

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم  
شعبة: علوم اقتصادية  
العنوان

دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق  
المالية - دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة -

من إعداد الطالبة:

يمينة سهايلية

نوقشت يوم 2018/10/29 أمام اللجنة المكونة من:

رئيس	جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -	أستاذ	محمد زيدان
مقرر	المدرسة العليا للتجارة - القليعة -	أستاذ	عبد القادر بريش
ممتحن	المدرسة العليا للتجارة - القليعة -	أستاذ	محمد براق
ممتحن	جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -	أستاذ محاضر قسم أ	نبيل بوفليح
ممتحن	المركز الجامعي تيسمسيلت	أستاذ محاضر قسم أ	جمال الدين سحنون
ممتحن	جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -	أستاذ محاضر قسم أ	عبد الغني حريري

السنة الجامعية: 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# كلمة شكر

أولاً أشكر الله سبحانه وتعالى الذي أمانني على انجاز هذا البحث

كما أتقدم بالشكر الجزيل الى الأستاذ الدكتور بديش عبد القادر

على توجيهاته القيمة ومتابعته المستمرة لهذا البحث

كما أشكر لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة واثراء هذا البحث

الباحثة: يمينة سهايلية

# أهداء

أهدي ثمرة هذا العمل الى والدي الحبيبين

إلى زوجي العزيز وأبنائي قرة عيني عبد المالك وأمال حفظهم الله

إلى كل اخوتي وأخواتي وأبنائهن

إلى كل الأصدقاء والزملاء

إلى كل طالب علم يبغى خدمة الوطن

الباحثة: يمينة سهايلية

# فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	كلمة شكر
	اهداء
I-I	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
ا-و	مقدمة عامة .....
<b>78-01</b>	<b>الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات</b>
01	تمهيد.....
02	المبحث الأول: مفاهيم حول حوكمة الشركات .....
02	المطلب الأول: ماهية حوكمة الشركات.....
02	أولاً: نشأة مفهوم حوكمة الشركات.....
04	ثانياً: تعريف حوكمة الشركات.....
08	ثالثاً: أبعاد حوكمة الشركات.....
09	رابعاً: مداخل حوكمة الشركات.....
11	خامساً: معايير تطبيق حوكمة الشركات.....
12	المطلب الثاني: مقومات حوكمة الشركات.....
12	أولاً: السلوك الأخلاقي.....
12	ثانياً: الإفصاح.....
15	ثالثاً: الشفافية.....
16	رابعاً: المساءلة.....
16	خامساً: ادارة المخاطر.....
17	المطلب الثالث: أهمية وأهداف حوكمة الشركات.....
17	أولاً: أهمية حوكمة الشركات .....
19	ثانياً: أهداف حوكمة بالشركات .....
20	المبحث الثاني: النظريات المؤسسة لمفهوم حوكمة الشركات.....
20	المطلب الأول: نظرية الوكالة.....
20	أولاً: تعريف علاقة الوكالة.....
20	ثانياً: أطراف علاقة الوكالة.....
21	ثالثاً: فروض نظرية الوكالة .....
22	رابعاً: تكاليف الوكالة.....

23	خامساً: حلول مشكلة الوكالة.....
24	المطلب الثاني: نظرية تكاليف الصفقات.....
24	أولاً: نشأة تكاليف الصفقات.....
24	ثانياً: تعريف تكاليف الصفقات.....
26	ثالثاً: العوامل المسببة لتكاليف الصفقات.....
27	المطلب الثالث: نظرية التجذر.....
27	أولاً: تعريف التجذر.....
28	ثانياً: محددات التجذرية.....
29	ثالثاً: تصنيفات الاستراتيجية التجذرية.....
32	المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصالح.....
32	أولاً: نشأة نظرية أصحاب المصالح.....
33	ثانياً: تعريف أصحاب المصالح.....
33	ثالثاً: تصنيفات أصحاب المصالح.....
36	رابعاً: مطالب أصحاب المصالح.....
38	المبحث الثالث: تطبيقات حوكمة الشركات وفق المنظمات الدولية.....
38	المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات.....
39	أولاً: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.....
42	ثانياً: مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية.....
51	المطلب الثاني: نماذج حوكمة الشركات.....
51	أولاً: النموذج الأنجلو - ساكسوني.....
55	ثانياً: النموذج الألماني الياباني.....
59	ثالثاً: أوجه الاختلاف بين النموذجين.....
61	المطلب الثالث: تجارب دولية في حوكمة الشركات.....
61	أولاً: تجارب الدول المتقدمة.....
71	ثانياً: تجارب الدول العربية.....
78	خلاصة الفصل.....
<b>148-79</b>	<b>الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال</b>
79	تمهيد.....
80	المبحث الأول: عموميات حول بيئة الأعمال.....
80	المطلب الأول: الاطار العام لبيئة الشركة.....
80	أولاً: تعريف بيئة الشركة.....
81	ثانياً: تصنيفات بيئة الشركة.....

82	..... ثالثاً: عوامل البيئة الداخلية والخارجية.
86	..... المطلب الثاني: مفاهيم حول بيئة الأعمال.
86	..... أولاً: تعريف بيئة الأعمال.
87	..... ثانياً: مقومات بيئة الأعمال.
89	..... المطلب الثالث: مؤشرات تقييم بيئة الأعمال.
90	..... أولاً: مؤشر سهولة أداء الأعمال.
94	..... ثانياً: مؤشر الحرية الاقتصادية.
95	..... ثالثاً: مؤشر التنافسية.
100	..... رابعاً: مؤشر مدركات الفساد.
101	..... المبحث الثاني: تحليل دور الحوكمة في تحسين البيئة الداخلية للشركة.
101	..... المطلب الأول: دور مجلس الادارة والمدراء التنفيذيين.
101	..... أولاً: دور مجلس الادارة.
106	..... ثانياً: دور المدراء التنفيذيين.
110	..... المطلب الثاني: لجان التدقيق ودورها في الرقابة على الشركات.
111	..... أولاً: تعريف لجنة التدقيق.
111	..... ثانياً: نشأة لجان التدقيق.
113	..... ثالثاً: العناصر الواجب توفرها في لجان التدقيق.
116	..... رابعاً: آلية عمل لجان التدقيق من منظور حوكمة الشركات.
117	..... المطلب الثالث: هيئات الرقابة والتدقيق كقوى دافعة للإدارة الرشيدة.
117	..... أولاً: دور الرقابة الداخلية.
122	..... ثانياً: دور التدقيق الداخلي.
126	..... ثالثاً: دور التدقيق الخارجي.
128	..... المبحث الثالث: الحوكمة وتحسين البيئة الخارجية للشركة.
128	..... المطلب الأول: تجسيد مفهوم الحكم الرشيد.
128	..... أولاً: نشأة مفهوم الحكم الرشيد.
130	..... ثانياً: تعريف الحكم الرشيد.
130	..... ثالثاً: مقومات الحكم الرشيد.
132	..... رابعاً: مؤشرات الحكم الرشيد.
134	..... خامساً: الحكم الرشيد وتحسين البيئة الخارجية للشركة.
135	..... المطلب الثاني: تفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة محاربة الفساد.
135	..... أولاً: ماهية الفساد.
140	..... ثانياً: تفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة قصد مكافحة الفساد.

142	المطلب الثالث: المسؤولية الاجتماعية للشركات وتحسين البيئة الخارجية الخاصة.....
142	أولاً: نشأة وتطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات.....
145	ثانياً: تعريف المسؤولية الاجتماعية.....
146	ثالثاً: حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية للشركات.....
148	خلاصة الفصل.....
<b>206-149</b>	<b>الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية</b>
149	تمهيد.....
150	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته.....
150	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.....
150	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية.....
150	ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية.....
151	ثالثاً: هيكل سوق الأوراق المالية.....
153	رابعاً: أدوات سوق الأوراق المالية.....
159	المطلب الثاني: عوامل تشغيل سوق الأوراق المالية.....
159	أولاً: شروط قيام أسواق الأوراق المالية.....
161	ثانياً: المتدخلون في سوق الأوراق المالية.....
163	المطلب الثالث: أدوات التحليل في سوق الأوراق المالية.....
163	أولاً: التحليل الأساسي.....
167	ثانياً: التحليل الفني.....
172	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
172	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية.....
172	أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.....
174	ثانياً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.....
178	المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.....
178	أولاً: مؤشر حجم السوق.....
178	ثانياً: مؤشر سيولة السوق.....
179	ثالثاً: مؤشر كفاءة تسعير الأوراق المالية.....
180	رابعاً: مؤشر الهيكل التنظيمي للسوق.....
181	خامساً: مؤشر تركيز السوق.....
181	المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية.....
181	أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
183	ثانياً: فرضية الصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....

185	ثالثاً: فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
186	المبحث الثالث: تحسين بيئة الأعمال وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية.....
186	المطلب الأول: تحسين البيئة الخارجية للشركة وتنشيط سوق الأوراق المالية.....
189	المطلب الثاني: تحسين البيئة الداخلية للشركة وتنشيط سوق الأوراق المالية.....
189	أولاً: مفهوم المحاسبة الابداعية.....
191	ثانياً: دور الآليات المحاسبية للحكومة في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية.....
197	ثالثاً: جودة المعلومات المحاسبية وأثرها في تنشيط سوق الأوراق المالية.....
200	المطلب الثالث: دور هيئات الأسواق المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية.....
200	أولاً: الدور الرقابي على الشركات المدرجة بالسوق.....
202	ثانياً: متابعة ومراقبة عمليات التداول من خلال الرقابة على أنشطة الوسطاء الماليين.....
206	خلاصة الفصل.....
276-207	الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة
207	تمهيد.....
208	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
208	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
208	أولاً: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
210	ثانياً: مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
210	ثالثاً: أسباب نمو وتطور أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
212	رابعاً: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
213	المطلب الثاني: تصنيفات أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
215	أولاً: تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر FTSE.....
218	ثانياً: تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر "مورغان ستانلي" MSCI.....
219	المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي ومخاطره في أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
219	أولاً: أشكال الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
220	ثانياً: مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة.....
222	المبحث الثاني: الحوكمة وتنشيط سوق الأوراق المالية بماليزيا.....
222	المطلب الأول: جهود ماليزيا في تطبيق الحوكمة.....
222	أولاً: جهود ماليزيا في إرساء الحوكمة على المستوى الجزئي.....
234	ثانياً: جهود ماليزيا لإرساء الحوكمة على المستوى الكلي.....
237	المطلب الثاني: الحوكمة وتحسين بيئة الأعمال في ماليزيا.....
237	أولاً: ترتيب ماليزيا في مؤشر سهولة أداء الأعمال.....
238	ثانياً: ترتيب ماليزيا في مؤشر الحرية الاقتصادية.....

238	ثالثاً: ترتيب ماليزيا في مؤشر التنافسية العالمي.....
239	رابعاً: ترتيب ماليزيا في مؤشر الفساد العالمي.....
240	خامساً: ترتيب ماليزيا في مؤشر الحوكمة العالمية.....
241	المطلب الثالث: الحوكمة وتطور أداء سوق الأوراق المالية بماليزيا.....
241	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية.....
242	ثانياً: الجهات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية.....
244	ثالثاً: سوق الأوراق المالية الاسلامية بماليزيا.....
245	رابعاً: الحوكمة وتطور أداء السوق المالية الماليزية.....
250	المبحث الثالث: الحوكمة وتنشيط سوق الأوراق المالية بالإمارات العربية المتحدة.....
250	المطلب الأول: تجرية الإمارات العربية المتحدة في الحوكمة.....
250	أولاً: جهود الامارات العربية المتحدة لارساء الحوكمة على المستوى الجزئي.....
259	ثانياً: جهود الامارات العربية المتحدة لارساء الحوكمة على المستوى الكلي.....
262	المطلب الثاني: الحوكمة وتحسين بيئة الأعمال الإماراتية.....
262	أولاً: تطور مؤشر بيئة أداء الأعمال لدولة الإمارات.....
263	ثانياً: ترتيب الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية.....
264	ثالثاً: ترتيب الإمارات في مؤشر التنافسية.....
265	رابعاً: ترتيب الإمارات في مؤشر مدركات الفساد.....
266	خامساً: ترتيب الامارات في مؤشر الحوكمة العالمية.....
267	المطلب الثالث: الحوكمة وتطور أداء سوق الأوراق المالية بالإمارات.....
267	أولاً: سوق دبي للأوراق المالية.....
268	ثانياً: سوق أبو ظبي للأوراق المالية.....
268	ثالثاً: هيئة الأوراق المالية والسلع.....
269	رابعاً: شروط الإدراج في سوق الإمارات للأوراق المالية.....
270	خامساً: الحوكمة وتطور أداء سوق الأوراق المالية الاماراتية.....
276	خلاصة الفصل.....
277	خاتمة عامة.....
282	قائمة المراجع.....

## قائمة الجداول والأشكال

## 1- فهرس الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
10	مقارنة بين مداخل حوكمة الشركات.....	(1-1)
63	خصائص نموذجي حوكمة الشركات.....	(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)
124	تطور طبيعة المراجعة الداخلية.....	(1-2)
215	معايير تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر FTSE.....	(1-4)
217	التصنيفات القطرية للأسواق المالية حسب مؤشر "فوتسي" FTSE.....	(2-4)
218	تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر MSCI.....	(3-4)
237	ترتيب ماليزيا في مؤشر سهولة أداء الأعمال 2007-2017.....	(4-4)
238	ترتيب ماليزيا في مؤشر الحرية الاقتصادية 2007-2017.....	(5-4)
238	ترتيب ماليزيا في مؤشر التنافسية خلال الفترة 2007-2017.....	(6-4)
239	ترتيب ماليزيا في مؤشر مدركات الفساد العالمي خلال الفترة 2007-2016.....	(7-4)
240	ترتيب ماليزيا في مؤشر الحوكمة العالمية خلال الفترة 2007-2014.....	(8-4)
245	تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	(9-4)
247	تطور حجم وقيمة التداول بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	(10-4)
248	تطور القيمة السوقية بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	(11-4)
249	تطور نسبة ملكية الأجانب في السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	(12-4)
262	تطور مؤشر أداء الأعمال في الإمارات خلال الفترة 2007-2017.....	(13-4)
263	ترتيب الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية خلال الفترة 2007-2017.....	(14-4)
264	ترتيب الإمارات في مؤشر التنافسية خلال الفترة 2007-2017.....	(15-4)
265	ترتيب الإمارات في مؤشر مدركات الفساد خلال الفترة 2007-2016.....	(16-4)
266	ترتيب الإمارات في مؤشر الحوكمة العالمية خلال الفترة 2007-2014.....	(17-4)
270	تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الاماراتي خلال الفترة 2007-2016.....	(18-4)
271	تطور عدد الصفقات، حجم وقيمة التداول بالسوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007- 2016.....	(19-4)
273	تطور القيمة السوقية بالسوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2014.....	(20-4)

274	تطور تداولات الأجنب في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.....	(4-21)
-----	--	--------

## 2- فهرس الأشكال:

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	جوهر الشفافية.....	16
(2-1)	محددات تحذرية المدير التنفيذي .....	29
(3-1)	تصنيف فريمان وآخرون لأصحاب المصلحة.....	34
(4-1)	هيكل المؤسسة وفق النموذج الأمريكي.....	53
(5-1)	الهيكل التنظيمي للشركة وفق النموذج الألماني .....	57
(1-2)	عوامل البيئة الداخلية والخارجية.....	82
(2-2)	الأطراف ذات المصلحة وعلاقتها بالشركة.....	85
(3-2)	اطار مؤشر التنافسية العالمية.....	97
(4-2)	تصنيف المديرين على أساس المستويات الادارية.....	107
(5-2)	خطوات الدورة الرقابية.....	119
(6-2)	العلاقة بين الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي.....	127
(7-2)	الحكم الراشد واصلاح بيئة الأعمال.....	134
(8-2)	استراتيجية متعددة الجوانب لمحاربة الفساد وتحسين الحوكمة.....	141
(9-2)	هرم كارول (CARROLL) للمسؤولية الاجتماعية.....	147
(1-3)	خريطة المتوسط المتحرك وسعر الاقفال لسهم احدى الشركات.....	169
(2-3)	مؤشر القوة النسبية لسهم احدى الشركات.....	170
(3-3)	خريطة النقطة والشكل.....	171
(4-3)	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.....	175
(5-3)	خصائص جودة المعلومات.....	192
(6-3)	جودة المعلومات المحاسبية وتنشيط سوق الوراق المالية.....	198
(7-3)	مبادئ بورصة نيويورك لحوكمة الشركات.....	214
(1-4)	سمات الدليل الجديد لحوكمة الشركات بماليزيا.....	233
(2-4)	تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	246
(3-4)	تطور حجم وقيمة التداول في سوق المال الماليزي خلال الفترة 2007-2016.....	247
(4-4)	تطور القيمة السوقية بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	248
(5-4)	تطور نسبة ملكية الأجانب في السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.....	249
(6-4)	تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الاماراتية 2007-2016.....	270
(7-4)	تطور عدد الصفقات خلال الفترة 2007-2016.....	271
(8-4)	نسب تغير حجم وقيمة التداول في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.....	272
(9-4)	نسبة تغير القيمة السوقية في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.....	273
(10-4)	نسبة تداولات الأجانب من اجمالي قيمة التداول في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة	274

	.....2016-2007	
--	----------------	--

# مقدمة عامة

لقد كان ولازال موضوع حوكمة الشركات محل دراسة واهتمام الكثير من المفكرين الاقتصاديين ولعل أهم سبب في ذلك هو تناقص الاهتمام بمصالح المساهمين من طرف المسيرين من جهة، والأضرار التي لحقت بأصحاب المصلحة الآخرين نتيجة تصرفات هؤلاء المسيرين من جهة أخرى، مؤخراً أصبح هذا الموضوع يحتل مكان الصدارة في جميع دول العالم المتقدمة والنامية على السواء وذلك نتيجة التغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي خلال العقدين الماضيين والمتمثلة أساساً في الأزمات المالية والانهيارات المؤسسية والتي كان سببها الرئيسي هو الافتقار الى الحوكمة في إدارة الشركات.

يؤمن الكثير من الباحثين أن الحوكمة تعتبر حجر الأساس في اضعاء الاستقرار على اقتصاديات الدول المتقدمة وتطوير اقتصاديات الدول النامية، ومنه فقد حازت هذه المسألة على قدر كبير من العناية من طرف السلطات في الكثير من الدول النامية وأصبحت أداة للإصلاح على مستوى الشركات وعلى مستوى إدارة الدول وأحد العناصر الأساسية لتفعيل الموارد المحلية وجذب الموارد الأجنبية لخدمة التنمية الاقتصادية، ذلك أن الكثير من الدول النامية تعاني مشكل الفساد وسوء التسيير وكذا نقص التمويل حيث يتم الاعتماد بصفة كبيرة على التمويل من خلال البنوك واهمال أسواق الأوراق المالية.

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة أساسية لتدعيم النمو والتنمية الاقتصادية، ولكي تقوم السوق بهذا الدور على أكمل وجه لابد من توفرها على هياكل عصرية مع تنوع الأدوات المالية، وتوفر المعلومات الملائمة مع وجود عدد أكبر من المتعاملين فتلك العناصر تمثل دعائم سوق ناجح للأوراق المالية، ومما هو جدير بالذكر أن المستثمرين يعتبرون من أهم العناصر الفاعلة والتي تعمل على زيادة حركية وأداء السوق ( تنشيط سوق الأوراق المالية)، وحتى يتمكن سوق ما من جذب المتعاملين اليه يجب أن يتمتع السوق نفسه بمجموعة من الخصائص تجعله جذاباً للمستثمرين هذا من جهة، ومن جهة أخرى يجب أن تكون البيئة التي ينشط فيها السوق تتميز بسمات البيئة الجاذبة للاستثمار، فقد أصبح المستثمرون يفضلون الاستثمار في الأسواق التي تنشط في بيئة استثمارية جيدة وهي البيئة التي تخلق الطمأنينة لديهم وتجعلهم يثقون في متغيراتها الجزئية والكلية، فجددهم يعتمدون في اختيار بلد ما لإنجاز استثماراتهم مهما كان نوعها على مؤشرات الهيئات الدولية المختصة في تقييم بيئة الأعمال وهي مؤشرات تعطيهم صور عن وضعية بيئة الأعمال في دولة معينة.

تتطلب عملية تحسين بيئة الأعمال وجعلها أكثر أمناً وجذباً للمستثمرين في سوق الأوراق المالية أن تعمل الدولة على تطبيق مجموعة من الاجراءات سواءً على المستوى الجزئي أي على مستوى الشركات خاصة الشركات المدرجة بالسوق المالية أو على مستوى الكلي لها، لذلك فإنَّ الاتجاه العام تحول نحو الاهتمام بالحوكمة ذلك أن للحوكمة أبعاد ذات أهمية كبرى على مستوى الشركات وعلى مستوى المناخ الاستثماري بشكل عام، فقد توجهت الكثير من الدول النامية الى اعتماد الحوكمة كمنهج لتحسين بيئة الأعمال وتنشيط

سوق الأوراق المالية حيث بدأت تدرك أنه لدفع المستثمرين المحليين لاستثمار رؤوس أموالهم في السوق المحلية وجذب رأس المال الأجنبي للسوق على مؤسساتها أن تدار بشكل سليم يضمن الحقوق الأساسية لأصحاب رؤوس الأموال، ولكي يكون لذلك أثر محسوس لا بد من القيام بمجموعة من الإصلاحات لتطهير بيئة الأعمال وجعلها أكثر تنافسية في جذب رؤوس الأموال.

#### أهمية البحث:

يكتسي البحث أهمية خاصة تكمن في أهمية الحوكمة في تنشيط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال دورها في تحسين بيئة الأعمال على المستوى الجزئي والكلبي، فعلى المستوى الجزئي نجد أن حوكمة الشركات أصبحت تشكل عنصراً هاماً لتعزيز الإصلاح والنجاح بالشركات، فهي تعتبر كمؤشر على المستوى الذي وصلت إليه الإدارات من التزام مهني بقواعد حسن الإدارة والشفافية الأمر الذي يعمل على إيجاد الثقة بين المساهمين والمسؤولين عن العملية الإدارية بالشركات، أما على المستوى الكلبي فتعتبر الحوكمة وسيلة لتطهير بيئة الأعمال من كافة أشكال الفساد وجعلها أكثر ثقة وأمناً وجذباً للمستثمرين محليين كانوا أو أجنب.

#### أهداف البحث:

هناك هدف رئيسي للبحث يتمثل في: إبراز الدور الذي يؤديه تطبيق مبادئ الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال وأثر ذلك في تنشيط سوق الأوراق المالية.

هذا الهدف الرئيس تتفرع منه الأهداف التالية:

- إبراز العلاقة بين الحوكمة وتحسين بيئة الأعمال.
- توضيح أثر تحسين بيئة الأعمال على تنشيط سوق الأوراق المالية.
- اقتراح السبل الكفيلة بتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إرساء دعائم الحوكمة.

#### الاشكال الرئيسي:

انطلاقاً من أهمية وأهداف البحث يمكن صياغة السؤال الرئيسي التالي:

"كيف يؤدي تطبيق مبادئ الحوكمة الى تحسين بيئة الأعمال وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية؟"

السؤال الرئيسي السابق تتفرع منه الأسئلة التالية:

- ماهي أسس تحسين بيئة الأعمال؟
- كيف تساهم حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال؟
- ماهي متطلبات تنشيط سوق الأوراق؟
- ماهي علاقة تحسين بيئة الأعمال بتنشيط سوق الأوراق المالية؟

**الفرضيات:**

انطلاقاً من أهمية البحث والأسئلة المطروحة نقترح الفرضيات التالية:

**الفرضية الأولى:** تطبيق مبادئ الحوكمة يمكن أن يكون أحد الأدوات الأساسية في تحسين بيئة الأعمال.

**الفرضية الثانية:** تحسين بيئة الأعمال يعتبر من العناصر الأساسية في جذب المتعاملين للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

**الفرضية الثالثة:** تطبيق الحوكمة على المستوى الجزئي دون المستوى الكلي لا يؤدي الى تحقيق هدف تنشيط سوق الأوراق المالية.

**الفرضية الرابعة:** تمكنت بعض الدول من تحسين بيئة أعمالها من خلال تطبيق الحوكمة وقد كان لذلك دور في تنشيط سوق الأوراق المالية.

**المنهج المتبع:**

نظراً لطبيعة الموضوع فقد تم اعتماد المنهج الاستنباطي وأداتيه الوصف والتحليل، حيث أستخدم الوصف عند التطرق الى الجوانب النظرية المتعلقة بحوكمة الشركات وبيئة الأعمال وسوق الأوراق المالية، أما التحليل فقد تم استخدامه عند توضيح أثر تحسين بيئة الأعمال على تنشيط سوق الأوراق المالية، وكذا عند دراسة تجربة كل من الامارات وماليزيا في حوكمة الشركات وأثر ذلك على تحسين بيئة الأعمال وتطور أداء سوق الأوراق المالية.

**حدود الدراسة:**

تم تقسيم حدود الدراسة في هذا الموضوع الى:

- **حدود الموضوع:** تتمثل حدود الموضوع في الإلمام بالجوانب النظرية المتعلقة بحوكمة الشركات، بيئة الأعمال وسوق الأوراق المالية، مع توضيح الدور الذي يؤديه الالتزام بمبادئ الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية.

- **الحدود المكانية:** تم التركيز في هذه الدراسة على دراسة تجربة الأسواق المالية الناشئة حالة الامارات العربية المتحدة وماليزيا.

- **الحدود الزمانية:** تم حصر الحدود الزمانية للموضوع من سنة 2007 الى غاية سنة 2016 خاصة فيما يتعلق بتطور أداء السوق المالية في كل من الامارات العربية المتحدة وماليزيا.

**الدراسات السابقة:**

- دراسة علال بن ثابت: "دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير 2012/2011، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر - كانت اشكالية البحث: كيف يمكن لسوق الأوراق المالية أن تؤثر على نظام حوكمة المؤسسات؟، توصل الباحث في هذه

الدراسة الى أن تأثير سوق الأوراق المالية يختلف من نموذج لآخر، ففي الدول المتقدمة نجد للنموذج الأنجلو ساكسوني مكانة هامة لسوق الأوراق المالية في نظام الحوكمة، وتقل هذه المكانة في النموذج الألماني الياباني أما في الدول الناشئة فبالرغم من تطور أسواق الأوراق المالية فيها الا أنها لا تساهم كثيرا في نظام الحوكمة وبالنسبة للدول العربية هناك جهود في وضع قواعد الحوكمة وتطوير أسواق الأوراق المالية، أما بالنسبة لبورصة الجزائر فليس لها دور في تعزيز آليات الحوكمة.

- دراسة محمد جميل حبوش وهي رسالة 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 توصل الباحث الى 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: **Poh-Ling Ho & Grantley Taylor** بعنوان: Corporate governance and different types of voluntary disclosure: Evidence from Malaysian listed firms, Pacific Accounting Review, Vol 25, Issue:1, 2013.

"حوكمة الشركات وأنواع مختلفة من الإفصاح الاختياري: أدلة من الشركات الماليزية المدرجة"، هدفت الدراسة إلى الكشف عن تأثير حوكمة الشركات على الإفصاح الاختياري لأنواع مختلفة من المعلومات في التقارير السنوية للشركات الماليزية المدرجة، وقد استخدم الباحثان نموذج الانحدار الخطي البسيط لفحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري بالاعتماد على أصناف معينة من المعلومات وبين حوكمة الشركات حيث شملت عينة الدراسة مائة شركة ماليزية خلال ثلاث فترات زمنية مختلفة من الناحية الاقتصادية والاجتماعية وهي: 1996، 2001، 2006، وقد توصلت الدراسة الى أن قوة هيكل حوكمة الشركات له تأثير واضح على معلومات الإفصاح الاختياري فيما يتعلق بكل من الاتجاهات الاستراتيجية للشركة، المدراء والإدارة العليا، التطلعات المستقبلية، والمسؤولية الاجتماعية للشركة خلال الفترة من 2001 الى 2006، وقد وجدت الدراسة بأن متوسط الإفصاح الاختياري للمعلومات الاستراتيجية في جميع الشركات موضع عينة الدراسة هو الأعلى، ويتبعه الإفصاح عن المدراء والإدارة العليا، بينما كان المتوسط الحسابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة هو الأدنى، هذا وقد أكدت نتائج الدراسة عن وجود علاقة بين قوة هيكل الحوكمة وبين الإفصاح الاختياري عن المعلومات، ويبرر الباحثان ذلك بسبب تعزيز استراتيجيات الحوكمة التي

تم تبنيها خلال اصلاحات عام 1997 الناجمة عن أزمة النمر الأسود، وبسبب فضائح الشركات الماليزية المتفشية مما أدى الى جعل الشركات الماليزية أكثر تحملاً للمسئولية فيما يخص الإفصاح في تقاريرها السنوية.

دراسة Talal A. Al- Kassar & Mostafa A. Al-Nidawiy بعنوان: **The role of corporate governance and its impact on the share price of Industrial Corporation listed on the Amman stock exchange**, European Journal of Accounting Auditing and Finance Research, Vol 2, No 6 August 2014

"دور حوكمة الشركات وأثرها على سعر سهم المؤسسة الصناعية المدرجة في بورصة عمان": بحثت هذه الدراسة في أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على سعر السهم بالشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان ومن بين أهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة هي أن هناك تطبيق لمبادئ حوكمة الشركات في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان أي أن هناك زيادة في فهم وإدراك إدارات الشركات الصناعية لأهمية تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ما سيسهم بشكل كبير في رفع مستوى سعر السهم في هذه الشركات. من خلال ما سبق عرضه من الدراسات فإن هذا البحث يختلف عن البحوث السابقة في أنه يتناول مدخل آخر من مداخل الحوكمة وهو دور تطبيق الحوكمة على مستوى الشركات وعلى مستوى إدارة الحكم في تحسين بيئة الأعمال، والعلاقة بين هذه الأخيرة وتنشيط سوق الأوراق المالية.

#### أقسام البحث:

في دراسة هذا الموضوع تم اعتماد خطة مكونة من أربعة فصول يحتوي كل فصل على ثلاثة مباحث كما يلي:

**الفصل الأول: المنطلقات الفكرية والبواعث الأساسية لحوكمة الشركات:** قسم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث: تم في المبحث الأول التطرق الى نشأة مفهوم حوكمة الشركات، الأبعاد، المقومات التي يقوم عليها هذا المفهوم وكذا المزايا التي يحققها للشركات وللاقتصاد عامة، أما المبحث الثاني فقد تعرضنا فيه الى النظريات المؤسسة لمفهوم حوكمة الشركات أي النظريات التي كانت لها مساهمات فعلية في ظهور هذا المفهوم وهي نظرية الوكالة، نظرية تكاليف الصفقات، نظرية التجذر، نظرية أصحاب المصالح، بينما المبحث الثالث فقد تم تخصيصه لتطبيقات حوكمة الشركات وهذا بتوضيح جهود الهيئات الدولية في تطوير مبادئ حوكمة الشركات وكذا نماذج الحوكمة العالمية، وتجارب بعض الدول العربية والدول الأجنبية في حوكمة الشركات.

**الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال:** قسم هذا الفصل الى ثلاث مباحث: المبحث الأول تطرقنا فيه الى ماهية بيئة المنظمة وبيئة الأعمال والمقومات التي تقوم عليها هذه الأخيرة وكذا مؤشرات تقييمها، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل دور الحوكمة في تحسين البيئة الداخلية للشركة من خلال توضيح دور كل من مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، وكذا دور لجان التدقيق وهيئات الرقابة والتدقيق الداخلي والخارجي، في حين أن تعرض المبحث الثالث الى تحليل دور الحوكمة في تحسين البيئة

الخارجية للشركة وهذا بإبراز دور الحكم الراشد ومحاربة الفساد وكذا تجسيد المسؤولية الاجتماعية للشركات في جعل بيئة الأعمال أكثر ملائمة للاستثمار وجني العوائد.

**الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية:** اشتمل هذا الفصل على ثلاثة مباحث: تطرقنا في المبحث الأول الى سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته وآليات التعامل في السوق وكيفية تسعير الأوراق المالية المتداولة فيه وكذا أدوات التحليل المستخدمة في السوق، أما المبحث الثاني استعرض كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تحديد أنواع الكفاءة وشروط تحققها وكذا مؤشرات قياسها، في حين أن المبحث الثالث تطرق الى تحسين بيئة الأعمال وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية وهذا من خلال توضيح دور بيئة الأعمال الجيدة في جذب المتعاملين الى السوق، وكذا دور ممارسات الحوكمة بالشركات في محاربة المخاسبة الابداعية وتنشيط سوق الأوراق المالية.

**الفصل الرابع: دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة:** تضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث: عالج المبحث الأول عموميات حول أسواق الأوراق المالية الناشئة وهذا بتوضيح مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة وتصنيف هذه الأسواق من طرف المؤشرات الدولية وكذا الخصائص التي تتميز بها ومخاطر الاستثمار فيها، أما المبحث الثاني فقد تم فيه عرض تجربة ماليزيا في الحوكمة وأثر ذلك على تنشيط أو رفع أداء البورصة الماليزية في حين أن المبحث الثالث فقد خصص لدراسة تجربة الحوكمة في الإمارات العربية المتحدة وأثر ذلك على تنشيط سوق الأوراق المالية الإماراتية.

الفصل الأول

المنطلقات الفكرية والبواعث الأساسية

لمجموعة الشركات

### تمهيد:

يعتبر الفساد وسوء الإدارة من أهم مسببات انهيار الشركات، فاستفحال التصرفات اللأخلاقية واستغلال الصلاحيات والنفوذ في تعزيز المصالح الشخصية للأفراد وكذا الممارسات الخاطئة كانت وراء عدم الاهتمام بمستقبل وتقدم الشركات خاصة شركات المساهمة، فتزعزعت على إثر ذلك ثقة المساهمين في الشركات وأصبح من الصعب على المستثمرين اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، 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 والرشيدة، وباعتبار هذا الفصل يعتبر كمدخل للأطروحة سوف نركز فيه على الاحاطة بكل الجوانب النظرية المتعلقة بالمفهوم بتقسيمه الى ثلاث مباحث:

**المبحث الأول:** مفاهيم حول حوكمة الشركات.

**المبحث الثاني:** النظريات المؤسسة لمفهوم حوكمة الشركات.

**المبحث الثالث:** تطبيقات حوكمة الشركات.

المبحث الأول: مفاهيم حول حوكمة الشركات.

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى نشأة ومختلف تعاريف مفهوم حوكمة الشركات مع توضيح الأسس والدعائم التي يقوم عليها وأهميته بالنسبة للشركة ومختلف الأطراف المرتبطة بها.

المطلب الأول: ماهية مفهوم حوكمة الشركات.

لم يتفق الأكاديميون والباحثون العرب على ترجمة محددة للمصطلح الأنجلوسكسوني Corporate Governance حيث تم اقتراح عدد من المصطلحات مثل: حكم الشركات، حكمانية الشركات، حاكمية الشركات بالإضافة إلى عدد من البدائل الأخرى، مثل: أسلوب ممارسة سلطة الإدارة بالشركات، أسلوب الإدارة المثلى، القواعد الحاكمة للشركات، الإدارة النزيهة، الإدارة الرشيدة... الخ، ولكن بعد العديد من المحاولات والمشاورات مع عدد من خبراء اللغة العربية والاقتصاديين والقانونيين المهتمين بهذا الموضوع تم اقتراح مصطلح حوكمة الشركات باعتباره الأقرب إلى مفهوم المصطلح باللغة الإنجليزية حيث ينطوي على معاني الحكم والرقابة.<sup>1</sup>

أولاً: نشأة مفهوم حوكمة الشركات:

على الرغم من الاعتقاد أن مفهوم حوكمة الشركات هو مفهوم جديد إلا أن بدايته غير المباشرة كانت منذ القرن الثامن عشر حيث أشار إليه الاقتصادي آدم سميث عام 1776 عندما أوضح أنه يتوجب على المدراء المسؤولين في الشركات عن إدارة أموال الغير بذل العناية اللازمة، وكان ذلك ناتجاً عن تحول الشركات من الملكية الفردية إلى شركات المساهمة العامة التي لها رأس مال ومساهمين ويديرها مدراء غير مالكيها،<sup>2</sup> كما تناولته نظرية المشروع وبعض نظريات التنظيم والادارة أوائل القرن التاسع عشر.

في القرن العشرين مباشرة بعد أزمة وول ستريت عام 1929 افتتح الباحثون أمثال "أودولف أوجستس بيرل" Adolf Augustus Berle، و"إيدوين دود" Edwin Dodd، و"وقرديني مينز" Gardiner Means النقاش حول دور الشركات الجديد في المجتمع وما زال لمقالة "بيرل ومينز" Berle & Means حول "الشركة الحديثة والملكية الخاصة" عام 1932 أثر كبير على مفهوم حوكمة الشركات، فقد كانا من أوائل من تناول فصل الملكية عن الإدارة حيث اعتبرا آليات حوكمة الشركات كفييلة بسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي من الممكن أن تضر بالشركة وبالصناعة ككل، هذا النقاش أدى إلى تطوير العديد من القوانين الخاصة بالأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث صدر قانون الأوراق المالية الأمريكي عام 1933 "Securities Act" وفي عام 1934 قانون تبادل الأوراق

<sup>1</sup> نزمين أبو العطا، حوكمة الشركات - سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، مجلة الاصلاح الاقتصادي، مركز المشروعات الدولية الخاصة، العدد 8، 2003، ص 51.

<sup>2</sup> خليل أبو سليم، قياس أثر الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات الأجنبية - أدلة ميدانية من البيئة الأردنية - مجلة جامعة جازان فرع العلوم الانسانية، المجلد 3، العدد 1، جانفي 2014، المملكة العربية السعودية، ص 169.

المالية "Security Exchange Act"، وفي عام 1937 أدخل "رونالد كوز" Ronald Coase من كلية الاقتصاد بشيكاغو مقولة تكاليف الصفقات في كتابه "طبيعة الشركة" لفهم سبب وجود الشركات وكيف تستمر في عملها،<sup>1</sup> بعدها تطرق كل من "جنسن وماكلين" Jensen & Meckling في عام 1976 الى "مشكلة الوكالة" حيث أشارا إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة، وفي هذا السياق أكدوا على إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات.<sup>2</sup>

هذا وقد بدأ الاهتمام بوضع تشريعات ومعايير لأفضل الممارسات في مجال الحوكمة بعد الفضائح المالية للشركات وتعد فترة الثمانينات والتسعينيات أمثلة على حالات الفساد المذكورة والتي ارتبطت بأسماء كبريات الشركات العالمية أمثال شركة Maxwell وشركة Bcci وشركة Polly peck في المملكة المتحدة، وشركة Credit Lyonnais في فرنسا، وشركة Metalgesellschaft & Schneider في ألمانيا، فضلا عن فشل البنك التجاري الكندي Canadian Commercial Bank في حين تمثلت حصة اليابان في فشل شركة Yamaichi، ثم أزمة القروض والمدخرات Saving & Loans في الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى اثر ذلك قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين عام 1985 بتشكيل لجنة حماية التنظيمات الادارية المعروفة باسم لجنة "تريدواي" "Tread way Commission" التي أصدرت تقريرها سنة 1987 الذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق حوكمة الشركات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية وتقوية مهمة التدقيق الخارجي أمام مجالس إدارة الشركات.

في عام 1992 صدر تقرير "كادبوري" "Cadbury Report" بالمملكة المتحدة والذي جاء ليؤكد على أهمية الحوكمة في زيادة ثقة المستثمرين في عملية إعداد القوائم المالية ومراجعتها وشمل التقرير مجموعة من المبادئ تتعلق بمجلس الادارة والابلاغ المالي، وفي عام 1997 ظهرت الأزمة المالية التي عصفت بدول شرق آسيا والتي تأثرت بها الكثير من الاقتصاديات كندا، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، والفلبين وهذا بخروج رأس المال الأجنبي اثر انهيار قيمة الأصول والممتلكات بشكل كبير،<sup>3</sup> ونتيجة لآثار الأزمة السابقة الذكر وانحيار بعض الشركات الأمريكية العملاقة مثل Enron و World com في مطلع الألفية الثالثة تداعت المؤسسات والمنظمات الدولية الى متابعة ودراسة ممارسات الحوكمة على مستوى الدول ومن هذه المؤسسات البنك العالمي، صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي والتي عملت على إصدار مجموعة من

<sup>1</sup> Nichlas S. Argyres; Julia Porter Liebeskind, "Contractual commitments, Bargaining power and governance inseparability: incorporating history into transaction cost theory", The academy of management review, vol 24, n° 01, January 1999.

<sup>2</sup> Jensen and Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 1976, vol 3.

<sup>3</sup> إيمان أحمد عزمي، حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية: الوضع القائم والاطار الملائم، المؤتمر العلمي الخامس حول حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والادارية والاقتصادية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، من 8 الى 10 سبتمبر 2005، ص 408.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

المبادئ الإرشادية لحوكمة الشركات عام 1999، وذلك بعد إعلان الدول الصناعية السبع G7 ♦ عام 1998 الاتجاه نحو التركيز على الحوكمة والحوافز الممنوحة للإدارة، وقد عملت على مراجعة وتعديل هذه المبادئ عام 2004 مضيئة مؤشر تأمين الأسس لإطار حوكمة فعالة للشركات وبذلك أصبحت تلك المبادئ الأساس الذي تتبناه غالبية الدول في إعداد مدونة قواعد حوكمة الشركات الخاصة بها، أما في الآونة الأخيرة فقد تعاضت أهمية حوكمة الشركات وأضحت إحدى الدعائم الأساسية لاستقرار الاقتصاديات<sup>1</sup> خاصة عقب الأزمة المالية الأخيرة (2008) والتي أدت إلى انهيار شركات ومؤسسات مالية عملاقة، وقد عملت الجهات الرقابية للدول المتقدمة على الاستجابة لهذه الهزات والعمل على تعزيز مبادئ حوكمة الشركات بإضافة مبدأ آخر لمبادئ الحوكمة الخمسة هو مبدأ المستثمرين المؤسسيين وأهميتهم في حوكمة الشركات.

### ثانياً: تعريف حوكمة الشركات:

لم يتفق الباحثين على تعريف واحد لهذا المفهوم فالبعض ينظر إليه من الناحية الاقتصادية على أنه الآلية التي تساعد الشركة في الحصول على التمويل وتضمن تعظيم قيمة أسهم الشركة واستمرارها في الأجل الطويل وآخرون يعرفونه من الناحية القانونية على أنه يشير إلى طبيعة العلاقة التعاقدية من حيث كونها كاملة أو غير كاملة، والتي تحدد حقوق وواجبات حملة الأسهم وأصحاب المصالح من ناحية والمديرين من ناحية أخرى وفريق ثالث ينظر إليه من الناحية الاجتماعية والأخلاقية مركزين بذلك على المسؤولية الاجتماعية للشركة في حماية حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين وتحقيق التنمية الاقتصادية العادلة وحماية البيئة،<sup>2</sup> وفيما يلي نورد مجموعة من التعاريف الخاصة بهذا المفهوم:

**تعريف 1:** تعرف مؤسسة التمويل الدولية حوكمة الشركات بأنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها".<sup>3</sup>

**تعريف 2:** تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ♦ حوكمة الشركات بأنها: "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

♦ G7: هذه الدول هي: الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، اليابان، ألمانيا، إيطاليا، كندا، بريطانيا

<sup>1</sup> هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الملامح الرئيسية لحوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، الإدارة العامة للدراسات والتطوير، تموز، 2012.

<sup>2</sup> سميحة فوزي، تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، ورقة عمل رقم 72، أبريل 2003.

<sup>3</sup> نجاة جمعان، حوكمة الشركات - متطلباتها، مبادئها ونطاق تطبيقها - كونسول للاستشارات الاستثمارية، 2009، ص 04.

♦ Organisation for Economic Co-Operation and Development

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

واجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة، وكذلك تحديد الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها وآليات الرقابة على الأداء".<sup>1</sup>

**تعريف 3:** يعرف القانون البلجيكي حوكمة الشركات 2004 بأنها: "مجموعة من القواعد والسلوكيات التي تدار الشركات ويتحكم فيها طبقاً لها، تحافظ من خلالها على توازن سليم بين الملكية والادارة وكذلك التوازن بين الأداء والالتزام".<sup>2</sup>

**تعريف 4:** عرف أدريان كادبوري عام 1992 في تقريره حول النواحي المالية لحوكمة الشركات في المملكة المتحدة حوكمة الشركات بأنها: "النظام الذي تدار من خلاله وتوجه وتراقب الشركات".

**تعريف 5:** عرف أندري شلايفر وروبرت فيشني Andrei Shleifer & Robert Vishny حوكمة الشركات بأنها: "تتعامل مع الطرق التي يضمن بها موردو التمويل للشركات من حصولهم على عائد على استثماراتهم".<sup>3</sup>

**تعريف 6:** عرف Oliver Williamson 1999: حوكمة الشركات بأنها: "استراتيجية تتبناها الشركة في سعيها لتحقيق أهدافها الرئيسية ضمن منظور أخلاقي ينشأ من داخلها باعتبارها شخصية معنوية مستقلة قائمة بذاتها ولها هيكل اداري وأنظمة ولوائح داخلية تكفل لها تحقيق تلك الأهداف بقدرتها الذاتية وبعيداً عن تسلط أي فرد فيها، وبالقدر الذي لا يضر بمصالح الأطراف ذات العلاقة".<sup>4</sup>

**تعريف 7:** عرف Franck Bancelle حوكمة الشركات بأنها: "تقوم حوكمة الشركات على أساس الموازنة بين الصلاحيات التي تتمتع بها إدارة الشركة وحماية حقوق المساهمين".<sup>5</sup>

**تعريف 8:** تعرف نجاة جمعان حوكمة الشركات بأنها: "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 والإفصاح والشفافية والمساءلة بها، وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الأطراف المختلفة".<sup>6</sup>

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

<sup>2</sup> محمد طارق يوسف، حوكمة الشركات اللازمة لسلامة التطبيق: مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، أعمال المؤتمرات، القاهرة، نوفمبر 2006، ص 121.

<sup>3</sup> Diane K. Denis & John J. McConnell, International Corporate Governance , Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 5/2003, European Corporate Governance Institute ECGI, January 2003, P2.

<sup>4</sup> مها محمود رمزي ربحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات - حالة دراسية للشركات المساهمة العمانية - مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد الأول، 2008، ص 94.

<sup>5</sup> Franck Bancelle, La gouvernance des Entreprises, économique, Paris, 1997, p:19.

<sup>6</sup> نجاة جمعان، مرجع سبق ذكره، ص 04.

**تعريف 9:** يعرف سيد عبد الرحمن عباس بلة حوكمة الشركات بأنها: "نظام شامل يتضمن مقاييس أداء الإدارة الجيدة ومؤشرات حول وجود أساليب رقابية تمنع أي من الأطراف ذات العلاقة بالشركة داخلية أو خارجية من التأثير بصفة سلبية على أنشطتها، وبالتالي ضمان أمثل استخدام للموارد المتاحة بما يخدم مصالح جميع الأطراف بطريقة عادلة تحقق الأثر الإيجابي للشركة وملاكها والمجتمع ككل".<sup>1</sup>

**تعريف 10:** يعرف ظاهر القشي وحازم الخطيب حوكمة الشركات بأنها: "حقل من حقول الاقتصاد التي تبحث كيفية تحفيز الإدارة الكفؤة في شركات المساهمة باستخدام ميكانيكية الحوافز مثل العقود والتشريعات وتصاميم الهياكل التنظيمية".<sup>2</sup>

**تعريف 11:** يعرف مجمع المدققين الداخليين الأمريكي حوكمة الشركات بأنها: "عمليات تتم من خلال استخدام اجراءات بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير اشراف على المخاطر وإدارتها، ومراقبة المخاطر والتأكد من كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر بالشكل الذي يؤدي الى المساهمة المباشرة في انجاز أهداف وخطط الشركة".<sup>3</sup>

**تعريف 12:** يعرف حاكم محسن وحكيم عبد الحسين حوكمة الشركات بأنها: "تعنى بالاطار العام الذي يجمع قواعد وعلاقات ونظم ومعايير وعمليات تساعد على ممارسة السلطة والتحكم في الشركات"، ومن الممكن تفصيل هذا التعريف كالتالي:<sup>4</sup>

- **القواعد:** مجموعة القوانين واللوائح والقيود التنظيمية المنظمة لعمل الشركات في الداخل والخارج.
- **العلاقات:** تشمل جميع العلاقات المتداخلة بين الشركة والأطراف ذات العلاقة أو ذات المصلحة خاصة العلاقة بين المالكين والادارة العليا ومجلس الادارة، فضلاً عن العلاقة مع الحكومة والعاملين والمجتمع الكبير المحيط بالشركة.
- **النظم والمعايير:** مجموع النظم التي توظفها الشركة لممارسة عملها وتحقيق أهدافها مثل نظم القياس ومعايير الأداء والمعايير المحاسبية الدولية، ومعايير التدقيق الدولية وأخلاقيات وسلوكيات ممارسة المهنة... الخ.
- **العمليات:** للتحكم في مفهوم حوكمة الشركات لابد من توفر عنصران مهمان هما المتابعة والرقابة أو عنصر التفتيش لاكتشاف الانحرافات والتجاوزات وتعديل وتطوير عمل الشركة عن طريق الضبط والتحكم بهدف

<sup>1</sup> سيد عبد الرحمن عباس بلة، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الابداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 12، 2012، ص 55.

<sup>2</sup> ظاهر القشي وحازم الخطيب، الحاكمية المؤسسية وامكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة اربد للبحوث والدراسات، جامعة اربد، المجلد العاشر، العدد الأول، تشرين الأول، 2006، ص 16.

<sup>3</sup> عمر اقبال توفيق المشهداني، تدقيق التحكم المؤسسي (حوكمة الشركات) في ظل معايير التدقيق المتعارف عليها "اطار مقترح" مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012، ص 222.

<sup>4</sup> حاكم محسن الربيعي وحميد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2011، ص 28-29.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

تصحيح الانحرافات، حيث نلاحظ أن العنصر الثاني يهتم بتطوير وتنمية الشركات وتحسين قدراتها وقراراتها في حين يهتم العنصر الأول بالرغبة في اكتشاف التجاوزات وما لم يكن مدعوما بالعنصر الثاني وهو تصحيح ما تم اكتشافه يكون لدينا حوكمة عرجاء.

هذه التعاريف توضح لنا أن هناك معاني أساسية لمفهوم حوكمة الشركات يمكن اجمالها فيما يلي:

- 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 والمديرين التنفيذيين والمساهمين.
  - تنظيم للعلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح.
  - التأكيد على أن الشركات يجب أن تدار لصالح المساهمين.<sup>1</sup>
  - تطبيق مفهوم حوكمة الشركات يعني القضاء على التعارض وتحقيق الانسجام والتوازن بين مصالح الفئات المختلفة المهتمة بالوحدة الاقتصادية سواء من داخلها أو خارجها، وذلك بالحد من سيطرة الإدارة وإعطاء سلطات واسعة للفئات الأخرى خاصة المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح.
  - تطبيق مفهوم حوكمة الشركات يعني تحقيق الشفافية في كافة عمليات الشركة، والإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بها خاصة المعلومات المالية لما لها من دور فعال في اتخاذ القرارات الاستثمارية.<sup>2</sup>
  - ضبط ممارسات مديري الشركات التنفيذيين بصفة عامة وممارسات مجلس الإدارة بصفة خاصة وما يقومون به من أعمال تخولها لهم سلطاتهم الوظيفية مثل تغيير أو إخفاء معلومات سلبية خاصة بنتائج الشركة، أو الاستفادة من المعلومات الداخلية للشركة سواء لهم أو لذويهم على حساب المساهمين الآخرين.
  - ضبط ممارسات مراجعي الحسابات الخارجيين وكذلك العاملين في المراجعة الداخلية والعاملين في أقسام المحاسبة وما قد يقومون به من عمليات إخفاء للحقائق وتزييف للبيانات أي اظهار المواقف المالية للشركة على غير حقيقتها، وذلك بسبب ضغوط مجالس الإدارة والإدارة التنفيذية عليهم أو اغرائهم بمزايا مالية أو عينية.<sup>3</sup>
- بناءً على ما سبق تقديمه لتوضيح مفهوم حوكمة الشركات يمكن أن نقدم التعريف التالي:
- حوكمة الشركات هي:** "مجموعة من القواعد الإرشادية التي تستخدم لتوجيه أعمال الشركات ومراقبتها قصد الارتقاء بأدائها، وتطوير مستوى الإفصاح والشفافية في كل عملياتها خدمة لأهداف المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين".

<sup>1</sup> ابراهيم خليل حيدر السعدي، حوكمة الشركات ورفع مستوى الإفصاح وأثرها في معالجة الأزمة المالية المعاصرة، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2008، ص 333.

<sup>2</sup> نجاة جمعان، مرجع سبق ذكره، ص 5.

<sup>3</sup> مصطفى حسن بسبوني السعدي، الشفافية والإفصاح في إطار حوكمة الشركات، مبادئ وممارسات الحوكمة، ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الإصلاح الاقتصادي والهيكلي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، أعمال المؤتمرات، القاهرة، 2006، ص 144.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

ثالثاً: أبعاد حوكمة الشركات: يشتمل مفهوم حوكمة الشركات على العديد من الأبعاد القصد منها هو ضبط وتنظيم أداء الشركات وذلك لخدمة مصالح جميع الأطراف ذات العلاقة، ويمكن حصر هذه الأبعاد فيما يلي:<sup>1</sup>

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 فإن تدعيم الرقابة يتناول نظم الرقابة والمراجعة الداخلية، أما على المستوى الخارجي فيتناول القوانين واللوائح وقواعد التسجيل في البورصة، وتوسيع نطاق ومسؤوليات المراجع الخارجي وتدعيم استقلاله.

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 الإخلاص 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 بالإفصاح عن أنشطة وأداء الشركة والعرض أمام المساهمين وغيرهم ممن يحق لهم قانونياً مساءلة الشركة.

6- الإفصاح والشفافية: الإفصاح والشفافية لا يَخُص فقط المعلومات المالية ونشاطات الشركة بل يتسع المفهوم ليشمل تقارير عن المؤشرات الدالة على الالتزام بمبادئ الحوكمة طبقاً لقواعد تسيير الشركات، حيث يشمل هذا البعد ما يلي:

- كفاءة وفعالية 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.

- فصل المهام بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة.

- كفاية الإفصاح عن كافة المعلومات و في الوقت المناسب.

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

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

- تشكيل لجان غير تنفيذية من أعضاء مجلس إدارة المستقلين مثل لجنة الترشيحات، لجنة المكافآت ولجان المراجعة.

- وجود وظيفة فعالة للرقابة والمراجعة الداخلية.

### رابعاً: مداخل تطبيق حوكمة الشركات:

بالرغم من توفر مقومات جودة حوكمة الشركات المتمثلة في وجود مجالس إدارة على مستوى عالٍ من الخبرة والتأهيل، ووجود لجان مراجعة مستقلة مع إشراف الجمعية العامة على اختيار وتعيين المراجع الخارجي إلا أن حدوث العديد من حالات انهيار الشركات أنبأت بالفشل الكبير في حوكمة الشركات التي كان معمولاً بها سابقاً، الأمر الذي دفع بتدخل الحكومات لسن العديد من القوانين مثل قانون Sarbanes Oxley عام 2002 بالولايات المتحدة الأمريكية، وانطلاقاً من هذا أشار "Arjoon" إلى أن تطبيق حوكمة الشركات على كافة المستويات وفي مختلف الدول يعتمد على مدخلين هما:<sup>1</sup> المدخل على أساس القواعد، المدخل على أساس المبادئ.

1- المدخل على أساس المبادئ: يركز هذا المدخل بشكل كبير على قيم الصدق في التعامل حيث يفترض وجود بيئة على مستوى عالي من الأخلاق، كما يتطلب درجة أقل من التعقيد والالتزام ويلائم بعض القطاعات الاقتصادية ذات تعقيد أقل أو ارتباط مصالح على مستوى المجتمع أقل مثل الشركات العائلية، والشركات ذات عدد المساهمين القليل.

2- المدخل على أساس القواعد: يعتمد هذا المدخل بدرجة أقل على المعايير الأخلاقية والثقافية وبشكل كبير على الالتزام الصارم بالقوانين والقواعد، حيث يتم الالتزام فيه عن طريق التقنين وليس السلوك الشخصي للأفراد، ويرى "Jackson" أن هذا المدخل يلائم قطاع الخدمات المالية الذي يتطلب التزام صارم وذلك لوجود درجة عالية من المصلحة العامة مرتبطة بعدد كبير من القطاعات الاقتصادية من جهة، ونظراً لوجود درجة تعقيد عالية في طبيعة نشاطها من جهة أخرى، والجدول الموالي يوضح لنا أهم الفروق بين المدخلين:

<sup>1</sup> عصمت أنور صحصاح، اتجاهات حديثة في المراجعة وحوكمة البنوك، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2014، ص ص 56-57.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

### جدول رقم (1-1): مقارنة بين مداخل حوكمة الشركات

المدخل على أساس المبادئ	المدخل على أساس القواعد
1- يشدد على عمل الأشياء الصحيحة بوسائل ملائمة وقيادة سلوك الشركة من خلال التركيز على النتائج النهائية.	1- الالتزام بمجموعة محددة من الطلبات الاجرائية.
2- التزام أو تفسير عدم الالتزام.	2- الالتزام والا ...
3- يتسع ليشمل المجالات التي لا يغطيها القانون وأعلى من المعايير الأخلاقية.	3- يمثل أدنى مستوى من المعايير الأخلاقية.
4- يشدد على عمليات التواصل.	4- يؤكد على المنهج التحليلي ويشدد على التفاصيل والقدرة على التطبيق بالقوة.
5- يميل نحو التركيز على الجوانب النوعية الشخصية.	5- يميل نحو التركيز على الجوانب الكمية والموضوعية.
6- شرط كاف لفاعلية الحوكمة.	6- شرط ضروري لفاعلية الحوكمة.
7- يتطور خلال فترة طويلة.	7- يتطلب متابعة مستمرة.
8- يميل لأن يكون مبنياً على القيم.	8- يركز على الاكتشاف.
9- واسع وتضميني بشكل كبير.	9- وصفي، مفصل، واضح بشكل كبير.
10- يعزز التمسك بالقيم.	10- يتطلب الالتزام العمى بالقواعد.
11- يعطي مساحة من حرية التصرف.	11- الزامي.
12- صعوبة في التطبيق.	12- سهولة التطبيق.

**المصدر:** عيسى عبد الله الغنودي، إمكانية حوكمة الشركات لتحسين الأداء في الشركات الصناعية الليبية : دراسة ميدانية- دراسة تحليلية رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2011، ص 59.

من خلال الجدول يتبين أن المدخل على أساس المبادئ يميل الى الصبغة أو الشكل الأخلاقي بينما المدخل على أساس القواعد يميل الى الالتزام القانوني، وعليه فان تطبيق كلا المدخلين على حدا يمكن أن يكون له تأثير إيجابي ولكن لا يمكنه ضمان التطبيق الجيد للحوكمة، فمثلا اعتمدت الولايات المتحدة الأمريكية على مدخل المبادئ لفترة طويلة من الزمن ونظرا لعدم كفايته لجأت الى تطبيق المدخل على أساس القواعد من خلال اصدار قانون Sarbanse Oxley سنة 2002 والذي بين حاجة بيئة الأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية الى أكثر من مجرد مبادئ، وعليه يمكن القول أنه لا يمكن الاعتماد على أحد المدخلين دون الآخر وانما تتطلب بيئة النشاط الاقتصادي مهما كان نوعها خاص أو عام، متطور أو ناشئ تطبيق المدخلين معاً لضمان فعالية تطبيق قواعد الحوكمة، ونظرا للخصائص المتعارضة للمدخلين فقد أشار " Sama & Shoaf " الى الحاجة الى اطار مفاهيمي لتكامل المدخلين، وذلك بناءً على دراسة الشركات التي تعرضت الى أزمات أخلاقية وليس نقص في القواعد مثل شركة Enron الأمريكية وبعض الشركات الأخرى التي واجهت نقص في القواعد مع وجود التزام أخلاقي مثل شركة Vivendi الفرنسية وشركة Cable & Wireles البريطانية.

### خامساً: معايير تطبيق حوكمة الشركات:

أكدت الدراسات الحديثة أن هناك مجموعة من المؤشرات أو المعايير يتم استخدامها للحكم على مدى تطبيق الحوكمة من عدمه من أهمها مايلي:<sup>1</sup>

**1- مدى وضوح القوانين:** أي وضوح اللوائح المتضمنة لأفضل أساليب ممارسة سلطة الإدارة في مجالس الإدارة والإدارة التنفيذية، ومعنى الوضوح أن تكون صياغتها سليمة وسهلة الفهم وأن تكون كافية لتغطية كافة النشاطات ويمكن لأي كان الحصول عليها، وأن تكون متسقة لكي لا تتعارض مع بعضها وحتى لا يجد من يخالف أحكامها مخرجاً من تلقي العقوبات المخالفة لها.

**2- المشاركة النسبية للمديرين غير التنفيذيين في الإدارة:** بمعنى اشراك عدد معين من المدراء غير التنفيذيين في إدارة الشركة لأن هذا من شأنه أن يوفر أداة جيدة للتوجيه والرقابة وتحسين الاشراف ويحقق مزيد من الشفافية ومن ثم معالجة أي قصور بشكل سريع.

**3- الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي:** لأن هذا الفصل من شأنه أن يخلق فاعلية في تحديد استراتيجية الشركة ورسم السياسات المختلفة التي تتوافق مع متطلبات العمل، ومصالح أصحاب رؤوس الأموال المستثمرة في المشروع.

**4- وجود لجان رئيسية تابعة لمجلس الإدارة:** تقوم هذه اللجان بالرقابة على أعمال الشركة، كل لجنة حسب اختصاصها (لجنة الأجور والمكافآت، لجنة الترشيحات... الخ)، تقدم تقاريرها الى مجلس الإدارة الأمر الذي يساعده على فهم حقيقة ما يجري في الشركة والاحاطة بكل الأخطار التي تهددها.

**5- الافصاح عن مرتبات ومكافآت كبار المديرين:** وذلك من خلال التصريح بالمكافآت والمرتبات الممنوحة لكل واحد منهم وما حققه من نتائج، أي كم الأداء والتحسين والتطوير الذي تم على يديه واتساقها مع ما تم التعاقد عليه ومدى تناسب الدخل الذي حصل عليه مع النتائج التي تم التوصل اليها، ومن ثم الحكم على كفاءة مجلس الإدارة ومدى امكانية استمرار أعضائه في شغل مناصبهم أو القيام بإحلال أفراد آخرين محلهم لتحقيق نتائج أفضل.

<sup>1</sup> مصطفى حسن بسيوني السعدني، مرجع سبق ذكره، ص ص 152-153.

### المطلب الثاني: مقومات حوكمة الشركات.

تطبيق الحوكمة بالشركات يعني ادارتها وفق أسس تعمل على رفع أدائها وصيانة حقوق كل من له مصلحة فيها، ويعتبر السلوك الأخلاقي، الإفصاح، الشفافية، المساءلة، إدارة المخاطر وكذا مكافحة الفساد أحد الدعائم الأساسية التي يقوم عليها نظام حوكمة الشركات، فيما يلي نقدم توضيح لكل مفهوم من هذه المفاهيم:

#### أولاً: السلوك الأخلاقي:

تستند الحوكمة الى ركيزة انسانية قوية هي السلوك الأخلاقي والذي يجب أن يحكم سلوك جميع الأطراف المرتبطة بالشركة سواء كانوا عاملين فيها أو متعاملين معها أو مهتمين بما يصدر عنها أو مساهمين فيها أو مديريها لها ومتخذي قرار خاص بأعمالها، كل طرف من هؤلاء الأطراف له حقوق وعليه واجبات يجب أن تحكمها المبادئ الآتية:<sup>1</sup>

- مدى سلامة السلوك وذلك من خلال تمثيه مع القيم والمبادئ والأخلاق الحميدة والمثل العليا للمجتمع.
  - يتطابق مع القوانين والتشريعات والضوابط.
  - توافقه مع تطلعات وأهداف الأفراد وقناعاتهم.
  - مدى تقبل المجتمع لهذا السلوك في اطار توافقه أو عدم توافقه مع النظام العام.
- وعليه فإن تحقيق سياسة ونظم الحوكمة الجيدة في أي شركة انما هو رهن كفاءة الادارة الرشيدة المنفذة والمشرفة للسياسات والنظم ومستوى أخلاق القوى البشرية المديرة للشركة، فاذا كانت الحوكمة في أهم جوانبها تهدف الى مقاومة أشكال الفساد المالي والاداري فان الأخلاق الحميدة هي الاطار الأكثر مناسبة لتدعيم هذا الهدف.

#### ثانياً: الإفصاح:

يعد الإفصاح احدى المقومات الأساسية لحوكمة الشركات:

1- مفهوم الإفصاح: يقصد بالإفصاح اتباع سياسة الوضوح الكامل واظهار 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 والى الجهات الرقابية مثل هيئة سوق الأوراق المالية حتى تصل الى علم كافة الجمهور لكي يستفيد منها المستثمرين

<sup>1</sup> عيسى عبد الله الغنودي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

♦ 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 الحق في الاطلاع عليها مثل الإفصاح في البورصة.

المحتملين<sup>1</sup>، 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.<sup>2</sup>

2- أنواع الإفصاح: يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح تبعاً للهدف منه إلى:<sup>3</sup>

2-1 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.

2-2 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.

2-3 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، كما أنه يتأثر بالخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

2-4 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.

2-5 الإفصاح التثقيفي (الاعلامي): يتضمن الإفصاح التثقيفي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المستقبلية والإفصاح عن الإنفاق 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.

<sup>1</sup> صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الخامس، غرفة تجارة وصناعة دبي، 7/6 مارس 2007، ص 05.

<sup>2</sup> محمود إبراهيم وعبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1995، ص 25

<sup>3</sup> 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.

2-6 الإفصاح الوقائي: هذا النوع من الإفصاح يقوم على ضرورة احتواء التقارير المالية على معلومات غير مضللة، فالهدف الأساسي له 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 الأمر الذي يسمح بترشيد قرارات المفاضلة بين الأوراق المالية للشركات المختلفة، ولكن بعض الشركات لا تلتزم بمتطلبات الإفصاح إما لنقص الوعي بمتطلباته أو لتعمد إخفاء بعض الحقائق عن المستثمرين وذلك من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

3-1 عدم كفاية الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة: لقيد الأوراق بالبورصة فإن الشركة تقدم علاوة على القوائم المالية المدققة تقريراً من مجلس الإدارة توضح فيه الموقف المالي والتشغيلي للشركة وسياساتها المستقبلية والمخاطر المحيطة بأنشطتها، وقد يتعمد مجلس الإدارة في تقريره إخفاء بعض الحقائق عن المساهمين الآخرين حول كيفية إدارة الإيرادات والمصروفات وذلك بالتواطؤ مع الإدارة التنفيذية في الشركة.

3-2 عدم كفاية الإفصاح 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 الإدارة والمديرين وأقاربهم وكل مساهم يملك 5% فأكثر من أسهم الشركة، ففي بعض الحالات يقوم المسؤولين بالشركة بتنفيذ معاملات بين الشركة وشركاتهم الخاصة أو شركات أقاربهم بحيث تُقام تلك المعاملات بشكل مغالى فيه فيستولوا على أموال الشركة على حساب المساهمين فيها، وعدم كفاية الإفصاح عن هذه المعاملات هو مؤشر على ضعف نظم الرقابة الداخلية وإجراءات الالتزام بقواعد حوكمة الشركات.

3-3 التلاعب في إعلان نتائج الأعمال بالإصدارات الصحفية قبل نشر القوائم المالية: لجذب أكبر عدد من المستثمرين تقوم بعض الشركات بإصدار بيانات صحفية في نهاية كل فترة محاسبية لعرض نتائج أعمالها قبل نشر القوائم المالية الختامية، وفي هذه البيانات الصحفية يتم الإعلان عن عدة مسميات للربح مثل صافي الربح قبل المصروفات غير العادية، وصافي الربح قبل خصم مصروف الاهتلاك ما قد يترتب عليه لبس في سوق الأوراق المالية لأن هناك فرق بين قيمة الأرباح المتعلقة بهذه المسميات وصافي الربح طبقاً لقائمة الدخل.

