسييل الاستثمار، والتمويل عن طريق صناديق رأس المال المخاطر يتخذ عدة أشكال أهمها: تمويل أعباء المرحلة التأسيسية للمشاريع، تمويل الخطط التوسعية، وقد انتشر هذا النوع من التمويل بشكل سريع خلال فترة التسعينيات في جنوب شرق آسيا وأوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية، أما في الدول العربية فقد عرفت كل من مصر وتونس تقدم ملحوظ في نشاط هذا النوع من الصناديق، حيث أنه واجه عدة صعوبات في المراحل الأولى لظهوره والتي تزامنت مع مرحلة ضعف سوق الأوراق المالية وغياب الحوافز الضريبية التي تشجع التمويل عن طريق المديونية على حساب التمويل بالأسهم.

3- بنوك الاستثمار Investment Banks:

هي عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة، ودورها في سوق الأوراق المالية يتمثل في تقديم الخدمات الاستشارية للوحدات الاقتصادية والتي تأخذ عدة أشكال منها:

- تقديم النصح للمؤسسات بخصوص الاصدارات الجديدة مثل حجم الاصدار، توقيت الإصدار، وسعر الورقة المالية.
- تسويق الأوراق المالية المصدرة، وما يتصل بها كالحملات الشهرية والاتصال بالمستثمرين المحتملين مثل البنوك، شركات التأمين والتقاعد، الجمهور.. الخ
- التعهد بتغطية الأوراق المالية المصدرة وتحمل مخاطر تقلب الأسعار.
- إدارة محافظ الأوراق المالية .

4- سمسرة الأوراق المالية:²

يتم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة (سمسرة الأوراق المالية)، يحصلون على هذه العضوية مقابل مبلغ تحدده لائحة البورصة، فيكون لهم مقابل ذلك حق التعامل في المقصورة أو الصالة، ويتعدد هؤلاء الأعضاء حسب المهام التي يقومون بها منهم:

- السمسرة الوكلاء.

- سمسرة الصالة floor broker .

- تجار الصالة floor trader .

- المتخصصون specialists .

¹ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007/2006 ص 34.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 104 - 106.

- تجار الطلبيات الصغيرة ODD-LOT Dealers .

ثانياً: شروط قيام أسواق الأوراق المالية:

لانشاء سوق أوراق مالية فعّال وتمكينه من أداء وظائفه في توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية فان ذلك يتوجب توفير مجموعة من الشروط، والتي من خلال تضافرها يتم تكوين مناخ ملائم يسمح له بأداء مهامه المختلفة على أكمل وجه، ومن بين الشروط الضرورية لقيام أسواق الأوراق المالية مايلي:¹

1- وجود حد أدنى من المؤسسات المالية في الدولة:

للمؤسسات المالية دور كبير في أسواق الأوراق المالية، فهي تقوم بعمليات الإصدار نيابة عن المؤسسات وتقديم النصح والمشورة لهم فيما يتعلق بذلك، فضلاً عن تسيير محافظ الأوراق المالية لحسابها ولحساب الغير وعليه فلا بد من توافر حد أدنى من هذه المؤسسات، والارتقاء بمستوى خدماتها وانتشار عدد فروعها وكذا كبر حجمها حتى يشمل التعامل في هذا السوق كافة أنحاء الدولة.

2- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي:

فالاستقرار السياسي هو من أهم عوامل جذب رؤوس الأموال خاصة الأجنبية منها، حيث يطمئن المستثمر على توظيف أمواله واستردادها في الوقت المناسب.

3- وجود نوع من الاستقرار الاقتصادي:

إن وجود استقرار اقتصادي في الدولة وعدم تعرضها لحالات الرواج والكساد بصفة مستمرة يجنب سوق الأوراق المالية الهزات والانهيارات المفاجئة، حيث أن هذا يزيد من ثقة المستثمرين بالسوق ويمكنهم من التنبؤ بمستقبل أوراقهم المالية بدقة أكبر، كما يجنبهم المخاطر غير المتوقعة والتي تؤدي إلى خسائر مفاجئة.

4- القدرة على التطور والاستجابة للتغيرات المالية:

يجب أن يكون لسوق الأوراق المالية القدرة على مواكبة كل التطورات والمستجدات على مستوى أسواق الأوراق المالية العالمية خاصة القدرة على استيعاب الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية)، وهذا حتى يتمكن من مواجهة منافسة الأسواق الأخرى.

5- توافر القدرات البشرية والإمكانيات التكنولوجية:

¹ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 64 - 65.

لقيام سوق الأوراق المالية بوظائفه على أكمل وجه لابد أن تتوفر به قدرات وكوادر بشرية قادرة على القيام بالتحليل المالي والتعامل في الأوراق المالية، حيث أن تنشيط وتطوير هذا السوق يبني على القدرات والكفاءات البشرية بالاضافة إلى الامكانيات التكنولوجية.

6- الإفصاح المالي:

يعد الإفصاح المالي وإشهار المعلومات بشركات المساهمة أحد عوامل استمرار نجاح سوق الأوراق المالية وتطوره، فتوفير المعلومات كما ونوعاً وإيصالها في وقتها إلى المتعاملين يمنحهم نوعاً من الثقة في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، كما يساعدهم في القضاء على الشائعات، وتحقيق المزيد من العدالة في التعامل وترسيخ دعائم الاستثمار التريه.

7- السيولة:

إن السوق الثانوي يهدف أساساً إلى تيسير تداول الأسهم والأدوات المالية الأخرى بما يوفر للمتعاملين فيه إمكانية التصرف فيها في أي وقت دون قيود، حيث نجد أن المستثمرين يفضلون دائماً توافر السيولة النقدية للأوراق المالية التي بحوزتهم عند عرضها للبيع وبتكلفة أقل، مع العلم أن سيولة الأوراق المالية تزداد إذا كان هناك تداول نشط عليها، مع وجود عدد كبير من المتعاملين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية بصفة مستمرة .

8- الذرية:

إن وجود عدد كبير من المستثمرين في سوق الأوراق المالية ضروري لنموه وتطوره لآفاق الاقتصادية المرجوة منه، فالمستثمرين يمثلون العنصر المحرك والأساسي للمعاملات فيه، ومن بين أهم المستثمرين نجد:

- المستثمرون التقليديون البنوك، شركات التأمين، صناديق التوفير والمعاشات.
- الدولة والهيئات المحلية المختلفة.
- الشركات الصناعية والزراعية والسياحية المختلفة.
- الأفراد العاديين والتجار.

إن عملية تقييم الاستثمار في الأوراق المالية تتطلب توفر مجموعة من المعلومات والبيانات تخص الأوراق المالية، والشركات المصدرة لها، لكن هذه البيانات عادة ما تتاح للجمهور في شكل خام يحتاج إلى تحليل يساعد على استخلاص بعض النتائج والنسب تساهم في اعطاء رؤية عن ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل وبالتالي التمهيد لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة، وتشير أدبيات الاستثمار إلى أن هناك ثلاث نماذج للتحليل في سوق الأوراق المالية هي: التحليل الأساسي، التحليل الفني، وتحليل وتقييم الأوراق المالية فالتحليل الأساسي يهتم بتحليل المحددات والظروف المؤثرة على أداء وأرباح الشركة وانعكاسات ذلك على سعر السهم، أما التحليل الفني فيركز على دراسة سعر السهم وحجم التداولات التي جرت عليه في الماضي ومنه محاولة التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر مستقبلاً، أما تحليل وتقييم الأوراق المالية فهو عبارة عن تقييم للعائد والمخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار المالي.

المطلب الأول: التحليل الأساسي .

يهتم التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وكذا الظروف الداخلية لهذه الأخيرة في حد ذاتها وهذا بهدف الكشف عن معلومات تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية، والتي تعد محددات أساسية للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره المنشأة، ومنه فإن الهدف من هذا التحليل هو اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ والتي تكون قيمها السوقية أقل أو أكثر من قيمها الحقيقية، وهو ما يفيد في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، وفي التحليل الأساسي يميل الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية هي تحليل الظروف الاقتصادية العامة، أما نقطة النهاية فهي تحليل ظروف المنشأة ذاتها، وهو ما يطلق عليه "مدخل التحليل الكلي فالجزئي" أو مدخل "التحليل من أعلى إلى أسفل".¹

وفيما يلي سنتعرض إلى مضمون هذا المدخل:

أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية العامة:

إن الهدف من هذا التحليل هو التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية وتأثير ذلك على أسعار الأوراق المالية، حيث يشمل عدداً من المتغيرات الاقتصادية تحظى باهتمام المحللين في مقدمتها: السياسة المالية، السياسة النقدية، معدل التضخم وحجم الناتج الوطني.

1- السياسة المالية:²

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 204.

² طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية- الإسكندرية، 2002، ص 21.

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الانفاق الحكومي، فهذه السياسة بوجهيها لها تأثير على المعاملات في أسواق الأوراق المالية، فمثلا الضرائب التي تعد قاسما مشتركا لموارد موازنات غالبية الدول تؤثر على أسعار الأوراق المالية، فإذا ما لجأت الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا بزيادة أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، أما بالنسبة للوجه الآخر للسياسة المالية (الإنفاق الحكومي) فإنه لا يقل أهمية، فإذا ما قررت الدولة تخفيض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية فإن ذلك سوف يؤدي إلى انخفاض إيرادات بعض الشركات التي تنتمي إلى القطاع مثل صناعة المقاولات والاسمنت وهو ما يترك أثرا سلبا على أرباحها الصافية وانخفاض أسعار أوراقها المالية بالتبعية.

لذلك فعلى المحلل المالي أن يدرس التأثيرات المحتملة لتغيرات السياسة المالية على شركات القطاعات المعنية، لتقديم نصائح للمستثمرين لشراء أو بيع الأوراق المالية في ضوء قرارات رشيدة.

2- السياسة النقدية:¹

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض النقدي، وتؤكد العديد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسة النقدية ومستوى أسعار الأوراق المالية في السوق، ففي دراسة لفريدمان وشوارتز Friedman & Schwartz كشفت عن وجود علاقة طردية بين كمية المعروض النقدي ومستوى النشاط الاقتصادي على اعتبار أن زيادة المعروض النقدي مع فرض ثبات الطلب عليه من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار وزيادة الإنتاج ومن ثم زيادة أرباح منشآت الأعمال وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، ومنه تعد السياسة النقدية أحد مؤشرات التنبأ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية.

3- معدل التضخم:²

إن اصدار التقارير الخاصة بمعدل التضخم لها أثر بليغ على أسعار الأوراق المالية، فاصدار معلومات بخصوص ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً سلبياً على الأسعار، لأن زيادة معدل التضخم يجعل المستثمرين يطلبون معدل عائد أعلى على الاستثمار الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيم السوقية للأوراق المالية.

4- حجم الناتج القومي:

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 164 - 165.

² نظير رياض الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 176 - 177.

إن إصدار تقارير ايجابية أو سلبية عن حجم الناتج القومي من شأنه أن يؤثر على حركة الأوراق المالية تبعاً لذلك، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الشركات الأمر الذي ينعكس في زيادة حركة التعامل بالأوراق المالية ومن ثم ارتفاع أسعارها، ويحدث العكس في حالة العكس، كما أن زيادة حجم الناتج القومي معناه ارتفاع دخول ومدخرات الأفراد وهو ما يساهم في زيادة الطلب على الأوراق المالية وارتفاع أسعارها بالتبعية، وعليه فإن تغيرات حجم الناتج القومي يجب أن تعنى باهتمامات المحللين الماليين لظهور التأثيرات المحتملة لهذا الناتج على أداء المؤسسات وعلى أسعار الأوراق المالية.

ثانياً: تحليل ظروف الصناعة:

إن الخطوة الثانية في التحليل الأساسي هي تحليل ظروف القطاعات (الصناعات) التي تنشط في مجالها الشركات قصد التعرف على القطاعات الواعدة، وتقديم نصائح للمستثمرين للاقبال على الاستثمار فيها وتحليل ظروف الصناعة يشمل العديد من الأبعاد منها:

1- التطور التاريخي للمبيعات والأرباح:

إن أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية الخاصة بمبيعات وأرباح الشركات التي تنشط في مجالها، فالتحليل التاريخي لهذين المتغيرين يساعد المحلل في التعرف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار وكذا قدرتها على مواجهة فترات الكساد، أي قدرتها على معايشة الظروف الاقتصادية هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن تحديد معدل نمو المبيعات ودرجة التقلب في هذا المعدل يسمح بتحديد حجم مخاطرة الاستثمار في تلك الصناعة.

2- تطور حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة:

من الأهمية أن يتعرف المحلل على تطور حجم الطلب على منتجات الصناعة هل هو في تزايد أم في تراجع، وكذا قدرتها على تلبية الزيادة في الطلب على منتجاتها وبالتالي تحديد امكانياتها على التوسع، ويفيد تقدير حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة في تحديد الفجوة التسويقية والتي تعبر عن فرصة دخول منافسين جدد في الصناعة الأمر الذي ينعكس سلباً على أرباح الصناعة وأسعار أسهمها بالتبعية.

3- ظروف المنافسة:

عند تحليل ظروف الصناعة يقوم المحلل بتحديد الموانع التي تحد من دخول منشآت جديدة إلى السوق حيث يوجد ثلاث موانع رئيسية هي: تميز منتجات الصناعة، مزايا مطلقة في التكاليف، ومزايا الحجم الكبير، هذه الموانع لا تحد فقط من دخول منشآت جديدة إلى الصناعة بل تحد أيضاً من إمكانيات ظهور صناعات منافسة، وفي هذا الاطار على المحلل المالي أن يجدد نوع المنافسة ومصدرها، وهل تأتي من سلع مثيلة أم من صناعات بديلة.¹

4- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:

يهتم تحليل طبيعة المنتج بتحليل نصيب المنتج من متوسط دخول الأفراد، كما يمتد أيضاً إلى دراسة التغيير في الطلب على المنتج إلى التغيير في دخول المستهلكين (مرونة الطلب)، ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة هي الصناعات التي تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخول الأفراد، ومنه فإن الهدف من هذا التحليل هو التعرف على ما إذا كان المنتج قد وصل إلى مرحلة التوسع (الانتاج الكبير) أم لا. أما بالنسبة لتحليل تكنولوجيا الصناعة فإن ذلك يتمثل في تحديد المستوى التكنولوجي للصناعة والذي يتأثر إلى حد بعيد بدرجة اعتماد الصناعة على العمالة أو الآلات، فالصناعات كثيفة الآلات يكون حجم انتاجها ومبيعاتها مرتفعاً.

5- تأثير التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي:

إن تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي له تأثير على القطاعات الاقتصادية سواء بالايجاب أو السلب فتدخل الحكومة في انتاج بعض الصناعات مثلاً من شأنه أن يفرض قيوداً على أسعار هذه الصناعات الأمر الذي يحد من تطور حجم أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أوراقها المالية، ومن جهة أخرى فإن تدخل الحكومة لدعم بعض الصناعات عن طريق منح مساعدات مالية مباشرة، أو مزايا ضريبية من شأنه أن يرفع مستوى الأداء والأرباح فيها وهو ما يتسبب في ارتفاع أسعار أوراقها المالية، وبالرغم من ذلك فإنه على المحلل المالي أن يركز على دراسة أداء الشركات بعد اختفاء سياسات الدعم لأن هذه السياسات عادة ما تكون لفترات محدودة.²

ثالثاً: تحليل المركز المالي للشركة:

¹ نظير رياض الشحات مرجع سبق ذكره، ص 178-179.

² منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 172-174.

إن تحليل ظروف الشركة أو المركز المالي للشركة هي المرحلة الأخيرة في عملية التحليل الأساسي، حيث يتوقف قرار شراء أو بيع الأوراق المالية على تحليل موسع للبيانات والمعلومات المالية الخاصة بنتائج الشركة وفي هذا الاطار يستخدم المحللين الماليين العديد من الأدوات أهمها: القوائم المالية المقارنة وتحليل النسب المالية

1- القوائم المالية المقارنة:

يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات التي حدثت في بنود هذه القوائم خلال فترة زمنية معينة قد تكون سنوية أو فصلية، وفي هذا الاطار يوجد ثلاث أنواع من القوائم المالية المقارنة هي الميزانية العمومية المقارنة، قائمة الدخل المقارنة وقائمة الموارد والاستخدامات المقارنة، حيث يمكن إجراء المقارنة بين بنود قائمتين في سنتين ماليتين لنفس المنشأة قصد التعرف على التطورات الحاصلة في المركز المالي للشركة، أو مقارنة بنود قائمة منشأة معينة مع قائمة منشأة أخرى منافسة،¹ حيث ينبغي على المحلل المالي أن يعطي التغيرات الجوهرية التي يسفر عنها التحليل أهمية خاصة لتحديد فيما إذا كانت تلك التغيرات تأخذ اتجاهها معيناً أو أنها عبارة عن تغيرات طارئة، لأن ذلك له دور كبير في الحكم على سلامة المركز المالي للشركة، وبالتالي اتخاذ قرارات الاستثمار في ضوء تحليل سليم وملائم.

2- استخدام النسب المالية:

النسب المالية هي محاولة لايجاد علاقة بين معلومتين ماليتين خاصتين بالمركز المالي للمنشأة ما، هذه النسب تساعد الأطراف المهتمة بالمنشأة على فهم أفضل لظروفها عما إذا اعتمدوا على تحليل كل معلومة على حدى، حيث تفيد هذه النسب في استنباط بعض الحقائق عن الوضع المالي للشركة ودرجة جاذبيتها للاستثمار، والعبرة ليست في حساب النسب المالية في حد ذاتها، وإنما العبرة في تحديد وتحليل أسباب تغيراتها عبر الزمن، وكذا مقارنتها مع ما يلي:

- النسب أو المعدلات النموذجية في حالة وجودها .

- النسب أو المعدلات في المنظمات المنافسة إن أمكن الحصول عليها.

- النسب أو المعدلات التاريخية لنفس المنظمة لسنوات سابقة وهو ما يطلق عليه تحليل الاتجاه.

وفي هذا الاطار يوجد العديد من النسب التي تستخدم لدراسة الوضع المالي للشركة تتمثل فيما يلي:²

1- نسب السيولة:

تقيس قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل بما لديها من نقدية أو أصول متداولة يمكن تحويلها إلى سيولة.

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 189 - 190.

² نظير رياض الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 183 - 193.

2- نسب الإقراض: تقيس مدى اعتماد المؤسسة على تمويل احتياجاتها بالقروض.

3- نسب التغطية: تقيس قدرة المنشأة على الوفاء بالأعباء الثابتة (الطويلة الأجل) أي فوائد القروض وأقساط سداد القروض.

4- نسب الربحية: تعد نسب الربحية من أهم النسب المؤثرة في اتخاذ قرارات الاستثمار، بحيث تقيس قدرة المنشأة على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة، أي قدرتها على توليد الأرباح من الأموال التي قدمها الملاك والمقرضون، من بينها:

- معدل العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول × 100

حيث تشير هذه النسبة إلى مدى ربحية الأصول المستخدمة، فكلما ارتفعت دل ذلك على حسن استخدام أصول المنظمة في توليد الأرباح.

- معدل العائد على أسهم رأس المال = صافي الربح - توزيعات الأسهم الممتازة / حقوق المساهمين العادية × 100

ويدل ارتفاع هذه النسبة كذلك على حسن استخدام الأموال المملوكة للمساهمين في توليد الأرباح.

إن التحليل الأساسي وما يتضمنه من دراسة للظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، وظروف المنشأة يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم في السوق وجعلها تعكس جميع المعلومات المتاحة، لكن مدخل التحليل الفني لا يُعنى بتحديد القيمة الحقيقية للسهم ومن ثم فهو لا يهتم بجمع وتحليل أي بيانات أو معلومات متاحة، وإنما يهتم بتحليل المعلومات التاريخية لسعر السهم.

المطلب الثاني: التحليل الفني.

على عكس التحليل الأساسي فإن التحليل الفني لا يهتم بتحديد القيمة الحقيقية للسهم بل ينصرف إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار، فحركة الأسعار في الماضي وفقاً لهذا المدخل تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل وعليه يقوم المحلل الفني بتتبع حركة الأسعار في السوق بغرض بناء خرائط ومؤشرات تظهر أنساق معينة لتلك الحركة، وهذا من خلال تحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق بصفة عامة أو على مستوى ورقة مالية معينة.¹

أولاً: تعريف التحليل الفني:

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 141.

يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطا معيناً من التغير في الأسعار لعدة مرات فإنه يمكن افتراض حدوث نفس التاريخ في حالة ظهور هذا النمط من الأحداث المقترنة به في المستقبل، وتأسيساً على فلسفته في تفسير حركة الأسعار لا يعترف التحليل الفني بافتراضات كفاءة سوق الأوراق المالية، ولا بنمط الحركة العشوائية للأسعار التي تعد الركيزة الأساسية لفرضية كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة فالأسعار والعوائد يمكن التنبؤ بها بناءً على الأنماط التاريخية لحركة مؤشر السعر، فالسوق الصعودية عادة ما تستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط، وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس في أسعار السوق يصبح من الممكن أن تتجه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع مرة أخرى.¹

ويقوم التحليل الفني على عدد من الفروض قدمها روبرت ليفي (Levy 1966) تتمثل فيما يلي:²

- 1- القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء تفاعل قوى العرض والطلب.
- 2- أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد (معلوما مالية خاصة بالسهم)، والبعض الآخر غير رشيد (التخمينات والأمرجة).
- 3- أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر في ذلك لفترة طويلة نسبياً.
- 4- أن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير في العلاقة بين العرض والطلب، وأن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه من خلال دراسة ما يجري داخل السوق نفسه.

ثانياً: أدوات التحليل الفني:

يقوم الفنيون بدراسة وتحليل نمط التغير في سعر السهم عبر الزمن، وهذا للخروج برؤية عن اتجاه حركة السعر في المستقبل، ومن ثم تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية، وفي هذا الصدد يستخدم الفنيون العديد من الأدوات نقتصر على بعضها فيما يلي:

1- مؤشر المتوسط المتحرك Moving Average:

يعتبر المتوسط المتحرك من أكثر المؤشرات الفنية استخداماً في تتبع حركة اتجاه السعر، وهو عبارة عن ناتج حساب متوسط بيانات خاصة بسعر سهم معين، وتتراوح الفترات الزمنية الأكثر استخداماً في حساب هذا المؤشر بين 20-30-50-100-200 يوم، وكلما كانت الفترة الزمنية أقصر استطاع خط المؤشر أن

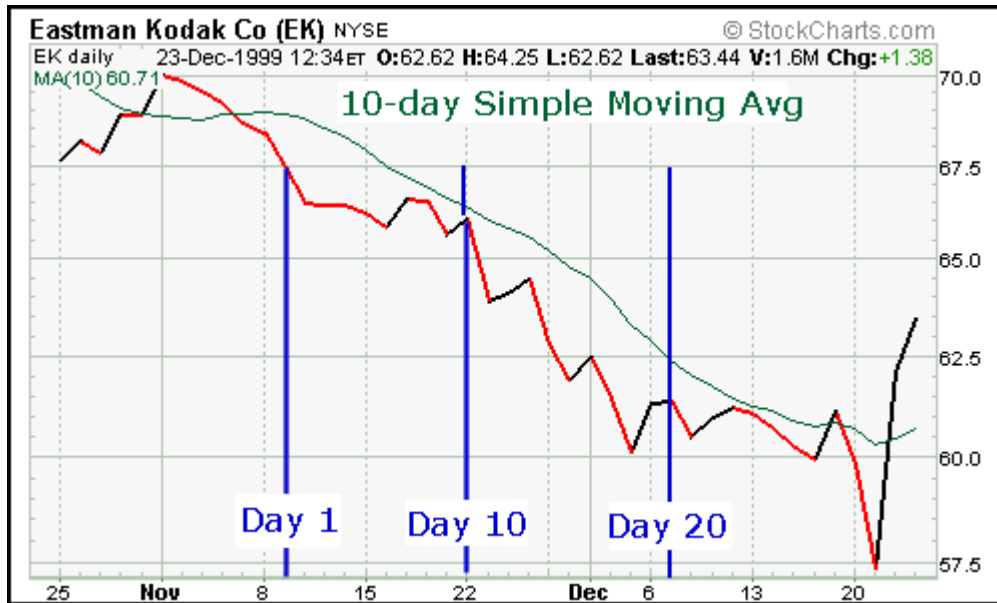
¹ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 73.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 142.

يعبر أكثر على درجة التذبذب في السعر، فعلى سبيل المثال اذا أردنا حساب المتوسط المتحرك لأسعار الاغلاق لمدة عشرة أيام نقوم بجمع أسعار إغلاق لعشرة أيام ثم قسمة الناتج على 10، ومصطلح المتحرك يتم استخدامه لأننا نقوم بحساب أسعار الإغلاق لآخر عشرة أيام فيتغير حساب هذا المؤشر يوميا مع كل يوم تداول جديد، حيث نضيف في كل يوم جديد سعر الاغلاق إلى إجمالي أسعار العشرة أيام، ثم نطرح قيمة اليوم الأول من العشرة أيام ونقسم الحاصل على عدد الأيام 10.¹

ويميل الفنيون إلى اظهار المتوسط المتحرك وسعر الاقفال على خريطة بيانية كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (2-2): خريطة المتوسط المتحرك وسعر الاقفال لسهم احدى الشركات.



المصدر: أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، كتاب منشور على الموقع www.sall.com.

خط السعر .

المتوسط المتحرك لـ 10 أيام.

إن الهدف من المتوسط المتحرك هو التعرف على الاتجاه العام للأسعار، حيث يكون السوق صعودي إذا كان المتوسط المتحرك في صعود ومنحنى السعر أعلى منه والعكس صحيح، ويشير الفنيين إلى أن اتخاذ قرار الشراء يكون مناسباً إذا تمكن منحنى السعر من اختراق منحنى المتوسط المتحرك من أسفل، ويكون في نفس الوقت سعر الاقفال فوق منحنى المتوسط المتحرك، أما قرار البيع فيكون مناسباً إذا اخترق منحنى السعر منحنى المتوسط المتحرك من أعلى، وكان سعر الاقفال دون المتوسط المتحرك.

2- مؤشر القوة النسبية:

¹ جون ميرفي، الأسواق المالية - التحليل الفني - ترجمة شيماء سليمان، بدون دار النشر والبلد، ص 138.

يعود مؤشر القوة النسبية إلى الاقتصادي "ويلز ويلدر" والذي قدمه في كتابه "المفاهيم الجديدة في أنظمة التداول الفني" سنة 1978، ويحسب وفقا للصيغة التالية:¹

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = 100 - \frac{100}{1 + \text{القوة النسبية للسهم}}$$

متوسط أسعار الاغلاق عند مستوى مرتفع لعدد س من الأيام

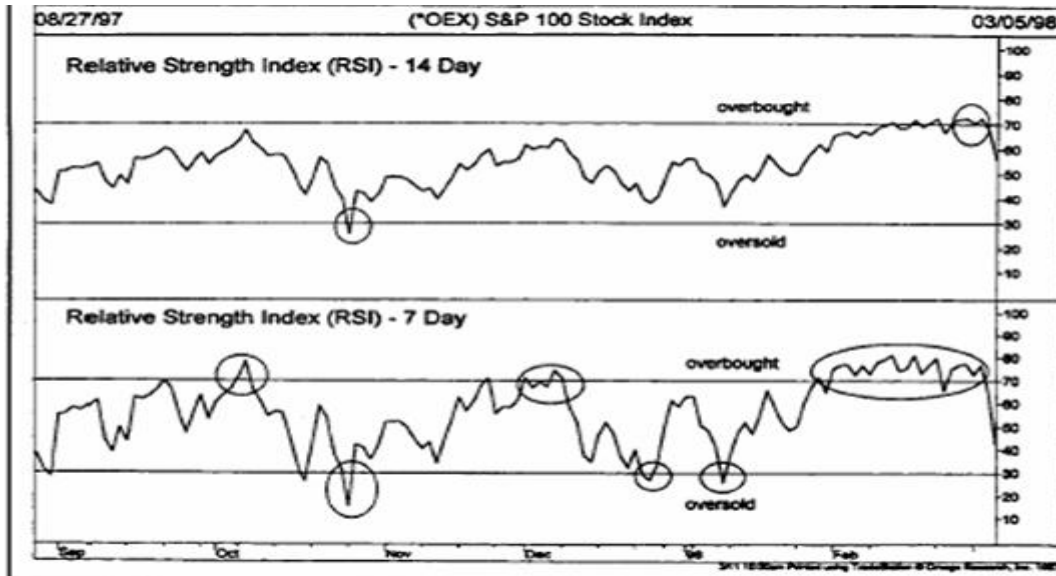
= القوة النسبية للسهم

متوسط أسعار الاغلاق عند مستوى منخفض لعدد س من الأيام

عادة يتم تحديد قيمة المؤشر في رسم بياني مدها يقع بين الصفر والمئة، وهذا المؤشر لهي له علاقة بتحديد سعر السهم ولكنه يستخدم في إعطاء إشارات البيع والشراء، فمثلا لو وصل المؤشر إلى أقل من 30 ثم بدأ في الارتفاع فهذا يدل على أن مرحلة البيع قد انتهت وبالتالي فهذه إشارة شراء، ولو وصل المؤشر إلى أعلى من 70 نقطة ثم بدأ في التزلول فهذا يدل على أن مرحلة الشراء قد انتهت وبالتالي فهي إشارة بيع، وعموما هذا المؤشر يعطنا مناطق التشبع الشرائي (منطقة البيع) ، ومناطق التشبع من البيع (منطقة الشراء) وهي عادة 30 و70،² وكان "ويلدر" قد استخدم فترة زمنية قدرها 14 يوما، حيث تعتبر الفترتين 9 و 14 هما الأكثر استخداما في هذا المؤشر إلا أنه بالامكان استخدام فترات زمنية أقصر للحصول على مؤشر للتذبذب أكثر حساسية مثل 5 و 7 أيام .

والشكل الموالي يوضح لنا مؤشر القوة النسبية لسهم إحدى الشركات:

شكل رقم (2-3): مؤشر القوة النسبية لسهم إحدى الشركات .



المصدر: جون ميرفي، مرجع سبق ذكره، ص 171.

¹ جون ميرفي، مرجع سبق ذكره، ص 171.

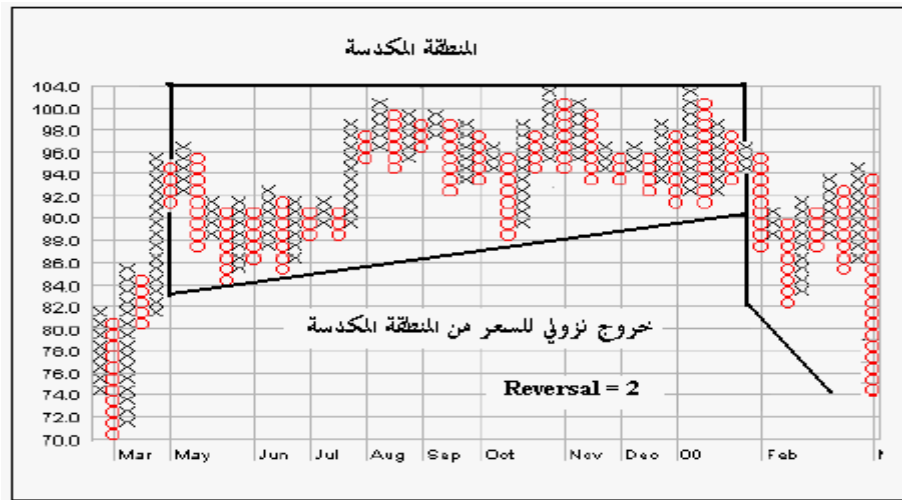
² أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، كتاب منشور على الموقع www.sall.com، ص 60.

انطلاقاً من هذا الشكل، وعند السؤال عن متى أبيع ومتى أشتري فإن الإجابة دائماً عند التزول أقل من 30 شراء لأن السهم وقتها تشبع من البيع، والبيع عندما يكون المؤشر أعلى من 70 لأنه متشبع شرائياً.

3- خريطة النقطة والشكل:

تركز خريطة النقطة والشكل على رصد التغيرات التي تحدث في حركة الأسعار دون إعطاء أهمية لعنصر الزمن الذي تحدث فيه هذه التغيرات، وعند رسم هذه الخريطة يمثل المحور الرأسي سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثل عنصر الزمن أو أي شئى آخر، ولا يسجل السعر الجديد على الخريطة إلا إذا كان التغير برقم غير كسري، فاذا حقق السهم ارتفاعاً في السعر يسجل حرف X أمام السعر في عمود خاص بالارتفاع، أما إذا انخفض السعر فيسجل حرف O أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر في عمود خاص كذلك، وفي حالة حدوث تغير معاكس في السعر يسجل السعر الجديد في عمود على يمين العمود السابق والرمزان X و O لا يظهران في نفس العمود ذلك أن كل عمود يمثل إما اتجاه صعودي أو نزولي، وفي بعض الخرائط يوضع الرمز □ أو أي شكل آخر أمام السعر الأول طالما أنه لا يعكس اتجاه صعودي أو نزولي والشكل الموالي يوضح خريطة النقطة والشكل لأسهم إحدى الشركات.¹

شكل رقم (2-4): خريطة النقطة والشكل .



المصدر: رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 86 .

إن ما يهم المحلل الفني في هذه الخريطة هو المنطقة المكذبة للأسعار والاتجاه الذي أخذته الأسعار عند خروجها من هذه المنطقة، فذلك يمكنه من التنبؤ بالخروج التزولي أو الصعودي قبل حدوثه بالفعل ومن ثم يتخذ قرار الشراء أو البيع في أفضل توقيت ممكن دون الانتظار إلى وقوع الخروج فعلاً، فلتنبأ باتجاه الأسعار في المنطقة المكذبة يمكن حساب عدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها ارتفاعاً في سعر السهم (الأعمدة التي تحتوي على رمز X)، ومقارنته بعدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها انخفاضاً في سعر السهم (الأعمدة التي

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 50 - 45.

تحتوي على رمز O)، فاذا كان عدد الأعمدة الأولى أكبر من الثانية فمن المتوقع أن يكون خروج السعر من المنطقة المكدسة خروجاً صعودياً والعكس، فاذا كان الخروج صعودياً فان التوقيت يكون ملائماً لقرار الشراء، أما إذا كان كان الخروج نزولياً فان التوقيت يكون ملائماً لقرار البيع.

المطلب الثالث: تحليل وتقييم الأوراق المالية.

إن الهدف الأساسي من تقييم الأوراق المالية هو تحديد القيم الحقيقية لهذه الأوراق ، فاتخاذ قرار الاستثمار في ورقة مالية معينة يتم انطلاقاً من مقارنة قيمتها الحقيقية مع قيمتها السوقية، فاذا كانت القيمة الحقيقية لتلك الورقة أكبر من قيمتها السوقية فهذا يعني أنها مسعرة بأقل مما يجب الأمر الذي يشجع على الاستثمار فيها، أما اذا كانت قيمتها الحقيقية أقل من قيمتها السوقية فهذا يعني أنها مسعرة أكثر مما يجب وبالتالي ينصح بعدم الاقبال عليها، وهناك عدة مداخل تستخدم في تقييم الأوراق المالية نتعرض لبعضها فيما يلي:

أولاً: تقييم الأسهم:

قبل أن نتعرض إلى أساليب تقييم الأسهم فاننا سوف نقوم بتوضيح بعض المفاهيم المستخدمة في عملية التقييم منها:¹

أ- القيمة الحقيقية (السعر العادل): إن القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات التي يتوقع حائزي الأصول المالية الحصول عليها.

ب- معدل العائد المطلوب:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا (بدل المخاطرة).

حيث يمثل معدل العائد الخالي من المخاطر التعويض المناسب لعملية تأجيل الاستهلاك.

معامل بيتا: مقياس احصائي لمخاطر تقلب قيمة الورقة المالية محل الاستثمار المتأثرة بعوامل السوق.

بدل الخطر: يمثل التعويض المناسب للمستثمر لقبوله الاستثمار في سهم معين.

ج- معدل العائد المتوقع: يتكون من العائد المتوقع الناتج من توزيعات السهم، والعائد المتوقع الناتج من

الأرباح الرأسمالية والمتمثلة في ارتفاع سعر السهم، ويمكن التعبير عنه كما يلي:

العائد المتوقع من الأرباح الرأسمالية

$$\frac{س_ت - س_{ت-1}}{س_{ت-1}} + \frac{أ_ت}{س_ت} = ع_ت$$

حيث أن:

ع_ت: معدل العائد المتوقع في الفترة ت.

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 203-205.

أ: توزيعات السهم المتوقعة.

س: سعر السهم المتوقع.

د- **معدل العائد الفعلي**: لا تختلف طريقة حسابه عن طريقة حساب معدل العائد المتوقع سوى أننا سوف نستخدم التوزيعات والأسعار الفعلية وليست المتوقعة للسهم.

وفيما يلي نتعرض إلى مداخل تقييم الأسهم:

1- نموذج مضاعف الربحية:

تعتمد هذه الطريقة على افتراض أن نصيب السهم من الأرباح المحققة الذي هو حاصل تقسيم الأرباح بعد الفوائد والضرائب على عدد الأسهم العادية يلعب دورا كبيرا في تحديد سعره في السوق، وتسمى هذه الطريقة أيضا نسبة سعر السهم (سعر الإقفال) إلى ربحيته، أو مضاعف سعر السهم إلى أرباحه.

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{ق}}{\text{ر}} \dots\dots\dots (1).$$

حيث:

ق: سعر السهم في السوق (القيمة السوقية).

ر: تمثل ربحية السهم.

إن هذا المضاعف يعبر عن عدد الدنانير التي يجب على المستثمر أن يدفعها مقابل حصوله على دينار واحد من الأرباح التي يحققها السهم، كما يعبر عن عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة السهم من الأرباح السنوية،¹ فمثلاً إذا بلغ سعر إقفال سهم إحدى الشركات 70 دينار، وكانت ربحية السهم الواحد في حدود 07 دينار فان قيمة مضاعف الربحية تكون:

$$(70 \div 7) = 10 \text{ دينار، وتعني هذه القيمة استعداد المستثمر لدفع } 10 \text{ دينار مقابل كل وحدة نقدية متولدة}$$

عن هذا السهم، كما تعني أنه لاسترداد القيمة السوقية للسهم يتوجب على المستثمر انتظار 10 سنوات بافتراض ثبات الربح الصافي للسهم 07 دينار، ولكن وما يعاب على هذه الطريقة أنها تستخدم الربحية التاريخية وليست المستقبلية، ذلك أن المستثمرين غالباً ما يشترون السهم على أساس الربحية المستقبلية وليست التاريخية، فاذا استطاع المحلل تقدير الربحية المستقبلية بصفة دقيقة يصبح من السهل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يتداول بها السهم في المستقبل والمتمثلة في حاصل ضرب قيمة المضاعف في ربحية السهم التي أسفرت عنها عملية التنبؤ.

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \text{ربحية السهم المتوقعة} \times \text{مضاعف الربحية}^2.$$

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 384-387.

² مزاهدية رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 72.

الفصل الثاني: الاطار العام لكفاءة سوق الأوراق المالية

مثلا إذا كانت الربحية المتوقعة لسهم الشركة السابقة في حدود 10 دينار فان القيمة الحقيقية للسهم ستكون في حدود 100 دينار.

$$\text{القيمة الحقيقية} = 10 \times 10 = 100.$$

وعليه يتخذ المستثمر قرار الاستثمار بمقارنة القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته السوقية في لحظة التقييم، فاذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من القيمة السوقية فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية وعليه من صالح المستثمر على يقبل شراءه، أما إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية فهذا يعني أن السهم مقيم أكثر مما يجب وعلى المستثمر أن لا يقوم بشراؤه، أو يقوم ببيعه إذا كان في حوزته.

2- نموذج التوزيعات:

يعتبر مدخل التوزيعات أكثر المداخل استخداما لتقييم الأسهم العادية، ويقوم على أساس أن القيمة الحقيقية للسهم هي عبارة عن القيمة الحالية لتدفقاته أو مكاسبه النقدية المستقبلية والتي تتمثل في التوزيعات المتوقعة منه، ويمكن التعبير عن ذلك بصيغة المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{1}{(1+m)^1} + \frac{2}{(1+m)^2} + \dots + \frac{t}{(1+m)^{\infty}}$$

$$Q = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+m)^t}$$

حيث تمثل:

تس : قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية السنة إلى مالا نهاية .

م: معدل العائد المطلوب.

تقوم هذه المعادلة على فرض أن المؤسسة مستمرة وأن التوزيعات المتوقعة سوف تمتد إلى مالا نهاية، وأن المستثمر سوف يحتفظ بالسهم لفترة لا نهائية، ولكن إذا كان المستثمر يود الاحتفاظ بالسهم لفترة محدودة ولتكن ن فان سعر السهم الحقيقي يصبح مساويا للقيمة الحالية لتدفقاته النقدية الدورية مضافا إليها القيمة المتوقع أن يباع بها السهم عند اللحظة ن، وعليه تصبح القيمة الحقيقية للسهم كما يلي:

$$Q = \frac{A}{(1+m)^n} + \frac{t}{(1+m)^n} \sum_{t=1}^n$$

حيث:

ت: التوزيعات المتوقعة حتى الفترة ن.

أ: السعر السوقي للسهم عند نهاية الفترة ن.

وبهذا يصبح نموذج التوزيعات أساس مقبول لتقييم الأسهم العادية، وانطلاقاً منه يمكن توليد ثلاث نماذج أخرى لتقييم الأسهم وفقاً للصورة التي تأخذها التوزيعات، فهناك نموذج يقوم على افتراض ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية بما يعني أن نمو التوزيعات يساوي الصفر، ونموذج يقوم على أساس نمو التوزيعات بمعدل ثابت، وأخيراً نموذج يقوم على افتراض تغير نسبة نمو التوزيعات من سنة إلى أخرى.

أ- نموذج النمو الصفري (اللانمو):¹

في هذه الحالة يحصل حامل السهم على مقدار ثابت من التوزيعات عبر الزمن، أي أن قيم التوزيعات متساوية، ومنه فإن القيمة العادلة للسهم تحسب كما يلي:

$$ق = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(م+1)^t}$$

$$أو ق = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(م+1)^t}$$

$$أو ق = \frac{ت}{م} \dots \dots \dots \text{لأنها متوالية هندسية.}$$

فلو افترضنا مثلاً أن نصيب السهم من التوزيعات التي حصل عليها المستثمر في العام الحالي هو 06 دج ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار 12% حينئذ تكون القيمة الحقيقية للسهم تساوي 50 جنيه.

$$ق = \frac{6}{0,12} = 50 \text{ دج.}$$

فإذا كان السهم يباع بسعر أعلى حينئذ تكون قيمته مغالى فيها وينصح المستثمر بعدم شرائه، أو ينصح ببيعه أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة المحسوبة في هذه الحالة ينصح المستثمر بشرائه .

ب- نموذج النمو الثابت:

وفق هذا النموذج من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو ثابت إلى مالا نهاية، حيث أن القيمة العادلة تساوي:²

$$ق = \frac{ت_1}{م-و} = \frac{ت(و+1)}{م-و}$$

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 370-372.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية مرجع سبق ذكره، ص 215.

و: تمثل معدل نمو التوزيعات.

ومن افتراضات النموذج أن تكون دائما $m < 0$.

لنفترض مثلا أن توزيعات احدى الشركات قد بلغت 06 دينار للسهم الواحد، ويتوقع أن تنمو بمعدل ثابت قدره 8%، ونفترض أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر يبلغ 4% وبدل أو مكافأة مخاطر السوق تبلغ 6%، ومعامل بيتا β^* للسهم محل الاهتمام 1,5 فان:

نصيب السهم من التوزيعات في العام القادم (ت₁) يبلغ 6,46 دج وهو $(0,08+1)6$.

قيمة م تبلغ 13% تطبيقا لمعادلة تسعير الأصول الرأسمالية: $m = 4\% + 6\% \times 1,5$.

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم: ق} = \frac{(0,08+1)6}{(0,08 - 0,13)} = 129,6 \text{ دج.}$$

ج- نموذج النمو غير الثابت:

ما يأخذ على نموذج النمو الثابت أنه يفترض ثبات معدل النمو وللأبد، ولكن هذا غير واقعي لأن المشاريع تمر في حياتها بمراحل نمو مختلفة، ففي بداية النمو السريع تتجه المنشأة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة بينما يندر إجراء توزيع الأرباح في هذه المرحلة، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المنشأة في إجراء توزيعات بمعدلات متزايدة، وفي مرحلة النضوج يبدأ معدل النمو بالانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المنشأة الإبقاء عليه لفترة طويلة وحينئذ يستقر.

ومن ثم يمكن تقدير قيمة السهم لهذه المنشأة باستخدام المعادلة التالية:²

$$ق = \sum_{t=1}^n \frac{ت(1+و)^{t-1}}{(1+م)^t} + \frac{ت(1+و)^n}{(1+م)^n} \times \frac{1}{1+م}$$

حيث:

ت: هي التوزيعات الحالية.

ت_n: توزيعات السنة ن.

م : معدل العائد المطلوب.

و: معدل نمو التوزيعات.

² β^* : معامل بيتا هو من بين المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو المحفظة، حيث أنه يعبر عن حساسية السهم محل التقييم للمخاطرة السوقية، وهو مهم في عملية بناء المحفظة أو في إحلال الأصول المكونة لها.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 215.

الفصل الثاني: الاطار العام لكفاءة سوق الأوراق المالية

ولتوضيح ذلك نتناول المثال التالي:

نفترض أن أحد الأسهم حصل على توزيعات العام الماضي قدرها 01 دينار ومن المتوقع أن تنمو التوزيعات خلال السنوات الثلاثة القادمة بمعدل 12% لكل سنة، ولكن سوف ينخفض معدل النمو إلى 7% بسبب المنافسة خلال السنوات الخمسة التالية، ويرى الخبراء أن معدل النمو سوف يصل إلى 3% بعد ذلك. ما هي القيمة العادلة للسهم إذا كان معدل العائد المطلوب هو 15%؟
نبدأ أولاً بحساب القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة كما يلي:

السنة	النمو السنوي	التوزيعات المتوقعة	القيمة الحالية للتوزيعات عند م=15%
1	12%	1,12	0,97
2	12%	1,25	0,95
3	12%	1,40	0,92
4	7%	1,50	0,86
5	7%	1,61	0,80
6	7%	1,72	0,74
7	7%	1,84	0,69
8	7%	1,97	0,64
			6,57

$$\text{أ- السعر في نهاية السنة 8} = \frac{\text{القيمة الحالية للسعر في نهاية السنة 8}}{(1 + 0,03)^8} = \frac{1,97}{0,03 - 0,15} = 16,91 \text{ دينار}$$

$$\text{ب- القيمة الحالية لسعر السهم} = \frac{16,91}{(1 + 0,15)^8} = 5,53 \text{ دينار}$$

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = 5,53 + 6,57 = 12,10 \text{ دينار}$$

ثانياً: تقييم السندات:

إن القيمة العادلة لأي أصل هي عبارة عن القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية، وتمثل التدفقات النقدية المستقبلية في حالة السندات في الفوائد المدفوعة خلال فترة زمنية معينة، بالإضافة إلى القيمة الاسمية للسند، وبالتالي فإن عملية تقييم السندات تركز على تقييم هذين العنصرين من التدفقات النقدية، وبما أنه لدينا عدة أنواع من السندات فإننا في عملية التقييم هذه سوف نتعرض لكل نوع على حدى، حيث يكون التقييم على أساس تاريخ الاستحقاق وعلى أساس نوع الفائدة.

1- تقييم السندات على أساس تاريخ الاستحقاق: حيث نميز بين:

- تقييم السندات الدائمة:

السند الدائم هو سند ليس له تاريخ استحقاق، ويمكن تقييم هذا النوع إذا توافرت معلومتين هما مقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة المتمثلة في الفوائد، والمستوى الذي على أساسه يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار، والمعادلة التالية توضح ذلك وهي لا تخرج عن كونها القيمة الحالية للتدفقات النقدية:

$$\text{قيمة السند} = \frac{1}{(ع+1)^2} \text{ ف} + \frac{1}{(ع+1)^2} \text{ ف} + \dots + \frac{1}{(ع+1)^{\infty}} \text{ ف} \dots (1).$$

حيث:

ف: الفائدة الدورية وتمثل في معدل الكوبون مضروب في القيمة الاسمية للسند.

ع: معدل العائد المطلوب.

إن المعادلة السابقة هي عبارة عن متوالية هندسية ولذلك يمكن إعادة صياغتها كما يلي:

$$\frac{\text{قيمة السند}}{م} =$$

- تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد:¹

يختلف هذا النوع عن السندات الدائمة في شيء واحد وهو وجود تاريخ محدد لاستحقاق السند، مما يعطي المستثمر الحق في مطالبة الجهة المصدرة بالقيمة الاسمية للسند عندما يجل أجله بالإضافة إلى الفوائد المحددة، والمعادلة 02 توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:

$$\text{القيمة الحقيقية للسند} = \frac{\text{ف}}{(م+1)^1} + \frac{\text{ف}}{(م+1)^2} + \dots + \frac{\text{ف} + \text{أ}}{(م+1)^n} \dots (02)$$

$$\text{أو: قيمة السند} = \frac{\text{ف}}{(م+1)^n} \sum_{1=ن}^n + \frac{\text{أ}}{(م+1)^n} \dots (02')$$

حيث:

أ: تمثل القيمة الاسمية للسند.

م: معدل العائد المطلوب.

1/م+1: تمثل القيمة الحالية وهي قيمة يمكن الحصول عليها من جدول القيمة الحالية رقم (1).

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 260.

مثال: نفترض أن لأحد المستثمرين فرصة لشراء سند قيمته الاسمية 1000 دينار ويستحق بعد سنتين يحصل المستثمر خلالها على كوبون يبلغ معدله السنوي 9%، أما معدل العائد الذي يقبله المستثمر على تلك السندات فيبلغ: 12% وعليه تصبح قيمة السند الحقيقية:

$$\text{قيمة السند} = 90 \times \frac{1}{(1,12)^1} + 90 \times \frac{1}{(1,12)^2} + 1000 \times \frac{1}{(1,12)^2} = 949,1 \text{ دينار.}$$

يسمح أسلوب التقييم هذا بمعرفة المبلغ الذي ينبغي أن يدفعه المستثمر لشراء السند، على أن يتحدد القرار النهائي بشأن الشراء من عدمه بمقارنة تلك القيمة مع قيمة السند في سوق الأوراق المالية، وبالطبع يتوقع قبول المستثمر بشراء السند إذا كانت قيمته السوقية تعادل أو تقل عن القيمة العادلة، أما إذا كانت أكبر فلا يقبل على عملية الشراء، وفي حالة البيع فإن المستثمر يقبل على عملية البيع إذا كانت القيمة السوقية تعادل أو أكبر من القيمة الحقيقية .

- تقييم السندات في حالة التصرف فيه قبل تاريخ الاستحقاق:

إذا كان المستثمر يخطط لبيع السند بعد ثلاث سنوات، في حين أن تاريخ استحقاقه بعد 10 عشر سنوات فهذا يعني أنه يستلم ثلاث دفعات دورية للفوائد، إضافة إلى القيمة المتوقع أن يباع به السند في نهاية السنة الثالثة وهو ما تعبر عنه المعادلة 03.

$$\text{قيمة السند} = 1^{\text{ف}} \times \frac{1}{(1+m)^1} + 2^{\text{ف}} \times \frac{1}{(1+m)^1} + (3^{\text{ق}} + 3^{\text{ف}}) \times \frac{1}{(1+m)^3} \dots (03)$$

ولما كانت قيمة السند في أي لحظة هي القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية، فإن ق 3 لابد أن تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية حتى تاريخ الاستحقاق:

$$3^{\text{ق}} = 4^{\text{ف}} \times \frac{1}{(1+m)^4} + \dots + 10^{\text{ف}} \times \frac{1}{(1+m)^{10}} + 10^{\text{أ}} \times \frac{1}{(1+m)^{10}}$$

وبالتعويض نجد أن:

$$\text{قيمة السند} = 1^{\text{ف}} \times \frac{1}{(1+m)^1} + \dots + 10^{\text{ف}} \times \frac{1}{(1+m)^{10}} + 10^{\text{أ}} \times \frac{1}{(1+m)^{10}}$$

يعني هذا أنه سواء كان المستثمر يخطط لبيع السند في تاريخ الاستحقاق أو قبل ذلك تبقى المعادلة (02) صالحة للتطبيق.

ب- تقييم السندات على أساس نوع الفائدة: حيث نميز بين:

- تقييم السندات في حالة الفوائد نصف سنوية:

لن يختلف أساس التقييم وسينصرف الاختلاف إلى مكونات المعادلة - 02- لتعكس توقيت التدفق النقدي أي أن حامل السند يحصل على نصف الفوائد في كل ستة أشهر، أما الفترة الزمنية تتضاعف، أما معدل العائد المطلوب فهو سنوي فيتم ارجاعه نصف سنوي.¹

$$\text{قيمة السند} = \sum_{s=1}^{n/2} \frac{2/ف}{(2/م+1)^s} + \frac{أ}{(2/م+1)^{n/2}} \quad (04)$$

ولتوضيح كيفية تطبيق المعادلة (04) نعود للمثال السابق حيث:

أ= 1000 دج ، معدل الكوبون 9%، تاريخ الاستحقاق سنتين، ومعدل الخصم 12%، وسوف نفترض أن الكوبون يدفع على أساس نصف سنوي.

الفوائد نصف سنوية = $(1000 \times 9\% / 2) = 45$ دج .

معدل العائد المطلوب نصف سنوي = $12\% / 2 = 6\%$

المدة: $2 \times 2 = 4$ وبتطبيق المعادلة 04 نجد:

$$\text{قيمة السند} = \sum_{s=1}^{2 \times 2} \frac{45}{(1+6\%)^s} + \frac{1000}{(1+6\%)^4} = 948,9 \text{ دينار.}$$

- تقييم السندات ذات الكوبون الصفري:²

عندما تصدر المنشأة سند ذي عائد صفري أي لا توجد فوائد دورية يتم دفعها، بل يتمثل العائد الذي

يحصل عليه المستثمر في الفرق بين سعر شراء السند والقيمة التي يحصل عليها عند الاسترداد ففي هذه الحالة

تصبح لدينا قيمة السند كما يلي:

$$\text{قيمة السند} = \sum_{s=1}^n \frac{ف}{(م+1)^s} + \frac{أ}{(م+1)^n}$$

وبما أن $ف = 0$.

$$\text{قيمة السند} = \frac{أ}{(م+1)^n} \quad (05)$$

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 262.

² محمد صالح الحناوي، نفس المرجع السابق، ص 262-263.

– تقييم السندات القابلة للاستدعاء:

إن استدعاء السند يعني تخلي المستثمر عن أصل مالي يولد عائد مرتفع، ليعيد استثمار حصيلته في سند آخر على نفس مستوى المخاطر ولكن يحمل معدل كوبون أقل، وذلك نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة في السوق بصفة عامة حيث أن الجهة المصدرة هي التي تستدعي تلك السندات مقابل دفع سعر معين يطلق عليه سعر الاستدعاء عادة يكون أعلى من قيمته الاسمية، والمعادلة الموالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات.

$$\text{قيمة السند} = \sum_{s=1}^j \frac{1}{(m+1)^s} + \frac{1}{(m+1)^j} \text{ع} \quad (06)$$

حيث:

د: تمثل التاريخ الذي عنده يمكن للجهة المصدرة استدعاء السند.

ع: تمثل سعر الاستدعاء.

مثال: إذا أصدرت شركة ما سهم بقيمة اسمية 1000 دينار بمعدل كوبون 5%، ومدة استحقاقه خمس سنوات وقابل لاستدعاء بعد مرور سنتين بسعر 1100 دينار، وكان معدل العائد المطلوب 2%، فإن القيمة الحقيقية للسند تساوي:

$$\text{قيمة السند} = \sum_{s=1}^2 \frac{50}{(0.02+1)^s} + \frac{1100}{(0.02+1)^2} = 1105.33 \text{ دينار}$$

إن اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية يتم انطلاقاً من عملية التقييم لمعرفة قيمها الحقيقية، وعلى أساس المعلومات المتوفرة عن التغيرات في أسعارها السوقية، حيث أن التغيرات في القيم السوقية للأوراق المالية تتم تبعاً للمعلومات التي ترد إلى السوق سواء كانت ايجابية أو سلبية، حيث نجد في ظل السوق الكفء أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة وبسرعة، وفي المبحث الموالي سوف نتطرق إلى كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها .

المبحث الثالث: أساسيات حول كفاءة سوق الأوراق المالية.

تنشد جميع الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية أن يتصف هذا السوق بالكفاءة نظراً لأهمية السوق الكفاء في التخصيص الجيد للموارد من جهة، وفي تحديد معدل العائد على الاستثمار وتكلفته من جهة أخرى، وفي هذا المبحث سوف نتعرض إلى بعض التفاصيل الخاصة بكفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية الكفئ.

سوف نتعرض في هذا المطلب إلى توضيح مضمون كفاءة سوق الأوراق المالية، ومختلف الفرضيات التي يقوم عليها هذا المفهوم.

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعد كفاءة سوق الأوراق المالية من المفاهيم المالية التي تم اكتشافها بالصدفة عندما قام موريس كاندال -1953- بدراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة لضبط نماذج متكررة لتلك الأسعار في فترات زمنية مختلفة من الرواج و الكساد، وتلخصت نتائج محاولته في أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي لا يمكن من خلاله التنبؤ بسعر سهم معين، ويعود السبب في رأي كاندال إلى أن الأسعار تستجيب فقط إلى المعلومات الجديدة و التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي دون سابق إنذار، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي فرصة لتحقيق عوائد غير طبيعية، ومنه فان كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات بشكل يضمن الشفافية، الدقة والسرعة.¹

بناءً على ما سبق يمكن أن ندرج بعض التعاريف الخاصة بهذا المفهوم:

1- سوق الأوراق المالية الكفئ هو: "ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً أمثلاً للموارد المتاحة بمعنى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً، كما يعتبر السوق كفئ عندما تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية.²

2- سوق الأوراق المالية الكفئ هو: "ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أداء المنشأة، حيث تؤثر هذه المعلومات على القيمة السوقية للورقة المالية، وعليه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل و إدارة - دار المسيرة ، الأردن، الطبعة الأولى

2004 ص 134.

² ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق رأس المال و أدائها - الأسهم والسندات - مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003، ص

للسهم قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر".¹

3- سوق الأوراق المالية الكفئ هو: "ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زميني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إليه وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغير فوري في السعر يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة".²

4- سوق الأوراق المالية الكفئ هو: "ذلك السوق الذي يتعامل فيه عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفاءة، مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق".³

5- سوق الأوراق المالية الكفئ هو: "يعتبر السوق كفئ بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع والشراء".⁴ من خلال التعاريف السابقة نستخلص التعريف التالي:

- سوق الأوراق المالية الكفئ هو: " ذلك السوق الذي تعكس فيه القيمة السوقية للورقة المالية جميع المعلومات المتاحة، بحيث تكون هذه المعلومات في متناول جميع المستثمرين وفي نفس الوقت، فلا تتاح الفرصة لأي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى". وتجدر الإشارة إلى أنه لكي يكون السوق كفئ لابد من وجود مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون أنه غير كفئ، لذلك فهم يطمحون للحصول على المعلومات بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ، وهي تلك الأوراق التي تباع بقيمة سوقية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية بهدف الاستفادة من ذلك وتحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير القيمة السوقية لتتعاقد مع القيمة الحقيقية دون أن تتحقق الفرص المنشودة لأن الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية سوف يلجأ المستثمرون إلى شرائها فترتفع قيمتها السوقية، أما الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية سوف يتم بيعها فينخفض سعرها، ويرجع ذلك إلى أن المستثمرين ذوي القدرة العالية على التحليل مثل المحللين الماليين سوف يسارعون لاستغلال هذه الفروق، إلا أن هذه الاختلالات الوقتية في الأسعار سوف تتلاشى تدريجياً لتتعاقد القيمة السوقية للسهم

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 487 - 490.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمارات في الأوراق المالية- أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات- الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، ص 204.

³ محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999 - 2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2004، ص 84.

⁴ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، 2005، ص 107.

مع قيمته الحقيقية لأنه لا يوجد فاصل زمني كبير بين تحليل المعلومات، والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للورقة المالية، حيث يتفاعل المستثمرين فيما بينهم لتحقيق سعر التوازن دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة الحصول على معلومات من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين، ففي ظل السوق الكفئ تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك مستثمر للورقة المالية (السهم) والمخصومة بمعدل عائد يكفي لتعويضه عن المخاطر مساوية تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه و هو ما توضحه المعادلة التالية:¹

$$ق = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(م+1)^t}$$

بجيث:

ق: تمثل القيمة السوقية للسهم و هي تعادل قيمته الحقيقية.

تس: تمثل التوزيعات.

م: تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يكفي لتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم.

هذا ويمكن إعادة صياغة تلك المعادلة في صيغة صافي القيمة الحالية المساوية للصفر، والتي تعني أن الاستثمار في السهم يحقق بالتمام والكمال العائد المطلوب على الاستثمار وهو ما توضحه المعادلة الآتية:

$$صافي القيمة الحالية = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(م+1)^t} - ق$$

تشير المعادلة (1) صراحة والمعادلة (2) ضمناً أنه في ظل السوق الكفئ يعكس سعر السهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، و بشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهنا يذهب فرانك وزملائه إلى كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماماً، فقرارات بعض المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية غير أن المستثمرين المحترفين أو من غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع الأسعار نحو القيمة الحقيقية.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 490-491.

ثانياً: فرضيات السوق الكفئ:

يقوم نموذج السوق الكفء على عدد من الفرضيات تتمثل في ما يلي:¹

- 1- سيادة نظام المنافسة الصافية pure competition والذي يعتمد على مايلي:
 - أ- وجود عدد كبير من المستثمرين المتنافسين في السوق الذين يبحثون عن تعظيم الأرباح ويقومون بتحليل ظروف السوق، وقيّمون الأدوات الاستثمارية بشكل مستقل عن الآخرين .
 - ب- عدم تحكم أي من المستثمرين في الأسعار السائدة، وإنما يتحكمون في كميات تعاملهم بأدوات الاستثمار المتداولة .
 - ج- توافر الشفافية التامة في السوق، بحيث تنتشر المعلومات المتعلقة بالأدوات المتداولة، بشكل واضح ومستقل عن غيرها من البيانات.
- 2- يتم إعداد، تحليل، ونشر المعلومات بتكاليف منخفضة نسبياً، حيث لا يكون هناك أي تمييز وبأي شكل من الأشكال في إيصال المعلومات للمستثمرين في سوق الأوراق المالية.
- 3- يقوم المستثمرين المتنافسين بتعديل أسعار الأدوات المالية بسرعة لتعكس المعلومات الجديدة.
- 4- لا يشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة، كما أنها لا تأخذ اتجاهات شاذة بعيدة عن التوازن، حيث أن المنافسة ستكون كفيلة بتعديل الأسعار في النهاية.

المطلب الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

لقد أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتماما كبيرا بين الباحثين في هذا المجال ووفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه فتتعدل القيمة السوقية للورقة المالية لتساوى مع القيمة الحقيقية، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءات هما:

- الكفاءة الكاملة.

- الكفاءة الاقتصادية.

أولاً: الكفاءة الكاملة:

يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية قريبا من المفهوم السائد في النظرية الكلاسيكية، ألا وهو مفهوم "المنافسة الكاملة"، فطالما أن المستثمرين يحصلون على نفس القدر من المعلومات فسوف يحصلون على نفس الفرص في تحقيق معدلات العائد عند مستوى معين من المخاطرة .

¹ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 77.

1- مفهوم الكفاءة الكاملة:

تعرف الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية بأنها "السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة و بدقة"¹.

كما عرفت بأنها: "تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء جيدة أو غير جيدة"².

فمضمون الكفاءة الكاملة يعني مدى انعكاس المعلومات الجديدة على الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، ويقصد بالانعكاس الكامل³ أن المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة فيحللها ويعكسها في توقعاته وعلى هذا الأساس يتخذ قرار البيع أو الشراء، فالمستثمر الرشيد يعتمد معيار العائد والمخاطرة في تحديد قيمة الورقة المالية، حيث أن المشتري ينظر إلى قيمة الورقة على أنها أعلى سعر يدفعه للحصول عليها في حين أن البائع يعتبر هذه القيمة أدنى سعر للبيع، وعليه يكون السعر هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المتعاملين بناءً على المعلومات المتاحة وأية معلومات جديدة يستلمونها لتصبح بعد ذلك معلومات متاحة يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازن للورقة المالية، وهو السعر الذي يجعل سعر الورقة في السوق مساوية لقيمتها العادلة أو قريباً جداً منها.

2- شروط الكفاءة الكاملة:

- إن مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق يقتضي توافر مقومات وشروط السوق الكاملة والتي تتمثل فيما يلي:⁴
- أ- توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق بتكلفة زهيدة أو بدون أي تكلفة، فهذا من شأنه أن يؤدي إلى تماثل المعلومات المتاحة، كما يؤدي إلى أن تكون توقعاتهم متماثلة بشأن مستقبل الأسعار وتطورها.
 - ب- عدم وجود قيود على التعامل بحيث:
 - لا توجد تكاليف للتعاملات، ولا توجد ضرائب.
 - بإمكان المستثمر أن يقوم ببيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما صغر حجمها بسهولة ويسر.
 - عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق أو قيود أخرى من أي نوع.
 - ج- وجود عدد كبير من المستثمرين و المتعاملين في السوق، وعليه فان تصرفات أي منهم لا يمكن أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، ومن ثم فان كل مستثمر يقبل الأسعار المعلنة كقضية مسلم بها .

¹ Thomas E- & Copland, financialand corporate policy, addition publishing, New York, 1997, p115.

² صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 11.

³ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁴ عاطف وليم أنداروس، مرجع سبق ذكره، ص 151.

- أن المستثمرين يتصفون بالرشد والعقلانية، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم منافعهم الخاصة من وراء استغلال مواردهم المتاحة.

غير أنه في الواقع العملي قد تتخلف بعض هذه الشروط عن التحقق، إذ يستحيل توافرها كلها في الأسواق:¹

- بالنسبة للشرط الأول بإمكان المستثمرين الحصول على المعلومات بتكاليف قليلة من خلال مطالعة الصحف والمجلات الخاصة بالمال والأعمال، لكن عندما يتعلق الأمر بوصول المعلومات للمستثمرين في نفس الوقت فهناك احتمال قيام بعض أعضاء مجلس الإدارة بتزويد أقاربهم أو أصدقائهم بمعلومات عن المؤسسة يُمكنهم الاستفادة منها قبل غيرهم، غير أن راد كليف Radcliffe 1982 يرد على ذلك بأن المستثمر المحنك بإمكانه أن يحصل على المعلومات من بيوت السمسرة الكبيرة ومكاتب البحوث والدراسات ذات السمعة بتكاليف قليلة، فلهذه البيوت والمكاتب وسائلها في الحصول على معلومات مماثلة إما من خلال العاملين بالمنشأة المعنية أو من خلال دراسات و تحليلات تقوم بها.

- بالنسبة للشرط الثاني فإن الواقع يثبت وجود تكاليف للمعاملات، كما توجد ضرائب وتكاليف أخرى فقد تقف الضرائب حائلاً دون إبرام بعض الصفقات، كما أن هناك بعض القوانين التي تفرض قيوداً على إبرام بعض الصفقات كتلك التي تتعلق بالشراء النقدي الجزئي والبيع على المكشوف، يضاف إلى ذلك وجود حد أدنى لعدد الأسهم التي يمكن أن يشتريها أو يبيعها المستثمر، ومع هذا فإن راد كليف يرد على ذلك بأن تكاليف المعاملات تعتبر ضئيلة إلى حد أنه لا يمكن اعتبارها عائقاً في طريق إبرام الصفقات وأن الضرائب و القيود التي تفرضها التشريعات لم يثبت الواقع أن لها أثراً ملموساً على حركة التعامل في أسواق الأوراق المالية.