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

### ثالثاً: الشفافية:

الشفافية هي الأخرى من المقومات الجوهرية في حوكمة الشركات:

1- **تعريف الشفافية:** الشفافية هي ترجمة للكلمة الفرنسية "Transparence" ومنها الصفة "Transparent" بمعنى شفاف وتعني لغةً ما لا يحجب ما وراءه،<sup>1</sup> أما اصطلاحاً: تعني الوضوح التام في اتخاذ القرارات ورسم الخطط والسياسات وعرضها على الجهات المعنية بمراقبة أداء الشركة أي التصرف بطريقة مكشوفة وعلنية<sup>2</sup>، كما يقصد بها قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجبها ما عدا تلك التي يكون من شأنها الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك، هذا وتعتبر الشفافية حقاً دائماً يتمتع به المساهمين ومن في حكمهم من الممولين والدائنين.<sup>3</sup>

2- **شروط الشفافية:** استناداً الى المعايير الدولية حول الشفافية فإن العناصر الأساسية لتحقيق الشفافية بالشركة تتمثل فيما يلي:<sup>4</sup>

- تصميم الإجراءات والتعليمات الإدارية بما يتفق مع قواعد مكتوبة ومنشورة.
- أن تكون نصوص القوانين واللوائح والتعليمات المتعلقة بالنظام الداخلي للشركة وتلك التي توضح كيفية ممارسة الحقوق القانونية لكل من له مصلحة فيها في متناول الجميع.
- أن توفر معلومات كافية لفهم عملها وتسهيل مراقبة أدائها.
- أن توفر البيانات التي يحتاجها المستثمر في الوقت المناسب لوضع خططه المستقبلية وتقدير معدلات المخاطرة الاستثمارية.

من خلال هذه المعايير نستنتج أن الشفافية هي أن تكشف الشركات ما يجري بداخلها، بحيث تكون الحقائق معروضة ومتاحة للجميع والشكل الموالي يوضح لنا جوهر الشفافية:

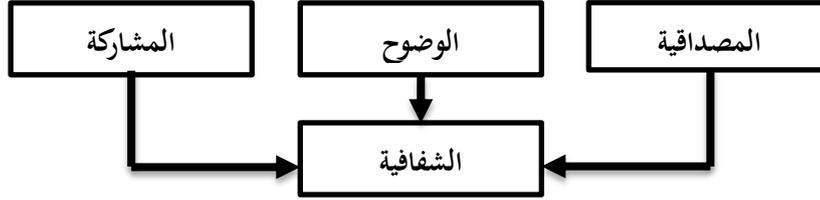
<sup>1</sup> صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية، المجلد، والبورصات، المجلد الخامس، غرفة تجارة وصناعة دبي 7/6 مارس 2007، ص 03.

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

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> صفوت عبد السلام عوض الله، المرجع نفسه، ص 10.

### شكل رقم (1-1): جوهر الشفافية.



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

### رابعاً: المساءلة:

المساءلة هي قاعدة تقضي بحاسبة متخذي القرارات في الشركة أو الذين ينفذون الأعمال عن نتائج قراراتهم وأعمالهم تجاه الشركة والمساهمين،<sup>1</sup> أي 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:<sup>2</sup>

- توضيح كيفية تنفيذ الإدارة التنفيذية لمهامها ومبررات القرارات التي تتخذها.
- التفاعل المباشر مع الانتقادات والمطالب التي توجههم إليهم.
- تحمل المسؤولية عن الأخطاء التي تقع أو الفشل الذي ينتج عن القرارات المتخذة.
- وجود آلية واضحة تتيح للمساهمين التحقق من التزام الإدارة بمهامها على الوجه المخطط له.
- وجود آلية واضحة للتعامل مع الأخطاء أو الفشل.

### خامساً: إدارة المخاطر:

المخاطر في بيئة الشركات تعني التعرض للنتائج المترتبة والمربطة بعدم اليقين، والحديث عن المخاطر بهذا المعنى هو حديث عن احتمالات وقوعها والنتائج المترتبة عليها وأساليب مواجهتها فإذا كان من غير الممكن تحاشي المخاطر فإنه من الممكن إدارتها بما يسمح بفهم أفضل لظروف عدم اليقين، وإدارة المخاطر هي عملية مستمرة تتضمن عدة خطوات لتحديد المخاطر وتحليلها واتخاذ القرارات اللازمة لمعالجتها قصد السيطرة على آثارها، هذه الخطوات مرتبطة ببعضها البعض من خلال تدفقات المعلومات والاتصالات التي تقدم الرأي والمشورة وتسعى وراء التقييم والمتابعة من خلال نظام سليم للرقابة الداخلية، وعليه فإن إدارة الخطر يمكن أن تساعد إدارة الشركة في التعرف بصورة واضحة على مستقبلها ولكن تحقيق ذلك يتطلب درجة عالية من الشفافية وهذا يعد ثمرة مباشرة للتطبيق الجيد للحوكمة.

<sup>1</sup> حمدي عبد العظيم عولمة الفساد وفساد العولمة: اداري- تجاري- سياسي- دولي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص 265.

<sup>2</sup> 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 أوت سكيكدة، 10/9 ديسمبر 2007، ص 12.

### المطلب الثالث: أهمية وأهداف حوكمة الشركات.

لحوكمة الشركات أهمية كبيرة وفي مجالات مختلفة وتبرز هذه الأهمية بصفة كبيرة في المجالات الاقتصادية والمحاسبية فضلاً عن أهميتها في المجالات القانونية، هذه الأهمية ينتج عنها تحقيق العديد من الأهداف للشركة والبيئة التي تنشط فيها.

#### أولاً: أهمية حوكمة الشركات:

تظهر أهمية حوكمة الشركات من خلال دورها في المجالات التالية:

**1- الأهمية الاقتصادية لحوكمة الشركات:** تنقسم هذه الأهمية الى أهمية للشركة، أهمية للمساهمين، وأهمية للاقتصاد:

**1-1 أهمية الحوكمة بالنسبة للشركة:** لا تعد حوكمة الشركات هدفاً في حد ذاتها فهي لا ترتبط بعمليات إجرائية وإنما تمثل التزاماً بإرشادات معينة أو مراعاة سلوكيات إدارية معينة، فهي تهدف الى تحسين أداء الشركات وضمان حصولها على الأموال بتكلفة معقولة لأن هناك علاقة طردية بين تطبيق الحوكمة ودرجة الأداء الاقتصادي للشركة، فالشركات التي تتمتع بحوكمة جيدة تملك مدراء بمستويات عالية الجودة وتتعامل بصورة أكثر شفافية بشكل يوحي لحملة الأسهم والمتعاملين الآخرين معها بالثقة ويعمل على تخفيض مخاطر الاستثمار والنتيجة تخفيض تكلفة رأس المال.

**1-2 أهمية الحوكمة بالنسبة لحملة الأسهم:** تعد حوكمة الشركات ذات أهمية بالنسبة لحملة الأسهم والمستثمرين المرتقبين إذ تضمن قدر ملائم من الطمأنينة لحملة الأسهم في تحقيق عائد مناسب على استثماراتهم، ذلك أن تطبيق الحوكمة يؤدي الى تعظيم قيمة أسهمهم والحفاظ على حقوقهم ولاسيما حاملي أقلية الأسهم وهذا في ظل مشكلة الوكالة الناشئة عن فصل ملكية الشركات عن إدارتها، وهنا تأتي أهمية الحوكمة في سد الفجوة التي يمكن أن تحصل بين الأصيل والوكيل جراء رغبة الأخير في تبني الممارسات التي من شأنها أن تحقق رفايته الشخصية على حساب رفايته لحملة الأسهم.

**1-3 أهمية الحوكمة بالنسبة للاقتصاد:** تعد حوكمة الشركات ذات أهمية بالنسبة للاقتصاد ذلك أن هناك ارتباطاً وثيقاً بين حوكمة الشركات ونظام الاقتصاد في أي بلد، فالمشاكل الناجمة عن ضعف حوكمة الشركات لا تكمن فقط في فشل هذه الأخيرة وإنما تمتد الى أبعد من ذلك متمثلة في ضعف مستويات الثقة العامة في الأعمال كلها حيث أن المسألة لا تعد مجرد انهيار سمعة القليل من الشركات بل تشير الى فقدان مصداقية النظام الاقتصادي كله، وعليه يجب النظر الى تطبيق حوكمة الشركات على أنه يمثل كسباً لكافة الأطراف فهو يعد كسباً للشركة من خلال تحسين الأداء وتخفيض تكاليف الحصول على رأس المال ويعد كسباً لحملة الأسهم من خلال تعظيم قيمة الأسهم في المدى الطويل، كما يعد كسباً للاقتصاد القومي من خلال النشاط المستقر والمستمر.

2- أهمية حوكمة الشركات في الجانب المحاسبي والرقابي: في الجانب المحاسبي والرقابي تتجسد أهمية حوكمة الشركات فيما يلي:<sup>1</sup>

- محاربة الفساد المالي والإداري في الشركات.
- ضمان النزاهة والحيادية والاستقامة لكافة العاملين في الشركة ابتداءً من مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين حتى أدنى مستوى للعاملين فيها.
- تحقيق الاستفادة القصوى من نظم المحاسبة والرقابة الداخلية، وتحقيق فاعلية الإنفاق أي ربط الإنفاق بالإنتاج.
- تحقيق قدر كاف من الإفصاح والشفافية في الكشوفات المالية.
- ضمان استقلالية مدققي الحسابات الخارجيين وعدم خضوعهم لأية ضغوط من مجلس الإدارة أو من المديرين التنفيذيين.

3- الأهمية القانونية لحوكمة الشركات: تتمثل الأهمية القانونية للحوكمة في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة الشركات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في الشركة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم، وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل الشركات (قوانين الشركات، قوانين الأسواق المالية، المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق) العمود الفقري لإطار حوكمة الشركات إذ تنظم تلك القوانين والمعايير العلاقة بين الشركة والأطراف المهتمة بها، ويشير Zingales في هذا الصدد الى أن الأشكال المختلفة للعقود بين كافة الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بالشكل الذي يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم، هذا وتأتي أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية للتغلب على سلبيات تنفيذ العقود التي يمكن أن تنتج عن الممارسات التي تنتهك العقود المبرمة أو القوانين والقرارات والنظم الأساسية المنظمة للشركة، فقد اقترحت مؤسسة التمويل الدولية سنة 2002 بأن يتم إصدار قواعد أو دساتير لحوكمة الشركات Codes Of Corporate Governance يمكن أن يتم تضمينها بكل من قوانين أسواق الأوراق المالية والشركات مع ضمان كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي من خلال تفعيل دور أجهزة الإشراف والرقابة.

<sup>1</sup> ميخائيل اشرف حنا، "تدقيق الحسابات في إطار منظومة حوكمة الشركات"، بحوث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، 2005، ص 83.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

### ثانياً: أهداف حوكمة الشركات:

- الهدف الأساسي من تطبيق ضوابط الحوكمة هو تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة قصد حماية حقوق حملة الأسهم والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، هذا الهدف لا يمكن تحقيقه إلا بتحقيق الأهداف الفرعية المؤدية إليه والمتمثلة فيما يلي:
- تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي تواجهها الشركات.
  - تدعيم عنصر الثقة في كافة معاملات وعمليات الشركة خاصة في إجراءات المحاسبة والتدقيق بالشكل الذي يُمكن من ضبط الفساد في أي مرحلة.
  - ضمان وجود هياكل إدارية يمكن معها محاسبة إدارة الشركة أمام مساهميها.
  - تعميق ثقافة الالتزام بالقيم والمبادئ الأخلاقية في العمل.
  - حماية المساهمين بصفة عامة مع تعظيم عائداتهم وضمان حسن استخدام أموال الشركة.<sup>1</sup>
  - وضع أنظمة يتم بموجبها إدارة الشركة وفقاً لهيكل يحدد توزيع كل من الحقوق والمسؤوليات فيما بين المشاركين في إدارة الشركة (مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية والمساهمين).
  - تعظيم مستويات أداء الشركة وتدعيم تنافسيتها في أسواق المال العالمية.
  - إدارة المخاطر وتقليلها إلى أدنى حد.
  - تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية بما يعمل على تدعيم استقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، وبالتالي عدم حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية وأسواق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

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

<http://www.iugaza.edu.ps/emp/folders/538/article/fichier.pdf>

تاريخ الاطلاع 2013/03/27

<sup>2</sup> زرار العياشي وشرق سمير، حوكمة الشركات - المفهوم، الخصائص، الركائز، والأهمية الاقتصادية- الملتقى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية جامعة سكيكدة، يومي 10/9 ديسمبر 2007، ص 16.

### المبحث الثاني: النظريات المؤسسة لمفهوم حوكمة الشركات.

إن التوسع الكبير الذي عرفته الشركات في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي عمق من عملية انفصال الملكية عن الإدارة وقد اقتضى ذلك توكيل إدارة الشركات الى مديرين محترفين الأمر الذي انجر عنه مشكلة علاقة الوكالة بين الأطراف المتعاقدة في الشركة، وقد ظهر على أنقاض ذلك مجموعة من النظريات من بينها نظرية الوكالة، نظرية تكاليف الصفقات، نظرية التجذر، ونظرية أصحاب المصالح، درست هذه النظريات العلاقة بين الملاك والمسيرين في الشركة من خلال كشف النزاعات الناجمة عن وجود مصالح متعارضة بين هذين الطرفين، كما قامت بمعالجة أو إيجاد حلول لمشكلة التعارض في المصالح وهو ما يمثل مفهوم حوكمة الشركات.

### المطلب الأول: نظرية الوكالة *Théorie de L'agence*.

تأسس نظرية الوكالة كان على يد الباحثين "جنسن وماكلين" Jensen & Mekling عام 1976 وجذور هذه النظرية تعود الى مشروع بحث بجامعة "روشتر" Rechester بداية السبعينات على يد نفس الباحثين.

#### أولاً: تعريف علاقة الوكالة:

علاقة الوكالة هي عبارة عن عقد يُلزم بموجبه شخص أو عدة أشخاص (الموكل أو المساهم) شخصاً آخر (الوكيل أو المسير) من أجل القيام بأعمال باسمه بما يؤدي الى تفويض الموكل جزء من سلطته في اتخاذ القرار للوكيل<sup>1</sup>، ومن شروط عقد الوكالة قيام الوكيل بأداء واجباته على أحسن وجه بما يحقق مصلحة الموكل مقابل حصوله على أجر يتناسب مع المسؤولية التي أسندت إليه، لكن الطبيعة السلوكية للإنسان وسعيه لتحقيق مصلحته الشخصية يجعل كل من الموكل والوكيل يختلفان في الأهداف بحيث يسعى كل طرف الى تعظيم منفعته على حساب الآخر، فبينما ينتظر الموكل جهداً كبيراً من الوكيل مقابل أجر معقول يسعى هذا الأخير الى تعظيم منفعته بالحصول على أكبر قدر ممكن من المكافآت والمزايا مع بذل جهد أقل.

#### ثانياً: أطراف علاقة الوكالة:

تقوم علاقة الوكالة على وجود علاقة عمل تستلزم أن يضع أحد الأطراف ثقته في الطرف الآخر ويتم التعاون بينهما من خلال تنفيذ كلا الطرفين لالتزاماته، وعليه يمكن التمييز بين مجموعة من العلاقات الهامة في شركات المساهمة تمثل أطراف علاقة الوكالة مبينة على النحو التالي:<sup>2</sup>

**العلاقة الأولى: علاقة الملاك بمجلس الإدارة:** طرفاً هذه العلاقة هما الملاك من جهة ومجلس إدارة الشركة من جهة أخرى، يتمثل الملاك في مجموع حملة الأسهم العادية من الأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية

<sup>1</sup> Michael Jensen et Clifford Smith ; "Stockholder, Manager and creditor interests : applications of Agency theory, Havard Business School 1985, p 2.

<sup>2</sup> المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة - دراسة في الأسس القانونية والاقتصادية - دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2008، ص

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

المستثمرة في الشركة عن طريق اقتناء أسهم هذه الشركة، أما مجلس الادارة فيتمثل في مجموعة من الأعضاء يختارهم الملاك لينوبوا عنهم في الرقابة على إدارة أعمال الشركة، ويتم النظر الى طرفي هذه العلاقة من منظور نظرية الوكالة باعتبار أن الملاك من حملة الأسهم على اختلاف أنواعهم هم الأصيل ومجلس الإدارة هو الوكيل.

**العلاقة الثانية: علاقة مجلس الادارة بالإدارة العليا:** طرفي العلاقة هما مجلس إدارة شركة المساهمة الذي يعتبر الأصيل والمدير التنفيذي الأعلى وباقي أعضاء الادارة العليا الذين يمثلون الوكيل من منظور نظرية الوكالة. **العلاقة الثالثة: علاقة الادارة العليا بباقي الأطراف في شركة المساهمة:** طرفا هذه العلاقة هما الادارة العليا التي تعتبر الأصيل وباقي المستويات الادارية الأقل منها التي تعتبر الوكيل.

**ثالثاً: فروض نظرية الوكالة:** ترتكز نظرية الوكالة على مجموعة من الفروض تتمثل فيما يلي:

- يتميز كل من الأصيل والوكيل بالرشد الاقتصادي ويسعى الى تعظيم منفعته الخاصة.
  - اختلاف أهداف وتفضيلات كل من الأصيل والوكيل، حيث يسعى الأصيل للحصول على أكبر قدر ممكن من جهد وعمل الوكيل مقابل أجر معقول، بينما يسعى الوكيل الى الحصول على أكبر قدر من المكافآت والحوافز والمزايا مقابل جهد أقل.
  - اختلاف المخاطر التي يتحملها كل من الأصيل والوكيل، فالأصيل لا يقدر على متابعة وملاحظة أداء الوكيل وبالتالي اختلاف إمكانية التوصل الى نفس المعلومات.<sup>1</sup>
  - تستلزم علاقة الوكالة وجود نظام للحوافز مع وضع شروط ملزمة للتعاقد للحد من التعارض بين مصالح الوكلاء والموكلين وخدمة المصلحة العامة.
  - قيام الوكيل باتخاذ بعض القرارات والتصرفات دون مشورة الموكل إذا ما توفر له قدر من الحرية في اتخاذ القرار دون الرجوع الى الموكل.
  - رغبة الموكل في العلاقة التعاقدية هو ايمانه بالتزام الوكيل بالسلوك التعاوني الأخلاقي لهدف تعظيم المنفعة لكل أطراف الوكالة، وذلك يستوجب دفع الوكيل للتصرف على النحو الذي لا يضر بمصلحة الموكل.<sup>2</sup>
- بناءً على هذه الفروض فان نظرية الوكالة تجيب على السؤال التالي: لماذا توجد مشكلة علاقة وكالة؟ فهي تقوم على فرضيتين للسلوك: من جهة الأفراد يسعون الى تعظيم دالة المنفعة الخاصة بهم، ومن جهة ثانية فان

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: المفاهيم- المبادئ والتجارب، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص 67-68.

<sup>2</sup> أونان بومدين، دور نظم المعلومات في تفعيل أداء مجلس الادارة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان 2010/2011، ص 108.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

الأفراد في علاقتهم التعاونية يبحثون عن استغلال عدم اكتمال عقد الوكالة،<sup>1</sup> لهذا يمكن القول بأن الوكالة تتخبط في مشكلين هما:<sup>2</sup>

1- **المشكل الخلفي:** بمعنى تعرض الموكل الى خسارة نتيجة أخلاق وتصرفات الوكيل وعدم بذل الجهد الكافي لتعظيم عائد للموكل كون هذا الأخير ليس لديه الوسائل الفعالة لقياس وملاحظة أداء ومجهودات الوكيل، فبعد إبرام العقد يمكن أن يكون الوكيل انتهازي من خلال تراجعته عن شروط العقد المبرم بينه وبين الموكل أي أن يقوم بنشاط مختلف عما تم الالتزام به عند إمضاء العقد.

2- **مشكل الاختيار العكسي:** ينشأ هذا المشكل نظراً للاختلاف في كمية ونوعية المعلومات المتاحة للطرفين وذلك عندما لا يملك الأصيل معلومات عن أداء الوكيل ونتائج أعماله، فالوكيل لديه قدرة الحصول على المعلومات الخاصة بنتائج مختلف القرارات قبل غيره في الوقت الذي يفقدها الموكل.

### رابعاً: تكاليف الوكالة:

المشاكل التي تسببها علاقة الوكالة تنتج عنها مجموعة من التكاليف منها ما يخص الموكل وأخرى تخص الوكيل وهي تتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>

1- **تكاليف الاشراف:** هي التكاليف التي يتحملها المساهمين من أجل تأمين الرقابة على نشاطات المسيرين لكشف ومنع تصرفات في غير صالحهم وتقييم أدائهم، وذلك للتأكد من مدى تنفيذ الوكلاء لما تم التعاقد عليه مثل تكاليف انشاء مجلس للرقابة، وتكاليف انشاء مجلس المديرين.

2- **التكاليف المتبقية:** تسمى بتكاليف الفرصة البديلة وتتمثل في الثروة التي يمكن أن يحصل عليها الموكلين عندما يكونوا مسؤولين عن إدارة الشركة بشكل مباشر وبين الثروة التي يحصلون عليها عندما يوكلوا مهمة تسيير الشركة الى الوكيل، وهي تتمثل في ضياع الفعالية نتيجة تباعد المصالح بين المسيرين والمساهمين وعدم قدرة نظام المراقبة والحواجز على تحقيق هدفه في خدمة مصالح الموكلين مثل التخصيص السيئ للموارد والاختيار الاستراتيجي غير الأمثل.

3- **تكاليف العلاقة:** تخص هذه التكاليف الوكيل وهي تظهر عندما يحاول إقناع الموكل بأنه ينفذ الالتزامات المتفق عليها، فهي تترجم في شكل تعويض عن الأضرار في حالة عدم تنفيذه للالتزاماته.

<sup>1</sup> عبد الفتاح بوخمخ، نظريات الفكر الاداري تطور وتباين أم تنوع وتكامل، المؤتمر العلمي الدولي عملة الادارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان طرابلس لبنان، 17/15 ديسمبر 2012 ص 18.

<sup>2</sup> Robert Coblaut , théorie financière, édition economica, paris 4<sup>eme</sup> édition,1997,pp 93- 94.

<sup>3</sup> العايب عبد الرحمان، تيجاني بالريقي، إشكالية حوكمة الشركات والزامية احترام أخلاقيات الأعمال في الأزمة الاقتصادية الراهنة، الملتقى الدولي حول حوكمة الشركات وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة عنابة، يومي 18-19/11/2009، ص 75.

إضافة إلى التصنيفات السابقة هناك من قدم تصنيف آخر لتكاليف الوكالة حيث قسمت إلى:<sup>1</sup>

### 1- تكاليف المزايا غير المالية للمسيرين: وتنقسم إلى:

- **تكاليف الإسراف في النفقات:** تنشأ هذه التكاليف عندما يقوم المسيرين بالإسراف في النفقات الاستهلاكية مثل اقتناء المكاتب الفاخرة، السيارات الفخمة، الحجز في الفنادق الفاخرة لأداء مهام لصالح الشركة... الخ، هذه المزايا تستجيب لرفاهية المسيرين لكنها عديمة الفائدة للمساهمين.

- **التكاليف الناجمة عن المحسوبة والفساد الإداري:** تظهر هذه التكاليف عندما يقوم المسيرين بتعيين أصدقاء أو أقارب ليست لهم الكفاءة في العمل بالمؤسسة مما ينعكس سلباً على أدائها.

2- **تكاليف تحصين المسيرين ضد العزل أو الفصل من الوظيفة:** قد تكون هذه من أضخم التكاليف وهنا يحاول المسيرين استمالة بعض المساهمين لتأييدهم لهم في الجمعية العامة ضد باقي المساهمين، وهكذا تنعكس مقاومة المسير السيئ لعملية تغييره سلباً على مستقبل الشركة.

3- **التكاليف الناتجة عن القرارات غير الرشيدة للمسيرين:** تنشأ هذه التكاليف عندما يتخذ المسيرين قرارات تخدم مصالحهم الشخصية وليس مصالح المساهمين أو ما يسمى بعمليات الاختيار العكسي، من صورها ما يلي:

- **إعادة استثمار التندفقات النقدية:** يظهر هذا النوع من التكاليف عند إعادة استثمار الأرباح في مجالات لا تخدم مصالح المساهمين بشكل مباشر أو في مشاريع متنافية مع مبدأ الرشادة الاقتصادية.

- **عمليات نقل ملكية الأصول:** قد يكون للمسيرين ملكية في الشركات مما يجعل أصولها عرضة للاستغلال وذلك ببيعها بالكيفية التي تعزز أرباحهم الشخصية.

- **تكاليف مقاومة المسيرين لعمليات السيطرة:** عملية السيطرة تنتج عن قيام مستثمر رئيسي أو مجموعة من المستثمرين بشراء الشركة منخفضة القيمة عن طريق تقنيات السيطرة  $OPO$  أو  $OPA$ ، فيلجأ المسير إلى مقاومة عمليات السيطرة لحفظ مصالحه وحقوق تسيير الشركة.

### خامساً: حلول مشكلة الوكالة:

لقد استحدثت نظرية الوكالة لتفسير مشاكل الوكالة بين المساهمين والمسيرين نظراً لوجود اختلاف في المصالح بين الطرفين، فالمساهمين يبحثون عن تعظيم الربح بينما يسعى المسيرين إلى تحقيق النمو ومرتبة اجتماعية خاصة هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن العقود غير كاملة فلا يمكن توقع جميع الوضعيات المستقبلية وبالتالي هناك خطر أخلاقي يواجه المساهمين ما جعل الحاجة إلى إدخال أنظمة للرقابة وللتحفيز

<sup>1</sup> بن ثابت علال، دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011/2012، ص 93.

♦ OPO : Offre Publique à prix Ouvert.

♦ OPA : Offre Publique d'Achat

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

تفرضها آليات الحوكمة من أجل توجيه سلوك المسيرين نحو تحقيق أهداف المساهمين،<sup>1</sup> ومن بين اجراءات الحوكمة التي يجب اتخاذها لتحقيق ذلك ما يلي:<sup>2</sup>

- اشراك الادارة في ملكية الشركة وذلك بإعطاء الادارة اجرها في صورة أسهم.
- ربط الأجر بالأداء وعلى حسب النتائج المحققة فعلاً.
- متابعة أداء الوكيل بصورة مباشرة مع فرض رقابة على عمله.
- الزام المسيرين العمل وفق مبادئ الافصاح والشفافية.

### المطلب الثاني: نظرية تكاليف الصفقات **Théorie des coûts de transaction**

#### أولاً: نشأة نظرية تكاليف الصفقات:

ظهر مفهوم تكاليف الصفقات لأول مرة سنة 1937 في مقال للأمريكي "رونالد كوز" "Ronald Coase" بعنوان "طبيعة الشركة"، في هذا المقال حاول "كوز" تحديد الأسباب التي من أجلها يوجد الى جانب السوق أشكال أخرى بديلة لتنسيق نشاطات الفاعلين الاقتصاديين والمتمثلة في الشركات، لقد أعطى "كوز" التفسير التالي: إن البحث عن التنسيق التجاري أي عن طريق الأسعار يؤدي الى نوعين من التكاليف: تكاليف مرتبطة بالبحث عن الأسعار التامة وتكاليف التفاوض و ايرام العقود، مجموعة هذه التكاليف أطلق عليها تكاليف الصفقات.<sup>3</sup>

#### ثانياً: تعريف تكاليف الصفقات:

عرف "كوز" الصفقة على أنها تبادل معلومات أو سلع ذات قيمة اقتصادية بين طرفين عبر مختلف مراحل دورة الانتاج، وفي غياب الشركة يقوم مختلف الأعوان بالتفاوض بخصوص عقد منفصل في كل صفقة وبالتالي وجود عدد كبير من العقود الثنائية أي على كل عنصر انتاجي أن يتعاقد مع عنصر إنتاجي آخر يكون التعاون معه مطلوباً، أما في ظل وجود الشركة يتم توفير تكاليف تلك الصفقات حيث أن التفاوض يتم من خلال عقد منفرد وحيد، وحسب "كوز" فان الشركة موجودة كبديل عن أساليب صفقات أكثر تكلفة، فتكاليف الصفقات المتعلقة بالتفاوض والتعاقد والتنسيق وأداء الحقوق والواجبات في إطار مجموعة من العقود يمكن تخفيضها من خلال انشاء الشركة التي تعمل بمثابة وسيط بين المستهلك ومورد المدخلات، وبالتركيز على فكرة "كوز" فان تكاليف الصفقات تعتبر تفسير لوجود الشركة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Pascal charpentier , Management et gestion des organisation, Armand colin, 5<sup>eme</sup> édition, Paris, 2007, p 22.

<sup>2</sup> أونان بومدي، مرجع سبق ذكره، ص 115

<sup>3</sup> طيبي نادية، الحوكمة في ظل النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير، مدرسة الدكتوراه، تخصص إدارة الأفراد والمنظمات جامعة تلمسان، 2011/2010، ص 02.

<sup>4</sup> Zamir iqbal et abbas mirakhor, stakeholders model of governance in islamic economic\_system, the fifth international conference on islamic economics and finance: sustainable development and Islamic finance in muslims countries, 7-9october2003, kingdom of Bahrain, p: 964.

تعتبر أعمال "Olivier Williamson" سنة 1985 قد شكلت فهماً جيداً لهذه التكاليف، فقد اعتمد على الشروط التي حسبها الشركة ذات أفضلية على الأسواق وبحث عن أشكال الشركة الأكثر كفاية أي تلك التي تسمح بتدنية التكاليف معتمداً على التحليل المؤسسي المقارن، أي البحث عن الشركات التي تكون فيها تكاليف المبادلات أقل ما يمكن مركزاً على دور المعلومات في السوق والتي بقيت المرجع الوحيد للفعالية وذلك من خلال إدخال عوامل سلوكية (الرشادة المحدودة، السلوكيات الانتهازية...)، وأخرى منضمانية (التكاليف الناتجة عن التصرفات البيروقراطية، الرشوة...)، فمفهوم تكاليف الصفقات الذي يشكل أساس التحليل لدى "Williamson" يتضمن مجمل التكاليف الناتجة عن العقود التي تتعلق بانتقال الملكية بين الأفراد أو بين الشركات، هذه التكاليف ناتجة عن العديد من العوامل سلوكية وغير سلوكية، ومن بين الشروط والمسلمات الخاصة باطار تكلفة الصفقات نذكر:<sup>1</sup>

- **العقد:** في علم اقتصاد تكاليف الصفقات فان الوحدة الأساسية للتحليل هي العقد أو صفقة فردية بين طرفين في علاقة اقتصادية، حيث أن أطراف العقد تملك درجات متفاوتة من الحوافز الطبيعية الطوعية لتلبية شروط وعودهم المتبادلة، فوكالة تنفيذ العقد التي هي الشركة القانونية التي تحكم العقد تواجه صعوبات التحقق مما إذا كانت الأطراف تلي شروط العقد.

- **تنفيذ العقد:** بمعنى التنفيذ التام لبنود العقد وهذا بتحفيز الأطراف المتعاقدة لخدمة المصلحة العامة وليس الخاصة أي التصرف بعقلانية، وفي هذا السياق قام الباحثان "ماك جير وأولسون" "MC GUIRE & OLSON" بفحص أداء ترتيبات إدارة بديلة من وجهة النظر هذه، وبيننا أن المؤكّلين الذين يملكون مصلحة مستقرة في الاقتصاد يتصرفون بطرق تنسجم (بعقلانية) مع مصالح الأصيل لهذا نجد في الواقع علاقة اقتصادية مماثلة تتجلى في العقد الرابط بين المساهمين في الشركة ومجلس إدارتها.

- **هياكل الإدارة:** ينظر علم اقتصاد تكاليف الصفقات الى الشركات باعتبارها هياكل إدارة عوضاً عن نظرية الفكرة النيوكلاسيكية التي تعتبرها دوال إنتاج، ومن وجهة نظر تكاليف الصفقات فإن بنى الإدارة تتميز بعلاقات وكالة تؤثر على سلوك المالكين لها، فالفكرة تتمثل في أن مصالح الأطراف في صفقة ما تكون على الأقل جزئياً في تضارب حيث يملك الوكيل الميزة في المعلومات أو فعل معين مقارنة مع الأصيل.

<sup>1</sup> أفيناش ديكسييت (Avinash K.Dixit) ترجمة نادر ادريس التل، صنع السياسات الاقتصادية: منظور علم سياسة تكاليف الصفقات ، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع عمان الأردن، 1998، ص ص 32-35.

### ثالثاً: العوامل المسببة لتكاليف الصفقات:

بعض العوامل المسببة لتكاليف الصفقات تتعلق بسلوك الأفراد والبعض الآخر يتعلق بخصائص الصفقات نفسها:<sup>1</sup>

- **الرشادة المحدودة:** أو العقلانية المحدودة: هذا المفهوم طوره "Simon" سنة 1947 حيث يرى أن الأفراد لا يمكنهم معالجة جميع المعلومات أو التنبؤ بكل الحالات الممكنة عند إجراء العقود، أي عدم القدرة على تحديد مجموع البدائل الحالية المتاحة أمامهم والمستقبلية من أجل تعظيم دوال منفعتهم، وقد اعتبر "Williamson" أن الرشادة عند الأفراد ليست مطلقة بل محدودة باعتبارهم يتخذون القرارات على أساس معلومات محدودة.

- **السلوكيات الانتهازية:** الفرضية السلوكية الثانية تطرق إليها كل من Alchian et Demesetz سنة 1947 وأعاد التطرق إليها "Williamson" سنة 1985، فباعتبار المعلومات الخاصة بالعقود غير كاملة يقوم الأعوان باستغلالها من أجل تحقيق الأهداف والمصالح الشخصية وذلك باللجوء الى استعمال الحيلة والأشكال المختلفة للغش.

- **خصوصية الأصول:** تتحدد خصوصية الأصول عند "Williamson" على أساس الدرجة التي يمكن من خلالها إعادة نقل أصل ما لاستعمال آخر دون انخفاض في قدرته الانتاجية، فالأشياء المراد تبادلها تختلف حسب طبيعتها فبعض الأصول يمكن أن تتكرر في عملية التبادل بينما البعض الآخر قد يتم استبدالها مرة واحدة، فنوعية الفاعلين تخلق علاقة ارتباط شخصية بين طرفي العقد هذا ما يؤدي الى زيادة المشاكل المتعلقة بالسلوكيات الانتهازية.

يميز "Williamson" بين شكلين تنظيميين للشركات:<sup>2</sup> الشكل الموحد (U form) والشكل متعدد التقسيمات (M form)، في الشكل الموحد كل وحدة تنظيمية تنجز وظيفة متخصصة (المبيعات، المالية، الانتاج، المستخدمين....) بالنسبة لكل خطوط انتاج الشركة، وعلى العكس في الشكل متعدد التقسيمات الهيكل مكون من أقسام أو أشباه شركات التي تنجز مجموعة من الوظائف المخصصة لمنتج وحيد، كل قسم مسؤول أمام المديرية العامة التي توزع الموارد بين مختلف الأقسام، تطبيق نموذج الشكل الموحد من قبل شركة في تطور يطرح لها العديد من المشاكل حيث ينتج عن التطور فقدان الشركة للرقابة ما يؤدي الى انخفاض مستوى الفعالية، من جهة أخرى ينتج عن النمو نشوء مستويات إدارية إضافية الأمر الذي يعيق التدفق الجيد للمعلومات ورقابة أقل فعالية وهذا ما يؤثر سلباً على عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية، ومن ناحية أخرى كلما زاد حجم الشركة تظهر صعوبات لتقييم الأداء وميول المدراء لإهمال الأهداف العامة للشركة لصالح

<sup>1</sup> Oliver Williamson, The economic Institutions Capitalisms : firms, markets relational contracting , New york, Free press, london, Collier Macmillan, 1985, p 169.

<sup>2</sup> عبد الفتاح بوخمحم، نظريات الفكر الإداري تطور وتباين أو تنوع وتكامل، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الأهداف الخاصة بوحداتهم الوظيفية، وأخيراً نتيجة لتعقد العمل والبطء المتزايد في إنجاز المهام توجهات المسيرين تكون نحو إهمال القرارات الاستراتيجية لصالح القرارات على مستوى الوحدات الوظيفية، هذه الاختلالات تقود الى البحث عن هيكل بديل للشركة يضمن فعالية أعلى في ممارسة الوظيفة الرقابية، وعليه فالهيكل البديل يكمن في النموذج التنظيمي من الشكل متعدد الأقسام كل قسم يكون مسؤول عن خط إنتاج محدد ويعتمد تنظيمياً وظيفياً، هذا الهيكل يُمكن المسيرين من تخصيص الوقت للقرارات الاستراتيجية كما يُمكن أيضاً من الحكم بسهولة على أداء مختلف الأقسام وذلك من خلال تنظيم كل قسم في شكل مركز للأرباح.

### المطلب الثالث: نظرية التجذر *Théorie de l'enracinement*.

في هذا المطلب نوضح مفهوم التجذرية واستراتيجيتها، وكذا محددات التجذر

#### أولاً: تعريف التجذر:

كلمة تجذر في اللغة الانجليزية "Entrenchment" تعني في اللغة العربية الاستحكام أما في اللغة الفرنسية "Enracinement" وترجم تجذرية، ونعني بكلمة التجذير أو الاستحكام التحكم والسيطرة على زمام الأمور، وذلك ينطبق في عملية التسيير الاداري على سيطرة وتحكم المدير التنفيذي في زمام الأمور بالشركة (داخلياً وخارجياً)، كما يشير مصطلح التجذرية الى أن المدير يعمل جاهداً لتثبيت نفسه دون زعزاعته من منصبه من أجل البقاء وتحقيق مصالحه الشخصية، وهذا ما يتشابه مع الشجرة في عدة نواحي:<sup>1</sup>

- التنمية والبقاء: فالنبته أو الشجرة تمتد وتطيل جذورها لضمان تغذيتها ونموها وبقائها.
- وضع شبكة من العلاقات للارتكاز: الشجرة تتركز على جذورها جيداً مما يسمح لها بالعيش دون مخاطر خارجية.
- وسيلة للحماية وتحقيق الأهداف الشخصية: بالنسبة للشجرة النمو وخروج الثمار.

تعتبر نظرية التجذر من مشتقات نظرية الوكالة وتكاليف الصفقات وهي تفترض أن المديرين في الشركة يطورون استراتيجياتهم للحفاظ على مكانتهم فيها والعمل على حرمان المنافسين المحتملين من الدخول اليها، هذا ما يسمح لهم بالرفع من سلطتهم ومن مساحة ادراكهم لما يجري بالشركة فالمديرين يتكونون من وكلاء ذو هيئة خاصة حيث يمكنهم استعمال موارد الشركة من أجل التجذر والرفع من قدرتهم وسلطتهم والحصول على مزايا أخرى مثل حرية النشاط، الحماية أثناء العمل والمكافآت... الخ،<sup>2</sup> هذا وينتج تجذر المديرين كرد فعل عن الرقابة الداخلية والخارجية الموجهة اليهم، فيعملون كمرحلة أولى على تحييد الرقابة الداخلية (مجلس الادارة، المساهمين والأجراء)، وكمرحلة ثانية تحييد الرقابة الخارجية.

<sup>1</sup> Pigé B, Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires, Finance contrôle stratégie Vol 1, N°=3, septembre 1998, p 4.

<sup>2</sup> Hervé Alexandre et Mathien paquerot ,efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants , finance contrôle stratégie Volume 3, N°=2, juin 2000, p 07.

عرف "ألكساندر وبيكيرو" "Alexander et Pequerot" سنة 2000 استراتيجية التجذر من جانب المديرين على أنها: "رفع مساحة الحذر والادراك باستعمال وسائل تحت تصرفهم مثل رأس المال البشري لتحديد الرقابة والرفع من تبعية مجموع شركاء الشركة"، عملية التجذر هذه تمر من خلال مجلس الإدارة الذي يتكون من المديرين الداخليين والخارجيين باعتبارهم من يقيم مشاريع الاستثمار المقترحة من طرف فريق الإدارة وتوجيه استراتيجية الشركة،<sup>1</sup> وقد تكون هذه الخطط مكلفة بالنسبة للشركة من خلال الزيادة في السلطة والنفوذ للمدير التنفيذي والاستفادة من المزايا كالمكافآت وأمن المنصب من خلال عملية التجذر، لهذا أشار بعض الباحثين الى أن تجذرية المديرين التنفيذيين هي من نواتج سلطة غير شرعية مخالفة للمهام والمسؤوليات المسندة اليهم وأدوارهم.<sup>2</sup>

يرى الباحثان "شيلفار وفيشني" "Shleifer et Vishny" أن سياق التجذر يمر بتحقيق الاستثمارات الخصوصية وهي أن يركز المديرين على المشاريع ذات العلاقة المباشرة مع طبيعة تكوينهم أو خبراتهم حتى ولو لم تكن هذه المشاريع بالضرورة مربحة للشركة، المهم أن تسمح لهم هذه الاستثمارات بإمكانية البقاء على رأسها لفترة طويلة اذ يصبح من الصعب تعويضهم بمسيرين آخرين فيستغلون الفرصة للحصول على مزايا أهمها الزيادة في الأجر.<sup>3</sup>

### ثانياً: محددات التجذرية:

يقدم "بيجي" "Pigé" أربعة مؤشرات تعتبر كعوامل محددة أو مساعدة على تجذرية المدير التنفيذي نوضحها من خلال الشكل الموالي:

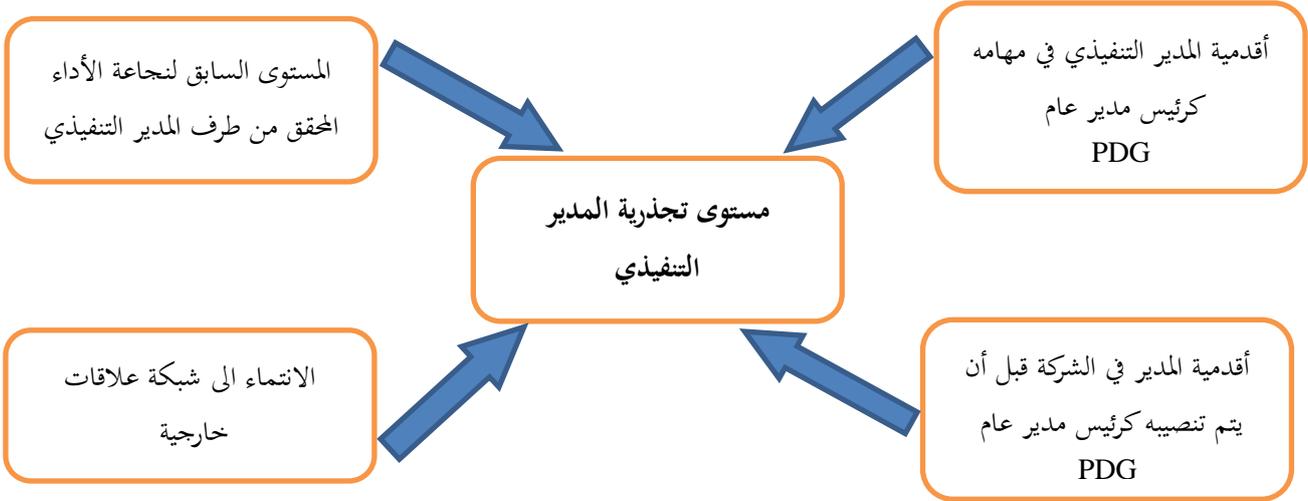
<sup>1</sup> Héra Garbi, vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants, 13<sup>eme</sup> conférence de L'AIMS, Normandie rallée de seine, 2-4 juin 2004, pp 8-9.

<sup>2</sup> أونان يومدين، مرجع سبق ذكره، ص 129.

<sup>3</sup> Shleifer. A et Vishny. R.W, Management Entrenchment the case of Manager specific investments, "Journal of finance economics, vol 25,N° 1, pp 123-133.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

شكل رقم (1-2): محددات تجذرية المدير التنفيذي.



**Source :** Pigé B, Op.cit, p 11.

هذه المحددات يقدمها "بيجي" كفرضيات حيث:

**الفرضية الأولى:** مستوى تجذرية المدير التنفيذي ترتبط إيجاباً بنجاعة الأداء السابقة: فالمدير التنفيذي الذي يحقق نجاعة أداء سابقة في عمله يكسب رضا المساهمين، فهم نتيجة لذلك سيخففون من الرقابة عليه فتكون الفرصة مواتية له لتدعيم شبكة علاقاته الداخلية وهذا بمكافئة الأعوان المساعدين له لتحقيق مكاسب شخصية، وبالمقابل المدير التنفيذي الذي يحقق نجاحات أداء قليلة ستتم مراقبته بصفة كبيرة.

**الفرضية الثانية:** مستوى تجذرية المدير التنفيذي يرتبط إيجابياً بمدة خدمته: فالمدير التنفيذي الرئيسي الذي يشغل منصبه منذ مدة يوسع من شبكة علاقاته الداخلية والخارجية، علاقاته هذه تدعم سلطته بالشركة.

**الفرضية الثالثة:** مستوى تجذرية المدير التنفيذي ترتبط إيجاباً بأقدمية المدير التنفيذي داخل الشركة قبل أن يتم تعيينه كمدير تنفيذي رئيسي: فالمدير التنفيذي الذي يملك أقدمية كبيرة داخل الشركة ويتمكن من كسب ثقة الجميع من إداريين، عمال، وبصفة خاصة المساهمين يتمكن من إقامة شبكة علاقات قوية داخل الشركة الأمر الذي يمنحه وزناً معتبراً يأهله لشغل المنصب الجديد كمدير تنفيذي رئيسي لمدة طويلة.

**الفرضية الرابعة:** مستوى تجذرية المدير التنفيذي يرتبط إيجابياً بمستوى انتمائه لشبكة علاقات خارجية: فالمدير التنفيذي الذي يقوي شبكة علاقاته الداخلية ويدعمها بشبكة علاقات خارجية يستطيع تشكيل سلطة داخل الشركة قابلة لأن توازن سلطة المساهمين.

ثالثاً: تصنيفات الاستراتيجية التجدرية: هناك عدة تصنيفات لاستراتيجيات التجذر وذلك وفق معايير مختلفة:

**1- التجذر والفعالية:** صنف "شارو" "G.Charreaux" 1996 استراتيجيات تجذر المسيرين حسب توافقتهم مع فعالية الشركة الى:<sup>1</sup>

**1-1 التجذر المضاد للفعالية:** يشير G.Charreaux الى أن المديرين التنفيذيين يتجذرون بفضل مراقبة موارد الشركة وهذا من خلال عدم اشراك أصحاب الموارد الخارجيين في الرقابة، وتحذير أنفسهم بالشركة يكون بالتلاعب بالمعلومات والرقابة على الموارد اذ يصعب استبدالهم حيث تقوم استراتيجية المدير التنفيذي على عدم التبعية لأصحاب رأس المال الخارجيين.

**1-2 التجذر المطابق للفعالية:** تتم هذه الاستراتيجية من خلال الاستثمارات النوعية للمديرين التنفيذيين حيث أشار كل من "شليفار وفيشني" "Shleifer & Vishny" بأن المعارف النوعية للمديرين التنفيذيين هي مصدر المداخيل التي تفيد الشركة بالنسبة للمساهمين أكثر من أنفسهم.

**2- التجذر التنظيمي والسوقي:** هذا التصنيف مقترح من طرف "غومز" "P.Y.Gomez" حيث أشار الى وجود شكلين من التجدرية:<sup>2</sup>

**1-2 التجذر التنظيمي:** هذه الاستراتيجية تجمع الحالات التي يقوم فيها المدير التنفيذي بتوجيه الاستثمارات نحو المجالات التي يعرفها جيداً مع التحكم في الرقابة الداخلية باستعمال مساعدين داخليين، فيمكنه ذلك من وضع سياسة أجور محفزة للمستخدمين بهدف ضمهم لصفه في مواجهة المساهمين.

**2-2 التجذر السوقي:** يعتبر احدى استراتيجيات التجدرية والتي في اطارها يقوم المدير التنفيذي بتأسيس شبكة علاقات خارجية تضم الشركاء الخارجيين للشركة خاصة الذين يملكون علاقات مميزة معها.

**3- استراتيجيات التلاعب والتحييد:** وتضم هذه الاستراتيجية هي الأخرى شكلين من أشكال التجدرية:

**1-3 الاستثمارات النوعية للمديرين التنفيذيين:** درس كل من "مورك، شليفار وفيشني" Morck, Shleifer & Vishny التجذر عن طريق الاستثمارات النوعية ووجدوا أنها تسمح للمديرين بالإفلات من رقابة المساهمين وهذا من خلال ربط المردودية بوجودهم الأمر الذي يؤدي الى تدنية خطر تنحيتهم فينمون مكافآتهم غير المادية ومحيطهم التسييري،<sup>3</sup> وفي هذا الاطار بينت دراسات "كاستينا وهلفا" "Castanias et Helfat" بأن المديرين التنفيذيين وبفضل استثماراتهم النوعية هم محفزين لتحقيق مداخيل أو أشباه مداخيل التجذر وأن مختلف شركائهم يستفيدون من هذه الوضعية.

<sup>1</sup> Charreaux.G, "Pour une véritable théorie de la latitude managériale du gouvernement d'entreprise", Revue française de gestion, Novembre/Décembre, N°111, 1996, P13.

<sup>2</sup> Gomez.P.Y, "Le gouvernement de l'entreprise: Modèles économiques de l'entreprise et pratiques de gestion", InterEditions, Paris 1996, P13.

<sup>3</sup> Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Do Managerial objectives drive bad acquisition?, Journal of finance, N°45, 1990, P11.

**3-2 التحكم بالمعلومة:** المدير التنفيذي له ميزة خاصة تتمثل في الوصول المسبق للمعلومة، هذه الميزة تمكنه من تقوية علاقاته بالمساهمين ومجموع الأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة، حيث تفترض هذه الاستراتيجية أن المدير التنفيذي وانطلاقاً من تجديته يقوم بمحاولة منع وصول المعلومة للأطراف الأخرى الأمر الذي يؤدي الى خلق عدم تناظر المعلومات بين المدير التنفيذي ومختلف الشركاء في الشركة، كما تفترض أن المدير التنفيذي له ميل لاعتماد سلوك الاحتفاظ بالمعلومة وكذا زيادة مهاراته بجعل المعلومة صعبة الفهم بالنسبة للمساهمين.<sup>1</sup>

انطلاقاً من تعريف التجذرية واستراتيجياتها المختلفة فالبعض يرى بأنها تعود سلباً على أداء الشركة ومصالح المساهمين وذلك انطلاقاً من الطابع الانتهازي للمديرين التنفيذيين، لكن البعض الآخر يرى عكس ذلك فهم يفترضون أن تجذرية المديرين التنفيذيين مفيدة في الحالة التي تسمح لهم بالإفلات من الضغوطات في المدى القصير حيث تتاح لهم الفرصة للاستثمار في المدى الطويل لتعظيم ثروة المساهمين، ولتقليل سلبيات التجذر يجب تفعيل دور الرقابة وهذا عن طريق:

- **كفاءة المراقبين:** بمعنى أن يكون المراقبين الداخليين أو الخارجيين على دراية كافية بالمعلومات عن قرارات المديرين وأداء ونشاطات الشركة، فرغم أن المديرين التنفيذيين لهم ميزة خاصة تتمثل في أولوية الحصول على المعلومة يجب أن يكون المراقبين على قدر من الكفاءة والحرص في عملية المراقبة وهذا لمنع المديرين التنفيذيين من استغلال تلك المعلومات لتحقيق مصالح شخصية.

- **استقلالية المراقبين:** بمعنى وضع حدود للعلاقة بين المراقبين والمديرين التنفيذيين، وهذا حتى يتسنى للمراقبين ممارسة مهامهم بكل نزاهة وشفافية.

<sup>1</sup> Héla Gharbi, Enracinement des dirigeants: une revue de la littérature", FROG 2002, P 11.

### المطلب الرابع: نظرية أصحاب المصالح *Théorie des parties prenantes*.

نظرية أصحاب المصالح هي نظرية إدارية يدور الجدل فيها حول ما اذا كانت مسؤولية الشركة تتركز في المقام الأول و فقط على تعظيم الأرباح للمساهمين/الملاك، أو أن مسؤوليتها تمتد الى تأمين مصالح الأطراف الأخرى غير المرتبطين معها بشكل مباشر، حيث تسعى هذه النظرية لتحل محل النظرة التقليدية للشركة التي تفرض أن المسيرين لديهم واجب واحد هو العمل في مصلحة المساهمين فقط، أي الانتقال من "shareholders" الى "Stakeholders".

#### أولاً: نشأة نظرية أصحاب المصالح:

إن لفظ "Stakeholders" المترجم بـ "أصحاب المصالح" أستخدم للمرة الأولى عام 1963 خلال مداخلة مقدمة في "معهد ستانفورد للأبحاث" "Stanford Research Institute" في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل أنسوف Ansoff وستيوارد Stewart حيث تم تقديم أصحاب المصالح على أنهم "الجماعات التي بدونها تتوقف الشركة عن العمل"<sup>1</sup>، ويظهر أن "Ansoff" هو أول من استخدم مصطلح نظرية أصحاب المصالح عام 1968 في تعريفه لأهداف الشركة، فهو يعتبر أن مسؤولية الشركات هي التوفيق بين المصالح المتضاربة للمجموعات التي لها علاقة مباشرة معها: المسيرين الموظفين، المساهمين، الموردين، والموزعين، فيجب على الشركة اذاً تعديل أهدافها وذلك بإعطاء كل مجموعة من هذه المجموعات نصيباً عادلاً من المكافآت، ويعتبر الربح واحداً من هذه القناعات ولكن هذا لا يعني بالضرورة أنه يحتل أهمية أكبر على باقي الأهداف، فيما بعد قام إدوارد فريمان (R. Edward Freeman) في ثمانينيات القرن العشرين بتطوير النظرية والدفاع عنها وذلك بإصدار كتاب "الادارة الاستراتيجية: نظرية أصحاب المصالح" "Strategic Management : A Stakeholder Approach" عام 1984، اذ عمل على توسيع المفهوم الضيق الذي طرحه أنسوف Ansoff معرفاً بذلك أصحاب المصالح بأنهم "كل شخص أو مجموعة تتوفر فيهم القدرة على التأثير والتأثر بالمؤسسة الاقتصادية في تحقيق أهدافهم"<sup>2</sup>.

منذ ذلك الحين أصبح المصطلح يلاقي قبولاً ورواجاً في الأبحاث التي تتعلق بالإدارة الاستراتيجية وحوكمة الشركات وأهداف الأعمال والمسؤولية المجتمعية للشركات.

<sup>1</sup> Mercier. S et Gond. J.P, La théorie des parties prenantes, FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations, Cahier du FARGO n° 1050502, Mai 2005, p.3

<sup>2</sup> Ferrone. G et Darcimoles. C. H, le développement durable : des enjeux stratégiques pour l'entreprise, éditions d'Organisation, Paris, 2002, p.88

### ثانياً: تعريف أصحاب المصالح:

لقد وردت عدة تعاريف لأصحاب المصالح منها ما يلي:<sup>1</sup>

1- تعريف مذكرة معهد ستانفورد " Standford Mem " 1963: أصحاب المصالح هي: "تلك المجموعات التي من دون دعمها تزول وتنتهي الشركات".

2- تعريف "Rhenman" 1965 أصحاب المصالح هم: "تلك المجموعة التي تعتمد على الشركة من أجل تحقيق أهدافها الخاصة والشركة بدورها تعتمد عليهم لضمان وجودها".

3- تعريف "Freeman and Gilbert" عام 1987 أصحاب المصالح هم: "فرد أو مجموعة يمكن أن تؤثر أو تتأثر بإنجاز أهداف الشركة".

4- تعريف "Langtry" 1994: أصحاب المصالح هم تلك المجموعات التي تعتبر الشركة مسؤولة بشكل كبير عن رفاههم أو لديهم مطالبة أخلاقية أو قانونية على الشركة".

5- تعريف "Jounot.A" أصحاب المصالح هم: "الأشخاص أو الجماعات التي تستطيع التأثير والتأثر بشكل مباشر أو غير مباشر في المدى القصير أو البعيد باستراتيجيات وقرارات المؤسسة الاقتصادية، والتي تضعها من أجل تحقيق أهدافهم".<sup>2</sup>

تجدر الإشارة الى أن هناك جانبين لنظرية أصحاب المصالح جانب أخلاقي أو معياري وآخر اداري أو ايجابي، حيث يشدد الجانب الاداري على الحاجة الى ادارة مجموعات أصحاب المصالح النافذة بينما يركز الجانب الأخلاقي على تحقيق التوازن بين مصالح أصحاب المصالح لأن لجميع أصحاب المصالح الحق في أن يعاملوا معاملة أخلاقية بغض النظر عن قوة كل مجموعة منهم.<sup>3</sup>

### ثالثاً: تصنيفات أصحاب المصالح:

نقصد بتصنيف أصحاب المصالح تحديد طبيعة العلاقة بين هذه المجموعات والشركة، ولقد قدم الباحثين تصنيفات عديدة لأصحاب المصالح منها ما يلي:

**التصنيف الأول:** في البداية قدم فريمان R.Edward. Freeman (1984) تصنيفاً يفرق فيه بين أصحاب المصلحة الداخليين الذين يشملون الزبائن، الموظفون، الموردون والملاك، وأصحاب المصلحة الخارجيين الذين يتمثلون في الحكومة، المنافسين، مجموعات المصالح الخاصة،<sup>4</sup> غير أنه عاد هو وآخرون سنة 2007 ليقدموا

<sup>1</sup> Shin. K.-Y, The Executor of Integrated Marketing Communications Strategy: Marcom Managers Working Model, Springer Briefs in Business, 2013, p28.

<sup>2</sup> Jounot. A, 100 questions pour comprendre et agir RSE et développement durable, édition AFNOR, Paris, 2010, p.76

<sup>3</sup> ماهر الأمين و ساميا أحمد داود، "تأثير ضغط أصحاب المصالح في مستوى تبني ممارسات المحاسبة الادارية البيئية - دراسة ميدانية على الشركات الصناعية السورية - مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 36، العدد 2، 2014، ص 115.

<sup>4</sup> Savita Bailur, Using Stakeholder Theory to Analyze Telecenter Projects, Information Technologies and International Development, Volume 3, Number 3, Spring 2006, p .67

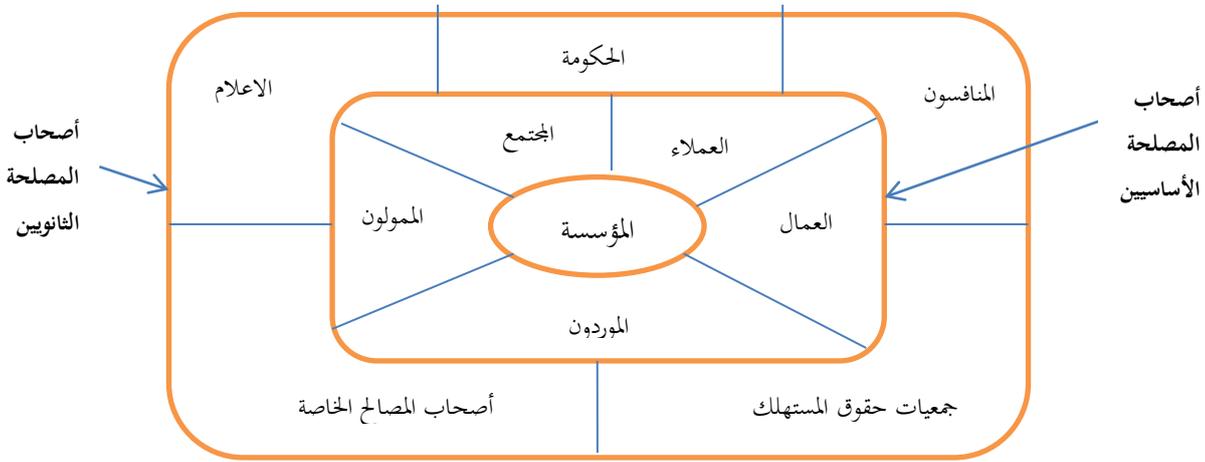
## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

تصنيفاً يفرقون فيه بين أصحاب المصلحة الأساسيين وأصحاب المصلحة الثانويين، فهم يعتبرون أن تحقيق الشركة لأداء جيد مستدام مشروط بربط علاقة وطيدة بينها وبين أصحاب المصلحة الأساسيين، كما أن أصحاب المصلحة الثانويين لهم تأثير كبير على علاقة الشركة بالأساسيين،<sup>1</sup> حيث بينوا أن أصحاب المصالح هم: "أي جماعة أو أفراد بإمكانهم أن يؤثروا أو يتأثروا بإنجاز أهداف الشركة" وعلى هذا الأساس هناك أصحاب مصالح أساسيين وثانويين كما يلي:<sup>2</sup>

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

**2- أصحاب المصلحة الثانويين:** وهم أولئك الذين يملكون تأثير غير مباشر على الشركة أو أنهم يتأثرون بشكل أقل بنشاطاتها، ويتضمن ذلك جماعات الضغط وجماعات الصحافة، الحكومة، المنافسين... الخ، والشكل التالي يوضح لنا هذا التصنيف:

### شكل رقم: (1-3): تصنيف فريمان وآخرون لأصحاب المصلحة.



**Source:** R. Edward Freeman, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, "Managing for Stakeholders Survival, Reputation, and Success", Yale University Press, UK, 2007, p 7.

<sup>1</sup> رملي حمزة و زحوظ اسماعيل، دور إدارة العلاقة مع أصحاب المصلحة في تفعيل أبعاد التنمية المستدامة في المؤسسة الاقتصادية - دراسة ميدانية على مجمع زاد فارم لصناعة الأدوية بقسنطينة - الملتقى العلمي الدولي حول سلوك المؤسسة الاقتصادية في ظل رهانات التنمية المستدامة والعدالة الاجتماعية، جامعة ورقلة، يومي 20 - 21 نوفمبر 2012، ص 314.

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

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

**التصنيف الثاني:** هناك تصنيف آخر يرى بأنه يمكن للشركة تقسيم أصحاب المصلحة الى مجموعات حتى تستطيع ترتيبهم حسب الأهمية، تتمثل هذه المجموعات في:<sup>1</sup>

**1- مجموعات معيارية:** هي التي تعمل على تزويد الشركة بالسلطات والصلاحيات التي تجعلها تعمل في اطار قوانين وأنظمة معينة، حيث أنها تقدم تقارير عن أداء الشركة كما يمكنها أن تضع حدود لعملها حتى ولو كانت تلك الحدود وهمية لكن يمكنها التأثير في مجال عملها في المدى المتوسط والبعيد، مثل منظمات حماية البيئة، ووكالات التصنيف الائتماني.

**2- مجموعات وظيفية:** تعمل هذه المجموعات على دعم وظائف الشركة وتسهيل مهامها وتحقيق أهدافها اذ يمكن اعتبارها كأهم مجموعات أصحاب المصلحة مثل الموظفين، فبدون هذه المجموعات لا يمكن للشركة تحقيق أهدافها وإنجازاتها.

**3- مجموعات نشر المعرفة:** تتميز هذه المجموعات بخاصية استثناء عن المجموعات الأخرى من أصحاب المصالح لأن اهتمامهم بالشركة يتعلق بحماية حقوق الآخرين من أصحاب المصلحة، فالقضايا التي تلفت اهتمامهم هي حرية الحصول على المعلومات والعدالة في التوظيف وكذا حماية مصالح الأقليات، وأكثر هذه المجموعات ظهوراً وتأثيراً نجد وسائل الاعلام.

**4- مجموعات الزبائن:** هذه المجموعات تحظى باهتمام كبير من طرف الشركات، فالزبائن بالنسبة للشركة أصناف ويمثلون عدة قطاعات، فحاجاتهم مختلفة وطريقة تلبية واشباع رغباتهم متعددة.

**التصنيف الثالث:** يعتبر هذا التصنيف من التصنيفات الحديثة حيث أنه يؤكد على المفاهيم التعاونية بين الجماعات ذات الاهتمام المشترك، فهو يرى أن أصحاب المصالح ما هو الا مفهوم جماعي يستعمل لتحديد جماعات الاهتمام في أي شركة، وهنا من المفترض أن يساهم أصحاب المصالح في تحقيق أهداف الشركة وينبغي للسياسة المتعلقة بإدارتهم أن تتلاءم مع التوزيع العادل للمنفعة ومع الأهداف الاستراتيجية للشركة، وعليه فقد برزت مؤخراً عند مطلع الألفية الثالثة تصنيفات أخرى تفرد لتأثيرات السلطة على مجاميع أصحاب المصالح، كالسلطة التنظيمية والاقتصادية والتشريعية والاجتماعية، بحيث أشارت الى أربع تصنيفات هي:<sup>2</sup>

**1- أصحاب المصالح الداخليين:** وهم الذين يكونون جزءاً من السلطة التنظيمية مثل المديرين، العاملين أعضاء مجلس الادارة، الاتحادات وأصحاب الأسهم.

**2- أصحاب المصلحة الخارجيين:** أو ما يسمون بالاقتصاديين والمقاولين، هذه الجماعة تتضمن اللاعبين الاقتصاديين ممن هم في دائرة الحدث أو خارجه، فالمجموعة التي هي ضمن موقع الحدث تتألف من الشركات

<sup>1</sup> داوولينغ غراهام، تعريب شحادة وليد، تكوين سمعة الشركة: الهوية والصورة والأداء، مكتبة العبيكان، الرياض (السعودية)، الطبعة الأولى، 2003 ص 67.

<sup>2</sup> سعد العنزي، مرجع سبق ذكره، ص ص 9 - 10.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

المختلفة والصناعات الداعمة والتي هي تمتلك استثمارات مباشرة، وأما المجموعة خارج دائرة الحدث فتتألف من الصناعات والشركات المحيطة الموجودة ضمن موقع ممارسة نشاط الشركة.

**3- أصحاب المصالح المسؤولين عن السياسة العامة:** ويشتملون على الحكومات وشعب رعايا المصالح الاقتصادية المحلية، الإقليمية، الدولية، وكذلك الأقسام البيئية.

**4- أصحاب المصالح المجتمعيين:** وتتضمن جماعات المجتمع أو منظمات المجتمع المدني، الجمهور العام الصحافة واللاعبين الآخرين غير الاقتصاديين.

### رابعاً: مطالب أصحاب المصالح:

لكل مجموعة من مجموعات أصحاب المصالح مصالح في الشركة تطالب بتحقيقها، ويمكن توضيح كل مجموعة فيما يلي:

**1- المساهمون:** تتمثل مطالبهم المساهمين في الشركة فيما يلي:

- المحافظة على رؤوس أموالهم وتعظيم عائداتها.

- الحصول على أرباح تجارية ورأسمالية.

- الاطلاع على كل ما يخص الشركة واستراتيجيتها.

- ممارسة حقوقهم المشروعة كالحق في التصويت، والحق في حضور الجمعية العامة للمساهمين.

**2- العمال:** غالباً ما يطالب العمال الشركة بما يلي:

- توفير ظروف عمل ملائمة على كافة المستويات سواء تعلق الأمر بأمنهم وسلامتهم أو بنقلهم وإيوائهم.

- الحصول على أجور عادلة لأن غياب ذلك يؤدي الى عدم شعورهم بالرضا الوظيفي خاصة في ظل غياب الحوافز.

- توفير الرعاية الصحية والاجتماعية والتي تدخل ضمن ظروف العمل الملائمة، لأن الرغبة في العمل والتي يتحدد من خلالها مستوى الأداء لن تكون عالية الا اذا تم تلبية الحاجات المادية والمعنوية والاجتماعية للعاملين.

- عدم الاخلال بشروط العقد لأن العقد شريعة المتعاقدين كما يقول رجال القانون، وهو الوثيقة التي تحدد حقوق وواجبات الطرفين.

- توفير فرص الترفيه.

**3- العملاء (الزبائن):** لخدمة مطالب العملاء يجب على الشركة أن تراعي ما يلي:

- تلبية طلباتهم من السلع والخدمات في الوقت المناسب وبالسعر الملائم.

- مراعاة الجودة في السلع والخدمات المقدمة لهم ذلك أن تقييم الجودة يتم من طرف العملاء.

- الرد على جميع استفساراتهم لأن الاهتمام بهم يضمن استمرارية ولائهم.

**4- المنافسون:** يطالب المنافسين الشركة بأن تتقيد بممارسة منافسة عادلة ونزيهة، وذلك بأن لا تعطي لنفسها الحق في استعمال الأساليب غير المشروعة للإضرار بالآخرين مثل: تخفيض سعر المنتج عن سعر السوق، الدعاية المغرضة... الخ.

**5- الموردون:** عادة ما يطالب الموردون الشركة بـ:

- تسديد مستحقاتهم في مواعيدها المحددة.
- ضمان استمرار الصفقات مع الشركة.