- فيما يخص الشرط الثالث نشير إلى أنه ما بين 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال فترة التسعينات في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم صفقات هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث أنه ترك آثاراً على سعر الورقة المالية محل الصفقة، ومع هذا يؤكد فرانكس Franks وزملائه 1985، وفرانس French 1989 أن صفقات ضخمة تتضمن عشرات الآلاف من الأسهم تبرم يومياً لأغراض مختلفة دون أن يكون لذلك أثراً ملموساً على سعر السهم محل التعامل.

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 425-426.

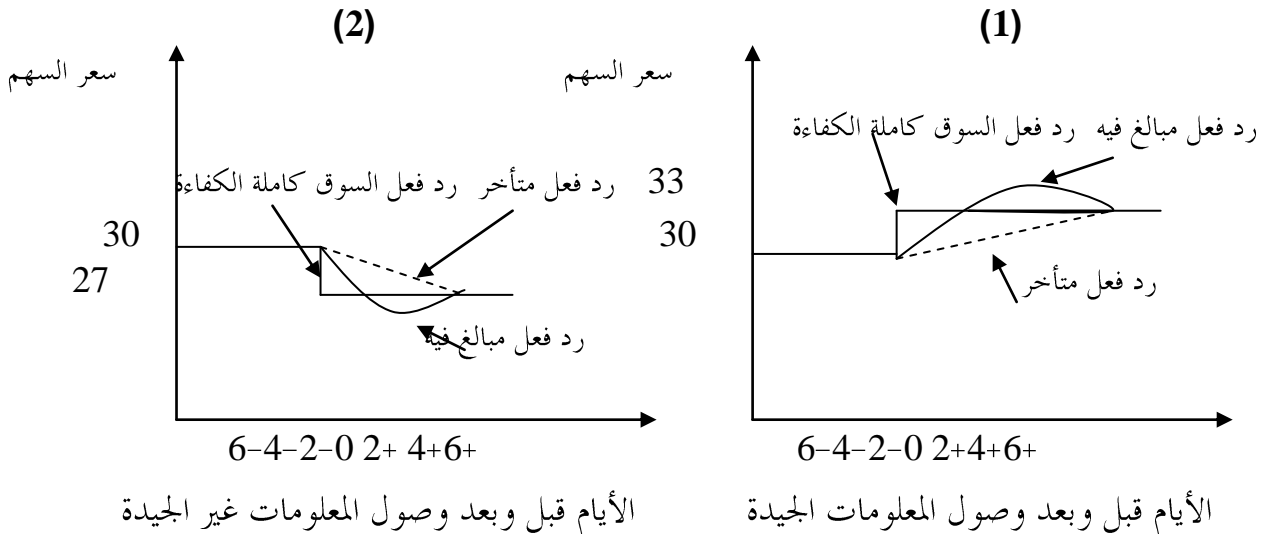
- أما بالنسبة للشرط الرابع و الذي يتعلق برشادة المستثمرين وسعيهم إلى تعظيم منافعهم الخاصة، فإنه يتسم بالواقعية مع إمكانية تحقيقه فهو يعتبر محور كفاءة سوق الأوراق المالية، وبهذا تنتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية للسوق.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية:

1- مفهوم الكفاءة الاقتصادية:

يفترض مفهوم الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية أن المستثمر يبحث عن تعظيم منفعة، ولتحقيق هدفه يسعى للحصول على المعلومات التي تساعد في ذلك، وفي ظل هذا المفهوم يفترض وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات في الأسعار مما يجعل قيمة الورقة المالية أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، إلا أنه مع مرور الوقت تتعدل القيمة السوقية لتتساوى مع القيمة الحقيقية الأمر الذي لا يسمح بأن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.¹ واستناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفء هو ذلك: "السوق الذي يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق وهو ما يؤدي في النهاية إلى تحقيق تعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية".² والشكل الموالي يعكس مفهوم كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق ويصور حركة الأسعار في اطار استجابتها للمعلومات:

شكل رقم (2-5): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص 137.

¹ ضياء مجيد موسوي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية - الأهداف والسبل - عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص

من خلال الشكل (1) نلاحظ أنه في اليوم الذي وصلت إلى السوق معلومات جيّدة بشأن الشركة المصدرة للسهم قدرت القيمة الحقيقية للسهم بسعر 33 دينار، فإذا كان السوق كفتناً بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 دينار إلى 33 دينار فوراً في اليوم صفر وهو ما يمثله الخط المستقيم، غير أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها بهدف تسعير السهم، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم صفر إلى أن يرتفع سعر السهم إلى المستوى الذي يعادل قيمته الحقيقية وهو ما يمثله الخط المتقطع، أما المنحنى فيعكس تغيير سعر السهم بشكل مغالى فيه نتيجة ردود الأفعال المغالى فيها من قبل المشاركين في السوق تجاه المعلومات الجديدة إلا أنه بعد مرور الأيام يتأكد المستثمرين من حقيقة هذه المعلومات فتتعدل الأسعار لتعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

2- كيفية تعديل المعلومات للسعر السوقي للسهم:¹

يمكن أن نعبر عن تعديل المعلومات الجديدة لسعر السهم بمعدل العائد المتوقع، ومعدل العائد المطلوب فكما هو متفق عليه في أدبيات الاستثمار فإن المستثمر يطلب عائداً دورياً محدداً وهو العائد المطلوب R عند مستوى معين من المخاطرة، كما يتوقع عائداً P محدداً من ورقة مالية معينة (سهم عادي) خلال فترة زمنية معينة، لذا فإن العائد المتوقع يمكن تحديده على أساس المنافع المتوقع تحقيقها من الورقة المالية وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{المنافع المتوقعة}}{\text{سعر الورقة الحالي}} = \text{العائد المتوقع } P$$

وحيث أن المستثمر يعتقد أن العائد المتوقع لا يساوي العائد المطلوب فإنه لا بد من تعديل سعر السوق، فإذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب فإن المستثمر يقرر شراء الورقة المالية لأنه يتوقع الحصول على عائد يقابل المخاطر التي سوف يتحملها، ومثل هذا الاعتقاد سيؤدي إلى ارتفاع السعر الذي بدوره يسبب انخفاض العائد المتوقع ليتساوى مع العائد المطلوب على افتراض ثبات المنافع المتحققة والعكس إذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب فإن المستثمر سوف يبيع الورقة المالية مما يؤدي إلى انخفاض السعر وارتفاع العائد المتوقع إلى أن يتساوى مع العائد المطلوب .

فعلى سبيل المثال إذا كان السهم العادي لإحدى الشركات الصناعية يباع بسعر 50 دينار للسهم الواحد ويتوقع المتعاملين في البورصة أن يحقق منافع (توزيعات) مقدارها 6.5 دينار لكل سهم خلال الفترة القادمة، والسؤال المطروح هو هل أن سعر البيع 50 دينار هو سعر توازني أي يعكس المعلومات المتاحة عن الشركة؟ مع العلم أن:

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 138 - 139 .

الفصل الثاني: الاطار العام لكفاءة سوق الأوراق المالية

- معدل العائد الخالي من المخاطرة هو 7% .
- مخاطرة السهم المقاسة بمعامل β هي 1.2 .
- بدل المخاطرة هو 5% .

لتوضيح ذلك سوف يتم مقارنة العائد المتوقع من السهم في ظل هذا السعر، ومقارنته مع معدل العائد المطلوب كما يلي:

$$\text{العائد المتوقع} = \frac{6.5}{50} = 13\%$$

$$\text{العائد المطلوب} = 7\% + 1.2(5\%) = 13\%$$

بما أن العائد المتوقع يساوي إلى العائد المطلوب فان سعر البيع 50 دينار هو سعر توازني، و السوق في حالة كفاءة وتوازن.

بافتراض أن هناك معلومات تشير إلى ظهور منتجات مماثلة ومنافسة لمنتجات الشركة تم الإعلان عنها في السوق، نتيجة لهذه المعلومات سوف يعدل المستثمر الذي يرغب بشراء سهم الشركة مباشرة تقيمه لمخاطرة السهم، نفترض أنها ارتفعت من 1.2 إلى 1.4 في هذه الحالة معدل العائد المطلوب يصبح:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = 7\% + 1.4(5\%) = 14\%$$

هذا الارتفاع يجعل العديد من حاملي السهم يقدمون على بيعه كون العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر السهم إلى 46.43 دينار وهو السعر التوازني الجديد الذي يجعل معدل العائد المتوقع مساويا إلى معدل العائد المطلوب.

$$\text{العائد المتوقع} = \frac{6.5}{46.4} = 14\%$$

سعر السهم الجديد هو **46.43** دينار، وهو السعر الذي يُلزم السوق بالعودة إلى التوازن يجعل القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية.

3- شروط الكفاءة الاقتصادية:

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه في التخصيص الكفئ للموارد المالية، وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى لابد وأن يتوافر على السمات التالية:

- كفاءة التسعير.
- كفاءة التشغيل.
- كفاءة التخصيص.

أ- كفاءة التسعير Price Efficiency:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها قدرة أسعار الأسهم على الاستجابة لكافة أنواع المعلومات التي تصل إلى المتعاملين من مختلف المصادر بسرعة دون فاصل زمني كبير، ونظراً لورود معلومات إلى السوق من حين لآخر فإن أسعار الأسهم تكون في حالة تغيير مستمر حيث تؤدي هذه التغيرات إلى عدم إمكانية تحقيق عوائد استثنائية¹، وبالتالي يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، فيكون من الصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.²

ب- كفاءة التشغيل Operational Efficiency :

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة سوق الأوراق المالية على إحداث توازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكاليف مرتفعة، حيث أن انخفاض تكاليف المعاملات ينعكس في زيادة وسرعة عمليات التداول وكبر حجمها، وتتمثل هذه التكاليف فيما يلي:³

- عمولات السمسرة Brokerage Costs :

تشمل هذه العمولات المبالغ النقدية التي يحصل عليها السماسرة مقابل تنفيذ أوامر العملاء لشراء وبيع الأوراق المالية، بالإضافة إلى الخدمات الأخرى المتنوعة.

- تكاليف الوكلاء Dealers Costs:

تتمثل هذه التكاليف في هامش الربح الذي يحصل عليه التجار نتيجة شراء الأوراق المالية بسعر منخفض و إعادة بيعها بسعر مرتفع .

¹ نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 117.

² ضياء مجيد موسوي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

³ نظير رياض محمد الشحات، نفس المرجع السابق، ص 115 - 116.

- تكاليف الإصدار Underwriting :

تتمثل تكاليف الاصدار في هامش الربح الذي تحصل عليه بنوك الاستثمار عند شراء الأوراق المالية من الجهات المصدرة بسعر معين بغرض إعادة بيعها للفئات المختلفة من المستثمرين بسعر أعلى، كما تشمل أيضاً أية عمولات أخرى تتقاضاها بنوك الاستثمار مقابل تقديم الخدمات المالية المتنوعة لعملائها. ومنه يقصد بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أدنى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

ج-الكفاءة التخصيصة Allocation Efficiency¹:

تتحقق الكفاءة التخصيصة في أسواق الأوراق المالية عندما يتم توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بالمراكز المالية القوية وغيرها من الوحدات الاقتصادية ذات الأداء الجيد، و يتسع مفهوم الكفاءة التخصيصة ليشمل كذلك قدرة المدخرين على شراء الأوراق المالية التي تناسب تفضيلاتهم الاستثمارية فيما يتعلق بمستويات العائد ودرجات المخاطرة، حيث توفر السوق التي تتصف بالكفاءة التخصيصة لتلك الفئات فرصة الاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية. **المطلب الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.**

عادة ما يتم قياس كفاءة سوق الأوراق المالية بدراسة كفاءة التسعير، أي من خلال ملاحظة مدى انعكاس المعلومات المتاحة في أسعار الأوراق المالية، غير أن الحكم على كفاءة السوق من خلال هذا المؤشر غير كافي فهناك مؤشرات أخرى تحدد بصيغة أوسع هذه الكفاءة منها مايلي: **أولاً: مؤشر حجم السوق:** إن كبر حجم السوق واتساعه يعتبر كمؤشر على زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وكذا على تطوره في اتجاه إيجابي، حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:²

1- **مؤشر معدل الرسملة البورصية للناتج المحلي الإجمالي:** يتم قياس هذا المؤشر من خلال نسبة الرسملة البورصية والتي هي عبارة عن القيمة السوقية لأسهم رأس مال المؤسسات المقيدة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المقيدة في البورصة

$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

¹ نظير رياض محمد الشحات، نفس المرجع، ص 116 .

² ستوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 264-266.

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

2- مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة:

إن زيادة عدد الشركات المسجلة بالبورصة يدل على اتساع حجم السوق، فقيام المؤسسات بفتح رأسمالها أو زيادته ينعكس في ارتفاع حجم الاستثمارات بالمؤسسات، مما يساهم في زيادة النمو الاقتصادي الوطني على اعتبار أن هذه الاستثمارات توجه إلى المؤسسات الأكثر كفاءة ونتاجية، وهو ما يعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

ثانياً: مؤشر سيولة السوق:¹

يقصد بسيولة السوق سهولة تسويق الورقة المالية أي إمكانية بيعها وشراؤها بسرعة، وبسعر قريب جداً من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، حيث تزداد سيولة السوق كلما كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية مع سرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، هذا وتقاس سيولة السوق من خلال المؤشرين التاليين:

1- مؤشر دورة رأس المال:

هذا المؤشر هو عبارة عن النسبة بين قيمة مجموع الأسهم المتداولة محليا ورأس مال السوق المحلي، الذي هو عبارة عن مجموع قيم الأسهم المسجلة .

مجموع قيم الأسهم المتداولة

مجموع قيم الأسهم المسجلة

= مؤشر دورة رأس المال

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

¹ سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص 70-71.

2- نسبة القيمة المتداولة:

هذا المؤشر هو عبارة عن النسبة بين مجموع قيمة الأسهم المتداولة محليا والنتاج المحلي الاجمالي.

مجموع قيمة الأسهم المتداولة

= نسبة القيمة المتداولة

النتاج المحلي الاجمالي

هذا المؤشر يعطينا فكرة عن قيمة الأموال المتداولة مقارنة بحجم الاقتصاد، بينما المؤشر الأول يعطينا فكرة عن حجم التداول مقارنة بحجم السوق، فهو يعكس بشكل ايجابي السيولة على مستوى الاقتصاد كما يعتبر هذا المؤشر مكملا للمؤشر الذي يقيس حجم السوق فقد تكون السوق واسعة لكن غير نشيطة. **ثالثاً: مؤشر كفاءة تسعير الأوراق المالية:**

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

1- مؤشر الكفاءة الاعلامية للسوق:

تعتبر المعلومات الدعامة الأساسية التي تساهم في تحقيق الكفاءة المطلوبة في سوق الأوراق المالية فالافصاح عن المعلومات الموثوقة وفي الوقت المناسب من شأنه أن يعزز ثقة المستثمر في السوق، ويتحقق ذلك من خلال توافر نظام سليم ودقيق يسمح بتقديم جميع المعلومات الضرورية لمساعدة المتعاملين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، ومن الإجراءات الضرورية لرفع الكفاءة الإعلامية ما يلي:¹

1- الافصاح التام والشامل عن كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسة:

وهي جميع المعلومات التي تخص المركز المالي للمؤسسة ونتيجة نشاطها، والتغيرات الحاصلة في هيكلها الإداري والتنبؤات المستقبلية لوضعها ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح وكذا استمراريتها، وفي هذا الاطار فان التزام الشركات بمبادئ الحوكمة يجعلها أكثر اضبطا في توفير معلومات كاملة وموثوقة عن أدائها فحوكمة الشركات وما تدعو إليه من افصاح وشفافية، والمساواة بين المساهمين في الحصول على المعلومات تعتبر من أهم آليات تحقيق الكفاءة الاعلامية في سوق الأوراق المالية.

¹ الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، تخصص علوم التسيير فرع تسويق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003، ص

ب- دور مهنة المحاسبة والمراجعة في تحقيق صدق، وموثوقية المعلومات المحاسبية المعلنة:

بمعنى أن تكون المعلومات المحاسبية حقيقية وصادقة تعكس كفاءة مهنة المحاسبة، ومؤهلات المراجعين

الذين يقومون بتدقيقها.

ج- دور هيئة سوق الأوراق المالية في توفير المعلومات للمستثمرين:

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

- تقديم دليل أو مرشد عام خاص بالشركات المدرجة في البورصة.

- القيام بدراسات دورية تهتم برجحية المؤسسات المدرجة وتقديم تقرير سنوي يتضمن معلومات خاصة بهذه المؤسسات.

- القيام بنشر حركة الأسعار وحجم التداول.

2- مؤشر تسعير الأصول في السوق:

تعتبر آلية التسعير في السوق بمثابة الحكم على كفاءته، فالانعكاس السريع للمعلومات في الأسعار بما لا يترك مجالاً للبعض دون الآخر لاستغلال فرص للربح يدل على أن السوق بألياتها قادرة على ضمان تعديل أسعار مختلف الأوراق المالية تبعاً للمعلومات الجديدة الواردة إليه.

رابعاً: مؤشر الهيكل التنظيمي للسوق:¹

يعتبر تطور الهيكل التنظيمي أساس تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، فتطور الهيكل التنظيمي يضمن

القيام بمختلف العمليات في السوق على أكمل وجه، ومن بين المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل

التنظيمي مايلي:

1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق:

بمعنى وجود دليل يوضح كافة القواعد التنظيمية المتعلقة بالسوق وصلاحيات المشرفين على إدارتها، مع

الحرص على أن يكون هذا الدليل شاملاً لكافة الأمور التفصيلية الخاصة بالسوق.

2- تنظيم مهمة الوساطة :

وذلك من خلال توافر ميثاق أخلاقيات المهنة يوضح الشروط الواجب توافرها في الوسيط، مع وجود

لجنة تعمل على تنظيم هذه المهنة وحسن سيرها لضمان تقديم خدمة الوساطة بأمانة وكفاءة عالية.

3- كفاية التشريعات و الالتزام بتطبيقها:

وذلك بوجود تشريعات ملائمة وضمان تطويرها مع كل المستجدات، وكذا الالتزام بتطبيقها الفعلي

مثل شروط الدخول إلى البورصة وقوانين حماية المستثمر... الخ.

¹ الطاهر لحرش، مرجع سبق ذكره، ص 67-68.

4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة:

وذلك من قبل الوزارة الوصية المكلفة بالمالية وكذا اللجان التي يتم تكوينها لهذا الغرض، والتي عادة ما تهتم بالمسائل التالية:

- التأكد من الوجود الفعلي للشركات المقيدة بالبورصة.
- مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية لمنع التزيف أو الغش.
- مراقبة مهنة الوساطة.
- مراقبة مدى تطبيق التشريعات و اللوائح التنظيمية للبورصة.

5- عمليات التسوية والمقاصة:

إن اجراءات التسوية والمقاصة تؤثر على قرارات المستثمر في الاستمرار في السوق، حيث أن التباطؤ وتعقد العمليات لا يشجع المستثمر على الاستثمار، وعليه فتبسيط هذه الاجراءات كفيل بجذب أكبر عدد ممكن من المتعاملين إلى السوق.

خامساً: مؤشر تركيز السوق:¹

نجد في بعض الدول أن عدد قليل من الشركات هو المسيطر على السوق، وهذه الميزة تؤثر سلبيًا على سيولة السوق، ومن بين أكثر المقاييس المستعملة لقياس درجة التركيز في السوق هو حساب مساهمة رسملة أكبر عشر شركات في إجمالي رسملة السوق، وعموماً تكون هذه النسبة مرتفعة في أسواق الدول النامية ومنخفضة في الأسواق المتطورة.

¹ سامية زيطارى، مرجع سبق ذكره، ص 73.

المبحث الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

إن تقسيم المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية هو ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث الاقتصادي FAMA عام 1965، والتي حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط دو جونز dow jones حيث راقب الحركة اليومية لأسعار 30 سهم خلال 05 سنوات، وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق بشكل مفاجئ مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن الأسعار سوف تتقلب عشوائياً صعوداً ونزولاً، وأن درجات كفاءة سوق الأوراق المالية تختلف باختلاف مضمون ونوعية المعلومات وهذا يعني من الناحية التطبيقية أن السوق قد تكون كفؤة بالنسبة لنظام معين من المعلومات، وقد تكون غير كفؤة بالنسبة لنظام آخر، لذلك قام بتقسيم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاث صيغ مختلفة هي: فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة متوسطة القوة، وفرضية الصيغة القوية .

المطلب الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

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

أولاً: مفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

مضمون هذه الصيغة هو أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية الخاصة بالأوراق المالية كالتغيرات في أسعارها وعوائدها في الفترات السابقة، وكذا حجم التعاملات التي جرت عليها في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر الورقة المالية في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام والشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار.¹

وفي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بسعر أي ورقة مالية من واقع سلسلة زمنية للأسعار لن تنجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بمعلومات تاريخية، وأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار الماضية، ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مسبقاً فإن التغير في الأسعار كنتيجة لذلك سيحدث في أية لحظة وفي مسارات عشوائية دون أن يعلم بها أحد من المستثمرين قبل نشرها، ومن ثم فإن المستثمرين لا يمكنهم تحقيق

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 157.

أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار، هذه الصيغة لكفاءة السوق ترفض فلسفة التحليل الفني التي ترى بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتماداً على دراسة التغيرات الماضية في سعر السهم. ثانياً: اختبارات كفاءة السوق في شكله الضعيف:

لقد اختبرت فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بواسطة ثلاث مداخل هي: سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة.

1- سلسلة الارتباط:

تقيس سلسلة الارتباط معامل الارتباط بين التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة قد تكون يوم أو أسبوع أو شهر، حيث أن المدى الطويل يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار،¹ فإذا ما أوضحت نتائج القياس عن وجود نمط للتغير في الأسعار فإن ذلك يدل على عدم عشوائية الأسعار وبالتالي رفض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، وعملياً تتحقق الصيغة الضعيفة للكفاءة باستخدام هذا الاختبار إذا كان معامل الارتباط الخطي بين التغيرات في سلسلة من الأسعار معدوماً مما يعني أن الأسعار تسلك حركة عشوائية في مسارها،² ويرجع هذا الاختيار إلى "أوجان فاما" "eugene fama" في الخمسينات حيث قام باختبار ثلاثون سهماً من "داوجونز" من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم إلى عشرة أيام، وقد اتضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، هذا وقد تم إجراء العديد من الاختبارات الأخرى على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق من خلال معامل الارتباط أهمها ما قام به "سولنيك" "solnik" سنة 1973 في دراسة أعطت معطيات يومية لحوالي 234 سهم متداول في ثماني بورصات أوروبية بين مارس 1966 وأفريل 1971، حيث قام باختبار درجات الارتباط اليومية والأسبوعية والنصف شهرية فكانت النتائج كما يلي:

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 504 .

² رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 106 .

جدول رقم (2-1): معامل الارتباط في أهم البورصات الأوروبية .

اسم البلد	معامل الارتباط اليومي	معامل الارتباط الاسبوعي	معامل الارتباط النصف شهري	معامل الارتباط الشهري
فرنسا	0.019-	0.049-	0.50-	0.012
ايطاليا	0.0023-	0.001	0.050	0.072-
بريطانيا	0.072	0.055-	0.005	0.020
المانيا	0.078	0.056	0.038	0.058
هولندا	0.031	0.002	0.052	0.011-
بلجيكا	0.018-	0.088-	0.019	0.022-
سويسرا	0.012	0.022-	0.063-	0.017-
السويد	0.056	0.024	0.070	0.140

المصدر: ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 273.

من خلال هذه النتائج اتضح أن معظم البورصات الأوروبية عرفت معامل ارتباط ضعيف ومستقر نوعا ما عبر الزمن، مما يعني أن الأسعار تتغير بصيغة عشوائية. ومن هنا فان كل الدراسات التي تمت لاختبار فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق على أساس سلسلة الارتباط أثبتت عدم وجود ارتباط وإن وجد فهو ضعيف، وأنها تدعم في مجملها نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

2- قواعد التصفية:

تقوم هذه الطريقة على اختبار مدى مردودية استخدام تقنيات التحليل الفني في تحقيق عوائد غير عادية وتنص على أنه يمكن للمستثمرين الذين يستخدمون قواعد معينة للمتاجرة بالاعتماد على الحركة التاريخية للأسعار تحديد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق لسهم بعد خصم تكلفة المعاملات عائدا متميزا عن غيرهم الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، وفي هذا الصدد يوجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية اقترحها الفينيون هي:¹

- تقوم المجموعة الأولى على أن ارتفاع سعر السهم بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في اتخاذ قرار الشراء، وأن انخفاض السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع.

- أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات والموسمية market cycles and seasonality والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها ما يقضي كذلك بأن

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 504-505.

أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة وهو ما يسمى بتأثير التوقيت.

– أما بالنسبة للمجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك والقوة النسبية للسهم اللذين سبقت الإشارة إليهما سابقاً، حيث يمكن للمستثمر أن يختار على أساسهما التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع والشراء. وتشير أغلب الدراسات التطبيقية التي أنجزت على هذا المستوى أنه من الصعوبة أن يحقق أحد من المستثمرين يتبع هذه القواعد عوائد غير عادية تفوق تلك المحققة في ظل استراتيجية التنويع الساذج لمكونات محفظة الاستثمار.¹

3- اختبار الأنماط الطارئة:

لقد وجهت انتقادات إلى اختبار سلسلة الارتباط وقواعد التصنيفية على أنهما قد يفشلا في اكتشاف الأنماط الطارئة للتغيرات السعرية، حيث يرى أنصار هذا المدخل بأن التغيرات السعرية قد تكون عشوائية لمعظم الوقت إلا أنها قد تأخذ من حين لآخر نمطا معيناً، وللتأكد من ذلك يتم اختبار التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) تعني حركة سعرية بالزيادة، وإشارة (-) تعني حركة سعرية بالنقصان، وصفر (0) تعني عدم التغير في السعر كما يلي: $\Delta p +, \Delta p +, o, \Delta p -, \Delta p +, \Delta p +$ ، حيث يقترن الاختبار بطول الفترة التي يستغرقها التغير، والهدف من هذه الاشارات هو متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية وبالتالي الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.²

من خلال هذه الاختبارات تبين لنا أن هناك تأكيد لصحة فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، وأن هذه الصيغة تتعارض مع فلسفة التحليل الفني.

¹B.Jacquilat et B. slonik, les Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques, 3eme édition. Paris: DUNOD, 1997, p 62.

²منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص 505.

المطلب الثاني: الصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

يطلق على هذه الصيغة أيضا الصيغة شبه القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية، وفي ظل هذا الفرض فان الأسعار تستجيب لكل المعلومات المتاحة بعد القيام بتحليلها من طرف المستثمرين.

أولاً: مفهوم الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق:

وفقاً للصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية فان أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط

المعلومات التاريخية المتعلقة بأسعار الأسهم في الماضي، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور¹ سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الظروف الاقتصادية في الدولة ككل، أو ظروف الصناعة، أو الوحدة الاقتصادية نفسها خاصة البيانات الواردة في القوائم المالية والتحليلات المصاحبة لها.²

وفي ظل هذه الصيغة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات

حيث تكون الاستجابة في البداية غير صحيحة لأنها مبنية على وجهة نظر أولية لهذه المعلومات، غير أنه

بمرور وقت قصير يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، ومن ثم لا يوجد من

هو قادر على تحقيق أرباح غير عادية لمدة طويلة حيث أن قصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات وبين

تغير السعر بناء على هذه المعلومات يجعل العوائد غير العادية التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير، وحتى

إذا حقق هذا العائد قد لا يكون كافيا لتغطية ما تحمله من تكاليف إضافية،³ وحتى تحقق السوق هذا

المستوى من الكفاءة لا بد من ورود المعلومات إلى السوق بحيث تصل إلى جميع المستثمرين في نفس الوقت

لتنعكس فوراً في الأسعار.

ثانياً: اختبارات الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق:

لقد أجريت العديد من الدراسات لاختبار الفرض متوسط الكفاءة لسوق الأوراق المالية حيث اتضح

مايلي:

1- بحث بعض الدراسات تأثير كل من الإعلان عن الأرباح وتوزيعها أو تجزئة الأسهم على الأسعار

حيث اتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان الأمر الذي لا يتيح فرصة

لأي مستثمر أن يحقق عوائد متميزة على حساب آخرين،⁴ حيث قام كل من "بال وبراون" ball &

"brawn" سنة 1969 بتقديم دراسة تحليلية تهم بدراسة مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لـ 161 شركة

أمريكية لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن آليات السوق قد توقعت التغير في

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² محمد صالح الحناوي و آخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 128.

³ عاطف وليم اندوس، مرجع سبق ذكره، ص 158.

⁴ نفس المرجع، ص 159.

الأسعار قبل أن تنشر إلى عامة الجمهور، وقد لوحظ أن الشركات التي لم تسجل نتائج إيجابية كانت أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور والعكس صحيح، كما خلصت الدراسة التي قام بها "جنس و رول" "jens & roll" سنة 1969 والتي اهتمت بتتبع اتجاه أسعار الأسهم عند القيام بعملية الاشتقاق، حيث غطت الدراسة اشتقاق 622 سهم مدرج ببورصة نيويورك لفترة زمنية ما بين 1927 ، 1959 وخلصت إلى أن أسعار الأسهم تعكس تماما وبسرعة المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الاشتقاق، الأمر الذي لا يمنح لأي مستثمر فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين.¹

2- لقد أوضحت الدراسة التي قام بها كل من ميلر و رايل "miller & reill" سنة 1987 بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة للجمهور أن أسعارها تكون عادة أقل من قيمتها الحقيقية، غير أن القيم السوقية سرعان ما تتعدل لتصل إلى القيمة الحقيقية والتي تعكس المعلومات المتاحة بعد نفاذ الإصدار بيومين وهذا حينما يتم تداول الأسهم بين المستثمرين.

3- أوضحت الدراسة التي قام بها "بيرس و رولي" "pearce & roley" أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات الخاصة بالأحوال الاقتصادية التي تصل المتعاملين في السوق، الأمر الذي يؤيد فرض السوق متوسط القوة.

هذا وقد توصلت الدراسات التي أجريت على أسواق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية أن هذه الأسواق تتصف بالكفاءة في شكلها المتوسط حيث يتاح للمستثمرين معلومات من مصادر مختلفة بالإضافة إلى ما تقدمه لجنة بورصة الأوراق المالية تتنافس الصحف والدوريات المالية والشبكات الإخبارية على تقديمها بأسرع ما يمكن، وبأقل تكلفة ممكنة إذ تعكس الأسعار كافة المعلومات العامة المتاحة على وجه السرعة.²

¹ ستوري الجودي مرجع سبق ذكره، ص 277.

² عاطف وليم أندوس، مرجع سبق ذكره، ص 159 - 160 .

المطلب الثالث: الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.

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

تعرف الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي يكون فيها سعر السهم هو انعكاس للمعلومات العامة المتاحة لعموم المستثمرين، بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي تكون متاحة لفئة معينة مثل كبار مساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها، وكذا المحللين الذين يمتلكون أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق.¹

ثانياً: اختبارات فرض السوق القوي:

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

1- العاملين بالشركة:

يتمكن كبار المسيرين بالشركات من الحصول على المعلومات بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، ولهذا يمكن قياس مدى ربحية هؤلاء المسيرين من التعامل في الأوراق المالية لإثبات مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية، ومن ثم صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه،² حيث كشفت العديد من الدراسات منها:³ دراسة "روزاف وزمان" "rozeff & zaman" 1988، ودراسة "بورن born" 1988 قدرة كبار المسيرين على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية للشركات التي يعملون بها تفوق الأرباح التي يحققها المستثمر العادي باعتبارهم يطلعون على المعلومات قبل تداولها في السوق، وهذا يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفء في شكله القوي، غير أن هناك دراسة لـ "أرشادي و ايسال" "arshadi & eyssel" سنة 1991 كشفت عن حقائق جديدة بعد صدور قانون في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 خاص بعقوبة كبار المسيرين الذين يستغلون لصالحهم المعلومات المتاحة عن المنشأة حيث أعطى لجنة الأوراق المالية والبورصة حق رفع دعوى قضائية لرد الأرباح التي يحققها هؤلاء من وراء ذلك مع فرض غرامة تصل إلى ثلاثة أضعاف تلك الأرباح، وقد ركز "أرشادي و ايسال" على دراسة

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 404 .

² عاطف وليم اندوس، مرجع سبق ذكره، ص 161.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 512-513.

تصرفات كبار العاملين قبل قيام طرف معين بامتلاك الشركة فتبين له أن هناك تغير جذري في تصرفات العاملين بعد صدور القانون مقارنة بتصرفاتهم قبله، فقبل صدور القانون وجدت أدلة على سعي هؤلاء المسيرين لاستغلال المعلومات المتاحة لديهم عن رغبة طرف ما في امتلاك الشركة بزيادة مشترياتهم من أسهمها للاستفادة من الارتفاع المحتمل في سعر السهم، وهذا عندما يعلن ذلك الطرف عن رغبته رسمياً في الشراء، أما بعد صدور القانون فلم تظهر أي محاولة استغلال من قبل العاملين لاغتنام الفرصة المتاحة. ولكن ما يأخذ على هذه الدراسة هو أنها أجريت على كبار العاملين دون أن تمتد إلى غيرهم مثل العاملين ببنوك الاستثمار والمحاسبين والمستشارين القانونيين للمنشأة، كما أجريت على نوع من المعاملات دون أن تمتد إلى معاملات أخرى تبرم قبل أحداث معينة.

2- المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية:¹

تتاز المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار والمؤسسات المختصة في التحليل المالي بأن لها القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتصف بالقدرة الفائقة على استخدام أدوات التحليل المالي وبالتالي توقع اتجاهات الأسعار في السوق، وقد تم اختبار فرض السوق القوي بمقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل صناديق الاستثمار بما يحققه المستثمر العادي، فتوصلت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، حيث أكدت الدراسة التي أجراها "شوقي" "shawky" 1982 وكذا دراسة "فيات وشيني" "viet & cheny" 1982 عدم قدرة هذه المؤسسات على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل الأمر الذي يشير إلى عدم توافر ميزة لهذه المؤسسات تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، أما بالنسبة للمؤسسات المختصة في التحليل فتأكد العديد من الوقائع قدرة تلك المنشآت على تقديم استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحاً غير عادية وهو ما يعتبره البعض بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية.