**6- هيئات التمويل:** تطالب هيئات التمويل الشركة بالآتي:

- استرداد أقساط القروض والفوائد المترتبة عنها في المواعيد المحددة في حالة القروض.
- الالتزام بمتطلبات التعامل في السوق المالية (البورصة) أي الالتزام بمتطلبات الإفصاح والشفافية.
- الحفاظ على أموال المساهمين وتنمية عائداتهم.

**7- الاتحادات والنقابات:** في دفاعها عن مصالح العمال تطالب الاتحادات والنقابات الشركة بما يلي:

- تعميم وتطوير وتعزيز وارساء مشاركة العمال في تسيير وصناعة قرار الشركة.
- الدفاع عن المصالح المادية والمعنوية للعمال وكذا المساهمة في التحسين المستمر لظروف العمل.
- توفير متطلبات السلامة المهنية.
- توجيه ومراقبة الخدمات الاجتماعية في صالح العمال وضمان السير الحسن لهذه الخدمات.

**8- الحكومة:** تطالب الحكومة الشركات بما يلي:

- الالتزام بالقوانين والتشريعات.
- الالتزام بدفع الضرائب والرسوم.
- التصريح بالثروة والمداحيل دون إخفاء للحقائق.
- مساندة برامج الدولة التنموية والمحافظة على البيئة.

**9- المنظمات المحلية (الجمعيات):** تطالب المنظمات المحلية الشركات بالمساهمة في التنمية الاجتماعية

وخدمة أفراد المجتمع من خلال:

- المشاركة في الأعمال الخيرية.
- المحافظة على البيئة والاقتصاد في استخدام الموارد والطاقات.
- توظيف أفراد المجتمع المحلي.

لقد وضعت نظرية أصحاب المصالح نموذج للشركة والذي بموجبه كل الأفراد والجماعات من ذوي المصالح المشروعة يشاركون في المشروع من أجل الحصول على المنافع فلا توجد أولوية لمجموعة معينة على مجموعة أخرى، فالنظرية رفضت فكرة "أن المشروع يوجد لتعظيم ثروة المالكين"، حيث تستند في ذلك على فكرة

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

وجود المشروع لخدمة كل من لديه مصلحة به أو أنه يتأثر بطريقة أو بأخرى بنشاطات المشروع وأعماله، وهي بذلك تحاول تجاوز مشكلة الوكالة مستندة على فكرة وجود المشروع لخدمة العديد من أصحاب المصالح ممن لديهم اهتمامات به والذين ينتفعون أو يتضررون منه بطريقة معينة أو بأخرى.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: تطبيقات حوكمة الشركات.

سوف نقوم في هذا المبحث بتوضيح المساعي الحثيثة لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات من خلال إبراز الجهود الدولية في إصدار مبادئ لحوكمة الشركات سواء كانت مؤسسات مالية أو غير مالية، ونماذج الحوكمة المطبقة على مستوى العالم، وكذا تجارب بعض التجارب في تجسيد الحوكمة بالشركات.

### المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات وفق المنظمات الدولية.

يمكن تعريف مبادئ حوكمة الشركات بأنها مجموعة الأسس والممارسات التي تطبق بصفة خاصة على الشركات المملوكة لقاعدة عريضة من المستثمرين (شركات الاكتتاب العام)، وتتضمن الحقوق والواجبات لمديري الشركات والمتعاملين معها، وتوفر هذه المبادئ الاطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله للشركة أن تحدد أهدافها وتحدد أيضا كيفية تحقيق هذه الأهداف، وهي تقوم بتحديد ما يلي:<sup>2</sup>

- كيفية اتخاذ القرارات.

- الشفافية والافصاح في تلك القرارات.

- سلطة ومسؤولية المديرين والعاملين بالشركة.

- المعلومات التي يتم الافصاح عنها للمستثمرين.

أغلب مبادئ حوكمة الشركات التي تعتمدها الدول مستوحات من المبادئ التي تصدرها المنظمات الدولية وعلى رأسها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD وبنك التسويات الدولي BIS<sup>♦</sup> ممثلا في لجنة بازل للرقابة المصرفية، وهي مبادئ توجيهية يتم الاستناد إليها عند إعداد الأطر القانونية والتنظيمية الخاصة بكل دولة، وتركز المبادئ التي تصدرها هذه الهيئات على الشركات التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ولكنها من ناحية أخرى تعتبر أداة مفيدة للشركات الحكومية والشركات العائلية، وفي هذا المطلب سوف نقوم بتوضيح جهود الهيئتين في وضع القواعد الخاصة بحوكمة الشركات.

<sup>1</sup> سعد العنزي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> ابراهيم خليل حيدر السعدي، حوكمة الشركات ورفع مستوى الافصاح وأثرها في معالجة الأزمة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص

### 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، وقد تمت الاستفادة من جهودات عدد من الدول غير الأعضاء بالمنظمة إضافة إلى جهودات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، في ماي 1999 تم إصدار مجموعة من المبادئ أصبحت الأساس الذي تستند عليه الدول عند وضعها الأسس المناسبة لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات،<sup>1</sup> هذه المبادئ حظيت باعتراف العالم بأسره باعتبارها نقطة قياس دولية لجودة حوكمة الشركات وقد استخدمت من قبل الحكومات وواضعي اللوائح التنظيمية والمستثمرين وشركات المساهمة بالدول الأعضاء وغير الأعضاء بالمنظمة، كما وافق على اتباعها لجنة بازل المتعلقة بالبنوك والمنظمة الدولية للجان الأوراق المالية (IOSCO) International Organisation of Securities Commissions ومنتدى الاستقرار المالي (FSF) Financial Stability Forum باعتبارها أحد المعايير الاثني عشر من معايير النظم المالية، لكن ما حدث من تطورات منذ عام 1999 استدعى إضافة تعديلات مهمة على هذه المبادئ خصوصاً بعد موجة الإفلاس التي اجتاحت الشركات الأمريكية، حيث وافقت الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية على هذه التعديلات في 22 أبريل 2004 وأصدرت المبادئ التالية:<sup>2</sup>

- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات.
- حماية حقوق المساهمين.
- المعاملة المتساوية للمساهمين.
- دور أصحاب المصالح.
- الإفصاح والشفافية.
- مسؤوليات مجلس الإدارة.

في إطار الجهود الدولية لعلاج الأزمة المالية العالمية 2008 أيد وزراء مالية دول مجموعة العشرين G20 في اجتماعهم الذي عقد خلال شهر نوفمبر 2015 بمدينة أنطاليا التركية قرار مجلس منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD إعادة النظر في مبادئ حوكمة الشركات بإصدار مبادئ جديدة، تم الاتفاق على أن يطلق عليها مبادئ الـ OECD/G20 للحوكمة "G20-OECD Corporate Governance Principles 2015"، ومما لا شك فيه بأن إعادة النظر بمبادئ الحوكمة يمثل ضرورة في غاية الأهمية خاصة بعد أن أصبح تطبيق هذه المبادئ بالنسبة للسياسيين وصناع القرار والمستثمرين والشركات وغيرهم بمثابة حجر

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 42-43.

<sup>2</sup> مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004، ص 10-17.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

أساس لتحقيق الاستقرار وتقوية النظام المالي العالمي،<sup>1</sup> وتمثل هذه المبادئ فيما يلي:<sup>2</sup>

### المبدأ الأول: ضمان وجود اطار عام وفعال لحوكمة الشركات Ensuring the basis for an effective corporate governance framework

الاطر القانونية وتنظيمية يتم من خلالها ممارسة العمل في جو من النزاهة واحترام القانون، ولتطبيق ذلك يجب الالتزام بما يلي:

- يجب أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر على ممارسات حوكمة الشركات متسقة مع سيادة القانون وشفافة، وقابلة للتنفيذ.

- ينبغي أن يتم تقسيم المسؤوليات بين السلطات المختلفة بوضوح لخدمة المصلحة العامة.

- يجب أن تدعم تشريعات السوق المالية الحوكمة الفعالة.

- يجب أن تتمتع السلطات التنظيمية والتنفيذية والرقابية بالصلاحيات الكافية والنزاهة والموارد اللازمة للقيام بواجباتها بطريقة مهنية وموضوعية، وينبغي أن تتخذ الاجراءات الرقابية في الوقت المناسب وأن تكون شفافة وواضحة.

- ينبغي تعزيز التعاون عبر الحدود من خلال الاتفاقيات الثنائية والمتعددة الأطراف لتبادل المعلومات.

### المبدأ الثاني: الحقوق والمعاملة المتكافئة للمساهمين The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership functions

على اطار حوكمة الشركات أن يضمن الحقوق التالية للمساهمين:

- يجب أن يكفل اطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين خاصة صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة للحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم.

- يجب أن يعامل المساهمون المنتمون لنفس الفئة معاملة متكافئة.

- يجب أن يتم منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية.

- يجب أن يطلب من أعضاء مجلس الادارة والمديرين التنفيذيين الإفصاح عن أي مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو مسائل تخص الشركة.

تجدر الاشارة الى أن الحقوق الأساسية للمساهمين تتمثل ما يلي:

- تأمين وسائل تسجيل الملكية.

- نقل أو تحويل ملكية الأسهم.

<sup>1</sup> اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات - الفرص والتحديات - الاصدار رقم 11، دبي الامارات العربية المتحدة، جانفي 2016 ص 3.

<sup>2</sup> اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دليل استرشادي، دبي الامارات العربية المتحدة، يوليو 2017، ص ص 12-14.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب.
  - المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين.
  - تمكين المساهمين من التصويت عبر الحدود cross boarder voting.
  - انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
  - الحصول على حصص من أرباح الشركة.
- المبدأ الثالث: المؤسسات الاستثمارية، وأسواق الأسهم، وغيرهم من المؤسسات المالية الوسيطة Institutional investors, stock markets, and other intermediaries:** يجب أن تساهم المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين المؤسسيين وأسواق الأسهم في التطبيق الفعال لمبادئ حوكمة الشركات حيث:
- يجب أن تعمل أسواق الأسهم بطريقة تساهم في تطبيق أفضل لممارسات الحوكمة.
  - يجب أن تقوم شركات الحفظ الأمين بالتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة وفقا لتوجيهات مالكي الأوراق المالية المتعاقدين معها.
  - يجب أن يقوم المستثمرون المؤسسيين وشركات الخدمات المالية والصناديق الاستثمارية التي تقوم بإدارة استثمارات للمستثمرين بالإفصاح عن أي تعاملات جوهرية أو مؤثرة مع الشركات التي يديرون مساهمات فيها قد تؤثر على استقلالية قرارهم الاستثماري.
  - يجب على شركات الخدمات المالية التي تقوم بتقديم خدمات استشارية للمستثمرين بالإفصاح عن أي تعارض في المصالح قد يؤثر على سلامة واستقلالية خدماتهم الاستشارية.
- المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات The role of stakeholder in corporate governance:** ينبغي أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصالح كما يرسبها القانون، وأن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة، كما ينبغي أن يوفر إطار الحوكمة المعلومات اللازمة لأصحاب المصالح بشكل دوري وفي الوقت المناسب.
- المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية Disclosure and transparency:** يعتبر الإفصاح والشفافية
- ينبغي أن يكفل إطار حوكمة الشركات تحقيق الإفصاح الدقيق وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بالشركة، خاصة الموقف المالي والأداء والملكية وأسلوب ممارسة السلطة ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا إضافة الى الملكيات الرئيسية في الشركة.
  - يجب أن يتم اعداد وتدقيق البيانات المالية والإفصاح عنها بأسلوب يتفق مع المعايير المحاسبية.
  - ينبغي الاضطلاع بعملية تدقيق سنوية عن طريق مدقق خارجي مستقل بهدف التدقيق الموضوعي للقوائم المالية.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة **The responsibilities of the board**: تضمنت مبادئ حوكمة الشركات في هذا المجال ما يلي:

- يجب أن يكفل اطار حوكمة الشركات المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الادارة، وكذا مساءلة مجلس الادارة من قبل المساهمين.

- يجب أن يضمن مجلس الادارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح.

- يجب أن يضطلع المجلس بمراجعة وتوجيه استراتيجية الشركة وخطط العمل وسياسة المخاطرة، وأن يضع أهداف الأداء وأن يتابع التنفيذ، وأن يضمن سلامة التقارير المحاسبية والمالية للشركة عن طريق وجود مدقق خارجي مستقل، ويتعين أن ينظر مجلس الادارة في تعيين عدد كاف من الأعضاء غير التنفيذيين.

### ثانياً: مبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية:

قدمت لجنة بازل للرقابة المصرفية العديد من المبادئ والتوصيات الخاصة بحوكمة البنوك بدءاً من أوراق العمل التي أصدرتها سنة 1998 تلتها وثيقة 1999 والتي جاءت بأبرز الممارسات التي تعمل على سلامة الحوكمة بالبنوك ضمن سبعة مبادئ، بعدها قامت بتعديل أعمالها وتوصياتها السابقة عام 2005 لتقوم في فبراير 2006 بإصدار نسخة محدثة استمدت توجيهاتها من مبادئ حوكمة الشركات الصادرة من قبل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) لعام 2004، هذا وقد استهدفت مبادئ اللجنة لعام 2006 القضايا الرئيسية المتعلقة بإدارة البنوك، أهمها:

- يجب أن يكون مجلس الإدارة مشاركاً في الموافقة على استراتيجية البنك.
- ينبغي وضع خطوط واضحة للمسؤولية وإنفاذها في جميع أنحاء البنك.
- ينبغي أن تكون سياسات التعويض متسقة مع أهداف البنك على المدى الطويل.
- ينبغي أن تدار المخاطر الناتجة من عمليات تفتقر الى الشفافية على نحو ملائم.

عقب نشر توجيهات اللجنة لعام 2006 كانت هناك العديد من الهفوات والاختفاقات في حوكمة الشركات الكثير منها جاء إلى النور خلال الأزمة المالية التي بدأت في منتصف عام 2007 وشملت على سبيل المثال: عدم كفاية مجلس الإدارة في الإشراف على الإدارة العليا، عدم كفاية إدارة المخاطر، التعقيدات التي لا مبرر لها مع وجود هياكل تنظيمية مصرفية غير شفافة، على هذه الخلفية قررت اللجنة عام 2010 إعادة النظر في مبادئها لعام 2006 بمراجعتها وتنقيحها،<sup>1</sup> لقد سعت هذه المبادئ إلى إبراز الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية وهذا بالتركيز على عدة نقاط هامة مثل الرقابة الفعالة لمجلس الادارة، الإدارة الصارمة للمخاطر تقوية الضوابط الداخلية والامتثال، ومن أجل تقييم التقدم الذي أحرزته السلطات الوطنية والمؤسسات المصرفية

<sup>1</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document Principles for enhancing corporate governance, Bank for International Settlements, March 2010, pp 3-4.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

في مجال إدارة المخاطر منذ الأزمة المالية العالمية ومراجعة مبادئ حوكمة البنوك قام مجلس الاستقرار المالي العالمي في فبراير 2013 بمراجعة إدارة المخاطر، فوجد أن المؤسسات المالية والسلطات الوطنية قد اتخذت تدابير لتحسين إدارة المخاطر غير أن هناك حاجة الى مزيد من العمل من قبل السلطات الوطنية والمصارف على حد سواء لوضع أطر فعالة لإدارة المخاطر، وفي ضوء التطورات الجارية في مجال حوكمة الشركات ومراعاةً لتوصيات مجلس الاستقرار المالي والأوراق الأخرى التي تناولت قضايا إدارة الشركات قررت اللجنة بازل عام 2015 إعادة النظر في توجيهات عام 2010، ويتمثل أحد الأهداف الرئيسية لهذه المراجعة في تعزيز مسؤوليات مجلس الإدارة في مجالي الرقابة وإدارة المخاطر، والتأكيد على العناصر الرئيسية لحوكمة المخاطر ووظائف الرقابة والتدقيق الداخلي للحسابات،<sup>1</sup> وقد تم اصدار المبادئ الجديدة في جويلية 2015 تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

**المبدأ الأول: المسؤوليات العامة للمجلس Board's overall responsibilities:** يتحمل مجلس الادارة المسؤولية العامة للبنك بما في ذلك الموافقة والاشراف على تنفيذ الإدارة للأهداف الاستراتيجية للبنك ونشر ثقافة الحوكمة داخله من خلال:

- يتحمل مجلس الإدارة المسؤولية النهائية عن: استراتيجية أعمال البنك وسلامته المالية، قرارات الموظفين الرئيسية، التنظيم الداخلي، إدارة المخاطر، هذا ويجوز للمجلس تفويض بعض مهامه وليس المسؤوليات للجانه عند الاقتضاء.

- يجب على أعضاء مجلس الادارة ممارسة "واجب العناية" و "واجب الولاء" للبنك وفقا للقوانين الوطنية المعمول بها ومعايير الاشراف.

- من أجل تعزيز ثقافة مؤسسية سليمة ينبغي للمجلس تعزيز "اللهجة الى الأعلى" من خلال:

\* الالتزام بالقيم المؤسسية التي تخلق توقعات بأن جميع الأعمال يجب أن تتم بطريقة قانونية وأخلاقية، والإشراف على التقيد بهذه القيم من قبل الإدارة العليا والموظفين الآخرين.

\* التأكيد للموظفين بما في ذلك الإدارة العليا أن الإجراءات التأديبية المناسبة سوف تتبع ضد أي سلوكيات وانتهاكات غير مقبولة.

\* ينبغي أن تحدد قواعد السلوك المقبولة وغير المقبولة في مدونة سلوك أو مدونة أخلاقية للبنك.

\* ينبغي للشركة أن ترفض صراحة النشاط غير المشروع مثل الاحتيال، غسيل الأموال، مكافحة المنافسة، الرشوة والفساد، وكذا انتهاك حقوق المستهلك.

<sup>1</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Guidelines Corporate governance principles for banks, Bank for International Settlements , July 2015, pp 3-4.

<sup>2</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Ibid, pp 8-40.

\* ينبغي أن يكون لمجلس الإدارة آلية للإشراف على سياسة الإبلاغ عن المخالفات وكفالة معالجة الإدارة العليا للقضايا التي يتم طرحها، ويجب أن يأخذ المجلس على عاتقه مسؤولية ضمان حماية الموظفين الذين يثيرون الشواغل من المعاملة الضارة أو الانتقام.

- ينبغي أن يقوم مجلس الإدارة بدور نشط في تحديد مدى الرغبة في المخاطرة وضمن مواءمته مع الخطط الاستراتيجية والرأسمالية للبنك، ويجب أن يتم نقل رغبة البنك في المخاطرة بشكل واضح من خلال نظام يمكن فهمه بسهولة من قبل جميع الأطراف ذات العلاقة: مجلس الإدارة نفسه، الإدارة العليا، موظفي البنك.

- ينبغي أن يقوم مجلس الإدارة بالإشراف على الإدارة العليا، ويجب أن يحمل أعضاء الإدارة العليا المسؤولية عن أفعالهم وأن يعدد العواقب المحتملة بما في ذلك الفصل من الخدمة إذا لم تتماشى الإجراءات المتخذة مع توقعات أداء المجلس.

### المبدأ الثاني: مؤهلات المجلس وتكوينه: **Board qualification and composition** ينبغي

أن يكون أعضاء المجلس مؤهلين لشغل مناصبهم وأن يفهموا دورهم الرقابي، وأن يكونوا قادرين على ممارسة حكم سليم وموضوعي بكل شؤون البنك، وهذا يتطلب بأن يتوفر في أعضاء المجلس ما يلي:

- يجب أن يكون حجم المجلس مناسباً للاضطلاع بمسؤولياته وأن يكون له تركيبة تسهل الرقابة الفعالة، ولهذا الغرض ينبغي أن يتألف المجلس من عدد كاف من المديرين المستقلين.

- ينبغي أن يتألف مجلس الإدارة من أفراد يتمتعون برصيد من المهارات المتنوعة والخبرة والدراية التي تتناسب مع حجم وتعقيد البنك ومخاطره.

### المبدأ الثالث: هيكل المجلس وممارساته **Board's own structure and practices**: ينبغي

للمجلس أن يحدد هياكل وممارسات الحوكمة المناسبة لعمله، وأن يضع الوسائل الكفيلة بمتابعة هذه الممارسات وأن يستعرضها دورياً من أجل تفعيلها من خلال:

- ينبغي أن يقوم المجلس بتشكيل نفسه من حيث القيادة والحجم واستخدام اللجان من أجل الاضطلاع بمسؤولياته ودوره الرقابي بفعالية، وهذا يشمل ضمان أن يكون للمجلس الوقت والوسائل لتغطية جميع المواضيع الضرورية بعمق كاف وإجراء مناقشة قوية للقضايا.

- ينبغي أن يحافظ المجلس على القواعد التنظيمية واللوائح الداخلية أو غيرها من الوثائق المماثلة التي تحدد تنظيمه وحقوقه ومسؤولياته وأنشطته الرئيسية، وأن يقوم بتحديثها دورياً.

- لتعزيز أدائه يجب على مجلس الإدارة إجراء تقييمات منتظمة - بمفرده أو بمساعدة خبراء خارجيين - للمجلس ككل ولجانته وأعضاء مجلس الإدارة.

- ينبغي أن يكون رئيس مجلس الإدارة عضواً مستقلاً أو غير تنفيذي، وأن تتوفر فيه الخبرة والكفاءة المطلوبة من أجل الوفاء بمسؤولياته وأن يكفل اتخاذ قرارات المجلس على أساس سليم وشفاف ويشجع النقاش النقدي

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

وأن يضمن التعبير بحرية عن الآراء المخالفة ومناقشتها في عملية صنع القرار، و أن يكرس وقتاً كافياً لممارسة مسؤولياته.

- ينبغي أن يكون لكل لجنة ميثاق يحدد نطاق وإجراءات عملها ويشمل ذلك الطريقة التي ستقدم بها اللجنة تقاريرها إلى المجلس وما هو متوقع من أعضاء اللجنة، وينبغي للمجلس أن ينظر في تناوب الأعضاء ورؤساء هذه اللجان لأن ذلك يمكن أن يساعد على تجنب التركيز غير الضروري للسلطة وتعزيز وجهات النظر الجديدة، وأن يكون رئيس اللجنة عضواً غير تنفيذي مستقل.

- ينبغي للمجلس أن يشرف على تنفيذ وتشغيل السياسات لتحديد أوجه التضارب المحتملة في المصالح، وفي الحالات التي لا يمكن فيها منع هذه الصراعات، ينبغي إدارتها على نحو سليم في إطار سياسة مؤسسية سليمة متسقة مع القانون الوطني والمعايير الاشرافية.

**المبدأ الرابع: الإدارة العليا Senior management:** يتعين على الادارة العليا وتحت إشراف مجلس الإدارة أن تقوم بإدارة أنشطة البنك بطريقة تتماشى مع استراتيجية الأعمال ومدى تقبل المخاطر والمكافآت والسياسات الأخرى المعتمدة من قبل مجلس الإدارة، حيث:

- تتكون الادارة العليا من مجموعة أساسية من الموظفين المسؤولين أمام مجلس الادارة عن الادارة اليومية للبنك.  
- ينبغي أن تكون عملية التنظيم واتخاذ القرارات في الادارة العليا واضحة وشفافة وأن تصمم لتعزيز الإدارة الفعالة للبنك، وهذا يشمل وضوح دور وسلطة ومسؤولية المناصب المختلفة داخل الإدارة العليا بما في ذلك منصب الرئيس التنفيذي.

- ينبغي أن يكون لدى أعضاء الإدارة العليا الخبرة والكفاءات اللازمة والنزاهة لإدارة الأعمال التجارية، وأن يحصلوا على التدريب المنتظم للحفاظ على كفاءاتهم وتعزيزها والبقاء على علم بأخر التطورات المتعلقة بمجالات مسؤوليتهم.

- تساهم الإدارة العليا بشكل كبير في الحوكمة السليمة للبنك لذلك يجب على أعضائها أن يوفرُوا الرقابة الكافية على الأعمال التي يديرونها، وأن يتأكدوا من أن أنشطة البنك تتماشى مع استراتيجية الأعمال وقابلية تحمل المخاطر والسياسات المعتمدة من قبل مجلس الادارة.

- تقع على عاتق الإدارة العليا مسؤولية تفويض المهام للموظفين، لذلك ينبغي لها إنشاء هيكل إداري يعزز المساءلة والشفافية في جميع أنحاء البنك.

- ينبغي للإدارة العليا أن تزود المجلس بالمعلومات التي يحتاجها للاضطلاع بمسؤولياتها والإشراف عليها وتقييم نوعية أدائها، وفي هذا الصدد ينبغي على الإدارة العليا أن تبقي مجلس الإدارة على علم منتظم بكافة المسائل المتعلقة بالبنك.

**المبدأ الخامس: حوكمة الهياكل الجماعية Governance of group structures:** في هيكل المجموعة يتحمل مجلس إدارة الشركة الأم المسؤولية الكاملة عن المجموعة، ولضمان إنشاء وتشغيل إطار حوكمة واضح وملائم لهيكل وأعمال ومخاطر المجموعة وكياناتها فإن مجلس الإدارة وكبار الموظفين في الإدارة يجب أن يعرفوا ويفهموا الهيكل التنظيمي للمجموعة المصرفية والمخاطر التي تواجهها، بحيث:

- يجب أن يكون مجلس إدارة الشركة الأم على دراية بالمخاطر والقضايا المادية التي قد تؤثر على البنك ككل وشركاته التابعة، وينبغي أن تمارس الرقابة الكافية على الشركات التابعة مع احترام المسؤوليات القانونية والتنظيمية التي تطبق على المجالس الفرعية.

- من أجل الوفاء بمسؤولياتها ينبغي لمجالس إدارة الشركة الأم القيام بما يلي:

\* تحديد الأدوار والمسؤوليات بوضوح على مستوى الشركة الأم وعلى مستوى الشركات التابعة.

\* تحديد مجلس إدارة وهيكل إداري مناسب يأخذ في الاعتبار المخاطر الأساسية التي تتعرض لها المجموعة وأعمالها وشركاتها التابعة.

\* ضوابط لتحديد ومعالجة تعارض المصالح المحتملة بين المجموعات مثل تلك التي تنشأ من معاملات بين المجموعات.

\* وجود موارد كافية لمراقبة التزام الشركات التابعة بجميع المتطلبات القانونية والتنظيمية.

\* الحفاظ على علاقة فعالة بين كل من مجلس إدارة الشركة الأم ومجالس الإدارة بالشركات التابعة أو الإتصال المباشر مع المنظمين من جميع الشركات التابعة.

\* انشاء وظيفة التدقيق الداخلي الفعالة التي تضمن إجراء عمليات التدقيق لجميع الشركات التابعة.

- يجب أن تتماشى الأهداف الاستراتيجية وإطار عمل إدارة المخاطر ومبادئ حوكمة الشركات التابعة مع مبادئ الشركة الأم (المشار إليها هنا بـ "سياسات المجموعة")، إلا أنه يتعين على المجلس التنفيذي إجراء التعديلات اللازمة عندما تتعارض سياسة المجموعة مع حكم قانوني أو تنظيمي ساري المفعول أو قاعدة احترازية أو من شأنه أن يضر بالإدارة السليمة للشركة التابعة.

- في حالة وجود شركة تابعة هامة (بسبب خصائص المخاطر التي تتحملها أو بسبب حجمها بالنسبة للشركة الأم)، يجب على مجلس إدارة الشركة الأم اتخاذ الخطوات الإضافية اللازمة لمساعدة الشركة التابعة للوفاء بالمتطلبات القانونية والتنظيمية التي تنطبق عليها.

- قد يؤدي العمل من خلال هياكل معقدة أو غير شفافة الى مخاطر مالية وقانونية وسمعة وغير ذلك من المخاطر التي يتعرض لها البنك، وقد تعرقل قدرة مجلس الإدارة والإدارة العليا على القيام بالإشراف الملائم على الأعمال ويمكن أن تعرقل الإشراف المصرفي الفعال، لذلك ينبغي أن تدرك الإدارة العليا ومجلس الإدارة هذه التحديات وأن تتخذ إجراءات لتفاديها أو تخفيفها عن طريق ما يلي:

- \* تجنب إقامة هياكل معقدة تفتقر الى جوهر إقتصادي أو غرض تجاري.
- \* التأكد من أن الأنشطة والهياكل تخضع لعمليات تدقيق داخلي وخارجي منتظمة.
- يمكن لمجلس إدارة الشركة الأم أن يعزز فعالية الجهود المذكورة أعلاه من خلال طلب مراجعة رسمية مستقلة دورية للهياكل وضوابطها وأنشطتها، وكذلك اتساقها مع الاستراتيجية المعتمدة من المجلس.
- المبدأ السادس: وظيفة إدارة المخاطر Risk management function:** يجب أن يكون لدى البنوك وظيفة مستقلة فعالة لإدارة المخاطر، هذه الوظيفة هي المسؤولة عن الإشراف على أنشطة المخاطرة في جميع أنحاء الشركة، حيث تشمل الأنشطة الرئيسية لوظيفة إدارة المخاطر ما يلي:
  - \* تحديد المخاطر المادية التي يمكن أن يتعرض لها البنك.
  - \* تقييم هذه المخاطر وقياس مدى تعرض البنك لها.
  - \* مراقبة مستمرة لأنشطة المخاطرة بما يتماشى مع الرغبة المقبولة للمخاطر المعتمدة من قبل مجلس الادارة.
  - \* إنشاء نظام للإنذار المبكر للتنبؤ بالمخاطر لدى البنك.
  - \* التأثير على القرارات التي تؤدي الى مخاطر مادية.
- ينبغي أن يكون لدى وظيفة إدارة المخاطر عدد كاف من الموظفين الذين يمتلكون الخبرة والمؤهلات المطلوبة بما في ذلك معرفة السوق والمنتج، وأن يحصلوا على التدريب المنتظم.

### المبدأ السابع: تحديد المخاطر، التحكم والمراقبة: Risk identification, monitoring and

- controlling:** ينبغي تحديد المخاطر ومراقبتها والتحكم فيها على مستوى البنك بشكل مستمر، وفي هذا الاطار يجب أن يواكب تطور البنية التحتية لإدارة المخاطر والبنية التحتية للرقابة الداخلية التغيرات التي تطرأ على مخاطر البنك، حيث:
  - يجب أن يتسم إطار عمل حوكمة المخاطر بالبنك بسياسات تدعمها إجراءات وعمليات رقابية ملائمة تهدف الى التأكد من أن قدرة البنك على تحديد المخاطر ومراقبتها تتناسب مع حجم البنك وتعقيده.
  - ينبغي أن يشمل تحديد المخاطر جميع المخاطر المادية التي يتعرض لها البنك والتي تشمل الأنشطة داخل وخارج الميزانية.
  - من أجل إجراء تقييم فعال للمخاطر يجب على مجلس الادارة والادارة العليا بما في ذلك إدارة المخاطر أن يقوموا بشكل منتظم بتقييم المخاطر الاجمالية التي يواجهها البنك، وينبغي أن تتضمن عملية تقييم المخاطر التحليل المستمر للمخاطر القائمة وكذلك تحديد المخاطر الجديدة أو الناشئة.
  - ينبغي أن يشمل تحديد المخاطر وقياسها العناصر الكمية والنوعية على السواء، وذلك في أن تقوم المصارف بتقييم المخاطر التي يصعب قياسها كميًا مثل مخاطر السمعة والمخاطر المتعلقة بالبيئة التشغيلية الخارجية للبنك.

**المبدأ: خطر الاتصال Risk communication:** يتطلب إطار عمل حوكمة المخاطر الفعال اتصالاً قوياً داخل البنك حول المخاطر من خلال ابلاغ مجلس الإدارة والإدارة العليا، حيث:

– يجب على الإدارة العليا التواصل الدائم مع مهام الرقابة على الخطط والأنشطة الرئيسية للإدارة بحيث يمكن لوظائف الرقابة أن تؤدي مسؤولياتها بفعالية.

– على وظيفة الرقابة ابلاغ مجلس الإدارة والإدارة العليا عن كل المخاطر في الوقت المناسب وبطريقة دقيقة ومفهومة بحيث تكون جاهزة لاتخاذ قرارات واضحة، وينبغي على الإدارة والمسؤولين عن مهمة إدارة المخاطر تجنب المعلومات الضخمة التي قد تجعل من الصعب تحديد القضايا الرئيسية وإعطاء الأولوية للمعلومات المهمة وعرضها في صورة موجزة، وعلى المجلس أن يقوم بتقييم مدى دقة المعلومات التي يتلقاها وتحديد ما اذا كانت هناك حاجة الى معلومات اضافية.

– ينبغي تقديم المعلومات المتعلقة بالمخاطر المادية التي تتطلب اتخاذ قرارات فورية أو ردود فعل فورية الى الإدارة العليا، وعند الاقتضاء الى مجلس الإدارة والموظفين المسؤولين أو رؤساء وظائف الرقابة حتى يتسنى اتخاذ التدابير والأنشطة المناسبة في مرحلة مبكرة.

**المبدأ التاسع: الامتثال Compliance:** يجب على مجلس الادارة أن ينشئ وظيفة الامتثال، هذه الوظيفة تشكل خط الدفاع الثاني للبنك وهي مسؤولة عن عدة أمور منها التأكد من أن البنك يعمل بنزاهة ووفقاً للقوانين واللوائح والسياسات الداخلية المعمول بها، حيث:

– في حين أن مجلس الإدارة والإدارة العليا مسؤولان عن امتثال البنك، فإن وظيفة الامتثال لها دور هام في دعم القيم والسياسات والعمليات التي تساعد على ضمان تصرف البنك بمسؤولية اتجاه جميع الالتزامات الواجبة التطبيق.

– ينبغي أن تقوم وظيفة الامتثال بإبلاغ مجلس الإدارة والإدارة العليا بشأن امتثال البنك للقوانين والقواعد والمعايير المعمول بها وإبائهم على علم بالتطورات في الشركة، وأن تساعد في تثقيف الموظفين بشأن قضايا الامتثال وأن تعمل كنقطة اتصال داخل البنك لاستفسارات الامتثال من الموظفين، وأن تقدم التوجيه للموظفين بشأن التنفيذ الملائم للقوانين والقواعد والمعايير المطبقة في شكل سياسات وإجراءات مثل مدونات السلوك الداخلية والمبادئ التوجيهية للممارسة.

– يجب أن تتمتع وظيفة الامتثال بالاستقلال عن الإدارة لتفادي التأثير أو العوائق عندما تؤدي هذه المهمة واجباتها، لذلك يجب أن تتمتع بالسلطة الكافية، المكانة، الموارد، القدرة على الوصول الى المجلس، وأن تحترم الإدارة الواجبات المستقلة لوظيفة الامتثال ولا تتدخل في الوفاء بها.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

**المبدأ العاشر: التدقيق الداخلي Internal audit:** تشكل وظيفة التدقيق الداخلي الفعالة خط الدفاع الثالث في البنك، لذلك ينبغي أن تدعم هذه الوظيفة مجلس الإدارة والادارة العليا في تعزيز عملية حوكمة فعّالة لضمان سلامة البنك على المدى الطويل، حيث:

- تعمل وظيفة التدقيق الداخلي على ضمان جودة وفعالية أنظمة الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر والحوكمة في البنك، الأمر الذي يساعد مجلس الإدارة والادارة العليا على حماية شركتهم وسمعتهم.  
- ينبغي أن يكون لوظيفة تدقيق الحسابات مهام واضحة وأن تكون مسؤولة أمام المجلس ومستقلة عن الأنشطة المدققة، وأن يكون لديها مكانة ومهارات وموارد وسلطة كافية داخل البنك لتمكين مدققي الحسابات من تنفيذ مهامهم بفعالية وموضوعية.

- يساهم مجلس الإدارة والإدارة العليا في فعالية وظيفة التدقيق الداخلي للحسابات عن طريق ما يلي:  
\* توفير امكانية الوصول الكامل وغير المشروط الى أي سجلات وبيانات تخص البنك بما في ذلك الوصول الى نظم المعلومات الإدارية والسجلات ومحاضر جميع الهيئات الاستشارية وصنع القرار.  
\* مطالبة المدققين الداخليين بالتقيد بالمعايير المهنية الوطنية والدولية مثل المعايير التي وضعها معهد المدققين الداخليين.

\* اشتراط أن تتوفر في موظفي التدقيق المعارف والمهارات والموارد التي تتناسب مع أنشطة البنك ومخاطره.  
**المبدأ الحادي عشر: المكافآت Compensation:** ينبغي أن يدعم هيكل المكافآت في البنك حوكمة الشركات السليمة وإدارة المخاطر، حيث:

- تشكل نظم المكافآت والحوافز عنصراً رئيسياً في هيكل الحوكمة والذي يعزز من خلاله مجلس الإدارة والإدارة العليا الأداء الجيد لدى المصرف.  
- يعتبر مجلس الإدارة أو لجنة المكافآت مسؤولة عن الاشراف على تنفيذ الإدارة لنظام المكافآت للبنك بأكمله، لذلك ينبغي أن يقوم مجلس الإدارة أو لجنته بمراقبة ومراجعة النتائج بانتظام لتقييم ما اذا كان نظام المكافآت على مستوى البنك يخلق الحوافز المرغوبة.

- يجب على مجلس الإدارة أو لجنة المكافآت مراجعة خطط المكافآت ونتائجها سنوياً على الأقل.  
- يتعين على مجلس الإدارة الى جانب لجنة المكافآت الموافقة على تعويض كبار المسؤولين التنفيذيين بمن فيهم المدير التنفيذي ورئيس التدقيق الداخلي، وأن يشرفوا على وضع وتنفيذ سياسات ونظم الرقابة ذات الصلة.  
- بالنسبة للموظفين في وظائف الرقابة (مثل المخاطر، الامتثال والتدقيق الداخلي) ينبغي تحديد الأجر بشكل مستقل، وأن تستند مقاييس الأداء أساساً الى تحقيق أهدافهم الخاصة حتى لا تعرض استقلاليتهم للخطر.

**المبدأ الثاني عشر: الافصاح والشفافية Disclosure and transparency:** تتسق الشفافية مع حوكمة الشركات السليمة والفعالة، فبدون الشفافية يصعب على المساهمين والمودعين وأصحاب المصلحة

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

الآخرين والمشاركين في السوق أن يرصدوا بشكل فعّال مجلس الإدارة والإدارة العليا ويحملونهم المسؤولية بشكل كامل عن نتائج أعمالهم، لذلك فإن الهدف من الالتزام بالشفافية هو تزويد هذه الأطراف بالمعلومات اللازمة وتمكينهم من تقييم فعّالية مجلس الإدارة والادارة العليا في إدارة البنك.

**المبدأ الثالث عشر: دور المشرفين The role of supervisors:** يحدد هذا القسم عدة مبادئ يمكن

أن تساعد المشرفين في تقييم وتعزيز حوكمة الشركات الجيدة في البنوك، وتشمل هذه المبادئ ما يلي:

- **توجيهات بشأن توقعات الحوكمة السليمة للشركات:** يجب على المشرفين وضع التوجيهات أو القواعد بما يتماشى مع المبادئ الواردة في هذه الوثيقة والتي تتطلب من المصارف أن تمتلك سياسات وممارسات قوية لحوكمة الشركات، تكتسب هذه التوجيهات أهمية خاصة عندما تكون القوانين الوطنية أو اللوائح أو القواعد أو متطلبات الادراج المتعلقة بحوكمة الشركات قوية بما فيه الكفاية لتلبية احتياجات حوكمة الشركات من البنوك.

- **تقييمات شاملة للحوكمة المؤسسية للبنك:** يجب أن يكون لدى المشرفين عمليات مطبقة لتقييم الحوكمة المؤسسية للبنك بشكل كامل، وهذا من خلال تقييم ما اذا كان لدى البنك آليات فعالة يقوم من خلالها مجلس الإدارة والادارة العليا بتنفيذ مسؤولياتهما الرقابية، كما يجب على المشرفين تقييم ما اذا كان لدى مجلس الإدارة والادارة العليا عمليات مطبقة للرقابة على الأهداف الاستراتيجية للبنك بما في ذلك قابلية تحمل المخاطر والأداء المالي وكفاية رأس المال وتخطيط رأس المال والسيولة، وينبغي أن يعطي المشرفين اهتماماً خاصاً للرقابة على إدارة المخاطر والامتثال ووظائف الرقابة الداخلية وذلك بتقييم مدى تفاعل المجلس مع ممثلي هذه الوظائف (يلتقي بهم)، ويجب على المشرفين تحديد ما اذا كانت الضوابط الداخلية يتم تقييمها بشكل مناسب وأنها تساهم في الحوكمة السليمة في جميع أنحاء البنك.

- **التفاعل المنتظم مع المدراء والإدارة العليا:** يجب على المشرفين التفاعل بشكل منتظم مع مجالس الإدارة وكبار المديرين والمسؤولين عن إدارة المخاطر والامتثال ووظائف المراجعة الداخلية، يشمل هذا التفاعل عقد اجتماعات يتم من خلالها فتح حوار بين البنك والمشرفين حول مجموعة من القضايا وفي الوقت المناسب مثل استراتيجيات البنك، نموذج الأعمال والمخاطر، فعالية حوكمة الشركات في البنك، القضايا الإدارية وخطط التعاقب الوظيفي، التعويضات والحوافز، كما يجب على المشرفين تقديم رؤى للبنك حول عملياته بالنسبة الى أقرانه من البنوك وتطورات السوق والمخاطر النظامية الناشئة.

- **المطالبة بإجراء تحسينات واجراءات تصحيحية:** ينبغي أن يكون لدى المشرفين مجموعة من الأدوات المتاحة لمعالجة فشل الإدارة، وأن تكون قادرة على طلب خطوات العمل نحو التصحيح والتحسين وضمن المساءلة عن حوكمة الشركات في البنك، قد تشمل هذه الأدوات القدرة على الزام البنك اجراء تغييرات في سياساته وممارساته وفي تكوين مجلس الإدارة أو الإدارة العليا أو غيرها من الإجراءات التصحيحية، وينبغي أن تشمل أيضا وعند الاقتضاء فرض جزاءات أو تدابير عقابية، وأن يكون اختيار الأداة والإطار الزمني لأي إجراء

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

تصحيحي متناسباً مع مستوى الخطر الذي يشكله على سلامة البنك أو النظام المالي، وعندما يطلب المشرفين من البنك اتخاذ إجراء تصحيحي يجب أن يتم وضع جدول زمني لإتمامه وأن يكون لدى المشرفين اجراءات تصعيدية في حالة عدم قيام البنك بمعالجة أوجه القصور التي تم تحديدها بشكل كاف أو يرى المشرف أن هناك حاجة الى مزيد من الإجراءات.

**- التعاون وتبادل معلومات حوكمة الشركات مع المشرفين الآخرين ذوي الصلة:** يمكن أن يسهم التعاون وتبادل المعلومات بين السلطات العامة ذات الصلة المتمثلة في المشرفون على المصارف وسلطات السلوك إسهاماً كبيراً في فعالية هذه السلطات في أداء أدوارها، وهذا ويكتسي التعاون وتبادل المعلومات بين المشرفين في البلد والمشرفين على الكيانات المصرفية عبر الحدود أهمية خاصة إذ يمكن أن يحدث التعاون على أساس ثنائي من خلال اجتماعات دورية بين المشرفين يتم فيها مناقشة مسائل حوكمة الشركات، مثل هذا التواصل يساعد المشرفين على تحسين تقييمهم للحوكمة العامة للبنوك والمخاطر التي تواجهها وكذا تقييم المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي الأوسع، لذلك ينبغي أن تكون المعلومات المشتركة ذات صلة بالأغراض الإشرافية وأن تقدم في إطار قيود السرية والقوانين السارية الأخرى، وقد تكون هناك حاجة الى ترتيبات خاصة مثل مذكرات التفاهم لتنظيم تبادل المعلومات بين المشرفين أو بين المشرفين والسلطات الأخرى.

إن المبادئ السابق ذكرها ليست ملزمة للدول وليس من الواجب اتباعها حرفياً حتى تتحقق حوكمة الشركات وانما هي نقاط مرجعية تضم عدداً من العناصر المشتركة التي تعد أساس حوكمة الشركات، فاذا أرادت الشركة أن تحتفظ بقدراتها التنافسية في السوق واذا أرادت الحكومات توفير المرونة الكافية التي تسمح للأسواق أن تعمل بفاعلية وتستجيب لتوقعات المساهمين وأصحاب المصالح يجب عليها تطبيق هذه المبادئ أو وضع وتطوير أطر خاصة بها لحوكمة الشركات.

### المطلب الثاني: نماذج حوكمة الشركات.

هناك تباين في نماذج الحوكمة المطبقة بين الدول إذ أن هناك أكثر من نموذج مطبق، كل نموذج من هذه النماذج يعكس التمايز في القواعد والأطر التنظيمية والعوامل الاقتصادية والاجتماعية للدول، لكن رغم هذه الفروقات وتعدد النماذج فإنه يمكننا التمييز بين نموذجين رئيسيين هما: النموذج الأنجلو-ساكسوني The Anglo-Saxon model (نموذج السوق) والنموذج الألماني- الياباني German-Japanese model (نموذج الداخلين)، يعكس كل نموذج فلسفة اقتصادية معينة ويتم التفريق بينهما على أساس تركيبة الملكية أهمية السوق المالية في الدولة (عمق وسيولة السوق المالية)، تركيبة مجلس الادارة، حماية المساهمين الصغار وجهة التمويل.

أولاً: النموذج الأنجلو- ساكسوني:

حسب هذا النموذج تكون هياكل الملكية مشتتة بمعنى وجود عدد كبير من أصحاب الأسهم (الملاك) يملك كل واحد منهم عدد قليل من أسهم الشركة، فهو يتميز بوجود عدد كبير من الشركات المتداول أسهمها في البورصة (سوق جد كبير للسيولة ولتبادل حقوق الملكية)، وعادةً لا يكون لدى صغار المساهمين حافز لمراقبة نشاط الشركة كما أنهم لا يميلون الى المشاركة في القرارات والسياسات الإدارية لذلك يطلق عليهم "بالخارجيين" أو نموذج الخارجيين **Outsider**.<sup>1</sup>

يرتكز هذا النموذج على الآليات الخارجية للحوكمة والمتمثلة أساساً في السوق المالية أين تلعب قوانين هذه الأخيرة والهياكل المنظمة لها دوراً مهماً في حماية مصالح المساهمين وخاصة الأقلية، ويشكل المستثمرين المؤسسيين في هذا النموذج جانباً مهماً في التأثير على قرارات الشركة، كما تحتل مسألة كفاءة السوق المالية محوراً هاماً في هذا النموذج اذ يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية واقع الشركة بصدق وبالتالي فالمسيرين يخشون من الإشارات السعريّة التي تبعثها سوق الأوراق المالية فهم يسعون دائماً الى تعظيم عائد الأموال الخاصة.<sup>2</sup>

يطلق على هذا النموذج نموذج السوق لأنه يعتمد على آلية السوق المالية في التمويل لذلك فهو يتميز بالخصائص التالية:<sup>3</sup>

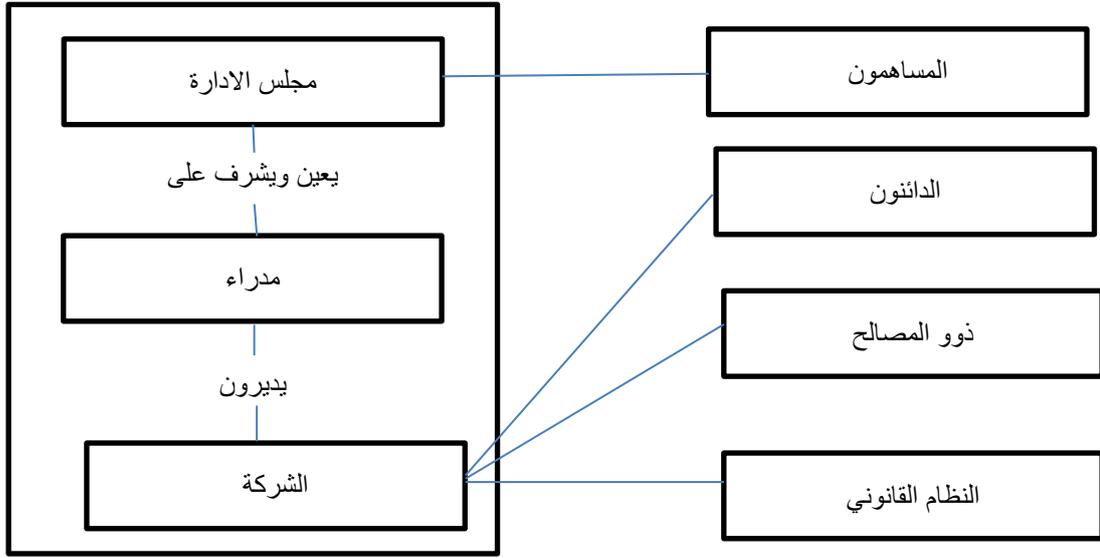
- 1- وجود عدد كبير من الشركات المدرجة في البورصة (السوق المالية).
  - 2- يتشكل رأس مال الشركات من مساهمات مهمة الأمر الذي يؤدي الى تشتت كبير في الملكية.
  - 3- أسواق مالية متطورة جداً وبها سيولة كبيرة.
  - 4- قواعد محاسبية ملزمة للشركات مما ينشأ عنه ضرورة الشفافية في حسابات الشركات.
  - 5- وجود بعض الاشتراكات والمساهمات المتقاطعة بين الشركات فيما بينها من جهة، وبين البنوك والشركات من جهة أخرى.
  - 6- ضعف إدراج المؤسسات المالية لمناهج حوكمة الشركات في هياكل الإدارة بها.
- يمكن توضيح الهيكل التنظيمي للشركة وفقاً للنموذج الأنجلو- ساكسون من خلال الشكل الموالي :

<sup>1</sup> كاترين ل. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2002، ص ص 16-17.

<sup>2</sup> بن ثابت علال وبن جاب الله محمد، الحوكمة المؤسساتية ومتطلبات الاصلاح لتطبيقها في الدول النامية، الملتقى الدولي الأول حول أبعاد الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في الدول النامية، جامعة بومرداس، ديسمبر 2006.

<sup>3</sup> Jérôme maati, le gouvernement d'entreprise, édition de Boeck, paris, 1999, p : 218.

الشكل رقم (1-4): هيكل الشركة وفق النموذج الأمريكي.



المصدر: زهير الكايد، الحكمانية قضايا وتطبيقات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، القاهرة، 2000، ص 36.

من خلال الشكل وتحليل علاقات الشركة يقوم المساهمين الملاك بانتخاب مجلس الادارة الذي يتولى الاشراف على أنشطة الشركة وهذا يعني أن المساهمين يمارسون رقابتهم على الشركة من خلال مجلس الادارة والنظام القانوني يقدم الاطار الهيكلي للشركة، وذو المصالح يأترون في الشركة (العاملون، الموردون) والدائنون يستطيعون أن يمارسوا حقهم في الحجز على موجودات الشركة، أما من خلال تحليل علاقات الشركة عمودياً فإن مجلس الادارة يرسم استراتيجية الشركة ويقوم بالإشراف على تنفيذها من قبل الادارة، وبما أن المجلس يتم اختياره من قبل المساهمين فإن عليه تأدية ما يرغب فيه المساهمون خاصة رفع أداء الشركة.

حسب هذا النموذج بالرغم من عدم قدرة المساهمين على ممارسة عملية الرقابة على الإدارة الا أنه يتيح لهم بيع أسهمهم بسهولة للتخلص من عملية الرقابة الداخلية، فهو يتميز بوجود أسواق مالية متطورة وعميقة تعكس العدد الكبير للشركات المدرجة بالبورصة، فالتهديد بالخروج الكبير يفرض على الإدارة الالتزام بالانضباط نتيجة لما قد يؤدي اليه ذلك من ارتفاع تكلفة الحصول على رؤوس أموال جديدة، وفيما يلي شرح لمختلف متغيرات الحوكمة وفق النموذج الأنجلو-ساكسوني:

- **حقوق المساهمين:** تعد الشركات الأمريكية بحكم حقوق الملكية وبحكم القانون مملوكة لأصحاب الأسهم وينطوي حق الملكية هذا على حق الهيمنة والرقابة والتي يطلق عليها الاقتصاديون الحقوق المتبقية وهي الحق في اتخاذ القرارات المتصلة بالشركة (تتسم هذه الحقوق بالحدودية)، ووفقاً للقانون الأمريكي يكون حق المساهمين في التأثير على نشاط الشركة محدود بانتخاب أعضاء مجلس الادارة أو اقصائهم، التصويت لتغيير لوائح الشركة اقرار أو رفض التغييرات الرئيسية مثل قرارات الدمج أو البيع، عدا هذا لا يمكن للمساهمين اتخاذ قرارات مباشرة

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

بالنسبة لإدارة نشاط الشركة وعلى وجه الخصوص: توزيعات الأرباح، تعيين أو فصل المديرين وتحديد الاستثمارات الرئيسية للشركة.

- **مصالح الأطراف الأخرى:** حسب التشريعات في الولايات المتحدة الأمريكية لا يوجد هناك الزام لأعضاء مجلس الإدارة بأن يأخذوا في حسابهم مصالح غير المساهمين، ويتمثل السبب في الاعتراض على الاعتراف بتلك الحقوق في الاعتقاد أن مجلس الإدارة يعد مسؤولاً عن تحقيق مصالح المساهمين وغير مسؤول عن أية مصلحة تخص أطراف من خارج الشركة، فهناك تخوف من أن يؤدي تمثيل عديد من الفئات الى تبرير مجالس الإدارة لقرارات تكون في غير صالح الشركة.

- **مجلس إدارة الشركة:** وفقاً للقانون الأمريكي تتم إدارة نواحي نشاط الشركة في ظل توجيه مجلس إدارة وحيد فهو لا يفرق بين وظائف التنفيذيين (الداخليين) ووظائف غير التنفيذيين (الخارجيين) في توجيه نشاط الشركة، وفيما يخص انتخاب أعضاء المجلس يتم من طرف المساهمين أما من ناحية العدد يسود مجلس الإدارة الأمريكي الأعضاء الخارجيين حيث عادة ما يوجد تسعة أعضاء غير تنفيذيين من بين اجمالي اثني عشر عضو وغالباً ما يكون المسؤول التنفيذي الرئيسي للشركة يشغل في نفس الوقت منصب رئيس مجلس الإدارة، وهذا ما يؤدي الى عدم الفصل بين وظائف التنفيذيين ووظائف غير التنفيذيين لأعضاء مجلس الإدارة ذلك أن القانون الأمريكي لا يضع تفسير محدد لوظائف مجلس الإدارة، وفي هذا الصدد حددت له الدوائر المستديرة للأعمال المسؤوليات التالية:<sup>1</sup>

- تمثيل المساهمين الملاك.

- الاشراف والرقابة.

- توجيه الإدارة.

- الاشراف على اختيار إدارة الشركة.

- مراجعة الأداء المالي للشركة وتخصيص أموالها.

- مراقبة المسؤولية الاجتماعية للشركة.

- ضمان الاتساق مع القوانين.

يقوم هذا النموذج على افتراض بأن الحوكمة تستخدم لحماية مصالح حملة الأسهم الذين يعتبرون الفئة الوحيدة ذات المصلحة التي تسعى الشركة لتحقيق أهدافها وهم كذلك الفئة الوحيدة التي لها قدرة التأثير على قرارات الإدارة، فالإدارة من منظور هذا النموذج هي وكيل المساهمين ووظيفتها تعظيم الثروة لحملة الأسهم وعليه فان مقياس حوكمة الشركات في هذا النموذج هو مقدار الأرباح والعوائد المحققة من الأموال المستثمرة حيث يعتمد على العديد من الأساليب لتحقيق رغبات حملة الأسهم مثل ربط المكافآت بالأداء، معايير

<sup>1</sup> زهير عبد الكايد، مرجع سبق ذكره.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

محاسبية تمتاز بالشفافية، معايير تشكيل مجلس الإدارة تعتمد على الكفاءة، السوق كأحد آليات الرقابة على الشركات.<sup>1</sup>

- **انتقادات النموذج:** هناك من يرى أن النموذج الأنجلو-ساكسوني هو النموذج الأمثل لحوكمة الشركات لكن هناك من يأخذ عليه بعض الانتقادات:<sup>2</sup>

- عدم الفصل بين وظائف التنفيذيين وغير التنفيذيين على مستوى مجلس الإدارة من شأنه أن يضعف عملية استقلال غير التنفيذيين في مراقبة التنفيذيين.

- عدم الاهتمام بمصالح الأطراف الأخرى وعدم إدراج مصالح هذه الأطراف في حوكمة الشركة من شأنه أن يعطينا حوكمة ناقصة، كما أنه يؤدي إلى ضعف شبكة العلاقات وولاء هذه الأطراف للشركة.

- عدم الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي من شأنه أن يؤدي إلى خلق تعارض في المصالح.

- وجود عدد كبير من المستثمرين الذين يملك كل منهم نسب صغيرة من حقوق ملكية شركة ما يعيق قدرة هؤلاء الملاك على الرقابة على الإدارة.

- يميلون الملاك المشتتون إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير الأمر الذي يؤدي إلى تواتر التغيرات في هيكل الملكية لأن المساهمين قد يرغبون في التخلي عن استثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر ارتفاعاً في شركات أخرى وهو ما يؤدي إلى إضعاف استقرار الشركة، ومن جهة أخرى نجد أن صغار المستثمرين ليس لديهم حافز لمراقبة قرارات مجلس الإدارة ومحاسبة أعضائه عن مسؤولياتهم وهذا قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات لا تخدم مصلحة الشركة.

### ثانياً: النموذج الألماني - الياباني:

حسب هذا النموذج تكون هياكل الملكية مركزة أي تتركز الملكية والإدارة في أيدي عدد قليل من العائلات أو شركات التأمين أو السلطات العمومية أو البنوك، ولأن هؤلاء الأفراد والشركات يتولون الإدارة فانهم يؤثرون على طريقة عمل الشركة لذلك يطلق عليهم بـ "الداخليين" أو نظام الداخليين **Insidier** فهم يسيطرون على الشركات بملكيتهم 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 الداخليين عدداً قليلاً من الأسهم ولكنهم يتمتعون بأغلبية حقوق

<sup>1</sup> بقاء الدين سميير علام، أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية: دراسة تطبيقية، مركز المديرين المصري، القاهرة 2009، ص 14.

<sup>2</sup> كاترين ل. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-16.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

التصويت، يحدث 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).<sup>1</sup>

في هذا النموذج يمتاز مجلس الإدارة بالفعالية نتيجة تمثيله لمختلف فئات أصحاب المصالح خاصة الأجراء الذين يحتلون مركزاً مهماً في الشركة،<sup>2</sup> كما تحتل البنوك مكانة هامة نظراً لمساهماتها الرئيسية في رأسمال أغلب الشركات لذلك يطلق عليه نموذج البنوك لأنه لا يعتمد على آليات السوق المالية في التمويل وإنما على البنوك حيث يتميز بالخصائص التالية:<sup>3</sup>

- 1- عدد الشركات المدرجة بالبورصة ضعيف مقارنة بنموذج السوق.
  - 2- ضعف عدد المساهمين في الشركات ولد تركز في الملكية بشكل كبير.
  - 3- ضعف سيولة الأسواق المالية فهي مواتية لعروض الشراء العامة (OPA) offre publique d'achat
  - 4- عمليات تقديم وعرض القوائم المالية عرضية وغير ملزمة ولا محددة الفترات لأن القواعد المحاسبية المعمول بها أقل تقييداً.
  - 5- روابط رأسمالية مهمة بين البنوك والشركات.
  - 6- وجود مناهج لحوكمة الشركات في هياكل إدارة البنوك بشكل كبير.
  - 7- ضعف في حماية المساهمين ذوي الأقلية.
  - 8- سعي مجلس الإدارة الى الدفاع عن مصالح جميع الأطراف المرتبطة بالشركة بما فيها مصالح المساهمين.
  - 9- ارتكاز نظام الحوكمة على الثقافة الوطنية وعلى التضامن القوي خاصة بعد انهزام كل من ألمانيا واليابان في الحرب العالمية الثانية وضرورة دعم وتمويل شركاتها.
- بناءً على ما سبق يمكن توضيح الهيكل التنظيمي للشركة وفق هذا النموذج من خلال الشكل الموالي:

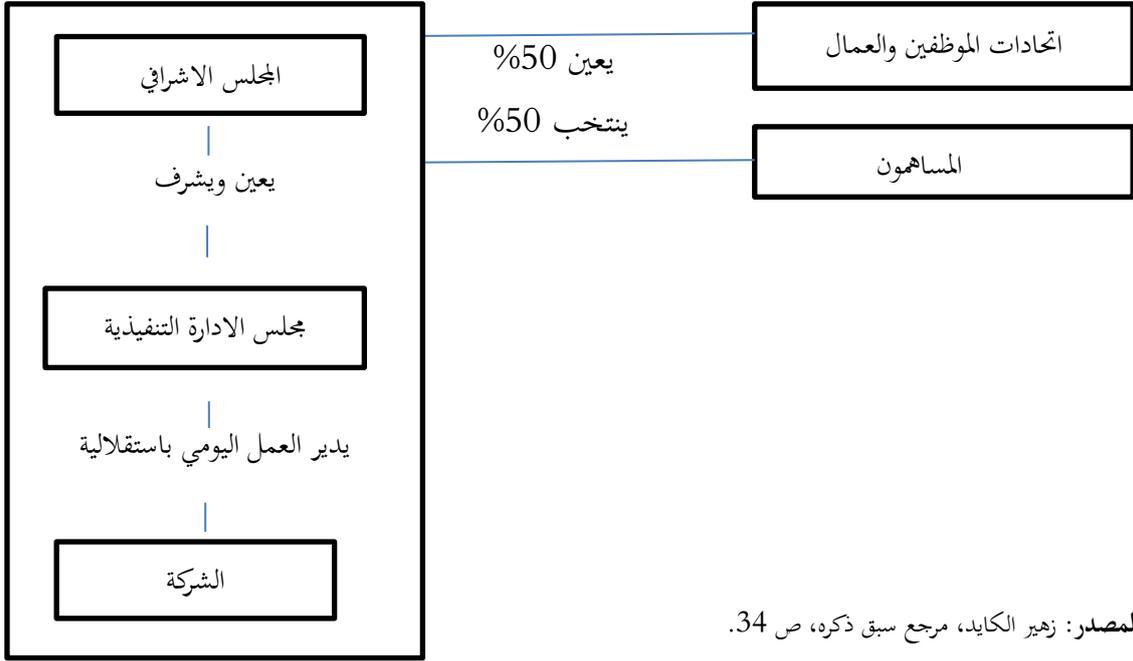
<sup>1</sup> كاترين ل. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 14-15.

<sup>2</sup> بن ثابت علال وبن جاب الله محمد، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup> غلاي نسيم، فعالية حوكمة الشركات: دراسة ميدانية لمؤسسات تلمسان، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة تلمسان 2010/2011، ص 83.

♦ العروض العامة للشراء هي: أن يعرض أحد المساهمين أو المسيرين على المستثمرين شراء الأسهم التي يمتلكونها بسعر غالباً ما يكون أعلى من سعر السوق وهذا لإغرائهم للتنازل.

الشكل رقم (1-5): هيكل الملكية وفق النموذج الألماني.



المصدر: زهير الكايد، مرجع سبق ذكره، ص 34.

نلاحظ من خلال الشكل أنه بالرغم من ملكية المساهمين للشركة إلا أنهم لا يفرضون آليات الحوكمة فيها حيث أن 50% من أعضاء المجلس الاشرافي يتم انتخابهم من قبل المساهمين بينما 50% الباقون يتم تعيينهم من قبل اتحادات العمال، حيث يتميز هذا النموذج بأن الموظفين والعمال ليسوا فقط معينين بأمر الشركة بل أيضاً لهم ميزة المشاركة في حوكمتها فهم متساوون في تحمل مسؤولية تنفيذ سياسة الشركة لتحقيق الأرباح، كما أن مجلس الاشراف يعين ويتحكم في مجلس الإدارة التنفيذية اذ تكون العلاقة بينهم من خلال التقارير، ومن الأمور الهامة كذلك في هذا النموذج هي أن مدير العلاقات العمالية يتم اشراكه في المجلس التنفيذي كعضو عامل، وفيما يلي شرح لمختلف متغيرات الحوكمة وفق النموذج الألماني:

**- الرقابة على الشركات:** وفقاً للنموذج الألماني لا توجد سوق رقابة على الشركات (رقابة خارجية) ويعزى غياب هذا السوق الى ضعف أهمية الأسواق المالية والمحددات التي يفرضها هيكل الملكية، فالقانون الألماني يسمح للشركات الألمانية بأن تحدد حقوق التصويت التي يجوزها كل مساهم فيها كما أن حيازة البنوك لأسهم الشركات غير مطروحة للبيع، ومن جهة أخرى فإن النظام الاقتصادي الألماني له جذور تتمثل في الاقتصاد الاجتماعي التقليدي الذي تتعاون فيه كافة الفئات الاجتماعية بهدف تحسين أوضاع الرفاهة على المستوى القومي.

- أصحاب المصالح: الحق في التمثيل يمنح غالباً للشركات وبصفة خاصة البنوك ولهذا فان تمثيل المساهمين عادةً ما يأخذ شكل كتل تصويتية كبيرة، وعلى الرغم من أن تركز حقوق التصويت يشكل تمثيلاً مباشراً للمساهمين الا أنه بإمكان المساهمين الأفراد طرح المسائل التي تقتضيها مصالحهم كمجموعة، فهذه المصالح غالباً ما تنتهي الى كونها تعبير عن مصالح كافة الأطراف المعنية: أصحاب حقوق الملكية، الدائنون، العاملون الموردون، الزبائن والمجتمع المحلي بصفة عامة، فالهدف الأساسي من التمثيل المتعدد هو اقرار المصالح المشتركة لكافة الفئات وليس مصالح فئة معينة أو مصالح فئة ضد مصالح فئة أخرى.

- مجلس الإدارة: يختلف تنظيم مجالس الإدارة وأدوارها في ألمانيا عن نظيراتها في النظام الأمريكي حيث يتكون النظام الألماني لمجلس الادارة من مجلسين: مجلس اشرافي يتكون بالكامل من أعضاء غير تنفيذيين ومجلس مديرين يتكون بالكامل من أعضاء من التنفيذيين، ولكن ينبغي ألا ينظر الى هذا الهيكل باعتباره صورة أخرى ذات مستويين أو كبديل لصورة المجلس ذي المستوى الواحد بل أنه يعتمد على الفصل الواضح بين الوظائف التنفيذية والوظائف غير التنفيذية حيث يميز القانون بين الإدارة والاشراف.

- انتقادات النموذج الألماني لحوكمة الشركات: يأخذ على هذا النموذج بعض الانتقادات منها:<sup>1</sup>

- القانون الألماني لا يمنع العضوية في مجالس إدارات شركات متنافسة على أن لا يكون الشخص الواحد عضو في أكثر من عشر مجالس إدارة والنتيجة يكون وجود تبادل للشركات الألمانية الكبرى في المجالس الاشرافية لكل منها، فشبكة العلاقات الشخصية المتبادلة الناجمة عن ذلك تجعل عملية الاشراف ضعيفة وتتيح المجال الى امكانية خلق تعارض في المصالح تصل الى حد افشاء السرية.

- ضعف متطلبات الافصاح والشفافية فحسابات الشركات الألمانية تتصف بعدم الشفافية.

- الوجود المتعدد للبنوك الألمانية في الشركات من شأنه أن يؤدي خلق تعارض في المصالح حيث تكون البنوك دائنة ومساهمة من جهة الى جانب قيامها بدور أمناء استثمار لمساهمين آخرين من جهة أخرى، فمصالح البنوك وهي دائنة قد لا يتفق مع مصالح المساهمين الذين يمثلونهم أو مع مصالح الشركة التي يتولون عملية الاشراف فيها، وهنا يثار التساؤل حول الدور الذي تلعبه البنوك في هذا النظام.

- وفقاً لرأي الكثير من المناقشات فان التأثير القوي للبنوك على المجالس الاشرافية ومجلس المديرين له مساوئ كبيرة لأن خبرة البنوك مالية في المقام الأول وهي تميل الى تشجيع أن يكون نظام تمويل الشركات ذو توجه مصرفي، والأمر الأكثر أهمية هو أن وضع البنوك كمؤسسات دائنة قد يؤدي الى حماية استثماراتها من خلال تقديم اعتبارات الأمان على اعتبارات الفرص بمعنى عدم السعي للقيام بالعمليات المرعبة والتي تنطوي على مخاطرة كبيرة.