إن الواقع العملي لا تتوافر فيه الظروف اللازمة لتحقيق الفرض القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية فكبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة معينة الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية، كما أن مؤسسات التحليل باستطاعتها تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية.²

¹ عاطف وليم أندوس، مرجع سبق ذكره، ص 161-162.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 130.

خلاصة:

يلعب سوق الأوراق المالية في الوقت الحالي دورا كبيرا في اقتصاديات جميع دول العالم، لهذا تعتبر عملية تنشيط هذه الأسواق ورفع من كفاءتها من العوامل المساعدة على جعل هذه الأسواق تخدم الاقتصاد وفعاليتها، وفي تناولنا لهذا الفصل الخاص بكفاءة سوق الأوراق المالية توصلنا إلى النتائج التالية:

- 1- يتصف سوق الأوراق المالية بالكفاءة اذا استطاع تحقيق العنصرين التاليين:
 - توجيه رؤوس الأموال للتوظيف في المشاريع الأكثر انتاجية وربحية.
 - أن تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة.
 - 2- ينطوي مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية على مفهومين هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية حيث أن الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه على عكس الكفاءة الاقتصادية فهي ممكنة التحقيق.
 - 3- يعتبر توفر المعلومات وايصالها بسرعة وبتكلفة زهيدة إلى كافة المتعاملين شرط جوهري لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
 - 4- يهتم التحليل الفني بدراسة حركة الأسعار في الماضي قصد التنبأ باتجاهها مستقبلا، فهذا المفهوم لايعترف بالحركة العشوائية للأسعار ومن ثم بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.
 - 5- يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف الاقتصادية بصفة عامة سواء كانت تخص الدولة أو الشركة ذاتها وانعكاسها على ربحية وأداء المؤسسات وبالتالي على أسعار الأسهم.
 - 6- لكفاءة سوق الأوراق المالية ثلاث صيغ، صيغة الفرض الضعيف وصيغة الفرض متوسط القوة، وصيغة الفرض القوي، حيث تحظى صيغة الفرض الضعيف بتأييد كبير، أما صيغة الفرض متوسط القوة فتحظى بتأييد أقل في حين أن صيغة الفرض القوي مازالت محل شك.
 - 7- إن رفع كفاءة سوق الأوراق المالية تستوجب أن تتمتع الشركات بأكبر قدر ممكن من الشفافية مع التزامها بافصاح دوري عن معلومات ملائمة، حيث لا يمكن لأي مستثمر خاصة كبار المساهمين والعاملين بالشركات من استغلال المعلومات الداخلية للشركة في تحقيق عوائد استثنائية، وفي هذا الاطار يمكن الاستعانة بمبادئ حوكمة الشركات في تحقيق العدالة بين المساهمين وحمائتهم من الاستغلال الداخلي للمعلومات وبالتالي رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
- وفي الفصل الموالي سوف نتعرض إلى الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال دورها في تطوير نظام الافصاح والشفافية بهذا السوق.

تمهيد:

تقوم ضوابط حوكمة الشركات على خلق نظام رقابة داخلية في الشركات خاصة شركات المساهمة قصد حماية المساهمين من استغلال السلطة في غير مصلحتهم، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل إمتد دورها إلى تنشيط سوق الأوراق المالية ورفع كفاءتها، وهذا إنطلاقاً من دورها في رفع أداء الشركات وضمن التزامها بمتطلبات الإفصاح والشفافية، بما يحقق المساواة بين جميع المستثمرين في الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة، لهذا دأبت العديد من الدول على الاستفادة من نظام الحوكمة في تطوير ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث قامت باعداد موثيق حوكمة تتوافق مع قوانينها الوطنية لحوكمة شركات المساهمة المدرجة ببورصاتها قصد حماية حقوق المساهمين خاصة حقهم في الحصول على معلومات موثوقة .

والجزائر من الدول التي تملك سوق أوراق مالية أقل ما يقال عليها أنها ضعيفة، كما أن فكرة حوكمة الشركات قد بدأت في التبلور انطلاقاً من عقد العديد من المؤتمرات لمناقشة مزايا هذا المفهوم، وأهميته في رفع أداء المؤسسات الوطنية وصولاً إلى إعداد ميثاق حوكمة الشركات في الجزائر، ومنه فلا بد من البحث عن سبل للاستفادة من نظام حوكمة الشركات لتطوير ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية ببلادنا.

ولمناقشة الدور الذي يمكن أن تلعبه حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الثالث: دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.

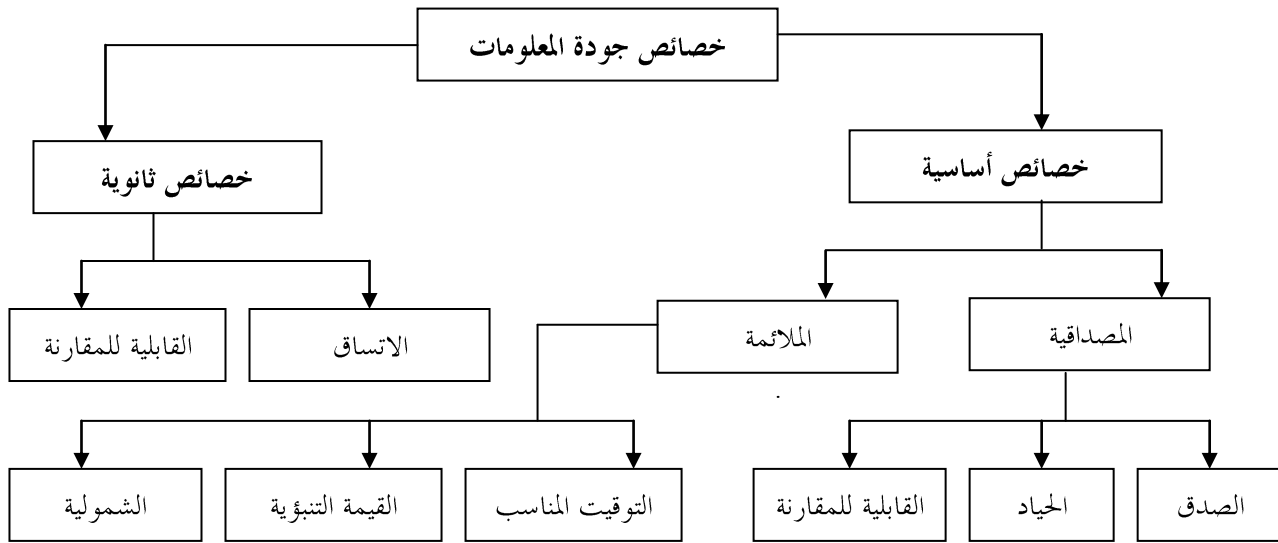
المبحث الأول: حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية.

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تعتمد بدرجة كبيرة على مدى تماثل المتعاملين في الحصول على المعلومات وكذا مدى صدقها ونزاهتها بحيث تعكس واقع وظروف الشركات المصدرة لها، لذلك فإن وجود ميكانزمات قادرة على ضبط الأداء الإداري للشركات، ومراقبة صحة المعلومات المالية المنشورة لتفادي الوقوع في عمليات الغش والتلاعب، ومراعاة استفادة جميع الأطراف منها بطريقة عادلة وشفافة يعتبر أحد القوى الداعمة لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المالية .

إن وجود نظام الحوكمة بالشركة يعني من المزيد من التدخل والاشراف من جانب المساهمين والجمعيات العمومية على مجالس إدارتها وأجهزتها التنفيذية من أجل الحد من الفساد المالي والانحراف الإداري، فهذا النظام يعمل على تكوين هيكل رقابة على مستوى الشركة يدعم اصلاح الأنظمة المحاسبية بمزيد من الانضباط والشفافية وبالتالي إنتاج معلومات ذات جودة يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وفي هذا الاطار فان المعلومات تعتبر ذات جودة وأهمية في اتخاذ القرار اذا توفرت على مجموعة من الخصائص، حيث قسمت هذه الخصائص إلى خصائص أساسية وأخرى ثانوية كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (3-1): خصائص جودة المعلومات .



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة - القياس والإفصاح والتقرير المالي - الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء الثاني

1- الخصائص الأساسية :

إن كل من الملائمة والمصدقية هما الخاصيتين الأساسيتين في جعل المعلومات المالية معلومات جيدة ومفيدة في عملية اتخاذ القرارات، وفيما يلي تفسير لهاتين الخاصيتين:

أ- **الملائمة:** تكون المعلومة ملائمة عندما يكون لديها وزن وأهمية في عملية اتخاذ القرار، وبعبارة أخرى إذا استطاع المستثمر أن يعتمد عليها في رفع مستوى أدائه الإستثماري، وينطوي عنصر الملائمة على الخاصيتين التاليتين:¹

– **التوقيت المناسب:** يجب أن تكون المعلومة متاحة لمتخذي القرار في التوقيت المناسب فالمعلومة تفقد قيمتها ما لم تكون متاحة في الوقت الضروري لها .

– **قيمة تنبؤية:** تكون المعلومات ملائمة إذا استطاع المستثمر أن يبني على أساسها تنبؤات للأحداث المستقبلية، فمثلا عرض قوائم مالية ربع سنوية يساعد في التنبؤ بالدخل السنوي المتوقع .

– **الشمولية:** ويقصد بذلك أن تتوفر المعلومات المقدمة على كل ما يحتاجه المستثمر لإتخاذ قراراته، وليس معنى ذلك الإسهاب في التفاصيل غير المهمة، وإنما الاقتصار على العناصر والحقائق الضرورية فقط.

ب- **المصدقية:** حتى تكون المعلومات المالية ذات مصداقية يجب أن تتوفر على ما يلي:²

– **القابلية للتحقق:** يقصد بالقابلية للتحقق أن تحدث درجة عالية من الإتفاق بين عدد من الأفراد القائمين بالقياس والذين يستخدمون نفس طرق القياس.

– **الصدق في العرض:** يشير هذا المفهوم إلى عدم تزويد فئة معينة بهذه المعلومات على حساب فئة أخرى بشكل يضمن استفادة أحد الأطراف منها قبل الطرف الآخر، فانتفاء صفة الحياد عن المعلومة يجعل الجمهور يفقد الثقة فيها.

– **الحياد:** تكون المعلومة محايدة إذا كانت تعكس الحقائق المجردة دون اتباع أساليب وسياسات محاسبية تهدف إلى إعطاء نتائج مرغوب فيها.³

¹ لظفي أمين أحمد السيد، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 14

² نفس المرجع، ص 15.

³ ياسين أحمد العيسى، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى توفرها في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن للمستثمرين في سوق عمان المالية، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد السادس، العدد الثاني، جامعة مؤتة، الأردن، 1991، ص 388.

2- الخصائص الثانوية :

تعتبر الخصائص الثانوية مكملة للخصائص الأساسية، حيث أنها تزيد من أهمية هذه المعلومات وتجعلها أكثر فائدة للمستثمر في اتخاذ قراره، وتشمل الخصائص الثانوية الخاصيتين التاليتين:¹

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

-الاتساق: يقصد به الثبات والانتظام في تطبيق الأساليب والقواعد المحاسبية من فترة إلى أخرى داخل الوحدة الاقتصادية، فهذا يحقق إمكانية المقارنة بين نتائج الوحدة على مر الزمن²، وعند حدوث تغيير في المعايير المحاسبية المستخدمة في ظل وجود ظروف تثبت أن الطريقة الجديدة تعتبر أفضل من السابقة، يتعين الإفصاح عن طبيعة ذلك وأثر التغيير المحاسبي، ومبررات إجرائه في الفترة التي حدث فيها ذلك التغيير.³

وانطلاقاً من هذا نستطيع تحديد الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في تحقيق تلك الخصائص، وبالتالي دفع الشركات لافصاح عن معلومات أكثر جودة ومصداقية من خلال ما يلي:

أولاً: المساءلة والرقابة المحاسبية:

تقوم مبادئ حوكمة الشركات على أساس تفعيل الرقابة والمساءلة على أعمال الشركات قصد اضاء نوع من الثقة والمصداقية في المعلومات المنشورة، وفي هذا الاطار قامت العديد من الدول باصدار تقارير أو قوانين قصد تفعيل هذه الرقابة من بينها:

1- تقرير كادبوري Cadbury:⁴

أشار هذا التقرير الصادر عام 1992 في العنصر الثاني منه بأن يقوم المساهمين بمساءلة مجلس الادارة باعتباره المسؤول عن توفير البيانات الدقيقة والصحيحة ، اذ يجب عليهم القيام بممارسة مسؤوليتهم كمالك في محاسبة الادارة عن أية معلومات غير صحيحة أو مضللة.

¹ محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة - مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 135 .

² نفس المرجع ، ص 140.

³ لظفي أمين أحمد السيد، نظرية المحاسبة، المرجع السابق، ص 16.

⁴ محمد أحمد ابراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية- منتدى التمويل الاسلامي، على الموقع:

2- قانون ساربانز أو كسلي Sarbanes-Oxly:

يعد هذا القانون من أكبر الاصلاحات في الولايات المتحدة الأمريكية، أقره الرئيس جورج بوش بعد الفضائح المالية لكبرى الشركات الأمريكية Ernon و World com، وهو مشروع قانون صاغه الديمقراطي ساربانز، وعضو الكونغرس الجمهوري مايكل أو كسلي في 20 جويلية 2002، ويقضي بتحميل المسؤولية لمدرء المؤسسات المقيدة في البورصة وبمصادقة حساباتهم لدى لجنة الحماية والتبادل (SEC) Securite and Echange Commission، وهي هيئة تنظيم الأسواق المالية الأمريكية، كما أنه يهدف لتقوية روابط الثقة والمسؤولية بين مختلف الأطراف من أجل توفير حماية أفضل للمستثمرين قصد إعادة الثقة على مستوى أسواق الأوراق المالية ويقوم على عدة مبادئ منها:

- صحة الحسابات ودقتها.
- توفير المعلومات للجميع.
- استقلال المراجعين.¹

وفي إطار تفعيل عملية الرقابة على الشركات وكذا تنظيم مهنة التدقيق فقد أقر القانون ما يلي:

1- انشاء مجلس الاشراف المحاسبي على شركات المساهمة:

- مجلس الاشراف المحاسبي على شركات المساهمة هي عبارة عن مؤسسة لا تهدف إلى الربح أنشأها القانون لتقوية الرقابة والاشراف على شركات المساهمة من أجل تحسين دقة تقارير التدقيق، وهي تعمل تحت اشراف لجنة الحماية والتبادل (SEC) وتمثل واجباتها فيما يلي:²
- تحسين أداء شركات المساهمة خاصة المدرجة بالبورصة.
 - إجراء عمليات تفتيش على هذه الشركات.
 - إرساء أو تبني معايير رقابة الجودة في العمل الاداري مثل الأخلاقيات، الاستقلال وغيرها من المعايير.
 - إجراء تحقيقات وتطبيق اجراءات تأديبية وفرض عقوبات على شركات المساهمة إذا كان هناك مبرر لذلك.

- تشجيع المعايير المهنية وتحسين جودة خدمات التدقيق .
- فرض الالتزام بقواعد المجلس والمعايير المهنية وكذا قوانين إصدار الأوراق المالية.

¹ فهد محسن البصري، مدققو الحسابات والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس، 2009 ص 16.

² عماد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركات المساهمة - دراسة مقارنة- دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص 477.

ب- استقلال المدققين:

يهدف هذا الجانب من قانون ساربانز- أو كسلي إلى التصدي لواحدة من المشكلات الأساسية المرتبطة بكون المدققين مراقبين للشركة، وقد يتم إرغامهم على القيام بعمليات تدقيق مضللة، ولضمان استقلال هؤلاء المدققين فقد أقر القانون ما يلي:

- يحضر على شركات المحاسبة أداء أنشطة تدقيقية واستشارية معا لشركة واحدة .
- يعطى للجنة التدقيق (المراجعة) في مجلس إدارة الشركة المزيد من السلطة على أنشطة التدقيق.

ومنه نستطيع القول أن كل من قانون كادبوري وقانون ساربانز أو كسلي هما من القوانين التي تهدف إلى ضبط العمل الإداري داخل شركات المساهمة منعا للغش والتلاعب بالنتائج المحققة بما قصد اضعاف نوع من المصدقية والدقة على المعلومات المقدمة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة:

إن سلسلة معالجة المعلومات تعتبر العمود الفقري لجودة المعلومات المحاسبية، حيث تمر هذه المعلومات بعدة مراحل (تدوين، مصادقة، وتحليل... الخ) قبل أن تصل إلى المستثمر، هذه المراحل المعالجة تمثل ثمرة النظام المحاسبي المعمول به، حيث أن صدق المعلومة يعكس صدق النظام المحاسبي المعمول به¹ وفي هذا الإطار وقصد تطوير الأنظمة المحاسبية وتفعيل نظام الحوكمة بالشركات قامت العديد من الدول منها مصر بإصدار الكثير من معايير المحاسبة المصرية والتي تتفق مع مثيلاتها الدولية وذلك بصدور القرار الوزاري رقم 345 لسنة 2002 الخاص بإصدار معايير المحاسبة المصرية، فالتطورات الحديثة للمالية العالمية تتجه نحو جعل معيار موحد للنماذج المحاسبية، وهو ما يعرف بالمعايير المحاسبية الدولية General Accepted Accounting Principles The us GAAP والتي تصدرها لجنة معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standard Committee (IASC)، حيث كانت جملة المعايير التي أصدرتها اللجنة تهدف إلى مايلي:²

- صياغة ونشر للصالح العام المعايير المحاسبية التي يجب مراعاتها عند عرض القوائم المالية، والترويج لقبولها وتطبيقها في العالم.

¹ دبله فاتح وبن عيشى بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على أداء الأسواق منتدى التمويل الاسلامي، على الموقع:

² عبد الرزاق خليل وعادل عاشور، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية- مجمع رياض سطيف نموذجاً- مجلة أبحاث روسيكادا، العدد الثالث، سكيكدة، ديسمبر 2005، ص 181.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- العمل بصفة تامة لتحسين والتوفيق أو التنسيق بين منظمات المعايير المحاسبية والاجراءات المتعلقة بعرض القوائم المالية.

ومنه فإن تطوير المعايير المحاسبية المحلية لتتماثل مع المعايير المحاسبية الدولية في اطار التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يساهم بشكل كبير في اضافة الشفافية والمصدقية على المعلومات المعروضة بالقوائم المالية للشركات .

ثالثاً: الافصاح والشفافية:

يمثل الافصاح الملائم والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات، لذا لم يخلوا أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على أهمية هذا المبدأ، فهو يمثل أحد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية، فمبدأ الافصاح والشفافية الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ينص بأنه على الشركة أن تفصح افصاحاً دقيقاً وسليماً وفي الوقت المناسب عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالشركة، وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والتشغيلي والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والادارة التنفيذية، وبأن تكون هذه المعلومات في متناول جميع فئات المستثمرين، وعليه فان تطبيق هذا المبدأ يجسد أحد خصائص جودة المعلومات وهي الصدق في العرض، بحيث تستفيد جميع الأطراف المرتبطة بالشركة من المعلومات المفصح عنها بطريقة عادلة.

رابعاً: إدارة الأرباح:

إن عملية إدارة الربح هي قيام الادارة بالتأثير أو التلاعب بالبيانات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية، إما بهدف الوصول إلى مستوى التنبؤات التي سبق الاعلان عنها أو تجنب الاعلان عن الخسائر، أو بهدف الحصول على بعض المزايا المرتبطة بالأرباح المرتفعة كالمكافآت والعمولات، لكن في ظل تطبيق نظام حوكمة الشركات وما يدعوا إليه هذا الأخير من الحد من سلطة الادارة، وإتاحة الفرصة لمختلف الأطراف خاصة المساهمين لممارسة دورهم في الرقابة على الشركة فان هذا يجد من سلطة المديرين في القيام بعملية إدارة الأرباح، وفي هذا الصدد أشارت إحدى الدراسات والتي تناولت أثر متغير الحوكمة على ممارسة إدارة الوحدات الاقتصادية لسياسة إدارة الربح بأن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة الاقتصادية، وعدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الادارة وبين ممارسة الشركة لإدارة الأرباح.

ومنه فان التقييد بمبادئ الحوكمة يجد من سلطة الادارة في إدارة الأرباح، وهو ما ينعكس ايجاباً على افصاح الشركة عن معلومات مالية موثوقة تعكس بصدق الأرباح المحققة.

خامساً: دور المراجع الخارجي:¹

نتيجة لما يقوم به المراجع الخارجي من اضافة الثقة والمصدقية على المعلومات المحاسبية، وهذا بابداء رأيه المحايد في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الوحدات الاقتصادية، فان الدور الذي تؤديه المراجعة الخارجية في مجال حوكمة الشركات هو دور جوهري لأنها تحم من مشكلة الانحراف الخلفي في الوحدات الاقتصادية من جهة، كما تحم من مشكلة المعلومات غير المتماثلة بين المالك والادارة من جهة أخرى.

سادساً: لجان المراجعة:

لقد أكدت معظم الدراسات الخاصة بحوكمة الشركات على ضرورة وجود لجان المراجعة على مستوى المؤسسات التي تسعى إلى تطبيق الحوكمة، بل أن وجود لجان للمراجعة يمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة بالوحدة الاقتصادية، فلجان المراجعة تقوم بدور حيوي في ضمان جودة القوائم المالية، وتحقيق الثقة في المعلومات المحاسبية المسجلة، حيث أنها تشرف على عمليات التدقيق الداخلية والخارجية كما تعمل على مقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة في عملية التدقيق، وفي هذا الاطار توصلت الدراسة التي قام بها Menullen والتي تناولت دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم المالية إلى أن الوحدات الاقتصادية التي لديها لجان مراجعة قد إنخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية، إلى جانب زيادة الثقة في قوائمها المالية خاصة الوحدات الاقتصادية المقيدة بالبورصة حيث يشير البعض بأن مجرد إعلان الوحدة الاقتصادية عن تشكيل لجنة للمراجعة يكون له أثر على حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية.²

المطلب الثاني: انعكاسات جودة المعلومات المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية .

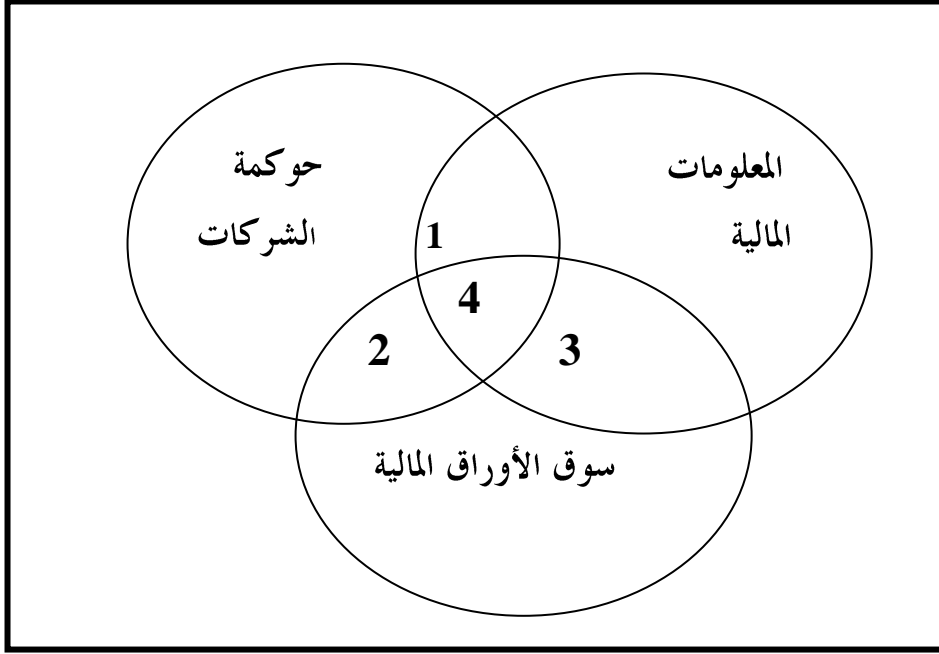
إن عمليات التضليل التي كانت تمارسها بعض الشركات على مستوى قوائمها المالية كانت وراء الهزات التي أصابت أسواق الأوراق المالية في العديد من المرات، فعمليات التضليل هذه كانت تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية وبمجرد ظهور حقيقة الأوضاع في الشركات تنهار الأسعار ويسود الاضطراب في السوق، ولاسترجاع الثقة على مستوى هذه الأسواق والشركات كان لابد من إعادة النظر في طريقة إدارة الشركات وذلك بتطبيق نظام الحوكمة، فهذا الأخير وما يدعو إليه انضباط ونزاهة في إعداد وعرض القوائم المالية، والافصاح عن كافة الأمور المتعلقة بالشركة وتوفيرها لجميع المستخدمين في الوقت الملائم له دور كبير في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تؤدي حوكمة الشركات هذا الدور عن طريق تأثيرها على المعلومات المالية، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

¹ محمد ابراهيم خليل، مرجع سبق ذكره.

² نفس المرجع.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

شكل رقم (3-2): العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة المعلومات وسوق الأوراق المالية.



المصدر: محمد أحمد إبراهيم خليل، مربع بن ذكره ص 24.

يمكن من خلال هذا الشكل الإشارة إلى مايلي:

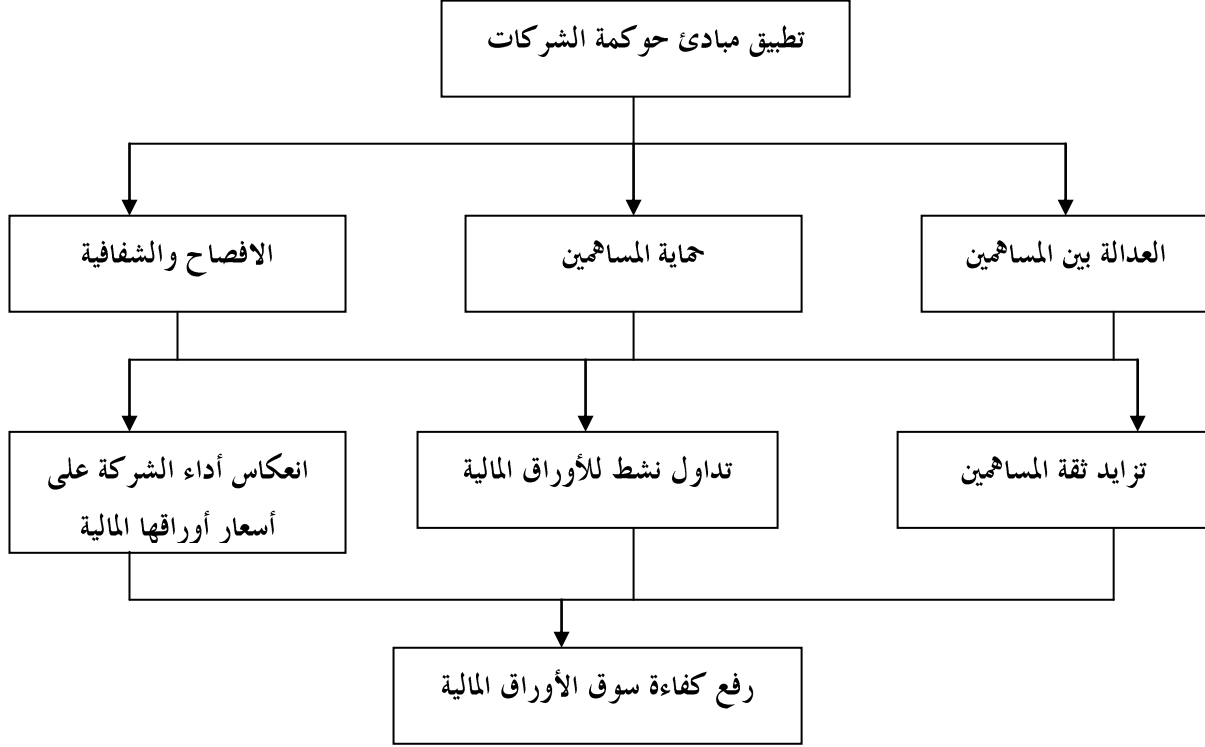
تشير المنطقة 1 إلى الأثر المتبادل بين كل من حوكمة الشركات والمعلومات المالية بصفة عامة بعيدا عن علاقتها بسوق الأوراق المالية، في حين تمثل المنطقة رقم 2 الأثر المتبادل بين حوكمة الشركات وإنعكاساتها على سوق الأوراق المالية بصفة عامة بعيداً عن دور المعلومات وإن كان ذلك لا يتحقق عمليا، أما المنطقة الثالثة 3 فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات وسوق الأوراق المالية متمثلا في تأثير المعلومات على حركة التداول وتسعير الأوراق المالية وعلى العوائد المحققة منها، في حين أن المنطقة 4 وهي منطقة الأداء المتميز لأنها نقطة ترابط العناصر الثلاثة، بحيث توضح لنا بأن تطبيق حوكمة الشركات ينتج عنه توفير معلومات مالية ذات جودة ومصداقية الأمر الذي ينعكس في زيادة حركة التداول بسوق الأوراق المالية.

إن الدقة في إعداد وعرض القوائم المالية للوحدات الاقتصادية هي حجر الزاوية في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية فتندفق معلومات مالية دقيقة وموثوقة على نحو متساوي إلى جميع المستثمرين يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، حيث تنعكس تلك المعلومات بصورة مباشرة على أسعار الأوراق المالية في السوق، فمدخل التحليل الأساسي لاتخاذ القرار الإستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المالية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية، ويتم الوصول إلى هذه القيمة إذا كانت هذه المعلومات تعكس بصدق واقع الشركة

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

ويمكن توضيح الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في ذلك وبالتالي رفع كفاءة السوق المالي من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (3-3): أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية .



المصدر: محمد عمران، البورصة المصرية وحوكمة الشركات، مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ماي 2007.

إن حوكمة الشركات تقوم أساساً على تحديد العلاقة بين المساهمين، ومجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين وغيرهم من أصحاب المصالح، حيث أنها تهدف إلى زيادة قيمة استثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة، وهذا من خلال تحسين أداء الشركات، وترشيد اتخاذ القرارات فيها بما يضمن خدمة مصالحهم واحترام مصالح غيرهم في نفس الوقت، فلشركات التي تدار بشكل جيد يكون أداؤها أفضل ويتوقع أن تنخفض تكلفة رأسمالها عن طريق جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، حيث يدرك هؤلاء احتمالات حصولهم على عائد أكبر من هذه الشركات، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع، وبهذا نستطيع القول أن حوكمة الشركات تعمل على التخصيص الكفئ للموارد في سوق الأوراق المالية¹، ومن جهة أخرى نجد أن حوكمة الشركات تحمي حقوق المساهمين وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم بكل ما يرتبط بإدارة استثماراتهم الأمر الذي يدعم تطوير الإفصاح عن أداء المنشأة بصورة سليمة وفي التوقيت المناسب

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة - نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح - أوت 2008 ص 03-05.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

فالتزام الشركات بمبدأ الشفافية في الإدارة، وكذا التزامها بمعايير المحاسبة ودور كل من المراجعة الداخلية ومراقبي الحسابات ولجان المراجعة بما ينعكس في صحة ودقة بياناتها وكشوفها المالية مما يترتب عليه زيادة ثقة المستثمرين فيها، وبالتالي تعزيز سوق الأوراق المالية من خلال زيادة جاذبية الأوراق المتداولة فيه وتنشيط حركة التداول، ومنه الوصول إلى تسعير للأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية كاستجابة للمعلومات المتاحة عن الشركات المعنية بالحوكمة والتي تعكس أداء الشركات و تصور واقعها الفعلي وبهذا نستطيع القول أن حوكمة الشركات تعتبر إحدى دعائم رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

وفي هذا الإطار تناولت إحدى الدراسات قام بها الدكتور محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم تحت عنوان إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية بتحليل علاقة الارتباط بين محددات حوكمة الشركات مع تنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية، وقد شملت الدراسة عينة من 30 شركة من الشركات المتداولة أسهمها بالبورصة في مصر، حيث تمثلت محددات الحوكمة التي يعتمد عليها الباحث فيما يلي:¹

- **محدد الشفافية:** والذي يضم تماثل المعلومات المالية وغير المالية، عدم تسريب المعلومات قبل الإعلان عنها للجميع، تحليل ملكية أعضاء مجلس الإدارة، تحليل مكافآت مجلس الإدارة... الخ.
 - **محدد طريقة الإفصاح:** والذي يضم القوائم المالية، تقرير مجلس الإدارة، تقارير التدقيق.
 - **محدد المحتوى المعلوماتي للإفصاح:** والذي يضم معلومات عامة عن الشركة، معلومات عن مجلس الإدارة، معلومات قيد الشركة بالبورصة، معلومات تداول الأسهم، معلومات الأداء المالي، معلومات عن هيكل التمويل، معلومات عن المخاطر التي تواجه الشركة.
 - **محدد المراجعة:** ويضم معلومات عن نظم الرقابة الداخلية والمراجعة الخارجية، ولجان المراجعة.
 - **محدد الاستقلال:** ويضم استقلال مجلس الإدارة، استقلال لجان المراجعة، استقلال لجنة إدارة المخاطر ولجنة المكافآت.
 - **محدد العدالة:** ويضم عناصر تمثيل الأقلية في مجلس الإدارة، حرية تسجيل ونقل ملكية الأسهم، الدفاع عن حقوق الأقلية والأطراف ذو العلاقة، حرية مقاضاة مجلس الإدارة.
 - **محدد الانضباط:** ويضم الالتزام بالقوانين الداخلية للشركة، وقوانين البيئة الخارجية التي تعمل في ظلها.
- وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:²

¹ محمد عبد الفتاح إبراهيم، إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية - مدخل تحليلي لتنشيط اقتصاد المعرفة- المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الزيتونة، الأردن، 25-27/04/2005، ص 12-13.

² محمد عبد الفتاح إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 27-28.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- وجود علاقات إرتباط بين محددات حوكمة الشركات المتمثلة في الشفافية، المحتوى المعلوماتي للافصاح المحاسبي والمراجعة، العدالة والانضباط وبين معدل دوران الأسهم بشركات عينة البحث مما يعني أن تنشيط سوق الأوراق المالية مرهون بضرورة تفعيل هذه المحددات.

- وجود تأثير جوهري لمحددات حوكمة الشركات على تنشيط سوق الأوراق المالية، على الرغم من تفاوت الأهمية النسبية لهذه المحددات.

- وجود إرتباط واضح بين إمكانية رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بدلالة معدل دوران الأسهم وبين محددات حوكمة الشركات المذكورة.

المطلب الثالث: تطبيق مبادئ حوكمة الشركات كشرط للقيود ببورصة الأوراق المالية.

لقد أصبح تطبيق أسس وقواعد الحوكمة شعاراً يتبناه القطاع العام والخاص على حد سواء، ووسيلة لتعزيز الثقة في أسواق الأوراق المالية، ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة لحماية المستثمرين فيها وفي هذا الإطار وقصد تفعيل الاستفادة من هذه المزايا عملت الكثير من دول العالم على تطوير إجراءات القيد ببورصاتها، حيث أصبح الالتزام بمبادئ الحوكمة أحد شروط قبول العضوية بالبورصة.

عملياً ليس هناك نظام واحد لحوكمة الشركات يمكن تطبيقه في كافة الدول وعلى كافة المنشآت، بل أن كل دولة قامت بصياغة لائحة لحوكمة شركات المساهمة المدرجة ببورصاتها تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات بين الملاك والادارة، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات بما يحقق أهداف الشركة ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة بها، وتستند هذه اللوائح بشكل أساسي إلى عدد من التشريعات أهمها قوانين إصدار الأوراق المالية، قوانين الشركات، إضافة إلى المبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، حيث تقوم هيئات أسواق المال بإصدار قواعد الحوكمة في صورتها النهائية مع منح الشركات فترة معينة حتى توفق أوضاعها للتعامل مع هذه القواعد.

وفيما يلي نوضح بعض اللوائح التي أصدرتها هيئات أسواق المال لبعض الدول، والتي أصبحت كشرط لقيد واستمرار قيد الشركات ببورصاتها منها:

أولاً: دليل قواعد حوكمة شركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان:

من الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها حوكمة الشركات في الأردن هي حماية المساهمين وأصحاب المصالح في الشركات، والتأكيد على وجود هيكل تنظيمي جيد، فضلاً عن سعيها للمحافظة على استمرارية ونجاح الشركات وعلى سمعتها الاقتصادية خاصة شركات المساهمة المدرجة ببورصة الأوراق المالية، حيث أن هناك أكثر من 180 شركة مساهمة يتم تداول أسهمها في بورصة عمان، الأمر الذي يعمل على تعزيز الثقة في هذه الشركات ويشجع المستثمرين على الدخول إلى السوق المالي في الأردن، هذا وقد تم

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الانتهاء من إعداد دليل لحوكمة الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان في شهر سبتمبر من عام 2007، وقد تضمن هذا الدليل وضع العديد من القواعد تتوافق مع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية¹، وتتلخص هذه القواعد فيما يلي:²

1- مجلس إدارة الشركة: وتضمن التوجيهات التالية:

أ- مهام مجلس الإدارة:

بموجب هذا المبدأ يضع مجلس الإدارة نظام داخلي يتم مراجعته بشكل سنوي تحدد بموجبه وبشكل مفصل مهام وصلاحيات المجلس ومسؤولياته، بحيث يضمن حصول جميع المساهمين بمن فيهم غير الأردنيين على حقوقهم ومعاملتهم بشكل يحقق العدالة والمساواة دون تمييز.

ب- اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة: يشكل مجلس الإدارة اللجان التالية:

- لجنة التدقيق: وتكون مهامها وفق ما هو وارد في فصل الإفصاح والشفافية .
- لجنة الترشيحات والمكافآت: وتكون مهمتها إعداد السياسات الخاصة بمنح المكافآت والمزايا في الشركة ومراجعتها بشكل سنوي والتأكد من استقلالية أعضاء مجلس الإدارة.

ج- اجتماعات مجلس الإدارة:

يتم عقد المجلس بناءً على طلب من رئيسه، أو بناءً على طلب خطي يقدم إلى رئيس المجلس من ربع أعضائه على الأقل، ويكون التصويت على قرارات المجلس شخصياً ولا يجوز التوكيل فيه، كما لا يجوز أن يكون بالمراسلة.

2- اجتماع الهيئة العامة للشركة:

تتكون الهيئة من جميع المساهمين الذين يحق لهم التصويت، وتتم دعوة كل مساهم لحضور اجتماع هذه الهيئة إما عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني الخاص بالمساهم قبل 30 يوم من عقد الاجتماع، حيث يتم إعلام المساهمين بكل أعمال الهيئة بما في ذلك المواضيع التي سيتم بحثها، وتقتضي المبادئ الرشيدة لحوكمة الشركات عدم إدراج أية مواضيع جديدة في الاجتماع غير مدرجة على جدول أعمال الهيئة العامة المرسل سابقاً للمساهمين.

¹ حسين القاضي وكنان مالك ندة، حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية - دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية- مؤتمر الأسواق المالية، سورية، نيسان 2008، ص 24.

² هيئة الأوراق المالية، مشروع دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، الأردن، 2006.

3- حقوق المساهمين:

تتخذ الشركة الاجراءات المناسبة لضمان حصول المساهمين على حقوقهم بما يحقق العدالة والمساواة دون تمييز وتتلخص هذه الحقوق فيما يلي:

1- **الحقوق العامة:** وتتعلق بتوافر سجلات خاصة بملكيات المساهمين تتضمن المعلومات الخاصة بمساهمتهم الحصول على المعلومات الدورية وغير الدورية المفصح عنها، طلب إجراء تدقيق على أعمال الشركة ودفاتها وهذا بالنسبة للمساهمين الذين يملكون 5% من أسهم الشركة، المشاركة والتصويت في اجتماع الهيئة العامة أصالة أو وكالة بعدد أصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها المساهم.

ب- الحقوق ضمن صلاحيات الهيئة العامة:

تتمتع الهيئة العامة بصلاحيات واسعة وخصوصا صلاحية اتخاذ القرارات التي تؤثر على مستقبل الشركة بشكل مباشر من بينها: مناقشة مجلس الادارة حول أداء الشركة وخطته للفترة القادمة، إنتخاب أعضاء مجلس الادارة، إنتخاب مدقق الحسابات الخارجي، إقالة مجلس الادارة أو رئيسه أو أحد أعضائه، زيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه.

4- الافصاح والشفافية:

على الشركة أن توفر المعلومات الافصاحية للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة، وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقا لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات النافذة، بما في ذلك تعاملات الأشخاص المطلعين في الشركة مثل أعضاء مجلس الادارة، موظفوا الادارة التنفيذية، والأطراف ذوي العلاقة في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة، ويتضمن هذا المبدأ العناصر التالية:

1- لجنة المراجعة:

يجب أن يتوافر لدى جميع أعضاء اللجنة المعرفة والدراية في الأمور المالية والمحاسبية، وأن يكون لدى أحدهم على الأقل خبرة عمل سابقة في مجال المحاسبة أو الأمور المالية، ويجب أن تجتمع اللجنة دوريا على أن لا يقل عدد اجتماعاتها عن أربعة اجتماعات في السنة، وأن تجتمع بمدقق الحسابات الخارجي للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.

ب- مهام اللجنة:

تتولى اللجنة مهام الاشراف والرقابة على أعمال المحاسبة والتدقيق في الشركة بما في ذلك:

- مناقشة الأمور المتعلقة بترشيح مدقق الحسابات الخارجي والتأكيد من استيفائه الشروط الواردة في التشريعات النافذة وعدم وجود ما يؤثر على استقلاليتته.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- بحث كل ما تعلق بعمل مدقق الحسابات الخارجي بما في ذلك ملاحظاته ومقترحاته وتحفظاته ومتابعة مدى استجابة إدارة الشركة لها، وتقديم التوصيات بشأنها إلى مجلس الإدارة.
- دراسة أي تغيير في السياسات المحاسبية المتبعة من طرف الشركة.
- دراسة وتقييم إجراءات التدقيق الداخلي والاطلاع على تقييم المدقق الخارجي لهذه الإجراءات، وكذا الاطلاع على تقارير التدقيق الداخلي ولاسيما تلك المتعلقة بأي مخالفات تظهر نتيجة لعمل المدقق الداخلي.
- مراجعة وإقرار تعاملات الأطراف ذوي العلاقة مع الشركة قبل إبرامها.

ج- صلاحيات لجنة المراجعة:

- طلب حضور مدقق الحسابات الخارجي إذا رأت اللجنة ضرورة مناقشته بأي أمور تتعلق بعمله في الشركة، ولها كذلك أن تستوضح منه أو تطلب رأيه خطياً.
- التوصية لمجلس الإدارة بترشيح مدقق الحسابات الخارجي للانتخاب من قبل الهيئة العامة.
- ترشيح وتعيين المدقق الداخلي للشركة.

د- مدقق الحسابات الخارجي:

- تنتخب الهيئة العامة مدققاً أو أكثر من مدققي الحسابات المرخص لهم مزاولة المهنة بحيث يتم انتخابه لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد على أن لا يتم التجديد له لأكثر من أربعة سنوات متتالية، ويشترط فيه:
 - أن لا يقوم بأية أعمال إضافية أخرى لصالح الشركة كتقديم الاستشارات الإدارية .
 - أن يتمتع بالاستقلالية وفقاً لمعايير التدقيق الدولية.
 - أن يكون عضواً في جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين.
 - أن يكون قد مارس المهنة بشكل متفرغ لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل.
- ومن واجباته:

- تدقيق حسابات الشركة وفقاً للمعايير الدولية والقواعد المهنية المتعارف عليها.
- فحص الأنظمة الإدارية والمالية للشركة وأنظمة الرقابة الداخلية، وإبداء الرأي في فاعليتها.
- الإجابة على أسئلة وإستفسارات مساهمي الشركة بخصوص البيانات المالية والحسابات الختامية خلال اجتماعات الهيئة العامة.

وفي تقييم حول مدى التزام الأردن بمبادئ حوكمة الشركات، فقد أظهر التقرير الذي أجراه البنك الدولي على 38 دولة في العالم أن هناك التزاماً كبيراً بمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في الأردن

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

خاصة فيما يتعلق بحقوق المساهمين، الإفصاح والشفافية، المعاملة المتساوية للمساهمين والتزامات مجلس الإدارة في شركات المساهمة.¹

ثانياً: دليل قواعد حوكمة الشركات المقيدة ببورصتي القاهرة والاسكندرية:

لقد اتجهت الهيئة العامة لسوق المال في مصر لتنفيذ قواعد حوكمة الشركات المقيدة باعتبارها جزء لا يتجزأ من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والاسكندرية، حيث ارتأت أن تكون هذه القواعد ذات طابع الزامي فلا تقتصر على كونها مجرد ارشادات أو محددات للسلوك، وقد اشتملت على مايلي:²

1- مجلس الإدارة:

أ- تشكيلة المجلس: وتتضمن القواعد التالية:

- يجب أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، على أن يكون من بينهم على الأقل عضواً واحداً مستقلاً.

- لا يجوز أن تزيد مدة عضوية مجلس الإدارة للعضو عن ست سنوات وذلك ما لم يكن العضو مساهماً في الشركة.

- لا يجوز لعضو مجلس الإدارة أن يشغل عضوية مجالس أكثر من خمس شركات مقيدة في بورصة الأوراق المالية في نفس الوقت.

ب- اختصاصات المجلس وطريقة عمله:

- يجب أن يحدد النظام الأساسي للشركة اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه بشكل واضح وتفصيلي.
- على كافة أعضاء مجلس الإدارة عند مباشرتهم لاختصاصاتهم مراعاة مصالح الشركة والالتزام بأحكام القانون.

ج- التزامات المجلس المرتبطة بالإفصاح والشفافية:

يجب أن يتضمن الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة السنوي الواجب عرضه على المساهمين البيانات التالية كحد أدنى:

- نتائج المراجعة السنوية لفاعلية هيكل الرقابة الداخلية بالشركة ومدى قدرة هذا الهيكل على الكشف عن الأخطاء، أو سوء عرض القوائم المالية.

- مدى التزام الشركة بمتابعة وتطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات وأسباب عدم الالتزام.

¹ حسين القاضي ومالك كنان نده، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² الهيئة العامة لسوق المال، مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة ببورصتي القاهرة والاسكندرية، مصر، 2006.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- وصف مختصر لاختصاصات ومهام لجان مجلس الإدارة الرئيسة مثل لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات والمكافآت مع ذكر أسماء اللجان ورؤسائها وأعضائها وعدد اجتماعاتها.
- بيان تفصيلي عن المكافآت والتعويضات المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة ول كبار التنفيذيين كل على حدى.

- نتائج المراجعة السنوية لعملية تقييم الأداء الخاصة بالأنشطة المختلفة.

د- لجان مجلس الإدارة:

يجب أن تتضمن لجان مجلس الإدارة اللجان التالية والمحددة مهامها على النحو التالي:

- لجنة المراجعة:

تُشكل هذه اللجنة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بعدد لا يقل عن ثلاثة أعضاء من بينهم عضوا خبير بالشؤون المالية والمحاسبية، حيث تصدر الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة المراجعة، مدة عضويتهم، أسلوب عملهم، تحديد مكافآتهم، وتختص هذه اللجنة بما يلي:

- دراسة هيكل الرقابة الداخلية ووضع تقرير مكتوب عن رأيها وتوصياتها في شأنه، ومناقشة جميع التعديلات بهيكل الرقابة لضمان فعاليته بصورة مستمرة.

- دراسة تقارير المراجعة الداخلية ومتابعة وضع الإجراءات التصحيحية لما جاء بها من ملاحظات.

- التوصية لمجلس الإدارة بتعيين مراقب الحسابات وعزله وتحديد أتعابه، ويراعى عند التوصية التحقق من استقلاليته ووضع الضوابط التي تضمن استمرار هذا الاستقلال.

- دراسة برنامج المراجعة مع المراجع الخارجي وإبداء ملاحظاتها عليه.

- دراسة مشروع القوائم المالية المبدئية، وذلك قبل عرضها على مجلس الإدارة لاعتمادها وإرسالها إلى مراقب الحسابات لمراجعتها.

- لجنة إدارة المخاطر:

يُشكل مجلس الإدارة لجنة تكون أغلبية أعضائها من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين تسمى لجنة إدارة المخاطر، ولا يقل عدد أعضائها عن ثلاثة أعضاء، تختص فيما يلي:

- وضع الأطر التنظيمية والإجراءات والقواعد اللازمة للتعامل مع كافة فئات المخاطر مثل: مخاطر التشغيل مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السمعة.

- متابعة المديرين في أداء أعمالهم والتأكد من أهم على دراية كاملة بها، وبكيفية قياس نتائجها وتولي المسؤولية عن المخاطر المحيطة بها.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- دراسة المخاطر المصاحبة لأنواع معينة من الأدوات المالية التي تتعامل بها الشركة.
- التأكيد على أهمية المسؤولية الشخصية وتشجيع المسؤولين بالشركة على عدم تجنب المسؤولية عن طريق رفع الموضوعات إلى المستوى الأعلى بدون مرور.
- إعداد تقرير دوري كل ثلاثة أشهر على الأقل ، وكلما دعت الحاجة لذلك عن نتائج عمل اللجنة للعرض على مجلس الإدارة.

- لجنة الترشيحات والمكافآت:

- تُصدر الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة الترشيحات والمكافآت ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة، وتمثل مهامها فيما يلي:
- التوصية بالترشيح لعضوية مجلس الإدارة مع مراعاة عدم ترشيح أي شخص سبقت إدانته بأي جريمة مخلة بالشرف والأمانة.
- المراجعة الدورية والمستمرة للاحتياجات المطلوبة من المهارات المناسبة لعضوية مجلس الإدارة وإعداد وصف للقدرات والمؤهلات المطلوبة لهذه العضوية، بما في ذلك تحديد الوقت اللازم تخصيصه من العضو لأعمال مجلس الإدارة.
- تحديد جوانب الضعف والقوة في مجلس الإدارة، واقتراح معالجتها بما يتفق مع مصلحة الشركة.
- التأكد بصفة مستمرة من استقلالية الأعضاء غير التنفيذيين وعدم وجود أي تعارض مصالح إذا كان العضو يشغل عضوية مجلس إدارة شركة أخرى.
- وضع سياسات واضحة لمكافآت أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين، والاستعانة بمعايير ترتبط بالأداء في تحديد تلك المكافآت، وذلك في إطار القواعد الواردة في النظام الأساسي للشركة والقوانين واللوائح المنظمة.

2- الجمعية العمومية وحماية حقوق المساهمين:

1- الإفصاح وإتاحة المعلومات للمساهمين:

- تقوم الشركة بإتاحة كافة المعلومات التي تمكن المساهمين من مباشرة حقوقهم كاملة، ويجب أن تكون هذه المعلومات وافية ودقيقة ، ومتاحة للمساهمين بطريقة منتظمة وفي المواعيد المحددة.

ب- سياسة توزيع الأرباح:

- على مجلس الإدارة وضع سياسة واضحة بشأن توزيع أرباح الأسهم بما يحقق مصالح الشركة والمساهمين.
- على الشركة إطلاع المساهمين في الجمعية العمومية على سياستها في توزيع الأرباح ومبررات ما يخصص من أرباح في صورة احتياطات مدعّمه برأى مراقب الحسابات.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- على الشركة توزيع أرباح نقدية سنوية على المساهمين دون الإخلال بمصالح الشركة ومشروعات التوسع وبمراكز السيولة .

ج- التصويت في الجمعيات العمومية وإتاحة المناقشات لكافة الحضور:

- على الشركة إتاحة المشاركة لأكبر عدد من المساهمين للحضور في اجتماع الجمعية العمومية.
- على الجمعية الالتزام بإتباع التصويت التراكمي عند التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة، أو أي أسلوب آخر للتصويت يمكن من تمثيل الأقلية في مجلس إدارة الشركة.

3- تعارض المصالح وتعاملات الداخلين:

- تضع الشركة برنامجاً تفصيلياً لتوعية أعضاء المجلس والمديرين التنفيذيين والعاملين بالشركة بأفضل الممارسات في مجال الرقابة الداخلية ومبادئ حوكمة الشركات.
- يخطر على الداخلين التعامل على أسهم الشركة بيعاً وشراءً، وكذا أية أوراق مالية أخرى تصدرها الشركة بناء على معلومات داخلية غير منشورة أو متاحة للكافة.

4- الرقابة الداخلية والمراجعة الداخلية:

أ- الرقابة الداخلية:

يجب أن يكون لدى الشركة نظام متكامل للرقابة الداخلية يتم تصميمه ووضعه بواسطة إدارة الشركة أو بالحصول على معاونه خارجية، ويهدف هيكل الرقابة إلى التعامل مع المخاطر والتحقق من تنفيذ خطة الشركة بكفاءة وفاعلية، إضافة إلى الالتزام بالقوانين واللوائح وحماية موارد الشركة من الخسارة وسوء الاستخدام.

ب- انشاء وتنظيم إدارة المراجعة الداخلية:

- يتولى إدارة المراجعة الداخلية مسؤول متفرغ لذلك يكون من القيادات الإدارية بها، كما يكون له اتصال مباشر مع رئيس مجلس الإدارة للتشاور معه، ويحضر لئـل اجتماعات لجنة المراجعة .
- يكون تعيين وتجديد وعزل مدير إدارة المراجعة الداخلية، وتحديد أتعابه المالية بقرار من العضو المنتدب بشرط موافقة لجنة المراجعة.
- يجب أن تكون لمدير المراجعة الداخلية الصلاحيات اللازمة التي تمكنه من القيام بعمله على أكمل وجه.

5- مراقب الحسابات:

أ- تعيين مراقب الحسابات:

- يكون للشركة مراقب حسابات لا تربطه بها علاقة عمل، كما أنه يكون مستقل عن إدارتها الداخلية.
- على مجلس الإدارة ترشيح مراقب الحسابات ممن تتوافر فيهم الكفاءة والسمعة والخبرة الكافيين، وأن تكون خبرته وكفاءته وقدراته متناسبة مع حجم وطبيعة نشاط الشركة.

ب- استقلالية مراقب الحسابات وتعارض المصالح:

- يلزم في جميع الأحوال حضور مراقب الحسابات الجمعية العامة للشركة.
- يجب أن يكون مراقب الحسابات مستقلاً عن الشركة وعن أعضاء مجلس إدارتها وألا يكون مساهماً فيها أو عضواً من ذوى الخبرة في مجلس إدارتها، حيث يتم تعيينه بقرار من الجمعية العامة للشركة مع تحديد أتعابه السنوية.

- يجب على مراقب حسابات الشركة التحقق من التزام الشركة من حيث المضمون لا الشكل بمعايير المحاسبة المصرية عند إعداد القوائم المالية، وكذلك عليّة الالتزام بمعايير المراجعة الدولية عند قيامه بالمراجعة أو الفحص للقوائم المالية وكذلك عند إعداد تقريره.

- لا يجوز التعاقد مع مراقب حسابات الشركة لأداء أية أعمال إضافية للشركة إلا بعد موافقة لجنة المراجعة على ألا يكون هذا العمل الإضافي من الأعمال التي تخضع لمراجعة أو تقييم أو إبداء رأي ذات مراقب الحسابات عند مراجعته لحسابات الشركة وقوائمها المالية، كما يجب أن تتناسب أتعاب أداء الأعمال الإضافية مع طبيعة العمل المطلوب، وألا تصل قيمتها إلى أتعاب أعمال المراجعة، الأمر الذي يهدد استقلاله في أداء عمله، وفي جميع الأحوال يجب أن تعرض تلك المهام في أول اجتماع تال للجمعية العامة للشركة.

ج- التزامات مراقب الحسابات المرتبطة بالحوكمة:

- على مراقب حسابات الشركة إخطار الهيئة العامة لسوق المال مباشرة بتقريره عن مراجعة القوائم المالية وذلك قبل تاريخ انعقاد الجمعية العمومية.
- على مراقب حسابات الشركة إعداد تقريراً عن مراجعته لمدى التزام الشركة بتطبيق قواعد الحوكمة الصادرة عن الهيئة العامة لسوق المال والواردة بقواعد القيد، كما يتوجب عليه إخطار الهيئة بصورة من تقريره الخاص بالحوكمة قبل تاريخ انعقاد الجمعية العمومية.

إن الشيء الملاحظ على دليل حوكمة الشركات المدرجة بالبورصة في مصر هو تركيزه بصفة كبيرة على عملية المراجعة (التدقيق)، وهذا من خلال الاسهاب في وضع النصوص التنظيمية الخاصة بأعمال المراجع

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الداخلي والخارجي وكذا المهام الموكلة للجنة المراجعة، ومنه الحرص على أن المعلومات المالية المنشورة من طرف الشركات المدرجة بالبورصة أكثر دقة ومصداقية.

ثالثاً: الكود الموحد لحوكمة الشركات بالإنجلترا:¹

لقد أصدر مجلس اعداد التقارير المالية الكود الموحد لحوكمة الشركات بالإنجلترا في جوان 2003، وبدأ تطبيقه على الشركات في بداية نوفمبر 2003، حيث أصبح من متطلبات القيد في بورصة لندن للأوراق المالية وقد تضمن هذا الكود القواعد التالية:

1- أعضاء مجلس الإدارة:

أ- مجلس الإدارة: كل شركة يجب أن تدار عن طريق مجلس إدارة فعال، ويكون مسؤولاً بصفة جماعية عن نجاح الشركة.

ب- رئيس مجلس الإدارة: يجب أن يكون هناك فصل واضح بين مسؤولية إدارة مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية لأعمال الشركة، وألا ينفرد أحد بسلطة اتخاذ القرار.

ج- التوازن في عضوية المجلس واستقلال الأعضاء: يجب أن يكون توازن في عضوية مجلس الإدارة بين الأعضاء التنفيذيين والأعضاء غير التنفيذيين المستقلين، بحيث لا يسيطر أي طرف على عملية اتخاذ القرارات.

د- تعيين الأعضاء بمجلس الإدارة: يجب أن تكون عملية تعيين عضو جديد بمجلس الإدارة قائمة على وجود معايير موضوعية شديدة الدقة، وأن تأخذ عملية التعيين الوقت الكافي بحيث يتأكد المجلس من توافر الخبرات والمهارات في العضو المراد تعيينه.

هـ- توفير المعلومات وتنمية المهارات: على رئيس مجلس الإدارة أن يتأكد من أن أعضاء المجلس يتم إمدادهم بالمعلومات الدقيقة وفي الوقت المناسب، فالإدارة التنفيذية للشركة مسؤولة عن توفير تلك المعلومات وعلى أعضاء المجلس التأكد من دقتها عند الضرورة، ومن جهة أخرى على رئيس مجلس الإدارة أن يتأكد من أن أعضاء المجلس يقومون بتحديث معرفتهم وينمون مهاراتهم، وهم على دراية ببيئة الأعمال التي تعمل بها الشركة والمستجدات التي تطرأ عليها.

و- تقييم الأداء: على مجلس الإدارة أن يقوم بإجراء تقييم سنوي لأدائه بحيث يشمل التقييم جميع اللجان التابعة للمجلس، مع تقييم أداء كل عضو على حدى، بهدف التعرف على نقاط القوة والضعف في أداء العضو، وهنا يأتي دور رئيس مجلس الإدارة في معالجة نقاط الضعف والتركيز على نقاط القوة بالشكل الذي يؤدي إلى الارتقاء بمستوى أداء المجلس.

¹ محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 59 - 74.

2- المكافآت:

أ- مستوى المكافآت: يجب أن تكون المكافآت مناسبة لجذب وتحفيز عضو المجلس على بذل العناية المناسبة لإدارة الشركة بنجاح، وعلى الشركة التأكد من أنها لا تقوم بدفع مكافآت مبالغ فيها لتحقيق هذا الهدف وأن يتم تنظيم المكافآت التي يحصل عليها الأعضاء التنفيذيون بالشكل الذي يتم فيه ربط العائد بالأداء الجماعي والفردى.

ب- الاجراءات: يجب أن تتسم الاجراءات الخاصة بتطوير سياسة المكافآت المطبقة بالشفافية، وأن يتم ذلك بشكل رسمي، وهذا بهدف ثبات مستوى المكافآت التي يحصل عليها عضو مجلس الادارة من فترة إلى أخرى، مع الحرص على عدم قيام العضو نفسه بتحديد المكافآت الخاصة به.

3- المحاسبة والمراجعة:

أ- الرقابة الداخلية:

يجب على مجلس الادارة أن يراجع فعالية عناصر نظام الرقابة الداخلية على الأقل كل عام بحيث تغطي عملية المراجعة الأنظمة الخاصة بالرقابة المالية، رقابة العمليات، أنظمة إدارة المخاطر، وأن يعلم المساهمين بقيامه بتلك المسؤولية.

ب- لجنة المراجعة والمراجعين الخارجيين:

يجب أن يقوم مجلس الادارة بانشاء لجنة للمراجعة مكونة من ثلاث أعضاء من أعضائه غير التنفيذيين المستقلين، وتحدد مسؤولياتها في عقد انشائها بحيث تتضمن مايلي:

- التأكد من سلامة ودقة القوائم المالية والتقارير الرسمية المتعلقة بالأداء المالي للشركة.

- مراجعة أنظمة الرقابة الداخلية للشركة، والأنظمة الخاصة بإدارة المخاطر .

- مراجعة فعالية وظيفة المراجعة الداخلية بالشركة.

- إعداد توصيات لمجلس الادارة لكي يقوم بعرضها على حملة الأسهم في الجمعية العمومية، والخاصة بتعيين المراجع الخارجى، أو إعادة تعيينه أو تغييره والمكافآت التي يحصل عليها وشروط التعاقد معه.

4- العلاقة مع حملة الأسهم:

يجب أن يكون هناك تبادل في الآراء مع حملة الأسهم قائم على الفهم المشترك لأهداف الشركة بحيث:

- على مجلس الادارة أن يتأكد من أن وجهة نظر حملة الأسهم تم توصيلها إلى جميع أعضاء المجلس، ويجب أن يقوم بمناقشة حملة الأسهم الرئيسيين في استراتيجية الشركة من خلال عقد اجتماعات مستمرة بين أعضاء مجلس الادارة غير التنفيذيين المستقلين وحملة الأسهم الرئيسيين لسماع وجهة نظرهم.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- على مجلس الإدارة أن يوضح في التقرير السنوي الخطوات التي تم اتخاذها للتأكد من أن جميع أعضاء المجلس يتفهمون وجهة نظر حملة الأسهم الرئيسيين.

إن إصدار المواثيق الخاصة بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة كان بهدف الاستفادة من نظام الحوكمة في تحسين أداء الشركات وجعل تعاملاتها أكثر نزاهة وشفافية، قصد تحقيق الاستقرار في أسواق الأوراق المالية والحد من اضطرابتها، والتي كان يسببها الأداء السيئ للشركات والمعلومات غير المتماثلة والمضللة، فالالتزام بمبادئ حوكمة الشركات يضمن حقوق جميع الأطراف المتصلة بالشركة بما في ذلك حقهم في الحصول على المعلومات الموثوقة وفي الوقت المناسب الأمر الذي ينعكس في رفع أداء وكفاءة هذه الأسواق، ومن هنا كان لا بد على السلطات الوصية في الجزائر أن تبذل جهود حثيثة في سبيل تعميم تطبيق نظام الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خاصة المدرجة بالبورصة، لتنشيط سوق الأوراق المالية من جهة، ورفع كفاءته من جهة أخرى، وعليه سوف نتطرق في المبحث الموالي إلى نشأة هذا السوق بالجزائر، ثم نبحث أن كيفية الارتقاء بكفاءته من خلال دعم واساء نظام حوكمة الشركات في المبحث الذي بعده.

المبحث الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر.

لقد جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع موجة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ عام 1988، والتي كانت تهدف إلى الانتقال من الاقتصاد المخطط مركزيا إلى إقتصاد السوق، حيث أن القانون "88-01" أقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في تسييرها، فأصبحت هذه المؤسسات تتمتع بالاستقلالية، وذلك على شكل شركات ذات أسهم أو شركات ذات مسؤولية محدودة، تملك الدولة أو الجماعات المحلية جميع الأسهم أو جميع الحصص لكن لا تسييرها، هذه الأسهم غير قابلة للتنازل إلا بين صناديق المساهمة والمؤسسات الاقتصادية العمومية .

المطلب الأول: تأسيس بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها.

أولاً: مراحل تأسيس بورصة الجزائر: إن مراحل التأسيس هذه يمكن تقسيمها إلى مرحلتين:

1- مرحلة التأسيس:

لقد تضمنت هذه المرحلة اصدار مجموعة من القوانين ابتداء من سنة 1990 والتي كانت ترمي إلى الانشاء الفعلي لبورصة الجزائر من بينها:

- لقد تم إصدار المرسوم رقم 101/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي نص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

- إصدار المرسوم رقم 102/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم باصدارها الشركات الاقتصادية العمومية وكذلك شروط مفاوضاتها.

- صدور قانون النقد والقرض رقم 10/90 بتاريخ 14 أبريل 1990 الذي سمح للمؤسسات بتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض المصرفية.

هذه القوانين كانت كخطوة أولية نحو تأسيس "شركة الأوراق المتداولة" Société des valeurs

"mobilières" في 09 ديسمبر 1990، والتي أخذت شكل شركة ذات أسهم مساهيموها هم

صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدر بـ 320 000 دج موزع بحصص متساوية بين هذه الصناديق

ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل صندوق معين،¹ ولاستكمال عملية التأسيس

تم إصدار ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 هي:²

¹ شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر - أطلس للنشر، 1993، ص 79 - 80.

² Mansour mansouri- la bourse des valeurs mobiliers d'Alger- edition dar houma, alger, 2002, p8.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- المرسوم التنفيذي رقم 169/91 ويخص تنظيم المعاملات على القيم المتداولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 170/91 الذي حدد أنواع القيم المنقولة وكذلك شروط إصدارها من طرف المؤسسات.
- المرسوم التنفيذي رقم 191/91 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي أوكلت لها مهام تنظيم، تطوير، والرقابة على سوق الأوراق المالية.
وبالرغم من إصدار هذه القوانين إلا أن البورصة لم تتمكن من الانطلاق بصفة عملية حيث إعترضتها مجموعة من المشاكل التنظيمية، وكذا النقائص المحيطة بمهامها والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تؤديه، وضعف رأس مالها الاجتماعي، إضافة إلى الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي التي كانت تعاني منها الجزائر في تلك الفترة، ولتدارك هذه العقبات تم في فيفري 1992 رفع رأسمال شركة القيم المنقولة إلى 9.320.000 دج، كما غير اسمها ليصبح "بورصة القيم المنقولة" وحدد دورها بدقة بصفتها بورصة للقيم المنقولة، هذا وقد أعيد النظر في قضية تنظيمها العديد من المرات من خلال جملة من المراسيم التشريعية و التنفيذية من بينها:

- صدور المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل للقانون التجاري، حيث منع المرسوم 04/88 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988 تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لذلك جاء القانون 08/93 وأدخل عليه تعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى الملائم لتكوين شركة الأسهم من 3 000 000 دج إلى 5 000 000 دج في حالة إجراء العرض العمومي للادخار، ومليون دينار جزائري 1000 000 دج عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في أسهم التمتع ، شهادات الاستثمار ، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة ، السندات السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب.¹

- المرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 والذي أقر بأن مقر بورصة القيم المتداولة سوف يكون بالجزائر العاصمة، حيث أعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، أما الهيئات العامة لبورصة القيم المنقولة

¹ المرسوم التشريعي رقم 93/08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

فقد حددتها المادة 03 من نفس المرسوم وهي:¹

* لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصية COSOB وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.
* شركة تسيير بورصة القيم SGBV مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة.
- المرسوم التشريعي رقم 176/94 الصادر بتاريخ 13 جويلية 1994 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء وهم البنوك، شركات التأمين وصناديق المساهمة.

وبالرغم من كل هذه القوانين التنظيمية إلا أن البورصة لم تتمكن من الانطلاق حيث إعترضها بعض الصعوبات منها:²

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والذي تميز بمعدل تضخم وأسعار فائدة مرتفعة.
- الاطار القانوني الضيق والتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية.
- الوضعية المالية السيئة للمؤسسات الاقتصادية العمومية، وكذا ضعف أدائها.