<sup>1</sup> كاترين ل. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 14-15.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

### ثالثاً: أوجه الاختلاف بين النموذجين:

تنبع الاختلافات بين النموذجين الى الاختلافات في معايير وممارسات التنظيم والادارة المؤسسية والتي تعزى الى اختلاف المناخات التي نشأ وتطور فيها قطاع الأعمال، ففي حين تركز بعض المجتمعات على الحاجة الى أخذ المصلحة الاجتماعية في الاعتبار مثل مصالح العمال والأطراف الأخرى ذات المصلحة تركز مجتمعات أخرى على أولوية حقوق المساهمين وحقوق الملكية وعلى تحقيق أرباح للمساهمين<sup>1</sup> والجدول الموالي يوضح لنا أوجه الاختلاف بين النموذجين من خلال خصائص كل نموذج:

#### جدول رقم: (1-2): خصائص نموذجي حوكمة المؤسسات.

النموذج الألماني - الياباني	النموذج الأنجلو-ساكسوني	المساهمون	الأبعاد الزمنية لحوكمة الشركات
مراقبة قوية: - رأسمال مركز على مساهمين مسيطرين. - انتشار مساهمات البنوك. - هياكل للمساهمات المتقاطعة. - تنفيذ المراقبة أساساً من قبل الأعوان الصناعيين ومن قبل البنك المركزي.	مراقبة ضعيفة: - رأسمال متشتت. - تنفيذ المراقبة أساساً بواسطة مؤسسات.		
مراقبة الأصول: - علاقة طويلة الأجل. - مديونية بنكية كبيرة. - مشاركة مهمة للبنوك في رأس المال.	مراقبة الخصوم: - اقتراض جد ضعيف من البنوك. - اقتراض كبير من السوق. - علاقة قصيرة الأجل.	الدائنون	
مراقبة قوية: - التمثيل في مجلس الإدارة. - المساهمة في القرارات.	مراقبة ضعيفة	الأجراء	
مراقبة أكثر قوة: - سيطرة أصحاب المصالح على المجلس. - حضور البنوك والأجراء في المجلس. - أنظمة المكافآت أقل تحفيزاً. - مراقبة طويلة الأجل وكيفية ولها طابع استراتيجي.	مراقبة ضعيفة: - سيطرة المسيرين على مجلس الإدارة. - طرق للمكافآت أكثر تحفيزاً ومتعلقة بالعائد المستقبلي للأموال الخاصة. - مراقبة مرتكزة على النتائج والأسعار البورصية.	دور مجلس الإدارة والأنظمة التحفيزية	
أكثر صعوبة	سهلة نسبياً	تحويل حقوق الملكية	الأبعاد العلاجية
أكثر سهولة: - غالباً ما يتم التفاوض عنه داخل المجموعة.	بسبب النزاع ويتوقف على درجة سيطرة المسيرين: - من قبل السوق الذي يساهم في المراقبة.	تغيير المسيرين	لحوكمة

<sup>1</sup> ابراهيم فريد عاكوم، ادارة الحكم والعمولة: وجهة نظر اقتصادية، دراسات استراتيجية، مركز الامارات للبحوث والدراسات الاستراتيجية، العدد 117، أبو ظبي الامارات العربية المتحدة، 2006، ص 53.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

<p>- مفروض داخلياً من قبل أصحاب المصالح الأساسيين - أهمية الشبكة التي يمثلها المسيريون.</p>	<p>- تماسك العمال بمقابل المساهمين. - أهمية السوق الخارجي للمسيريين.</p>	<p>الشركات</p>
<p>أكثر صعوبة: علاقات طويلة الأجل مع البنوك والأجراء.</p>	<p>أكثر سهولة</p>	<p>إمكانية خروج أصحاب المصالح</p>
<p>أكثر تفاوضاً داخل المجموعة الدور المهم للبنك الرئيسي</p>	<p>أكثر عرضة للنزاع وغالباً ما تتم بطرق خارجية أو قانونية</p>	<p>إعادة التنظيم في حالة الصعوبات</p>

المرجع: بن ثابت علال، بن جاب الله محمد، مرجع سبق ذكره.

الجدير بالذكر أنه لا يبدو أن أي نموذج من النموذجين يتفوق على الآخر لأن التجارب أثبتت أن الفضائح المالية وسوء الإدارة واستغلال النفوذ لتحقيق مصالح شخصية لم تقتصر فقط على الدول التي تتبنى أحد النماذج دون الآخر، على سبيل المثال لم يمنع وجود أعضاء مجالس إدارة مستقلين انهيار شركات مثل انرون في الولايات المتحدة التي تتبع نموذج مختلف عن ذلك المطبق في إيطاليا مثلاً والتي شهدت هي الأخرى فضائح وعمليات فساد في شركاتها، ونستخلص من ذلك أن الطبيعة البشرية لا يمكن ضبطها من خلال القواعد والقوانين حيث تبقى المصالح الشخصية دافعاً قوياً في كل الأحوال وفوق أية قوانين أو تنظيمات والمسبب الأول للأزمات،<sup>1</sup> وعليه يمثل الالتزام بالقيم الأخلاقية وتحمل المسؤولية بإخلاص ومراعاة المصلحة العامة عند أداء الواجبات أساس نجاح أي نموذج للحوكمة، وفي هذا الإطار يرى كل من " كاترين ل. كوشتا هليلينج، وجون سوليفان" أن تطبيق حوكمة الشركات يتجه نحو التركيز على النموذج التالي:<sup>2</sup>

- قيام المساهمين بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلونهم.
- قيام أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت على الأمور الرئيسية واتخاذ القرارات بالأغلبية.
- اتخاذ القرارات بطريقة تتسم بالشفافية بحيث تمكن المساهمين وأصحاب المصالح من أن يخضعوا أعضاء مجلس الإدارة للمساءلة بشأنها.
- اتباع الشركة لمعايير محاسبية تنشأ عنها معلومات ذات جودة تمكن أعضاء مجلس الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح من اتخاذ القرارات الصائبة.
- التزام سياسات الشركة وممارساتها بالقوانين الوطنية واللوائح المحلية.

<sup>1</sup> ابراهيم فريد عاكوم، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>2</sup> كاترين ل. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 18.

### المطلب الثالث: تجارب دولية في حوكمة الشركات.

دفعت الفضائح المالية للشركات بالعديد من الدول الى بذل جهود مضنية من أجل الاصلاح والتغيير تفادياً للأزمات التي كانت تسببها هذه الفضائح، وهذا من خلال اصدار العديد من القوانين واللوائح التي تهدف الى حوكمة أكثر للشركات تفادياً لمشاكل وأزمات أخرى، وفيما يلي عرض لبعض التجارب.

#### أولاً: تجارب الدول المتقدمة:

في تجارب الدول المتقدمة نقتصر على تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وفرنسا:

**1- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية:** لقد أدى تطور سوق الأوراق المالية ووجود هيئات رقابية فعالة تعمل على مراقبتها وتشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات مثل لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) Securities Exchange Commission، بالإضافة الى التطور الذي وصلت اليه مهنة المحاسبة والتدقيق الى الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات والزام الشركات خاصة المسجلة بالبورصة بتطبيق أفضل الممارسات، وقد زاد هذا الاهتمام بشكل أكبر عندما قام صندوق المعاشات العامة (CALPERS) The California Public Employees Retirement Systems بتعريف حوكمة الشركات والقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين، كما قام بإصدار مجموعة من المبادئ والخطوط الارشادية لتطبيق هذا المفهوم بينت هذه الخطوط الشروط الواجب توفرها في أعضاء مجلس الإدارة ولجان التدقيق لضمان التطبيق الفعال للحوكمة.

في عام 1985 تم تأسيس لجنة تريداوي Tread Way Committe والتي تركز دورها الأساسي في تحديد الأسباب الرئيسية لعدم تمثيل المراكز المالية للشركات الواقع الحقيقي لها وتقديم التوصيات اللازمة لعلاج هذه الأوضاع، حيث قامت بإصدار تقريرها عام 1987 الذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب في اعداد القوائم المالية من خلال الاهتمام بمفهوم الرقابة الداخلية وتقوية مهنة التدقيق الخارجي أمام مجالس إدارة الشركات.

في عام 1999 أصدر كل من الاتحاد القومي للمتعاملين في الأوراق المالية (NASD) National Association Of Securities Dealers وبورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) New York Stock Exchange تقريرهم المعروف باسم Blue Ribbon Report والذي اهتم بفعالة الدور الذي يمكن أن تقوم به لجان التدقيق في الشركات حيث تضمن عشر توصيات متعلقة بالشروط التي يجب أن تتوفر في عضو لجنة التدقيق من استقلال وخبرة في المحاسبة والتدقيق لكي يتمكن من أداء مهامه بموضوعية وحياد، كما نص على مسؤوليات أعضاء اللجنة اتجاه اعداد التقارير المالية وتضمن أيضا الخطوط الارشادية التي توضح طبيعة العلاقة بين اللجنة ومجلس الادارة والادارة التنفيذية للشركة وكل من المدققين الداخليين والمدقق الخارجي.

على اثر موجة الإفلاس التي مست كبرى الشركات الأمريكية أمثال اكسروكس Xerox للتجهيزات المكتبية عام 2000 وانرون Enron للطاقة عام 2001، أثر اندرسون للتدقيق في نفس العام، وغلوبال كروسينج Global Crossing للاتصالات 2002... الخ،<sup>1</sup> قام على كل من "بول ساريونس" Pool Sarbanes وهو عضو في الحزب الديمقراطي ونائب في مجلس الشيوخ عن ولاية مرييلاند و"ميشال أوكسلي" Meachell Oxley وهو الآخر عضو بالحزب الجمهوري عام 2002 بإصدار قانون Sarbanes (SOX) Oxly Act والذي طبقت أحكامه على شركات المساهمة العامة وشركات المحاسبة التي تقوم بتدقيقها،<sup>2</sup> تكون هذا القانون من احدى عشر فصل كل فصل يحتوي فروع بمجموع ست وستين فرع بالقانون ككل، وقد ركز على دور الحوكمة في القضاء على الفساد المالي والإداري من خلال تفعيل الدور الذي يلعبه الأعضاء غير التنفيذيين في مجالس إدارة الشركات والتركيز على ضرورة أن يكون غالبية أعضاء مجلس الادارة من الأعضاء غير التنفيذيين، مع تحديد الشروط التي يجب توافرها في كل عضو وتحديد مسؤولياتهم داخل مجلس الإدارة أو داخل اللجان التابعة له مثل لجنة التدقيق، ولجنة المكافآت ولجنة التعيينات.<sup>3</sup>

على اثر تبعات الأزمة المالية العالمية 2008 تقدم الرئيس أوباما في يونيو 2009 باقتراح لإجراء إصلاح شامل لنظام الرقابة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، فأقرت هذه الأخيرة قانون **دود- فرانك** وول ستريت للإصلاح وحماية المستهلك لعام 2010 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010، تم التوقيع على هذا القانون في 21 يوليو 2010 من قبل الرئيس باراك أوباما وأطلق عليه اسم "**دود-فرانك**" نسبةً الى عضو مجلس الشيوخ "كريستوفر جون دود" "Christopher John Dodd" و نائبه "بارني فرانك" "Barney Frank" اللذان عملا بشكل حثيث لوضع القانون والذي يعتبر محاولة لمنع تكرار الأحداث التي تسببت في الأزمة المالية عام 2008، ومن المفترض أن يخفف المخاطر في أجزاء مختلفة من النظام المالي في الولايات المتحدة، فهو يعمل على توجيه المؤسسات المالية صراحة لتحمل مسؤولياتها بدلاً من ترقب إنقاذ الحكومة مع توفير أسس المراقبة التنظيمية التي تضمن حماية المستهلك من الممارسات المالية والمصرفية والتأمينية الخاطئة، ويمكن الإشارة الى أهم ما جاء به القانون فيما يلي:<sup>4</sup>

- **إنشاء مجلس الاستقرار المالي:** الذي أوكلت له مهمة تحديد المخاطر النظامية وله سلطة على البنوك والشركات المالية غير المصرفية، فهو يعمل على تحديد البنوك والشركات المالية التي تشكل خطراً نظامياً كي

<sup>1</sup> عبيد سعد المطيري، عبيد سعد المطيري، مستقبل مهنة المحاسبة والمراجعة: تحديات وقضايا معاصرة، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2004، ص. 101-102

<sup>2</sup> لطفي السيد أحمد أمين، المراجعة و خدمات التأكد، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص 96.

<sup>3</sup> One hundred seventh congress of the united states of America at the second session, city of Washington, Wednesday, 23 January 2002.

<sup>4</sup> بوزرب خير الدين ومنصوري عبد الله، تقييم دور الولايات المتحدة الأمريكية في اصلاح النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية: دراسة باستخدام نظرية الاستقرار بالهيمنة، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 44، عدد 44، ديسمبر 2015، ص ص 127-129 .

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

تخضع لرقابة أكثر صرامة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي بما في ذلك فرض قيود على الديون قصيرة الأجل ومتطلبات رأس المال على أساس المخاطر التي تشمل الأنشطة خارج الميزانية، واخضاعها لاختبارات التحمل السنوية والحد من الرافعة المالية بين 15 و 1، كما أن هذه الشركات مطالبة بتقديم تقارير عن المخططات وخطط الائتمان الخاصة بها حتى يتم حلها بشكل منظم في حالة ضائقة مالية وتجنب الفوضى واستنزاف الأموال التي حدثت خلال أزمة 2008.

- **تعديل صلاحيات البنك المركزي (الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي):** الإصلاح المالي في سنة 2010 عدل القانون الذي يحظر على مجلس الاحتياطي الفيدرالي تقديم مساعدات طارئة لكيانات غير مصرفية حيث حصل عملاق التأمين الأمريكي "مجموعة أمريكان انترناشيونال AEG" على مليارات من الدولارات وذلك بموافقة من وزير الخزانة والذي يعمل على توجيه مساعداته، كما عزز القانون وظائف وأدوات الرقابة على الأسواق والرقابة على وكالات التصنيف الائتماني وتشديد القيود على المشتقات.

- **توسيع صلاحيات مؤسسة تأمين الودائع الفيدرالية:** مؤسسة تأمين الودائع الفيدرالية هي المصنفة لمعظم المؤسسات المالية والبنوك الفاشلة، تقوم هذه المؤسسة بالامتنال للمتطلبات التالية:

\* تحديد أن أي اجراء تقوم باتخاذ هو ضروري لأغراض الاستقرار المالي للولايات المتحدة وليس لغرض الحفاظ على شركة مالية بعينها قامت بتغطيتها.

\* التأكد من أن مساهمي شركة مالية مغطاة لا يحصلون على أي تعويض إلا بعد أن يتم دفع جميع الخصوم الأخرى.

\* ضمان تحمل الدائنين غير المضمونين للخسائر وفقاً لأحكام أولوية المطالبة.

\* ضمان أن يتم تسريح أعضاء مجلس الإدارة (أو هيئة تؤدي وظائف مماثلة) المسؤولين عن حالة فشل الشركة المالية المغطاة.

\* أن لا تصبح مساهماً في أي شركة مالية مغطاة أو أي شركة تابعة تمت تغطيتها.

- **إنشاء مكتب الحماية المالية للمستهلك:** كلف مكتب الحماية المالية للمستهلك بمنع رهن القروض العقارية وتحسين وضوح أوراق الرهن العقاري للمستهلكين، وخفض الحوافز لسماسة الرهن العقاري في دفع مشتري المنازل لقروض أكثر تكلفة، كما أن المكتب اشترط أن تكون شروط القرض التي ستقدم للمستهلكين في شكل جديد سهلة القراءة والفهم.

- **اصلاح أسواق المشتقات:** اتخذ قرار بتنظيم أسواق المشتقات وهذا بإعادة توجيه المعاملات في المشتقات المالية من خلال غرف للمقاصة للحد من قوة أسواق المشتقات المالية، ودفع البنوك الى تخفيض الأنشطة في المشتقات الخطرة، والتي يجب تداولها من خلال غرفة مقاصة بورصة منظمة أو على منصة التداول التي تلي

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

متطلبات محددة وهو ما يضفي الشفافية على التسعير وبدلاً من مناقشة السعر مع تاجر واحد يصبح بإمكان المتعامل في التداول معرفة سعر السوق للحصول على عقد معين.

- **حوكمة الشركات:** لقد احتوى القانون على عدة معايير مصممة للدفع بحوكمة الشركات والتي تدعو لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) الى تنفيذ العديد من القواعد واللوائح الجديدة التي تؤثر على قضايا حوكمة الشركات بالشركات المدرجة في الولايات المتحدة مثل: جميع الشركات المدرجة عليها أن تتبنى تصويتاً على رواتب المديرين التنفيذيين للموافقة على ترتيبات الدفع لهم، بالإضافة إلى ذلك يتعين على الشركات الكشف عن أي تعويض يمكن دفعه للمديرين التنفيذيين في حالة الاندماج أو الاستحواذ أو بيع الأصول الرئيسية، ويجب أن تعطى للمساهمين فرصة الإدلاء بصوت غير ملزم للموافقة على سياسات التعويض، تم إعداد اللوائح التي تغطي هذه المتطلبات في يناير 2011 ودخلت حيز التنفيذ في أبريل 2011.

**2- تجربة المملكة المتحدة:** يتشابه اهتمام المملكة المتحدة بمفهوم حوكمة الشركات مع اهتمام الولايات المتحدة وهذا نظراً لتشابه اقتصاد الدولتين وارتباط العديد من الشركات بالبلدين ببعضهما، هذا وقد نشأ وتطور مفهوم حوكمة الشركات بالمملكة المتحدة كجزء من ثقافة المفهوم السائد داخل الشركات سواء كانت أسهمها مسجلة بالبورصة أم لا، وقد أدت الإخفاقات التي عرفتتها بعض الشركات البريطانية مثل شركة ماكس ويل Maxwell وبنك الائتمان والتجارة الدولية BCCI وانخفاض الثقة في إعداد التقارير المالية والتي هزت سوق لندن المالي عام 1991<sup>1</sup> (قامت هذه الشركات بإخفاء معلومات وبيانات مالية بالتقارير المقدمة للمساهمين) الى قيام كل من مجلس التقارير المالية وبورصة لندن اضافة الى جمعية مهنة المحاسبة لتوجيه الجوانب المالية لحوكمة الشركات بدراسة كيفية إعادة الثقة مرة أخرى في التقارير المالية التي تصدرها الشركات،<sup>2</sup> فتم تشكيل لجنة كادبوري Cadbury في ماي 1991 والتي سميت باسم رئيسها أدريان كادبوري Adrian Cadbury عملت اللجنة لمدة 18 شهراً وأصدرت تقرير Cadbury في نهاية عام 1992<sup>3</sup> تحت عنوان: "الجوانب المالية لحوكمة الشركات" ويضم 19 بند وهي عبارة عن توجيهات الممارسات السليمة لمفهوم حوكمة الشركات، وقد لاقى هذا التقرير معارضة في التطبيق من طرف الشركات بحجة أنه يمثل إعاقة لعمليات الشركات إلا أنه وجد تأييد من طرف الرأي العام بضرورة تطبيقه من أجل زيادة ثقة المستثمرين في الشركات وقوائمها المالية، وبالرغم من أن التوصيات التي أصدرها هذا التقرير غير ملزمة للشركات المسجلة في بورصة لندن إلا أن البورصة ترغم الشركات على أن تحدد في تقريرها السنوي مدى التزامها بتلك التوصيات.

في أكتوبر 1993 تم اصدار تقرير "Rutteman" بعنوان: "الرقابة الداخلية والتقارير المالية" وقد أوصى بضرورة شمول تقارير الشركات المدرجة بالبورصة على تقارير عن أنظمة الرقابة الداخلية التي تقوم الشركة

<sup>1</sup> عبيد سعد المطيري، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 111

<sup>2</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<sup>3</sup> Frédéric parrot, le gouvernement d'entreprise, édition maxima, paris, 1999, p191.

بتطبيقها للمحافظة على الأصول، وفي عام 1995 صدر تقرير "Green Bury" والذي اهتم بموضوع المكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجالس إدارة الشركات وأصى بضرورة انشاء لجنة المكافآت التي تتكون من ثلاثة أعضاء على الأقل من أعضاء مجلس الادارة غير التنفيذيين، وتكون من ضمن مسؤوليتها مراجعة وتقييم اللوائح والأسس التي يتم على أساسها تحديد تلك المكافآت والتي يجب أن تتناسب مع الأداء الخاص بهم خاصة كبار المدراء التنفيذيين، وفي نفس العام تم تشكيل لجنة Hampel برئاسة Ronnie Hample بتمويل من بورصة لندن للأوراق المالية واتحاد الصناعيين البريطانيين، والاتحاد الوطني لصندوق المعاشات والاتحاد العام لشركات التأمين،<sup>1</sup> هدفت اللجنة الى دراسة التوصيات التي أصدرتها لجنة كادبوري والتأكيد على أن الهدف الأساسي للتقرير تم تحقيقه، وتوصلت الى أن مجلس الإدارة غير مسؤول عن الإقرار بفعالية الرقابة الداخلية ضمن التقارير السنوية فليس هناك نظام رقابة فعّال 100% ضد الخطأ البشري لذلك أوصى المجلس بضرورة اعتراف مجلس الإدارة بنظام الرقابة المالية الداخلية حيث يشمل ذلك توضيح الإجراءات الأساسية المتوفرة للرقابة المالية الفعّالة،<sup>2</sup> وقد أصدرت اللجنة تقريرها المعروف بـ "تقرير هامبيل" "Hampel Report" والذي تضمن سبعة فصول رئيسية هي: حوكمة الشركات - مبادئ حوكمة الشركات - دور المدراء - مكافآت وتعويضات المدراء - دور المساهمين - المحاسبة والتدقيق - الملخص والتوصيات.

في عام 1998 ظهر الكود الموحد "Combined Code" والذي اشتمل على جميع التوصيات التي تضمنتها التقارير السابقة له وحث على ضرورة ممارسة الحوكمة والالتزام بمعاييرها من طرف الشركات المقيدة بالبورصة وبعد ذلك أصبح من متطلبات القيد في بورصة لندن، هذا وقد تم تعديل الكود سنة 2003 عقب الانهيارات المالية التي حدثت بالولايات المتحدة الأمريكية عام 2002 حيث تضمن بعد التعديل أفضل الممارسات لحوكمة الشركات.

اضافة الى الكود الموحد صدر عام 2003 "تقرير هيج وسميث" "Higgs & Smith Report" اذ اختبر Higgs فعّالية المديرين غير التنفيذيين Non- Executive Directors أما Smith فقد اختبر دور لجنة التدقيق Audite Committee، وقد أضيف الدليل المشترك لـ Higgs & Smith الى متطلبات القيد ببورصة لندن London Stock Exchanges L S E.<sup>3</sup>

في 28 ماي 2010 نشر مجلس التقارير المالية (FRC) النسخة الأخيرة من القواعد الجديدة لحوكمة الشركات وهو قانون الاجراءات الحاكمة للشركات في المملكة المتحدة والذي حل محل القانون السائد، ويطبق هذا القانون على كل الشركات المدرجة في بورصة لندن لتداول الأوراق المالية بصرف النظر عن مكان تأسيس

<sup>1</sup> Hampel Report, Committee in Corporate Governance, London, 1998, p 5.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ - التجارب - المتطلبات): شركات قطاع عام وخاص ومصارف، الدار الجامعية الطبعة الثانية، الاسكندرية، 2007، ص 19.

<sup>3</sup> عيسى عبد الله الغنودي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

الشركة والتي تصدر تقاريرها في 29 جوان 2010 أو بعد ذلك، وقد نصت النسخة الجديدة من القانون على البنود والقواعد التي كانت مطبقة في القانون القديم "الكود الموحد" "The Combined Code" مثل قاعدة "الالتزام أو التفسير" التي لا غنى عنها عند تطبيق الحوكمة حيث تلتزم الشركات الخاضعة للقانون بتطبيق تلك القواعد أو تفسير عدم الالتزام بقاعدة أو أكثر.<sup>1</sup>

**3- تجربة فرنسا:** لقد ازداد اهتمام أطراف السوق بقواعد الحوكمة وإدارة الشركات في فرنسا بفعل عدة عوامل أبرزها: العولمة، تزايد المساهمين الأجانب، ظهور صناديق المعاشات وكذا الرغبة في تحديث سوق المال الفرنسي، وفي هذا الإطار تم إصدار العديد من التقارير والقوانين منها ما يلي:

- **تقرير "فينو الأول" Vienot 1:** قام كل من المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين (CNPF) Conseil national du patronat français والجمعية الفرنسية للمؤسسات الخاصة (AFEP) Association française des entreprises privées برئاسة "مارك فينو" Marc Vienot وهو مدير عام رئيسي للشركة العامة ومجموعة أعضاء كلهم مديرين عامين لشركات بتشكيل لجنة تقنية، قامت هذه اللجنة بإصدار تقرير عام 1995 سمي "تقرير فينو1" والذي كان بعنوان: "مجلس الإدارة للشركات المدرجة في البورصة"، قسم إلى ثلاثة أقسام كانت حول تركيبة مجلس الإدارة ومهامه والشروط الواجب توافرها في عضو مجلس الإدارة المستقل، وقد حث هذا التقرير على أنه كيفما كانت تركيبة مجلس الإدارة فعليه أن يتصرف حسب المصالح المالية للشركة إذ تضمن مجموعة من التوصيات منها:<sup>2</sup>

- يجب أن يضم كل مجلس إدارة عدداً لا يقل عن عضوين من المديرين المستقلين.
- يجب أن يكون لكل مجلس إدارة لجان تدقيق ومكافآت وترشيحات، وأن تتكون كل لجنة من ثلاثة مديرين على الأقل وأن يكون أحدهما مستقلاً، ويجب أن يشير المجلس إلى عدد الاجتماعات التي تعقدها كل لجنة سنوياً.

- على الشركات أن توضح كل سنة عن كيفية تنظيمها لصنع القرارات.
- لا يجوز للتنفيذيين ومديري إدارة الموظفين العمل في لجنة التدقيق أو لجنة المكافآت.
- يجب أن يملك المديرين عدداً مناسباً من أسهم الشركة التي يديرونها.
- لا يجوز للمدير التنفيذي الانضمام إلى أكثر من خمس مجالس إدارة بالإضافة إلى مجلس إدارة شركته.

ما يعاب على هذا التقرير هو أن الالتزام به كان متروكاً لاختيار الشركات تماماً، فلم يكن للبورصة أو أي جهة تنظيمية أخرى مطالب خاصة بالإفصاح عما إذا كانت الشركات تطبق مبادئ "فينو1" أم لا.

<sup>1</sup> طارق يوسف، القواعد الجديدة لحوكمة الشركات في المملكة المتحدة، مركز المديرين المصري، أوت 2012، ص 4.

<sup>2</sup> Marc Vienot: Le conseil d'administration des sociétés cotées, Rapport du groupe de travail, l'association Française des Entreprises Privées et le Conseil National du Patronat Français, juillet 1995, pp 6-8.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

- تقرير ماريني "Marini": في عام 1996 قام مجلس الشيوخ بدراسة والتحقق من قواعد حوكمة الشركات ترتب على هذه الدراسة صدور "تقرير ماريني"، والذي كان بعكس تقرير Vienot 1 الذي لم تلزم الشركات بالعمل به، تضمن هذا التقرير مقترحات بإحداث تغييرات قانونية ألزمت بها الشركات لتفعيل الحوكمة في إدارتها،<sup>1</sup> ومن أهم ما جاء به ما يلي:<sup>2</sup>

- حسب القانون الداخلي للشركة هناك امكانية الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الادارة مع منصب المدير التنفيذي الرئيسي.

- توسيع مهام لجان مجلس الادارة قصد السماح بزيادة كفاءتهم.

- تجديد وسائل الرقابة والسماح للمؤسسات المالية المشاركة في رأس المال بالتصويت وذلك لتفعيل مجلس الإدارة.

ما يعاب على تقرير ماريني هو أنه لم يتعرض في نصوصه الى ضرورة الافصاح عن المكافآت الفردية للمديرين، اضافة الى أنه أهمل عملية التفريق بين وظيفة رئيس مجلس الادارة مع وظيفة المدير التنفيذي الرئيسي في حين أن التفريق بينها ذو أهمية بالغة في الشركة.

- تقرير فينو الثاني "Vienot 2": في جويلية من عام 1999 تم اصدار تقرير "فينو 2" تحت رعاية نفس المشرفين على تقرير "فينو 1"، وهم حركة الشركات في فرنسا (MEDEF) Mouvement des entreprises de France، المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين (CNPF) سابقاً الجمعية الفرنسية للمؤسسات الخاصة (AFEP) برئاسة نفس الشخص "مارك فينو" "Marc Vienot" وأعضاء جدد كلهم مديرين عامين لشركات فرنسية كبيرة، كان هذا التقرير بعنوان: "تقرير عن حوكمة الشركات"، قدم مجموعة من التوصيات من بينها ما يلي:<sup>3</sup>

- تأييد اللجنة القانون الفرنسي الذي يعطي للشركات الحرية في عملية الفصل أو الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير العام، مع تحديد مسؤوليات كل منهما سواء في حالة الجمع أو الفصل.

- على الشركات أن تقوم بالإفصاح عن المكافآت المقدمة لمديرها في التقارير السنوية وهذا بمساعدة لجنة المكافآت.

- ينبغي أن تشمل التقارير السنوية معلومات حول هوية الإداريين وتواريخ بداية ونهاية عقودهم، وعدد الأسهم التي يحوونها.

- يجب أن يكون عدد الإداريين المستقلين على الأقل يمثل ثلث أعضاء مجلس الإدارة.

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والاداري، مرجع سبق ذكره، ص ص 99-100.

<sup>2</sup> Bertrand Richard & Dominique Miellat: La dynamique du gouvernement d'entreprise, Éditions d'organisation, Paris, France, 2003, p 11.

<sup>3</sup> Marc Vienot: Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise, Rapport du groupe de travail, l'association Française des Entreprises Privées et le Mouvement des entreprises de France, juillet 1999, p 06.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

- بعض النصائح والتوصيات المتصلة بالمديرين ووظائف مجلس الإدارة واللجان التابعة له، إضافة الى المعلومات المالية الواجب الإفصاح عنها وما يخص اجتماع الجمعية العامة.

- ضرورة الالتزام بالتوصيات: حيث نص التقرير على ضرورة التزام الشركات المدرجة بنصوص تقرير فينو الأول والثاني، وأن تقدم التبريرات اللازمة في حال عدم التزامها بأحد القواعد المنصوص عليها.

### - قانون الأمن المالي (LSF) "Loi de sécurité financière":

بعد سلسلة الانهيارات المالية في كبرى الشركات الأمريكية والأوروبية في مطلع القرن الواحد والعشرين ظهرت أزمة عدم الثقة في جودة المعلومات المحاسبية والمالية الموجهة لخدمة المستثمرين على مستوى الأسواق المالية العالمية، فصدر قانون الأمن المالي بفرنسا يوم 1 أوت 2003 ( الجريدة الرسمية الفرنسية الصادرة يوم 2003/08/02)، LOI n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière، وقد كان مستوحى من قانون "ساربنز أوكسلي" Sarbanes Oxley Act حيث جاء تقريبا بنفس التشريعات التي نص عليها هذا الأخير، ويمكن تلخيص أهم نصوصه في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

- ضرورة إعداد تقرير تقييم نظام الرقابة الداخلية يتم التأشير عليه من طرف الرئيس المدير العام والمدير المالي.  
- أن يتم تضمين تقرير تقييم نظام الرقابة الداخلية في التقرير السنوي لأي شركة مدرجة في البورصة، ويكون مرفقاً برأي المراجع الداخلي حول كافة مراحل واجراءات الرقابة الداخلية، ويتم الإفصاح عنه لهيئة الرقابة على السوق المالية.

- يجب على المراجع الخارجي أن يرفق بتقريره تقريراً مفصلاً يتضمن رأيه وكافة ملاحظاته المتعلقة بإجراءات الرقابة الداخلية للشركة، خاصة تلك المتعلقة بمعالجة واعداد المعلومة المحاسبية والمالية.

- مسؤولية واستقلالية مجلس الإدارة لتخفيض تكاليف الوكالة.

- ضرورة الاهتمام بالمعلومة المالية والشفافية والإفصاح في البيانات المالية تفادياً لحالات التلاعب المحاسبي فيها.

### - قانون التنظيم البنكي والتمويلي:

في 22 أكتوبر 2010 وعلى غرار الأزمة المالية العالمية اعتمد البرلمان الفرنسي قانوناً بشأن التنظيم المصرفي والمالي ينفذ قرارات اجتماع مجموعة العشرين لعام 2009 في بيتسبرغ على المستوى الوطني (Loi 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière)، يعزز الجزء الأول من القانون تنظيم القطاع المصرفي ويعزز الآليات القائمة لمنع و/أو إدارة أي أزمة مالية مستقبلية، بينما يحدد الجزء الثاني من القانون اجراءات تهدف الى تحسين قنوات التمويل لفائدة الشركات ولا سيما الشركات الصغيرة

<sup>1</sup> مخفي أمين وفداوي أمينة، تجارب وممارسات الدول النامية والمتقدمة في مجال تكريس مبادئ حوكمة المؤسسات لتحقيق التنمية المستدامة، الملتقى العلمي الدولي حول: آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة ورقلة، يومي 25/26 نوفمبر 2013، ص 215.

والمتوسطة الحجم والأسر الفردية من أجل تسريع الانتعاش الاقتصادي في فرنسا، وفيما يلي بعض ما جاء به القانون:<sup>1</sup>

\* إنشاء المجلس المسؤول عن تنظيم التمويل ومراقبة المخاطر النظامية (CRFRS) Conseil de la Régulation Financière et du Risque Systemique: لدى المجلس ثلاث مهام:

\*\* رصد التعاون وتبادل المعلومات بين المؤسسات التي يمثلها أعضاؤه.

\*\* استعراض تحليلات لحالة القطاع المالي وتقييم أي مخاطر نظامية مع الأخذ في الاعتبار آراء وتوصيات مجلس المخاطر النظامية الأوروبي.

\*\* تحسين التعاون في وضع المعايير الدولية والأوروبية المطبقة على القطاع المالي وإصدار الآراء حول هذا الموضوع إذا لزم الأمر.

\*\* لتعزيز مهامه يمنح القانون لـ CRFRS سلطة استجواب المهنيين من القطاع المالي ويعد تقريراً سنوياً للبرلمان.

\* **صلاحيات متزايدة لهيئة الأسواق المالية (AMF) Autorité des Marchés Financiers:**

يجوز لرئيس هيئة الأوراق المالية اتخاذ تدابير طارئة في حالة وجود ظروف استثنائية تهدد استقرار النظام المالي الفرنسي، من شأن هذه التدابير أن تقيد قابلية تداول أدوات مالية معينة لفترة قصيرة لا تتجاوز أسبوعين ويجوز تمديد إجراءات الطوارئ لمدة تصل إلى ثلاثة أشهر من قبل مجلس إدارة الهيئة، بعد فترة الثلاثة أشهر هذه يجب على وزير الاقتصاد إصدار لائحة لأي تمديد اضافي مثل حظر البيع على المكشوف لجميع الأدوات المالية، كما زادت العقوبات التي تفرضها هيئة الأسواق المالية على انتهاك القوانين والأنظمة المالية من 10 ملايين يورو إلى 100 مليون يورو (حوالي 13.7 إلى 137 مليون دولار أمريكي) فيما يتعلق بالأشخاص الذين تنظمهم الهيئة والذين يرتكبون إساءة استخدام السوق، كما تشرف هيئة الأوراق المالية على أسواق الكربون

وترصدها بالتعاون مع لجنة تنظيم الطاقة الفرنسية Commission de Regulation de l'Energie

\* **مراقبة وكالات تصنيف الائتمان:** يحدد القانون هيئة الأوراق المالية بوصفها الوكالة المسؤولة عن تسجيل ومراقبة وكالات التصنيف الائتماني في إطار تطبيق لائحة الاتحاد الأوروبي (EU) بشأن هذا الموضوع، تنطبق اللائحة 2009/1060 على وكالات التصنيف الائتماني المسجلة في الاتحاد الأوروبي وهدفها الرئيسي هو حماية استقرار الأسواق المالية والمستثمرين، وبالإضافة إلى ذلك ينص القانون على نظام مسؤولية محدد يمكن العملاء من المطالبة بتعويض من وكالات التصنيف الائتماني عن الخسائر أو الأضرار الناجمة عن عدم امتثال التزاماتها على النحو المحدد في لائحة المفوضية الأوروبية.

<sup>1</sup> The Law Library of Congress, Global Legal Research Center, France: New Law on Banking and Financial Regulation, December 2010.

\* تشغيل هيئة الرقابة الاحترازية (ACP) **Autorité de Controle Prudentiel**: يصادق القانون على الأمر التنفيذي رقم 2010-76 الصادر في 21 يناير 2010 والذي أنشأ هيئة الرقابة الاحترازية تحت هذه السلطة الإدارية الجديدة عن دمج أربع هيئات للرقابة في قطاعي المصارف والتأمين، وهي تعمل على حماية المستهلك وتعزز الاستقرار المالي على المستوى الوطني وعلى مستوى الاتحاد الأوروبي وتسهل التأثير الفرنسي في مفاوضات الإصلاح المالي الدولي، وتضمن تنفيذ القيود المفروضة على المكافآت المصرفية التي قررها المشاركون في مجموعة العشرين حيث يُطلب من البنوك وشركات التأمين إنشاء لجان تفحص أجور مشغلي السوق، وتكون قادرة على مراقبة الامتثال للالتزامات التي تعهد بها إلى كل بنك في إطار اللجنة الاستشارية للقطاع المالي لتعزيز الانتعاش الاقتصادي.

\* **تنظيم الأسواق المشتقة والمبيعات على المكشوف القصيرة الأجل**: يُحظر على المستثمر أن يصدر أمر بيع ما لم يثبت في حسابه الأدوات المالية التي يبيعها أو أنه اتخذ التدابير اللازمة لضمان قدرته على البيع لتسليم هذه الأدوات المالية في تاريخ التسوية، كما تم إعادة تعيين تاريخ التسوية والذي هو ثلاثة أيام تداول بعد البيع بموجب القاعدة الحالية، وسيتم تحديده في يومين تداول بمجرد تطبيق نظام تنسيق مماثل على مستوى الاتحاد الأوروبي.

\* **تحسين إدارة المخاطر في الشركات**: يعزز القانون إدارة المخاطر لبعض الكيانات مثل المؤسسات الائتمانية وشركات التأمين وإعادة التأمين من خلال اشتراط قيام لجنة متخصصة بمراقبة سياسة وإجراءات وأنظمة إدارة المخاطر الخاصة بالكيان.

\* **تعزيز الالتزامات المالية المهنية للعملاء**: يعزز القانون التزامات الوسطاء الماليين لعملائهم حيث يوضح مفهوم تقديم الخدمات المصرفية والمالية ويمنع المهنيين في المجال المالي من أن يتصرفوا نيابة عن مديرهم إلا في حدود الخدمات والعمليات والمنتجات المرخصة لهم، كما حدد القانون الوسطاء في عمليات البنك وخدمات الدفع ويضع نظامهم التنظيمي، وتشمل خدماتهم تقديم أو المساعدة في إتمام العمليات المصرفية أو خدمات الدفع أو القيام بأي عمل أو مشورة أولية لاستكمال الخدمات المصرفية أو خدمات الدفع، كما يطلب من جميع الوسطاء الماليين التسجيل في سجل واحد يستطيع المستهلكين مراجعته.

على اثر تبني فرنسا لجملة التقارير والقوانين السابق عرضها تم تعميم تطبيق مفهوم حوكمة الشركات على كافة الشركات الفرنسية، كما تم فرض اعداد تقارير مفصل حول كافة قواعد الحوكمة لكل شركة بحيث يحتوي كل المعلومات الخاصة بمجلس الادارة، أعضاء المجلس ومكافآتهم، أجورهم وحوافزهم، الجمعية العامة للمساهمين والقرارات الصادرة عنها... الخ ، ويتم عرضه في فصل خاص ضمن التقارير السنوية الصادرة عنها في نهاية كل سنة مالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مخفي أمين وفداوي أمينة، مرجع سبق ذكره، ص 216.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

ثانيا: تجارب الدول العربية: في تجارب الدول العربية سوف نقتصر على تجربة الجزائر ومصر:

**1- تجربة الجزائر في حوكمة الشركات:** 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 واشكالية حوكمة الشركات لتحسين ممارسته في الواقع والبحث عن سبل لتطوير الأداء ببلورة الوعي بأهميته في تعزيز تنافسية الشركات في الجزائر، وخلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة اعداد 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 الى مشروع ومن ثم ضمان تنفيذه بواسطة انشاء فريق عمل متجانس شاركت فيه:

- السلطات العمومية ممثلة في وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية والتي تكفلت برعاية الملف، وتكليف أحد اطاراتها 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.

تم الانتهاء من اعداد هذا الميثاق في نوفمبر 2008 حيث أعتبر ثمرة لسلسلة الأعمال التي قادها فريق العمل (GOAL08)\* بين الفترة الممتدة من نوفمبر 2007 الى نوفمبر 2008، وفي هذا الاطار شكلت مبادئ حوكمة الشركات المعتمدة من طرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ضمن اصدارها لعام 2004 أهم المراجع التي استلهم منها فريق العمل مع أخذه بعين الاعتبار خصوصيات الشركة الجزائرية.<sup>1</sup> في 11 مارس 2009 تم عقد مؤتمر وطني أعلنت فيه كل من دائرة العمل والتفكير الخاصة بالمشروعات جمعية "كبير" CARE، واللجنة الوطنية لحوكمة الشركات في الجزائر عن اصدار دليل حوكمة الشركات الجزائري<sup>2</sup>، يوضح الجزء الأول من الدليل الدوافع التي أدت الى أن تصبح حوكمة الشركات ضرورية في الجزائر بينما يتطرق الجزء الثاني الى المقاييس الأساسية التي تبني عليها حوكمة الشركات ويختتم بملاحق تجمع أدوات ونصائح عملية يمكن للشركات الاعتماد عليها في التطبيق الفعلي لمبادئ الحوكمة، هذا وتتمثل المعايير الأساسية التي جاء بها دليل حوكمة الشركات الجزائري فيما يلي:<sup>3</sup>

\* في اشارة إلى فريق العمل للحكم الراشد بالجزائر سنة 2008.

<sup>1</sup> La rédaction du Code Algérien de Gouvernance d'entreprise, GOAL 08.

<http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php>, page consultée le:12/11/2011.

<sup>2</sup> غلاب فاتح، تطور وظيفة التدقيق في مجال حوكمة الشركات لتحسين مبادئ ومعايير التنمية المستدامة: دراسة لبعض المؤسسات الصناعية مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010/2011 ص 38.

<sup>3</sup> وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2009، ص 27.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

- **الانصاف:** يعني توزيع الحقوق والواجبات بين الأطراف الفاعلة وكذا الامتيازات والالتزامات المرتبطة بها بطريقة منصفة وعادلة.

- **الشفافية:** أي أن الحقوق والواجبات وكذا الصلاحيات والمسؤوليات ينبغي أن تكون شفافة وواضحة للجميع.

- **المسؤولية:** يعني أن تكون مسؤولية أي فرد محددة بأهداف دقيقة وليست مشتتة.

- **التبعية:** يعني أن كل طرف فاعل مسؤول أمام الآخر فيما يمارسه من مسؤوليات منوطة له.

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 هذه الأطراف على رفع أدائها، وبالرغم من صدور هذه القواعد تحت وصاية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن تطبيقها ينبع من الإرادة الطوعية والحرّة للشركات وهذا يتطلب قناعة عميقة بهذا النهج من التسيير وذلك بأن يكون لدى أصحاب الشركة هدف استراتيجي يتمثل في غرس ثقافة الحوكمة بالشركة، بعد ذلك تبدأ الشركة في اجراء التقييم الذاتي لطبيعة الادارة الداخلية فيها وعلى هذا الأساس تكون قادرة على تحديد ترتيبات التسيير الجديدة وتنفيذها وفقاً لخطة محددة، وفي هذا الاطار يجب أن تعلن الشركة عن عزمها على تبني كل أو جزء من هذه القواعد حيث أن لديها القدرة على ابداء تحفظات جزئية أو اقتراح تعديلات حتى توفق أوضاعها للأخذ بهذا الميثاق في نهاية المطاف.<sup>1</sup>

في أكتوبر 2010 وبالجزائر العاصمة قامت مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية بإطلاق مركز حوكمة الجزائر وذلك بناءً على قوة الدفع التي خلقها دليل حوكمة الشركات، ولقد كان تأسيس مركز حوكمة الجزائر ليكون بمثابة منبر لمساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل واعتماد أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية ورفع الوعي الجماهيري بحوكمة الشركات، ويعتبر إطلاق المركز فرصة جديدة لمجتمع الأعمال لإظهار التزامه بتحسين البيئة الاقتصادية في البلاد وتحسين قيم الحوكمة بما فيها الشفافية والمساءلة والمسؤولية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Pourquoi un Code de Gouvernance d'Entreprise? Article Sure le site internet: [Http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php](http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php), page consultée le 08/11/2011.

<sup>2</sup> بن الشيخ سارة وبن عبد الرحمان نيمان، واقع الحوكمة في بيئة العمال الجزائرية في ظل المستجدات الحالية، مخبر LUDLD، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014، ص 661.

[https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/7662/1/ben\\_chaikh.pdf](https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/7662/1/ben_chaikh.pdf)

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

تبني الاتحاد الأوروبي برنامج بمبلغ عشرة ملايين يورو لدعم الحوكمة في الجزائر في إطار برنامج دعم الشراكة والإصلاح والنمو الشامل، يرمي البرنامج الجديد الى تعزيز مؤسسات الحكم في المجالين الاقتصادي والسياسي كما أنه يهدف الى تعزيز سيادة القانون بما في ذلك الوصول الى العدالة وتعزيز مكافحة الفساد وتشجيع مشاركة جميع المواطنين في التنمية، وتحسين متابعة إدارة المالية العامة.<sup>1</sup>

بالرغم من الجهود المبذولة في محاولة لدفع الشركات الجزائرية نحو تطبيق مبادئ حوكمة الشركات الا أن تطبيقها تواجهها العديد من التحديات، تنشأ هذه التحديات إما من داخل الشركات أو من البيئة الخارجية نلخص بعضها فيما يلي:<sup>2</sup>

\* **عدم الفصل بين الملكية والإدارة:** فأغلب الاقتصاديات العالمية التي يكون فيها تطبيق حوكمة الشركات فعّالاً تحاول أن تبتعد قدر الامكان في تأسيس شركاتها عن الشركات الحكومية والعائلية وهذا بفتح رأس مال الشركات، في حين أن أغلب الشركات الجزائرية هي شركات حكومية أو عائلية.

\* **معوقات تخص مجالس إدارة الشركات والإدارة التنفيذية:** ليس بالضرورة أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي من يمتلك النسبة الأكبر من أسهم الشركة ومن يتمتعون بعلاقات واسعة مع المساهمين ولكن من الضروري أن يتمتع هذا الرئيس بقدرة وكفاءة وفاعلية عالية في إدارة الشركة، وبالنسبة للشركات الجزائرية نجد أغلبها يعاني من سوء التسيير وذلك يرجع إما الى قلة كفاءة الاطارات المسيرة أو فسادها حيث يندرج تحت هذا المعوق الرئيسي معوقات ثانوية أخرى من أهمها:

+ تشكيل مجلس الإدارة وعدم الفصل بين كل من: مهمة مجلس الإدارة، مهمة الإدارة التنفيذية وضعف مستوى الرقابة على مستوى الشركات.

+ أعضاء مجلس الإدارة: عدم توفر العدد الكافي من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة بحيث يكونوا قادرين على تقديم آراء واجتهادات مستقلة نابعة من إحساسهم بالمسؤولية ومن خبراتهم وفهمهم لعمل الشركة.

+ لجان مجلس الإدارة: وأهمها لجنة التدقيق، ولجنة المكافآت والترشيحات، ومدى فعاليتها واستقلاليتها وتوفر أعضاء غير تنفيذيين مستقلين فيهما.

\* **المنافسة الاستثمارية العام في الدولة:** والذي يسوده الفساد والبيروقراطية وانعدام الشفافية، وغياب الالتزام بالقوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي التي تضمن تطبيق الحوكمة في الشركات وعدم إعطائها صفة الإلزام، بمعنى عدم وجود نية أو رغبة حقيقية في تطبيق الحوكمة على مستوى الشركات أو على المستوى العام للدولة.

<sup>1</sup> بن الشيخ سارة وابن عبد الرحمان نيمان، مرجع سبق ذكره، ص 662

<sup>2</sup> صبايحي نوال، واقع الحوكمة في دول مختارة مع التركيز على التجربة الجزائرية، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، يومي 20/19 نوفمبر 2013، ص 12.

**2- تجربة مصر في حوكمة الشركات:** بدأ الاهتمام بحوكمة الشركات في مصر عندما قدم البنك الدولي أول تقرير لتقييم حوكمة الشركات في مصر عام 2001 وذلك بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية، كما شارك فيه العديد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين، وقد خلص التقرير الى أهم نقاط الضعف والقوة في مناخ حوكمة الشركات بكل من قطاع المال والشركات، حيث أشار الى أن مفهوم ومبادئ حوكمة الشركات في مصر متواجدة في عدد من القوانين الحاكمة ولوائحها التنفيذية أهمها قانون سوق رأس المال 1992/95 وقانون الشركات 1981/159 وقانون الاستثمار 1997/8 وقانون قطاع الأعمال العام 1991/203، وقانون التسوية والإيداع والحفظ المركزي 2000/93 وغيرها من القوانين التي ترتبط بحوكمة الشركات المصرية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وبالنسبة للمعايير التي منحتها التقرير لحوكمة الشركات في مصر فقد أشار الى أن عدد كبير من التطبيقات قد حاز على تقييم مرتفع أو متوسط مرتفع مؤكداً على وجود العديد من الممارسات الإيجابية ولكن من ناحية أخرى هناك بعض البنود التي تحتاج الى تطوير لدرء الممارسات السلبية.

بالنسبة للممارسات الإيجابية وضح التقرير أن القانون يكفل الحقوق الأساسية لحملة الأسهم كالمشاركة في توزيع الأرباح والتصويت في الجمعيات العمومية والاطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة وغيرها، كما يحمي القانون المصري حقوق أصحاب المصالح من حملة السندات والمقرضين والعمال بالإضافة الى أن معايير المحاسبة والمراجعة المصرية تتسق مع المعايير الدولية، أما بالنسبة للممارسات السلبية فقد أشار التقرير الى أن البنود التي تحتاج الى تدعيم هي ما يرتبط بالإفصاح عما يتعلق بالملكية والإدارة خاصة الإفصاح عن هيكل الملكية ومكافآت مجلس الإدارة والإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية، إضافة الى تدعيم ممارسات المحاسبة والمراجعة وتطوير ممارسات مجالس الإدارة بالشركات وتدعيم وتشجيع ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم المكفولة.<sup>1</sup>

لتدراك النقائص السابقة وفي سبيل تطوير حوكمة الشركات بمصر قام مركز المديرين في أكتوبر 2005 بإصدار دليل لحوكمة الشركات يتناول بصفة أساسية الشركات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة لمساعدتها على الالتزام بمتطلبات الحوكمة وبما يساهم أيضا في تحقيق أعلى معدلات الكفاءة والاستدامة المرجوة، تضمن الدليل مجموعة هامة من المبادئ التي من شأنها زيادة فعالية مجالس إدارة الشركات وضمان حقوق المساهمين والمتعاملين معها حيث تطرق الى ما يلي:<sup>2</sup>

- نطاق تطبيق قواعد حوكمة الشركات.
- الجمعية العامة.

<sup>1</sup> نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبيل التقدم مع الفاء الضوء على التجربة المصرية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، جانفي 2003.

<sup>2</sup> مركز المديرين المصري، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، أكتوبر 2005، متوفر على الموقع: [www.ecgi.org/codes/documents/code\\_cg\\_egypt\\_13feb2011\\_ar.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_cg_egypt_13feb2011_ar.pdf)

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

- مجلس الإدارة.
  - إدارة المراجعة الداخلية.
  - مراقب الحسابات.
  - لجنة المراجعة.
  - الإفصاح عن السياسات الاجتماعية.
  - قواعد تجنب تعارض المصالح.
- في عام 2006 أصدر مركز المديرين دليل حوكمة شركات قطاع الأعمال العام نظراً لما لهذا القطاع العريض من أهمية كبرى في الاقتصاد المصري فهو يحتوي على مجموعة شركات كبيرة تعمل في كافة الصناعات الاستراتيجية بالدولة، وقد جاء هذا الدليل ليعزز من دور الدولة كمالك لهذا القطاع ويدعم نظم رقابته ويضمن كفاءة تشغيله، وتتمثل المبادئ التي احتواها في ما يلي:<sup>1</sup>
- التأكيد على وجود إطار تنظيمي وقانوني فعّال لشركات قطاع الأعمال العام.
  - تصرف الدولة بوصفها مالكاً.
  - المعاملة المتساوية لحملة الأسهم (الملاك).
  - العلاقات مع الأطراف ذات المصالح.
  - الشفافية والإفصاح.
  - مسؤوليات مجالس إدارة شركات قطاع الأعمال العام.
- في سنة 2011 قام المركز بتحديث دليل حوكمة الشركات المقيدة لها أوراق مالية بالبورصة حرصاً منه على مواكبة أفضل ممارسات الحوكمة على المستويين الدولي والإقليمي فيما يخص دور مجالس الإدارة، كما أوصى بتنفيذ نظم الرقابة المختلفة بالشركات وتطرق لدور الشركات في مجال المسؤولية الاجتماعية وحماية البيئة فضلاً عن التوصية باتباع قاعدة الالتزام أو تفسير عدم الالتزام.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مركز المديرين المصري، دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية، جويلية 2006، متوفر على الموقع: [www.ecgi.org/codes/documents/egyptsoecodeofcg\\_ar.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/egyptsoecodeofcg_ar.pdf)

<sup>2</sup> مركز المديرين، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، فبراير 2011، متوفر على الموقع: [www.ecgi.org/codes/documents/code\\_cg\\_egypt\\_13feb2011\\_ar.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/code_cg_egypt_13feb2011_ar.pdf)

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

في 26 جويلية 2016 أصدر نفس المركز "الدليل المصري لحوكمة الشركات" وذلك من خلال جمع الأدلة السابقة واصدارها في دليل واحد على النحو التالي:<sup>1</sup>

- أضفى صفة العمومية والشمولية على النسخة الأخيرة من الدليل مستوعباً في ذلك أحدث ما توصل اليه العالم على المستويين الدولي والإقليمي في مجال الحوكمة، ومخاطباً كافة أنواع الشركات في مصر كل منها بحسب طبيعتها وحجمها وبطريقة تسمح لها جميعاً بتطبيق ما يتناسب معها من قواعد الحوكمة، وكذلك بشكل يمكنها من وضع خطط مستقبلية لاستيعاب ما ينقصها من القواعد على المدى المتوسط والطويل لاستكمال تطبيقها مع معدلات نمو حجمها.

- قدمه كدليل استرشادي لكافة الجهات التشريعية والرقابية لأخذه في الاعتبار عند سن وتحديث التشريعات والتعليمات الرقابية ذات الصلة بحوكمة الشركات داخل جمهورية مصر العربية. وفيما يلي عرض لما تم تحديثه وتطويره بهذا الإصدار:<sup>2</sup>

- ارساء منهجية عامة في تقديم دليل الحوكمة توضح ضرورة وجود دليل متطور لحوكمة الشركات في مصر وأهمية دور الدولة وحكومتها ومؤسساتها في دعم فكر وتطبيقات الحوكمة.

- ايضاح أهمية الحوكمة وتأكيد المزايا التي تعود على الشركات من تطبيقها.

- التحديد بشكل واضح لنطاق تطبيق تلك القواعد ودرجة تماشيها مع طبيعة وحجم كل شركة.

- إعطاء أهمية خاصة لقاعدة "الالتزام أو التفسير" كقاعدة جوهرية تمهد لفرض القواعد بشكل الزامي.

- التوسع في التعريف بالمفاهيم والمصطلحات المستخدمة في الدليل بما يعزز من زيادة استيعاب وفهم المستخدمين لمحتوياته.

- التأكيد على دور الجمعية العامة للمساهمين في اختيار مجلس إدارة كفاء لتحقيق أهداف الشركة.

- إعطاء أهمية كبيرة لدور مجلس الإدارة باعتباره أهم عنصر من عناصر إدارة وتوجيه الشركة فضلاً عن مسؤوليته الرئيسية في تطبيق الحوكمة، فتعرض الدليل إلى المزيج الأمثل لأعضاء مجلس الإدارة من حيث نوعية الأعضاء ومسئولياتهم وكذلك استعرض مختلف أنواع اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة لمعاونته في أداء عمله.

- تناول دور أمين سر مجلس الإدارة ومسئولياته داخل الشركة بشكل وافي وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية.

- التركيز بشكل أكبر على مكونات البيئة الرقابية وما لها من أهمية كبيرة داخل أي شركة بداية من نظام الرقابة الداخلية مروراً بإدارة التدقيق الداخلي وإدارة المخاطر وإدارة الالتزام، والتوصية بوجود إدارة لحوكمة الشركات داخل كل شركة.

<sup>1</sup> مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركات، الاصدار الثالث، 26 جويلية 2016، ص 6، الدليل متوفر على الموقع:

[www.asa.gov.eg/attach/Law\\_84\\_2016.pdf](http://www.asa.gov.eg/attach/Law_84_2016.pdf)

<sup>2</sup> مركز المديرين المصري، المرجع السابق، ص 6-7.

## الفصل الأول: أسس حوكمة الشركات

---

- اعطاء أهمية خاصة لمدققي الحسابات في ضوء ما يقومون به من دور هام.
  - القاء المزيد من الضوء على دور نشاط علاقات المستثمرين داخل الشركات المقيمة لها أوراق مالية بالبورصة.
  - تناول سبل وأدوات الإفصاح المختلفة وعزز من أهمية الإفصاح غير المالي موضعاً المعلومات الجوهرية الواجب الإفصاح عنها عبر التقارير الدورية المختلفة.
  - استعراض كافة السياسات والمواثيق والأدلة الواجب على كل شركة صياغتها وتطبيقها لتنظيم عملها الداخلي فيما يخص الحوكمة.
- هذا الدليل يهدف الى دعم كافة الشركات الراغبة في فهم وتطبيق الحوكمة كمنهج متكامل نحو النمو والاستدامة، تحقيقاً لرسالة واستراتيجية مركز المديرين المصري بما يعود بالنفع على الشركات وعلى الاقتصاد القومي بشكل عام.

### خلاصة الفصل:

لقد استخلصنا مما سبق أن ضوابط الحوكمة تهدف إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة الشركة وبالتالي تحقيق الحماية للمساهمين وأصحاب المصالح، كما تؤكد هذه القواعد على أهمية الالتزام بأحكام القانون مع وجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، وعليه فإن أهم النتائج التي تم التوصل إليها تتمثل فيما يلي:

- تهتم حوكمة الشركات بالطريقة المثلى لإدارة الشركات قصد حماية حقوق المساهمين وجميع الأطراف المرتبطة بالشركة.

- لقد بدأ الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات بعد ظهور مجموعة من النظريات التي عمدت إلى تحليل النزاعات الناتجة عن فصل ملكية الشركات عن إدارتها، أو ما يسمى مشكلة الوكالة التي تنشأ من تعرض الأصيل لخسارة نتيجة لأخلاق وتصرفات الوكيل وعدم بذل العناية الكافية لتعظيم عائدته.

- تعتبر الفضائح المالية للشركات وعمليات الفساد الممارسة من طرف إدارتها أحد الدوافع الرئيسية للاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات على المستوى العالمي والمحلي للدول.

- شمول مفهوم حوكمة الشركات على العديد من الأبعاد الاشرافية والرقابية وبذل العناية المهنية اللازمة قصد المحافظة على مصالح جميع الأطراف المرتبطة بالشركة.

- إن نموذج حوكمة الشركات المتبع في أي دولة يتبع أهمية سوق الأوراق المالية في تلك الدولة وأهمية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح فيها.

الفصل الثاني

تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين

بيئة الأعمال

### تمهيد:

لا يمكن فرض حوكمة الشركات بالقوة وإنما هي عبارة عن خيارات طوعية تمارس على مستوى الشركات هذه الممارسات تجتهد الشركات صعوبة في الالتزام بها إن لم يواكب ذلك تحسين المناخ القانوني والتنظيمي في الدولة، فالمبادئ والقيم الأخلاقية التي تسود الشركة من الداخل والأطر المؤسسية السائدة في البيئة الخارجية المحيطة هي التي تحكم وضع وتطبيق حوكمة الشركات.

في بحثنا هذا نحاول توضيح العلاقة بين تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية (تشجيع الاستثمار في المحفظة) من خلال مدخل حوكمة الشركات، ذلك أن المستثمر في الأوراق المالية سواء كان محلي أو أجنبي يهتم أداء شركات المساهمة ونوعية الإدارة الداخلية لهذه الشركات بالدرجة الأولى إضافة إلى جودة واستقرار العناصر الأخرى المكونة للبيئة الخارجية للشركة، وعليه سوف نركز في هذا الفصل على دور الحوكمة في تحسين كل من البيئة الداخلية والبيئة الخارجية للشركة أي توضيح دور الحوكمة على المستويين الجزئي والكلّي من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث كالتالي:

**المبحث الأول:** عموميات حول بيئة الأعمال.

**المبحث الثاني:** تحليل دور الحوكمة في تحسين البيئة الداخلية للشركة.

**المبحث الثالث:** تحليل دور الحوكمة في تحسين البيئة الخارجية.

### المبحث الأول: عموميات حول بيئة الأعمال.

سوف نركز في هذا المبحث على المفاهيم الخاصة ببيئة الشركة وبيئة الأعمال وكذا مؤشرات قياس أداء بيئة الأعمال من خلال عرض بعض المؤشرات الدولية المختصة.

### المطلب الأول: الاطار العام لبيئة الشركة.

البيئة أو المحيط تمثل المساحة أو الإطار أو المجال الحيوي الذي توجد فيه الشركة وتعمل من خلاله، وتعرف البيئة بأنها العوامل المحيطة بالتنظيم من طبيعية ومجتمعات بشرية ونظم وقوانين ومعايير اجتماعية واتصالات وعلاقات شخصية، وفي هذا تحديد للبيئة بأنها البيئة الخارجية ويقابلها البيئة الداخلية أي بيئة العمل داخل التنظيم.

### أولاً: تعريف بيئة الشركة:

لقد قدمت عدة تعاريف لبيئة الشركة منها ما يلي:

**تعريف 1:** تعبر بيئة الشركة عن: " مجموعة من القيود التي تتحكم جزئياً في توجيه الشركة".<sup>1</sup>  
**تعريف 2:** بيئة الشركة هي: "مكان أو محيط العمل الذي يضم العوامل المؤثرة في الشركة والتي تقع تحت سيطرتها وهي البيئة الداخلية أو خارج حدود سيطرة الشركة أي البيئة الخارجية".<sup>2</sup>  
من هذين التعريفين نستخلص ما يلي:

- كل ما يقع خارج حدود التنظيم أو داخله يدخل في اطار مفهوم البيئة.
- البيئة ذات عوامل ومتغيرات متعددة منها ما يمكن قياسه ومنها ما لا يمكن قياسه.
- البيئة بعواملها ومتغيراتها تؤثر على مدى تحقيق الشركات لأهدافها ومستوى أداء الأنشطة المختلفة بها وتكاليها.
- الإدارة قد تدرك هذه المتغيرات البيئية أو لا تدركها ولذا فدور وفعالية كل إدارة تختلف من تنظيم لآخر.
- يمكن النظر للبيئة من وجهة نظر ما تمثله من قيود وما تمنحه من فرص وتسهيلات.

<sup>1</sup> ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، الجزائر: دار المحمدية العامة، 1998، ص 83.

<sup>2</sup> علاء فرحان طالب، فاضل راضي الغزالي، إدارة التحديات الاستراتيجية في البنوك، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، 2009، ص 75.

### ثانياً: تصنيفات بيئة الشركة:

تحتوي بيئة الشركة على مجموعة من المتغيرات يتم على أساسها تصنيف هذه البيئة الى مستويات، وفي هذا الاطار قام الباحثين بتقديم عدة تصنيفات لبيئة الشركة كل حسب وجهة نظره وقد اقتصرنا على التصنيفين التاليين باعتبارهما من التصنيفات الحديثة:

- 1- **التصنيف الأول:** حسب هذا التصنيف تم تقسيم بيئة الشركة الى ثلاثة مستويات كما يلي:<sup>1</sup>
  - **بيئة خارجية:** تتمثل في اجمالي القوى والعوامل التي تحيط بالشركة وهي ذات تأثير غير مباشر، وتشمل العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية والتكنولوجية.
  - **بيئة خاصة بالشركة:** تمثل كافة العوامل التسويقية والتكنولوجية والاجتماعية وسياسات الشركة.
  - **بيئة الشركة:** وتتمثل في امكانيات الشركة والقيم.

- 2- **التصنيف الثاني:** حسب هذا التصنيف تم تقسيم بيئة الشركة كما يلي:<sup>2</sup>
  - **البيئة الداخلية:** هي مجموعة العوامل والمتغيرات التي يمكن للشركة التحكم فيها والسيطرة عليها وتتعلق بإمكانات التنظيم وموارده المالية أو المادية، اضافة الى موارده البشرية والمعنوية والتي يمكن تحويلها الى مجموعة أنشطة وأعمال انتاجية وتسويقية ومالية.

- **البيئة الخارجية:** هي مجموعة القوى والمتغيرات التي تحيط بمجال أعمال وأنشطة الشركة ولا يمكن التحكم فيها أو السيطرة عليها بشكل كامل ومن أمثلتها: العوامل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والتكنولوجية ومتغيرات المنافسة، العملاء والموردين، وهي تنقسم الى قسمين: بيئة عامة وأخرى خاصة:
- \* **البيئة العامة:** تتمثل في العوامل والمتغيرات الخارجية التي تؤثر على الشركات والأعمال بصفة عامة ولا يتوقف تأثيرها على نوع معين من الأعمال أو مكان معين من الدولة، وتسمى عوامل البيئة العامة كالظروف الاقتصادية السائدة أو المناخ السياسي أو بعض المتغيرات الاجتماعية والثقافية، هذه العوامل تؤثر على جميع الشركات باختلاف أنشطتها وحجمها ومكانتها داخل الدولة.

- \* **البيئة الخاصة:** هي مجموعة العوامل الخارجية التي تؤثر بشكل خاص على شركات معينة نظراً لارتباطها المباشر بتلك العوامل ومن أمثلتها: العملاء، الموردين، تكنولوجيا الصناعة، المنافسين... الخ، حيث أن هناك تأثير متبادل بين الشركة وتلك العوامل.

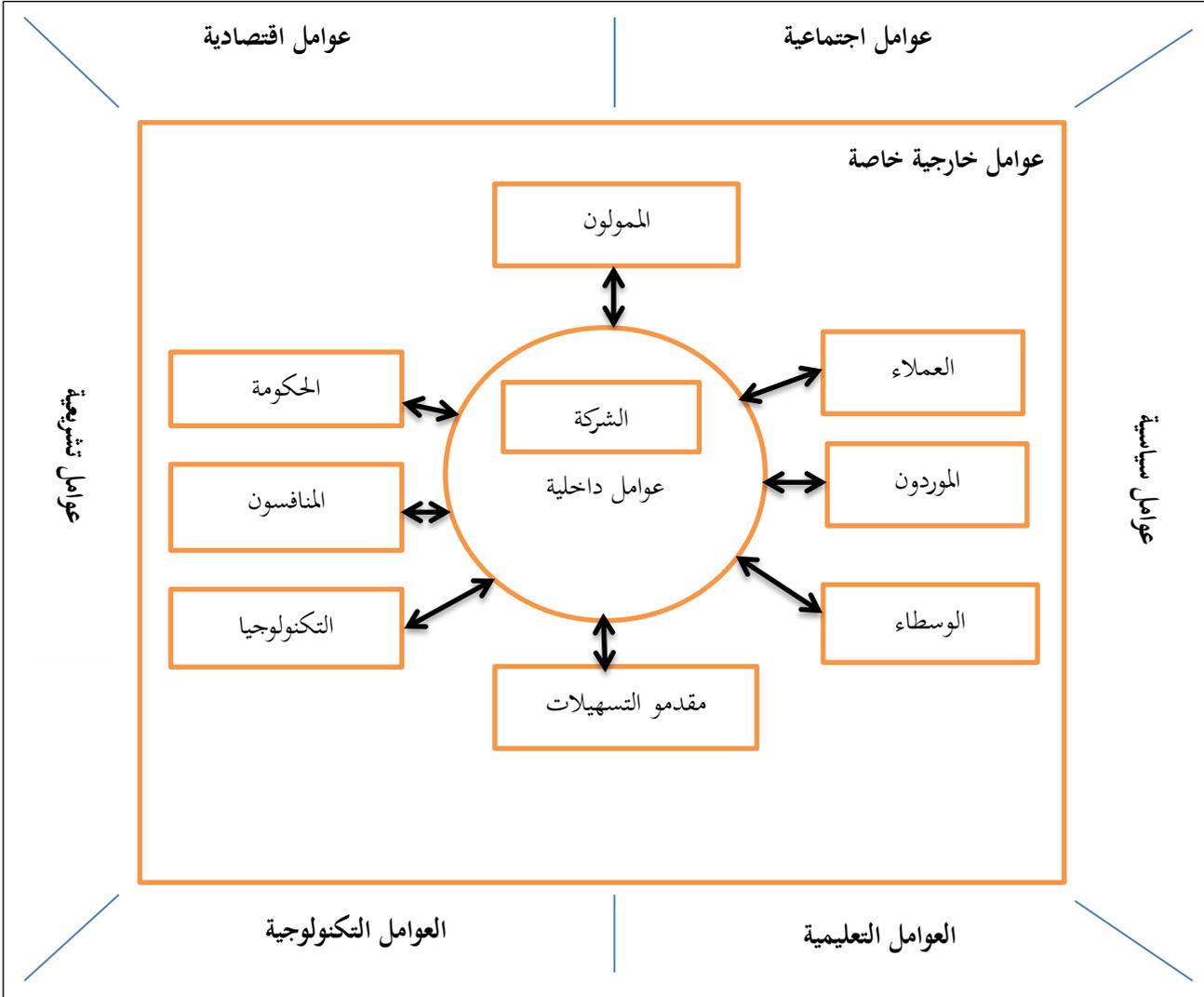
من هذه التصنيفات نستخلص بأن بيئة الشركة تنقسم الى مستويين بيئة داخلية وبيئة خارجية، هذه الأخيرة تنقسم بدورها الى بيئة عامة وبيئة خاصة كما يوضحه الشكل الموالي:

<sup>1</sup> عابدة سيد خطاب وآخرون، التخطيط الاستراتيجي، دار الحريري للطباعة والنشر، لبنان، 2006، ص ص 85 - 86.

<sup>2</sup> عمر عبد الفتاح الجابري، دراسة في الادارة الاستراتيجية، أحد المتطلبات الأساسية للحصول على درجة الدكتوراه في ادارة الأعمال، الأكاديمية العربية بالدغمارك، بدون ذكر السنة، ص ص 10-11.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

شكل رقم (2-1): عوامل البيئة الداخلية والخارجية.



المصدر: عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية"، مجموعة النيل، القاهرة، الطبعة الثانية، 2001، ص 113.

### ثالثاً: عوامل البيئة الداخلية والخارجية:

تتمثل عوامل البيئة الداخلية والخارجية في المكونات التي تحتويها كل بيئة:

#### 1- البيئة الداخلية ومكوناتها:

1-1 تعريف البيئة الداخلية: يمكن تعريف البيئة الداخلية كما يلي:

**تعريف 1:** البيئة الداخلية للشركة هي: "تلك البيئة التي تعبر عن القوى داخل الشركة والتي تؤثر على أدائها بشكل مباشر أي البيئة التي تؤثر داخلياً (من الداخل) في الشركة".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** تتمثل البيئة الداخلية للشركة في: "مجموعة من العوامل والمكونات والمتغيرات المادية والمعرفية والتنظيمية ذات الصلة الوثيقة بحدود الشركة الداخلية".

<sup>1</sup> عمر وصفي عقيلي، قيس عبد علي المؤمن، المنظمة ونظرية التنظيم، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1994، ص 146.

**تعريف 3:** يرى "سيرتو" أن البيئة الداخلية للشركة تمثل المستوى البيئي التنظيمي الداخلي المرتبط بشكل محدد ودقيق بالتطبيقات الإدارية والتنظيمية لمنظمة الأعمال، لذلك فإن اختلاف البيئة الداخلية لمنظمات الأعمال يتجسد في اختلاف قدراتها ونواحي قوتها الجوهرية أو/ وضعفها، والتي من الممكن أن تصبح محدد أساسي لاستغلال الفرص أو التعامل مع التهديدات في البيئة الخارجية".<sup>1</sup>

وعليه فالبيئة الداخلية هي التي تستطيع الشركة التحكم فيها والتأثير عليها وتغييرها وفق ما تحتاجه لصياغة استراتيجيتها والتي من خلالها تتمكن الإدارة الاستراتيجية من تسيير الشركة بفعالية أكبر وأدق، فلا يمكن لهذه الأخيرة صياغة استراتيجية بدون تحليل كاف وجيد لبيئتها الداخلية وامكانياتها وبمعنى آخر معرفة نفسها وقدراتها ومدى قوتها أو ضعفها وذلك في محاولة لتسخير بيئتها الداخلية لخدمة أهدافها، وتمثل عوامل البيئة الداخلية في وظائف ونشاطات الشركة الرئيسية وتكمن أهمية تحليل هذه العوامل في تحديد مصادر القوة وتدعيمها وتعميمها ومصادر الضعف لتقويمها وتصحيحها، وأهم هذه العوامل: التسويق، الموارد البشرية، الانتاج التمويل والمحاسبة، والإدارة.<sup>2</sup>

### 1-2 عناصر البيئة الداخلية: تشمل عناصر البيئة الداخلية ما يلي:<sup>3</sup>

- **المالكون:** يشكل المالكون عنصر ضغط داخل الشركات خاصة الصغيرة منها فهم يتدخلون بعمليات وتفاصيل أدائها باعتبار أن مصالحهم مرتبطة بها، وبالتالي فإن أداءهم وسلوكياتهم وانطباعاتهم واتجاهاتهم تمثل جزءاً هاماً من البيئة الداخلية والتي يمكن أن تحدد في كثير من الأحيان سلوكيات الشركة واتجاهات وأنماط أدائها.

- **العاملون:** يمثل العاملون القوة البشرية للشركة، وبالتالي فإن سلوكياتهم وأداءهم ومتطلباتهم وعلاقاتهم تمثل جزءاً هاماً من البيئة الداخلية حيث أنها تحكم أجواء وظروف العمل في الشركة هذه الظروف ترتبط بعوامل أساسية مثل الرضا عن العمل، الانتماء، الاندفاع في الأداء والإخلاص في العمل، وبالتالي فهي تمثل أحد عناصر الضغط والتأثير الداخلي.

- **نمط القيادة:** تمثل القيادة في الشركة العناصر القيادية الإدارية العليا (مجلس الإدارة - الرئيس المدير العام للشركة، المدراء التنفيذيون)، هذه العناصر بصفقتها القيادية ومسئولياتها الشاملة تؤثر بشكل مباشر في بيئة الشركة ذلك أن النمط القيادي الذي تتبعه أو تستخدمه القيادة العليا يمثل عنصراً هاماً من عناصر البيئة الداخلية كون هذا الأسلوب سيكون المحدد الأساسي لقواعد وأساليب وأنماط العمل في الشركة.

<sup>1</sup> طاهر محسن منصور الغالي ووائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الاستراتيجية منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2007، ص 283 - 284.

<sup>2</sup> داودي الطيب، أثر تحليل البيئة الخارجية والداخلية في صياغة الاستراتيجية، مجلة الباحث عدد 5، 2007، ص 39.

<sup>3</sup> عمر وصفي عقيلي، قيس عبد علي المؤمن، مرجع سبق ذكره، ص 146 - 147.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- أخلاقيات الشركة: تعبر الأخلاقيات عن القيم والأفعال والقواعد السلوكية المعتمدة والمشاركة بين أعضاء الشركة والمتفق عليها فيما بينهم، هذه القواعد تشكل جزءاً هاماً من البيئة الداخلية كونها تعتبر محدد أساسى من محددات السلوك والأداء والتصرف ضمن الشركة، فهي أحد المؤثرات البيئية الداخلية ذلك أن الأخلاقيات تشكل نوعاً من الضغوط البيئية التي تؤدي الى تنفيذ المهام والواجبات وأداء الأعمال على أكمل وجه.

**2- البيئة الخارجية:** كل ما يقع خارج الشركة ينتمي الى البيئة الخارجية وهي على مستويين البيئة الخارجية العامة والبيئة الخارجية الخاصة.

**1-2 البيئة الخارجية العامة:** تعبر البيئة الخارجية العامة عن مجموعة العوامل المحيطة والمؤثرة على الشركة واستراتيجيتها، هذه المتغيرات لا تستطيع الشركة التحكم فيها والتأثير عليها بحكم شموليتها على الكل<sup>1</sup> وهي تشمل المتغيرات التالية:

- **المتغيرات السياسية:** وهي تتضمن درجة الاستقرار السياسي والأمني، سلطة الأحزاب السياسية، درجة الانفتاح الاقتصادي للدولة باعتباره قراراً سياسياً قبل أن يكون اقتصادي، سلطة الحكومة وقدرتها على تنفيذ حكم القانون.

- **المتغيرات الاقتصادية:** المتغيرات الاقتصادية كثيرة نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر: معدل التضخم وتقلبات الأسعار، قيمة العملة الوطنية، درجة الانفتاح الاقتصادي للدولة، وضعية التجارة الخارجية وميزان المدفوعات، متوسط دخول الأفراد والميل للادخار... الخ.

- **المتغيرات الاجتماعية:** تضم المتغيرات الاجتماعية مجموعة من العناصر منها: معدل نمو السكان، العادات والتقاليد والانتماء العرقي والديني، التعليم ودرجة الأمية، الاهتمام بالصحة والرعاية، معدلات الزواج والمواليد النوادي الثقافية والرياضية، الثقافة الاستهلاكية للمجتمع.

- **المتغيرات التكنولوجية:** تضم المتغيرات التكنولوجية كيفية الحصول على التكنولوجيا هل هي صناعة محلية أو مستوردة، درجة استخدام التكنولوجيا على مستوى الدولة وعلى مستوى الشركات سواء كانت اقتصادية أو غير اقتصادية عمومية أو خاصة، التحكم في التكنولوجيا وتوظيفها في كافة عمليات الشركة من انتاج وتسويق وتدريب... الخ.

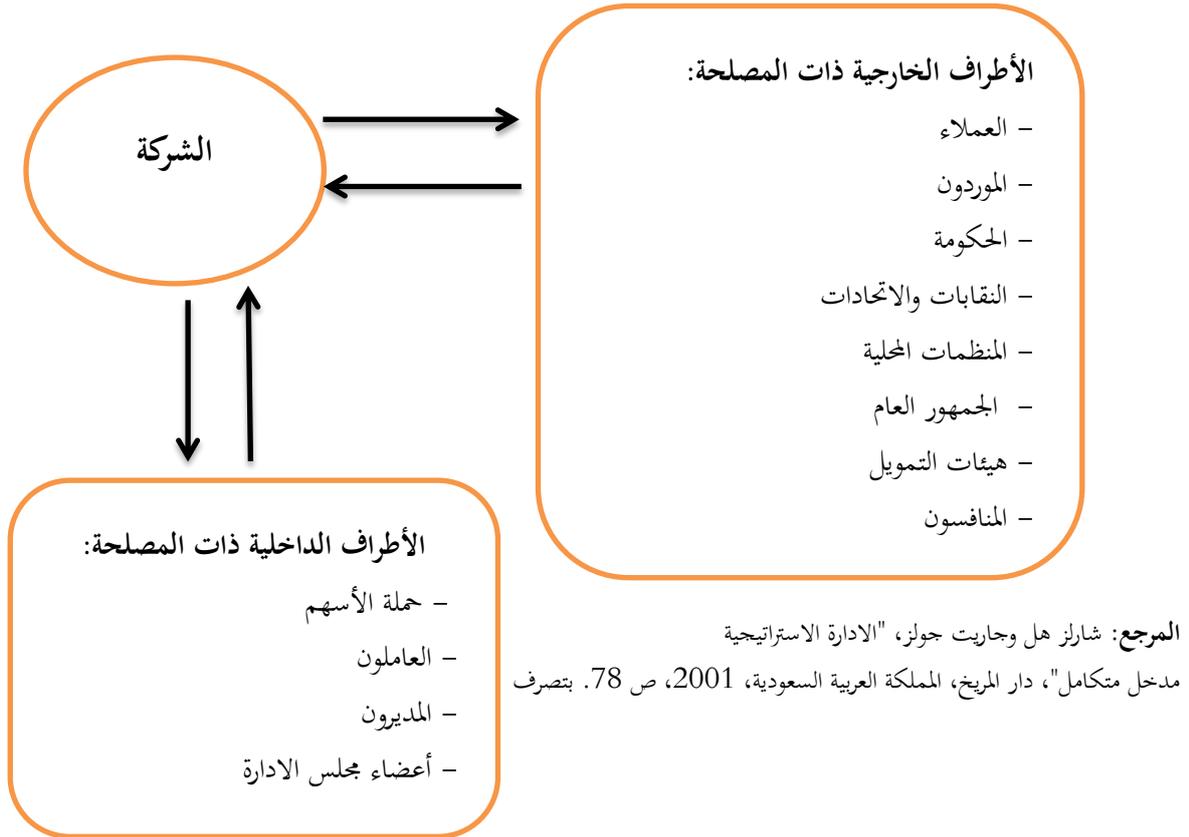
- **المتغيرات القانونية:** وتتضمن مجموعة التشريعات المنظمة للنشاط الاقتصادي ونشاط الأعمال في البلد مثل القوانين والمراسيم السياسية التي تدعم الشركة وتمكنها من مواجهة المنافسة العالمية، الاعانات المقدمة من طرف الدولة للقطاع الاقتصادي وقطاع الصناعة الذي تعمل به الشركة، الاعفاءات والحوافز الضريبية، قوانين حماية المستثمر، قوانين حماية البيئة... الخ.

<sup>1</sup> داودي الطيب، مرجع سبق ذكره، ص 39.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

**2-2 البيئة الخارجة الخاصة:** هناك من يسميها البيئة التنافسية وهي تلك العوامل القريبة والمرتبطة بالشركة كالموردين الممولين، المنافسين، السوق، هذه العوامل يمكن للشركة التأثير فيها بنسب متفاوتة وهي بدورها تؤثر في الشركة بطريقة مباشرة وعلى الشركات التي تعمل في نفس الصناعة،<sup>1</sup> وعليه فان هذه البيئة تتضمن مجموعة من الأطراف التي لها علاقة مع الشركة ومصالح فيها لذلك يطلق عليهم "أصحاب المصالح" أو "الأطراف ذات المصلحة" أو "الأطراف ذات العلاقة" (تمت الإشارة اليهم في الفصل الأول)، فالشركة تعد أداة للربط والتنسيق بين مصالح مختلف الأطراف المستفيدة وهدفها الأساسي يتمثل في خلق الثروة لهم وتحقيق التوازن بين كل الفئات الداخلية والخارجية، فهي محاطة ببيئة خارجية معقدة تتواجد فيها مجموعات مختلفة من أصحاب المصالح الذين ينظرون إليها انطلاقاً من مصالحهم الخاصة و يقيمون أدائها من زاوية مدى تحقيق هذه المصالح والشكل الموالي يعطينا صورة عن الأطراف ذات المصلحة:

شكل رقم (2-2): الأطراف ذات المصلحة وعلاقتها بالشركة.



<sup>1</sup> داودي الطيب، مرجع سبق ذكره، ص 39.

من الشكل السابق نلاحظ ما يلي:

- العلاقة بين الشركة وبعض الأطراف ذات المصلحة هي علاقة قانونية قائمة على العقود مثل اتفاقية التمويل بين الشركة والممولين، عقد الملكية بين الشركة وحملة الأسهم، عقد العمل بين الشركة والعمال... الخ  
- هناك علاقة تأثير وتأثر بين الشركة والأطراف ذات المصلحة مثل تأثير الحكومة على طريقة نشاط الشركة بفرض قوانين لحماية البيئة وتأثير الشركة على البيئة بالمحافظة عليها، تأثير المسيرين على أداء الشركة وتأثير الشركة عليهم برفع مستواهم الاجتماعي والمادي، تأثير المساهمين على الشركة من خلال رفع أسماها وتأثير هذه الأخيرة عليهم بمنحهم الأرباح ورفع القيمة السوقية لأسهمهم... الخ.

### المطلب الثاني: مفاهيم حول بيئة الأعمال.

يدخل مفهوم بيئة الأعمال ضمن البيئة الخارجية العامة فهي تجمع قاعدة واسعة من العناصر أو المتغيرات بعضها مادي ملموس والبعض الآخر غير ملموس (نظم وسياسات)، هذه المتغيرات لها تأثير كبير على قرارات المستثمرين في توجيه استثماراتهم الى سوق معينة دون أخرى.

### أولاً: تعريف بيئة الأعمال:

قدم الباحثين تعاريف مختلفة لبيئة الأعمال منها ما يلي:

**تعريف 1:** بيئة الأعمال هي: "مجموعة من الظروف والسياسات التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته الى بلد دون آخر وهذه مسألة تتفاعل فيها العوامل الموضوعية مع العوامل النفسية، حيث أن العناصر المكونة لهذه البيئة تتفاوت من بلد الى آخر منها: سياسات الاقتصاد الكلي (التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف)، الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بالقرار الاستثماري وعلى وجه الخصوص النظام الضريبي وقوانين العمل، النظام القضائي وما يتمتع به من فعالية وسرعة في حسم المنازعات التي قد تواجه المستثمر".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** بيئة الأعمال: "هي تعبير عن منظومة متكاملة من الإجراءات والسياسات والمؤسسات التي تخلق بيئة أو مجموعة من الشروط والأوضاع المساعدة على حفز المستثمرين ووطنيين وأجانب على القيام بالاستثمار في مكان معين، والعنصر الرئيسي في كل ذلك هو خلق الانطباع لدى المستثمرين بجدوى الاستثمار من حيث الأمان والعائد".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سعيد النجار، نحو استراتيجية قومية للإصلاح الاقتصادي، دار الشروق، 1991، ص 126.

<sup>2</sup> حازم الببلاوي، مناخ الاستثمار والقوانين الاستثنائية، مقالة منشورة على الموقع الإلكتروني:

**تعريف 3:** بيئة الأعمال هي: "مجمّل الأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية المؤثرة على توجهات حركة رؤوس الأموال، ذلك أن رأس المال عادةً ما يتسم بالجن و يتحرك من الأوضاع السيئة الى الأوضاع الأحسن حالاً".<sup>1</sup>

**تعريف 4:** تعرف بيئة الأعمال على أنّها: "كل العناصر المحيطة بالشركة والتي تساهم في الرفع من قدراتها ابتداءً من التشريعات والقوانين، الأوضاع المالية والاقتصادية للدولة وكذا علاقاتها مع الخارج ومع المؤسسات الدولية، الاتفاقيات المبرمة، الأوضاع الاجتماعية والأوضاع الإدارية".<sup>2</sup>

من خلال ما تقدم نستخلص بأن بيئة الأعمال هي: "مجموعة الظروف والعوامل التي تؤثر على قرارات المستثمرين في تفضيل استثمار رؤوس أموالهم في بلد معين عوض آخر، وهي مفهوم ديناميكي دائم التغيير لمواكبة المستجدات في جميع المجالات حيث يشمل الأوضاع السياسية وما تمتاز به من استقرار سياسي وأمني النظام القانوني وما يمتاز به من فعالية والقدرة على تطبيقه ووضوح قوانينه واتساقها ومرونتها مع جود قوانين لحماية الملكية بكافة أشكالها واستقلالية القضاء، التنظيم الإداري وخلوه من البيروقراطية، سياسات الدولة الاقتصادية خاصة تشجيعها للاستثمار الأجنبي، الخصائص الجغرافية والديموغرافية خصائص السوق والمستهلكين وكذا حداثة الهياكل القاعدية وعصرنتها".

**ثانياً: مقومات بيئة الأعمال:** يعتبر مفهوم بيئة الأعمال من المفاهيم المركبة لأنه يتعلق بجوانب متعددة بعضها يخص مدى توفر منشآت البنية التحتية والبعض الآخر يخص النظم القانونية والأوضاع السياسية الى جانب نوعية المؤسسات والسياسة الاقتصادية للدولة، فهو مفهوم ديناميكي دائم التغيير لمواكبة التطورات التنظيمية والتكنولوجية والسياسية والاقتصادية للقطر،<sup>3</sup> هذا ويستخدم مصطلح بيئة الأعمال على نطاق واسع في الدراسات الاقتصادية بصورة عامة وفي الدراسات المتعلقة بالاستثمار بصورة خاصة فإما أن تكون بيئة الأعمال ملائمة وجاذبة للاستثمار أو غير ملائمة وطاردة للاستثمار فهذا يتوقف على مجموعة من المقومات منها ما يلي:

**1- البيئة السياسية والأمنية:** يؤدي عدم توافر الاستقرار السياسي والأمني الى خفض معدلات الادخار وبالتالي خفض معدلات الاستثمار، ذلك أن المستثمر يفقد الثقة في استقرار الجهاز الحاكم الأمر الذي يدفعه الى توطين أصوله الاستثمارية في المناطق الأكثر استقراراً وأمناً.

<sup>1</sup> قويدري محمد، المزايا والحوافز المؤثرة في تكوين مناخ الاستثمار بالإشارة الى بعض الاقتصاديات العربية: تونس و الجزائر، مقالة منشورة على موقع منتدى التمويل الاسلامي:

<http://islamfin.go-forum.net/t1873-topic> 2017/04/26

<sup>2</sup> تشام فاروق، دور وأهمية مناخ الاستثمار في رفع القدرة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية، مقالة منشورة على الموقع الإلكتروني: <http://manifest.univ-ouargla.dz/index.php/archives/archive/faculté-des-sciences-economiques--de-gestion-et-des-sciences-commerciales/68>

<sup>3</sup> بن حسين ناجي، دراسة تحليلية لمناخ الاستثمار في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة قسنطينة، 2007/2006، ص 55.

**2- البيئة الثقافية والاجتماعية:** تشمل هذه البيئة على مجموعة من العوامل المؤثرة على نشاط المشروع وامكانية نموه وتوسعه، ويبرز ذلك من خلال:

- السياسة التعليمية والتدريبية المعتمدة خاصة من حيث التحكم في التكنولوجيا.
- الوعي بعناصر ومقومات التقدم الاقتصادي ودرجة تفهم وتعاون أفراد المجتمع مع نشاط الشركات الأجنبية.
- دور الجمعيات والنقابات العمالية في تنظيم القوى العاملة.
- درجة الوعي الصحي ومقدار التأمينات الاجتماعية المتبعة.

**3- البيئة الاقتصادية:** يمكن اجمال أهم العوامل المؤثرة في المناخ الاقتصادي في الآتي:

- مقدار ونوعية الموارد الطبيعية المتاحة داخل البلد.
- درجة المنافسة الداخلية والقدرة على مواجهة المنافسة الخارجية.
- مرونة كل من السياسة النقدية والمالية وما تحتويه من تحفيزات.
- درجة وضوح واستقرار قوانين الاستثمار ومقدار القيود المفروضة على رأس المال المستثمر.
- مدى كفاءة البنوك وقدرتها على توفير المعلومات للمستثمر ومعدلات الفائدة على التسهيلات الائتمانية، ومدى كفاءة السوق المالية داخل الدولة.
- مدى استقرار السياسات السعرية ومعدلات التضخم.

- درجة الحماية المتبعة داخل الدولة من حيث ضمان حقوق المستثمرين في تحويل رأس المال والأرباح.<sup>1</sup>

**4- البيئة التشريعية والقانونية:** تعتبر البيئة التشريعية والقانونية من العناصر الهامة لبيئة الأعمال، فثمة مقولة شائعة تفيد بأن رأس المال جبان ينشد الأمان لذلك فإن ما يبعث على الأمان لرأس المال هو وجود بيئة تشريعية وقانونية سليمة وجهاز قضائي مهني يسهر على احترام تطبيقها.

**5- النظام الضريبي:** تعتبر الضرائب من أهم أدوات السياسة الاقتصادية يتم استخدامها لحفز وتوجيه الاستثمارات الى الدولة أو الى مناطق مختلفة داخلها، فهي تدخل في تكوين التكاليف الاستثمارية وتقلل من مستوى العائد.

**6- البنية التحتية:** تشمل البنية التحتية مختلف المرافق التي تسهل عمل المستثمرين والمنشآت الاستثمارية وهي تتكون من الهياكل القاعدية وبيوت الخبرة الفنية، وبنوك المعلومات التي تقدم للمستثمرين المعلومات والدراسات والاستشارات التمهيديّة لأي استثمار.

**7- نوعية الهياكل الادارية للدولة:** يقصد بذلك كفاءة العمل الذي تقوم به من ناحية خلوها من كل أنواع الفساد والرشوة، وابتعادها عن البيروقراطية والاجراءات التعسفية والمماطلة التي تؤدي الى هروب المستثمرين ورؤوس الأموال من الدولة.

<sup>1</sup> قويدري محمد، مرجع سبق ذكره.

ما تجدر الإشارة إليه هو أن مفهوم "بيئة الأعمال" يرتبط إلى حد بعيد باقتصاد السوق حيث زادت أهميته مع ظروف الانفتاح الاقتصادي العالمي، فعندما ساد الاقتصاد المغلق مع اقتصاديات الدولة والقطاع العام كانت قرارات الاستثمار قرارات سياسية بالدرجة الأولى وليس الأمر كذلك مع اقتصاد السوق، فالاستثمار في هذا الاقتصاد يصبح إلى حد بعيد مجموعة من القرارات الفردية التي يتخذها المستثمرون الأفراد وهؤلاء يجدون أنفسهم أمام فرص متنوعة للاستثمار في مختلف الدول، ولذلك تصبح بيئة الأعمال المناسبة للاستثمار أمراً حاسماً، وعندما يتعلق الأمر بالأفراد فلا ينبغي أن ننسى أن الأفراد يتأثرون كثيراً بما يقال ويشاع في مختلف الأوساط المالية ولذلك فليس غريباً أن يصبح "الانطباع" "Perception" عن الاستثمار هو العامل الأكثر تأثيراً، فالمستثمرون يتأثرون عادةً بما ينشر أو يذاع عن "بيئة الأعمال" في دولة ما أكثر من معرفتهم بحقيقة الأوضاع، ومن هنا جاء تعبير غريزة القطيع "Herd instinct" عند المستثمرين.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: مؤشرات تقييم بيئة الأعمال.

تعتمد العديد من المؤسسات والمنظمات الدولية على تزويد المستثمرين وصانعي القرار بمعلومات رقمية تساعدهم في اتخاذ القرار من خلال تهيئة عدد من المؤشرات تمكنهم من معرفة وضع كل دولة على انفراد وتحديد أهم النواقص التي تعاني منها تلك الدول والتي تمنعها من جذب المستثمرين، هذا وقد أثبتت الدراسات الإحصائية بأن هناك صلة قوية بين ترتيب القطر أو درجته في هذه المؤشرات وبين مقدار ما يجتذبه من الاستثمار الأجنبي.

تؤدي المؤشرات الدولية لتقييم بيئة الأعمال دوراً هاماً في وصف وضعية مختلف المجالات الاقتصادية والاستثمارية والسياسية والاجتماعية والتكنولوجية والبيئية في الدولة بالإضافة إلى أنها تعطي تصوراً حول أثر السياسات والقرارات التي يتم اتخاذها، وتبرز أهمية هذه المؤشرات في أنها تعتبر أحد المراجع الرئيسية التي يستند إليها المستثمرون سواء كانوا محليين أو أجانب في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كما تعتمد عليها الدول والجهات المانحة في تحديد الدول الأكثر ملاءمة لتنفيذ نشاطاتها في المجالات الرئيسية كالاستثمار، السياحة، العلاقات الثنائية وتقديم المساعدات والمنح والقروض، فهي تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على التنافسية والانطباع العالمي عن الدولة.

تصدر غالبية هذه المؤشرات عن مؤسسات دولية ومنظمات مجتمع مدني عالمية غير ربحية تتمتع بالاستقلالية والحيادية وتعتمد في اعدادها على أسس علمية واحصائية وفي بعض الأحيان على قياس المدركات والانطباعات العامة، وبالرغم من أهمية هذه المؤشرات ودقتها إلى حد ما والتوافق الدولي عليها إلا أن درجة موثوقيتها والبناء عليها تختلف من مؤشر لآخر وهذا يرجع إلى طبيعة المؤسسة التي تصدر المؤشر وحجم العينة المدروسة والمصادر التي تم الاستناد إليها في الحصول على المعلومات، والتحديث المستمر للمعلومات بالإضافة

<sup>1</sup> حازم البيلاوي، مرجع سبق ذكره.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

الى مجموعة من العوامل الأخرى المرتبطة بآلية قياس المؤشر والأوزان النسبية لمعاييرها<sup>1</sup> وبالرغم من وجود المئات من المؤشرات الصادرة عن هذه المؤسسات والهيئات الدولية الا أننا سوف نقتصر فيما يلي على البعض منها:  
**أولاً: مؤشر سهولة أداء الأعمال:**

يصدر هذا المؤشر منذ عام 2004 في شكل تقرير عن مجموعة البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية وهو يقيس ويتتبع التغيرات في الأنظمة المطبقة على الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي تعمل في أكبر مدينة تجارية في بلد ما، فهو يتتبع الإصلاحات التنظيمية التي تهدف الى توفير المزيد من السهولة في أداء الأعمال في العالم وذلك في عشر مجالات هي: بدء النشاط التجاري، استخراج تراخيص البناء، توصيل الكهرباء، تسجيل الملكية، الحصول على الائتمان، حماية المستثمرين، دفع الضرائب، التجارة عبر الحدود، انفاذ العقود وتسوية حالات الإعسار، كما يقيس أيضاً أنظمة سوق العمل لكنها لا تدخل في احتساب الترتيب الاجمالي للدولة، هذه المجالات تمثل مؤشرات فرعية للمؤشر الرئيسي الذي يحمل نطاق من صفر الى مئة حيث مئة هو الحد الأعلى للأداء والذي يشير الى بيئة تنظيمية أكثر كفاءة ومؤسسات قانونية أشد قوة<sup>2</sup> ونستعرض فيما يلي كل مؤشر من هذه المؤشرات:<sup>3</sup>

**1- مؤشر بدء النشاط التجاري (تأسيس الشركة):** تأسيس الشركة هي أول خطوة يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار في دولة ما وهذا يتطلب منه القيام بمجموعة من الاجراءات، وعليه فان مؤشر بدئ النشاط التجاري يقيس حجم الصعوبات التي يتلقاها المستثمر عند القيام بهذه الخطوة ففي حالة ارتفاع قيمة المؤشر يعني ذلك زيادة صعوبة بدء وتأسيس الأعمال مما يعني أن المستثمر يواجه العديد من المعوقات والقيود المفروضة مثل التكلفة والتأخير والتعقيدات الاجرائية، ويتكون هذا المؤشر من أربعة مؤشرات فرعية هي:  
**- عدد الإجراءات المطلوبة لتسجيل الشركة:** يتمثل هذا الاجراء في التعاملات التي يقوم بها مؤسس الشركة مع أطراف خارجية مثل الأجهزة الحكومية أو المحامين أو المراجعين... الخ، والمدة الزمنية اللازمة لإتمام هذه الاجراءات وكذا إجمالي عدد الأيام اللازمة لتسجيل الشركة، ويحسب هذا المؤشر متوسط المدة الزمنية بالأيام التي يرى محامو تأسيس الشركات ضرورتها لاستيفاء أحد الإجراءات بأقل قدر من المتابعة مع الهيئات والمصالح الحكومية ودون أية تكاليف إضافية.

<sup>1</sup> وزارة تطوير القطاع العام، أبرز المؤشرات الدولية وواقع حال الأردن فيها، الأردن، مارس 2015، ص 2.

<sup>2</sup> البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية، ممارسة أنشطة الأعمال 2014: فهم الأنظمة المتعلقة بالشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، تقرير رئيسي خاص بالشركات، الطبعة 11، 2013، ص 2.

<sup>3</sup> المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، بيئة أداء الأعمال في الدول العربية لعام 2015، السنة الثانية والثلاثون، العدد الفصلي الرابع (أكتوبر ديسمبر 2014)، الكويت، ص ص 14-23.

- تكلفة إنجاز هذه الإجراءات كنسبة من نصيب الفرد من الدخل القومي.  
- الحد الأدنى لرأس المال القانوني اللازم لتأسيس شركة جديدة كنسبة من نصيب الفرد من الدخل القومي.

2- مؤشر استخراج التراخيص: يقيس هذا المؤشر مدى مرونة استصدار تراخيص تشييد مبنى تجاري لممارسة نشاط مشروع صغير أو متوسط الحجم من خلال رصد عدد الإجراءات اللازمة لاستصدار هذه التراخيص والفترة الزمنية المستغرقة لإنجازها، وتكلفة استصدارها التي تمثل كافة الرسوم القانونية المطلوبة بما في ذلك استيفاء الإشعارات والمستندات المطلوبة لاستصدار كافة تراخيص مرافق البنية التحتية المتعلقة بمعاينة وفحص وتركيب وتوصيل المياه والصرف الصحي والكهرباء والاتصالات.

3- مؤشر توصيل الكهرباء: يقيس هذا المؤشر مدى سهولة حصول الشركات على الكهرباء وذلك من خلال قياس كفاءة وتكلفة الخدمات المقدمة للعملاء التجاريين من قبل شركات توزيع الكهرباء، ومدى تعقيد أو مرونة إجراءات توصيل التيار الكهربائي.

4- مؤشر تسجيل الملكية: يقيس هذا المؤشر مدى مرونة أو جمود النصوص القانونية والإجراءات الإدارية المنظمة لعملية تسجيل أو نقل ملكية الأصول العقارية في العديد من الدول حول العالم، حيث يسجل التقرير التسلسل الكامل للإجراءات الضرورية عند قيام إحدى منشآت الأعمال بشراء قطعة أرض أو مبنى لنقل سند الملكية من منشأة أعمال أخرى حتى تتمكن من استخدام العقار الذي اشتريه.

5- مؤشر الحصول على الائتمان: يقيس مؤشر الحصول على الائتمان الذي يصدر سنوياً منذ عام 2005 مدى سهولة وصعوبة الحصول على الائتمان اللازم للمشاريع في العديد من الدول حول العالم.

6- مؤشر حماية المستثمرين الأقلية: يقيس مؤشر حماية المستثمرين الأقلية مدى قوة حماية المساهمين من مالكي حصص الأقلية ضد قيام المديرين وأعضاء مجالس الإدارات بإساءة استخدام الأصول لتحقيق مكاسب شخصية في العديد من الدول، ويتكون المؤشر الفرعي الرئيسي من مؤشرات فرعية أخرى هي:

- مؤشر نطاق الإفصاح: يتألف من خمسة مكونات هي: ما الشخصية الاعتبارية التي تكون موافقتها كافية من الناحية القانونية لإتمام صفقة ما وما إذا كان يشترط الإفصاح المباشر عن تلك الصفقة وكذلك اشتراط الإفصاح عن تعارض المصالح الناتج عن الصفقة من عدمه، وما إذا كان يُشترط الإفصاح عن الصفقة في التقرير السنوي وكذا قيام هيئة خارجية بمراجعة الصفقة قبل إتمامها.

- مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة: ويتألف من سبعة مكونات هي: قدرة المساهمين على تحميل الإدارة مسؤولية الأضرار التي ألحقتها صفقة ما، ما إذا كان يمكن للمحكمة إبطال الصفقة عند صدور حكم لصالح أي مدعٍ من المساهمين، إمكانية إجبار الإدارة على دفع تعويضات عن الأضرار التي لحقت بالشركة ورد الأرباح التي جنتها، إمكانية معاقبة الإدارة بالسجن والغرامة، مدى تمكن المدعين من المساهمين من المقاضاة

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

بصورة مباشرة أو غير مباشرة بسبب الأضرار التي ألحقتها الصفقة بهذه الشركة، ما إذا كان ممكناً لأي مدعٍ من المساهمين أن يحمل جهة الموافقة (المسؤول التنفيذي الأول ، أعضاء مجلس الإدارة، أو أعضاء المجلس الاشرافي) مسؤولية الأضرار التي ألحقتها الصفقة بالشركة وما إذا كان المسؤول التنفيذي الأول سيدفع الأرباح التي جناها من الصفقة عند صدور حكم لصالح أي مدعٍ من المساهمين.

- **مؤشر سهولة قيام المستثمرين بإقامة الدعاوى:** يتألف هذا المؤشر من ستة مكونات هي: ما اذا كان يمكن للمساهمين الذين بحوزتهم عشرة في المائة أو أقل من عدد أسهم الشركة المطالبة بمعاينة مستندات هذه الصفقة وفحصها قبل إقامة أية دعوى قضائية أو الاستعانة بمفتش حكومي للتحقيق في الصفقة، ما نطاق المستندات المتاحة للمساهمين المدعين من جانب المدعى عليه والشهود أثناء المحاكمة، ما اذا كان يمكن للمدعي الحصول من المدعى عليه على مجموعات من المستندات ذات الصلة دون تحديد، ما اذا كان يمكن للمدعي استجواب المدعى عليه والشهود ومناقشته لهم بصورة مباشرة أثناء المحاكمة، ما اذا كان باستطاعة المدعين المساهمين استرداد النفقات القانونية من الشركة وما اذا كان مستوى الأدلة المطلوب للدعاوى المدنية أقل من ذلك المطلوب للقضايا الجنائية.

- **مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح:** هو حاصل جمع كل من متوسط مؤشر نطاق الإفصاح، مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة ومؤشر سهولة قيام المساهمين بإقامة الدعاوى، وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"عشرة" مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير الى تنظيم أقوى لتضارب المصالح.

- **مؤشر نطاق حقوق المساهمين:** يتألف من سبعة مكونات هي: حق المساهمين في تعديل النظام الأساسي الدعوة لاجتماع غير عادي للجمعية العمومية، عزل مجلس الادارة، الموافقة على اصدارات الأسهم الجديدة وحق الاكتتاب فيها، تعيين واقالة المدقق الخارجي وحرية تداول الأسهم.

- **مؤشر قوة الهيكل الإداري:** يتألف هذا المؤشر من عدة مكونات منها: دور الرئيس التنفيذي، تشكيل مجلس الادارة، إمكانية تعيين لجنة تدقيق منفصلة، تغيير حقوق التصويت، آليات شراء الأسهم والعلاقة مع الشركة الأم.

- **مؤشر نطاق الشفافية في الشركات:** يتألف هذا المؤشر من ستة مكونات هي: الافصاح عن الملكية عضوية مجالس الادارة، المزايا المالية والسياسات المحاسبية، العوامل المؤثرة على التقارير المالية، آليات تعيين المدقق الخارجي والافصاح عن تقاريره للجمهور.

- **مؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين:** هو حاصل جمع كل من متوسط مؤشر نطاق حقوق المساهمين، مؤشر قوة الهيكل الإداري، مؤشر نطاق الشفافية في الشركات، تتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"عشرة" مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير الى حقوق أقوى للمستثمرين في الشركات.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- **مؤشر نطاق قوة حماية المستثمرين:** هو حاصل جمع كل من متوسط مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين، تتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"عشرة" مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى حماية أكبر للمستثمرين الأقلية.

**7- مؤشر دفع الضرائب:** تم استحداث هذا المؤشر منذ عام 2006 وهو يقيس مدى مرونة أو جمود أنظمة تحصيل الضرائب المفروضة والسياسة الضريبية المعمول بها في الدول التي يشملها المؤشر من خلال تقييم المعدلات المفروضة وآليات السداد الإدارية والإجرائية، يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء بيانات قابلة للمقارنة عبر دول العالم وتسهيل انشاء مقياس موحد للنظم الضريبية بين الاقتصادات والأقاليم الاقتصادية بما يؤدي إلى رصد التغيرات وتسهيل نقل الخبرات والتجارب واستخلاص النتائج وتحديد الممارسات الصحيحة والإصلاحات الممكنة.

**8- مؤشر التجارة عبر الحدود:** يركز هذا المؤشر على تفاصيل تكلفة التبادل التجاري الدولي من خلال تحديد تكلفة الاستيراد والتصدير معبراً عنها بتكلفة تصدير أو استيراد شحنة من البضائع وكذا عدد الإجراءات اللازمة لعملية التصدير أو الاستيراد، والفترة الزمنية التي تستغرقها كافة الإجراءات الرسمية بدءاً من الاتفاق التعاقد النهائي بين طرفي العملية إلى غاية تسليم الشحنة.

**9- مؤشر انفاذ العقود:** هذا المؤشر يقيس مدى مرونة أو جمود النصوص القانونية والإجراءات الإدارية المنظمة للأنظمة القضائية، وعملية الفصل أو البت في القضايا التجارية من خلال رصد التكلفة التي يجب تحملها في سبيل تحصيل مديونية متأخر سدادها نجحت عن بيع بضائع، وتتبع عدد الإجراءات والفترة الزمنية اللازمة لتحصيل هذا الدين منذ رفع المدعي للدعوى القضائية حتى تاريخ التحصيل الفعلي لهذا الدين لدى الشركات في دول المؤشر، ويعتمد التقرير في قياس هذا المؤشر على المعلومات المتوفرة في التشريعات ذات الصلة وتلك التي يتم تجميعها من مكاتب المحاماة المحلية ورجال القضاء والعاملين بالمكاتب والإدارات الحكومية في الدول التي يغطيها المؤشر.

**10- مؤشر تسوية حالات الإعسار:** يركز مؤشر تصفية النشاط التجاري على مدى مرونة قوانين الإفلاس المعمول بها لإغلاق الأعمال وسرعة تنفيذ إجراءات تصفية النشاط واغلاقه في دول المؤشر.

### ثانياً: مؤشر الحرية الاقتصادية:

قبل الحديث عن مؤشر الحرية الاقتصادية نود أن نوضح بأن الحرية الاقتصادية تقاس بقدرة الفرد على ممارسة نشاط اقتصادي دون تدخل من الحكومة وتؤسس على الخيار الشخصي والتبادل الطوعي وحق الفرد في الاحتفاظ بمكاسبه وضمان حقوق ملكيته، وتقوم الحرية الاقتصادية على تحقيق النفع لطرفين متعاملين في أي صفقة، فالمستهلكين مثلاً في ظل الحرية الاقتصادية لن يتجهوا إلا لما هو أفضل سعراً وجوداً ومن ثم يصبح على المنتج تقديم منتجات ذات جودة أو ابتكار منتجات جديدة وبأسعار مناسبة لأنه دون ذلك لن يرغب المستهلكين في التعامل معه،<sup>1</sup> ونفس الشيء ينطبق على المستثمرين في سوق الأوراق المالية ففي ظل الحرية الاقتصادية لن يُقدم المستثمرين على شراء أوراق الشركات التي لا تحفظ حقوقهم وتراعي مصالحهم أو تمنحهم عائداً مجز على استثماراتهم.

مؤشرات الحرية الاقتصادية تصدرها العديد من الهيئات في العالم إلا أن المؤشر الذي نحن بصدد الحديث عنه هو المؤشر الذي يصدر عن معهد التراث "Heritage Foundation" وهو مؤسسة بحثية أميركية تأسست عام 1973 تعمل في مجال اعداد الدراسات والبحوث الاقتصادية، تتمثل مهمتها في وضع وتعزيز السياسات العامة المحافظة على مبادئ التجارة الحرة والحرية الفردية والقيم الأميركية التقليدية، وقد شرع المعهد منذ عام 1995 بإصدار تقرير مؤشر الحرية الاقتصادية العالمي الذي يستخدم لقياس درجة التضيق التي تمارسها الحكومات على الحرية الاقتصادية.<sup>2</sup>

يتكون المؤشر من عشرة متغيرات توزع بدورها على مجموعة من العوامل وهي تتمثل في: السياسة التجارية وخاصة معدل التعريف الجمركية ووجود الحواجز غير الجمركية، وضع الإدارة المالية لموازنة الدولة وخاصة الهيكل الضريبي للأفراد والشركات، حجم مساهمة القطاع العام في الاقتصاد، السياسة النقدية وخاصة مؤشر التضخم تدفق الاستثمارات الخاصة والاستثمار الأجنبي المباشر، وضع القطاع المصرفي والتمويل، مستوى الأجور والأسعار، حقوق الملكية، التشريعات والإجراءات الإدارية والبيروقراطية، أنشطة السوق السوداء، تُمنح هذه المكونات العشرة أوزاناً متساوية ويُحسب المؤشر بأخذ متوسط هذه المؤشرات الفرعية،<sup>3</sup> هذا وقد كانت نقاط المؤشر تحسب سابقاً من واحد الى خمسة لكن مع مؤشر 2007 بُدأ في احتساب النقاط من واحد الى مئة فالدول التي تكون أقرب من المئة هي أعلى في مؤشر الحرية الاقتصادية في حين أن الدول التي تكون نقاطها

<sup>1</sup> سالم بن ناصر الإسماعيلي وآخرون، الحرية الاقتصادية في العالم العربي، مؤسسة فريديش ناومان من أجل الحرية، معهد فريزر، مؤسسة البحوث الدولية بسلطنة عمان، التقرير السنوي لعام 2015.

<sup>2</sup> جواد كاظم البكري، أثر مؤشر الحرية الاقتصادية على مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة قياسية للمدة 1995-2010 (أتمودجي تونس والبحرين)، ص ص 50 - 51، مقالة منشورة على الموقع الإلكتروني:

تاريخ الاطلاع: 2017/06/02 [http://www.uobabylon.edu.iq/publications/economy\\_edition1/economy1\\_1.doc](http://www.uobabylon.edu.iq/publications/economy_edition1/economy1_1.doc)

<sup>3</sup> بوخاري عبد الحميد، واقع مناخ الاستثمار في الدول العربية، مجلة الباحث، عدد 10، 2012، ص ص 43-44.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

أقرب الى الواحد هي الدول التي تقع في مؤخرة المؤشر، وعليه فإن تصنيف الدول في مقياس الحرية الاقتصادية يعتمد على عدد النقاط التي تحصل عليها حيث تكون الدولة:

- حرة اذا كان عدد النقاط التي تحصل عليها بين 80-100 نقطة.
- حرة الى حد كبير اذا كان عدد النقاط التي تحصل عليها بين 70-79.9 نقطة.
- حرة الى حد ما اذا كان عدد النقاط التي تحصل عليها بين 60-69.9 نقطة.

### ثالثاً: مؤشر التنافسية:

يرتبط مفهوم التنافسية ارتباطاً وثيقاً ببيئة الأعمال المواتية التي تُمكن الأنشطة الإنتاجية والخدمية من تحقيق مزايا تنافسية ومن ثم تعزيز التنافسية على المستوى القومي، حيث تلعب سياسات الدولة وممارستها الاقتصادية دوراً كبيراً في تعزيز وتدعيم تنافسية الأنشطة الإنتاجية والخدمية بما فيها: السياسات المالية والنقدية، سياسات الاستثمار وتهيئة المناخ الاستثماري، سياسات تعزيز القدرات التكنولوجية، السياسات التصديرية، سياسات تنمية المهارات البشرية، السياسات الإصلاحية للأطر التشريعية والمؤسسية وأساليب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة، سياسات تحديث البنية الأساسية المادية، تحديث الجهاز الإداري الحكومي وسياسات نشر وتداول المعلومات.<sup>1</sup>

لقد تم تقسيم مفهوم التنافسية الى تنافسية على مستوى الشركات وتنافسية على مستوى الدول حيث عرفت التنافسية على مستوى الشركات بأنها قدرة الشركة على تزويد المستهلكين بالمنتجات والخدمات بكفاءة وفعالية عالية في الأسواق المحلية والدولية في ظل المنافسة القوية، في حين أن مفهوم التنافسية على مستوى الدول يشير الى قدرتها على تحقيق معدلات نمو مرتفعة ومكافحة البطالة وتحسين مستوى المعيشة ومحاربة الفقر واستقطاب الاستثمارات الأجنبية لخلق نمو مستدام ودفع عجلة التنمية.<sup>2</sup>

بالنسبة لمؤشر التنافسية العالمي هو مؤشر يصدر في شكل تقرير عن المنتدى الاقتصادي العالمي منذ عام 2004، يركز التقرير على دمج متغيرات الاقتصاد الكلي والجزئي وجوانب من بيئة الأعمال في مؤشر واحد كما يقدم تقييم لقدرة الدول على توفير مستويات عالية من الرخاء لمواطنيها والذي بدوره يعتمد على انتاجية الدول باستخدام مواردها المتاحة، هذا ويقاس مؤشر التنافسية العالمي مجموعة من المؤسسات والسياسات والعوامل التي تحدد مستوى الاستدامة الحالية حيث حدد التقرير القدرة التنافسية بأنها: "مجموعة من المؤسسات والسياسات والعوامل التي تسهم مجتمعة في رفع مستوى انتاجية الدول".

يستند المنتدى في اصدار هذا المؤشر على مئة وعشرة من المتغيرات يشكل ثلثها مسوحات الرأي للمدراء التنفيذيين الذين يمثلون قادة الأعمال في بلدانهم والثلث المتبقي يستمد من المصادر المتاحة للجميع كالأهم

<sup>1</sup> محي محمد مسعد، عولمة الاقتصاد في الميزان (الإيجابيات و السلبيات)، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2008، ص 231.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، تقرير تنافسية الاقتصاديات العربية، جانفي 2016، ص 07.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

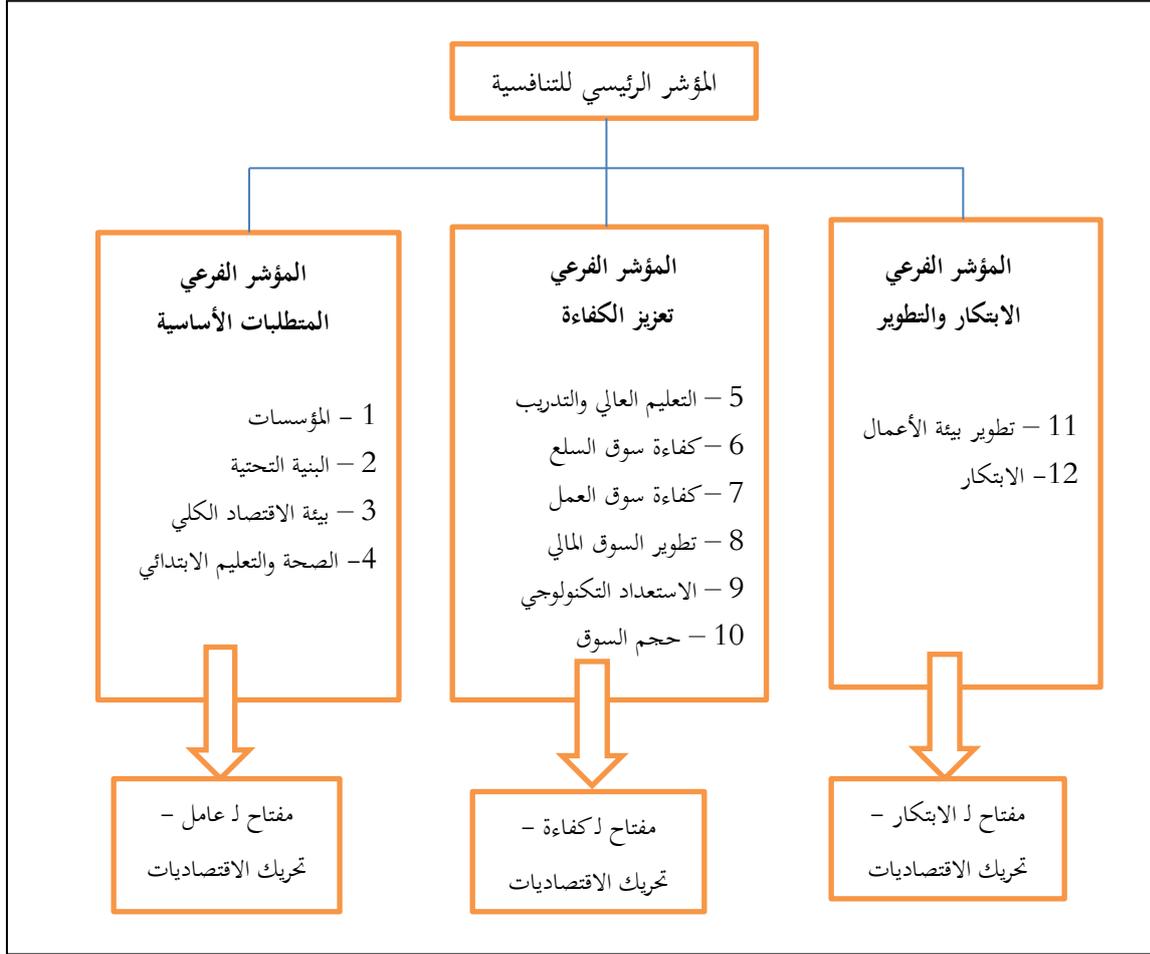
المتحدة وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي، يتم ترتيب المتغيرات في اثني عشر دعامة رئيسية تمثل أهم العوامل في قياس القدرة التنافسية وهي تتمثل فيما يلي:

- أداء المؤسسات العامة والخاصة.
- البنية التحتية المناسبة.
- استقرار الاقتصاد الكلي.
- الصحة والتعليم الابتدائي.
- التعليم العالي والتدريب.
- كفاءة أسواق السلع.
- أسواق العمل الفعالة.
- تطور الأسواق المالية.
- القدرة على تسخير التكنولوجيا القائمة.
- حجم السوق على الصعيدين المحلي والدولي.
- استخدام العمليات الأكثر تطورا في الانتاج.
- الابتكار.

هذه الدعومات تقسم الى ثلاث مجموعات كما يوضحه الشكل الموالي:

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

شكل رقم (2-3): إطار مؤشر التنافسية العالمية



Source : World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2013-2014, p 9.

فيما يلي شرح لكل دعامة من هذه الدعائم:<sup>1</sup>

**1- المؤسسات:** المقصود هنا هو نوعية المؤسسات العامة والخاصة، فالمؤسسات العامة لها تأثير قوي على القدرة التنافسية والنمو في أي بلد ذلك أنها تؤثر على قرارات الاستثمار وتنظيم الإنتاج حيث يتم من خلالها تنفيذ الاستراتيجيات والسياسات الإنمائية للدول، والمؤسسات الخاصة الجيدة أيضاً هامة للتنمية السليمة والمستدامة للاقتصاد، فقد أوضحت الأزمة المالية العالمية 2007-2008 الى جانب العديد من فضائح الشركات قبل الأزمة أهمية الإدارة الجيدة والحكيمة للشركات في الوقاية من الأزمات ومسببات انهيار الشركات وبالتالي الحفاظ على ثقة المستثمرين والمستهلكين في الشركات وفي اقتصاد الدولة ككل.

**2- البنية التحتية:** تعتبر البنية التحتية الجيدة أمراً بالغ الأهمية لضمان فعالية وتنافسية الاقتصاد ذلك أن وسائل النقل الفعالة - بما في ذلك الطرق عالية الجودة والسكك الحديدية والموانئ والنقل الجوي - تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على سلعهم وخدماتهم بطريقة آمنة وفي الوقت المناسب، وتعتمد تنافسية

<sup>1</sup> Klaus Schwab, The Global Competitiveness Report 2016-2017, Insight Report , World Economic Forum, p p 35-37.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

الاقتصادات أيضاً على امدادات الكهرباء التي يجب تكون خالية من الانقطاعات والنقص حتى تتمكن الأعمال والمصانع من العمل دون عوائق، كما تسمح شبكة الاتصالات السلكية واللاسلكية المتينة والواسعة بالتدفق السريع للمعلومات وبالتالي تمكين الشركات من التواصل واتخاذ القرارات بشكل سريع الأمر الذي يزيد من الكفاءة الاقتصادية العامة.

**3- بيئة الاقتصاد الكلي:** يعتبر استقرار بيئة الاقتصاد الكلي أمر مهم بالنسبة للأعمال التجارية وبالتالي فهو مهم بالنسبة للقدرة التنافسية الشاملة للبلد، فعلى الرغم من أن استقرار الاقتصاد الكلي لا يكفي وحده لزيادة انتاجية الاقتصاد الا أن الفوضى الاقتصادية الكلية هي الأخرى تضر بالاقتصاد، فلا تستطيع الحكومة تقديم الخدمات بكفاءة اذا اضطرت الى دفع مدفوعات عالية الفائدة على ديونها السابقة، كما أن العجز المالي للحكومة يؤدي الى الحد من قدرتها على الاستجابة لدورات الأعمال في المستقبل، ولا يمكن للشركات أن تعمل بكفاءة عندما تكون معدلات التضخم خارج السيطرة... الخ، وباختصار لا يمكن للاقتصاد أن ينمو بطريقة مستدامة ما لم تكن البيئة الاقتصادية الكلية مستقرة.

**4- الصحة والتعليم الابتدائي:** يعتبر وجود قوة عاملة صحية أمر حيوي لزيادة قدرة البلد الانتاجية، فالعمال الذين يعانون من المرض لا يستطيعوا أن يعملوا بإمكاناتهم الحقيقية ويكونوا أقل انتاجية، فسوء الصحة يؤدي الى تكاليف كبيرة لرجال الأعمال ذلك أن العمال المرضى غالباً ما يكونوا غائبين عن العمل أو يعملون بمستويات أقل من الكفاءة، لذلك فإن الاستثمار في توفير الخدمات الصحية يعتبر أمراً بالغ الأهمية لاعتبارات اقتصادية، بالإضافة الى الصحة تأخذ هذه الركيزة في الاعتبار كمية ونوعية التعليم الابتدائي الذي يتلقاه السكان وهو أمر متزايد الأهمية في اقتصاد اليوم حيث يزيد التعليم من كفاءة كل عامل على حدى.

**5- التعليم العالي والتدريب:** تعتبر جودة التعليم العالي والتدريب أمر بالغ الأهمية بالنسبة للاقتصادات التي ترغب في الارتقاء بعمليات الإنتاج والمنتجات البسيطة، ذلك أن الاقتصاديات اليوم تتطلب أن تغذى البلدان بمجموعات من العمال المتعلمين جيداً والقادرين على أداء المهام المعقدة والتكيف بسرعة مع بيئتهم المتغيرة والاحتياجات المتطورة لنظام الإنتاج وقياس هذه الركيزة معدلات الالتحاق بالتعليم الثانوي وبعد الثانوي، كما تأخذ في الاعتبار مدى تدريب الموظفين نظراً لأهمية التدريب المهني والتدريب المستمر أثناء العمل - وهو أمر مهم في كثير من الاقتصادات - من أجل ضمان الارتقاء المستمر بمهارات العمال.

**6- كفاءة سوق السلع:** تعتبر المنافسة الصحيحة في السوق المحلية والعالمية مهمة في رفع كفاءة السوق من خلال ضمان أن تكون الشركات الأكثر كفاءة والتي تنتج السلع التي يطلبها السوق هي التي تزدهر، وتعتمد كفاءة السوق أيضاً على ظروف الطلب مثل توجه العملاء وتطور المشترين لأسباب ثقافية أو تاريخية، فقد يكون العملاء أكثر تطلباً في بعض البلدان من غيرها وهذا يمكن أن يخلق ميزة تنافسية مهمة تُجبر الشركات على أن تكون أكثر ابتكاراً وأن تعيد توجيهها، وبالتالي تفرض الانضباط اللازم لتحقيق الكفاءة في السوق.

**7- كفاءة سوق العمل:** تعتبر كفاءة ومرونة سوق العمل أمراً حاسماً لضمان تخصيص العمال لاستخدامهم بأكبر قدر من الفعالية في الاقتصاد، لذلك يجب أن تتمتع أسواق العمل بالمرونة اللازمة لتحويل العمال من نشاط اقتصادي إلى آخر بسرعة وبتكلفة منخفضة والسماح بتغيير الأجور دون حدوث اضطراب اجتماعي كبير، ويجب أن تضمن أسواق العمل الفعالة أيضاً حوافز للموظفين لبذل قصارى جهدهم في وظائفهم وأن توفر العدالة بين المرأة والرجل في بيئة العمل حيث تؤثر هذه العوامل مجتمعة تأثيراً إيجابياً على أداء العمال وجاذبية البلد للمواهب.

**8- تطوير السوق المالي:** يخصص القطاع المالي الفعال الموارد التي يوفرها سكان البلد فضلاً عن أولئك الذين يدخلون الاقتصاد من الخارج إلى المشاريع الريادية التي تحقق أعلى معدلات عائد متوقعة، ولتحقيق ذلك يجب أن يكون القطاع المصرفي جدير بالثقة وشفاف وأن تخضع بوصات الأوراق المالية إلى تنظيم مناسب لحماية المستثمرين.

**9- الاستعداد التكنولوجي:** يركز الاستعداد التكنولوجي على قدرة البلد على الاستفادة الكاملة من تكنولوجيات المعلومات والاتصالات في تطوير عمليات الإنتاج من أجل زيادة الكفاءة والقدرة على المنافسة سواء كانت التكنولوجيا المستخدمة تكنولوجيا محلية أو مستوردة، ومن بين المصادر الرئيسية للتكنولوجيا الأجنبية كثيراً ما يلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دوراً رئيسياً لاسيما بالنسبة للبلدان التي تمر بمرحلة أقل تقدماً من التطور التكنولوجي.

**10- حجم السوق:** يؤثر حجم السوق على الإنتاجية لأن الأسواق الكبيرة تسمح للشركات باستغلال وفورات الحجم، فقد عرقلت الحدود الوطنية تقليدياً الأسواق المتاحة للشركات أما في عصر العولمة فقد أصبحت الأسواق الدولية بديلاً للأسواق المحلية ولاسيما بالنسبة للبلدان الصغيرة، وهكذا يمكن اعتبار الصادرات بديلاً عن الطلب المحلي في تحديد حجم السوق لشركات بلد ما ذلك أنه يتم تضمين كل من السوق المحلية والأجنبية في مقياس حجم السوق.

**11- تطور الأعمال:** يلعب تطور سير الأعمال والاستراتيجيات لدى الشركات دوراً هاماً في تعزيز الإنتاجية ونتاج سلع متطورة ومميزة ومتنوعة عبر آليات انتاج متقدمة، هذا وتسمح أنشطة التسويق والتوزيع المتطورة بزيادة الإنتاجية من خلال زيادة السلع والخدمات المسوقة.

**12- الابتكار:** يكتسي الابتكار أهمية خاصة بالنسبة للاقتصادات لذلك يجب على الشركات تصميم وتطوير منتجات وعمليات متطورة للحفاظ على الميزة التنافسية والتحرك نحو أنشطة ذات قيمة مضافة أعلى ويتطلب هذا التقدم بيئة مواتية للنشاط الابتكاري يدعمها القطاع العام والخاص على حد سواء، ويعني ذلك على وجه الخصوص استثماراً كافياً في البحث والتطوير ولاسيما من جانب القطاع الخاص مع وجود مؤسسات بحث علمي عالية الجودة يمكن أن تولد المعارف الأساسية اللازمة لبناء التكنولوجيات الجديدة

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

والتعاون المكثف في مجال البحوث والتطورات التكنولوجية بين الجامعات والقطاع الصناعي، وكذا حماية الملكية الفكرية.

### رابعاً: مؤشر مدركات الفساد:

تقوم منظمة الشفافية الدولية منذ عام 1995 بإصدار "مؤشر مدركات الفساد" CPI "Corruption Perceptions Index" بشكل سنوي، وهو مؤشر يقوم بتحديد الدرجات والمراتب التي تحتلها الدول في الفساد بناء على التصورات المتعلقة بمدى انتشار الفساد في القطاع العام، والمؤشر عبارة عن مزيج من المسوحات والتقييمات التي تتناول الفساد والتي يتم جمعها من قبل مجموعة متنوعة من المؤسسات المستقلة كمصادر، ويتم بعد ذلك تقييم الدولة حسب درجة المدرك من الفساد في القطاع العام والذي تعرفه المنظمة بأنه سوء استغلال الوظيفة العامة من أجل تحقيق مصلحة خاصة، لذلك فإن مصادر المعلومات تركز على الأسئلة ذات العلاقة "باستغلال الوظيفة العامة لتحقيق مصالح خاصة" مثل قبول الموظفين الحكوميين للرشاوي أو اختلاس الأموال العامة بالإضافة إلى الجهود المبذولة من طرف الدولة لمكافحة الفساد.<sup>1</sup>

يقوم المؤشر بترتيب الدول حول العالم استناداً للتصورات (الانطباعات) المتعلقة بمدى انتشار الفساد لدى الموظفين والسياسيين وتقوم المنظمة بمسوحات تسأل رجال الأعمال والمحللين الذين يقومون بتسجيل ملاحظات حول مدى فساد البلد بالاعتماد على عدد قضايا الفساد الحقيقية، ويعتمد المؤشر على البيانات التي يتم جمعها من خلال مسوحات واستطلاعات رأي توفرها ثلاثة عشر مؤسسة مستقلة تضم كل من: البنك الأفريقي للتنمية، البنك الآسيوي للتنمية، مؤسسة بيرتلسمان، وحدة الاستخبارات الاقتصادية، بيت الحرية، مؤسسة البصيرة العالمية، المعهد الدولي للتنمية الإدارية، مؤسسة الاستشارات حول المخاطر السياسية والاقتصادية، مؤسسة خدمات المخاطر السياسية، منظمة الشفافية الدولية، البنك الدولي، المنتدى الاقتصادي العالمي ومشروع العدالة العالمي،<sup>2</sup> ويشترط لإدراج الدولة ضمن الدول المقيمة من قبل المؤشر أن يتم تقييمها من قبل ثلاثة مصادر على الأقل من المصادر المعتمدة لدى منظمة الشفافية الدولية،<sup>3</sup> هذا ويصنف المؤشر الدول على مقياس من مئة درجة حيث أن درجة مئة تعني أن البلد نظيف تماماً من الفساد ودرجة صفر تعني أن البلد فاسد للغاية.<sup>4</sup>

تقارير المنظمة حول الفساد لا تقيس حجم الفساد في الدول ومعرفة طبيعته بقدر معرفة مدركاته أي الاحساس بوجوده ولكنها تقارير مؤثرة جداً من الناحية الاعلامية والنفسية، حيث يتم اعتمادها من قبل

<sup>1</sup> الهيئة الوطنية لمكافحة الفساد "نزاهة"، تقرير تعريفي عن مؤشر مدركات الفساد لعام 2014، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 3.

<sup>2</sup> غزوي هندا، الجهود العربية والدولية لمكافحة الفساد "من منظور قانوني"، مجلة البحوث والدراسات الانسانية، العدد 12، 2016، ص 74.

<sup>3</sup> الهيئة الوطنية لمكافحة الفساد، المرجع أعلاه، ص 3.

<sup>4</sup> وزارة تطوير القطاع العام، أبرز المؤشرات الدولية وواقع حال الأردن فيها، التقرير السنوي الثاني، شباط 2016، ص 23.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

الدول والشركات وأصحاب رؤوس الأموال في نشاطهم الاقتصادي مما يؤدي الى أن تلك التقارير لها تأثير على حركة رؤوس الأموال اذ تكون مانعاً من الاستثمار في الدول التي يرتفع فيها مؤشر الفساد.<sup>1</sup>

**المبحث الثاني: تحليل دور الحوكمة في تحسين البيئة الداخلية للشركة.**

يغطي هذا الجانب قضايا الحوكمة داخل الشركة والتي تشمل كيفية عمل مجلس الادارة ودور المدراء التنفيذيين ومهام لجان التدقيق باعتبارها من أهم لجان مجلس الادارة، وكذا تفعيل دور الرقابة والتدقيق الداخلي في الشركة.

**المطلب الأول: دور مجلس الادارة والمدراء التنفيذيين.**

يعتبر مجلس الادارة والادارة التنفيذية للشركة الأطراف المسؤولة عن إدارة أعمال الشركة حيث تقع عليهم مسؤولية رفع أداؤها وبذل كل ما في وسعهم للحفاظ على مصالح المساهمين وجميع الأطراف المرتبطة بها، وهذا لا يتأتى الا من خلال أداء المهام الموكلة اليهم على أكمل وجه.

**أولاً: دور مجلس ادارة الشركة:**

انتقلت النظرية الإدارية لمفهوم مجالس الإدارة من العمل على إدارة الشركة والإشراف عليها الى التوجيه والإشراف المستقل للإدارة والعمل على التحقق من مواكبة أعمال الشركة للخطط والاستراتيجيات الموضوعة لتحقيق الأهداف المحددة من قبل المساهمين، وفي ظل مفهوم حوكمة الشركات فإن مجلس الإدارة يقوم نيابة عن المساهمين بمساءلة المديرين ومحاسبتهم عن أدائهم لتحقيق أهداف الشركة، وهذا هو السبب في وجوب اعطاء درجة كافية من الاستقلال لمجلس الإدارة تمكنه من رقابة المديرين وفصلهم اذا لم يحققوا الأداء المطلوب ذلك أن المحاسبة أمام مجلس الإدارة تؤدي الى أداء أفضل في الشركة.