2- مرحلة الانطلاق:

مع نهاية سنة 1996 تم إكمال الأطر القانونية والتنظيمية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، ومع بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين) حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات، من بينها ملتقين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالأوراق المالية، هذا وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998 متمثلا في القرض السندي لسوناطراك.³

¹ المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

² ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 301.

³ تكارلي صوفية نبيلة، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، ص 98-99.

ثانياً: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر:

إن الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر مكون من مجموعة من الهيئات تعمل على حسن سيرها، وضمان التزام الشركات بمختلف الأحكام والقوانين التشريعية قصد حماية المتعاملين فيها من جهة والارتقاء بأدائها من جهة أخرى، وتمثل هذه الهيئات في المؤسسات التالية:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:¹

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة وبدأت بممارسة نشاطها في فيفري 1996، وهي هيئة مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والإداري، تسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها، كما تعمل على حماية المستثمرين بتسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني للدخار، وهي تتكون من رئيس دائم يعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة أربع سنوات وست أعضاء يعينون بموجب قرار من وزير المالية وهم:

- قاضي مقترح من طرف وزير العدل .
 - عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
 - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .
 - أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، ويختار لكفاءته في المجال المالي أو البورصة.
 - عضو يختار من بين المسيرين للشركات المصدرة للقيم المنقولة.
 - عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات.
- وتتمثل مهامها فيما يلي:

1- الوظيفة التنظيمية: تسنّ اللجنة الأنظمة المتعلقة بما يلي:

- التزامات مصدري الأوراق المالية بواجب الاعلام.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا القواعد المهنية المطبقة عليهم.
- شروط تداول ومقاصة القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحساب وحفظ السندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم المتصل بالسندات.
- تسيير محافظ القيم المنقولة.

¹ منشورات بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الاستعلام عن تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004

ب- الوظيفة الرقابية: تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد على الخصوص مما يلي:

- احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق.
- امتثال الشركات التي تلجأ علناً إلى الادخار لالتزامات الاعلام التي يخضعون لها.
- السير الحسن للسوق.

ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:

- في المجال التأديبي تختص اللجنة بالنظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
- في مجال التحكيم تختص اللجنة بالنظر في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين التي تحكم عمل سوق البورصة والذي يقع:

* بين الوسطاء في عمليات البورصة.

* بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

* بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.

* بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية (نشر معلومات زائفة مثلاً)

2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV¹:

أنشأت هذه الشركة في 25 ماي 1997 بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية في 21 ماي 1997، وقد كانت تحمل اسم شركة ادارة بورصة القيم قبل صدور القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، وهي شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها من مساهمات الوسطاء في عمليات البورصة، وتتمثل مهامها فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
 - تنظيم حصص التداول، وتسيير نظام التداول والتسعير.
 - تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
 - تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
 - تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها.
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة، مع إصدار نشرة رسمية للتسعيرة.
- تقوم الشركة بهذه المهام تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فهي التي تقوم بتحديد مهامها.

¹ ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 304-306.

3- شركة المؤمن المركزي على السندات:¹

تأسست هذه الشركة بموجب القانون 03/04 الصادر في 19 فيفري 2003، وهي عبارة عن شركة ذات أسهم، حددت المساهمة الدنيا في رأسمالها بمليوني (2) دينار، ورأسمالها لا يفتح إلا للأعوان الآتية:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للأوراق المالية.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون.

وتتمثل الوظيفة الأساسية لهذه الشركة في مسك الحسابات وحفظ السندات، ومن ثم فهي تعمل على إنجاز المهام الآتية:²

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين .
- متابعة حركة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال).
- الترقيم القانوني للسندات .
- نشر المعلومات المتعلقة بتنفيذ الأوامر وحركة الأسعار.
- يفتح و يدير حسابات السندات الجارية من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب.
- يضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية في آن واحد، وبذلك تقيّد السندات لدى المؤمن وتقيّد النقود لدى بنك الجزائر، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سرعة التداول وسيولة السوق.

¹ القانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 19/02/2003 والمتعلق بشركة المؤمن المركزي للسندات.

² منشورات بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الاستعلام عن المؤمن المركزي للسندات، 2004 .

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر.

يعمل على تنشيط سوق البورصة في الجزائر مجموعة من المتدخلين تم تصنيفهم إلى المجموعات التالية:

- المستثمرين.

- مصدرو الأوراق المالية.

- وسطاء عمليات البورصة.

أولاً: المستثمرين:

يوجد بشكل عام نوعان من المستثمرين في القيم المنقولة هم: المستثمرين الصغار تمثلهم العائلات والمؤسسات، والمستثمرين الكبار تمثلهم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، حيث تم تحديد قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسيرها من خلال الأمر 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 أين تم إنشاء هئتين للتوظيف الجماعي هما:¹

1- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير SICAV:

شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هي شركات ذات أسهم تخضع لأحكام القانون التجاري حدد رأسمالها بـ 5 000 000 دج، ويتمثل دورها في تسيير محافظ القيم المنقولة لحساب الغير كما يمكن لها أن تصدر أسهم في كل وقت ويعاد شرائها بناء على طلب أي مكتب أو مساهم بقيمة تصفوية تضاف إليها أو تحضم منها نفقات وعملات حسب الحالة، ولم تعرف بورصة الجزائر سوى شركة واحدة ذات رأس مال متغير أسست بموجب القرار 01/98 الصادر في 31 مارس 1998 سميت شركة الاستثمار المالي "سليم celim"، مؤسسوها هم: الشركة الجزائرية للتأمينات SAA، والبنك الوطني الجزائري BNA، وبنك التنمية المحلية BDL، وقد حدد رأسمالها بـ 120 مليون دينار.

2- صناديق الاستثمار المشترك FCP:

حسب المادة 13 من المرسوم رقم 08/96 الصادر بتاريخ 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي، فإن هذه الصناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية بل هي عبارة عن ملكية مشتركة لقيم متداولة تصدر حصصها ويعاد شرائها بناء على طلب مساهميها، وتعتبر هذه الحصص قيما منقولة يمكن تداولها في البورصة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وقد حدد رأس مال الصندوق بمليون دينار كحد أدنى لا يمكن التنازل عنه، ويؤسس عادة من قبل أشخاص معنويين كالبنوك وشركات التأمين.

¹ الأمر رقم 08/96 الصادر بتاريخ 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ثانياً: مصدرو الأوراق المالية:

مصدرو الأوراق المالية هم الذين يقومون بعرض سندات دين أو أسهم في السوق، قد تكون الدولة أو الجماعات المحلية، أو شركات ذات أسهم، ومنذ الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر لم يدرج سوى عدد محدود من المؤسسات، وهذا في إطار برنامج الخوصصة المعتمد من طرف المجلس الوطني لمساهمة الدولة تتمثل هذه المؤسسات في:¹

1- القرض السندي لسونطراك SONATRACH:

منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 18-11-1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ 5 000 000 دج بسعر فائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات انطلافاً من 4 جانفي 1998، وقد تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيمة اسمية هي: 10000 دج، 50000 دج، 100000 دج انطلقت بتاريخ 18 أكتوبر 1999، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03-01-2003.

2- مجمع رياض سطيف Eriad-Setif:

منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 04/98 بتاريخ 27 جوان 1998 المتعلقة بإدخال الشركة العمومية الإقتصادية Eriad-Setif بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية حيث حددت الجمعية العامة غير العادية للمؤسسة في 29 أفريل 1998 الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأس مالها من 4 000 000 000 دج، إلى 5 000 000 000 دج أي بنسبة 25% وذلك بإصدار 1000 000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج، وقد تم تحديد سعر الإصدار بـ 2300 دج خلال فترة الإكتتاب التي امتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998، وقد بدأت عملية التداول في 13 سبتمبر 1999.

3- مجمع صيدال :

منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 04/98 بتاريخ 24 ديسمبر 1998 المتعلقة بفتح رأس مال المجمع بنسبة 20%، أي ما يعادل 500 000 000 دج موزعة على 2 000 000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80% فيبقى ملكاً للمجمع، وقد قام المجمع بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، حيث تم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800

¹ زيدان محمد ونورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق - مداخلة مقدمة ضمن المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة بسكرة، 21/ 22 نوفمبر 2006، ص 09-10.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

دج خلال فترة إكتتاب إبتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999، وكانت بداية التداول بتاريخ 20 سبتمبر 1999.

4- فندق الأوراسي:

تبعاً لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة والذي أصدر الأمر رقم 22/95 المتعلق بخصوصة المؤسسات العمومية تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20%، أي ما يقدر بحوالي 1.200.000 سهم وذلك انطلاقاً من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999، قدرت القيمة الاسمية للسهم بـ 250 دج، أما سعر الاصدار فقد كان 400 دج، وقد تمت هذه العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي، أما عملية التداول فقد بدأت بتاريخ 14 فيفري 2000.

5- الخطوط الجوية الجزائرية:¹

الخطوط الجوية الجزائرية هي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها بـ 43 مليار دج، تحصلت على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/04 في 27 أكتوبر 2004، وقد أطلقت أول قرض سندي للعموم في 01 ديسمبر 2004 بلغت قيمته 14.184.120.000 دج، تاريخ استحقاقه 01 ديسمبر 2010 بمعدل فائدة متغير كما يلي: 3.75% في السنتين الأوليتين، 4.5% في السنة الثالثة والرابعة، 6% في السنة الخامسة والسادسة، وقد بدأت عملية التداول انطلاقاً من تاريخ 12 فيفري 2007.

6- اتصالات الجزائر:²

اتصالات الجزائر شركة ذات أسهم برؤوس أموال عامة تعمل في سوق الشبكات وخدمات الاتصال الالكتروني، تحصلت على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 05/06 بتاريخ 03 سبتمبر 2006، وفي 17 أكتوبر 2006 أطلقت أول قرض سندي للعموم بقيمة قدرها 21.184.120.000 دج خلال خمسة سنوات، تاريخ استحقاقه في 17/10/2011، وقد كان هذا القرض بنسبة فوائد تدريجية كما يلي: 4% في السنتين الأولتين، 4,5% في السنة الثالثة والرابعة، 7,90% في السنة الخامسة، هذا وقد كان انضمامها إلى بورصة الجزائر بصفة رسمية بتاريخ 22 نوفمبر 2006.

7- سونلغاز:

سونلغاز (الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز) مكلفة بانتاج، نقل وتوزيع الكهرباء والغاز في الجزائر وهي شركة ذات أسهم برأس مال إجتماعي مقدر بـ 150.000.000.000 دج، في سنة 2002 حوّلها المرسوم الرئاسي رقم 02-195 إلى شركة ذات أسهم تملكها الدولة كلياً، حيث أصبحت تسمى مجمع سونلغاز، تحصلت هذه الشركة على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم

¹ Http://www.sgbv.dz, date de consultation: 20/10/2009.

² Http://www.sgbv.dz, date de consultation: 20/10/2009.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

02/05 في 27 أبريل 2005، وقد أطلقت أول قرض سندي للعموم بتاريخ 2005/05/22، ارتفع إلى 15.9 مليار دج لمدة ستة سنوات، تاريخ استحقاقه 2011/05/22 وبمعدل فائدة متغير كما يلي: 3.75 %، 4 %، 4.5 %، 5 %، 5.5 %، و 6.5 %، هذا وقد كان انضمامها إلى البورصة بصفة رسمية بتاريخ 29 ماي 2006، كما أطلقت قرض سندي آخر في جوان 2008 بقيمة 30 مليار دج بفوائد تدريجية تتراوح بين 4.5% في السنة الأولى و 7% في السنة الأخيرة، تاريخ استحقاقه 2014 بقيمة اسمية 5 000 دج للسهم، وقد جرت عليه أول تسعيرة في 2008/07/28.¹

ثالثاً: وسطاء عمليات البورصة:

1- تعريف الوسيط في عمليات البورصة:

عرف المرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر في 23 ماي 1993 في مادته الخامسة والسادسة الوسيط في عمليات البورصة بأنه كل شخص طبيعي أو معنوي (شركة ذات أسهم) يقوم بالمفاوضات على القيم المنقولة في البورصة بشرط إيماده من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وفي هذا الصدد تميز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة:²

أ- الوسطاء ذوي النشاط المحدود: وهم الوسطاء الذين يقتصرون نشاطهم في التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط، ولا يقدمون خدمات أخرى مثل تسير المحافظ المالية أو التوظيف.
ب- الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود: وهم الوسطاء الذين يقومون بمهام متعددة، فزيادة على نشاط التفاوض في القيم المنقولة، يقومون بتسيير المحافظ المالية، إمكانية إقترح الاكتتاب، شراء وبيع القيم المنقولة لحسابهم الخاص.

2- شروط قبول الوسطاء في عمليات البورصة:

لا يمكن لأي وسيط سواء كان شخص طبيعي أو معنوي أن يعمل كوسيط دون أن يحصل على إيماد من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وللحصول على هذا الإيماد يجب أن تتوفر الوسيط على جملة من الشروط تتمثل فيما يلي:³

أ- الشروط الخاصة بالأشخاص الطبيعيين:

- يجب أن يكون جزائري الجنسية ولا يقل عمره عن 25 سنة.
- يجب أن يكون لديه محل واضح وملائم لممارسة النشاط.

¹ Http:www.sgbv.dz, date de consultation: 20/10/2009

² ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 308.

³ لعبادي نسيم، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد -دراسة حالة الجزائر- رسالة مقمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، 2004/2003، ص 124 - 125.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- يجب أن يتمتع بكامل قواه العقلية والتزاهة لضمان حماية المدخرين.
 - أن يكون قد حصل على تكوين عالي في مجال العمل هذا.
 - تقديم ضمانات كافية بمبلغ 500 000 دج، ويمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي تقتضي ضمانا أكبر.
 - ب- الشروط الخاصة بالأشخاص المعنوية:**
 - أن يكون الشكل القانوني الذي يأخذه الشخص المعنوي هو شركة مساهمة.
 - إمتلاك رأسمال يقدر بـ 100 000 000 دج على الأقل، كما يمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة.
 - حيازة محل واضح لممارسة النشاط على أن يكون مقر الشركة بمدينة الجزائر.
- ### 3- مهام الوسطاء في عمليات البورصة:

- حدد القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة مهام الوسطاء في عمليات البورصة فيما يلي:¹
- التفاوض في القيم المنقولة لحساب الغير ولحسابهم الخاص.
 - تسير محافظ الأوراق المالية بموجب عقد مكتوب.
 - تسيير محافظ هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
 - العمل على إنجاز عملية الاكتتاب في مختلف الأوراق المالية المصدرة.
 - القيام بعمليات توظيف القيم المنقولة.
- ### 4- شركات الوساطة في بورصة الجزائر:

- يوجد حاليا ببورصة الجزائر خمسة شركات تحصلت على اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة مهمة الوساطة، يقدر رأسمالها بـ 3 000 000 دج وتضم الشركات التالية:²
- أ- شركة الراشد المالي: تتكون من البنك الخارجي الجزائري BEA، والصندوق الوطني للتعاون CNMA وشركة التأمين.
 - ب- المؤسسة المالية العامة: تتكون من القرض الشعبي الجزائري CPA، الصندوق الوطني لتوفير والاحتياط CNEP، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.
 - ج- المؤسسة المالية للاستشارات والتوظيف: يمثلها كل من البنك الوطني الجزائري BNA، بنك التنمية المحلية BDL، الشركة الجزائرية للتأمين SAA.

¹ القانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 2003/02/19.

² Bulletin de la cosob, Alger, N° 1, 1 trimerster, 1998, p 47.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

د- مؤسسة توظيف القيم المنقولة: تتكون من البنك الجزائري للفلاحة والتنمية الريفية BADR، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR .

ه- يونيون بنك Union Bank: وهو الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص الذي قدر بـ

1 000 000 دج

المطلب الثالث: قيد الأوراق المالية وآليات التعامل في بورصة الجزائر.

هناك أنواع مختلفة من الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقد حددت القوانين المنظمة للعمل في البورصة شروط وإجراءات قيد هذه الأوراق وكذا كيفية التعامل بها.

أولاً: أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر:

لقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 27 أفريل 1993 المعدل والمكمل للمرسوم رقم 75-59 الصادر في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري أنواع القيم المنقولة الممكن تداولها في سوق الأوراق المالية بالجزائر، وهي تتضمن ثلاثة أنواع:¹

1- قيم رأس المال (الأسهم): من بين الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر:

- الأسهم العادية.

- أسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح .

- الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في أسهم.

- أسهم التمتع: وهي حقوق مبلغها الاسمي يُسدّد للمساهم المالك مسبقاً عن طريق الاهتلاك المقطع من الأرباح والاحتياطات، هذا التسديد هو في شكل تسبيق على التصفية اللاحقة للشركة، وتمنح هذه الأسهم لحامليها الحق في التصويت وفي توزيع الأرباح غير أن نصيبها يكون أقل من نصيب الأسهم العادية.

- السهم الخاص: أسس السهم الخاص بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133، وجاء في إطار تنظيم عملية حوصصة المؤسسات العمومية، فالسهم الخاص تحتفظ به الدولة للتدخل في حالات خاصة والاعتراض على:

- التغيير في المقر الاجتماعي أو في نشاطات الشركة المخصصة.

- توقف نشاطات الشركة.

- حل الشركة.

إن اكتساب السهم الخاص يتيح للدولة تعيين عضواً أو عضوين للمشاركة بدون حق تصويت في مجلس إدارة الشركة، ومدته لا تتجاوز خمس سنوات بعد إصداره، بعدها يتحول آلياً إلى سهم عادي.

¹ Les guides cosob, guide des valeurs mobilières, 1997, p15.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

2- القيم المرتبطة بالديون:

يُجيز القانون التجاري الجزائري التعامل بقيم الديون المتمثلة في السندات التالية:

- السندات العادية.

- سندات ذات معدل متغير.

ب- سندات المساهمة: هي عبارة عن سندات قابلة للتداول تصدرها شركات الأسهم، تتكون عوائدها من جزء ثابت وجزء متغير يتحدد حسب نشاط الشركة ونتائجها، وحاملي هذا النوع من السندات يمكنهم الاجتماع مرة في كل سنة للاطلاع على تقرير مسيري الشركة عن السنة المالية، وكل ما يخص تحديد العائد السنوي لهذه السندات.

ج- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هي أدوات دين قابلة للتحويل إلى مساهمات في رأس المال في أي وقت، ويتم هذا التحويل بناءً على طلب حاملي هذه السندات، وفقاً لشروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدارها.

3- أوراق مالية أخرى: من بين الأوراق المالية الأخرى التي جاء القانون التجاري الجزائري:

أ- شهادات الاستثمار: هذا النوع من الأوراق المالية يشبه الأسهم العادية من حيث الحقوق التي يتمتعون بها لكن لا يملكون الحق في التصويت، وتهدف الشركة من وراء إصدار هذا النوع من الشهادات الحصول على مصادر تمويل جديدة ودائمة دون التخلي على السيطرة عن الشركة من طرف المساهمين القدامى الذين يحتفظون بنسب التصويت.

ب- شهادات الحق في التصويت: هذا النوع من الشهادات يمنح حامله حق التصويت، مما يجعلها مكتملة لشهادات الاستثمار حيث أن الجمع بين هاتين الشهادات يشكل سهما عاديا كاملا من حيث الحقوق هذه الشهادات ترفق شهادات الاستثمار وتصدر بنفس العدد إذ يمنح القانون الجزائري حق التنازل عن هذا النوع من الشهادات إلا إذا أرفقت بشهادات الاستثمار.

ج- سندات ذات قسيمة الإكتتاب في أسهم: هذا النوع من السندات يعطي لحامله الحق في الإكتتاب في أسهم صادرة عن الشركة بسعر ومدة محددة في عقد الإصدار، فالشركات التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تستطيع إصدار هذا النوع من السندات.

ثانياً: شروط واجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

إن عملية قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر تخضع لجملة من الشروط التي تحددها قوانين البورصة كما أن هناك مجموعة من الاجراءات العملية الواجب اتخاذها حتى يتم قيد هذه الأوراق بصفة فعلية وهي تشمل ما يلي:

1- شروط قبول قيد الأوراق المالية في البورصة:

تنقسم هذه الشروط إلى شروط تخص الأوراق المالية موضوع القبول، وأخرى تخص المؤسسة طالبة الانضمام إلى البورصة:

أ- شروط تخص القيم موضوع القبول:¹

– الأسهم:

* يجب أن تكون القيم المنقولة صادرة عن شركة ذات أسهم.

* الأسهم المعروضة على الجمهور يجب أن توزع على ما لا يقل عن ثلاثة مئة (300) مساهم في أجل لا يتعدى يوم دخولها للتفاوض في البورصة.

* ضرورة توزيع 20 % على الأقل من رأسمال الشركة.

* يجب أن يكون لدى الشركة المصدرة للأسهم رأس مال لا يقل عن 100 000 000 دج محررة بالكامل عند الاكتتاب.

– السندات:

* يجب أن توزع السندات موضوع طلب القبول على مئة (100) مكتب على الأقل.

* يجب أن تعادل قيمة القرض 100 000 000 دج على الأقل يوم الادخال.

* لا تخضع أوراق القرض الصادرة عن الدولة لشروط الحد الأدنى بالنسبة لقيمة الاصدار أو عدد المكتتبين.

ب- شروط تخص المؤسسة طالبة القبول:²

– يجب أن تكون شركة ذات أسهم.

– يجب أن تقوم بنشر قوائمها المالية المصادق عليها لثلاثة سنوات سابقة للسنة الجارية التي قدمت خلالها طلب القبول.

– أن تكون قد حققت ربحاً خلال نشاط السنة السابقة.

– تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

¹ حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01، 1998، ص 23 – 24.

² Guide de la cosob, guuide de l'introduction, alger, 1997, p 69.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة يُعده خبير مصنف من الخبراء المحاسبين الجزائريين على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.

- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية، ويجب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم محافظ الحسابات في تقريره بشأن المراجعة الداخلية للشركة.

2- إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

للقيام بعملية إدراج القيم المنقولة في بورصة الجزائر يجب المرور بالخطوات الآتية:

أ- اختيار الهيئة الاستشارية:¹

تقوم المؤسسة طالبة الانضمام إلى البورصة باختيار هيئة استشارية لمساعدتها في إنجاز عملية التحضير للدخول تتكون من:

- وسيط في عمليات البورصة ليساعدها في تحضير ملف القبول وتقديم الاستشارات المالية اللازمة.

- بنك الإدخال ويكون من بين البنوك التجارية الجزائرية الوسيطة لدى البورصة.

- محافظ حسابات.

- مكتب خبرة محاسبية يتولى تقييم أصول الشركة.

- وكالة اتصال.

ب- تسليم ملف القبول:

بعد اختيار الهيئة الاستشارية تقوم المؤسسة طالبة الانضمام إلى البورصة بتقديم ملف إلى لجنة تنظيم

ومراقبة عمليات البورصة، يحتوي على ما يلي:²

- طلب قبول مرفق بملف يحتوي على وثائق عامة حول الشركة ورأس مالها، وكذا وثائق إقتصادية، مالية وقانونية.

- مشروع مذكرة إعلامية للتأشير عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

هذا الملف يقوم الوسيط في عمليات البورصة بتقديمه إلى اللجنة في أجل لا يقل عن ستين يوم قبل التاريخ

المحدد للتسعير في البورصة، وهو الأجل الذي يسمح للجنة بدراسته وطلب تعديلات إن اقتضى الأمر

ذلك قبل منح التأشير.

¹ تقنية إلياس، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 2004/2003، ص 67.

² ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 316

ج- استلام تأشيرة القبول:

بعد استيفاء الشركة لكافة الشروط الضرورية لعملية الإدراج تحصل على تأشيرة القبول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بعدها تقوم بامضاء إتفاقية مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تلتزم من خلالها برعاية كافة القواعد والاجراءات الموضوعية من طرف هذه الأخيرة، كما يتم وضع المذكرة الاعلامية المؤشر عليها في متناول المستثمرين بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والوسطاء في عمليات البورصة علماً أن قرار القبول هذا يتم نشره في النشرة الرسمية المصدرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.¹

د- طرق إدراج القيم المنقولة في البورصة:

بعد موافقة اللجنة على طلب قبول القيم في مفاوضات البورصة، تقوم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة باعداد اشعار الإدراج في نظام التسعيرة، وتحديد تاريخ أول حصة لتسعير الورقة المالية بالبورصة كما تقوم بتحديد الطريقة المتبعة في إدراج الورقة المالية مع الشركة المعنية بالاصدار، والوسيط في عمليات البورصة المرافق لها، حيث أن طريقة الإدخال تكون باحدى الطرق الثلاثة المحددة حسب النظام العام الخاص ببورصة الجزائر وهي:²

- عملية العرض العام للبيع بسعر ثابت:

بمقتضى هذا الاجراء يتم وضع عدد معين من الأوراق المالية يوم الإدخال بسعر موحد ومحدد مسبقاً.

- عملية العرض العام للبيع بسعر أدنى:

بموجب هذا الاجراء يتم وضع عدد معين من الأوراق المالية بسعر أدنى يقبل به أصحاب الشركة للتنازل عنها، فتخضع بذلك للمزاد العلني.

- الإجراء العادي:

هو الاجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة مؤزّع بشكل مرضي بين الجمهور بتسجيل القيم مباشرة في جدول التسعيرة لكي تكون محل تفاوض وفق شروط التسعيرة المعمول بها في السوق، وهذا انطلاقاً من سعر إدخال وافقت عليه شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى علم الجمهور بافتتاح العرض العمومي للبيع قصد إدخال الأوراق المالية للبورصة عن طريق إعلان ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعير.

¹ نفس المرجع، ص 316.

² حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01، 1998، ص 28.

ثالثاً: آليات التعامل بالأوراق المالية في بورصة الجزائر:

إن التعامل بالأوراق المالية في بورصة الجزائر يتم عن طريق النظام اليدوي، وهذا نظراً لانخفاض حجم الصفقات، إلا أن هذا النظام في طريق التطور من خلال إدخال نظام التداول الآلي وهذا مع إجراءات التفعيل المتخذة من طرف السلطات الوصية، ويشمل التعامل في البورصة العمليات التالية:

- صدور الأوامر.

- تسعير الأوراق المالية.

- مقاصة العمليات.

1- الأوامر:

بالنسبة لأوامر البورصة، فإن الوسيط في عمليات البورصة يستلم الأمر إما كتابة وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل، أو هاتفياً حيث يتم تحديد ساعة وتاريخ المكاملة حين استلامها من العميل، وأنواع الأوامر المأخوذ بها في بورصة الجزائر هي:

- الأمر بسعر السوق.

- الأمر بالسعر الأحسن.

- الأمر بالسعر المحدد.

وعادة تتضمن الأوامر المعلومات الآتية:

- موضوع العملية شراء أو بيع.

- اسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها.

- عدد الأوراق المالية المراد التفاوض بشأنها.

- مدة صلاحية الأمر للتنفيذ مع الإشارة إلى حدود السعر.¹

2- طريقة التسعير:

إن نظام التسعيرة المطبق في بورصة الجزائر هو التسعيرة الثابتة $au\ fixing$ ، وهو سعر توازني يحدد بمقابلة العرض والطلب على القيم المتداولة، وهذا النمط من التسعيرة يتمثل في تطبيق سعر واحد بالنسبة لكل الصفقات المبرمة على كل ورقة مالية أثناء حصة معينة للتداول في البورصة، وبأتي كنتيجة لمقابلة أوامر

¹ ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 318.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

الشراء والبيع المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، حيث أن ذلك يسمح من مضاعفة حجم الصفقات إلى حده الأقصى.¹

3- مقاصة العمليات:²

بعد الانتهاء من تنفيذ الأوامر والقيام بتسعير الأوراق المالية تأتي مرحلة القيام بمقاصة العمليات، وتهدف المقاصة إلى فك المعاملات التي تمت بعد المفاوضات فيما بين الوسطاء في عمليات البورصة، وفك المعاملات يشمل: التأكيد، المقاصة، التسديد.

- **التأكيد:** ويقصد به التزام الأطراف المعنية بمعاملة معينة بتأكيد ارتباطها الذي أخذته خلال المفاوضات.
- **المقاصة:** ويقصد به تحديد الوضعيات الصافية للوسطاء في عمليات البورصة للقيام بعمليات التسديد وإيصال الحقوق متعددة الأطراف.

- **التخليص:** التخليص هو نقل المبالغ المالية من طرف بنك تسديد يمسك لديه حسابات لجميع الوسطاء فتسليم الأموال والتنازل عن الأوراق المالية يتم في آن واحد، مع العلم أن ملكية الأوراق المالية تنتقل بعد تنفيذ العملية، ويتم هذا تحت مراقبة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن مشتري الورقة المالية لا يحصل عليها إلا بعد أكثر من أسبوع من إجراء عملية الشراء، كما يحصل بائع الورقة على قيمتها أيضا بعد مرور أكثر من أسبوع، وهذا من شأنه أن يخفض معدل دوران الأوراق المالية وبالتالي تخفيض سيولة السوق.

¹ أمغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة - دراسة حالة مؤسسة: الرياض سطيف - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2002/2001 ص 114.

² علي العمودي، سوق الأوراق المتداولة ودورها في تحقيق القيمة الاقتصادية - حالة تطبيقية لحالة سوق الجزائر المالي (بورصة الجزائر) - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2002، ص 187.

المبحث الثالث: حوكمة الشركات ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.

نظراً للدور الذي يؤديه سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني فإن اتخاذ الاجراءات اللازمة للارتقاء بأدائه والرفع من كفاءته أصبح أكثر من ضرورة، حيث أنه هذا السوق ومنذ انشائه لم يستطع أن يؤدي الدور المناط به، وهذا لقلة عدد الشركات المدرجة به وانحصار معاملاته الأمر الذي انعكس في عدم كفاءته. وعليه في هذا المبحث سوف نتطرق إلى قياس كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال بعض المؤشرات، والدور الذي يمكن أن تلعبه حوكمة الشركات في رفع كفاءته مع الاشارة إلى تطور هذا المفهوم (حوكمة الشركات) في الجزائر.

المطلب الأول: بلورة فكرة حوكمة الشركات بالجزائر.

لقد انعقد بالجزائر أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات" في شهر جويلية من سنة 2007، وقد حدد له هدف جوهرى يتمثل في: تعميق الفهم الموحد والدقيق لمصطلح وإشكالية حوكمة الشركات لتجسيد ممارسته في الواقع، والبحث عن سبل لتطوير الأداء ببلورة الوعي بأهميته في تعزيز تنافسية المؤسسات في الجزائر، وخلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري لحوكمة الشركات كأول توصية وخطوة عملية تتخذ، حيث تفاعلت كل من جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة، ومنتدى رؤساء المؤسسات مع الفكرة بترجمتها إلى مشروع ومن ثم ضمان تنفيذه بواسطة إنشاء فريق عمل متجانس شاركت فيه:

- السلطات العمومية ممثلة في وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، والتي تكفلت برعاية الملف، وتكليف أحد إطاراتها السامية للمشاركة الفعلية في فوج العمل المكلف بتحرير ميثاق لحوكمة الشركات في الجزائر وتسخير الدعم المادي له.

- مجموعة من الهيئات والمؤسسات الدولية المقيمة بالجزائر مثل مؤسسة التمويل الدولية وبرنامج ميدا لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا المنتدى الدولي للحكم الراشد للمؤسسة.

وقد تم الانتهاء من إعداد هذا الميثاق في نوفمبر 2008،¹ حيث أعتبر ثمرة لسلسلة الأعمال التي قادها فريق (GOAL08)* بين الفترة الممتدة من نوفمبر 2007 إلى نوفمبر 2008، وفي هذا الاطار فقد شكلت مبادئ حوكمة الشركات المعتمدة من طرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ضمن إصدارها لعام 2004 أهم المراجع التي إستلهم منها فريق العمل، مع أخذه بعين الاعتبار خصوصيات المؤسسة

¹ La rédaction du Code Algérien de Gouvernance d'entreprise Par GOAL 08 , Article Sure le sute internet
Http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php, page consultée le:12/11/2009

* في اشارة إلى فريق العمل للحكم الراشد بالجزائر سنة 2008.

الجزائرية، وقد تضمن هذا الميثاق جزئين هامين وملاحق بحيث يوضح الجزء الأول الدوافع التي أدت إلى أن تصبح حوكمة الشركات ضرورية اليوم في الجزائر، ويتطرق الجزء الثاني إلى المقاييس الأساسية التي تنبني عليها حوكمة الشركات، ويختتم هذا الميثاق بملاحق تجمع أدوات ونصائح عملية يمكن للمؤسسات اللجوء إليها بهدف التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات، وفيما يلي نتطرق إلى المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات التي جاء بها هذا الميثاق:

أولاً: المبادئ الأساسية التي جاء بها ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر:

تهدف مبادئ حوكمة الشركات بالجزائر إلى تحسين احترام قواعد: الإنصاف، الشفافية، المسؤولية والتبعية (كل طرف مسؤول أمام الآخر فيما يمارسه من مسؤوليات)، وتغطي العلاقات التي تربط بين الأطراف الفاعلة الداخلية للمؤسسة من جهة، والأطراف الفاعلة الخارجية من جهة أخرى، هذه العلاقات محددة ومضبوطة إلى حد كبير بقانون الأعمال والقوانين الأساسية للمؤسسة، والعقود والاتفاقات المحررة من طرف هذه الأخيرة مع الغير، وتمثل القيمة المضافة التي تجلبها مبادئ حوكمة الشركات في توضيح كيفية التصرف بصرامة وإنصاف وفعالية في مختلف مراحل العملية الإدارية، وتشمل ما يلي:¹

1- الأطراف الفاعلين الداخليين وعلاقتهم المتبادلة:

تتكون الأطراف الداخلية من المساهمين ممثلين بالجمعية العامة، مجلس إدارة الشركة، والمديرية أو الإدارة التنفيذية .