**1- تعريف مجلس الادارة:** نورد فيما يلي التعاريف التالية:

**تعريف 1:** مجلس الادارة هو "الادارة العليا المسؤولة عن وضع استراتيجيات وخطط الشركة وتحقيق نتائج أعمالها وعادةً ما يتكون المجلس من أعضاء من داخل الشركة وأعضاء من خارجها، ونظراً لوجوده في قمة الشركة فانه يقوم بمراقبة قرارات الادارة والتأكد من أنها تتماشى مع اهتمامات مصالح أصحاب الأسهم."<sup>2</sup>

**تعريف 2:** يتمثل مجلس الادارة في "مجموعة من المديرين ينتخبهم حملة أسهم الشركة ليمثلوا مصالحهم ويدخل ضمن مسؤوليات أعضاء المجلس تصميم رسالة الشركة، أهدافها، استراتيجيتها."<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حسن كريم عاتي، العراق في مؤشر مدركات الفساد في تقارير منظمة الشفافية الدولية "أضواء ومعالجات"، مجلة النزاهة والشفافية للبحوث والدراسات، العدد السادس، هيئة النزاهة، جمهورية العراق، بدون ذكر السنة، ص 69.

<sup>2</sup> فريق من المنظمة العربية للتنمية الادارية، معجم المصطلحات الادارية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2007، ص 55.

<sup>3</sup> محمد فتحي، "766 مصطلح اداري"، دار التوزيع والنشر الاسلامية، مصر، 2002، ص 24.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

**تعريف 3:** وصف 2001 Monks & Minow مجلس الادارة بأنه: "الرابط بين الأشخاص الذين يوفرون رأس المال والأشخاص الذين يستخدمونه لخلق القيمة للشركة".<sup>1</sup>

يتكون مجلس الإدارة من ممثلين يتم اختيارهم من مجموعة من المساهمين لتولي إدارة أمور الشركة بناءً على تفويض الجمعية العمومية لذا فإن المسؤولية النهائية عن الشركة تبقى لدى المجلس حتى وإن قام بتشكيل لجان أو تفويض جهات أو أفراد آخرين للقيام ببعض أعماله، وعليه تتمثل المهام المنوط لمجلس الادارة القيام بها فيما يلي:<sup>2</sup>

- مراجعة الاستراتيجيات الرئيسية للشركة والمصادقة عليها.
  - اختيار المدير العام.
  - مراقبة أعمال المديرين التنفيذيين.
  - الاشراف على تطوير وتنفيذ استراتيجية الشركة.
  - مراقبة المخاطر واجراءات الرقابة الداخلية.
  - مراقبة الأنشطة وكافة العمليات لضمان عدالة المعاملة بين كافة الأطراف ذات الصلة بنشاط الشركة.
  - التأكد من كفاءة وسلامة نظام الافصاح.
  - التأكد من أن الشركة تدار بطريقة تراعي وتحترم سلوكيات وأخلاقيات المهنة.
- إنَّ الهدف من اسناد المهام السابقة لمجلس الادارة هو التقليل من آثار عدم تماثل المعلومات المتاحة لحملة الأسهم مع تلك المتاحة للمديرين وكذا مراقبة ومراجعة أعمال الادارة، كما يضمن للمستثمرين في الشركة بأن الأصول التي قاموا بتوفيرها يجري استخدامها من جانب مديري الشركة ووكلائهم في النشاطات التي تهدف الى تحقيق أهداف الشركة التي وافقوا عليها.<sup>3</sup>

### 2- أنواع أعضاء مجلس الادارة: يتكون مجلس الادارة من الأعضاء التالية:

- **الأعضاء التنفيذيين:** العضو التنفيذي هو العضو الذي يشغل منصب تنفيذي (تشغيلي) بالشركة وهو عضو بالمجلس مثل المدير التنفيذي والرئيس المالي، يتدخل التنفيذيون في العمليات اليومية ومشاركتهم في اجتماعات المجلس مهمة لإبلاغ الأعضاء بالمستجدات المتعلقة بالنتائج التشغيلية وكذلك التغيرات في السوق.
- **الأعضاء غير التنفيذيين:** العضو غير التنفيذي في المجلس هو العضو الذي لا يشغل منصب تنفيذي في الشركة أي يكون من خارج الشركة ولا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها وقد يكون العضو غير التنفيذي

<sup>1</sup> انعام حسن زويلف، دور التحليل الاستراتيجي لأبعاد بيئة التحكم المؤسسي في استمرارية المنظمة وتجنب الأزمات المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، دون ذكر سنة النشر، ص 116.

<sup>2</sup> انعام حسن زويلف، المرجع نفسه، ص 116.

<sup>3</sup> عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الادارة، اتحاد المصارف العربية، 2007، ص 76.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

مستقل أو غير مستقل، هذا وتكمن أهمية الأعضاء غير التنفيذيين في تقديم الخبرة الاضافية والمعلومات والرأي الذي قد يكون أكثر موضوعية كما يمكن أن يكونوا مصدر جيد لتوفير الاتصالات الخارجية للشركة.

**- الأعضاء المستقلون:** العضو المستقل هو العضو الذي لا علاقة مادية له بالشركة باستثناء علاقته كعضو في المجلس، ويجب أن يكون العضو المستقل مستقلاً في حكمه وشخصه ولا يجب أن تكون هناك أية علاقات أو ظروف يمكن أن تؤثر أو يبدو أنها تؤثر على حكمه،<sup>1</sup> ومن الأمور التي تتنافى مع الاستقلالية على سبيل المثال لا الحصر نذكر ما يلي:<sup>2</sup>

- أن يملك حصة سيطرة في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.
- أن يكون من كبار التنفيذيين خلال العامين الماضيين في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.
- أن تكون له صلة قرابة من الدرجة الأولى مع أي من أعضاء مجلس الادارة في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها، والقرباء من الدرجة الأولى هم: الأب والأم، الزوجة والأولاد.
- أن تكون له صلة قرابة من الدرجة الأولى مع أي من كبار التنفيذيين في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.

- أن يكون عضو مجلس إدارة في أي شركة ضمن مجموعة الشركة.
  - أن يكون موظفاً خلال العامين الماضيين لدى أحد الأطراف المرتبطة بالشركة كالمحاسبين القانونيين وكبار الموردين أو يكون مالك لحصص سيطرة لدى أي من تلك الأطراف خلال العامين الماضيين.
- يتمثل الهدف من انتخاب أعضاء مستقلين هو ضمان أن يضم المجلس أفراد قادرين على تقييم المواقف ومناقشة الأمور بموضوعية أكثر ودون خوف من أية عواقب محتملة.

**3- مسؤولية مجلس الادارة في اطار حوكمة الشركات:** 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، وذلك يفرض أهمية وضعه الآليات والنظم التي تضمن احترام الشركة للقوانين واللوائح السارية والتزامها بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، كما أن عليه القيام بمجموعة من المهام منها مراجعة نظم واجراءات الشركة الداخلية للتحقق من ملاءمتها وكفاءتها الى جانب مسؤوليته عن إدارة المخاطر

<sup>1</sup> مركز المشروعات الدولية الخاصة والمنتدى العالمي لحوكمة الشركات، تشجيع حوكمة الشركات في الشرق وشمال افريقيا - تجارب وحلول - فبراير 2011، ص 61.

<sup>2</sup> محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الادارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص 38 .

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

في الشركة على النحو الذي يتفق وطبيعة نشاطها وحجمها والسوق الذي تعمل فيه، مع وضع استراتيجية لتحديد المخاطر التي تواجه الشركة وكيفية التعامل معها.<sup>1</sup>

يعتبر أداء مجالس الإدارة لدورها السابق جانب قوة أما جانب الضعف فيتمثل فيما دأبت غالبية مجالس إدارة الشركات في أن يكون دورها شكلي وغير فاعل ولا يساهم في وضع الخطط الاستراتيجية، حيث يكتفي العديد من أعضائها بحضور الاجتماعات والاستماع الى وجهات نظر الجهات التنفيذية صاحبة القرار اليومي دون أن يكون لها دوراً هاماً في وضع استراتيجيات الشركات وخططها وتحديد البدائل لتجاوز الحالات السلبية التي تتعرض لها الشركات، وعليه فإن التزام أعضاء مجلس الإدارة بدورهم في حوكمة الشركات يكون من خلال التزامهم بمقياسين أساسيين هما مقياس واجب الرعاية ومقياس واجب الولاء، واللذان قامت لجنة NACD<sup>♦</sup> 2000 بتوضيحهما كما يلي:<sup>2</sup>

أ- مقياس واجب الرعاية: يتضمن هذا المقياس المهام التالية:

- العمل بإخلاص ووفاء عالي.
- حق الاطلاع على كافة القضايا التي تخص الشركة بغض النظر عن كونها سرية أو علنية.
- حضور الاجتماعات بشكل منتظم.
- الالتزام بتقديم التقارير المالية المطلوبة في التوقيت المناسب والسرعة الممكنة.
- الايمان المطلق بجدوى عملهم بالشركة.

ب- مقياس واجب الولاء: هذا المقياس يعني:

- عدم استغلال المنصب لتحقيق الأرباح أو المكاسب الشخصية.
- العمل على تعظيم المنفعة للشركة وليس للصالح الذاتي.
- أن يكون موضع ثقة ونزاهة في أدائه أعمال الشركة.

4- تكوين مجلس الإدارة في اطار حوكمة الشركات: لأداء مجلس الإدارة مهامه على أكمل وجه يجب أن يتوفر على مجموعة من الشروط والتي تؤدي بتضافرها الى خلق مجلس إدارة فعّال يساهم في حوكمة الشركة وتحسين بيئتها الداخلية، هذه الشروط يمكن ايجازها فيما يلي:<sup>3</sup>

- المعايير الخاصة باختيار أعضاء مجلس الإدارة: تركز هذه المجموعة على ضرورة توفر مؤهلات وتخصصات معينة بالأعضاء والاستقلالية والحياد، ومدى توفر الوقت لدى العضو للقيام بالمهام المنوطة له

<sup>1</sup> بشرى عبد الوهاب محمد حسن، دليل مقترح لتفعيل لجنة التدقيق لدعم تنفيذ حوكمة الشركات وآلياتها، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية السنة الثامنة، العدد 22، بدون ذكر السنة، ص 209.

♦ National Association of Corporate Directors

<sup>2</sup> انعام حسن زويلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 116-117 .

<sup>3</sup> أماني خالد بورسلي، آثار تطبيق معايير ومبادئ الحوكمة الحديثة وأسس التقييم، اتحادات الشركات الاستثمارية، مكتبة آفاق، سبتمبر 2012 ص ص 27-29.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

حيث تشترط معايير الحوكمة الحديثة المام العضو بالأساسيات اللازمة لفهم الميزانيات والبيانات والنسب المالية بالإضافة الى المامه ببعض أساسيات القانون بهدف مساعدته على فهم المراسيم المنظمة للشركة.

- نسبة الأعضاء المستقلين الى نسبة الأعضاء الذين يشغلون مناصب إدارية: تنص معظم اللوائح الخاصة بالحوكمة على ضرورة أن تكون نسبة الأعضاء المستقلين أعلى من نسبة الأعضاء المديرين أو أن يتواجد ثلاثة أعضاء مستقلين على الأقل في المجلس.

- استقلالية رئيس مجلس الإدارة عن إدارة الشركة: لتحقيق حوكمة أفضل للشركة فإنه من الأحسن أن يتم فصل منصب المدير العام عن منصب رئيس مجلس الادارة وبموجب عملية الفصل هذه يتم وضع ارشادات تحدد دور كل من المدير العام ورئيس مجلس الادارة كل على حدى، ذلك أن وظيفة مراقبة ومحاسبة الادارة العليا هي من مهام مجلس الادارة، لذلك يعتبر من غير المجدي أن تبتثق هذه الرقابة والمحاسبة عن فريق تتأسسه الادارة ممثلة بالمدير العام مما يعني أن المدير العام قد عين لتقييم أدائه الخاص مما يعتبر مثلاً صريحاً على تعارض المصالح، وعادةً ما يؤدي فصل المنصبين الى ابقاء السلطة في يد المجلس في حين أن دمج المنصبين يؤدي الى نقل السلطة وتحويلها كلية الى الادارة بعيدا عن المجلس وفي حالة قيام نفس الشخص بشغل المنصبين يجب تحديد مهامه في كل منصب على أن يكون أغلبية أعضاء المجلس من الأعضاء المستقلين.

بناءً على ما سبق وقصد تطوير مجالس إدارة الشركات وتحسين أدائها وجعلها تقوم بدور إيجابي في حوكمة الشركات قام الاتحاد القومي لمديري الشركات The National Association of Corporate Directors ومؤسسة ايرنيست ويونج Ernst and Young بتقديم مجموعة من التوصيات والتي من شأنها أن تعزز ممارسة الحوكمة بالشركات وتحسن بيئتها الداخلية، وتمثل هذه التوصيات فيما يلي:<sup>1</sup>

- انضمام مستشارين مستقلين من خارج الشركة ملء الفجوات في الخبرة والذين تحتاجهم في ابداء وجهة نظر محايدة تساعدهم في اتخاذ قرارات صائبة.

- انشاء لجان متخصصة مثل لجنة دائمة للتدقيق ولجنة مختصة في تحديد المكافآت والتعويضات.

- ضرورة الموازنة بين التخطيط الاستراتيجي والإشراف على الجوانب الأخرى الأساسية مثل إدارة المخاطر والموارد البشرية وتداول المناصب الإدارية.

- استحداث نظام سليم يتم من خلاله تحديد الكفاءات المفقودة في مجلس الإدارة والعمل على جذب أحسنها اليه.

- وضع آلية توضح اختصاصات المجلس مع توسيع سلطاته أو صلاحياته في الشركة بالشكل الذي يضمن الأداء الجيد في الشركة.

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

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- عند ضم أعضاء جدد لمجلس الإدارة يجب البحث عن أعضاء معروفين بالاستقامة والنزاهة 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 الإدارة 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.

ثانياً: دور المدراء التنفيذيين: نقوم أولاً بتعريف المدراء التنفيذيين بعد ذلك نوضح دورهم داخل الشركة:

### 1- تعريف المدير: لقد تم اعطاء عدة تعاريف للمدير منها:

**تعريف 1:** المدير هو: "أي شخص مسؤول عن المرؤوسين والمواد الأخرى في الشركة فهو المخطط والمنظم والقائد والمراقب التنظيمي أي هو شخص يحتل مركزاً وظيفياً يخول له الحق في ممارسة الوظائف الإدارية المتعارف عليها (التخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة، واتخاذ القرارات)."<sup>1</sup>

**تعريف 2:** المدير هو: "الشخص المسؤول عن الانجاز والاسهام في تحقيق نتائج وأهداف الشركة وهو ما يميزه عن غيره من الأفراد داخل الشركة، ووفق هذه النظرة فإن المسؤولية وليست السلطة هي المعيار المميز في النظر للمدير".<sup>2</sup>

من التعاريف السابقة نستخلص أن المدير هو: "شخص يشغل مركز وظيفي في الشركة يخوله الحق في إصدار الأوامر والقرارات فهو يقوم بعملية التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة، وبالتالي يتوجب عليه أن يتحمل مسؤولية ما يقوم به".

<sup>1</sup> عبد السلام أبو قحف، "أساسيات التنظيم والادارة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2002، ص 71.

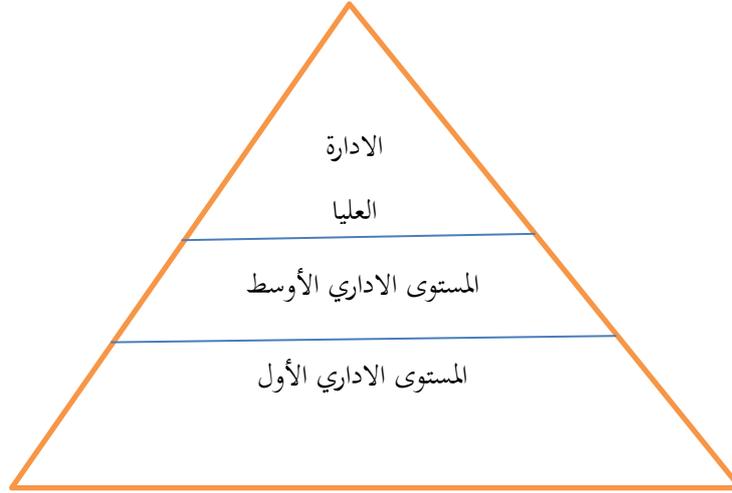
<sup>2</sup> محمد فريد الصحن وآخرون، "مبادئ الادارة"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 99.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

**2- أنواع المديرين:** يمكن تصنيف المديرين بطريقتين، الطريقة الأولى تقوم على أساس المستوى الإداري الذي يكون فيه المدير والطريقة الثانية تقوم على أساس الأنشطة المسؤول عنها:

**1-2 تصنيف المديرين حسب المستويات الإدارية:** يصنف المديرون حسب المستويات الإدارية الى ثلاث فئات كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم: (2-4): تصنيف المديرين على أساس المستويات الإدارية



المصدر: محمد بكى عبد العليم، مبادئ إدارة الأعمال، جامعة بنها، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، 2007، كتاب الكتروني محمل من الرابط [www.pdfactory.com](http://www.pdfactory.com)، ص 36.

تتصف الإدارة بصفة عامة في أي شركة بأنها ذات طبيعة هرمية متدرجة، والتدرج الهرمي يتمثل في وجود ثلاث مستويات لها يتصدرها في قمة الهرم ما يطلق عليه مستوى الإدارة العليا وتنتهي بقاعدة الهرم والتي يطلق عليها مستوى خط الاشراف الأول كما يتوسطها ما يطلق عليه مستوى الإدارة الوسطى، ووفقاً لهذا التدرج فإننا نجد عدداً أقل من المديرين في قمة الهرم الإداري في مقابل أعداد كبيرة في قاعدة نفس الهرم، واتساقاً مع تعدد المستويات الإدارية في أي شركة فإنه يمكن التمييز بين عدة أنواع من المديرين وذلك على النحو التالي:<sup>1</sup>

**- المديرين في المستوى الإداري الأول:** المديرين في هذا المستوى هم غالباً مسؤولين عن عمل الآخرين أو عن التنفيذ والتشغيل بواسطة الأفراد المنفذين، مثل هؤلاء المديرين يشرفون على أعمال التنفيذ والتشغيل للعاملين والموظفين ولكنهم لا يشرفون على غيرهم من المديرين، ومن أمثلة هذا النوع من المديرين مشرف الانتاج في شركة صناعية، المشرف الفني في إدارة البحوث والتطوير، مشرف الموظفين ورئيس قسم التدريب... الخ.

**- المديرين في المستوى الإداري الأوسط:** تتشكل الإدارة الوسطى من مديري المستوى الأوسط الذين يقومون بتوجيه الأنشطة الخاصة بغيرهم من المديرين ومنهم مديرو خط الإشراف الأول، فالمسؤولية الأولى لمديري الإدارة الوسطى هي الإشراف والتوجيه للأنشطة التنفيذية الخاصة بسياسات الشركة وتحقيق التوازن بين

<sup>1</sup> محمد بكى عبد العليم، مرجع سبق ذكره، ص ص 37-38.

خطط وسياسات الإدارة العليا (رؤسائهم) والتنفيذ الفعلي من جانب وحدات المستوى الأول (مرؤوسيتهم) مثل هؤلاء المديرين يمثلون في الواقع حلقة الوصل بين المستوى الأول والمستويات العليا في الإدارة ويتمثلون عادةً في مديري الإدارات الأساسية للأنشطة المختلفة في الشركة مثل: مدير التسويق، مدير الإنتاج، مدير الموارد البشرية، المدير المالي... الخ.

**- المديرين في مستوى الإدارة العليا:** يحتل هؤلاء المديرين مستوى الإدارة العليا وتمثل مسؤولياتهم في تحقيق الإدارة الكلية للشركة، هؤلاء المديرين هم من يقومون بوضع استراتيجيات وسياسات الشركة وتحديد الأهداف العامة لها، وغالباً ما يتعاملون مع المتغيرات البيئية السياسية والاقتصادية والاجتماعية والثقافية والتكنولوجية والقانونية المؤثرة على التخطيط واتخاذ القرارات ومن أمثلة هؤلاء المديرين رئيس مجلس الإدارة ونواب رئيس مجلس الإدارة، والمدراء العموميين.

**2-2 تصنيف المديرين حسب مدى أو حجم الأنشطة التنظيمية:** التصنيف الثاني للمديرين يعتمد على مدى أو حجم الأنشطة المسؤولين عنها في الشركة، ووفقاً لذلك يمكننا التمييز بين نوعين من المديرين:<sup>1</sup>

**- المدير الوظيفي:** المدير الوظيفي هو ذلك المدير الذي يكون مسؤول عن نوع واحد من أنشطة الشركة أو الوحدة التنظيمية (الإنتاج، التشغيل، التسويق، العلاقات العامة، البحوث والتطوير، الشؤون المالية والحسابات... الخ)، وبالتالي فهذا المدير ومن يتبعه من مرؤوسين وموارد تنظيمية إنما يتعلق بنشاط واحد في الشركة.

**- المدير العام:** المدير العام هو المسؤول عن كل أنشطة الشركة أو الوحدة التنظيمية وليس متخصصاً في نشاط واحد بعينه، لذا فإن مسؤوليته تشمل كل أنواع الموارد التنظيمية والكفاءات البشرية ومن أمثلة هذا النوع من المديرين: رئيس فرع، أو مدير مصنع.

يرتبط المدراء التنفيذيون بشركات المساهمة من خلال عقود وكالة يقومون بموجبها بإدارة الشركة نيابة عن المساهمين حيث ينتظرون منهم بذل جهود لرفع أداء الشركة وقيمتها السوقية وذلك في مقابل الحصول على مطالب معينة (أجور، مكافآت، حوافز... الخ)، هذه المطالب يطلق عليها تكاليف الوكالة والتي يندرج ضمنها كذلك تكاليف الرقابة، فاذا وجد المساهمين أن المسيرين لا يبذلون مجهود لتعظيم ثروتهم يتم الاستغناء عنهم واستبدالهم بمدراء آخرين وهو الأمر الذي يؤثر على سمعتهم وقيمتهم السوقية.

**3- دور المدراء التنفيذيين في اطار حوكمة الشركات:** اهتم موضوع حوكمة الشركات بدور المدير التنفيذي في تحقيق درجة التزام الشركة بمبادئ الحوكمة فوجد الهيئات العلمية ولوائح الحوكمة في غالبية البورصات العالمية تشير الى المتطلبات التي يجب توفرها في المدير التنفيذي، وهذا باعتباره المسؤول التنفيذي الأول داخل الشركة حيث يتم تحديد سلطاته وشروط توظيفه وانهاء عقده كما يلي:

<sup>1</sup> محمد بكى عبد العليم، مرجع سبق ذكره، ص 39.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

**3-1 تحديد سلطات المدير التنفيذي:** أظهرت العديد من الممارسات العملية المتعلقة بمفهوم حوكمة الشركات المطبقة في الشركات العالمية والمتعلقة بدور المدير التنفيذي الرئيسي أن التحديد الواضح لسلطاته ومسؤولياته تعتبر نقطة البداية لتفعيل دوره داخل مفهوم حوكمة الشركات، ويمكن حصر تلك السلطات فيما يلي:<sup>1</sup>

- يقوم المدير التنفيذي بالإدارة اليومية للأنشطة التشغيلية للشركة بالإضافة الى الحرص على تنفيذ القرارات التي اتخذتها الجمعية العامة ومجلس الإدارة دون تحريف أو تزييف.

- القيام بالمعاملات والتوقيع على العقود بالنيابة عن الشركة وذلك في ضوء القانون والنظام الأساسي للشركة - الالتزام بما يلي:

\* العمل وفق مصالح الشركة.

\* احصاء والحفاظ على أصول الشركة.

\* الاشراف على أداء موظفي الشركة.

\* اعتماد الهيكل الوظيفي للشركة والموافقة على عقود التوظيف وانهاؤها مع الحرص أن يكون التوظيف بالشركة على أساس الشروط العلمية والكفاءة المهنية، وعدم التوان في تسليط العقوبة في حالة ارتكاب المخالفة من طرف الموظفين وتجنب سياسة المحاباة والبيروقراطية في التعامل معهم.

\* الحرص على تطبيق السياسات المتعلقة بإدارة المخاطر والرقابة الداخلية.

\* تنظيم التوقيت المناسب لإعداد القوائم المالية وفق المتطلبات القانونية والحرص على أن تعكس تلك القوائم الأداء الحقيقي للشركة والافصاح عنها للعموم وبالتساوي.

\* عدم السماح باستغلال أية معلومات داخلية لمصلحة شخصية حتى من طرف المدير التنفيذي الرئيسي نفسه.

\* توفير المعلومات المتعلقة بالموضوعات التي يتضمنها جدول أعمال المجلس التنفيذي والقرارات التي تم اتخاذها لكل من مجلس الإدارة ولجان التدقيق والمحاسب القانوني في الوقت المناسب.

\* تقديم التقارير المتعلقة بأعمال الإدارة التنفيذية متضمنة مؤشرات الأداء الحقيقية عن الشركة بكل نزاهة وشفافية، والحرص على عدم اخفاء أية حقائق حتى ولو كانت ضعيفة وهذا حتى يتم البحث عن سبب الأداء الضعيف وتدارك الوضع قبل تفاقم الأمور.

<sup>1</sup> مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجلس الادارة والمديرين التنفيذيين، مرجع سبق ذكره، ص ص 221-223.

**3-2 اجراءات تعيين وانهاء عقد المدير التنفيذي:** نظراً لأهمية دور المدير التنفيذي داخل الشركة فقد اهتم مفهوم حوكمة الشركات بوضع الاجراءات المتعلقة بكيفية تعيين وانهاء عقد المدير التنفيذي، والتي يمكن توضيحها في الآتي:<sup>1</sup>

- الشخص المرشح لوظيفة المدير التنفيذي يجب أن تتوفر لديه المؤهلات التالية:
  - \* الخبرة المهنية الكافية في مجال الصناعة التي تعمل في مجالها الشركة.
  - \* الحصول على شهادة جامعية.
  - \* لديه معرفة خاصة بالمحاسبة والتمويل والقانون تمكنه من القيام بمهامه على أكمل وجه.
  - \* لديه العديد من المهارات الشخصية مثل القيادة والقدرة على التوجيه والموضوعية وبناء العلاقات التي تفيد الشركة.
  - \* يتمتع بدرجة عالية من النزاهة والأخلاق حتى يتمكن من كسب ثقة المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين والموظفين بالشركة.
  - \* لديه الاطلاع الكامل على آخر المستجدات في البيئة التي تعمل بها الشركة خاصة المنافسين سواء داخل الدولة أو خارجها.
- يتم فسخ العقد مع المدير التنفيذي الرئيسي في حالة عدم تقديم الأداء المنتظر منه أو ارتكاب مخالفة تستحق الفصل.

### المطلب الثاني: لجان التدقيق ودورها في تفعيل الرقابة على الشركات.

نظراً لوعي الكثير من الدول بأهمية اعداد التقارير المالية لاستقرار أسواق الأوراق المالية قامت بتنفيذ عدة اجراءات قانونية وتنظيمية تجعل الشركات قابلة للمحاسبة عن نوعية المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها للمستثمرين، ولما كان ينظر الى 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 الفعّال من جانب مجلس الإدارة ضروري لضمّان التزام كل من إدارة الرقابة الداخلية والمدققين الداخليين والخارجيين بالمعايير المهنية في أداء مهامهم، ولمساعدة مجلس الإدارة على الوفاء بمهامه الاشرافية فإن الاتجاه يتزايد نحو الاعتماد على خدمات لجان التدقيق.

<sup>1</sup> مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجلس الادارة والمديرين التنفيذيين، مرجع سبق ذكره، ص 224.

أولاً: تعريف لجنة التدقيق: هناك عدة تعريفات للجنة التدقيق منها:

**تعريف 1:** لجنة التدقيق هي: "لجنة منبثقة من مجلس إدارة الشركة تقتصر عضويتها على الأعضاء غير التنفيذيين ومسؤوليتها تتمثل في مراجعة المبادئ والسياسات المحاسبية المطبقة داخل الشركة والاجتماع بالمدقق الخارجي ومناقشته حول نتيجة عملية التدقيق، وكذا التأكد من كفاءة نظم الرقابة المالية للشركة".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** لجنة التدقيق هي: "لجنة مكونة من ثلاثة الى خمسة مدراء غير مكلفين بالمسؤوليات التنفيذية للإدارة من أهم أعمالها تدقيق القوائم المالية، التأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلية والمحاسبية للشركة وكذا نتائج التدقيق للمدقق الداخلي والخارجي واعطاء توصيات بشأن ترشيح وتحديد أتعاب المدقق الخارجي".<sup>2</sup>

**تعريف 3:** وصف المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) 1990 لجنة التدقيق بأنها: "الأداة التي من يتم من خلالها كبح جماح التصرفات غير القانونية للإدارة العليا للشركات".<sup>3</sup>

من هذه التعاريف يتضح لنا أن لجنة التدقيق 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 والتدقيق.
- عبارة عن قناة اتصال بين مجلس الإدارة والمدقق الخارجي للشركة.
- لجنة تعمل على تدعيم استقلالية مدقق الحسابات الخارجي.

ثانياً: نشأة لجان التدقيق:

ظهرت فكرة تكوين لجان التدقيق نتيجة لوجود بعض الضغوط التي تمارسها إدارة الشركات على مدقق الحسابات الخارجي في ابداء رأيه حول عدالة ومصداقية القوائم المالية مما يؤثر سلباً على استقلاله وحياده فالحفاظة على استقلال مدقق الحسابات في ابداء رأيه في القوائم المالية التي تصدرها الشركات هي الأساس في نشأة هذه اللجنة، وقد ظهرت لأول مرة بالولايات المتحدة الأمريكية وهذا بعد الهزات المالية الناتجة عن التلاعب في التقارير المالية لشركة Mckesson & Robbins حيث قامت هيئة سوق المال الأمريكية SEC باقتراح تشكيل لجان تدقيق كما أوصت عام 1972 بأهمية تشكيل هذه اللجان من الأعضاء غير

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

<sup>2</sup> عوض بن سلامة الرجيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والتجارة المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، 2008، ص 193.

<sup>3</sup> علام محمد حمدان، صبري ماهر مشتهى وبهاء صبحي عواد، دور لجان التدقيق في استمرارية الأرباح كدليل على جودتها، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، 2012، ص 411.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

التنفيذيين في شركات المساهمة، وفي عام 1974 أصدرت هيئة سوق المال الأمريكية نشرتها رقم 165 التي تطلب فيها ضرورة الإفصاح في البيانات المالية الختامية عن وجود لجنة تدقيق في الشركات المدرجة وكيفية تشكيلها، كما طالبت الهيئة عام 1978 الشركات بتحديد عدد الاجتماعات التي تعقدها اللجنة سنوياً مع توضيح الوظائف والمهام التي تؤديها، ويعد أول تشريع ملزم في الولايات المتحدة الأمريكية عندما طلبت بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE عام 1977 من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة نيويورك تأسيس لجان تدقيق ليكون شرطاً للإدراج في البورصة لعام 1978 حيث أكد رئيس البورصة في تصريح له أن لجان التدقيق الفعالة تستطيع العمل على تحسين وزيادة مصداقية التقارير المالية الصادرة عن شركات المساهمة.

في عام 2002 صدر قانون Sarbanes Oxley الذي يوصف بأنه أهم تعديل تشريعي اصلاحي تصادق عليه الحكومة الأمريكية بعد سلسلة الفضائح المالية لكبريات الشركات الأمريكية، فطبقاً للقسم 301 من هذا القانون فإن لجنة التدقيق هي المسؤولة مباشرة عن تعيين المدقق الخارجي الذي يجب أن يوجه تقريره الى لجنة التدقيق حيث استهدف القانون صياغة علاقة استراتيجية بين المدققين الخارجيين ولجان التدقيق.<sup>1</sup>

أما في كندا فقد نشأت فكرة تكوين لجان التدقيق بعد حالات الإفلاس التي واكبت عقد الستينات منها إفلاس شركة Atlantic Acceptance Corporate limite عام 1965، وكذا انهيار بنكين من أكبر البنوك الكندية عام 1984 وهما Northland Bank & Canadian Commercial Bank الأمر الذي دعى معهد المحاسبين القانونيين الكنديين (CICA) The Canadian Institute of Chartered Accountants الى تكوين لجنة ماكدونالد "Macdonald" لتبحث سبل تطوير الرقابة على الشركات الكندية والتي قدمت تقريرها عام 1988 والذي أكد على أهمية تكوين لجان التدقيق لتقوية بيئة الرقابة داخل الشركات.<sup>2</sup>

مما سبق يمكن اجمال أهم أسباب انشاء لجان التدقيق فيما يلي:<sup>3</sup>

- تزايد الصعوبات المالية للعديد من الشركات والبنوك نتيجة حالات الغش والتلاعب في القوائم المالية.
- تدعيم عملية الرقابة على أنشطة الشركات والتأكد من سلامة تطبيق المبادئ المحاسبية أي زيادة رغبة الشركات في الوفاء بمسؤولياتها الوكالية.
- زيادة الضغوط من جانب مستخدمي القوائم المالية لإظهار نتيجة أعمالها ومركزها المالي بصورة حقيقية وسليمة.

<sup>1</sup> سامح محمد رضا رياض أحمد، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية - دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 1، 2011، ص 51.

<sup>2</sup> عوض بن سلامة الرحيلي، مرجع سبق ذكره، ص 195.

<sup>3</sup> شحاتة السيد شحاتة وعبد الوهاب على نصر، مرجع سبق ذكره، ص 314 .

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- التناقض الموجود بين مدققي الحسابات الخارجيين وبين إدارة الشركة خاصة في مجال المحافظة على استقلالهم في ابداء الرأي المحايد في القوائم المالية.

- حاجة أصحاب المصلحة في الشركات خاصة المقيدة بالبورصة الى آلية إدارية تساهم في ضبط ورقابة أداء الإدارة كوكيل عنهم.

- ينجم عن وجود لجنة تدقيق في الشركة الحد من حالات الغش والتلاعب وزيادة فاعلية نظم الرقابة الداخلية وتدعيم استقلال مدقق الحسابات وبالتالي تدعيم الثقة في عملية اعداد وتدقيق القوائم المالية، حيث يعتبر الحصول على قوائم مالية سليمة أساس فاعلية بورصة الأوراق المالية.

### ثالثاً: العناصر الواجب توفرها في لجنة التدقيق:

تعتبر عملية اختيار أعضاء اللجنة من أهم القضايا التي تواجه مجلس الإدارة والتي يجب أن تخضع الى مجموعة من الضوابط (المعايير) لتؤدي عملها بكفاءة وفاعلية، وفيما يلي أهم الضوابط التي يجب توافرها بأعضاء اللجنة والتي استقر رأي معظم الكتاب على ضرورة توافرها عند تشكيل لجنة التدقيق في أي شركة حتى تساهم إيجاباً في تفعيل آليات حوكمة الشركات:<sup>1</sup>

**1- التحديد الواضح لسلطات ومسؤوليات ومهام اللجنة:** تنحصر المهمة الأساسية للجان التدقيق في مساعدة مجلس الإدارة على أداء مهامه وعلى الوفاء بمسؤولياته خاصة في مجال النظم المحاسبية واعداد التقارير المالية ودعم الرقابة الداخلية وكذا دعم استقلال المدققين الداخليين والخارجيين، فهي بحاجة أن تكون مهامها ومسؤولياتها واضحة ومكتوبة ومحددة في نظام أو دليل يوضح مسؤولياتها وطبيعة العلاقة بينها وبين إدارة الشركة والمدقق الداخلي والخارجي حتى لا يحدث تداخل أو تعارض بين عمل اللجنة وعمل بعض الأجهزة التنفيذية في الشركة، ويجب أن يكون لها سلطة مناقشة أي موضوعات تراها مهمة، ولها الحق في الاستعانة بأحد الأطراف الخارجية ذات الخبرة والدراية بالمشاكل التي تواجهها في كافة النواحي المالية والمحاسبية والقانونية التي يمكن أن تؤثر على عملية اعداد القوائم المالية وعلى سلامة الإفصاح.

**2- توافر وتكامل الخبرة والمهارة في أعضاء لجنة التدقيق:** نتيجة لتعدد الأمور المالية وتعقد هياكل رأس المال وممارسة المحاسبة الابداعية في تطبيق المعايير المحاسبية من قبل الإدارة فإن هذا يتطلب أن يكون أعضاء لجنة التدقيق من الأشخاص الذين يتمتعون بالخبرة والمهارة اللازمة في الشؤون المحاسبية والمالية والقانونية، ويجب أن يكونوا على دراية بأعمال الشركة والمجال الذي تعمل فيه، فتوافر الخبرة لدى أعضاء لجنة التدقيق ضروري لأن العديد من المشاكل المحاسبية والقانونية تعتمد على الحكم الشخصي لأعضائها.

<sup>1</sup> محمد عبد الله المومني، تقييم ضوابط تشكيل لجان التدقيق واليات عملها في الشركات الأردنية المساهمة لتعزيز الحوكمة المؤسسية: دراسة ميدانية كلية الدراسات الاقتصادية والادارية، جامعة جدارا، اربد الأردن، ص ص 11-12، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

3- تحديد العدد الملائم لأعضاء لجنة التدقيق: يعتمد عدد أعضاء اللجنة على حجم مجلس الإدارة وحجم الشركة، وعليه من الضروري تحديد عدد أعضاء لجنة التدقيق بحيث يكفي هذا العدد لتحقيق مزيج من الخبرات والقدرات والتوازن بين حجم المهام ونوعيتها والتي تختلف من شركة الى أخرى مع مراعاة عدم زيادة عدد أعضاء اللجنة بصورة قد تمنع من اتخاذ القرارات بصورة سريعة وفعّالة، وعدم انخفاض عدد أعضائها بصورة تحد من أداء اللجنة لأعمالها بكفاءة وفعّالية، والعدد الأمثل لأعضاء لجنة التدقيق يتراوح بين ثلاثة وخمسة أعضاء.

4- استقلال لجنة التدقيق: تعد لجنة التدقيق من أبرز اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين حيث تقدم له تقاريرها ونتائج أعمالها، وهى عبارة عن حلقة وصل بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة في الأمور التي تدخل في اختصاصها، ومن الضروري عدم قيام أعضاء لجنة التدقيق بأي أعمال من أعمال الإدارة التنفيذية وذلك لتحقيق الموضوعية والاستقلال في أداء أعمالها، ومن الأمور التي يجب مراعاتها لتحقيق استقلالية أعضاء اللجنة ما يلي:

- أن لا يكون عضو لجنة التدقيق من موظفي الشركة أو احدى الشركات التابعة لها.
- أن لا يحصل على أي مكافأة مالية من الشركة أو احدى الشركات التابعة لها بخلاف المكافأة التي يحصل عليها مقابل الخدمة في مجلس الإدارة.
- أن لا يكون أحد أقاربه موظف تنفيذي داخل الشركة أو احدى الشركات التابعة لها.
- أن لا يكون مدير تنفيذي في احدى الشركات التي لها علاقات تجارية مع الشركة أو احدى الشركات التابعة لها.

3- الفحص الدقيق: المهمة الرئيسية للجنة التدقيق هي ضمّان أن العمليات التي تقوم بها الإدارة وموظفو التدقيق الداخلي والمدققون الخارجيون المستقلون تؤدي الى تحقيق جودة القوائم المالية، فاللجنة لها دور كبير في رفع الثقة بالبيانات المالية التي تصدرها الشركات، وعليه فإن كل عضو يجب أن يخصص الوقت الكافي للقيام بمسؤولياته وأن يقوم بعمله مع احساس بالالتزام والاخلاص وتنوع المعرفة التي يستلزمها المنصب، وعلى الرغم من أن المسؤوليات المحددة للجنة قد تختلف من دولة الى أخرى والتي قد تتنوع على أساس حجم الأعمال وتعتقدها إلا أنها تكلف عادةً بالإشراف على ثلاث نواحي رئيسية بالشركة هي: <sup>1</sup> اعداد التقارير المالية، الرقابة الداخلية وعملية التدقيق:

3-1 اعداد التقارير المالية: وظيفة لجنة التدقيق بالنسبة لإعداد التقارير المالية هي وظيفة اشرافية ورقابية ولا يدخل في دورها القيام باتخاذ القرارات الفعلية فيما يخص اعداد هذه التقارير فهذه مسؤولية الإدارة المالية

<sup>1</sup> جون سليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 213-207.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

وجهاز التدقيق الداخلي والمدققين الخارجيين، وعليه فإن لجنة التدقيق عند اشرافها على عملية اعداد التقارير 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 اعداد القوائم المالية للشركة وأي ممارسة مثيرة للشك تم استخدامها في اعداد 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.

للقيام 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 الخزانة)، المراقب العام (مدير الحسابات) إذ يقع على عاتق هذه الإدارة توفير تفسير للقوائم المالية والأرقام التي تتضمنها هذه القوائم، بعد ذلك يكون على لجنة التدقيق أن تدخل في حوار مع المدققين الداخليين والخارجيين للتحقق من مدى سلامة الإجراءات التي استخدمتها إدارة الشركة بحيث تتسلم اللجنة من المدققين الداخليين والخارجيين تقارير عن مدى جودة القوائم المالية ومدى تطابقها مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها.

**3-2 الرقابة الداخلية:** في كثير من الدول يقوم مجلس الإدارة بتفويض مسؤوليته في تحقيق الالتزام القانوني والأخلاقي في الشركة الى لجنة التدقيق والتي تتولى مهمة الإشراف على سلامة نواحي الرقابة الداخلية، هذه الأخيرة تعتبر ضرورية لمنع التزوير والمخاطر المالية الأخرى قصد توفير قدر من الطمأنينة للمساهمين أن المسيرين يعملون على حماية أصول الشركة وأنهم يقومون بإتباع السياسات والإجراءات المقررة، وفي هذا الإطار تقوم لجنة التدقيق بما يلي:

- فحص 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 الإجراءات الملائمة لتصحيح أية اختلالات محاسبية.
- تقدم تقرير عن سياسات المحاسبة والرقابة الداخلية التي ينبغي وفقاً لرؤيتها أن تلقى اهتماماً من جانب مجلس الإدارة.

بناءً على ما سبق تعتبر لجنة التدقيق الرقيب والمشرّف على ضوابط الرقابة الداخلية في الشركة، فهي لا تقوم بعمل استقصاء عن مدى كفاية هذه الضوابط بل تعتمد في ذلك على المدققين الداخليين والخارجيين لتحديد نقاط الضعف في هذا النظام، وعليه فإن مسؤوليتها تتمثل في ضمان وجود الإجراءات الملائمة

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

لإبلاغها عن أية نقاط ضعف مع مراقبة خطط الإدارة لتصحيح هذا الضعف وضمان كفاية الجداول الزمنية لتلك الخطط بما يكفل حماية الشركة ومساهمتها.

**3-3 مهمة التدقيق:** تتعلق الناحية الثالثة من اشراف لجنة التدقيق بمهمة التدقيق الداخلي والخارجي، ولدى قيامها بمسؤولياتها الاشرافية في هذا المجال تقوم بما يلي:

- التوصية بتعيين مدقق الحسابات الخارجي بعد النظر في عدة أمور مثل: استقلاله، سمعته، ومدى الفعالية المتوقعة منه، كما تقوم بالموافقة على أتعابه والاستغناء عنه اذا تطلب الأمر ذلك.

- استعراض نطاق التدقيق الذي سيقوم به المدققين الخارجيين أثناء عملية التدقيق بما في ذلك أية قيود تفرض عليهم مثل عدم اتاحة المعلومات المطلوبة.

- استعراض رأي المدققين الخارجيين في القوائم المالية وأية تعليقات أو توصيات قد يبدونها، والموافقة عليها في ختام عملية التدقيق.

- استعراض برنامج التدقيق الداخلي ونتائج تدقيقه مع التنسيق بينه وبين التدقيق الخارجي.

- تحديد مرتبات كبار موظفي التدقيق الداخلي.

- تلقي تقارير لتقييم الأداء من إدارة الشركة عن مؤهلات كبار موظفي التدقيق الداخلي بالإضافة الى تقارير تقييم من المدقق الخارجي عن أدائهم.

تعتبر المهام السابقة مهام عامة يمكن لأي لجنة تدقيق القيام بها، لكن الكتابات الخاصة بأفضل الممارسات لحوكمة الشركات وكذا قواعد القيد في بورصات الأوراق المالية في بعض الدول توصي بأن أن تقوم الشركة بوضع نظام أساسي مكتوب للجنة يوافق عليه مجلس الإدارة، يحدد مسؤولياتها وكيفية تنفيذها بما في ذلك هيكلها ومتطلبات العضوية فيها حيث تؤدي الموافقة على النظام الأساسي الى تخفيض مخاطر النزاع مع الإدارة حول المهام الموكلة لها.

### رابعاً: آلية عمل لجنة التدقيق من منظور حوكمة الشركات:

المسؤولية الملقاة على عاتق لجنة التدقيق والمهام المكلفة بها تشير الى وجود دور كبير لهذه اللجنة في تجسيد مفهوم حوكمة الشركات، ولكي تؤدي هذا الدور بفعالية يجب أن يركز عملها على نظام أو دليل عمل مكتوب يبين الاجراءات التنفيذية التي يجب على اللجنة الالتزام بها عند تنفيذها لمهامها حيث بين "بروميلو وبرلين" "Bromilow & Berlin" عام 2005 العناصر الأساسية التي يجب أن تركز عليها لجان التدقيق في تأدية أعمالها ومهامها بفاعلية وكفاءة وهي على النحو الآتي:<sup>1</sup>

- أن يكون لديها خطة عمل لاجتماعاتها خلال السنة تناقش فيها الأعمال التي تقع تحت مسؤولياتها.

<sup>1</sup> محمد عبد الله المومني، مرجع سبق ذكره، ص 13.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- أن يكون لديها في كل اجتماع جدول أعمال مكتوب يوزع على أعضاء اللجنة قبل موعد الاجتماع ويجب أن لا تقل عدد اجتماعاتها عن أربعة سنوياً.
- أن توزع ملخصات المواد المدرجة على جدول الأعمال قبل عشرة أيام من عقد الجلسة على أعضاء اللجنة لا عطاءهم الوقت الكافي لدراستها وتسجيل ملاحظاتهم عليها.
- أن يتم مشاركة كل من المدققين الداخليين والخارجيين في اجتماع لجنة التدقيق المتعلقة بالقوائم المالية.
- أن يكون هناك لقاءات خاصة مع كل من المدقق الخارجي والداخلي عند بحث القضايا ذات الصلة بأعمالهم.
- أن يكون لرئيس اللجنة دور فعّال قبل الاجتماعات، بحيث يجري لقاءات بشكل منفصل مع المدققين الداخليين والخارجيين والمدير المالي لمناقشة القضايا ذات الصلة معهم قبل اجتماع لجنة التدقيق ليكون لديه فهم أكثر عمق في القضايا المدرجة.
- أن تكون مناقشات اللجنة في القضايا المدرجة على جدول الأعمال واقعية وفعّالة بحيث يكون لكل عضو في اللجنة مسؤولية عن فعّالية الاجتماعات، وأن تناقش كافة القضايا المدرجة باهتمام وجدية.
- أن تدون محاضر اجتماعات لجنة التدقيق بشكل مفصل لتكون مرجع للجنة يتم الرجوع إليها لمتابعة الاجراءات والمناقشات والتوصيات المرفوعة للأطراف ذات العلاقة، وبيان القضايا التي تمت مناقشتها.
- أن تقدم اللجنة تقرير الى مجلس الإدارة بشكل منتظم وتناقش معه القضايا المدرجة في التقرير.

### المطلب الثالث: هيئات الرقابة والتدقيق كقوى دافعة للإدارة الرشيدة.

يمثل كل من نظام الرقابة الداخلية والتدقيق بنوعيه الداخلي والخارجي وظائف أساسية وضرورية للاطمئنان الى كفاءة الإدارة ودقة البيانات المالية التي توفرها، فهم من أهم دعائم الحوكمة التي تعمل على تحسين البيئة الداخلية للشركات.

### أولاً: دور الرقابة الداخلية:

- يعمل نظام الرقابة الداخلية الفعّال على توفير مستويات ملائمة من الفحص والمعاينة داخل الشركة الأمر الذي يقلل من احتمالات ممارسة الفساد وسوء الإدارة ويجعل البيئة الداخلية للشركة أكثر نزاهة وشفافية.
- 1- تعريف الرقابة الداخلية:** تتضمن العملية الإدارية القيام بأربعة وظائف أساسية هي:<sup>1</sup>
  - **التخطيط:** ويشمل تحديد الأهداف، رسم السياسات، اقرار الإجراءات ووضع البرامج الزمنية.
  - **التنظيم:** ويشمل تصميم الهيكل التنظيمي بمعنى تحديد مسؤوليات الأفراد القائمين بالعمل.
  - **التوجيه:** ويشمل ارشاد المرؤوسين في تنفيذهم للعمل ورفع روحهم المعنوية.

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

- **الرقابة:** هذه العملية تتداخل مع الوظائف السابقة حيث أنها تتيح التأكد من أن العمل المنفذ يتطابق مع ما هو متوقع، وهي تشمل قياس النتائج لمعرفة أي خروج عن المتوقع والتعرف على أسبابه والعمل على تصحيحه، ومنه تعرف الرقابة الداخلية كما يلي:

**تعريف 1:** الرقابة الداخلية هي: "الخطوة التنظيمية والوسائل والإجراءات الموضوعية من قبل الشركة للمساعدة في تحقيق أهداف الإدارة في التأكد من سلامة وكفاءة تنفيذ أعمال الشركة وتطبيق سياساتها وكذا المحافظة على الأصول والممتلكات ومنع واكتشاف الغش والخطأ، والتأكد من صحة واكتمال السجلات المحاسبية واعداد البيانات المالية السليمة في الوقت المحدد لها".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** يقصد بالرقابة الداخلية بمعناها الواسع: "الخطوة التنظيمية وجميع الوسائل والاجراءات التي تتبع داخل الشركة والتي من شأنها المحافظة على أصولها والحصول على بيانات مالية ذات مصداقية، وتحقيق أكبر قدر من الكفاءة الانتاجية في عمليات الشركة والالتزام بتنفيذ السياسات الإدارية المرسومة".<sup>2</sup>

**تعريف 3:** عرف المعيار رقم 400 من معايير التدقيق الدولية الرقابة الداخلية كما يلي: "تعبير نظام الرقابة الداخلية يعني كافة السياسات والإجراءات التي تتبناها إدارة الشركة لمساعدتها قدر الإمكان في الوصول الى هدفها في ضمان إدارة منظمة وكفاءة في العمل، والمتضمنة الالتزام بسياسات الإدارة وحماية الأصول ومنع واكتشاف الغش والخطأ ودقة واكتمال السجلات المحاسبية وتهيئة معلومات مالية موثوقة في الوقت المناسب ويشمل نظام الرقابة الداخلية على أمور أبعد من تلك المتصلة مباشرة بوظائف النظام المحاسبي".<sup>3</sup>

بناءً على التعاريف السابقة تتكون عملية الرقابة من أربعة مراحل هي:

- **المرحلة الأولى:** تتمثل في وضع الأهداف المطلوب تحقيقها.
- **المرحلة الثانية:** تشمل فحص الأداء الفعلي وقياسه.
- **المرحلة الثالثة:** يتم في هذه المرحلة تقييم النتائج التي تم الوصول اليها.
- **المرحلة الرابعة:** هنا يتم اجراء الأعمال التصحيحية اللازمة لتصويب الأداء الفعلي في اتجاه الأهداف المخططة.

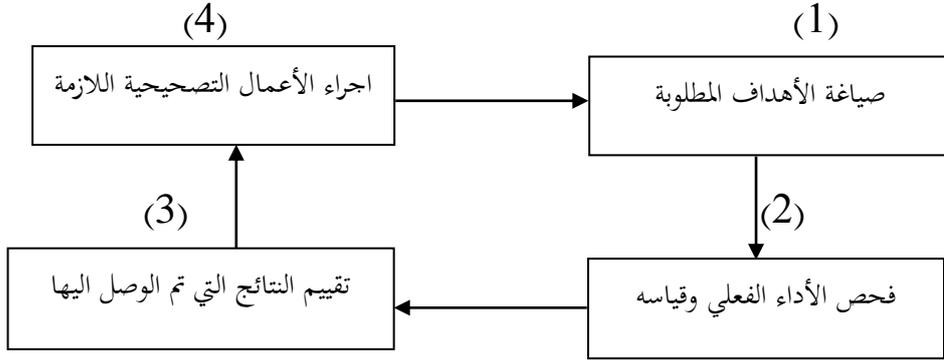
وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

<sup>1</sup> طواهر محمد التهامي وصديقي مسعود، المراجعة وتدقيق الحسابات - الإطار النظري والممارسات التطبيقية - ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر الطبعة الثانية، 2005، ص 84.

<sup>2</sup> علي عبد القادر ذنبيات ونوال كفوس، مدى التزام الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية بمتطلبات الرقابة الداخلية وأثر ذلك على أدائها المالي، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 39، العدد 1، 2012، ص 35.

<sup>3</sup> عبد الوهاب أحمد عبد الله مسعود عياش، دور الرقابة الداخلية في رفع كفاءة الداء المالي، مجلة جامعة الناصر، العدد الرابع، ديسمبر 2014 ص 161.

شكل رقم: (2-5): خطوات الدورة الرقابية.



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

من خلال الشكل نلاحظ أن الرقابة الداخلية هي عملية مستمرة تقوم بها إدارة الشركة للتأكد من أن الأهداف والبرامج يتم تنفيذها وفق المعايير المحددة مسبقاً والعمل على اكتشاف أي انحرافات وتحديد المسؤول عنها والقيام في نفس الوقت بالإجراءات الضرورية لتصحيح هذه الانحرافات، وهذا يعني أنها جزء من الهيكل الإداري ويتزامن تشغيلها مع الإجراءات التنفيذية لنظام العمل في الشركة، وأنها تتكامل مع كل العمليات التنفيذية لتحقيق الأهداف بحيث لا يمكن فصل أي منهما عن الآخر، وأن فرض الرقابة وسيلة لتحقيق الأهداف وليس غاية في حد ذاته، وعليه فهي تهدف إلى تحقيق ما يلي:<sup>1</sup>

- حماية أصول الشركة.  
- ضمان دقة وصحة المعلومات المحاسبية المستخرجة من سجلات الشركة أبرزها القوائم المالية لزيادة درجة الاعتماد عليها.

- زيادة الكفاءة الانتاجية في استغلال موارد وأصول الشركة.

- التأكد من مدى التزام العاملين بالسياسات التي وضعتها الإدارة.

**2- أنواع الرقابة الداخلية:** تشمل الرقابة الداخلية ثلاثة أنواع من الرقابة هي:<sup>2</sup>

**1-2 رقابة محاسبية:** يهدف هذا النوع من الرقابة إلى التأكد من صحة البيانات المالية المدونة في الدفاتر

والسجلات لتحقيق الثقة في إمكانية الاعتماد عليها، وتتمثل أهم الوسائل المستخدمة لتحقيق هذا الهدف في:

- وجود نظام مستندي سليم.

- اتباع نظرية القيد المزدوج في إثبات العمليات بالدفاتر.

- اعداد موازين مراجعة شهرية.

<sup>1</sup> عبد الوهاب أحمد عبد الله مسعود عياش، مرجع سبق ذكره، ص 162.

<sup>2</sup> دليل الرقابة الداخلية، مقالة منشورة على الموقع:

- اتباع نظام الجرد المستمر للمخزون.
- اجراء مطابقة دورية بين كشوف البنك والدفاتر.
- اجراء تدقيق مستمر لكل ما يتم تسجيله بالدفاتر والسجلات.
- 2-2 رقابة إدارية:** تهدف هذه الرقابة الى تحقيق أقصى كفاية انتاجية ممكنة لتحقيق الاستخدام الأمثل لموارد الشركة وضمان الالتزام بتنفيذ السياسات الإدارية المرسومة، ومن بين أهم وسائل تحقيق هذه الأهداف ما يلي:
  - دراسة مدى التقيد بالموازنة التخطيطية.
  - استخدام أساليب الرقابة على الجودة.
  - اجراء التحليل المالي للبيانات.
  - استخدام نظام التقارير الدورية لضمان تدفق المعلومات بين المستويات الإدارية.
- 2-2 ضبط داخلي:** يقصد بالضبط الداخلي تلك الإجراءات التي تهدف الى ضبط عمليات الشركة ومراقبتها تلقائياً بصورة مستمرة قصد حماية أصولها من السرقة والاختلاس وكذا سوء الاستعمال، ويعتمد الضبط الداخلي على المقومات التالية:
  - تقسيم العمل.
  - تحديد الاختصاصات والمسؤوليات.
  - الفصل بين الإدارات التي تقوم بتنفيذ العمليات والإدارات التي تقوم بالحاسبة على هذه العمليات، وكذا الإدارات التي تختص بالمحافظة على الأصول.
- 3- نظام الرقابة الداخلية ودوره في تحسين البيئة الداخلية للشركة:** تتطلب عملية تفعيل نظام الرقابة الداخلية في أي شركة ضرورة توافر مجموعة من المقومات اللازمة لتنفيذه بكفاءة عالية وذلك في ضوء الظروف المحيطة بالشركة وطبيعة نشاطها، وتعد هذه المقومات والدعائم بمثابة مقاييس يتم على أساسها تقييم كفاءة وفعالية هيكل الرقابة الداخلية في تحسين البيئة الداخلية للشركة، وتتكون الرقابة الداخلية وفق معيار التدقيق الدولي رقم 315 من خمسة مقومات هي:
  - 1-3 البيئة الرقابية:** تتضمن البيئة الرقابية وظائف الإدارة والمسؤولين عن العملية الإدارية بالإضافة الى اتجاهاتهم ومواقفهم وتصرفاتهم حيال الرقابة الداخلية للشركة وأهميتها، فهي تحدد الاطار العام للشركة وتتكون من العناصر التالية:
    - توصيل وفرض القيم الأخلاقية والاستقامة: يعتبر التزام المسؤولين عن إدارة الشركة بالاستقامة والأمانة والاخلاص مع وضع الاجراءات التي تشجع العاملين على الالتزام بذلك من أهم أسس توفير بيئة رقابية جيدة.

- **الالتزام بالكفاءة:** وذلك بأن تلتزم الإدارة بالعمل على تزويد العاملين لديها بكافة أنواع الخبرات والمهارات الضرورية لأداء العمل على أفضل وجه.

- **مشاركة كل من له علاقة:** وهذا يتمثل في مشاركة الإدارة ومجلس الإدارة والعاملين في عملية ممارسة دورهم التنفيذي والرقابي لتحقيق أهداف الشركة.

- **فلسفة الإدارة ونظام (نموذج) التشغيل:** من حيث القدرة على مواجهة المخاطر وتشجيع العاملين على الاقدام واتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الأهداف، وأن تكون الإدارة نموذجاً يحتذى به من قبل العاملين.

- **الهيكل التنظيمي:** وذلك من خلال تحديد الإدارات والأقسام والاختصاصات ومسؤوليات الأفراد حيث يمثل الهيكل التنظيمي للشركة أساس الرقابة المحاسبية والإدارية الفعّالة، فيجب أن يراعى عند وضع الهيكل التنظيمي التسلسل الواضح للاختصاصات والتحديد الدقيق للواجبات والمسؤوليات داخل كل قسم بالشركة منعاً لتعارض الاختصاصات أو التداخل بين المسؤوليات الوظيفية المختلفة، فكثيراً ما يقوم بعض المسؤولين باستغلال الثغرات الموجودة في الهيكل التنظيمي لممارسة الفساد.

- **السياسات والاجراءات الخاصة بالموارد البشرية:** من أهم مقومات نظام الرقابة الداخلية الفعّال حسن اختيار الكفاءات ذات النزاهة والقادرة على تحمل أعباء المسؤوليات الموكلة لها، وهذا يتطلب تحليل شامل لوظائف الشركة المختلفة ووضع توصيف دقيق لها مع تحديد المؤهلات العلمية والعملية التي يجب توافرها في من يشغلها، هذا ويجب وضع برامج تدريبية متطورة تكفل أداء العاملين لمهامهم مع ترفيتهم وتحديد رواتبهم وعلاواتهم وفق معايير عادلة وموضوعية.

**3-2 الاجراءات الرقابية:** تشمل الاجراءات الرقابية مجموعة من الاجراءات التي تساعد في تحقيق فاعلية الرقابة وأهمها: مراجعة أو تقييم الأداء، معالجة البيانات، اجراءات الرقابة المادية، فصل المهام والتفويض.

**3-3 تقييم المخاطر:** وهو نشاط تقييمي تقوم به الإدارة حيث يتم تحديد وتحليل المخاطر ذات الصلة بإعداد البيانات المالية بما يتفق مع المعايير المحاسبية، ومن ثمة تقوم الإدارة بتحديد طرق الاستجابة لهذه المخاطر بما يساعد في تخفيف آثارها على البيانات المالية.

**3-4 نظام المعلومات والاتصالات:** ويشمل كافة نظم المعلومات وبشكل خاص نظام المعلومات المحاسبي الذي يعرف بأنه سلسلة من الإجراءات التي تتبعها الشركة يتم بموجبها تسجيل وتبويب عملياتها وإعداد التقارير عنها ويهدف هذا النظام الى قياس نتائج الشركة وتحديد مركزها المالي في نهاية كل فترة مالية، تبدأ أولى خطوات هذا النظام بعملية تجميع البيانات المترتبة عن العمليات التي تراوحتها الشركة وتسجيلها وفقاً لتسلسل حدوثها ثم تبويبها وتلخيصها مع إعداد تقارير دورية عنها لمساعدة الإدارة في أداء وظائفها في التخطيط والرقابة، ويجب أن تتكون عناصر النظام المحاسبي من مجموعة متكاملة من الدفاتر والسجلات ودليل مبوب

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

لحسابات يراعى فيه المبادئ المحاسبية السليمة ومجموعة مستندية تفي باحتياجات الشركة، وتصميم دورة مستندية لتحقيق رقابة فعالة في المراحل التي يمر بها المستند.

**3-5 الاشراف والتوجيه:** ويشمل الاجراءات اللازمة لمتابعة تطبيق مختلف الجوانب الرقابية للتحقق من أنها تعمل حسب ما خطط له، ويمكن أن يقوم بهذه المهمة دائرة التدقيق الداخلي أو دائرة التفتيش.

### ثانياً: دور التدقيق الداخلي:

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 الى ما يقوله بشأن الحسابات الخاصة بالعمل قصد التحقق من صحتها، الا أن بداية الاهتمام بتطوير التدقيق الداخلي كوظيفة مستقلة داخل الشركة جاء مع انشاء معهد المدققين الداخليين Institute of Internal Audit في أمريكا عام 1941 والذي أصدر عندها نشرة تتضمن تعريف التدقيق الداخلي ومسؤوليات المدقق.

### 1- تعريف التدقيق الداخلي: لقد ورت عدة تعاريف للتدقيق الداخلي منها ما يلي:

**تعريف 1:** يتمثل التدقيق الداخلي في: "فحص أنظمة الرقابة الداخلية والبيانات والمستندات والحسابات والدفاتر الخاصة بالمشروع فحصاً انتقادياً منظماً بقصد الخروج برأي محايد عن مدى دلالة القوائم المالية عن الوضع المالي لذلك المشروع".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** عرف مجمع المدققين الداخليين الأمريكيين 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".<sup>2</sup>

وعليه فان عملية التدقيق الداخلي تقوم على أساس فحص سجلات ودفاتر الشركة للتأكد من مدى الالتزام بالمعايير المحاسبية خلال عملية التسجيل في الدفاتر، فالمدقق يخضع لسلطة الإدارة ويزودها بالمعلومات التالية:<sup>3</sup>

- 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 حيث يقوم بقياس الكفاءة والفعالية لكل فرع أو قسم من النشاط في الشركة.

<sup>1</sup> طواهر محمد التهامي وصديقي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>2</sup> طواهر محمد التهامي وصديقي مسعود، المرجع نفسه، ص 33.

<sup>3</sup> هادي محمد التميمي، مدخل الى التدقيق من الناحية النظرية والعملية، دار وائل، عمان الأردن، الطبعة الثالثة، 2006، ص 25.

وعليه 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 الاقتصادية الخاصة بنشاط الشركة.

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

الفحص والتحقق عمليتان متلازمتان يستطيع من خلالها المدقق أن يبدي رأيه في ما اذا كانت عملية قياس الأحداث الاقتصادية أدت الى انعكاس صورة حقيقية وسليمة لنتيجة ومركز الشركة الحقيقيين.

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

### 2- تطور معايير التدقيق الداخلي لدعم الحوكمة وتحسين البيئة الداخلية للشركات:

كجزء من تأثير الأزمات المالية العالمية طوّر المعهد الأمريكي للمدققين الداخليين دور التدقيق الداخلي والوظائف التي يؤديها لغرض تقديم صورة جديدة للمهنة وبيان أثرها على تفعيل ودعم الحوكمة، وذلك من خلال تطوير الميثاق الأخلاقي لمهنة التدقيق الداخلي بالإضافة الى العمل على تحديث المعايير في كل مرة لمواكبة المستجدات الاقتصادية، وفيها اتسع دور التدقيق الى التدقيق الإداري الذي يركز على اضافة قيمة للشركة متمثلة في إدارة المخاطر وتطبيق مدخل التدقيق على أساس الخطر ومراجعة الالتزام بمبادئ الحوكمة، وبهذا أصبحت وظيفة التدقيق الداخلي بعد تطورها تخدم أطرافاً يمارسون دوراً هاماً في حوكمة الشركات مثل مجلس الإدارة ولجنة التدقيق والمدقق الخارجي وتضيف قيمة للشركة عن طريق التأكد من رسم الأهداف الاستراتيجية للوحدات الاقتصادية بطريقة تحقق مصالح جميع الأطراف وبأساليب نزيهة.<sup>1</sup>

يتكون الاطار العام لمعايير الممارسة المهنية للتدقيق الداخلي التي وضعها معهد المدققين الداخليين IIA عام 1978 وتم تعديلها عام 1993 من خمسة معايير عامة مبوبة في خمس مجموعات تتضمن 25 معيار فرعي، تم تحديث هذه المعايير سنة 2003 وأصبحت نافذة اعتباراً من سنة 2004 وذلك استجابة للانهيارات المالية التي أصابت كبرى الشركات الأمريكية عام 2001 و 2002، بناءً على هذه التعديلات تغير الدور التقليدي للمدقق الداخلي حيث تجاوز عملية تحديد مخاطر نظام الرقابة الداخلية ليصل الى القيام بدور استشاري كبير لتطوير وتعديل مؤشرات تشغيل الأداء الرئيسية، والعمل على تقديم التوصيات اللازمة لخفض

<sup>1</sup> شريقي عمر، التدقيق الداخلي كأحد أهم الآليات في نظام الحوكمة ودوره في الرفع من جودة الأداء في المؤسسة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 7، 2015، ص 127.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

التكاليف مع المحافظة على مستوى الجودة في الأداء،<sup>1</sup> والجدول الموالي يوضح لنا تطور طبيعة عمل التدقيق الداخلي:

جدول رقم: (2-1): تطور طبيعة التدقيق الداخلي

أوجه المقارنة	تقليدياً 1993	حديثاً 2003
1- الخدمات	الفحص - التقييم	التأكيد الموضوعي - الخدمات الاستشارية
2- الأنشطة	الحماية- الدقة - الكفاءة - الالتزام	تعظيم قيمة الشركة - دعم حوكمة الشركة
3- الأهداف	منع واكتشاف وتصحيح الأخطاء والتلاعب	ادارة المخاطر المالية والتشغيلية
4- الوسائل	اختبارات الالتزام التحقق	الفحص التحليلي
5- التبعية	الإدارة التنفيذية	لجنة التدقيق
6- التوصيات	الإدارة التنفيذية	المساهمين ومجلس الإدارة الاشرافي
7- الحياد	التبعية الإدارية	الاستقلال

المصدر: محمد عبد الفتاح إبراهيم، نموذج مقترح لتنفيذ قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات (تدقيق الشركات - تدقيق المصارف والمؤسسات المالية - تدقيق الشركات الصناعية)، مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة، 26/24 سبتمبر 2005، ص 9 .  
صدرت هذه المعايير في مجموعتين:<sup>2</sup>

- **معايير الصفات "Trail Standards"** "سلسلة الألف": وهي عبارة عن مجموعة مكونة من أربعة معايير رئيسية تتناول سمات وخصائص الشركات والأفراد الذين يؤديون أنشطة التدقيق الداخلي فيها، وتتكون من:  
\* **المعيار رقم 1000 الأهداف، الصلاحية والمسؤولية:** يجب تحديد أهداف وصلاحيات ومسؤوليات نشاط التدقيق الداخلي بوثيقة تنسجم مع المعايير وموافق عليها من مجلس الإدارة.  
\* **المعيار رقم 1100 الاستقلالية والموضوعية:** على وظيفة التدقيق الداخلي أن تكون مستقلة وعلى المدققين الداخليين أن يتسموا بالموضوعية أثناء تأدية عملهم.  
\* **المعيار رقم 1200 البراعة وبذل العناية المهنية:** يجب تنفيذ أعمال التدقيق الداخلي ببراعة وعناية مهنية.  
\* **المعيار رقم 1300 الرقابة النوعية وبرامج التحسين:** على مدير التدقيق الداخلي أن يضع برنامج للرقابة النوعية وبرنامج للتحسين والذي يغطي جميع أعمال التدقيق الداخلي ويراقب فعاليتها بشكل مستمر، ويجب

<sup>1</sup> دراوسي مسعود وضيف الله محمد الهادي، فعالية وأداء المراجعة الداخلية في ظل حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، الملتقى الوطني الأول حول: حوكمة الشركا

ت كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة بسكرة، يومي 7/6 ماي 2012.

<sup>2</sup> سعدي محي و أوصيف لخضر، دور المراجعة الداخلية في حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد 5، السنة 2012، ص 199-200.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

أن يصمم هذا البرنامج لمساعدة نشاط التدقيق الداخلي في اضافة قيمة للشركة وتحسين عملياتها ويوفر توكيد بأن نشاط التدقيق الداخلي منسجم مع المعايير وأخلاقيات المهنة.

- **معايير الأداء "Performance Standards" "سلسلة الألفين":** وهي سبعة معايير رئيسية تصف أنشطة التدقيق الداخلي والمعايير التي يتم من خلالها قياس أداء تلك الأنشطة وهي:

\* **المعيار رقم 2000 إدارة نشاط التدقيق الداخلي:** على مدير التدقيق الداخلي إدارة نشاط التدقيق الداخلي بفعالية للتأكد من أنه يضيف قيمة للشركة.

\* **المعيار رقم 2100 طبيعة عمل التدقيق الداخلي:** يقوم نشاط التدقيق الداخلي بتقييم والمساهمة في تحسين أنظمة إدارة المخاطر والرقابة الداخلية والحوكمة.

\* **المعيار 2200 التخطيط لمهمة العمل:** على المدققين الداخليين وضع خطة لكل مهمة.

\* **المعيار رقم 2300 تنفيذ المهمة:** يجب على المدققين الداخليين تعريف، تحليل، تقييم، وتدوين المعلومات الكافية لتحقيق أهداف المهمة.

\* **المعيار رقم 2400 توصيل النتائج:** على المدققين الداخليين إيصال نتائج المهمة مباشرة.

\* **المعيار رقم 2500 متابعة التقدم:** على مدير قسم التدقيق الداخلي وضع والمحافظة على نظام لمراقبة ومتابعة النتائج التي تم التقرير عنها للإدارة.

\* **المعيار رقم 2600 قبول الإدارة للمخاطر:** عندما يلاحظ مدير قسم التدقيق الداخلي أن الإدارة قد قبلت مستوى من المخاطر غير عادي عليه مناقشة الأمر مع الإدارة التنفيذية، وإذا لم يتم حل المسألة على مستوى هذه الأخيرة عليه التقرير عن ذلك لمجلس الإدارة لإيجاد الحل.

إن تحديث معايير التدقيق الداخلي جعل منه أحد مكونات نظام حوكمة الشركات وذلك من خلال تقييم وتحسين هذا النظام والرفع من فعاليته، حيث نص المعيار 2110 من معايير الممارسة المهنية للتدقيق الداخلي في آخر نسخة له سنة 2008 والتي تمت مراجعتها في أكتوبر 2012 أن التدقيق الداخلي يجب أن يقوم بتقييم عملية الحوكمة في الشركة ويقدم التوصيات الملائمة لتحسينها، وفي هذا المجال يقوم التدقيق الداخلي بتحديد ما اذا كانت عملية الحوكمة تحقق الأهداف التالية:<sup>1</sup>

- تدعيم قواعد السلوك والقيم المناسبة في الشركة.

- ضمان التسيير الفعّال لأداء إدارة الشركة والمساءلة التنظيمية لها.

- تبليغ المصالح المعنية في الشركة بالمعلومات المتعلقة بالمخاطر والرقابة.

- تزويد مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمدققين الداخليين والخارجيين بالمعلومات المناسبة، وضمان التنسيق بين أنشطتهم.

<sup>1</sup> شريقي عمر، مرجع سبق ذكره، ص ص 131-132.

### ثالثاً: دور التدقيق الخارجي:

#### 1- تعريف التدقيق الخارجي: قدمت عدة تعريفات للتدقيق الخارجي منها:

**تعريف 1:** التدقيق الخارجي هو: "عملية فحص للقوائم المالية، يشتمل هذا الفحص على بحث وتقييم تحليلي للسجلات ونواحي الرقابة المحاسبية للشركة مع تحليل انتقادي للأدلة المستخدمة في تليخيص 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".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** عرف التدقيق الخارجي 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 الاهتمام".<sup>2</sup>

فعملية التدقيق يقوم بها شخص تتعاقد معه الشركة (من خارج الشركة) يكون مؤهل 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 ذلك أن العوامل التي تدفعهم الى الاعتماد على تقرير مدقق الحسابات الخارجي هي:<sup>3</sup>

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

- البيانات المالية المنشورة للاطلاع عليها من قبل الجمهور تمثل المصدر الوحيد للمعلومات التي تتخذ على أساسها قرارات الاستثمار أو منح القروض، ذلك أن المستفيدين من هذه البيانات ينظرون الى تأكيد المحاسب القانوني على أنه أساس يمكن أن تتخذ عليه قرارات سليمة.

- تعقيدات المحاسبة المستعملة مثل محاسبة المقابلة تحت الإنجاز تجعل المستفيدين يعتمدون على البيانات المدققة من قبل الشخص المستقل والمحايد.

#### 2- علاقة الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي: يلعب التدقيق الخارجي دوراً هاماً في ظل علاقة الوكالة

(الأصيل، الوكيل) في الحد من المعلومات غير المتماثلة، فوجود المعلومات غير المتماثلة يجعل المدير يتصرف في غير مصلحة المالك وذلك في سبيل الحصول على الحوافز، وهنا نتميز بين نوعين من الحوافز:

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

<sup>2</sup> رجب السيد وعبد الفتاح محمد الصحن ومحمود ناجي درويش، أصول المراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 7.

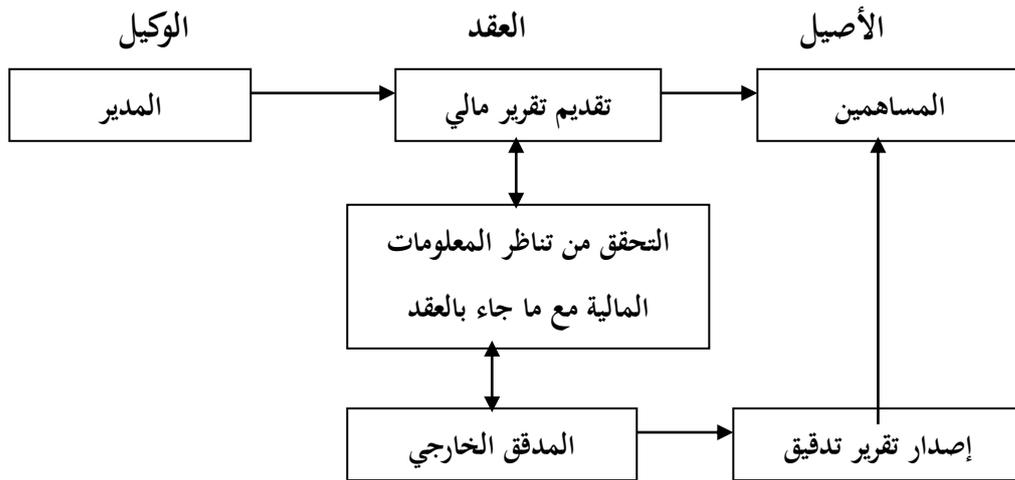
<sup>3</sup> هادي التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 27-28.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

**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 الى تعظيم صافي الربح بدلاً من اختيار البدائل التي تؤدي الى تحقيق أفضل مقابلة بين النفقات والإيرادات.

**النوع الثاني:** يرتبط هذا النوع بالقيمة السوقية للشركة، وفي هذا الصدد تلجأ الإدارة الى عدة وسائل لكي ترفع من القيمة السوقية لأسم الشركة مثل العمل على اخفاء بعض المعلومات التي تسيء لسمعتها ونشر معلومات مضللة تعمل على رفع قيمة أسهمها في السوق ومنه الحصول على الأرباح الناتجة عن ارتفاع قيمة الأسهم، وهنا يظهر دور المدقق الخارجي لإزالة اللاتماثل في المعلومات بين المسيرين والمساهمين حيث أن اجراء عملية تدقيق من طرف خارجي يسمح بتقديم معلومات صادقة عن أداء الشركة. والشكل الموالي يوضح لنا العلاقة بين الوكالة والطلب على التدقيق الخارجي:

شكل رقم (2-6): 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 اعداد التقارير المالية تقع على عاتق الإدارة ذلك أن المالك المتغيب لا يمكنه متابعة عملية اعداد هذه التقارير فيلجأ الى خدمات التدقيق الخارجي، ودور المدقق الخارجي يتمثل في تحديد ما اذا كانت التقارير تتفق مع بنود العقد بين الوكيل والأصيل لذلك فان تحقق المدقق من صحة المعلومات المالية سوف يضيف نوع من المصداقية على التقرير فيكون كعامل ضمّان على أداء الإدارة للمهام الموكلة لها، ولكن تحقيق ذلك يتوقف على أداء المدققين الخارجيين للمهام الموكلة اليهم بكل نزاهة ومصداقية وعدم التورط في علاقات مشبوهة مع الإدارة مثلما حدث بين شركة "انرون" ومكتب التدقيق "آثر أندرسون".

### المبحث الثالث: الحوكمة وتحسين البيئة الخارجية للشركة.

تشمل البيئة الخارجية للشركة البيئة العامة بمتغيراتها الكلية والبيئة الخاصة التي تمثل علاقة الشركة مع مختلف أصحاب المصالح، والحديث عن حوكمة البيئة الخارجية أو على المستوى الكلي لا يتناقض مع الحوكمة على المستوى الجزئي (البيئة الداخلية للشركة) بل هي امتداد لعملية اصلاح واسعة النطاق ذلك أن نجاح الحوكمة على المستوى الجزئي لا يكتمل الا اذا كان مقرون ببيئة خارجية خالية من الفساد وتحترم حقوق جميع أصحاب المصالح، وعليه سوف نتطرق في هذا المبحث الى دور الحكم الراشد وكذا تفعيل الإطار المؤسسي للحوكمة والمسؤولية الاجتماعية للشركات في تحسين البيئة الخارجية للشركة بشقيها العامة والخاصة.

#### المطلب الأول: تجسيد مفهوم الحكم الراشد.

لقد أشارت دراسات عديدة الى أهمية تجسيد الحكم الراشد وبناء مؤسسات قوية تحقق التفوق الاقتصادي، فمثلاً أشارت دراسة أجراها البنك الدولي عام 1997 أن تحسينات جوهرية على نوعية أداء الإدارة في الدول النامية يمكن أن يضيف نقطة مئوية كاملة لمعدلات نموها، كما أكدت دراسات أخرى على حقيقة مهمة وهي أن تراكم رأس المال ليس كافياً لضمان النمو بل يجب إدراك أن نوعية المؤسسات وتراكم رأس المال عنصران لا غنى عنهما لنجاح جهود البلدان في تحقيق نمو طويل المدى.

#### أولاً: نشأة مفهوم الحكم الراشد:

يأخذ مفهوم الحكم الراشد بعدين متوازيتين يعكس البعد الأول وجهة نظر البنك الدولي الذي يتبنى الجوانب الإدارية والاقتصادية للمفهوم، أما البعد الثاني فيؤكد على الجانب السياسي للمفهوم حيث يشمل الى جانب الاهتمام بالإصلاح والكفاءة الإدارية التركيز على منظومة القيم الديمقراطية المعروفة في المجتمعات الغربية،<sup>1</sup> وقد ظهر هذا المصطلح (الحكم الصالح أو الحكم الجيد) في اللغة الفرنسية في القرن الثالث عشر كمرادف لمصطلح الحكومة ثم كمصطلح قانوني سنة 1478 ليستعمل بعد ذلك على نطاق واسع ومعبر عن تكاليف التسيير، ومع تنامي ظاهرة العولمة كان الهدف منه ضمان نمط جيد في تسيير النظام السياسي والاقتصادي من أجل تحقيق المطالب الاجتماعية.<sup>2</sup>

لقد ظهر هذا المفهوم منذ عام 1989 في منشورات وتقارير البنك الدولي كتعبير عن كيفية تحقيق التنمية الاقتصادية ومحاربة الفساد في الدول الإفريقية جنوب الصحراء حيث تم الربط بين الكفاءة الإدارية الحكومية والنمو الاقتصادي، ووفقاً لهذه الأدبيات فإن الأدوات الحكومية للسياسات الاقتصادية ليس من المفروض فقط أن تكون اقتصادية وفعّالة ولكن أيضاً لا بد أن تكفل العدالة والمساواة، ولقد نما المفهوم بعد ذلك ليعكس قدرة الدولة على قيادة المجتمع في إطار سيادة القانون.

<sup>1</sup> سلوى الشعراوي جمعة وآخرون ، إدارة شؤون الدولة و المجتمع، مركز دراسات واستشارات الإدارة العامة، القاهرة، 2001، ص 4.

<sup>2</sup> زايري بلقاسم، الحكم الرشيد والكفاءة الاقتصادية، المؤتمر الدولي حول: الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005، ص 91.

في بداية التسعينيات أصبح التركيز على الأبعاد الديمقراطية للمفهوم من حيث تدعيم المشاركة وتفعيل المجتمع المدني وكل ما يجعل من الدولة ممثلاً شرعياً لمواطنيها، ففي اجتماع اللجنة الوزارية لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية الذي عقد بباريس في مارس 1996 تم الربط بين جودة وفعالية أسلوب إدارة شؤون الدولة ودرجة رخاء المجتمع، والتأكيد على أن المفهوم يذهب الى أبعد من الإدارة الحكومية لیتضمن اشكاليات تطبيق الديمقراطية لمساعدة الدول في حل المشاكل التي تواجهها، ويمكن توضيح أسباب ظهور الحكم الراشد في ما يلي:<sup>1</sup>

- **العمل على مكافحة الفساد المالي والإداري:** أصبح مشكل الفساد يتصدر قائمة المشاكل التي تعاني منها الدول النامية وحتى المتقدمة جراء غياب المساءلة والشفافية في تسيير أموال الدولة وشؤون المجتمع، هذه الظاهرة تعوق عملية التنمية في شتى المجالات ولا يمكن مجاهاها دون اقامة الحكم الراشد.
- **ضعف مستوى التنمية البشرية وزيادة معدلات الفقر والبطالة:** لاسيما في دول العالم الثالث التي يمثل تجسيد الحكم الراشد فيها أحد أهم الآليات التي ستساعد على مسايرة التطورات الحاصلة على المستوى الدولي، وكذا العمل على تحسين الأداء والفعالية في القطاع العمومي باعتبار أن الحكم الراشد يمثل مخطط سياسي، اجتماعي وتنموي ناتج عن سلوكيات الفاعلين في الدولة.
- **العولمة:** وما تبعها من تطورات في مختلف المجالات حيث اتسع مجال انتشار الديمقراطية وحقوق الانسان وتزايد دور المنظمات غير الحكومية نتيجة للتطور التكنولوجي خاصة مع ظهور شبكة الأنترنت، الأمر الذي ساعد على سرعة انتشار المعلومة وزيادة التواصل على المستوى العالمي.
- **زيادة عدد السكان:** وما فرضه من زيادات موازية في الحاجات والمتطلبات المختلفة استوجبت ظهور أنماط جديدة من التخطيط الاقتصادي والاجتماعي مما استدعى ضرورة احداث تطوير في نظم الإدارة المحلية في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء.

<sup>1</sup> بن عيسى ليلي، الحكم الراشد أحد مقومات التسيير العمومي الجديد، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، العدد 14، ديسمبر 2013، ص ص 201 - 202.

### ثانياً: تعريف الحكم الرشيد:

لقد اختلفت التعاريف المقدمة لمفهوم الحكم الرشيد لكونه ذو أبعاد سياسية واقتصادية ومؤسسية، وفيما يلي نورد بعض التعاريف:

**تعريف 1:** عرف برنامج الأمم المتحدة الإنمائي Programme des Nations Unies pour le Développement PNUD الحكم الرشيد بأنه: " ممارسة السلطات الاقتصادية والسياسية والإدارية لإدارة شؤون الدولة على كافة المستويات، ويشمل الآليات والميكانيزمات والعمليات والمؤسسات التي من خلالها يعبر المواطنون والمجموعات عن مصالحهم ويمارسون حقوقهم القانونية ويوفون بالتزاماتهم ويسوون خلافاتهم".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** عرف صندوق النقد الدولي الحكم الرشيد من خلال البعد التقني أي الناحية الاقتصادية من الحكم بأنه: "تحديد شفافية حسابات الحكومة وفعالية إدارة الموارد العامة، واستقرار البيئة التنظيمية لنشاطات القطاع الخاص".

**تعريف 3:** تعرف المادة 9 من اتفاقية شراكة كوتونو الموقعة بين الاتحاد الأوروبي و77 دولة من جنوب الصحراء الإفريقية ودول الكاريبي والمحيط الهادي الحكم الصالح بأنه: "الإدارة الشفافة والقابلة للمحاسبة عن الموارد البشرية والطبيعية والاقتصادية والمالية لفرض التنمية المنصفة والمستمرة، وذلك ضمن نطاق بيئة سياسية ومؤسسية تحترم حقوق الإنسان ومبادئ الديمقراطية وحكم القانون".<sup>2</sup>

من التعاريف السابقة يمكن تعريف الحكم الرشيد بأنه عبارة عن: "الإدارة الرشيدة والسليمة للحكم والتي تشمل إدارة الجانب السياسي والاقتصادي والاجتماعي للدولة في ظل حكم وسيادة القانون".

### ثالثاً: مقومات الحكم الرشيد:

تتباين مقومات الحكم الرشيد أو معاييرها بتباين الجهات صاحبة التعريف فمثلاً نجد أن البنك الدولي يركز على كل ما يحفز النمو والانفتاح الاقتصادي في حين أن برنامج الأمم المتحدة الإنمائي يركز على الانفتاح السياسي، وعموماً يمكن تحديد أبرز مقومات الحكم الرشيد فيما يلي:<sup>3</sup>

**1- الشفافية:** هي من أهم خصائص الحكم الرشيد وتعني إتاحة المعلومات وسهولة الحصول عليها لجميع الأطراف في الدولة، وهذا يتمثل في أن تكون الحسابات العامة متاحة بصورة مباشرة مع توفر معلومات كافية وشاملة ومنظمة عن عمل وأداء المؤسسات بمختلف قطاعاتها لكي تسهل عملية مراقبتها ومتابعتها، إذن

<sup>1</sup> برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، شعبة التطوير الإداري وإدارة الحكم مكتب السياسات الإنمائية، الفساد والحكم الرشيد، ورقة مناقشة رقم 3 نيويورك، يوليو، 1997، ص 4.

<sup>2</sup> خمارة السعيد وتمجدين نور الدين، الإدارة الرشيدة خيار للإصلاح الإداري والمالي، الملتقى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الرشيد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية، جامعة سكيكدة، يومي: 05/04 ديسمبر 2007.

<sup>3</sup> عمراني كربوسة، الحكم الرشيد ومستقبل التنمية المستدامة في الجزائر، ص ص 4-6 مقالة محملة من الرابط: [http://www.univ-chlef.dz/uhbc/seminaires\\_2008/dicembre\\_2008/com\\_dic\\_2008\\_27.pdf](http://www.univ-chlef.dz/uhbc/seminaires_2008/dicembre_2008/com_dic_2008_27.pdf)

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

فالشفافية هي تدفق المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية في الوقت المناسب وبطريقة يمكن الاعتماد عليها الأمر الذي يحتم على الدولة أن تصدر قوانين تهتم بحرية المعلومات وتسمح للجمهور ولوسائل الإعلام المختلفة بالحصول عيها، فمن الصعب تحيل وجود حكم راشد وحكومة فاعلة ومتجاوبة مع شعبها دون وجود قطاع إعلامي متميز وقوي يتسم بالمهنية والاستقلالية.

**2- المشاركة:** يرتبط مبدأ المشاركة بمبدأ الشفافية، فمعرفة المعلومات وحده لا يفي بالغرض بل لا بد أن تكون هناك آليات يكون الشعب قادر من خلالها على التأثير في صنع القرار وأن يضع المسؤولين تحت طائلة المحاسبة، لذلك على الدول أن تعطي لأفراد المجتمع الحق في المشاركة في صياغة القوانين واللوائح والأنظمة واستشارتهم في شؤون الحياة العامة مثل حق إجراء الاستفتاء على القوانين وغيرها من الأمور بكل نزاهة وسهولة وشفافية.

**3- حكم القانون (سيادة القانون):** يعني أن الجميع حُكَّامًا ومحكومين يخضعون للقانون ولا شيء يسمو على القانون، ويجب أن تطبق الأحكام والنصوص القانونية بصورة عادلة وبدون تمييز بين أفراد المجتمع وأن تتوافق هذه القوانين مع معايير حقوق الإنسان وتكون ضمانات لها.

**4- المساءلة:** هي أن يكون جميع المسؤولين والحكام ومتخذي القرار في الدولة أو القطاع الخاص أو مؤسسات المجتمع المدني خاضعين لمبدأ المحاسبة أمام الرأي العام ومؤسساته دون استثناء، وهي تأخذ ثلاثة أشكال تتمثل في:

- **المساءلة التشريعية:** هي أهم مساءلة يعتمدها النظام الديمقراطي وتتم من خلال البرلمان، حيث يؤدي هذا الأخير دوراً مهماً في تنفيذ سياسات الحكومة والرقابة عليها.

- **المساءلة التنفيذية:** تعني خضوع الجهاز التنفيذي نفسه للمحاسبة عبر سبيل الإدارة.

- **المساءلة القضائية:** تشكل ركن أساسي من أركان ضبط عمل الجهاز الحكومي وغير الحكومي، فهي تؤدي دوراً مهماً في أسلوب الحكم الراشد عن طريق مراقبة تسيير عملية التنفيذ وتوجيه التهم للموظفين.

**5- الإجماع:** بعض المصالح المتعلقة بالمجتمع قد تصطدم أحياناً بخلافات تحتاج الى اتخاذ قرار حازم في مسألة معينة، لذلك يجب تحكيم الاجماع بتغليب رأي المجموعة تحقيقاً للنفع العام للوطن ولأفراد المجتمع وما يقتضيه واقع الحال من اجراءات.

**6- المساواة:** وتعني خضوع جميع أفراد المجتمع للمساواة وعدم التمييز بينهم، فهم متساوون في الحقوق والحريات والكرامة.

**7- الكفاءة:** تعني الكفاءة الالتزام بتوظيف الموارد الوطنية بالصورة السليمة والواضحة لكل أفراد المجتمع حيث تعتبر الكفاءة والفاعلية في إدارة المؤسسات العامة ومؤسسات المجتمع المدني عنصراً جوهرياً في تحقيق التقدم وتعزيز مفهوم التنمية المستدامة.

**8- العدل:** والمقصود هنا العدل الاجتماعي بحيث يكون لجميع أفراد المجتمع الفرصة لتحسين أوضاعهم الاجتماعية، والتطلع دائماً لتحسين أوضاع الفئات المحرومة والمهمشة وضمان أمنهم الاجتماعي والعمل على توفير احتياجاتهم الأساسية.

**9- اللامركزية:** تتمثل اللامركزية في توزيع السلطات على أفراد المجتمع من خلال التوزيعات الجغرافية للدولة بهدف إدارة شؤونها والحفاظ على حقوق الأفراد داخلها، فيشعر الفرد بأنه هو صاحب القرار من جهة وأنه تحت المراقبة الشعبية من جهة أخرى، كما يعتبر البعض بأن أفراد المجتمع في أي منطقة من مناطق الدولة هم الأقدر على رسم السياسات التي تحكم علاقاتهم ببعض وعلاقاتهم بالسلطة، وهم الأقدر على تحديد الأهداف وصياغتها والعمل على تحقيق مبدأ المشاركة قصد الوصول الى التنمية المنشودة بما يتلاءم مع احتياجاتهم.

### رابعاً: مؤشرات الحكم الراشد:

مؤشرات الحكم الراشد أو المؤشرات العالمية للحكومة هي أحد منتجات البنك الدولي التي تقيس تحسن الأداء في ممارسة السلطة السياسية والاقتصادية والادارية للدولة، وتعتبر من أكثر المؤشرات شمولية ومصداقية ودقة في قياس جودة الحكم مقارنة ببقية المؤشرات العالمية الأخرى، وهي تتمثل فيما يلي:

مؤشرات التمثيل والمساءلة.

مؤشرات الاستقرار السياسي.

مؤشرات فاعلية الحكومة.

مؤشرات جودة التشريع.

مؤشرات قواعد القانون.

مؤشرات مكافحة الفساد.

**1- الاستقرار السياسي وغياب العنف:** وفقاً لمؤشرات الحوكمة العالمية يقيس مؤشر الاستقرار السياسي احتمال زعزعة الاستقرار أو حدوث انقلاب غير شرعي أو استخدام العنف ويشمل ذلك العنف ذو الطابع السياسي والارهابي،<sup>1</sup> ويتحقق الاستقرار السياسي عندما لا تتوفر امكانية الاطاحة بالحكومة بوسائل غير دستورية وعدم وجود حوادث الشعب، ويمكن توفير ذلك من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

- انهاء الأحكام العرفية واحترام مبادئ الديمقراطية التعددية، والحق في التداول السلمي على السلطة.

- ضمان استقلال القضاء المدني والغاء المحاكم الاستثنائية، وضمان مبدأ سيادة القانون والتمتع بحقوق المواطنة الكاملة.

<sup>1</sup> بسام عبد الله البسام، الحوكمة الرشيدة: دراسة حالة العربية السعودية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 69/67، صيف خريف 2014، ص 188.

<sup>2</sup> دانيال كوفمان، وارت كراي، بابلو زويدو، تحسين التنظيم والادارة من التشخيص الى التنفيذ، مجلة التمويل والتنمية جوان 2000.

- اصلاح التشريعات وفقاً للمعايير الدولية وخاصة تلك التي تتعارض مع حرية الرأي والتعبير وتداول المعلومات والحق في المعرفة، والعمل من أجل إنهاء سيطرة الدولة على وسائل الاعلام مع تقنين الحق في التجمع والتنظيم السلمي لكافة الجماعات والقوى الفكرية والسياسية في اطار قانون ودستور ديموقراطي.

- اتخاذ اجراءات فورية للإصلاح الاداري والمالي ومقاومة الفساد والتصدي لنهب المال العام، وتعزيز آليات الشفافية والمحاسبة.

**2- فاعلية الحكومة:** يقيس مؤشر فاعلية الحكومة مدى جودة الخدمات العامة وجودة الخدمات المدنية (طبيعة البيروقراطية، كفاءة الموظفين)، ودرجة استقلالية عمل الحكومة عن الضغوط السياسية وجودة الأنظمة وتطبيقها ومصداقية التزام الحكومة بهذه الأنظمة،<sup>1</sup> هذا المؤشر وضع لفائدة الحكومات في تقييم وضع وتطبيق السياسات السليمة وضمان تقديم الخدمات العمومية بجودة أكبر.

**3- مؤشر جودة التشريعات وتطبيقها:** يقيس مؤشر جودة التشريعات وتطبيقها مدى قدرة الحكومة على تنفيذ سياسات ولوائح فعّالة من شأنها مساعدة التنمية في القطاع الخاص، كما يقيس مدى رغبة الحكومة في توفير بيئة استثمارية جاذبة للمستثمرين من الداخل والخارج، ويقيس المؤشر أيضاً جودة التشريعات المنظمة للعلاقة بين الأطراف المساهمة في عملية الحوكمة: الحكومة، القطاع الخاص، المنظمات غير الربحية والمواطنين، بالإضافة الى مدى التزام الحكومة بتطبيق هذه التشريعات.<sup>2</sup>

**4- سيادة القانون:** يقيس مؤشر سيادة القانون مدى ثقة المتعاملين بتطبيق القوانين من قبل الحكومة وبشكل خاص الثقة في مدى انفاذ العقود وحماية حقوق الملكية وعمل الشرطة والمحاكم، ذلك أن ارتفاع مؤشر سيادة القانون لأي بلد يساعد على توفير الثقة بين الجهات التنفيذية الحكومية من جهة والقطاع الخاص والأفراد من جهة أخرى، هذه الثقة تساعد على دعم الاستثمار وتشجع على الابتكار كنتيجة لحماية حقوق الملكية الفكرية.

**5- مؤشر المشاركة والمساءلة:** يقيس مؤشر المشاركة مدى قدرة مواطني بلد ما على المشاركة في انتخاب حكومتهم بالإضافة الى حرية التعبير وحرية تكوين الجمعيات والاعلام الحر، وبمعنى آخر فإن المؤشر يقيس مدى قدرة المواطنين على المشاركة في عملية اتخاذ القرارات ورسم الاستراتيجيات، أما مبدأ المساءلة فهو قدرة المواطنين على محاسبة المسؤولين عن نتائج قراراتهم وأنه لا أحد فوق المساءلة، فوفقاً للبنك الدولي الحكم الجيد يتطلب العديد من الخطوات من جانب الحكومة ولكن يتطلب أيضاً مشاركة فاعلة من قبل الشعب، ولذلك يعتبر مؤشر قياس المشاركة والمساءلة عنصراً مهماً من عناصر الحكومة الرشيدة.

<sup>1</sup> بسام عبد الله البسام، مرجع سبق ذكره، ص 186.

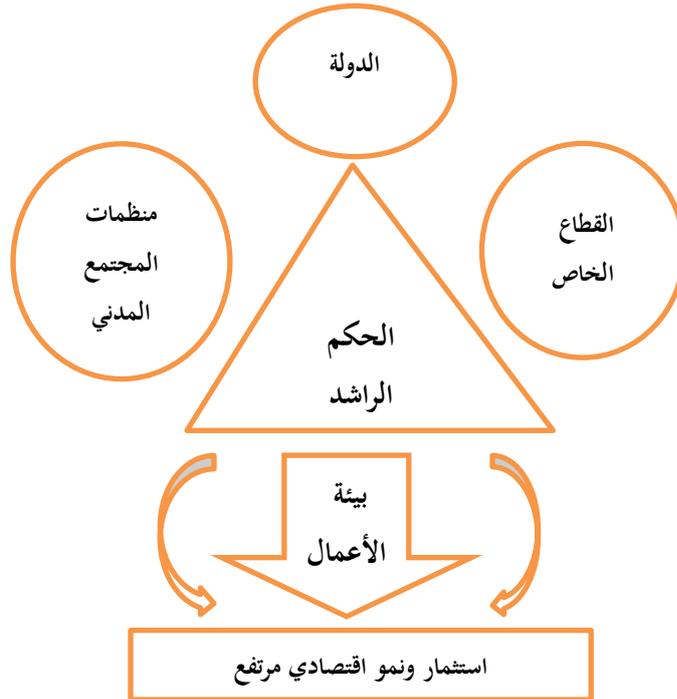
<sup>2</sup> بسام عبد الله البسام، المرجع نفسه، ص 192.

**6- السيطرة على الفساد:** يقيس مؤشر السيطرة على الفساد الى أي مدى يمكن السيطرة على الفساد في بلد ما وهذا يشمل كل أنواع الفساد السياسي والاقتصادي والاداري، حيث يساعد المؤشر على معرفة مدى سلطة المواطنين على محاسبة المسؤولين الحكوميين عن أخطائهم بالإضافة الى مراقبة أداء الحكومة.

**خامساً: الحكم الراشد وتحسين البيئة الخارجية للشركة:**

يؤدي انتشار الفساد وسوء الإدارة الى تقويض ثقة الشعب في الحكومات وفي شرعية كل من مؤسسات القطاعين العام والخاص، فآثاره على الاقتصاد القومي مدمرة خاصة في ظل قدرة الأسواق العالمية الحرة على تغيير اتجاه الاستثمارات وتدفق رؤوس الأموال نتيجة فقدان الثقة في بعض الأسواق بسبب تفشي الفساد وعدم الاهتمام بتفعيل الاطار المؤسسي، وعليه فان تطبيق مقومات الحكم الراشد يؤدي لا محال الى تحسين بيئة الأعمال وجعلها أكثر أمناً وملائمةً للاستثمار حيث توجه الموارد لخدمة التنمية الاقتصادية للدولة وتهيئة الظروف المناسبة في بيئة الأعمال والتي تسمح بممارسة الأنشطة الاقتصادية بطريقة أكثر سهولة ومرونة، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم: (2-7): الحكم الراشد واصلاح بيئة الأعمال.



المرجع: أحمد جاسم محمد المطوري، مدى توافر مؤشرات إدارة الحكم وأثرها على النمو الاقتصادي في العراق، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 19، 2011، ص 16.

نلاحظ من خلال الشكل أن اقامة الحكم الراشد يتطلب تضافر جهود العديد من الجهات يأتي على رأسها الدولة، القطاع الخاص ومنظمات المجتمع المدني بصفتهما شريكين أساسيين في ذلك، تضافر الجهود هذا يساهم بدور ايجابي وفعّال في تهيئة وتحسين بيئة الأعمال والتي تؤدي مع العوامل الأخرى الى جذب الاستثمارات الضرورية لتحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع.

### المطلب الثاني: تفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة لمحاربة الفساد.

إنّ الحاجة الى الحوكمة في العديد من الاقتصاديات وخصوصاً النامية منها تتعدى حل المشاكل الناشئة عن الفصل بين الملكية والادارة في الشركات، فهذه الاقتصاديات غالباً ما تواجه مشاكل تتعلق ب: نقص حقوق الملكية، سوء استخدام حقوق مساهمي الأقلية، انتهاك العقود، نهب الأصول والتعامل مع الذات، هذا يرجع الى عدم الاهتمام بتطبيق التشريعات والقوانين وعدم فعالية المؤسسات السياسية، الادارية، القانونية (القضائية) والاقتصادية للدولة في القيام بدورها على أكمل وجه حيث يتفشى الفساد بكافة أشكاله الأمر الذي يستدعي تفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة قصد مكافحته.

#### أولاً: ماهية الفساد:

سوف نتعرض في ماهية الفساد الى تعريفه، أشكاله، أسباب انتشاره، وآثاره على بيئة الأعمال:

**1- تعريف الفساد:** تتفق معظم التعاريف التي قدمت الى الفساد على أنه سوء استغلال الوظيفة أو المركز لتحقيق أغراض خاصة، ومن بين هذه التعاريف ما يلي:

**تعريف 1:** يعرف برنامج الأمم المتحدة الانمائي (UNPD) الفساد بأنه: "إساءة استعمال القوة العمومية أو المنصب أو السلطة للمنفعة الخاصة سواء عن طريق الرشوة أو الابتزاز أو استغلال النفوذ أو المحسوبية أو الغش أو تقديم اكراميات للتعجيل بالخدمات أو عن طريق الاختلاس".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** يعرف البنك الدولي الفساد على أنه: "إساءة استعمال الوظيفة العامة للكسب الخاص"، وعليه فالفساد يحدث عندما يقوم موظف بقبول أو طلب رشوة لسهيل عقد أو اجراء طرح لمنافسة عامة، كما يتم عندما يقوم وكلاء أو وسطاء لشركات خاصة بتقديم رشواي للاستفادة من سياسات أو اجراءات عامة للتغلب على منافسين وتحقيق أرباح خارج إطار القوانين المرعية، كما يمكن أن يحدث من خلال استغلال الوظيفة العامة دون اللجوء الى الرشوة وذلك بتعيين الأقارب في المناصب أو سرقة أموال الدولة مباشرة".<sup>2</sup>

**- تعريف 3:** يعرف الفساد على أنه: "أحد الأعراض التي ترمز الى وقوع خطأ في إدارة الدولة، بمعنى أن المؤسسات التي صممت لإدارة العلاقات المتداخلة بين المواطن والدولة أصبحت تستخدم بدلاً من ذلك كوسيلة للإثراء الشخصي وتقديم المنافع الى الفاسدين".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> برنامج الأمم المتحدة الانمائي، مكافحة الفساد لتحسين ادارة الحكم، شعبة التطوير الاداري وادارة الحكم، مكتب السياسات الانمائية، 1998 ص 2.

<sup>2</sup> محمود عبد الفضيل، مفهوم الفساد ومعايره، الفساد والحكم الصالح في البلاد العربية، بحوث مناقشات الندوة الفكرية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004، ص 80.

<sup>3</sup> عماد الشيخ داود، الشفافية ومراقبة الفساد، الفساد والحكم الصالح في البلاد العربية، بحوث مناقشات الندوة الفكرية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004، ص 136.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

وعليه يمكن تعريف الفساد على أنه: "سلوك منحرف يقوم به موظف أو مسؤول في منصب معين بالدولة يهدف الى خدمة أغراضه الشخصية بدلاً من خدمة أهداف العامة، ومعنى ذلك عدم القيام بمهامه وفقاً لما يمليه الواجب والقانون".

### 2- أشكال الفساد: يتمحور الفساد بصفة عامة حول ثلاثة أشكال تتمثل في:<sup>1</sup>

- **الفساد السياسي:** يعرف الفساد السياسي بأنه: "إساءة استخدام السلطة العامة (الحكومية) من جانب موظفي الإدارة العامة والمسؤولين الحكوميين لأهداف غير مشروعة بطريقة سرية لتحقيق مكاسب شخصية" وهو يشمل ما يلي:

\* **فساد المسؤولين الكبار (فساد القمة):** يحدث هذا النوع من الفساد على أعلى مستويات الحكومة ويشمل البرامج والمشروعات الحكومية الرئيسية، حيث يدمر كبار المسؤولين الفاسدين خيارات القطاع العام مقابل الحصول على أجور كبيرة لهم من خلال المبالغ التي تدفعها كبرى الشركات الخاصة لقاء الحصول على عقود وامتيازات خاصة، إضافة الى العوائد المحصل عليها من وضع اليد على المال العام كالاختلاسات وعمليات غسيل الأموال.

\* **فساد النظام السياسي:** والذي يتخذ عدة أشكال أبرزها: فساد الأنظمة الانتخابية المتمثل في تزوير الانتخابات، شراء النفوذ السياسي المتمثل في شراء الأصوات، فساد الأحزاب السياسية من خلال تحول العمل السياسي المبني على الرأي والرأي الآخر الى صفقة سياسية تخفي كل أشكال المعارضة من المشهد السياسي فساد السلطات التشريعية والتنفيذية وحتى القضائية مستغلين الامتيازات الممنوحة لهم بحكم وظيفتهم كالنفوذ والحصانة.

- **الفساد المالي:** يتمثل في مجمل الانحرافات المالية ومخالفة القواعد والأحكام المالية التي تنظم سير العمل المالي في الدولة ومؤسساتها، ومخالفة التعليمات الخاصة بأجهزة الرقابة المالية كالجهاز المركزي للرقابة المالية المختص بفحص ومراقبة حسابات وأموال الحكومة مثل الرشاوي والاختلاس والتهرب الضريبي والمحاباة والمحسوبية في التعيينات الوظيفية.

- **الفساد الإداري:** يعرف الفساد الإداري حسب "جوزيف ناي Joseph Nye" بأنه: "سلوك الموظف العام المخالف للواجب الرسمي بسبب المصلحة الشخصية (مثل العائلة، القرابة، الصداقة) أو الاستفادة المادية أو استغلال المركز ومخالفة التعليمات لغرض ممارسة النفوذ والتأثير الشخصي، كما يشمل كذلك سوء استخدام المال العام مثل التوزيع غير القانوني للموارد من أجل الاستفادة الخاصة".

<sup>1</sup> خلاف وليم، دور المؤسسات الدولية في ترشيد الحكم المحلي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم السياسية والعلاقات الدولية تخصص الديمقراطية والرشادة، كلية الحقوق، قسم العلوم والسياسية والعلاقات الدولية، جامعة فنسنتية، 2010/2009، ص 6-8.

- 3- مميزات الفساد الإداري والمالي:** يتميز الفساد الإداري والمالي عن أنواع الفساد الأخرى بما يلي:<sup>1</sup>
- سوء البناء التنظيمي وانفراد الرؤساء بعملية اتخاذ القرارات دون مشاركة أو استشارة العاملين وعدم صلاحية القيادة، وسوء نظام الاتصالات في الهيئة وضعف نظام الحوافز.
  - التضخم الوظيفي أي كثرة عدد الوظائف دون حاجة لذلك.
  - الترهل التنظيمي أي كثرة الوحدات أو الأقسام دون حاجة لهذا التوسع سوى تكبيراً لمنزلة القائم بإدارتها.
  - البيروقراطية أي الحكم من خلال المكاتب بواسطة التعالي على الزبائن أو الجمهور.
  - التسبب وقلة الإنتاج ورداءة الخدمة وتقديمها كمنة من الموظف وليس واجباً عليه.
  - الروتين أي كثرة الإجراءات الإدارية وبطئها بشكل يبعث على الاستياء العام.
  - التمييز بين الزبائن في تقديم الخدمة سواء من ناحية الجودة أو الوقت حتى يصبح لدى المواطن عقيدة جلب واسطة لغرض إنجاز الخدمة التي يرغب فيها.
- 4- أسباب انتشار الفساد:** لقد أدى استفحال ظاهرة الفساد في أغلب المجتمعات خاصة المتخلفة منها الى اعاقا عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية فيها، وهذا رغم توفر العديد منها على امكانيات تؤهلها لتحقيق تنمية حقيقية ومستدامة في مختلف المجالات حيث تتشارك العديد من العوامل والأسباب تتشارك في تفشي هذه الظاهرة منها:<sup>2</sup>
- **وجود أنظمة حكم استبدادية تحتكر السلطة في البلاد ولا تقبل المشاركة:** تعد أنظمة الحكم الاستبدادية أرضاً خصبة لسوء استغلال السلطة خاصة في ظل عدم وجود المحاسبة والمساءلة، الأمر الذي يؤدي الى استغلال المال العام وتسخيره لتحقيق مصالح فردية، هنا يفقد الشعب الثقة في الحكومة وتغيب روح المواطنة وتنفشى كل أنواع الفساد نتيجة غياب العدالة الاجتماعية.
  - **ضعف النظام القضائي:** تستمد الحكومات قوتها من وجود أنظمة قضائية عادلة ومستقلة تفرض قوانينها على الجميع، غير أن غياب الأنظمة القضائية القوية والعدالة والمستقلة وغياب المساءلة يؤدي الى انتشار كل مظاهر الفساد.
  - **انهيار القيم الأخلاقية وضعف الوازع الديني في المجتمع:** من أبرز عوامل تفشي الفساد هو انهيار القيم والأخلاق الحميدة بين أفراد المجتمع، وهذا غالباً ما يظهر بسبب سوء الادارة السياسية الحاكمة وتبنيها سياسة الانفلات الأخلاقي وشياع الحريات غير المنضبطة مع غياب عقيدة الدين وفساد رجاله.

<sup>1</sup> عبد القادر الشخلي، دور القانون في مكافحة الفساد الإداري والمالي، مؤتمر القيادة الإبداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006، ص 353.

<sup>2</sup> هيئة النزاهة، ماهية الفساد، المملكة العربية السعودية، مقالة منشورة على الموقع الالكتروني:

- ضعف الأجهزة الرقابية والنفثيشية في مؤسسات الدولة والقطاع الخاص: من أهم أسباب تفشي ظاهرة الفساد هو ضعف أو عدم وجود أجهزة رقابية وتفتيشية قوية تستطيع بسط اجراءات الضبط الداخلي على كل مرافق حلقات الادارة العامة للدولة، ضعف هذه الأجهزة يستغله بعض الفاسدين في ممارسة الفساد نظراً لقدرتهم على الافلات من الرقابة.

- انهيار المستويات المعيشية للفرد داخل المجتمع: يؤدي سوء توزيع الدخول بين أفراد المجتمع وخاصة في الدول الفقيرة الى تفشي ظاهرة الفساد، والتي تنتج عن الاحساس بعدم العدالة بفعل سيادة الفوارق الطبقيّة بين أفراد المجتمع.

- بروز ظاهرة تولي المسؤولية لقيادات ضعيفة وغير متخصصة في مجال عملها: من أبرز عوامل انتشار الفساد في الادارة العامة وجود قيادات ادارية وصلت الى السلطة بقرارات تقع ضمن قاموس المحسوبية لا تتوفر على الكفاءة المطلوبة وغير مختصة في مجال عملها، هذا ما يؤدي الى بروز سلسلة الادارة السلبية والقرارات الخاطئة وضعف الأنظمة الادارية، وعليه فان وضع الشخص غير المناسب في موقع المسؤولية واتخاذ القرار يؤدي الى أن يكون أداءه الوظيفي ضعيفاً ودون مستوى الطموح مما يضر بمصالح المواطنين وسمعة الدائرة والدولة ويساعد أيضاً على استغلال ذلك من قبل البعض في تمرير عمليات الغش والتلاعب على هذا المسؤول واستغلال المال العام لتحقيق منافع شخصية.

الجدير بالذكر أن هذه الظاهرة تتفشى بصفة خاصة في المجتمعات العربية أين يقوم الحاكم أو المسؤول بتوزيع المسؤوليات والمهام الحيوية في الدولة على ذويه من ذي القربى والأصدقاء والمقربين منه، ونتيجة لذلك تظهر سلبيات عديدة في أساليب الادارة بالدول العربية.

- أسباب اجتماعية: وهي تشمل ما يلي:

- تعود المواطنين على قيم اجتماعية معينة كاستخدام الوساطة حتى في الأمور السهلة والتنشئة الأسرية التي تُعوّد الفرد على أهمية تحقيق أهدافه بغض النظر عن مصلحة الجهاز، اضافة الى اعتقاد المواطنين أن مخالفة القانون تحقق الأهداف بشكل أسرع.

- تدني مستوى المعيشة والإحباط النفسي والبطالة حيث ينصرف كل من المواطن والموظف الى الاهتمام بأموره الشخصية لتغطية احتياجاتهم، الأمر الذي يجعل الاهتمام بالمنظمة والتعليمات أمور ثانوية.

- السياسات التعليمية والتثقيفية كالاقتقاد الى المناهج التي ترسخ معنى الخدمة المدنية في المدارس والجامعات وعدم اهتمام المسؤولين التربويين بمتابعة تطبيق بعض المناهج التي تركز على معنى الخدمة المدنية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ابتسام عبد الرحمن حلواني، كيف نحصن موظفينا ضد الفساد الإداري، مؤتمر القيادة الإبداعية والتحديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص 427.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- الأسباب الاقتصادية: تساهم الأوضاع الاقتصادية هي الأخرى في تفشي ظاهرة الفساد من خلال ما يلي:

- تؤدي الفجوة المتزايدة بفعل التضخم بين الدخول الاسمية للعاملين بأجهزة الدولة واحتياجاتهم المالية الحقيقية لمواجهة متطلبات المعيشة الى تقوية الدافع لارتكاب صور الفساد مثل الرشوة والاختلاس، نظراً لصعوبة سد تلك الفجوة بأساليب مشروعة.

- تكليف أجهزة الدولة الحكومية (القطاع العام) بأعباء ومهام تتطلبها برامج التنمية وما يستلزمه ذلك من منحها صلاحيات واسعة ومدتها بموازات واعتمادات مالية كبيرة دون تمكينها من بناء مؤسساتها وتطوير قدراتها وتأهيل كوادرها، وتحسين قيادتها ضد احتمالات الانحراف والاستغلال أو اخضاعها للمتابعة والرقابة والمساءلة، فتتصرف في المال العام دون رقابة مالية أو محاسبية وهذا يعد مناخاً ملائماً لانتشار الفساد.<sup>1</sup>

**5- آثار الفساد المالي والإداري على بيئة الأعمال:** يؤدي تفشي الفساد في الدولة الى عدة آثار سلبية وعلى كافة المستويات الاقتصادية كانت أو اجتماعية أو سياسية، الأمر الذي يعطي انطباعاً سيئاً عن بيئة الأعمال وذلك نتيجة لما يلي:

- ارتفاع تكاليف الخدمات العامة: يؤدي الفساد الى ارتفاع تكاليف الخدمات العامة نتيجة التكاليف الاضافية، هذه الأخيرة تنتج عن دفع الرشوة وزيادة الوقت اللازم للحصول على الخدمة بسبب التعطيل فالمستهلك يدفع سعر للخدمة أعلى من تكلفتها الحقيقية بسبب الربح الاضائي الذي يضطر لدفعه للحصول الخدمة التي يحتكر الموظف العمومي تقديمها.

- تنامي القطاع غير الرسمي: يدفع الفساد الشركات الى التخفي خارج القطاع الرسمي وبالتالي تسرب مقادير هائلة من الدخل الوطني خارج القنوات الرسمية ومنه حدوث تشوه في التوزيع داخل الاقتصاد، حيث تحد الرشوة والتهرب الضريبي من قدرة الدولة على زيادة الإيرادات العمومية وتفضي الى معدلات ضريبية متزايدة الارتفاع تحصل من عدد متناقص من دافعي الضرائب.<sup>2</sup>

- خفض معدلات الاستثمار: يؤدي الفساد الى انخفاض العائد على الاستثمار بسبب ارتفاع التكاليف وهذا نتيجة قيام المستثمرين بدفع العملات والرشاوي للجهات المحتكرة للحصول على التراخيص ومختلف الخدمات العامة، كما أن كثرة الاجراءات واستغراقها وقت أطول يفقد المشاريع أهميتها، الأمر الذي ينعكس سلباً على بيئة الأعمال ويبعث على الاستياء لدى المستثمرين نتيجة اشاعة جو من عدم الطمأنينة، فانتشار الفساد يرسل اشارة الى المستثمرين تفيد بعدم سيادة القانون وضعف حقوق الملكية مما يجعل للاستثمار مخاطرة غير

<sup>1</sup> عادل عبد العزيز السن، متطلبات مواجهة المخالفات المالية والإدارية، ورقة عمل مقدمة ضمن مؤتمر الإدارة الرشيدة والإصلاح الإداري والمالي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009، ص ص 16-17.

<sup>2</sup> عبد الله بلوناس، رؤية اقتصادية للفساد، أسبابه ونتائجه وطرق معالجته، مداخلة مقدمة في مؤتمر القيادة الإبداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص ص 293-294.

مأمونة العواقب، وهو ما يؤدي في النهاية الى تدني الاستثمار المحلي والأجنبي فيتأثر النمو الاقتصادي سلباً (استثمار منخفض يعني نمو منخفض).

- **تدني مستويات المنافسة:** ذلك أن تفشي ظاهرة المدفوعات غير القانونية تغيب معه المنافسة النزيهة بين الشركات في ظل سوق واحدة، الأمر الذي يخلق عراقيل كبيرة أمام الشركات الجديدة للدخول الى تلك الأسواق، فتختفي الشركات ذات الأفضلية وتسود الشركات ذات المحسوبية وينتهي الأمر بالمستهلك الى دفع سعر أعلى مقابل جودة أقل.<sup>1</sup>

ثانياً: تفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة قصد مكافحة الفساد:

الحوكمة كآلية للإدارة الرشيدة لها دور وأهمية كبيرة في مكافحة الفساد وتطهير بيئة الأعمال وجعلها أكثر أمناً وجذباً للاستثمار والمستثمرين، يتجسد هذا الدور من خلال ما يلي:

**1- تبنى استراتيجية وطنية لمكافحة الفساد:** تعتمد استراتيجية مكافحة الفساد على سن قوانين واضحة ومفهومة لمكافحة الفساد والحرص على تطبيقها على الجميع دون استثناء حتى على أعلى رموز الدولة، والعمل على استقلالية القضاء، والانضمام الى الهيئات والاتفاقيات الدولية مع الالتزام بتوصياتها حول مكافحة الفساد (مثل منظمة الشفافية الدولية واتفاقية منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المناهضة للرشوة)، هذا وتتصل عملية مكافحة الفساد بتطبيق مجموعة من المفاهيم التي تشكل عناصر أساسية في الحوكمة واستراتيجية مكافحته وهي المساءلة، الشفافية والنزاهة، ويمكن توضيح كل منها فيما يلي:

- **المساءلة:** هي خضوع الأشخاص الذين يتولون الوظائف الحساسة في الدولة للمحاسبة القانونية والإدارية والأخلاقية وهذا من خلال تقديم تقارير دورية عن نتائج أعمالهم، فهم مسؤولين أمام السلطة التشريعية التي تتولى الرقابة على أعمال السلطة التنفيذية.

- **الشفافية:** تعني الشفافية وضوح مهام الادارات العامة ووضوح علاقتها مع المواطنين المنتفعين من الخدمة العامة، وحق المواطنين في الحصول على المعلومات اللازمة عن أعمال الإدارات العامة حتى يتم التأكد من أن عمل هؤلاء يتفق مع تعريف القانون لوظائفهم ومهامهم، هذا ينطبق على أعمال الحكومة كما ينطبق على أعمال المؤسسات الأخرى غير الحكومية.

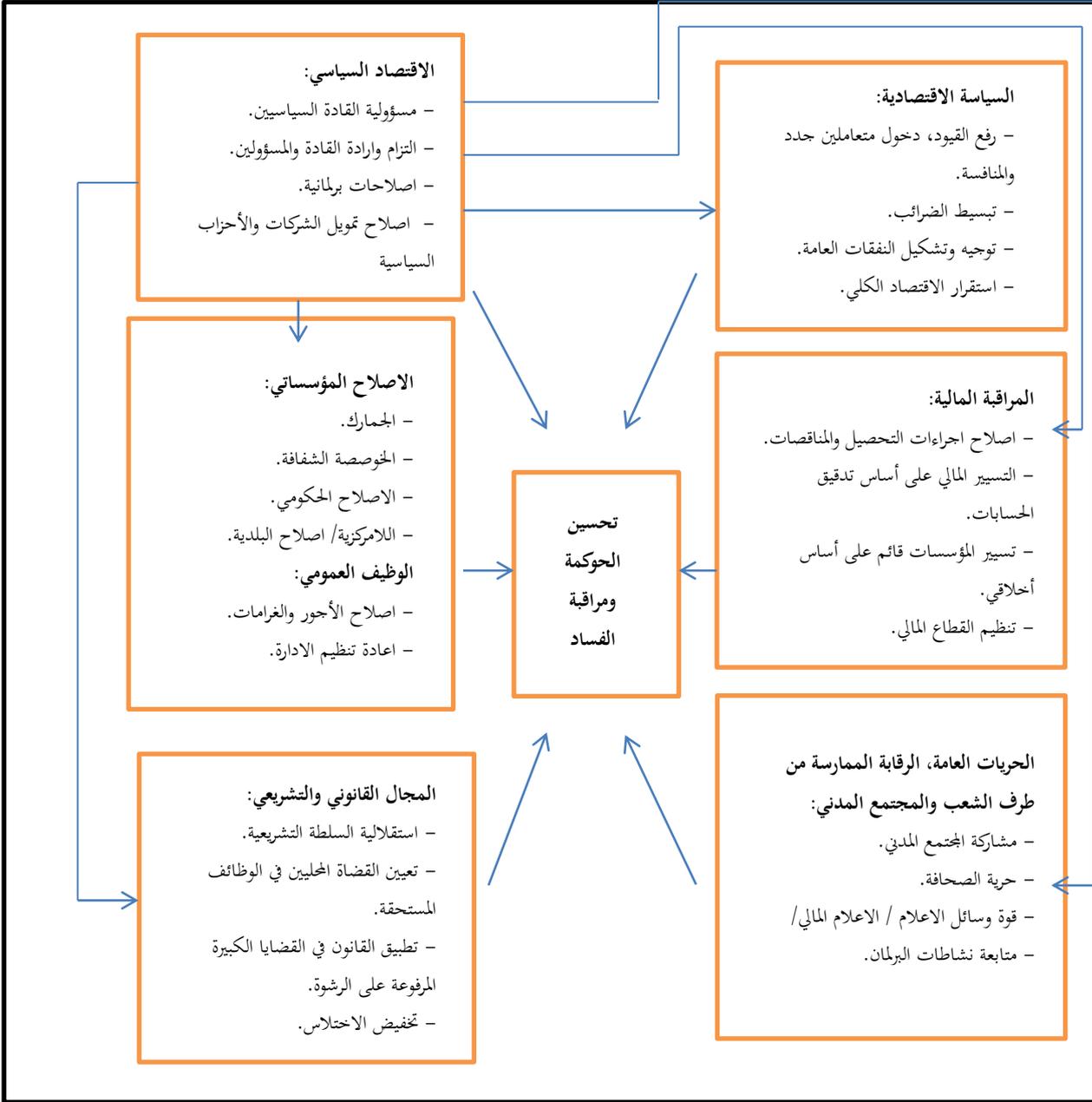
- **النزاهة:** هي منظومة القيم المتعلقة بالصدق والأمانة والإخلاص والمهنية في العمل، وبالرغم من التقارب بين مفهوم الشفافية والنزاهة إلا أن الثاني يتصل بقيم أخلاقية معنوية بينما يتصل الأول بنظم واجراءات عملية.

إنَّ الحديث عن تبنى استراتيجية عملية لمكافحة الفساد يعني اصلاح جل القطاعات التي ترى الدولة أنها تعتبر معاقل للفساد مثلما يوضحه الشكل الموالي:

<sup>1</sup> جون سوليفان، البوصلة الأخلاقية للشركات: أدوات مكافحة الفساد، الدليل السابع لحوكمة الشركات مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2009، ص 7.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

شكل رقم: (2-8): استراتيجية متعددة الجوانب لمحاربة الفساد وتحسين الحوكمة



**المرجع:** بركات سارة، زايد حسيبة، الحوكمة الجيدة ومحاربة الفساد والرشوة شروط أساسية لتحقيق التنمية في الشرق الأوسط وشمال افريقيا مداخلة مقدمة الى الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة بسكرة، يومي 6/7/2012 بتصرف

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تبني استراتيجية شاملة لمكافحة الفساد يعني أن تمس عملية الاصلاح والرقابة مجالات مختلفة في القطاع السياسي والاقتصادي والقانوني وحتى المجتمع المدني، مجموع هذه القطاعات يشكل لنا مناخ الاستثمار في الدولة واصلاحها يعني اصلاح أو تحسين بيئة الأعمال.

**2- وجود نظام قضائي مستقل ويعمل بشكل جيد:** يعتبر النظام القضائي المستقل الذي يعمل بشكل جيد من أهم اجراءات تحسين بيئة الأعمال، فلا يمكن للإجراءات التي يتم اتخاذها في مكافحة الفساد أن تحقق أي أثر ما لم يكن هناك نظام قضائي مستقل يسهر على تنفيذ القوانين ويحافظ على حكم القانون، وهذا يتطلب إصلاح جهاز العدالة وتطهيره من العناصر غير المؤهلة والممارسة للفساد وإدماج الكفاءات في مجال التحري والتحقيق وتحسين فاعلية المحاكم مع تحسين شروط العمل المادية والمعنوية لتقليل الحافز على الفساد.

**3- اصلاح الادارات والأجهزة الحكومية:** تتمثل عملية اصلاح الادارات والأجهزة الحكومية في تبسيط وتنسيق اجراءات العمل الداخلي في تلك الأجهزة طبقاً لمعايير واضحة ومحددة، وتنفيذ اجراءات لتحسين الأداء الضعيف في الجهات التي تحتاج اليه فوراً،<sup>1</sup> مع الحرص على تحقيق ما يلي:<sup>2</sup>

- اختيار هيئة الموظفين المدنيين من بين العاملين ذوي المؤهلات الجيدة.

- تعيين وترقية الموظفين بناءً على معايير مهنية.

- تقديم تدريب مهني للعاملين المدنيين على أساس أحدث تكنولوجيا.

- دفع مرتبات مناسبة قصد جذب الأفراد المهنيين المؤهلين ومنع تقاضي الرشاوي.

**المطلب الثالث: المسؤولية الاجتماعية للشركات وتحسين البيئة الخارجية الخاصة.**

لقي موضوع المسؤولية الاجتماعية للشركات اهتماماً كبيراً في الآونة الأخيرة حيث لم يعد تقييم شركات الأعمال يعتمد على ربحيتها فحسب، ولم تعد تلك الشركات تعتمد في بناء سمعتها على مراكزها المالية فقط فقد تزايدت تطلعات المستهلكين والموظفين والمستثمرين وشركاء الأعمال والمجتمعات المحلية فيما يتعلق بدور الشركات في المجتمع، وأصبحت الحكومات تطالب بمزيد من الشفافية حول أعمال الشركات خاصة مع ظهور الفضاء المالي والمحاسبية الأخيرة وما خلفته من آثار اقتصادية واجتماعية.

**أولاً: نشأة وتطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات:**

نشأة وتطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية جاء مرافقاً لتطور مفهوم الشركة وازدياد حجمها والذي مر بثلاث مراحل أساسية هي:

**1- المرحلة الأولى (مرحلة تعظيم الربح):** امتدت هذه المرحلة من القرن الثامن عشر الى نهاية العشرينيات من القرن الماضي، وقد سادت فيها وجهة نظر النيوكلاسيك التي ترى أن الهدف الوحيد للمؤسسة الاقتصادية هو تعظيم الربح الأمر الذي يمكنها من النمو وتوفير السلع والخدمات للمستهلكين وبالتالي تأمين دفع أجور أفضل للمستخدمين أي أن السعي وراء تحقيق المصلحة الخاصة يؤدي الى تحقيق المنفعة العامة، غير أنه مع مطلع القرن العشرين تطورت فلسفات اقتصادية جديدة تزامنت مع الانفصال المتزايد بين الملكية والإدارة في

<sup>1</sup> بن نعم عبد اللطيف، دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية - دراسة حالة الجزائر- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة معسكر، 2016/2015، ص 33.

<sup>2</sup> كاترين ل. كوشتا هلبلينج ود. جون ود سوليفان، مرجع سبق ذكره، ص 658.

الشركات، فقد كانت هناك بوادر لبعث المسؤولية الاجتماعية في بعض الأعمال ذات الصلة بالأخلاق الدينية كما هو الحال في أعمال Max Weber وكذا J.M Clark الذي يرى في مقال نشر سنة 1916: "أن الاقتصاد المبني على مبدأ "دعه يعمل دعه يمر" يمكن وصفه بأنه اقتصاد غير مسؤول فهو مجرد الفرد من أية مسؤولية خارجة عن النشاط الاقتصادي، ويضيف أن هناك حاجة الى اقتصاد مسؤول متطور ضمن أخلاقيات الأعمال التجارية"<sup>1</sup>، وفي عام 1919 أشار "هنري كانت" "Henry L-Gantt" الى: "أن جمهور المواطنين يكونون على استعداد لخلق أجواء التعارض والتضاد اذا أهملت ادارة الأعمال مسؤوليتها الاجتماعية اتجاههم"<sup>2</sup>.

**2- المرحلة الثانية (نموذج المساهمين):** امتدت هذه المرحلة من أواخر العشرينيات الى بداية الستينيات من القرن العشرين، وقد تم فيها تأسيس العديد من النظريات الحديثة بناءً على الانتقادات الموجهة لمبدأ الهدف الوحيد كنظرية المهارات لـ "E. Penrose" 1959 التي ترى أن تحقيق الربح هو ضروري للشركة لكنه ليس الهدف الوحيد (فالانتقاد يخص عملية تعظيم الربح وليس تحقيق الربح)، غير أن هذه النظريات التي نادى بتعدد الأهداف انصب اهتمامها على الأهداف الداخلية للشركة كزيادة المبيعات، زيادة حجم الشركة، تحسين الأجر وغيرها ولم تولي اهتماماً بالدور الاجتماعي والبيئي للشركة، ولعل السبب في ذلك هو بروز هذه النظريات في مرحلة تميزت بما يسمى "التمنية الفورية" وبالإننتاج والاستهلاك الواسعين وكذا سهولة الحصول على الموارد الطبيعية وأيضاً بنوع من الإباحية في ما يتعلق بالمخلفات الصناعية وآثارها على المحيط، ومن أهم مؤيدي هذا التوجه Milton Friedman الذي يرى أن المسؤولية الاجتماعية للشركة لا تمارس إلا من خلال القرارات الموجهة لتحسين المردودية الربحية لفائدة المساهمين، غير أنه وخلال هذه المرحلة أيضاً وامتداداً لأفكار J.M. Clark و Max Weber توالى الأعمال المطالبة بمسؤولية الشركات اتجاه المجتمع ولعل من أهمها كتاب "H.R. Bowen" 1953 (بدافع من منظمة دينية) والذي أراد من خلاله جعل المسؤولية الاجتماعية وسيلة لتنظيم الاقتصاد الأمريكي.<sup>3</sup>

**3- المرحلة الثالثة (مرحلة نوعية الحياة):** امتدت هذه المرحلة من نهاية الستينيات الى نهاية القرن العشرين وتميزت بازدياد حجم الشركات ورفض العمال لظروف العمل القاسية، كما تميزت بنجاح عمليات النمو الاقتصادي والتي كانت لها عدة مخلفات سلبية على البيئة والمجتمع تمثلت فيما يلي:

- الظلم الذي تعرض له المستهلكين جراء الغش في البضائع والتلاعب في الأسعار، وكذا حجب المعلومات الصحيحة عنهم والتي تخص المنتجات وتقدم خدمات ما بعد البيع.

<sup>1</sup> بقدر عائشة وبكار أمال، المسؤولية الاجتماعية بين الالتزام والالتزام، الملتقى الدولي الثالث حول منظمات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية جامعة بشار، يومي 15/14 فيفري 2012، ص 2.

<sup>2</sup> ثامر ياسر البكري، التسويق المسؤولية الاجتماعية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 19.

<sup>3</sup> بقدر عائشة وبكار أمال، المرجع أعلاه، ص 2.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

- التهديدات التي تنال صحة وسلامة العاملين جراء العمل أو المواد المستخدمة في الانتاج.  
- التلوث البيئي الذي تزايد جراء العمليات الصناعية وما يتبقى عنها من فضلات الانتاج.  
- محدودية الاهتمام بالارتقاء بنوعية أجواء العمل والتي تمثلت في ضعف المهارات لدى العاملين ومحدودية تطويرها، وسوء العلاقات الانسانية فضلاً عن التمييز في توظيف الأفراد سواء كان على أساس الجنس أو العمر أو المذهب.  
- الشكوك الكثيرة التي تعترى أعمال العديد من الشركات الكبيرة فيما يتعلق بالرشاوي للحصول على العقود الكبيرة لتنفيذ الأعمال، وكذا استفحال ظاهرة الفساد في أوساط الشركات خاصة الفساد المالي والمحاسبي.  
لهذه الأسباب أصبحت الضرورة لازمة في انتقال المسؤولية الاجتماعية الى مرحلة أخرى أكثر استيعاباً للبيئة ومتغيراتها الواسعة، وأصبحت هذه المرحلة تحت عنوان: "نوعية الحياة للفرد" أي تقديم المزيد من السلع والخدمات بما يتناسب مع الارتقاء النوعي الحاصل في مستوى الحياة التي يعيشها الأفراد، فازدادت المناذاة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات (المؤتمر المنعقد في جامعة كاليفورنيا عام 1972 تحت شعار: "المسؤولية الاجتماعية لمنظمات الأعمال" الذي نادى بضرورة الزام كافة الشركات برعاية الجوانب الاجتماعية والبيئية والتخلي عن فلسفة تعظيم الربح كهدف وحيد)، كما جاءت نظرية أصحاب المصالح Stakeholders خلال الثمانينات (تم التعرض لها في الفصل الأول)، هذه النظرية لها وجهة نظر اجتماعية اقتصادية حيث تعتبر المؤسسة الاقتصادية مسؤولة على تحقيق الرفاهية الاجتماعية على مستوى واسع، وفي هذا الصدد يقول الاقتصادي "Paul Samuelson": "أن المؤسسة الكبيرة هذه الأيام ليس فقط عليها الاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية وإنما التأكد من أنها تعمل أفضل ما بوسعها من أجل ذلك"<sup>1</sup> بعدها جاء مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات كنظرية جديدة تأخذ بعين الاعتبار المساهمة في الإنتاج والحفاظ على الموارد العالمية المشتركة وضمان الشروط الملائمة في حياة المجتمعات البشرية، ورسمياً يؤرخ لظهور مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات في منتصف التسعينيات من القرن الماضي، واكتسب المفهوم شهرة عالمية في منتصف دافوس عام 1999 عندما دعى الأمين العام للأمم المتحدة (كوفي عنان) رجال الأعمال الى مبادرة عالمية تهدف الى تعزيز التنمية المستدامة والمواطنة الصالحة للشركات، وقد تم الشروع في تنفيذ تلك المبادرة عام 2000 بنيويورك.