1- الجمعية العامة للمساهمين:

*الحقوق الأولية للمساهمين وحوكمة الشركات:

يتمتع المساهمين بحقوق محددة وفقاً للقانون وبالوثائق التعاقدية، ومن خلال تنفيذ قواعد حوكمة الشركات يتم إستهداف التقيد والتمسك بالحقوق، والسماح للمساهمين بالحصول على حقوقهم بطريقة أكثر نزاهة وشفافية وثقة، وفي هذا الإطار قر مبادئ حوكمة الشركات بمايلي:

- تقاسم الأرباح ينبغي أن يكون نزيهاً وشفافاً.
- أساليب تسجيل السندات ينبغي أن تكون بصفة نزيهة وفعلية.
- يجب أن لا تتم إجراءات التنازل ونقل السندات بشكل غير عقلائي مما يؤثر على التفاوض بشأنها.

¹ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2009، ص 26-

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

*المهام الأساسية للجمعية العامة في إطار حوكمة الشركات:

حتى يتمكن المساهمون من التمتع بحقوقهم فعلياً يقع على الجمعية العامة واجب اعتماد مبادئ التنظيم والتسيير التي تسمح للمساهمين من ممارسة صلاحياتهم كاملة، بحيث ينبغي أن تسمح الأحكام والإجراءات المتخذة في هذا الشأن لجميع المساهمين بالمشاركة الفعلية في نقاشات ومداولات الجمعية العامة، وتحقيقاً لهذه الغاية، يجب على الجمعية العامة أن تعمل على:

- تلقي جميع المساهمين كل المعلومات المتعلقة بإعقاد الجمعية العامة وفي الوقت المناسب: التواريخ الأماكن، جداول الأعمال، والوثائق الكاملة والملائمة التي تسمح بتوضيح مشاريع القرارات التي ستتخذ.
- أن يكون بإمكان المساهمين أن يدلوا بأرائهم فيما يخص نقاط جدول الأعمال والتعبير عن أصواتهم في المسائل المتعلقة بالانتخاب، وعند الحاجة تقدم ترشيحهم للإنتخاب .
- إتاحة الفرصة للمساهمين وفي حدود الامكان لطرح أسئلة على مجلس الادارة بما في ذلك المسائل الخاصة بالمراجعة السنوية للحسابات المعدة من طرف المدققين الخارجيين (مراقبي الحسابات)، وكذا إقتراح تسجيل نقاط في جدول أعمال الجمعيات العامة.

*توزيع الأرباح:

تتم عملية توزيع الأرباح من طرف المساهمين في جلسة الجمعية العامة المخصصة للتوزيع السنوي لنتائج السنة المالية، ومن الموصى به في هذا الشأن أن تقييم نتائج السنة المالية وتوزيع الأرباح يتم من الجمعية العامة تبعاً لاقتراح مجلس الإدارة، وتتوقف إقامة سياسة متناسقة لتوزيع الأرباح مع استراتيجية المؤسسة على توفر شرطين:

- تقديم حصة أرباح كافية للمساهمين مقابل استثماراتهم في المؤسسة.
 - الحفاظ على مستوى ملائم من الاستثمارات من أجل تحقيق نتائج ايجابية في المستقبل.
- ب- مجلس الإدارة: يتكون مجلس الإدارة من إداريين يعينون من طرف الجمعية العامة، حيث أنه يقوم بمهمة القيادة الادارية ومراقبة الشركة:

* مهام مجلس الإدارة في قيادة الادارة:

إن المهام التي يتكفل بها مجلس الإدارة محددة بواسطة القانون الأساسي للمؤسسة، حيث تتمم بواسطة اللوائح التي تتخذها الجمعية العامة، وتتمثل في ضمان توجيه استراتيجية المؤسسة وتنظيمها وكذا مراقبة مدى تنفيذ أنشطتها، وبالرغم من هذين الشقين (القانوني والتنظيمي)، فعلى مجلس الإدارة أن يراعي إدماج مبادئ حوكمة الشركات كما يلي:

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- وضع استراتيجية المؤسسة وتفصيلاتها بشكل متناسق مع مصالح الشركة .
 - تحديد معايير انتقاء أعضاء الفريق التنفيذي وتنصيبهم وفق نظم تقييم شفافة ، مع وضع خطط لاستخلافهم.
 - يجب أن يتم تحديد رواتب الفريق التنفيذي وأعضاء مجلس الادارة بطريقة تراعى فيها مصالح المؤسسة على المدى الطويل.
 - السهر على وضع إجراءات مكتوبة وشفافة عند تعيين وتحديد انتخاب أعضاء مجلس الادارة.
 - ضمان الاستقرار والسير الحسن للمؤسسة وفقاً للقانون، من خلال السهر على إدخال ميكانزمات الوقاية من الأخطار الناتجة عن تضارب المصالح، والتي قد تنشأ فيما بين الفريق التنفيذي ومجلس الادارة والمساهمين.
- *الرقابة:**

- فيما يتعلق بمهام الرقابة الموكلة لمجلس الإدارة، فإنه يقع عليه واجب التأكد من أن المؤسسة تحوز على الأجهزة المناسبة والقادرة على القيام بهذه المهمة على أكمل وجه، وفي مجال دعم حوكمة الشركات لنظام الرقابة بالمؤسسة فإنها تقوم بما يلي:
- في مجال مراقبة مدى تنفيذ البرامج والميزانيات يجب التأكد من سلامة نظم المعلومات، وبالأخص نظام المحاسبة.
 - وضع نظام مراقبة خاص بالمؤسسة بواسطة اللجوء إلى التدقيق الخارجي.
 - التأكد من الاستقلالية التامة وعدم التحيز في مراجعة الحسابات من طرف محافظ الحسابات.
 - عند الاشراف على الفريق التنفيذي، يجب وضع نظام تقرير وتقييم فعال وشفاف لأدائهم مع السهر على التحديد الدقيق للمسؤوليات .
 - وضع اجراءات لتنظيم عمل مجلس الادارة تميزه الكفاءة والشفافية، مع تحديد مسؤولياتهم بدقة.
 - مراقبة الممارسات الفعلية للمؤسسة فيما يتعلق بالتسيير الراشد واجراء التغييرات اللازمة .
 - متابعة مراحل نشر المعلومات من طرف المؤسسة في اتجاه الأطراف المرتبطة بها، مع التأكد من كفاءة الأجهزة والإجراءات المتعلقة بايصال بالمعلومة.
- * مبادئ عمل مجلس الإدارة:** حتى يتمكن مجلس الادارة من القيام بعمله على أكمل وجه، يجب أن تتوفر فيه على الأقل ثلاثة شروط هي:
- على أعضاء مجلس الادارة القيام بالمهام الموكلة لهم وبتفاني .
 - أن يكون بوسعهم الوصول إلى المعلومات الدقيقة وفي الوقت المناسب.
 - ينبغي أن يتمتعوا بمهارات تكفل لهم ممارسة مسؤولياتهم .

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

* تشكيلة مجلس الإدارة:

يجب أن تحتوي تشكيلة مجلس الإدارة على التوازن من حيث الخبرة والمهارات، حيث يمكن أن يضم أعضاء خارجيين، والأعضاء الخارجيين هم أعضاء لا ينتمون للفريق التنفيذي ولا للملاك، فوجود هذه الفئة (إداريين خارجيين) ضمن أعضاء مجلس الإدارة يساعد على ما يلي:

- إعطاء رأي موضوعي بخصوص أداء المؤسسة.
- تقديم آراء ونصائح غير متحيزة بشأن المسائل التي يقع فيها التداخل بين المصالح الخاصة والمصالح العامة.
- تقييد الفريق التنفيذي بمزيد من الانضباط والمسؤولية فيما يتعلق بجلب وتحويل المعلومة .
- تفضيل التسيير الواضح والمسؤول في حالة النزاعات والأزمات، وذلك بإتخاذ قرارات صائبة.

* أجر أعضاء مجلس الإدارة:

يتم تحديد أجر أعضاء مجلس الإدارة من طرف الجمعية العامة، والذي يجب أن يكون مرتفع بما فيه الكفاية لتحفيزهم على رفع أدائهم، وبصفة عامة فإن كل أعضاء مجلس الإدارة يجب أن يتقاضوا نفس الأجر عدا ما قد يتقاضونه بصفتهم مساهمين، أو بحكم منصبهم ضمن الفريق التنفيذي، والذي تؤخذ بعين الاعتبار في حسابه سياسة عوائد الأسهم بالنسبة لأرباح الأسهم، والعلاوات المرتبطة بالأداء بالنسبة لأجور الإطارات المسيرة، هذا ويجب أن تحدد المنح والتعويضات المستحقة بمناسبة قيام أعضاء مجلس الإدارة بتأدية مهامهم بوضوح ودقة وأن لا تصرف بطريقة موهبة .

ج- المديرية:

* دورها ومهامها:

تُختار المديرية وتنصب من طرف مجلس الإدارة وتضطلع بمهامها تحت إشرافه، فالأهداف المقررة من طرف المديرية يجب أن تكون متناسقة مع مصالح المؤسسة والأهداف المرجو تحقيقها، والموارد الواجب توفيرها، حيث تقع على مجلس الإدارة مهمة السهر على تناسق كل هذه الأبعاد، وتمثل المهام الأساسية للمديرية في ما يلي:

- إعداد واقتراح استراتيجية المؤسسة وعرضها على مجلس الإدارة.
- تنفيذ هذه الاستراتيجية بعد اعتمادها في شكل مخططات سنوية، وميزانيات معتمدة.
- ضمان الاشراف والمراقبة على تسيير المؤسسة.
- تقديم تقرير لمجلس الإدارة بالنتائج المحققة مقارنة مع الأهداف المحددة ضمن الاستراتيجية المعتمدة.
- تزويد مجلس الإدارة بالمعلومة التي تمكنه من قيادة ومراقبة نشاطات المؤسسة.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

* تشكيلة وأجر وتقييم المديرية:

تشكل المديرية من المساهمين و مسيرين خارجيين، والمسير الخارجي هو كل عضو من المديرية الذي ليس بمساهم، يوظف أساساً لكفاءته في ميدان التسيير ودرأيته العملية، ونظراً لأهمية الأجر في رفع أداء الإداريين فإنه يوصى بالموازنة بين مصالح المديرية ومصالح المؤسسة عند تحديد الأجر، إذ يتم اعتماد معايير للتقييم قائمة على شروط متفق عليها، حيث يتم التفاوض على أجور أعضاء المديرية والتعاقد عليها مع مجلس الإدارة، وعند اللزوم يتم الاعتماد على اقتراح أعدته لجنة الأجر المنشأة لهذا الغرض.

2- علاقات المؤسسة مع الأطراف الفاعلة الخارجية:

إن المؤسسة هي دائماً على اتصال مع مجموعة من الأطراف الخارجية، وعليه فإن هناك العديد من التوصيات الواجب عليها تنفيذها حتى تتمكن من تحسين علاقاتها مع هذه الأطراف وتوسع جاذبيتها إبتجاههم، وتتكون الأطراف الخارجية عموماً من: السلطات العمومية، البنوك والهيئات المالية الأخرى الموردّين، الزبائن، العمّال، والمنافسين.

أ- السلطات العمومية كشريك:

حتى تحسن المؤسسة من علاقتها مع الإدارات العمومية الممثلة للدولة يقتضي عليها احترام القانون خاصة في ثلاث مجالات هي: قانون العمل، قانون الضرائب وقانون حماية البيئة، إذ يجب عليها الانتباه لتطورات هذه النصوص القانونية وتنفيذ ما جاء فيها، والدولة من جهتها يجب عليها أن تساهم في التطبيق الفعلي للقوانين عن طريق فرض عقوبات على المؤسسات المخالفة للقانون وبالتالي المساهمة في حوكمة هذه المؤسسات.

ب- البنوك والهيئات المالية الأخرى:

يجب أن تعمل الشركة على تأسيس علاقة دائمة مبنية على الثقة مع الهيئات المالية، وهذا من خلال الإفصاح عن معلومات كاملة وصحيحة عن الوضعية المالية السابقة والحالية، ويعتبر هذا من الدوافع التي تجعل المؤسسة تحرص على أن يكون لديها محاسبة دقيقة ومخطط أعمال واضح، ومن ناحية أخرى فإنه لتأسيس علاقة قائمة على الثقة مع المقرضين يجب المحافظة على عدم الخلط بين الأموال الخاصة للمؤسسة والأموال الخاصة التابعة للمساهمين خاصة بالنسبة للشركات الصغيرة العائلية.

ج- الموردّين :

يلعب الموردّين دوراً مهماً في رفع أداء الشركة وذلك من خلال الآجال التي يمنحونها للمؤسسة لدفع مستحقّاتهم، وعليه فإن الاختيار الدقيق للموردّين والعمل على ترقية العلاقة معهم يعتبر حجر الأساس الذي يضمن السير الحسن للمؤسسة.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

د- الزبائن:

في مناخ إقتصادي تطبعه المنافسة الحادة فان مهمة إرضاء الزبائن يجب أن تكون في قلب مهام المؤسسة إذ يجب عليها أن تطور وتنمي علاقات صادقة وأخلاقية معهم، وذلك في إطار إحترام مبدأ الربح للجميع واحترام القوانين واللوائح حيز التنفيذ.

هـ- العمال:

باعتبار أن العمال هم من يقع عليهم الاعتماد الكبير في تحقيق أهداف المؤسسة فانه يجب عليها كسب رضاهم وهذا بتحفيزهم من خلال وضع نظام أجور يعتمد على الاستحقاق والكفاءة، وكذا معاملتهم بعدالة والإصغاء لانشغالاتهم، وعموماً يجب على المؤسسة أن تسهر على تكوين رأسمائها البشري وأن تؤدي التزاماتها الاجتماعية تجاهه.

و- المنافسين:

لا تقتصر المنافسة على التخاصم على حصص في السوق وعدد من الزبائن، بل أن العلاقة مع المنافسين مقيدة بإحتمالات وواجبات التعاون بوصفهم مهنيين وأشقاء في المهنة، لذلك فهم مدعوون للتشاور حول الاهتمامات القطاعية الموحدة مثل: المنافسة غير الشرعية، والمسائل المتعلقة بأخلاقيات المهنة والمشاركة في الحوارات الاجتماعية داخل فرع النشاط .

3- التوعية ونشر المعلومات:

أ- الالتزامات القانونية والخطوات التطوعية:

ينص القانون على قيام المؤسسة بنشر تقارير مالية سنوية، أما تلك المدرجة في البورصة فهـي مطالبة بنشر حالتها المالية في كل ثلاثي، مع الإفصاح عن كل المعلومات التي تخص نشاطات تؤثر على أداء المؤسسة، وبالإضافة إلى الالتزامات القانونية فإن المؤسسة ملزمة بنشر المعلومات لفائدة الأطراف الفاعلة الخارجية كالمؤسسات المالية، الموردين، الزبائن، العمال في إطار الالتزامات التعاقدية أو بنية إبداء الشفافية الإرادية.

ب- المعلومات المالية:

يجب على المؤسسة أن تنتج وفي الوقت المناسب معلومات مالية كاملة وصحيحة والتي يحتاجها المستثمرين، بحيث يتسنى لهم الاطلاع على كل التغيرات التي قد تؤثر على نشاط المؤسسة، وتبقى محاسبة المؤسسة تشكل أداة مهمة في إنتاج معلومات صادقة، لذلك فان الانتقال من المعايير المحلية للمحاسبة إلى المعايير الدولية، والمعايير الدولية للافصاح المالي يشكل التحدي الجديد الذي ستواجهه

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

مؤسساتنا مما يستلزم اللجوء إلى مساعدة تقنية خارجية لأجل اعتماد المعايير الجديدة لمحاسبة المؤسسات والتي سوف تجعل من المؤسسة أكثر شفافية وجاذبية للمستثمرين.

ثانياً: كيفية الانضمام إلى مدونة قواعد حوكمة الشركات:

تقوم مدونة قواعد حوكمة الشركات في الجزائر أساساً على تحديد وتوضيح العلاقات بين مختلف المشاركين في تحديد اتجاه وأداء الشركات، والعمل على جعل هذه العلاقات أكثر دقة وشفافية وبالتالي حماية حقوق جميع الأطراف المتعاملة مع الشركة قصد ضمان عمل جميع الأطراف على رفع أدائها وبالرغم من صدور هذه القواعد تحت وصاية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن تطبيقها ينبع من الإرادة الطوعية والحرّة للشركات، فذلك يتطلب قناعة عميقة بهذا النهج من التسيير أولاً، بحيث يكون لدى أصحاب الشركة هدف استراتيجي والذي يتمثل في غرس ثقافة الحوكمة بالمؤسسة قصد توطيد العلاقات الداخلية والخارجية والعمل على استدامتها، بعد ذلك تبدأ الشركة في إجراء التقييم الذاتي لطبيعة الإدارة الداخلية فيها وعلى هذا الأساس تكون قادرة على تحديد ترتيبات التسيير الجديدة وتنفيذها وفقاً لخطّة محددة، وفي هذا الإطار يجب أن تعلن الشركة عن عزمها على تبني كل أو جزء من هذه القواعد حيث أن لديها القدرة على إبداء تحفظات جزئية أو اقتراح تعديلات حتى توفق أوضاعها للأخذ بهذا الميثاق في نهاية المطاف.¹

عموماً ما يلاحظ على ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر أنه ميثاق متحفّظ حيث أنه لم يراعي جل المبادئ التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المتعلقة بحوكمة الشركات بشكل مفصل، والتي تعتبر مرجعاً أساسياً في إعداد المواثيق الوطنية لمختلف الدول الأمر الذي انعكس في ضعفه، ويمكن اجمالاً أهم الأسباب الكامنة وراء ضعف هذا الميثاق فيما يلي:

- إن وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيئات الأخرى المشاركة في إعداد هذا الميثاق ليست هي الوحيدة المخولة بإصداره، فكما هو معروف في بعض التجارب الدولية فإن الهيئات المخولة بذلك هي هيئات المحاسبين والمراجعين، وكذا هيئات أسواق الأوراق المالية.

- إن حوكمة الشركات تهتم أساساً بضبط العلاقة بين المسيرين والمساهمين لتجنب مشاكل الوكالة، وهذا الميثاق اهتم بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي شركات صغيرة عائلية لا تطرح فيها مشاكل الوكالة (المسير هو نفسه المالك) كما هو الحال في الشركات الكبرى.

- كان يجدر بالسلطات العمومية التفكير في تطبيق الحوكمة على شركات القطاع العام والشركات الكبيرة المدرجة بالبورصة، ثم التفكير في الشركات الصغيرة.

¹ Pourquoi un Code de Gouvernance d'Entreprise? Article Sure le site internet: <http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php>, page consultée le 08/11/2009.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- إن هذا الميثاق لم يحظى بالقدر الكافي من التوعية والاعلام، فلم يكن هناك إعلام يهتم بصفة فعلية بنشره وينوه بأهمية تطبيقه.

ولكن بما أن الجزائر استطاعت أن تضع خطواتها الأولى لتفعيل دور حوكمة الشركات، فمن الأهمية أن تبذل بعض الجهود لمراجعة هذا الميثاق بتدخل أطراف فاعلة لصياغة ميثاق جديد يساير مواثيق حوكمة الشركات بالعالم، ثم تبحث عن سبيل لتفعيل دور هذا الميثاق في تطوير ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية وفيما يلي سنقوم فيما يلي بقياس كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر، ثم نشير إلى الدور الذي يمكن أن يؤديه تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر في المطلب الذي بعده.

المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.

لقياس درجة كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر سوف نعتد على بعض المؤشرات المستخدمة في قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية بصفة عامة وهي:

- مؤشر حجم السوق.

- مؤشر سيولة السوق .

- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية.

- مؤشر الهيكل التنظيمي.

أولاً: مؤشر حجم السوق:

إن كبر حجم السوق هو مؤشر ايجابي عن زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وارتفاع حجم استثمارات المؤسسات، ويقاس مدى اتساع حجم السوق خلال المؤشرين التاليين :

1- مؤشر رأس المال السوق إلى الناتج المحلي الاجمالي:

إن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمار، حيث أن ارتفاعه يدل على زيادة النشاط بالبورصة وتوسيع القاعدة الاستثمارية لدى المؤسسات، والجدول الموالي يوضح لنا تطور هذا المؤشر ببورصة الجزائر:

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

جدول رقم (3-1): تطور رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي ببورصة الجزائر. الوحدة: مليار دينار

السنة	رأس المال السوقي (مليار دينار)	الناتج المحلي الاجمالي (مليار دينار)	رأس المال السوقي/ الناتج المحلي %
1999	19.175	2338.200	0.6%
2000	21.495	4098.800	0.52%
2001	14.720	4235.600	0.34%
2002	10.99	4455.300	0.25%
2003	11.100	5247.500	0.21%
2004	10.100	6135.900	0.16%
2005	10.400	7544.100	0.13%
2006	6.710	8463.500	0.08%
2007	6.460	9389.600	0.071%
2008	6.500	10993.800	0.06%

المصدر: التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

نلاحظ من خلال الجدول أن رأس المال السوقي في انخفاض مستمر على مر السنوات، حيث بلغت أعلى قيمة له سنة 2000 بقيمة تفوق 21 مليار دينار لكنها تراجعت وبشكل حاد حتى بلغت 6.7 مليار دينار سنة 2006، وهي السنة التي شهدت خروج شركة الرياض سطيف من رسملة البورصة بتاريخ 2006/05/30، هذا وقد توالى انحصار رأس المال السوقي حتى بلغ سنة 2008 أدنى قيمة له وهي 6.5 مليار دينار، ويرجع هذا الانخفاض في رأس المال السوقي إلى قلة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من جهة، وانخفاض عدد الصفقات المبرمة بها، حيث بلغ عدد المعاملات المبرمة سنة 1999 1056 معاملة إلا أنها انحصرت إلى 545 معاملة سنة 2008.

أما بالنسبة لنسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي فقد تدهورت هي الأخرى وبشكل حاد، حيث سجلت سنة 1999 نسبة 0.6%، وقد أخذت في التراجع حتى سجلت أضعف نسبة سنة 2008 بـ 0.06% حيث يرجع ذلك إلى زيادة الناتج المحلي الاجمالي لهذه السنة، وانحصار رأس المال السوقي، فهذه النسب الضعيفة تفسر لنا الدور المحدود الذي تؤديه بورصة الجزائر في تمويل الاستثمارات أي عدم مساهمتها في الناتج المحلي إلا بنسبة ضئيلة.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

2- مؤشر عدد الشركات المدرجة بالبورصة:

إن ارتفاع عدد الشركات المدرجة بالبورصة هو دليل على اتساع حجم السوق، حيث أنها تعمل على زيادة رأس المال السوقي وزيادة عدد المستثمرين والاستثمارات، كما أنه يعكس التخصيص الأمثل للموارد المالية باعتبار أن المؤسسات المدرجة بالبورصة هي المؤسسات الأكثر أداء وكفاءة على مستوى الإقتصاد ولقياس مدى اتساع حجم سوق الأوراق المالية بالجزائر نقوم بمقارنة عدد الشركات المسجلة ببورصة الجزائر مع عدد الشركات المسجلة على مستوى البورصات العربية الأخرى كما هو موضح بالجدول الموالي:

جدول رقم (3-2): عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية 2006-2008.

سوق الأوراق المالية	2006	2007	2008
01 الأسهم السعودي	86	111	126
02 أبو ظبي	60	64	65
03 الكويت	180	196	204
04 دبي	46	55	65
05 الدوحة	36	40	43
06 مصر	603	435	373
07 عمان	227	245	262
08 الدار البيضاء	63	73	77
09 البحرين	50	51	51
10 مسقط	121	125	122
11 بيروت	16	15	13
12 الخرطوم	52	52	52
13 فلسطين	33	35	37
14 تونس	48	51	50
15 الجزائر	04	05	05

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد أعداد متفرقة .

بمقارنة عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر مع عدد الشركات المدرجة في باقي البورصات العربية نلاحظ بأن الجزائر تحتل آخر مرتبة، الأمر الذي يعكس ضعف مؤشر عدد الشركات المدرجة بالبورصة وبالتالي صغر حجم السوق، ولتوسيع حجمه فإن هذا يتطلب من السلطات الوصية أن تتخذ الاجراءات اللازمة لتكثيف وتأهيل العديد من المؤسسات الجزائرية، والتي تتميز بالأداء والتنظيم الإداري الجيد لادراجها بالبورصة من خلال فتح رؤوس أموالها للخوادم، والتخلي عن فكرة التسيير الاشتراكي وتوسيع

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

دائرة الخصوصية، مع إعطاء أهمية خاصة لحقوق جميع الأطراف ذات المصالح في الشركة خصوصاً المساهمين وهذا من خلال التوسع في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

ثانياً: مؤشر سيولة السوق:

تشير سيولة السوق إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة زهيدة، فكلما كانت سيولة السوق مرتفعة فإن ذلك يعتبر كمؤشر ايجابي لأنه يزيد من فرص حصول الشركات على احتياجاتها التمويلية من جهة، كما أنه يسمح للمستثمرين بتغيير محافظ أوراقهم المالية حسب رغباتهم من جهة أخرى ولقياس سيولة سوق الأوراق المالية بالجزائر سوف نعتمد على المؤشرين التاليين:

1- نسبة حجم التداول:

يتم حساب هذه النسبة بقسمة قيمة التداول في البورصة إلى الناتج المحلي، حيث أنها تشير إلى الحجم المتداول من السيولة في البورصة من الناتج المحلي، والجدول الموالي يوضح لنا نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر:

جدول رقم (3-3): تطور حجم التداول إلى الناتج المحلي ببورصة الجزائر.

السنة	قيمة التداول (مليار دينار)	الناتج المحلي الاجمالي (مليار دينار)	قيمة التداول/الناتج المحلي الاجمالي %
1999	0.1080	3238.2	0.003%
2000	0.7200	4098.8	0.017%
2001	0.5332	4235.6	0.012%
2002	0.1120	4455.3	0.002%
2003	0.0172	5247.5	0.00032%
2004	0.0084	6135.9	0.00013%
2005	0.0041	7544.1	0.000054%
2006	0.1493	8463.6	0.0017%
2007	0.9604	9389.6	0.010%
2008	1.2181	10993.8	0.011%

المصدر: - التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي ضعيفة جداً، ويرجع ذلك إلى انخفاض عدد الصفقات المبرمة بالبورصة، حيث سجلت أعلى نسبة عامي 2000 و 2001 بـ 0.017% و 0.012% على التوالي، وهي السنوات الأولى لبداية النشاط في البورصة، وقد سجلت أضعف نسبة سنة 2005 بـ 0.000054%، حيث شهدت هذه السنة انخفاض كبير في حجم المعاملات خاصة على سهم الرياض سطيف والتي كانت تعاني من صعوبات مالية، لكن هذه النسبة بدأت في الانتعاش مع سنة 2006 ويرجع ذلك إلى انتعاش سوق السندات، حيث انتقلت من 0.010% سنة 2007 إلى 0.011% سنة

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

2008، وبالرغم من ذلك فإن ما يمكن قوله عن بورصة الجزائر أنها ذات سيولة ضعيفة، حيث يرجع ذلك إلى انخفاض عدد الصفقات نتيجة لعزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية و التعامل بها.

2- معدل الدوران:

يتم حساب معدل الدوران بقسمة قيمة التداول على رأس المال السوقي، ويقس لنا هذا المعدل الحجم المتداول من رأس المال السوقي، ووصول معدل الدوران إلى قيمة الواحد تدل على أن متوسط تداول السهم في السنة تبلغ مرة واحدة،¹ والجدول الموالي يوضح لنا معدل الدوران في بورصة الجزائر:

جدول رقم (3-4): تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر.

السنة	قيمة التداول (مليار دينار)	رأس المال السوقي (مليار دينار)	قيمة التداول/رأس المال السوقي
1999	0.1080	19.175	0.0056
2000	0.7200	21.495	0.0334
2001	0.5332	14.720	0.0362
2002	0.1120	10.990	0.0101
2003	0.0172	11.100	0.0015
2004	0.0084	10.100	0.0008
2005	0.0041	10.400	0.0003
2006	0.1493	6.710	0.0222
2007	0.9604	6.460	0.1486
2008	1.2181	6.500	0.1874

المصدر: - التقارير السنوية لشركة تسيير بourse القيم المنقولة.

من خلال الجدول نلاحظ أن أضعف معدل دوران قد سجلت سنة 2004 و 2005 على التوالي بـ 0.0003 و 0.0008، حيث أن مجمع صيدال قام بتحميد تداول أسهمه سنة 2004، كما أن التداول على أسهم الرياض سطيف كان شبه منعدم في هاتين السنتين، غير أن هذا المعدل بدأ في التحسن مع سنة 2006 حيث بلغت سنة 2007 0.1486 و 0.1874 سنة 2008، ويرجع ذلك إلى انتعاش سوق السندات ولكن تبقى هذه النسب ضعيفة مقارنة بمعدل الدوران في بورصات العالم، حيث أنها بعيدة حتى عن معدل الدوران في البورصات العربية الأمر الذي يفسر ضعف سيولة سوق الأوراق المالية بالجزائر، فليس هناك ما يحفز على التعامل بالأوراق المالية خاصة مع ضعف نظام الإفصاح، ومحدودية عدد الأوراق المالية المتداولة بالسوق، حيث² أن إقبال المستثمرين على بيع أوراقهم المالية يكون لغرض سداد احتياجاتهم الخاصة وليس بغرض التحول إلى أوراق مالية أخرى .

¹ ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 374.

² محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

رابعاً: مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:

تبعاً للنظام 2000-02 المؤرخ في 20 جانفي 2000 فإن الشركات ذات القيم المسعرة في البورصة يجب عليها أن تنشر كشوفها المالية السنوية والسداسية، وكذا رأي محافظ الحسابات في صحة هذه الكشوف وانتظامها، كما يتعين عليها أن تعلم الجمهور بكل معلومة مهمة أو حدث قد يؤثر في النشاط أو في الوضعية المالية للشركة، وبهذا تعد التقارير التي تصدرها المؤسسات المسعرة بالبورصة المصدر الوحيد للمعلومات المنشورة للجمهور، ولكن ما يلاحظ على هذه التقارير أنها لا تحتوي على المعلومات الكافية والتحليلات المناسبة كما أنها تخص فترات سابقة وليست حديثة، حيث أنها لا تفيد المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية¹، بالإضافة إلى صعوبة الحصول عليها من طرف المستثمرين والذين ليست لهم نفس الحظوظ للحصول على المعلومة، ومن جهة أخرى فإن الشركات المدرجة بالبورصة وعلى قلتها لا تحترم الآجال القانونية لنشر المعلومات مما يفقد تلك المعلومات أهميتها حيث أشار تقرير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الصادر سنة 2008 أن كل من سونغاز، اتصالات الجزائر، والخطوط الجوية الجزائرية سجلت تأخراً في نشر المعلومات القانونية المتعلقة بالسداسي الأول من سنة 2008، كما أن اتصالات الجزائر لم تقم بنشر كشوفها المالية المتعلقة بسنة 2007، الأمر الذي يفسح المجال للأطراف الداخلية لاستغلال هذه المعلومات في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الأطراف الأخرى.

وعليه يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر لا تعكس المعلومات المتاحة عن الشركات المصدرة لها، فهذه الشركات لا تلتزم بنشر معلومات ملائمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وفي الوقت المناسب، كما أن المستثمرين ليست لهم نفس الحظوظ في الحصول على المعلومات الداخلية عن الشركات والمؤثرة على نشاطها، فقصور نظام الإفصاح ببورصة الجزائر انعكس في ضعف حجم التداول وعدم كفاءة تسعير الأوراق المالية المتداولة، حيث يمكن إجمال أهم أسباب قصور نظام الإفصاح ببورصة الجزائر فيما يلي:

- عدم وجود دراسات وتحليلات دقيقة عن تطور اتجاهات أسعار الأوراق المالية .

- عدم وجود رقابة داخلية جادة بالشركات المدرجة بالبورصة، وعدم التزامها بتوفير إفصاح مالي دقيق وقصور مهنة تدقيق الحسابات.²

¹ ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 378.

² محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، 08-09 ماي 2004، ص 612.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

- عدم قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدورها في الزام الشركات على التقيد بالافصاح في الوقت المناسب.

- غياب مصادر المعلومات المتخصصة في مواضيع سوق الأوراق المالية والأحداث المؤثرة فيها مثل:¹

* المجالات المتخصصة والتي توفر معلومات وتحليلات عن تطور أداء الشركات .

* غياب مؤسسات السمسرة التي يمكن أن تساعد المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية عن طريق تزويده بتقارير تخص حالة الاقتصاد وصناعات ومؤسسات محددة.

* عدم توفر خدمات معلومات المستثمر التي يمكن أن تقدمها شركات متخصصة في تقديم المعلومات والنصح للمستثمر.

* عدم توفر المجالات الأكاديمية المتخصصة في مجال النشاط البورصي، والتي يمكن أن تساهم في تقديم التحليلات والنماذج وتضع التوصيات لتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

خامساً: مؤشر الهيكل التنظيمي:

تحتوي بورصة الجزائر على هيكل تنظيمي وقوانين منظمة للنشاط بها على غرار باقي بورصات العالم غير أن تطبيق هذه القوانين لم يحظى بالأهمية اللازمة خاصة من طرف الشركات المدرجة بالبورصة لا سيما ما تعلق منها بالافصاح، وهو ما يعكس إغفال بعض الشركات نشر كشوفها المالية، لذلك لا بد من وجود قوانين صارمة لحماية المستثمرين في الأوراق المالية من خلال التشدد مع الشركات المخالفة للقوانين وإجبارها على احترام وحماية حقوق المساهمين والدائنين التي تقرها مبادئ حوكمة الشركات.

عموماً فإن حل المؤشرات المستخدمة في قياس كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر تشير إلى محدودية نشاطه وضعف كفاءته حيث أن ضآلة المعاملات وقلة عدد الشركات، وكذا ضعف نظام الافصاح كرس عدم كفاءة هذا السوق، لذا لا بد من البحث عن سبل لتفعيل دوره والارتقاء بكفاءته .

¹ ستوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 379.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: سبل تفعيل دور حوكمة الشركات لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر.

نظرا لضعف كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر فمن الجدير بالسلطات الوصية أن تعمل على تطوير ورفع كفاءة هذا السوق نظراً لأهميته الكبيرة في عملية التمويل والتنمية، وفي هذا الإطار يمكن أن نشير إلى الدور الذي يمكن أن يؤديه نظام حوكمة الشركات في ذلك، فهذا الأخير وما يقوم عليه من مبادئ الإدارة الرشيدة والشفافة يجنب الشركات العديد من الصعوبات الناجمة عن النزاعات الداخلية والانحراف في الممارسات والقرارات الإدارية،¹ فهو يقلل من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركات ويعطي فرص كبيرة للوقاية منها كما أنه يوفر لها عوامل النجاح والتقدم، وبالتالي توليد ثقة أكبر لدى المستثمرين في إمكانية الاعتماد على هذه الشركات في حماية حقوقهم وزيادة ثرواتهم، وعليه فانه من الأهمية أن تعمل السلطات الوصية على إعداد ميثاق حوكمة الشركات، والاهتمام به بصفة جدية وجعله إجباري التطبيق من طرف جميع الشركات سواء كانت مدرجة بالبورصة أو غير مدرجة قصد تهيئة الظروف اللازمة لتنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

وفي هذا الإطار يمكن أن نشير إلى أن حوكمة الشركات تعمل على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

بالجزائر من خلال مساهمتها في تفعيل العنصرين التاليين:

- مساهمتها في تطوير نظام الإفصاح.

- مساهمتها في زيادة حجم السوق.

أولاً: دور حوكمة الشركات في تطوير نظام الإفصاح:

تعتبر مصادر المعلومات من الدعائم الأساسية لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ توفر للمستثمرين والمحليين الماليين معلومات عن تطورات الأوضاع المالية للشركات والتي تتخذ على أساسها قرارات الاستثمار، وبالنسبة لبورصة الجزائر فليس هناك إهتمام بنشر بيانات تفصيلية عن أداء الشركات وبصفة مستمرة باستثناء البيانات السداسية أو السنوية، كما أن الشرائح المختلفة للمستثمرين تصلهم المعلومات في فترات متفاوتة، فنجد مثلاً بالنسبة لمجمع رياض سطيف 30.22% من العمال المساهمين تصلهم المعلومات بعد فترة طويلة، بينما تصل إلى 28% بعد فترة قصيرة، وإلى حوالي 21.4% بعد فترة متوسطة، كما أن هناك نسبة معتبرة من الداخليين الذين أكدوا أنهم قريبون من مصادر المعلومات مما يوحي باستغلالهم هذه المعلومات في تحقيق أرباح غير عادية قبل غيرهم من المستثمرين، الأمر الذي يجعل أسعار الأوراق المالية لا تعكس المعلومات المتاحة، وبالتالي ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية.²

¹Pourquoi un Code de Gouvernance d'Entreprise ? Article sur le site internet: <http://www.algeriacorporategovernance.org>, page consultée le 08/11/2009

² محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 95.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

ومن هنا تنبع الحاجة إلى ضرورة تطبيق قواعد حوكمة الشركات من طرف المؤسسات المقيدة بالبورصة قصد ضمان التزامها بتوفير معلومات ملائمة وموثوقة، والتوسع في الإفصاح عن كافة المعلومات التي تخص نشاطاتها وعملية اتخاذ القرار فيها، وكذا المعاملة المتساوية لمختلف فئات المساهمين خاصة من حيث الحصول على نفس المعلومات وفي وقت موحد، وهو ما يلقي بضلاله على تنشيط حركة التداول في السوق وتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، فبورصة الجزائر لا يمكن أن تتطور وترتفع كفاءتها ما لم تنمو في مناخ تسوده الشفافية والتزاهة.

ثانياً: دور حوكمة الشركات في زيادة حجم السوق:

إن بورصة الجزائر برزت إلى الوجود بعدد محدود جداً من الشركات ولا زالت تسير على هذا النحو الأمر الذي انعكس في صغر حجم السوق وضعف كفاءته، وعلى خلاف ذلك نجد في البورصة المصرية مثلاً وصل عدد الأسهم المتداولة بها إلى 120 سهم، وفي بورصة عمان 130 سهم، وإذا ما ألقينا نظرة فاحصة على المؤسسات الاقتصادية التي يمكن أن تشكل إحدى الدعائم الأساسية لرفع حجم السوق وبالتالي زيادة كفاءته نجد أن الجزائر تحتوي على قاعدة هامة من الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين المسيرة لها لتصبح شركات مساهمة يفتح رأسمالها للجمهور.¹

إن التأكيد على شركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فاعلية وكفاءة البورصة يعني فتح رأس المال للخوارج لتكوين رأس مال الشركة من خلال إمتلاكهم لأسهم فيها، بحيث يحق لهم حضور الجمعية العامة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة ومراقبة سلوكيات المديرين، ونجاح هذه العملية يتوقف على مدى جاذبية أسهم هذه الشركات للمستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب، فكلما كانت لدى المستثمرين ثقة أكبر في أن مسيري الشركات يعملون على حماية مصالحهم وتنمية رؤوس أموالهم أقدموا على توظيف أموالهم بهذه الشركات، وعليه لا بد من دفع المستثمرين للثقة في المؤسسات الوطنية، حيث يتطلب ذلك أداء المديرين لعملهم بكفاءة عالية، وحصول المساهمين على حقوق أكبر وحظ أوفر في مراقبة ومحاسبة الإدارة عن مسؤولياتها وهو الأمر الذي يستطيع نظام الحوكمة أن يجسده وبفعالية، لذلك فعلى السلطات الوصية أن تعمل على الارتقاء بالأداء التسييري للمؤسسات الوطنية من خلال تفعيل نظام الحوكمة بها، حيث أن المشكل الجوهرى الذي كرس ضعف هذه المؤسسات هو تفشي الفساد وسوء الإدارة، ومنه فإن التفكير في خصوصتها وإدراجها بالبورصة سوف يزيد من شلل هذه الأخيرة إذا

¹ صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ص 13، مقالة منشورة على الموقع:

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

لم يتم توفيق أوضاعها مع متطلبات ومبادئ الإدارة الرشيدة، فتدعيم بورصة الجزائر بعدد من المؤسسات الناحجة والقادرة على المنافسة، بحيث تتميز بالكفاءة والتنظيم الجيد والصحة المالية المعتبرة، سوف يعمل على التخصيص الكفؤ للموارد من جهة كما أنه يعمل على تنشيط هذه السوق بزيادة عدد الأوراق المالية المتداولة فيها ويوسع من دائرة عملها من جهة أخرى، فكل ذلك سوف يعمل في اتجاه رفع كفاءة سوق الأوراق المالية .

إن الاهتمام بحوكمة الشركات في الجزائر خاصة المدرجة بسوق الأوراق المالية أصبح أمراً ضرورياً حيث يتطلب ذلك من السلطات الوصية أن تقوم بالمبادرات الضرورية في سبيل إرسائها، فالبرغم من الجهود البسيطة التي اتخذتها وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إصدار ميثاق حوكمة الشركات فإنه يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وبالتعاون مع الجمعيات العمومية للمساهمين وكذا هيئات المحاسبين والمراجعين أن تطور هذا الميثاق ليتوافق بشكل أكبر مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وجعله كشرط للقيود واستمرار القيد بالبورصة كما هو الشأن بالنسبة للبورصة المصرية، حيث تستطيع الشركات سواء المدرجة بالبورصة أو غيرها من المؤسسات العمومية الأخرى أن تسترشد بمجدول عمل تأخذ به بالتدرج حتى توفق أوضاعها مع المبادئ الجديدة بشكل كامل حيث يتم تقسيم عملية التطبيق على مراحل إلى أن تتم بشكل كامل كما يلي:¹

- المرحلة الأولى: وهي مرحلة انتقالية تتخذ خلالها الشركة الاجراءات التالية:
- إعداد سياسة مكتوبة خاصة بحوكمة الشركة تتمثل في القواعد الإجرائية، وأسلوب الرقابة والاشراف على تطبيقها.
- تشكيل لجنة مؤقتة منبثقة عن مجلس الإدارة يجوز أن تتضمن خبراء من خارج المجلس، وذلك لتوفير متطلبات تنفيذ نظام الحوكمة.

- المرحلة الثانية: وهي مرحلة التنفيذ وتشمل الاجراءات التالية:
- وضع برنامج سنوي لأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية لتطوير وتحديث معرفتهم بأهمية التقيد بمبادئ الحوكمة لضمان المشاركة الفاعلة في رفع أداء الشركة.
- صدور قرارات الجمعية العمومية للمساهمين باقرار التعديلات الواجبة والتي تشمل:
- * التنفيذ الكامل لمبادئ حوكمة الشركات والقواعد الإجرائية التي وضعتها الشركة .

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع - إدارة الاصدار و الافصاح - برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات، مصر، بدون تاريخ ص 03-05.

الفصل الثالث: دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

* وضع نظام لمراجعة وتقييم القواعد الاجرائية لحوكمة الشركات لتحديد الاحتياجات والتعديلات الواجبة.

المرحلة الثالثة: وهي مرحلة تقييمية تشمل ما يلي:

- تتلزم الشركة باعداد تقرير سنوي عن ممارسات حوكمة الشركات بما شاملا جميع البنود التي جاء بها ميثاق الحوكمة.

- يقوم مجلس الادارة بعرض تقريره للمناقشة مع المساهمين في الجمعية العمومية، موضحا النقاط التي لم يتم تطبيقها قصد تداركها.

ومنه فان إعادة صياغة ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر والزام المؤسسات بتطبيقه من خلال توجيهها بمراحل العمل السابقة، يمكن أن يكون له دور في تنشيط ورفع كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث تصبح المؤسسات أكثر جاذبية للمستثمرين خاصة الأجانب، وهذا باعتبار أن حوكمة الشركات تعمل على خلق الثقة في مؤسسات الأعمال من خلال تطوير نظام الافصاح بها وبناء الشفافية في كل عملياتها، وهذا يستوجب من جهة أخرى إرادة جادة من طرف السلطات العمومية لفتح رأس مال المؤسسات العمومية وتوسيع ملكية الخواص في المؤسسات المدرجة حاليا في البورصة.

خلاصة:

إن خلق الثقة على مستوى أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الرغبة في التداول بالأسهم والسندات وتحريك السيولة لدى المدخرين، وهذا اعتمادا على نوعية المعلومة المالية المقدمة ومدى صدقها ونزاهتها بحيث تتطابق مع حقيقة الشركات المصدرة لها، الأمر الذي يسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، والجدير بالذكر أن خلق الثقة على مستوى هذه الأسواق ينبع من خلق الثقة في الشركات المصدرة للأوراق المالية والتي تتمتع بأعلى درجات الحوكمة.

وفي تناولنا لهذا الفصل والذي يخص العلاقة بين حوكمة الشركات ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

- 1- لحوكمة الشركات دور كبير في اضافة الثقة، المصدقية والتزاهة على المعلومات المالية المنشورة من طرف الشركات المدرجة بالبورصة، أي تحقيق جودة هذه المعلومات.
- 2- إن الرابط الأساسي بين حوكمة الشركات ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية يتمثل فيما توفره مبادئ حوكمة الشركات من حماية لحقوق المساهمين خاصة حقهم في مراقبة إدارة الشركة، وبالتالي الحصول على المعلومات الملائمة والموثوقة وفي الوقت المناسب، مع ضمان إستفادة جميع الأطراف منها بعدالة.
- 3- نظرا للأهمية التي تكتسيها حوكمة الشركات في تطوير ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية، فقد بادرت العديد من الدول إلى اصدار موائيق لحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة وجعلها اجبارية التطبيق.
- 4- يتميز سوق الأوراق المالية بالجزائر بعدم الكفاءة، حيث يعود ذلك إلى الأسباب الآتية:
* ضعف نظام الافصاح نظرا لعدم قيام الشركات بالافصاح عن معلومات كافية، وفي الوقت المناسب وعدم حصول المستثمرين عليها بطريقة عادلة.
* ضآلة ومحدودية عدد الشركات المدرجة بالبورصة الأمر الذي انعكس سلبا على حجم المعاملات، مع غياب ثقافة البورصة.
- 5- إن مستوى الاهتمام بحوكمة الشركات في الجزائر يعتبر ضعيف مقارنة ببعض الدول العربية التي كانت لها مبادرات هامة لتفعيل الاستفادة من المزايا التي تحققها الحوكمة للشركات والاقتصاد بصفة عامة.

الخاتمة العامة

تعد أسواق الأوراق المالية أحد المصادر المهمة والأساسية في توفير التمويل لاقتصاديات الدول، وفي ظل التنافس الدولي على جذب الاستثمارات وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل فقد ساد الاهتمام بتطوير ورفع كفاءة هذه الأسواق نظرا لأهمية عنصر الكفاءة في التخصيص الجيد للموارد المالية من جهة وفي استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين من جهة أخرى، وتتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على مدى التزام الشركات بواجب الإفصاح عن معلومات موثوقة، وحصول المستثمرين عليها بعدالة وفي الوقت المناسب الأمر الذي يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، لذلك فإن الاتجاه العام تحول نحو الاهتمام بحوكمة الشركات خاصة الشركات المدرجة بالبورصة نظرا لأهمية الدور الذي تؤديه في ترشيد إدارة الشركات وتطوير الإفصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين، فتنطبق مبادئ الحوكمة يجعل الشركات أكثر شفافية والتزاما اتجاه المساهمين بحيث يحق لهم مساءلة المديرين عن آرائهم، ومطالبتهم بالإفصاح عن معلومات تعكس الواقع الفعلي للشركات الأمر الذي يجعل المعلومات المتاحة للمستثمرين أكثر جودة وموثوقية بحيث تمكنهم من تقييم الأوراق المالية تقييما حقيقيا، الأمر الذي يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وبهذا فقد عملت العديد من الدول على الاستفادة من مبادئ حوكمة الشركات لتنشيط ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية بها، وهذا من خلال إصدار موثائق خاصة بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة وجعلها كشرط للقيود واستمرار القيد.

وبالنسبة للجزائر فقد عمدت إلى انشاء سوق للأوراق المالية وشرع في النشاط منذ عام 1998، وقد تميز هذا السوق بمحدودية الأداء وعدم الكفاءة حيث يرجع ذلك إلى ضعف نظام الإفصاح، وتدني المعاملات نظرا لقلّة عدد الشركات المدرجة وغياب ثقافة البورصة، أما فيما يخص حوكمة الشركات فهي لا تلقى الاهتمام الكافي في الجزائر كما هو الحال في بقية الدول العربية حيث لا توجد إرادة جادة لتوسيع تطبيق هذا المفهوم، وقد تم الاقتصار على إصدار ميثاق حوكمة الشركات موجه أساسا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المدرجة بالبورصة، غير أنه لا يرقى حتى إلى مستوى الموثائق التي أصدرتها بعض الدول العربية، فهو لم يتطرق إلى جل المبادئ التي جاء بها ميثاق حوكمة الشركات الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والتي تعتبر مرجعا لأغلبية الدول في إعداد موثيقها الوطنية، كما أنه لم يكن اجباري التطبيق وإنما الالتزام به هو نابع من الإرادة الطوعية للشركات الأمر الذي يجعله غير ذي فاعلية.

- نتائج البحث:

انطلاقاً من هذه الدراسة فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

- 1- تعتبر الصراعات التي تنشأ بين الأصيل والوكيل الناتجة عن علاقة الوكالة الدافع الأساسي الذي أدى حتمية ظهور حوكمة الشركات .
- 2- يكون للحوكمة دور في رفع أداء المؤسسات، وحماية حقوق جميع أصحاب المصالح اذا التزم جميع الأعضاء في كل من مجلس الادارة والادارة التنفيذية بأداء المهام الموكلة لهم بكل نزاهة ومصداقية.
- 3- إن تفعيل دور الرقابة والتدقيق الداخليين، والحرص على استقلالية المراجع الخارجي في أداء مهمة التحقق من مصداقية القوائم المالية يعتبر من أهم آليات تدعيم حوكمة الشركات.
- 4- تتطلب كفاءة أسواق الأوراق المالية تماثل المستثمرين في الحصول على المعلومات، وفي تحليلها وتفسيرها حيث يكون لهم نفس التقييم لمخاطر وعوائد الأوراق المالية، وبالتالي لا تتاح الفرصة لأي فئة من المستثمرين لتحقيق مكاسب على حساب فئة أخرى.
- 5- إن كفاءة سوق الأوراق المالية تنطوي على مفهومين للكفاءة هما الكفاءة الكاملة أو التامة، والكفاءة الاقتصادية حيث أن الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه، في حين أن الكفاءة الاقتصادية فهي ممكنة التحقيق.
- 6- تعمل حوكمة الشركات على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تؤديه في رفع أداء المؤسسات وحماية حقوق كل من له مصلحة في الشركة، والزامها على التقيد بالافصاح عن معلومات ملائمة وموثوقة تسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، حيث تزداد الثقة في الشركات ويصبح السوق أكثر جذبا للمستثمرين.
- 7- يعتبر مبدأ الافصاح والشفافية من أكثر مبادئ الحوكمة مساهمة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية حيث أنه يقر بأن تلتزم الشركات بتوفير قنوات لنشر المعلومات، واطاحة الفرصة للجميع للحصول عليها بتكلفة مناسبة وفي الوقت الملائم ، وبطريقة تتسم بالعدالة.
- 8- يتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بعدم الكفاءة ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها:
* ضعف نظام الافصاح والذي يعود إلى تخلي الشركات عن دورها في تزويد المستثمرين بمعلومات كافية وفي الوقت المناسب من جهة، وعدم وجود قنوات واسعة ومختلفة لنشر وتحليل المعلومات تعمل على تقديم النصح للمستثمرين وتزويدهم بالمعلومات المناسبة لاتخاذ القرارات من جهة أخرى.
* محدودية عدد الشركات المدرجة بالبورصة الأمر الذي انعكس سلباً على حجم المعاملات، خاصة في ظل غياب ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري.

* سيطرة السندات في السوق على حساب الأسهم مما يوحي برغبة السلطات في المحافظة على الملكية العامة، وبالتالي عدم فسخ المجال للقطاع الخاص سواء الوطني أو الأجنبي لتمويل ومراقبة المؤسسات العمومية أي الحد من قدرة القطاع الخاص في تنشيط ورفع كفاءة السوق.

9- إن حوكمة الشركات في الجزائر لا تلقى الاهتمام الكافي كما هو الحال في بقية الدول العربية، والتي كانت لها جهود حثيثة لتوسيع ثقافة الحوكمة بيئة الأعمال الداخلية، وقد دفعها ذلك إلى إصدار ميثاق لحوكمة الشركات المدرجة ببورصاتها قصد الاستفادة من مبادئ الحوكمة في تنشيط ورفع أداء وكفاءة هذه البورصات.

10- إن ميثاق حوكمة الشركات الصادر بالجزائر هو ميثاق ضعيف وغير مفصل، وهذا على عكس ميثاق حوكمة الشركات المدرجة بالبورصة التي أصدرتها بعض الدول العربية مثل الأردن، ومصر والتي توافقت المبادئ التي احتوت عليها تلك الميثاق إلى حد بعيد مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

- توصيات البحث:

انطلاقاً من النتائج التي تم التوصل إليها فإن أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة برفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر تتمثل فيما يلي:

- 1- نظراً لمحدودية عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية في الجزائر فلا بد من الاهتمام بتوسيع نطاق الخصوصية، فهناك مؤسسات إقتصادية تتمتع بوضعية مالية مريحة وأداء جيد مثل البنوك، يمكن أن تكون موضوع خصوصية، الأمر الذي يجعلها تساهم في تنشيط هذا السوق.
- 2- توسيع ملكية الخواص في رأس مال الشركات وعدم الاقتصار على نسبة 20% المعمول بها عادة، وهو ما يسمح بأن تكون نسبة كبيرة من رأس مال الشركات موضوع تداول.
- 3- ضرورة الاهتمام بنشر ثقافة الحوكمة وهذا من خلال انشاء معاهد متخصصة في حوكمة الشركات والتي تعمل تحضير خطط لجعل جميع المؤسسات الوطنية تلتزم بمبادئ حوكمة الشركات قصد الارتقاء بأدائها، والقضاء على كافة أشكال الفساد المتفشي بها خاصة المؤسسات الاقتصادية العمومية.
- 4- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة بمراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، حيث تقوم بتقييم التزام الشركات بهذه المبادئ وفرض عقوبات على المؤسسات التي لا تلتزم بذلك.
- 5- تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة، مع الاهتمام بالمعايير الدولية للمراجعة لضمان قيام الشركات بالافصاح عن قوائم مالية تعكس المركز الحقيقي لها.

- 6- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة على مستوى الشركات مثل لجان المراجعة، لجنة الترشيحات والمكافآت، ولجنة إدارة المخاطر، لمساعدة مجلس الإدارة في أداء المهام الموكلة له دون أية ضغوط.
- 7- الاهتمام باعداد لائحة لحوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية تتوافق مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وجعلها اجبارية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في أداء مهمة التحقق من التزام الشركات المدرجة بالبورصة بهذه اللائحة.
- 8- مراجعة شروط الإدراج بالبورصة من خلال تضمين مبادئ الحوكمة ضمن هذه الشروط.
- 9- الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة، واجبار هذه المؤسسات على القيام بنشر قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر على نشاطها بصفة دورية في الصحف والمجلات، مع انشاء مواقع الكترونية لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع .
- 10- الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري بين الجمهور، والتعريف بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال وسائل الإعلام المختلفة لجذب أكبر قدر ممكن من المدخرات.
- 11- القيام بانشاء مؤسسات متخصصة في دراسة تغيرات أسعار الأوراق المالية، والبحث عن سبل لتنشيط ورفع وكفاءة هذا السوق.

- آفاق البحث:

- هناك بعض الجوانب الهامة التي لها صلة بالموضوع والتي نقترحها بأن لن تكون اشكاليات لمواضيع بحث قادمة مثل:
- 1- دور حوكمة الشركات في توفير التمويل المحلي والأجنبي للشركات.
 - 2- تقييم الدور الذي أداه إصدار موثيق خاصة بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة لبعض الدول العربية في رفع أداءها.
 - 3- دور هيئات أو لجان الأوراق المالية في الارتقاء بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة.
 - 4- دراسة مقارنة بين الدول العربية من حيث التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات.
 - 5- تقييم دور حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية في ظل الأزمة المالية الراهنة.

أولاً: باللغة العربية:

- الكتب:

- 1- أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، كتاب منشور على الموقع: www.sall.com.
- 2- أحمد فتحي أبو كريمة، الشفافية والقيادة الإدارية، دار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة - دار المسيرة الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 4- أمين السيد أحمد لطفي ، نظرية المحاسبة القياس والإفصاح والتقرير المالي، الدار الجامعية، الإسكندرية الجزء الثاني، 2007.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 6- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 7- جون ميرفي، الأسواق المالية - التحليل الفني- ترجمة شيماء سليمان، بدون دار النشر والبلد.
- 8- رجب السيد وعبد الفتاح محمد الصحن ومحمود ناجي درويش، أصول المراجعة، الدار الجامعية الإسكندرية، 2000.
- 9- سعيد علي الراشدي، الإدارة بالشفافية، كنوز المعرفة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
- 10- شحاتة السيد شحاتة وعبد الوهاب نصر علي، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية الإسكندرية، 2006./2007.
- 11- شمعون شمعون، البورصة -بورصة الجزائر- أطلس للنشر، 1993.
- 12- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية -الأهداف والسبل - عالم الكتب، مصر الطبعة الأولى، 2003.
- 13- ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق رأس المال و أدائها - الأسهم و السندات - مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003.
- 14- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 15- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر- الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.
- 16- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- 17- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.

- 18- طاهر محمد التهامي وصديقي مسعود، المراجعة وتدقيق الحسابات - الإطار النظري والممارسات التطبيقية- الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- 19- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها- دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
- 20- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 21- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال - البنوك التجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
- 22- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 23- عبد الغفار حنفي، الاستثمارات في الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات- الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 24- عبد الفتاح محمد الصحن وسمير كامل، الرقابة والمراجعة الداخلية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2001.
- 25- عماد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركات المساهمة - دراسة مقارنة- دار الكتب القانونية مصر، 2008.
- 26- غسان فلاح المطارنة، تدقيق الحسابات المعاصر - الناحية النظرية- دار المسيرة، عمان الأردن، 2009.
- 27- فتحي رزق السوافيري وأحمد عبد الملك محمد، دراسات في الرقابة والمراجعة الداخلية، الدار الجامعية 2001، مصر.
- 28- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
- 29- محمد سمير الصبان وعبد الوهاب نصر على، المراجعة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 30- محمد صالح الحناوي وجلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- 31- محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان وجلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، 2002.
- 32- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الإسكندرية 2005.
- 33- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية الطبعة الثالثة، 1996.
- 34- محمد صبري هارون ، أحكام الاسواق المالية - الأسهم ، السندات - دار النفائس الأردن، 1999.

- 35- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة - مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
- 36- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية الاسكندرية، 2006.
- 37- محمود ابراهيم وعبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1995.
- 38- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات أوراق، بورصات، الشروق للنشر والتوزيع، الأردن 2005.
- 39- منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
- 40- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 41- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002 .
- 42- نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مصر، 2007.
- 43- هادي محمد التميمي، مدخل إلى التدقيق من الناحية النظرية والعملية، دار وائل، الأردن، الطبعة الثالثة 2006.
- 44- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2003.
- الأطروحات والرسائل الجامعية:
- 1- أشرف درويش أبو موسرى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة فلسطين، 2008.
- 2- الطاهر حرش، ترويج الأوراق المالية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، تخصص علوم التسيير، فرع تسويق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002.
- 3- أمغار سمير، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة - دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 2002./2001
- 4- تقيّة إلياس، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2004.

- 5- تكارلي صوفية نبيلة، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر.
 - 6- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007/2006.
 - 7- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية- أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004.
 - 8- ستوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
 - 9- علي العمودي، سوق الأوراق المتداولة ودورها في تحقيق القيمة الاقتصادية - حالة تطبيقية لحالة سوق الجزائر المالي (بورصة الجزائر) - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2002.
 - 10- لعبادي نسيم، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد -دراسة حالة الجزائر- رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، 2004/2003.
 - 11- محمد جميل حبوش، مدى التزام الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بقواعد حوكمة الشركات - دراسة تحليلية لآراء المراجعين الداخليين، المراجعين الخارجيين ومدراء الشركات المساهمة العامة - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، فلسطين 2007.
 - 12- يوسف سعيد يوسف المدلل، دور وظيفة التدقيق الداخلي في ضبط الأداء المالي والإداري - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2007.
- المجالات:
- 1- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، مارس 2004.
 - 2- عبد الرزاق خليل وعادل عاشور، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية- مجمع رياض سطيف نموذجاً- مجلة أبحاث روسيكادا، العدد الثالث، سكيكدة، ديسمبر 2005.

- 3- عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات، حالة السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للإقتصاد والتجارة، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، 2008.
 - 4- فؤاد شاكر، الحكم الجيد أداة أساسية لتقوية إدارة المصارف، مجلة اتحاد المصارف العربية، مارس 2004.
 - 5- لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد التاسع والعشرون العدد الأول، 2007.
 - 6- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2004.
 - 7- ياسين أحمد العيسى، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى توفرها في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن للمستثمرين في سوق عمان المالية، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد السادس، العدد الثاني، جامعة مؤتة، الأردن، 1991.
- الملتقيات والمؤتمرات:**
- 1- ابتسام عبد الرحمن حلواني، كيف نحصن أنفسنا ضد الفساد الإداري، مؤتمر القيادة الابداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006.
 - 2- احسان بن صالح المعتاز، أخلاقيات مهنة المراجعة والمتعاملين معها، انخيار انرون والدروس المستفادة بحث مقدم للندوة الحادية عشر، سبل تطوير المحاسبة المحاسبية، " دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية"، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ديسمبر 2006.
 - 3- حسين القاضي وكنان مالك ندة، حوكمة الشركات في ظل الأسواق المالية في سورية - دراسة مقارنة مع بعض الدول العربية- مؤتمر الأسواق المالية، سورية، أفريل، 2008.
 - 4- زرار العياشي، شرقرق سمير، حوكمة الشركات - المفهوم ، الخصائص، الركائز، والأهمية الاقتصادية- الملتقى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، ديسمبر 2007.
 - 5- زيدان محمد ونورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق- الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة بسكرة، نوفمبر 2006.

- 6- صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والأشخاص الملزموم بطبيقتها في سوق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الخامس، غرفة تجارة وصناعة دبي، مارس 2007.
- 7- صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والافصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الأول، غرفة تجارة وصناعة دبي، مارس 2007.
- 8- عبد الكريم قندوز وبومدين نورين، الشفافية والمساءلة كمدخلين للحكم الراشد للحد من ظاهرة الفساد، الملتقى الوطني الثالث حول سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، ديسمبر 2007.
- 9- عبد الله بلوناس، رؤية اقتصادية للفساد - أسبابه ونتائجه وطرق معالجته- مؤتمر القيادة الابداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006.
- 10- فهد محسن البصيري، مدققو الحسابات والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، مارس 2009 .
- 11- محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، ماي 2004 .
- 12- محمد عبد الفتاح ابراهيم، اطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية- مدخل تحليلي لتفعيل اقتصاد المعرفة- المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس حول اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة الزيتونة، الأردن، أفريل 2005.
- 13- محمد عمران، البورصة المصرية وحوكمة الشركات، مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، ماي 2007.
- 14- مصطفى حسن بسيوني السعدي، المسؤولية القانونية لمراجع الحسابات وبذل العناية المهنية في ضوء المعايير المصرية والأمريكية والدولية، مؤتمر حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2007.
- 15- نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم- مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الأول، غرفة تجارة وصناعة دبي، مارس 2007.
- 16- يونس صبرينة وآخرون، الحوكمة وتحسين أداء المؤسسات، الملتقى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، ديسمبر 2007 .

- البحوث والدراسات:

- 1- بورييس ملينكوف، ارشادات عملية لمكافحة الفساد، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2008.
- 2- جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، ترجمة سمير كرم، إصدار مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.
- 3- زهير الكايد، الحكمانية قضايا وتطبيقات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، بدون تاريخ.
- 4- ستيفن ديفيس، المجتمع المدني والاقتصاد المدني العقد التالي لحوكمة الشركات، اصدارات مركز المشروعات الدولية الخاصة 2004.
- 5- كاترين لـ. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، تأسيس حوكمة الشركات في الإقتصاديات النامية والصاعدة والإنتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2002.
- 6- مركز المشروعات الدولية الخاصة حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، نصائح ارشادية لتحقيق الاصلاح، أوت. 2008.
- 7- مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات 2004.
- 8- ميكرا كراسنيكي، نصائح ارشادية لتحقيق الاصلاح - حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة- مركز المشروعات الدولية الخاصة، أوت. 2008.
- 9- نجاة جمعان، حوكمة الشركات - متطلباتها، مبادئها، ونطاق تطبيقها- كونست للاستشارات الاستثمارية، 2009.

- اللوائح:

- 1- الهيئة العامة لسوق المال، مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة ببورصتي القاهرة والاسكندرية، مصر، 2006.
- 2- هيئة الأوراق المالية، مشروع دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، الأردن 2006.
- 3- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر إصدار 2009.
- 4- هيئة الأوراق المالية والسلع - إدارة الاصدار و الافصاح - برنامج عمل لتطبيق ضوابط حوكمة الشركات، مصر، بدون تاريخ. 2006.

- القوانين والمراسيم و المنشورات:

- 1- المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 59 /75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.
- 2- المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
- 3- القانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 2003/02/19 والمتعلق بشركة المؤتمن المركزي للسندات.
- 4- الأمر رقم 08/96 الصادر بتاريخ 10/01/1996 والمتعلق بميثاق التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- 5- القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 2003./02/19.
- 6- منشورات بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة - الاستعلام عن تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها- 2004.
- 7- منشورات بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة - الاستعلام عن المؤتمن المركزي للسندات - 2004.
- 8- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998.

ثانيا: باللغة الأجنبية:

- الكتب:

- 1- B.Jaquilat et solnik. Marché Financier et gestion de porte feuille. 2^{eme} édition. 1993.
- 2- Jean-claude papillon, économie de l'entreprise: l'entrepreneur a la gouvernance, 2^{eme} édition,
- 3- Franck Bancelle, La gouvernance des Entreprises, economica, Paris, 1997.
- 4- Mansour mansouri- la bourse des valeurs mobiliers d'Alger- édition dar houma, Alger, 2002. Revue et augmentée, Management société, paris, 2000.
- 5- Robert cobbaut, théorie Financière, édition economica, paris, 4^{eme} édition, 1997.
- 6-Thomas E- & Copland, financialand corporate policy, addition publishing, New York, 1997.

- الدراسات:

- 1- Cours Mario Dehove – INSTITUTIONS ET THÉORIE DE LA MONNAIE – Septembre 2001.
- 2- International Finance Corporation, Corporate governance progression matrix for banks and financial instruction, 2003, www. en.wikipedia.org.

- الحوليات:

- 1- Les guides cosob, guide des valeurs mobilières, 1997
- 2- Bulletin de la cosob, Alger, N° 1, 1 trimerster, 1998
- 3- Guide de la cosob, guide de l'introduction, Alger, 1997,

– المواقع الالكترونية:

[Http://www.twsyat.net/forum/showthread.php?=26203](http://www.twsyat.net/forum/showthread.php?=26203)
[Http://www.alsabaah.com/paper.php?sourse=archive](http://www.alsabaah.com/paper.php?sourse=archive)
[Http://www.tahreat.com/new-studies2.asp?std-id=59](http://www.tahreat.com/new-studies2.asp?std-id=59)
[Http://www.iugaza.edu.ps/emp/folders/538/article/fichier.pdf](http://www.iugaza.edu.ps/emp/folders/538/article/fichier.pdf)
[Http://www.kku.edu.sa/conférences/ssefp/retardes](http://www.kku.edu.sa/conférences/ssefp/retardes)
[Http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm](http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm)
[Http://www.iugaza.edu.ps/emp/folders/538/article/fichier.pdf](http://www.iugaza.edu.ps/emp/folders/538/article/fichier.pdf)
[Http://www.Sarambite.com.fichier.pdf](http://www.Sarambite.com.fichier.pdf)
[Http://www.Forum.sh3b.wah.maktoob.com/t140030-8htm](http://www.Forum.sh3b.wah.maktoob.com/t140030-8htm)
[Http://www.arabosia.org/ar/downloads/partie8.fichier.pdf](http://www.arabosia.org/ar/downloads/partie8.fichier.pdf)
[Http://www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
[Http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php](http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php)