<sup>1</sup> ثامر ياسر البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

### ثانياً: تعريف المسؤولية الاجتماعية:

لقد تناول العديد من الباحثين والهيئات الدولية مفهوم المسؤولية الاجتماعية بالبحث والتحليل، وقد اختلفت هذه التعاريف باختلاف وجهات النظر في تحديد مضمون هذه المسؤولية، وفيما يلي نورد بعض هذه التعاريف:

**تعريف 1:** عرف بيتر دراكر "Peter Drucker" 1977 المسؤولية الاجتماعية بأنها: "التزام الشركة تجاه المجتمع الذي تعمل فيه"، وقد شكل هذا التعريف منطلقاً لدراسات لاحقة فتحت الباب واسعاً لدراسة الموضوع في اتجاهات و توجهات مختلفة.<sup>1</sup>

**تعريف 2:** عرف فلورانس بويود Floriane Bouyoud: المسؤولية الاجتماعية أنها: "مجموعة من الالتزامات القانونية والأخلاقية التي تحدد استراتيجية شركة ما في بيئتها تجاه أصحاب المصالح المعنيين مع ضمان استمراريتها ونموها الاقتصادي، وهذا من أجل التوفيق في الحاضر بين الأداء الاقتصادي، الاجتماعي، والبيئي دون الإضرار بالأداء المستقبلي".<sup>2</sup>

**تعريف 3:** يعرف Thomas M. Jones المسؤولية الاجتماعية على أنها: "تلك الفكرة التي تطالب الشركة بالتعهد والالتزام نحو مجموعات معينة في المجتمع من غير المساهمين، وذلك من تلقاء نفسها دون تدخل قانوني أو تشريعي".<sup>3</sup>

بناءً على التعاريف المقدمة سابقاً يمكن تعريف المسؤولية الاجتماعية للشركة بأنها: "الالتزام الطوعي والأخلاقي للشركة تجاه جميع الأطراف المرتبطة بها، يتمثل هذا الالتزام في تلبية مطالبهم وخدمة مصالحهم في الحدود التي لا تضر بمصلحتها"، ذلك أن مفهوم المسؤولية الاجتماعية يرتبط بنموذج أصحاب المصالح ونجاح الشركات في القيام بمسؤوليتها الاجتماعية يعتمد على التزامها بتطبيق مبادئ أساسية تتمثل في ما يلي:<sup>4</sup>

- تصرف الشركة بمسؤولية تجاه الأطراف المكونة للبيئة الداخلية والبيئة الخارجية.
- دعم المجتمع ومساندته.
- حماية البيئة سواءً من حيث الالتزام بتوافق المنتج الذي تقدمه الشركة للمجتمع مع البيئة، أو من حيث المبادرة بتقديم ما يخدم البيئة ويحسن من الظروف البيئية في المجتمع ومعالجة المشاكل البيئية المختلفة.

<sup>1</sup> طاهر محسن منصور الغالي وصالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات الأعمال، ط3، دار وائل للنشر، عمان، 2010 ص 49.

<sup>2</sup> Floriane Bouyoud, Le management stratégique de la responsabilité sociale des entreprises, thèse de doctorat en management, le CNAM, Paris, 2010, P 57

<sup>3</sup> محمد الصيرفي، المسؤولية الاجتماعية للإدارة، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، 2007، ص 20.

<sup>4</sup> رقية عيران، مرجع سبق ذكره.

### ثالثاً: حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية للشركات:

يساهم نظام حوكمة الشركات الجيد في تعزيز شفافية صنع القرارات وفي الارتقاء بمستوى فعالية المبادرات الداخلية والخارجية للمسؤولية الاجتماعية، وهذا يرجع الى أن حوكمة الشركات تحث على الاعتراف والاهتمام بحقوق جميع الأطراف المرتبطة بالشركة (الموظفين، الموردين، العملاء، المنافسين، المجتمع ككل) وفقاً لنهج ما يسمى بأصحاب المصلحة، فالشركات غير مسؤولة على تحقيق أهداف المساهمين فقط وإنما ينبغي عليها أن توازن بين مصالحهم ومصالح الأطراف الأخرى التي تؤثر وتتأثر في علاقتها معهم، فحوكمة الشركات تحث على دمج المسؤولية الاجتماعية في رسالة ورؤية وفلسفة الشركة وثقافتها، وباعتبار المسؤولية الاجتماعية من مسؤوليات الإدارة التنفيذية يجب أن تدرج ضمن التخطيط الاستراتيجي للشركة،<sup>1</sup> وعلى مجلس الإدارة كوكيل عن المساهمين أن يقوم بالإفصاح والتقرير عن هذه المسؤولية بالقيام بما يلي:<sup>2</sup>

- مراقبة تقدم الشركة في تنفيذ استراتيجيتها بما في ذلك استراتيجية المسؤولية الاجتماعية.
- التأكد من أن استراتيجية وخطة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يتم تطويرها باعتبارها جزءاً مكماً لخطة واستراتيجية الشركة بشكل عام.
- التأكد من أن مطالبات الموازنة الخاصة بالمسؤولية الاجتماعية مفهومة ولها تبريراتها في الخطة لعدد من السنوات.

وحتى نستطيع القول أن حوكمة الشركات تساهم في تحقيق المسؤولية الاجتماعية للشركات فإن ذلك يتطلب قيام الشركة بتحقيق أربعة أنواع من المسؤولية تشكل باجتماعها المسؤولية الاجتماعية، قدمها "آرشي كارول" "Archie Carroll" في شكل هرم سمي بهرم كارول نوضحه في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تفعيل دور المسؤولية الاجتماعية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية، الملتقى الدولي الثالث حول:

منظمات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية، جامعة بشار، يومي 15/14 فيفري 2012، ص 2.

<sup>2</sup> نجلاء ابراهيم يحيى عبد الرحمن، دور الآليات الداخلية للحوكمة في تحسين الإفصاح والتقرير عن المسؤولية الاجتماعية لمنشآت الأعمال السعودية مجلة اتحاد الجامعات العربية للحاسبة والمراجعة، العدد الثاني، ديسمبر 2016، ص ص 193 - 194.

## الفصل الثاني: تحليل دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال

شكل رقم (2-9): هرم كارول (CARROLL) للمسؤولية الاجتماعية.



المصدر: طاهر محسن منصور الغالي وصالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات الأعمال، دار وائل، الأردن، الطبعة الرابعة 2015، ص:83

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن المسؤولية الاجتماعية الشاملة هي حاصل مجموع أبعادها الأربعة ويمكن كتابتها بشكل معادلة:

المسؤولية الاجتماعية الشاملة: المسؤولية الاقتصادية + المسؤولية القانونية + المسؤولية الأخلاقية + المسؤولية الخيرية، وما تجدر الإشارة إليه هو أن وجهات نظر الأطراف ذات المصلحة حول المسؤولية الاجتماعية للشركات وفق المكونات الأربعة تتباين من ناحية الأهمية التي تعكس مصلحتها، فمثلاً يركز المساهمين بالدرجة الأولى على البعد الاقتصادي والزبائن على البعد الأخلاقي، أما الموظفين فما يهمهم هو البعد القانوني في حين أن المجتمع المدني يعطي أهمية كبرى لبعد الخير من المسؤولية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> طاهر محسن منصور الغالي، صالح مهدي محسن العامري، مرجع سبق ذكره، ص 83.

### خلاصة الفصل:

- لقد حاولنا في هذا الفصل تحليل دور الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال وقد توصلنا الى النتائج التالية:
- يقسم الباحثين بيئة الشركة عموماً الى بيئة داخلية وبيئة خارجية، هذه الأخيرة تنقسم الى بيئة خارجية عامة وبيئة خارجية خاصة.
  - تدرس مؤشرات تقييم بيئة الأعمال وضعية العديد من المتغيرات بعضها يخص البيئة الداخلية للشركات وأكثرها يخص البيئة الخارجية العامة، وتصنيف الدولة في مراتب مرتفعة على سلم احدى المؤشرات يدل على أنها بذلت جهود حثيثة لتحسين بيئة أعمالها.
  - تؤدي حوكمة الشركات الى تحسين البيئة الداخلية للشركة من خلال تفعيل دور مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، والحرص على الاهتمام بترقية خدمات الرقابة والتدقيق بشقيه الداخلي والخارجي.
  - يعتبر الاهتمام بتجسيد الحكم الراشد وتفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة مع الاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية من طرف الشركات من أهم عوامل تحسين البيئة الخارجية للشركة بشقيها العامة والخاصة.
  - يتضح دور الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال من خلال دورها في تحسين كلاً من البيئة الداخلية والبيئة الخارجية للشركة في نفس الوقت.
  - الاهتمام بتجسيد مبادئ الحوكمة بالشركات والسعي لإقامة حكم راشد وتبني استراتيجية واضحة وفعّالة لمكافحة الفساد يؤدي لا محالة الى رفع تصنيف الدولة على سلم مؤشر الحوكمة العالمية، وكذا مؤشرات أداء بيئة الأعمال.

الفصل الثالث

أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق  
الأوراق المالية

### 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 السوق بهذه الوظائف على أكمل وجه يجب أن يتوافر في الدولة صاحبة السوق مجموعة من المقومات والشروط الأساسية الضرورية لتنشيطه وتفعيل دوره.

في هذا الفصل نحاول توضيح دور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها في تحسين بيئة الأعمال ذلك أن بيئة الأعمال وبمتغيراتها المختلفة لها تأثير في تحفيز المستثمرين سواء كانوا وطنيين أو أجانب للاستثمار في سوق ما أو الاحجام عن ذلك، وعليه وللإلمام بما سبق تم تقسيم هذا الفصل الى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته.

**المبحث الثاني:** كفاءة سوق الأوراق المالية.

**المبحث الثالث:** تحسين بيئة الأعمال وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية.

### المبحث الأول: سوق الأوراق المالية هيكله وأدواته.

يعد التمويل العملية التي يتم بموجبها توفير رؤوس الأموال اللازمة لانجاز المشاريع الاستثمارية، تتم هذه العملية إمّا من خلال البنوك أو أسواق الأوراق المالية، ولقد تزايدت أهمية هذه الأخيرة بتحول الاقتصاد الرأسمالي من اقتصاد المديونية\* الى اقتصاد 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 الى نشأة سوق الأوراق المالية مع تعريفه ومكوناته من سوق أولية وسوق ثانوية.

### أولاً : نشأة سوق الأوراق المالية:

ارتبط ظهور وتطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي شهدته معظم دول العالم خاصة تطور وانتشار شركات المساهمة واقبال الحكومات على الاقتراض من الأفراد فخلق ذلك حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية ومنه ظهور بورصات الأوراق المالية، فقد 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.<sup>3</sup>

### ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية:

لقد وردت عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية منها:

**تعريف 1:** سوق الأوراق المالية هي: "المكان الذي يلتقي فيه البائعين والمشتريين للأصول المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، حيث يتم التعامل فيه من خلال اجراءات قانونية و إدارية و مالية تمثل النظام الذي تعمل من خلاله السوق، ويحقق الصلة بين البائع والمشتري وسيط يعمل على تحويل المدخرات النقدية الى أصول استثمارية يتم تداولها بين فئات عديدة من المستثمرين، والذين تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثمارهم في تلك الأصول".<sup>4</sup>

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

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

<sup>3</sup> حسان خضرم، 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 03.

<sup>4</sup> أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 13.

**تعريف 2:** سوق الأوراق المالية هي: "حلقة للتمويل المخصص للمشاريع الأساسية الجديدة وهو دورها كسوق أولية، كما تشمل سوق ثانوية يتم فيها تداول القيم المنقولة المصدرة مسبقاً، فهي تلعب دورين رئيسيين هما تقييم الأصول المالية وتغيير البيانات الاقتصادية".<sup>1</sup>

### ثالثاً: هيكل سوق الأوراق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية الى سوقين رئيسيين هما:

**1- سوق الإصدار:** تسمى هذه السوق بالسوق الأولية 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 رأسمالها أو زيادته، وهناك نوعين من الطرح للأوراق المالية هما: الطرح للتداول العام **public placement** والطرح للتداول الخاص **prévale placement**، تطرح الأوراق المالية للبيع للجمهور بصفة عامة في حالة الطرح العام، بينما تطرح لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص، وغالباً ما يكون هؤلاء المستثمرين المساهمين الحاليين بالشركة بالإضافة الى عدد قليل من الأعوان المحتملين.

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

- تتولى مؤسسة مالية متخصصة تسمى عادةً بنك الاستثمار عملية الإصدار لحساب الشركة، وهنا 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 الإصدار أو حد أدنى منه أو يقتصر على بذل أقصى جهد دون أي التزام بتصريف قدر معين.

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

- 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 الى أن يتم تصريف كل الإصدار (هذا الأسلوب يستخدم غالباً لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jacquillat.B et Slonik.B, *Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques*, 2eme édition, Paris DUNOD, 1993, p8.

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

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

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

- تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، فالمشتريين للأوراق المالية في السوق الأولية لا يدفعون أسعاراً أعلى من الأسعار السائدة في السوق الثانوية، فكلما ارتفع سعر الأوراق المالية في السوق الثانوية انعكس ذلك في ارتفاع سعرها في سوق الإصدار، ومن ثم تزيد قيمة الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهات المصدرة.<sup>1</sup>

نظراً لتنوع طرق التعامل في الأسواق الثانوية فقد تم تقسمها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة نعرضها فيما يلي:

**1-2 السوق المنظمة Organized Market (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 فيها، يتم بيع وشراء الأوراق المالية في هذه السوق من طرف وكلاء (وسطاء) بائعي ومشتري الأوراق المالية والذين يقومون بتنفيذ المعاملات لحساب موكلهم وحسابهم الخاص.<sup>2</sup>

**2-2 السوق غير المنظمة unorganized markets:** يستخدم مصطلح السوق غير المنظمة للدلالة على المعاملات التي تتم خارج البورصات وتسمى بالمعاملات فوق المنضدة، في هذه 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، وهنا يمكن للمستثمرين أن يختاروا من يقدم لهم أفضل الأسعار. في الولايات المتحدة يتضمن السوق غير المنظم الذي هو أحد مكونات السوق الثانوية أسواق فرعية أخرى هي السوق الثالث والسوق الرابع إضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة من صناعات السوق.

- **السوق الثالث third market:** تتكون هذه السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولكن لهم الحق في أن يتعاملوا في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق، وقد كان الدافع وراء نمو

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

<sup>2</sup> أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 25.

هذه السوق هو عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخصم على 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 marke:** يُنشئ السوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة بهدف التخلص من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يساعده في ذلك شبكة اتصالات قوية والوسيط هنا لا يقوم بدور التاجر أو السمسار ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيراً عن عمولة السمسرة، وقد يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.<sup>1</sup>

#### رابعاً: 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 وعموماً هي تشمل ما يلي:

**1- الأسهم:** الأسهم هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية تمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها،<sup>2</sup> 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 وقت،<sup>3</sup> وهي على عدة أنواع:

**1-1 الأسهم العادية common stock:** 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 العادية المصدرة، أما القيمة السوقية فتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في السوق والتي قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية،<sup>4</sup> هذا ويتمتع حامل السهم العادي بالحقوق التالية:<sup>5</sup>

- الحصول على الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم.
- حق التصويت وفق الطريقة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة.

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

<sup>2</sup> محمد صبري هارون، أحكام الاسواق المالية - الأسهم، السندات - دار النفائس، الأردن، 1999، ص 31.

<sup>3</sup> نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم - مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الأول غرفة تجارة وصناعة دبي، 7/6 مارس 2007، ص 01.

<sup>4</sup> أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 36-37.

<sup>5</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 19.

- الحق في نقل ملكية الأسهم التي يحملونها الى أشخاص آخرين.
  - الحق في فحص والإطلاع على سجلات ودفاتر الشركة.
  - الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة اصدارها.
  - الحصول على نصيب من الأصول المتبقية في الشركة عند تصفيتها.
  - حق الترشيح لمجلس الإدارة وفق النظام الأساسي للشركة.
- هذا وقد ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم العادية منها:
- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للشركة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، ولكن في هذا النوع من الأسهم يرتبط بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.<sup>1</sup>

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعتبر من الأعباء التي تحسب قبل الضريبة، لكن صدر خلال فترة الثمانينات بالولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها في خطة معينة لاشراكهم في ملكية الشركة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرض لصندوق العاملين المخصص لشراء الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.<sup>2</sup>

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

**1-2 الأسهم الممتازة:** يجمع السهم الممتاز بين خصائص السندات وخصائص الأسهم العادية، فهو يشبه السند في أن له توزيعات أرباح ثابتة تدفع دورياً (عادة كل سنة)، ويختلف عنه في أن توزيعات الأرباح الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الإلتزامات الأخرى (ماعدات توزيعات الأسهم العادية) وأن هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات، ويشبه الأسهم العادية في أنه لا يحمل فترة استحقاق محددة وأن

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال - البنوك التجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار - الدار الجامعية الاسكندرية، 2000، ص 248.

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

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 35.

حاملها يعتبروا من ملاك الشركة، ويختلف عنها في أن أصحاب الأسهم الممتازة 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 فليس له نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة.<sup>1</sup>

كما هو الشأن بالنسبة للأسهم العادية هناك اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة تتمثل في ما يلي:

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة تحدد بنسبة معينة 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 بناءً 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.<sup>2</sup>

- **الأسهم الممتازة التي لها الحق في التصويت:** هي نوع من الأسهم تمنح كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تتميز بخصائص معينة تتمثل في ما يلي:<sup>3</sup>

- 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.

**2- السندات:** السند هو بمثابة عقد اتفاق بين الشركة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، بمقتضى هذا الاتفاق يمنح الطرف الثاني الطرف الأول مبلغ معين من المال شريطة أن يتعهد هذا الأخير برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها وفق تواريخ محددة، ويمكن تضمين العقد بشروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى حتى تاريخ لاحق،<sup>4</sup> هذا ويمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات حسب معايير مختلفة كما يلي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 42.

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

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

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

<sup>5</sup> محمد الصبري، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص 61.

**1-2 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 وطرح سندات أخرى بأسعار فائدة تتناسب مع مستويات الفائدة السائدة، في هذه الحالة تدفع الشركة تعويض للمستثمرين عن طريق سداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف للقيمة الاسمية للسند.

**2-2 الضمانات المقدمة:** أحياناً تصدر الشركات سندات مضمونة بأصول معينة مثل الأراضي والمباني ضماناً للوفاء بالدين وفوائده، في حين أن أنواع السندات الأخرى لا تكون مضمونة بأي أصل من الأصول سوى اسم وسمعة الشركة.

**3-2 القابلية للتحويل:** السندات القابلة للتحويل convertible bonds تعطي لحاملها الحق في استبدالها بعدد محدد من الأسهم العادية لنفس الشركة في أي وقت ووفق شروط معينة، عادةً ما تصدر تلك السندات بأسعار فائدة أقل من فائدة السندات العادية، وتتم عملية التحويل على أساس آلية تحفيزية تمثل 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 الاسمية 1000 دج يمكن تحويله الى أسهم عادية بمعدل خمسة أسهم لكل سند فانه يمكن حساب سعر التحويل conversion price كما يلي:

سعر التحويل = قيمة السند ÷ عدد الأسهم =  $1000 \div 5 = 200$  دج، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي الجاري التحويل اليه تساوي 210 دج فان قيمة التحويل تساوي: قيمة السهم العادي × معدل التحويل =  $5 \times 210 = 2010$  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 190 دج تصبح قيمة التحويل تساوي:  $5 \times 190 = 950$  دج، هذا السعر لا يحفز على عملية التحويل طالما أن قيمة التحويل هي أقل من القيمة السوقية للسند القابل للتحويل.

بالإضافة الى أنواع السندات السابقة فقد أستحدثت أنواع أخرى من السندات منها:

- **سندات لا تحمل معدل كوبون:** تباع هذه السندات بخضم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 255.

- **سندات ذات معدل فائدة متحرك:** أستاذت هذا النوع من السندات في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي يترتب عليها انخفاض قيمة السندات، حيث يتم تحديد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات على أن يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.<sup>1</sup>

- **السندات ذات الدخل:** حملة هذا النوع من السندات لا يجوز لهم المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباح، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح في سنة لاحقة.<sup>2</sup>

- **السندات الرديئة:** أستاذت هذا النوع من السندات في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس مال الشركة التي يديرونها وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادةً ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة الى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في هذه الشركة محفوف بقدر كبير من المخاطر الأمر الذي يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.<sup>3</sup>

**3- الأوراق المالية المشتقة:** تعرف المشتقات المالية أو الأوراق المالية المشتقة بأنها: عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة، وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل المالي محل التعاقد، وهذا وتنوع الأصول محل التعاقد ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات ومؤشرات البورصة، ومن أبرز صور المشتقات: الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة،<sup>4</sup> وقد بدأ التعامل بهذا النوع من الأوراق المالية مع التقلبات الحادة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية في أوائل السبعينات للتحكم في الحظر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، كما تستخدم للتحوط ضد مخاطر الاستثمار في الأصول الأخرى كالذهب والبترو... الخ.

**3-1 العقود الآجلة:** العقود الآجلة هي اتفاق 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،<sup>5</sup> عملياً إذا كان سعر الأصل المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر الجاري في تاريخ التسليم فان المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان و جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 252.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 34.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، المرجع نفسه، ص 34.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر - الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 11.

<sup>5</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 83.

السعر الجاري في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كان السعر الجاري أقل من سعر التنفيذ فإن البائع سيحقق أرباح على حساب المشتري.

**3-2 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،<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup>

**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 الزامي لطرفيه، وإن كانت هناك امكانية أمام كل طرف للتخلص من التزامات العقد وذلك بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركز طويل long position أي مركز مشتري يمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير short position أي مركز بائع على عقد مماثل والعكس لو أن المركز الذي أخذه المستثمر مركز قصير.

**3-4 المبادلات swaps:** تُعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينة تتحدد آنياً وفقاً لقيمة الصنف 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 فعقد المبادلة ملزمة للطرفين كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال بالنسبة للعقد المستقبلية، وتشمل عمليات المبادلة مايلي:

- عمليات مقايضة معدلات الفائدة Itérest swaps.
- عمليات مقايضة العملات .currency swaps.
- عمليات مقايضة عقود حق الاختيار cabable/putable swaps.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، نفس المرجع، ص 79.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الثالثة، 1996، ص ص 324-329.

- عمليات مقايضة الأسهم equity swaps.

- عمليات مقايضة البضائع commodity swaps.

تعتبر مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة من أشهر أنواع عقود المبادلة، وبمقتضاها يوافق أحد الأطراف في العقد على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة بينما يقوم الطرف الآخر في العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة، غالباً ما تُحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساوي لسعر (LIBOR) London Inter Banks Offering Rate والذي يمثل معدل الفائدة بين البنوك في لندن، حيث تُحدد 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.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: عوامل تشغيل سوق الأوراق المالية.**

تتمثل عوامل تشغيل سوق الأوراق المالية في أهم الشروط الضرورية لقيام هذه السوق وكذا المتدخلون فيها:

**أولاً: شروط قيام أسواق الأوراق المالية:**

لا تنشأ سوق الأوراق المالية بمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدر قرار من السلطات المختصة فذلك يتطلب توافر مجموعة من الشروط أو المقومات تشمل ما يلي:

- تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، وتأتي أهمية تبني هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز على الثروة.

- ضرورة وجود حجم كافي من المدخرات بشقيها الوطني والأجنبي المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.

- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.

- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية، كما يوفر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 83.

- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة والتي تتيح فرص الاستثمار أمام كافة المتعاملين، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل الى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير الأمر الذي يُمكن من تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت قدراتهم المالية.

- ربط سوق الأوراق المالية محلياً واقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال.<sup>1</sup>

- **وجود حد أدنى من المؤسسات المالية في الدولة:** للمؤسسات المالية دور كبير في سوق 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 هذه السوق كافة أنحاء الدولة.

- **وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي:** الاستقرار السياسي هو من أهم عوامل جذب رؤوس الأموال الأجنبية والحد من هروب رؤوس الأموال الوطنية، حيث يطمئن المستثمر على توظيف أمواله واستردادها في الوقت المناسب.

- **وجود نوع من الاستقرار الاقتصادي:** نعي بالاستقرار الاقتصادي عدم تعرض الدولة لحالات الرواج والكساد بصفة مستمرة الأمر الذي يجنب سوق الأوراق المالية الهزات والانهيئات المفاجئة، ويمكن المستثمرين من التنبؤ بمستقبل أوراقهم المالية بدقة أكبر كما يجنبهم المخاطر غير المتوقعة والتي تؤدي الى خسائر مفاجئة.

- **القدرة على التطور والاستجابة للتغيرات المالية:** يجب أن يكون لسوق الأوراق المالية القدرة على مواكبة كل التطورات والمستجدات على مستوى أسواق الأوراق المالية العالمية حتى تتمكن من مواجهة منافسة الأسواق الأخرى.

- **توافر القدرات البشرية والإمكانيات التكنولوجية:** لقيام سوق الأوراق المالية بوظائفه على أكمل وجه لا بد أن تتوفر به قدرات وكوادر بشرية مؤهلة، فضلاً عن استخدام أحدث ما توصلت اليه التكنولوجيا في عمليات ومعاملات السوق.

- **الإفصاح المالي:** يعد الإفصاح المالي واشهار المعلومات بشركات المساهمة أحد عوامل استمرار نجاح سوق الأوراق المالية وتطورها، فتوفير المعلومات كماً ونوعاً وايصالها في الوقت المناسب الى المتعاملين يمنحهم نوعاً من الثقة في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، كما يساعدهم في القضاء على الشائعات وتحقق المزيد من العدالة في التعامل وترسيخ دعائم الاستثمار النزيه.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79 ديسمبر 2004، بنك الكويت الصناعي، الكويت، ص 8.

- **السيولة:** تتناسب سيولة سوق الأوراق المالية طردياً مع زيادة التداول على الأوراق المالية، وهذا يتوقف على وجود عدد كبير من المتعاملين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية بصفة مستمرة الأمر الذي يتيح لهم امكانية التصرف فيها في أي وقت دون قيود وبتكلفة أقل.<sup>1</sup>

ثانياً: المتدخلون في سوق الأوراق المالية:

يستوجب التعامل في سوق الأوراق المالية وجود مجموعة من المتدخلين يعملون على تنشيطه واتمام مختلف عملياته، هؤلاء المتدخلين يعملون على تشغيل السوق في اطار 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.

**1- مصدر الأوراق المالية:** ويتعلق الأمر ب:

- شركات القطاع العام والخاص المحلية أو الأجنبية التي ترغب في الحصول على رؤوس الأموال من خلال الأسهم أو السندات.

- الحكومة ممثلة في الجماعات المحلية.

**2- المستثمرون:** ويتعلق الأمر ب:

- المستثمرين الأفراد الذين لديهم مدخرات يرغبون في توظيفها.

- المستثمرين 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.

\* شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: تعتبر هذه الشركات احدى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وموضوعها الوحيد يتمثل في إدارة محفظة الأوراق المالية، فهي 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 المكتتبه من طرف المستثمرين الجدد أو الأسهم الجديدة المكتتبه 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

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 64 - 65.

## الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية

بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في الأوراق المالية، وتعمل وفق مبدأ التنويع الاستثماري قصد تحقيق عوائد للمستثمرين وفق مستويات مخاطرة معقولة.

\* صناديق رأس المال المخاطر: هي عبارة عن شركات متخصصة في تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى المعرضة لدرجة مخاطرة مرتفعة والتي تحجم البنوك عن تمويلها نظراً لارتفاع درجة مخاطرتها، وتتم دورة نشاط هذه الصناديق بثلاث مراحل أساسية هي: مرحلة الدخول، مرحلة النشاط، ثم مرحلة الخروج أو تسهيل الاستثمار والتمويل عن طريق هذه الصناديق يتخذ عدة أشكال أهمها: تمويل أعباء المرحلة التأسيسية للمشاريع وتمويل 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، غير 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.<sup>1</sup>

**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 أهمها:  
- تقديم النصائح للشركات بخصوص الاصدارات الجديدة مثل حجم الاصدار، توقيت الإصدار، وسعر الورقة المالية.

- تسويق الأوراق المالية المصدرة وما يتصل بها كالحملات الاشهارية والاتصال بالمستثمرين المحتملين.

- التعهد بتغطية الأوراق المالية المصدرة وتحمل مخاطر تقلب الأسعار.

- إدارة محافظ الأوراق المالية.

**4- سمسارة الأوراق المالية:** يتم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة (سمسارة

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 ومنهم:<sup>2</sup>

- السمسارة الوكلاء.

- سمسارة الصالة.

- تجار الصالة.

- المتخصصون.

<sup>1</sup> مزاهدية رفيق، 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، 2006/2007، ص 34.

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

- تجار الطلبات الصغيرة.

### المطلب الثالث: أدوات التحليل في سوق الأوراق المالية.

تتطلب عملية تقييم الاستثمار في الأوراق المالية توفر مجموعة من المعلومات والبيانات تخص الأوراق المالية والشركات المصدرة لها، لكن هذه البيانات عادةً ما تتاح للجمهور في شكل خام يحتاج الى تحليل يساعد على استخلاص بعض النتائج والنسب التي تساهم في اعطاء رؤية عن ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل قصد التمهيد لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة، وتشير أدبيات الاستثمار الى أن نماذج التحليل في سوق الأوراق المالية تتمثل في التحليل الأساسي والتحليل الفني.

#### أولاً: التحليل الأساسي:

يهتم التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي اليه الشركة المصدرة، بالإضافة الى الظروف الداخلية للشركة في حد ذاتها بهدف الكشف عن معلومات تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه أرباح الشركة مستقبلاً، والهدف من هذا التحليل هو اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ والتي تكون قيمها السوقية أقل أو أكثر من قيمها الحقيقية، وفي التحليل الأساسي يميل الكثير من المحللين الى أن تكون نقطة البداية لتحليل الظروف الاقتصادية العامة أما نقطة النهاية فهي تحليل ظروف الشركة، وهو ما يطلق عليه "مدخل التحليل الكلي فالجزئي" أو مدخل "التحليل من أعلى الى أسفل"<sup>1</sup>، وفيما يلي نستعرض مضمون هذا التحليل:

**1- تحليل الظروف الاقتصادية العامة:** الهدف من هذا التحليل هو التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية وتأثير ذلك على أسعار الأوراق المالية، وهو يشمل عدداً من المتغيرات الاقتصادية التي تحظى باهتمام المحللين الماليين في مقدمتها: السياسة المالية، السياسة النقدية، معدل التضخم وحجم الناتج الوطني.

**1-1 السياسة المالية:** يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، هذه السياسة بوجهها لها تأثير على المعاملات في أسواق الأوراق المالية فمثلا الضرائب التي تعد قاسم مشترك لموارد موازنات غالبية الدول تؤثر على أسعار الأوراق المالية، فإذا ما لجأت الدولة الى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة الشركات فإن هذا من شأنه أن يترك أثر إيجابي يتمثل في زيادة 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 الى انخفاض إيرادات بعض الشركات التي تنتمي الى القطاع مثل صناعة المقاولات والاسمنت الذي يترك أثر سلبي على

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

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.<sup>1</sup>

**1-2 السياسة النقدية:** 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، 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 الشركات وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، ومنه تعد السياسة النقدية أحد مؤشرات التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية.<sup>2</sup>

**1-3 معدل التضخم:** إصدار التقارير الخاصة بمعدل التضخم له أثر بليغ على أسعار الأوراق المالية فالتصريح بمعلومات تخص ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً سلبياً على الأسعار ذلك أن زيادة معدل التضخم تفقد معه العوائد المنتظرة من الأوراق المالية قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيم السوقية لهذه الأوراق.<sup>3</sup>

**1-4 حجم الناتج القومي:** إن إصدار التقارير الخاصة بحجم الناتج القومي من شأنه أن يؤثر على أسعار الأوراق المالية تبعاً لوضعية التقرير، 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 الشركات وعلى أسعار الأوراق المالية.

**2- تحليل ظروف الصناعة:** 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:

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية - الإسكندرية، 2002، ص 21.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 164 - 165.

<sup>3</sup> نظير رياض الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 176 - 177.

**1-2 التطور التاريخي للمبيعات والأرباح:** أول خطوة للتنبأ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية الخاصة بمبيعات وأرباح الشركات التي تنشط في مجالها، فالتحليل التاريخي لهذين المتغيرين يساعد المحلل المالي في التعرف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار، وكذا قدرتها على مواجهة فترات الكساد أي قدرتها على معاشية الظروف الاقتصادية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تحديد معدل نمو المبيعات ودرجة التقلب في هذا المعدل يسمح بتحديد حجم مخاطرة الاستثمار في تلك الصناعة.

**2-2 تطور حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة:** من الأهمية أن يتعرف المحلل المالي على تطور حجم الطلب على منتجات الصناعة هل هو في تزايد أم في تراجع، وكذا قدرتها على تلبية الزيادة في الطلب على منتجاتها أي 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.

**2-3 ظروف المنافسة:** عند تحليل ظروف الصناعة يقوم المحلل بتحديد الموانع التي تحد من دخول شركات جديدة الى السوق حيث يوجد ثلاث موانع رئيسية هي: تميز منتجات الصناعة، مزايا مطلقة في التكاليف ومزايا الحجم الكبير، هذه الموانع لا تحد فقط من دخول شركات جديدة الى الصناعة بل تحد أيضاً من امكانيات ظهور صناعات منافسة، وفي هذا الاطار على المحلل المالي أن يحدد نوع المنافسة ومصدرها وهل تأتي من سلع مثيلة أم من صناعات بديلة.<sup>1</sup>

**2-4 طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:** يهتم تحليل طبيعة المنتج بتحليل نصيب المنتج من متوسط دخول الأفراد، كما يمتد أيضاً الى دراسة التغير في الطلب على المنتج الى التغير 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 اذا كان المنتج قد وصل الى مرحلة التوسع ( الانتاج الكبير) أم لا، أما بالنسبة لتحليل تكنولوجيا الصناعة فان ذلك يتمثل في تحديد المستوى التكنولوجي للصناعة والذي يتأثر الى حد بعيد بدرجة اعتماد الصناعة على العمالة أو الآلات، فالصناعات كثيفة الآلات يكون حجم انتاجها ومبيعاتها مرتفع.<sup>2</sup>

**3- تحليل المركز المالي للشركة:** 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.

<sup>1</sup> نظير رياض الشحات مرجع سبق ذكره، ص ص 178-179.

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

**3-1 القوائم المالية المقارنة:** يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة الى الكشف عن التطورات التي حدثت في بنود هذه القوائم خلال فترة زمنية معينة قد تكون سنوية أو فصلية، حيث يوجد ثلاث أنواع من القوائم المالية المقارنة هي الميزانية العمومية المقارنة، قائمة الدخل المقارنة، قائمة الموارد والاستخدامات المقارنة، والمقارنة معناها أن يقوم المحلل المالي باجراء مقارنة بين بنود قائمتين في سنتين ماليتين لنفس الشركة قصد التعرف على التطورات الحاصلة في المركز المالي للشركة، أو مقارنة بنود قائمة شركة معينة مع قائمة شركة أخرى منافسة،<sup>1</sup> وهنا ينبغي على المحلل المالي أن يعطي التغيرات الجوهرية التي يسفر عنها التحليل أهمية خاصة لتحديد فيما اذا 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 مالي سليم وملائم.

**3-2 استخدام النسب المالية:** النسب المالية هي محاولة لايجاد علاقة بين معلومتين ماليتين خاصتين بالمركز المالي لشركة ما، هذه النسب تساعد الأطراف المهتمة بالشركة على فهم أفضل لظروفها عما اذا اعتمدت على تحليل كل معلومة على حدى، كما أنها تفيد في استنباط بعض الحقائق عن الوضع المالي للشركة ودرجة جاذبيتها للاستثمار، والعبارة ليست في حساب النسب المالية في حد ذاتها وإنما في تحديد وتحليل أسباب تغيراتها عبر الزمن، وكذا مقارنتها مع ما يلي:

- النسب أو المعدلات النموذجية في حالة وجودها.
- النسب أو المعدلات في الشركات المنافسة إن أمكن الحصول عليها.
- النسب أو المعدلات التاريخية لنفس الشركة لسنوات سابقة وهو ما يطلق عليه تحليل الاتجاه.
- يوجد العديد من النسب المالية التي تستخدم لدراسة الوضع المالي للشركة نشير الى البعض منها:<sup>2</sup>
- **نسب السيولة:** تقيس نسب السيولة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل بما لديها من نقدية أو أصول متداولة يمكن تحويلها الى سيولة.
- **نسب الإقراض:** تقيس مدى اعتماد الشركة على تمويل احتياجاتها بالقروض.
- **نسب التغطية:** تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالأعباء الثابتة (الطويلة الأجل) أي فوائد القروض وأقساط سداد القروض.
- **نسب الربحية:** تعد نسب الربحية من أهم النسب المؤثرة في اتخاذ قرارات الاستثمار، وهي تقيس قدرة الشركة على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة، أي قدرتها على توليد الأرباح من الأموال التي قدمها الملاك والمقرضون، من بينها:

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

<sup>2</sup> نظير رياض الشحات، مرجع سبق ذكره، ص ص 183 - 193.

- معدل العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول × 100: تشير هذه النسبة الى مدى ربحية الأصول المستخدمة، فكلما ارتفعت دل ذلك على حسن استخدام أصول الشركة في توليد الأرباح.

- معدل العائد على أسهم رأس المال = صافي الربح - توزيعات الأسهم الممتازة / حقوق المساهمين العادية × 100: يدل ارتفاع هذه النسبة على حسن استخدام الأموال المملوكة للمساهمين في توليد الأرباح.

عموماً التحليل الأساسي وما يتضمنه من دراسة للظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، وظروف الشركة يهدف الى تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم في السوق وجعلها تعكس جميع المعلومات المتاحة.

### ثانياً: التحليل الفني:

على عكس التحليل الأساسي فإن التحليل الفني لا يهتم بتحديد القيمة الحقيقية للسهم بل ينصرف الى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار البيع أو الشراء في الأوراق المالية، ووفقاً لهذا المدخل تعد حركة الأسعار في الماضي مؤشر يُعتمد 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.<sup>1</sup>

**1- تعريف التحليل الفني:** يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فاذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمط معين 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 عادةً 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،<sup>2</sup> ويقوم التحليل الفني على عدد من الفروض قدمها روبرت ليفي (Levy 1966) تتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>

- القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء تفاعل قوى العرض والطلب.

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 141.

<sup>2</sup> مزاهدية رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 73.

<sup>3</sup> محمد صالح الخناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 142.

- العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد (معلوما مالية خاصة بالسهم)، والبعض الآخر غير رشيد (التحمينات والميزاج).

- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث في الأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل الى التحرك في اتجاه معين وتستمر في ذلك لفترة طويلة نسبياً.

- التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس الى 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.

**2- أدوات التحليل الفني:** يقوم الفنيون بدراسة وتحليل نمط التغير في سعر السهم عبر الزمن 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 تقتصر على بعضها فيما يلي:

**1-2 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 تتراوح الفترات الزمنية الأكثر استخداماً في حساب هذا المؤشر بين 20-30-50-100-200 يوم، وكلما كانت الفترة الزمنية أقصر استطاع خط المؤشر أن يعبر أكثر على درجة التذبذب في السعر، فعلى سبيل المثال اذا أردنا حساب المتوسط المتحرك لأسعار الإغلاق 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 يومياً مع كل يوم تداول جديد، حيث نضيف في كل يوم جديد سعر الإغلاق الى اجمالي أسعار العشرة أيام ثم نطرح قيمة اليوم الأول من العشرة أيام ونقسم الحاصل على عدد الأيام 10،<sup>1</sup> ويميل الفنيون الى اظهار المتوسط المتحرك وسعر الاقفال على خريطة بيانية كما يوضحه الشكل الموالي:

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

شكل رقم (3-1): خريطة المتوسط المتحرك وسعر الاقفال لسهم احدى الشركات.



المصدر: أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، كتاب منشور على الموقع [www.sall.com](http://www.sall.com).

خط السعر ————— المتوسط المتحرك لـ 10 أيام.

الهدف من المتوسط المتحرك هو التعرف على الاتجاه العام للأسعار، حيث يكون السوق صعودي اذا كان المتوسط المتحرك في صعود ومنحنى السعر أعلى منه والعكس صحيح، ويشير الفنيين الى أن اتخاذ قرار الشراء يكون مناسباً اذا 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 اذا اخترق منحنى السعر منحنى المتوسط المتحرك من أعلى وكان سعر الاقفال دون المتوسط المتحرك.

**2-2 مؤشر القوة النسبية:** يعود مؤشر القوة النسبية الى الاقتصادي "ويلز ويلدر" "J.WellesWilder" الذي قدمه في كتابه "المفاهيم الجديدة في أنظمة التداول الفني" سنة 1978، وبحسب وفقاً للصيغة التالية:<sup>1</sup>

مؤشر القوة النسبية =  $100 - \left[ \frac{100}{1} + \text{القوة النسبية للسهم} \right]$

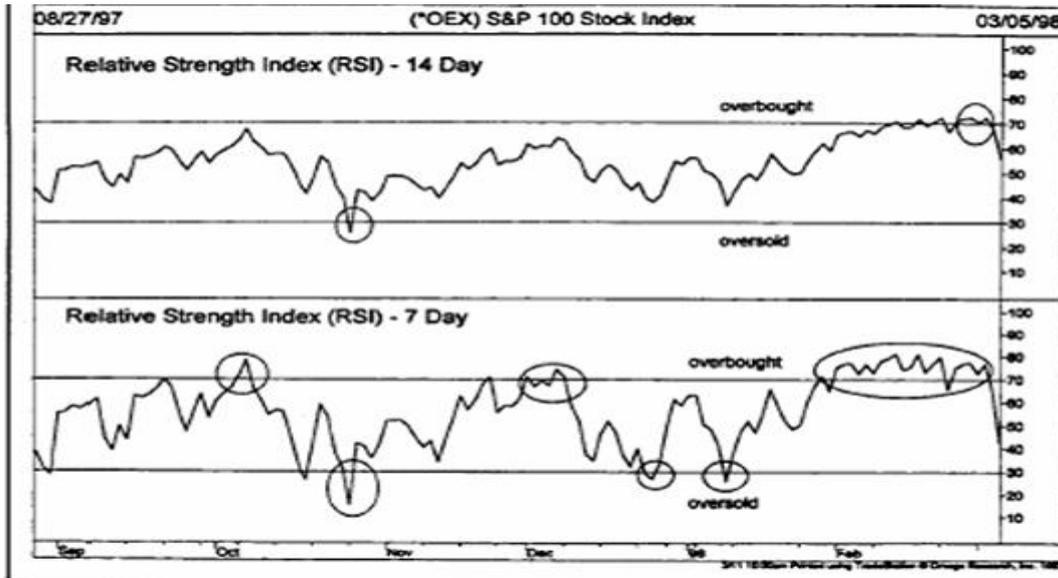
$$\frac{\text{متوسط أسعار الاغلاق عند مستوى مرتفع لعدد س من الأيام}}{\text{متوسط أسعار الاغلاق عند مستوى منخفض لعدد س من الأيام}} = \text{القوة النسبية}$$

عادة يتم تحديد قيمة المؤشر في رسم بياني مداه يقع بين الصفر والمئة، وهذا المؤشر ليس له علاقة بتحديد سعر السهم ولكنه يستخدم في اعطاء اشارات البيع والشراء، فمثلاً لو وصل المؤشر الى أقل من 30 ثم بدأ في

<sup>1</sup> جون ميربي، مرجع سبق ذكره، ص 171.

الارتفاع فهذا يدل على أن مرحلة البيع قد انتهت وبالتالي فهذه إشارة شراء، ولو وصل المؤشر الى أعلى من 70 نقطة ثم بدأ في النزول فهذا يدل على أن مرحلة الشراء قد انتهت وبالتالي فهي إشارة بيع، وعموماً هذا المؤشر يعطنا مناطق التشبع الشرائي (منطقة البيع)، ومناطق التشبع من البيع (منطقة الشراء) وهي عادة 30 - 70<sup>1</sup>، وكان "ويلدر" قد استخدم فترة زمنية قدرها 14 يوم حيث تعتبر الفترتين 9 و 14 هما الأكثر استخداماً 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 (3-2): مؤشر القوة النسبية لسهم إحدى الشركات.



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

انطلاقاً من هذا الشكل وعند السؤال عن متى أبيع ومتى أشتري فإن الإجابة هي: أشتري عند النزول أقل من 30 لأن السهم وقتها تشبع من البيع، وأبيع عندما يكون المؤشر أعلى من 70 لأن السهم تشبع شرائياً.

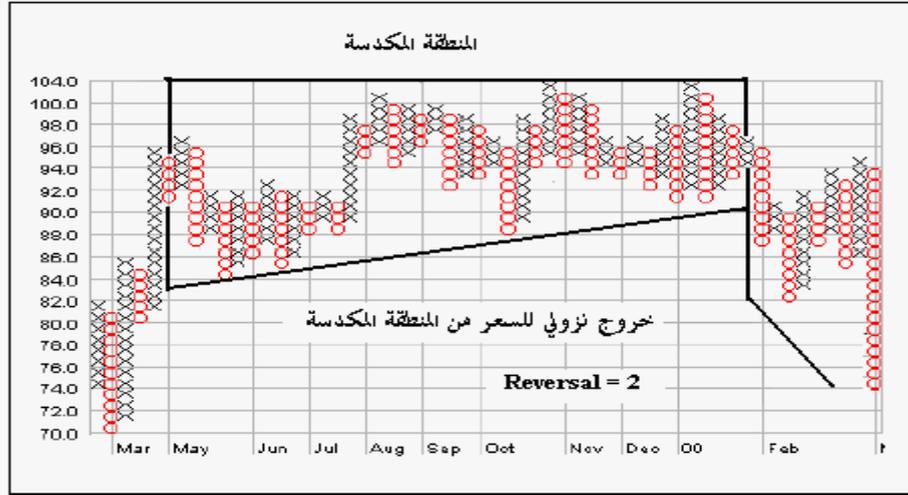
**3-2 خريطة النقطة والشكل:** تركز خريطة النقطة والشكل على رصد التغيرات التي تحدث في حركة الأسعار دون اعطاء أهمية لعنصر الزمن الذي تحدث فيه هذه التغيرات، وعند رسم هذه الخريطة يمثل المحور الرأسي سعر السهم أما المحور الأفقي فلا يمثل عنصر الزمن أو أي شئ آخر، ولا يسجل السعر الجديد على الخريطة إلا إذا كان التغير برقم غير كسري، فاذا حقق السهم ارتفاع في السعر يسجل حرف X أمام السعر في عمود خاص بالارتفاع أما إذا انخفض السعر فيسجل حرف O في عمود خاص بالانخفاض، 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

<sup>1</sup> أبو معاذ التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

## الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية

شكل آخر أمام السعر الأول طالما أنه لا يعكس اتجاه صعودي أو نزولي، والشكل الموالي يوضح خريطة النقطة والشكل لأسهم إحدى الشركات.<sup>1</sup>

شكل رقم (3-3): خريطة النقطة والشكل.



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

إنَّ ما يهم المحلل الفني في هذه الخريطة هو المنطقة المكذبة للأسعار والاتجاه الذي أخذته الأسعار عند خروجها من هذه المنطقة، فذلك يُمكنه من التنبؤ بالخروج النزولي أو الصعودي قبل حدوثه بالفعل ومن ثم اتخاذ قرار الشراء أو البيع في أفضل توقيت ممكن دون الانتظار الى وقوع الخروج فعلاً، ولكي نتنبأ باتجاه الأسعار في المنطقة المكذبة يمكن حساب عدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها ارتفاع في سعر السهم (الأعمدة التي تحتوي على رمز X) ومقارنته بعدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها انخفاض في سعر السهم ( الأعمدة التي تحتوي على رمز O)، فإذا كان عدد الأعمدة الأولى أكبر من الثانية فمن المتوقع أن يكون خروج السعر من المنطقة المكذبة خروج صعودي والعكس صحيح، فإذا كان الخروج صعودي يكون التوقيت ملائم لقرار الشراء أما إذا كان الخروج نزولي فإنَّ التوقيت يكون ملائم لقرار البيع.

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

### المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

تشهد 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 وتكلفتها من جهة أخرى، وفي هذا المبحث سوف نتعرض الى بعض التفاصيل الخاصة بكفاءة سوق الأوراق المالية والصيغ المختلفة للكفاءة.

### المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية.

سوف نتعرض في هذا المطلب الى توضيح مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومختلف الفرضيات التي يقوم عليها هذا المفهوم، وكذا أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

### أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

لقد وردت عدة تعاريف في توضيح مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية الأسواق المالية نورد بعضها فيما يلي:

**تعريف 1: سوق الأوراق المالية الكفاء هو:** "ذلك السوق الذي يحقق تخصيصاً أمثلاً للموارد المتاحة بمعنى توجيه تلك الموارد الى المجالات الأكثر ربحاً، كما يعتبر السوق كفى عندما تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية".<sup>1</sup>

**تعريف 2: سوق الأوراق المالية الكفاء هو:** "ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات تقارير أداء الشركات، حيث تؤثر تلك المعلومات على القيمة السوقية للورقة المالية"، وعليه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.<sup>2</sup>

**تعريف 3: سوق الأوراق المالية الكفاء هو:** "ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة اليه وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، ما يضمن تغيير فوري في السعر يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق رأس المال و أدائها - الأسهم والسندات - مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003، ص 08.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 487 - 490.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمارات في الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات - الدار الجامعية، الاسكندرية 2000، ص 204.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن سوق الأوراق المالية الكفاء هو: "ذلك السوق الذي تعكس فيه القيمة السوقية للورقة المالية جميع المعلومات المتاحة، بحيث تكون تلك المعلومات في متناول جميع المستثمرين وفي نفس الوقت فلا تتاح الفرصة لأي فئة من المستثمرين لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى".

تجدر الإشارة الى أنه لكي يكون السوق كفاء لابد من وجود مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون أنه غير كفاء، 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 الى تغيير القيمة السوقية لتتعاقد مع القيمة الحقيقية دون أن تتحقق الفرص المنشودة لأن الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية سوف يلجأ المستثمرون الى شرائها فترتفع قيمتها السوقية، أما الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية سوف يتم بيعها فينخفض سعرها، ويرجع ذلك الى 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 مع قيمته الحقيقية لأنه لا يوجد فاصل زمني كبير بين تحليل المعلومات والوصول الى 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 الكفاء تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاك مستثمر للورقة المالية ( السهم ) والمخصومة بمعدل عائد يكفي لتعويضه عن المخاطر مساوية تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه،<sup>1</sup> هذا وتقوم كفاءة سوق الأوراق المالية على عدد من الفرضيات تتمثل في ما يلي:<sup>2</sup>

- سيادة نظام المنافسة الصافية والذي يعتمد على مايلي:

- \* وجود عدد كبير من المستثمرين المتنافسين في السوق الذين يبحثون عن تعظيم الأرباح فيقوموا بتحليل ظروف السوق وتقييم الأدوات الاستثمارية بشكل مستقل عن الآخرين.
- \* عدم تحكم المستثمرين في الأسعار السائدة وإنما يتحكمون في كميات تعاملهم بأدوات الاستثمار المتداولة.
- \* توافر الشفافية التامة في السوق بحيث تنتشر المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية بشكل واضح وفي الوقت المناسب.

- يتم اعداد، تحليل، ونشر المعلومات بتكاليف منخفضة نسبياً حيث لا يكون هناك أي تمييز وبأي شكل من الأشكال في ايصال المعلومات للمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 490-491.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 77.

- يقوم المستثمرين المتنافسين بتعديل أسعار الأدوات المالية بسرعة لتعكس المعلومات الجديدة.  
- لا يشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة، كما أنها لا تأخذ اتجاهات شاذة بعيدة عن التوازن ذلك أن المنافسة تكون كفيلة بتعديل الأسعار في النهاية.

#### ثانياً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

لقد أثارَت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتمام كثير من الباحثين في هذا المجال، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين فيه فتتعديل القيمة السوقية للورقة المالية لتتساوى مع القيمة الحقيقية، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

**1- الكفاءة الكاملة:** يعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية قريب 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.

**1-1 تعريف الكفاءة الكاملة:** تعرف الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية بأنها: "تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء جيدة أو غير جيدة"<sup>1</sup>، فمضمون الكفاءة الكاملة يعني مدى انعكاس المعلومات الجديدة على الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة فيحللها ويعكسها في توقعاته وعلى هذا الأساس يتخذ قرار البيع أو الشراء.<sup>2</sup>

**1-2 شروط الكفاءة الكاملة:** مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق يقتضي توافر مقومات وشروط السوق الكاملة والتي تتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>

- توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق بتكلفة زهيدة أو بدون أي تكلفة فهذا من شأنه أن يؤدي الى تماثل المعلومات المتاحة، كما يؤدي الى أن تكون توقعاتهم متماثلة بشأن مستقبل الأسعار وتطورها.

- عدم وجود قيود على التعامل بحيث:

\* لا توجد تكاليف على التعاملات 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.

<sup>1</sup> صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 135.

<sup>3</sup> عاطف وليم أنداروس، مرجع سبق ذكره، ص 151.

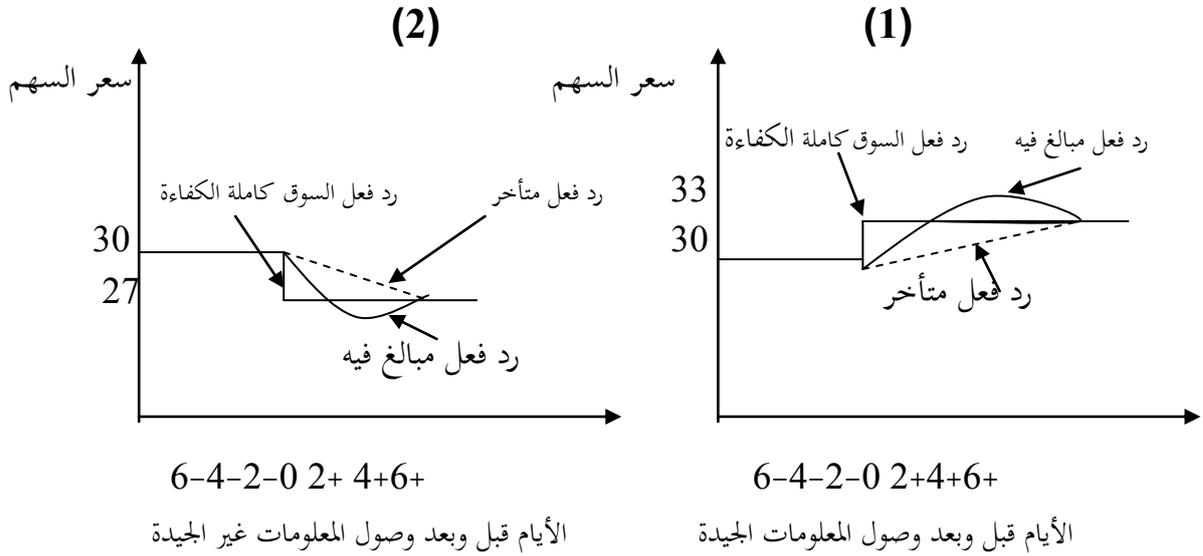
## الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية

- وجود عدد كبير من المستثمرين و المتعاملين في السوق وعليه فإن تصرفات أي منهم لا يمكن أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، ومن ثم فإن كل مستثمر يقبل الأسعار المعلنة كقضية مسلم بها.

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

**2- الكفاءة الاقتصادية:** يفترض مفهوم الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية أن المستثمر يبحث عن تعظيم منفعته ولتحقيق هدفه هذا يسعى للحصول على المعلومات التي تساعده في ذلك، وفي ظل هذا المفهوم يفترض وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة الى 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 أرباح غير عادية خاصة في المدى الطويل،<sup>1</sup> واستناداً الى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفاء هو ذلك: "السوق الذي يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة الى السوق وهو ما يؤدي في النهاية الى تحقيق تعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية"،<sup>2</sup> والشكل الموالي يعكس لنا مفهوم كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق ويصور حركة الأسعار في اطار استجابتها للمعلومات:

شكل رقم (3-4): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.



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

<sup>1</sup> ضياء مجيد موسوي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية - الأهداف والسبل - عالم الكتب، مصر، 2003، ص 26.

من خلال الشكل (1) نلاحظ أنه في اليوم الذي وصلت الى السوق معلومات جيّدة بشأن الشركة المصدرة للسهم قدرت القيمة الحقيقية للسهم بسعر 33 دينار، فإذا كان السوق كفاءً بشكل كامل فان سعر السهم سيرتفع من 30 دينار الى 33 دينار فوراً في اليوم صفر وهو مايمثله الخط المستقيم، غير أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية فإنّ المعلومات تحتاج الى وقت لتحليلها بهدف تسعير السهم، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم صفر الى أن يرتفع سعر السهم الى 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، هذا ويمكن أن نعبر عن تعديل المعلومات الجديدة لسعر السهم بمعدل العائد المتوقع ومعدل العائد المطلوب، فكما هو متفق عليه في أدبيات الاستثمار فإنّ المستثمر يطلب عائد دوري محدد هو العائد المطلوب R عند مستوى معين من المخاطرة، كما يتوقع عائد P من ورقة مالية معينة (سهم عادي) خلال فترة زمنية معينة، لذا فإنّ 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 لا بد من تعديل سعر السوق، فإذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب يقرر المستثمر شراء الورقة المالية لأنه يتوقع الحصول على عائد يقابل المخاطر التي سوف يتحملها، ومثل هذا الاعتقاد سيؤدي الى ارتفاع السعر الذي بدوره يسبب انخفاض العائد المتوقع ليتساوى مع العائد المطلوب على افتراض ثبات المنافع المتحققة، والعكس اذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب المستثمر سوف يبيع الورقة المالية مما يؤدي الى انخفاض السعر وارتفاع العائد المتوقع الى أن يتساوى مع العائد المطلوب.<sup>1</sup>

**1-2 شروط الكفاءة الاقتصادية:** لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه في التخصيص الكفاء للموارد المالية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى لا بد وأن يتوافر على الخصائص التالية:

**- كفاءة التسعير Price Efficiency:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها قدرة أسعار الأسهم على الاستجابة لكافة أنواع المعلومات التي تصل الى المتعاملين من مختلف المصادر بسرعة ودون فاصل زمني كبير، ونظراً لورود معلومات الى السوق من حين لآخر فإنّ أسعار الأسهم تكون في حالة تغيير

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

مستمر حيث تؤدي هذه التغيرات الى عدم امكانية تحقيق عوائد استثنائية،<sup>1</sup> وبالتالي يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ومن الصعب على أي منهم أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.<sup>2</sup>

**- كفاءة التشغيل Operational Efficiency:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة سوق الأوراق المالية على احداث توازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية دون أن يتكبد المتعاملين فيها تكاليف مرتفعة، حيث أن انخفاض تكاليف المعاملات ينعكس في زيادة وسرعة عمليات التداول وكبر حجمها، وتتمثل هذه التكاليف فيما يلي:<sup>3</sup>

\* **عمولات السمسرة Brothorage Costs:** تتمثل العمولات في المبالغ النقدية التي يحصل عليها السماسرة مقابل تنفيذ أوامر العملاء لشراء وبيع الأوراق المالية بالإضافة الى 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.

\* **تكاليف الإصدار Underwriting:** تتمثل تكاليف الإصدار 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.

وعليه يقصد بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات الى أدنى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

**- الكفاءة التخصيصة Allocational Efficiency:** تتحقق الكفاءة التخصيصة في أسواق الأوراق المالية عندما يتم توجيه الأموال الى الوحدات الاقتصادية ذات الأداء الجيد والتي تتمتع بمراكز مالية قوية ويتسع 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.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 117.

<sup>2</sup> ضياء مجيد موسوي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

<sup>3</sup> نظير رياض محمد الشحات، نفس المرجع أعلاه، ص 115 - 116.

<sup>4</sup> نظير رياض محمد الشحات، المرجع نفسه، ص 116.

**المطلب الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.**

عادةً 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:**

يعتبر كبر حجم السوق واتساعه كمؤشر على زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وكذا على تطوره في اتجاه إيجابي، ويقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:<sup>1</sup>

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

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

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

**2- مؤشر عدد الشركات المدرجة في البورصة:** يدل ارتفاع عدد الشركات المسجلة بالبورصة على مدى اتساع حجم السوق، فقيام الشركات بفتح رأسمالها أو زيادته ينعكس في ارتفاع حجم الاستثمارات بهذه الشركات مما يساهم في زيادة النمو الاقتصادي الوطني على اعتبار أن هذه الاستثمارات توجه الى الشركات الأكثر كفاءة وانتاجية الأمر الذي يعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

**ثانياً: مؤشر سيولة السوق:**

يقصد بسيولة السوق سهولة تسويق الورقة المالية أي امكانية بيعها وشرائها بسرعة وبسعر قريب جداً من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة دون أن يؤدي ذلك الى تغيير كبير في قيمتها السوقية ولكي تتصف سوق ما بالسيولة يجب أن يكون هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية مع سرعة استحابة السوق لمعالجة أي خلل بين العرض والطلب، هذا وتقاس سيولة السوق من خلال المؤشرين التاليين:

<sup>1</sup> صاطوري 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 ص 264-266.

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

$$\text{مؤشر دورة رأس المال} = \frac{\text{مجموع قيم الأسهم المتداولة}}{\text{مجموع قيم الأسهم المسجلة}}$$

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

**2- نسبة القيمة المتداولة:** هذا المؤشر هو عبارة عن النسبة بين مجموع قيمة الأسهم المتداولة محلياً والنتائج المحلي الاجمالي.

$$\text{نسبة القيمة المتداولة} = \frac{\text{مجموع قيمة الأسهم}}{\text{النتائج المحلي الاجمالي}}$$

هذه النسبة تعطينا فكرة عن قيمة الأموال المتداولة مقارنة بحجم الاقتصاد بينما تعطينا النسبة الأولى فكرة عن حجم التداول مقارنة بحجم السوق، وهي تعكس بشكل ايجابي السيولة على مستوى الاقتصاد كما تعتبر كمقياس مكمل للمؤشر الذي يقيس حجم السوق، فقد تكون السوق واسعة لكن غير نشيطة.<sup>1</sup>

ثالثاً: مؤشر كفاءة تسعير الأوراق المالية:

تتمثل كفاءة التسعير في انعكاس المعلومات المفصح عنها من طرف الشركات على أسعار الأوراق المالية حيث تصل تلك المعلومات الى كافة المتعاملين وفي نفس الوقت، شرط أن تكون على درجة عالية من الدقة وانخفاض التكلفة، ويمكن قياس كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية من خلال المؤشرات التالية:<sup>2</sup>

**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 ينعش حركة التداول ويعزز ثقة المستثمر في السوق، وهذا يتحقق من خلال توافر نظام سليم ودقيق للافصاح يسمح بتقديم جميع المعلومات الضرورية لمساعدة المتعاملين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

<sup>1</sup> زيطارى سامية، 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.

<sup>2</sup> لخرش الطاهر، 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 69-70.

2- مؤشر تسعير الأصول في السوق: تستعمل آلية تسعير الأصول المالية في الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية، فانعكاس المعلومات بسرعة في الأسعار بما لا يترك مجال للبعض دون الآخر لاستغلال فرص لتحقيق أرباح غير عادية يدل على أن السوق بآلياتها قادرة على ضمان تعديل أسعار مختلف الأوراق المالية تبعاً للمعلومات الجديدة الواردة اليه.

#### رابعاً: مؤشر الهيكل التنظيمي للسوق:

يعتبر تطور الهيكل التنظيمي أساس تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، ذلك أن تطور الهيكل التنظيمي يضمن القيام بمختلف العمليات في السوق على أكمل وجه، ومن بين المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل التنظيمي مايلي:<sup>1</sup>

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 شامل لكافة الأمور التفصيلية الخاصة بالسوق.

2- تنظيم مهنة الوساطة: وذلك من خلال اصدار ميثاق أخلاقيات المهنة يوضح الشروط الواجب توافرها في الوسيط، مع وجود لجنة تعمل على تنظيم هذه المهنة وتضبط حسن سيرها لضمان تقديم خدمة الوساطة بأمانة وكفاءة عالية.

3- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها: وذلك بوجود تشريعات ملائمة وضمّان تطویرها مع كل المستجدات، وكذا الالتزام بتطبيقها الفعلي مثل شروط الدخول الى البورصة وقوانين حماية المستثمر... الخ.

4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة: وذلك من قبل الوزارة الوصية المكلفة بالمالية وكذا اللجان التي يتم تكوينها لهذا الغرض، والتي عادةً 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 واللوائح التنظيمية للبورصة.

5- عمليات التسوية والمقاصة: تؤثر اجراءات التسوية والمقاصة على قرارات المستثمرين بخصوص الاستمرار في سوق ما أو الاحجام عن ذلك، حيث أن بطئ وتعقد العمليات لا يشجع المستثمر على الدخول أصلاً الى هذه السوق، وعليه فان تبسيط الاجراءات من شأنه أن يعمل على جذب أكبر عدد ممكن من المتعاملين اليه واستمرارهم فيه.

<sup>1</sup> لحرش الطاهر، مرجع سبق ذكره، ص ص 67-68.

خامساً: مؤشر تركيز السوق:

من بين أكثر المقاييس المستعملة لقياس درجة التركيز في سوق الأوراق المالية هو حساب مساهمة رسملة أكبر عشر شركات في إجمالي رسملة السوق، ارتفاع هذه النسبة يؤثر سلباً على سيولة السوق نظراً لمحدودية أحجام التداول والذي يقتصر على أسهم عدد محدود من الشركات، وهي عادةً ما تكون مرتفعة في أسواق الدول النامية ومنخفضة في أسواق الدول المتقدمة.<sup>1</sup>

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية.

تقسيم المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث الاقتصادي FAMA عام 1965، والتي حلل بموجبها الحركة اليومية لأسعار 30 سهم خلال 05 سنوات (هي أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط دوجونز Dow Jones)، وقد خلص من دراسته هذه الى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم ويبيّن أن المعلومات الجديدة التي تصل الى السوق بشكل مفاجئ مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك سوف تتقلب الأسعار عشوائياً صعوداً ونزولاً، وأن درجات كفاءة سوق الأوراق المالية تختلف باختلاف مضمون ونوعية المعلومات، هذا 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 الى ثلاث صيغ مختلفة هي: فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة متوسطة القوة، وفرضية الصيغة القوية.

أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

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

**1- 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، هذا 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،<sup>2</sup> وعليه فإن أي محاولة للتنبؤ بسعر ورقة مالية معينة من واقع سلسلة زمنية للأسعار لن تنجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكل عشوائي يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بمعلومات تاريخية وأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار الماضية، ولما كانت المعلومات

<sup>1</sup> زيطارى سامية، مرجع سبق ذكره، ص 73.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 157.

الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة اذا كان من الممكن التنبؤ بها مسبقاً فإنّ التغير في الأسعار كنتيجة لذلك سيحدث في أية لحظة وفي مسارات عشوائية شرط أن لا يعلم أحد من المستثمرين بهذه المعلومات قبل نشرها وبالتالي لا يمكن لأي من المستثمرين تحقيق 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.

**2- اختبارات فرضية كفاءة السوق في شكلها الضعيف:** لقد اختبرت فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بواسطة ثلاث مداخل هي: سلسلة الارتباط، قواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة.

**1-2 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،<sup>1</sup> فاذا ما أوضحت نتائج القياس عن وجود نمط للتغير في الأسعار فإنّ هذا يدل على عدم عشوائية الأسعار وبالتالي رفض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، وعملياً تتحقق الصيغة الضعيفة لكفاءة باستخدام هذا الاختبار اذا كان معامل الارتباط الخطي بين التغيرات في سلسلة من الأسعار معدوماً مما يعني أن الأسعار تسلك حركة عشوائية في مسارها،<sup>2</sup> هذا الاختبار قام به "أوجان فاما" "Eugene Fama" في الخمسينات من القرن العشرين من خلال اختبار معامل الارتباط لثلاثون سهم من أسهم مؤشر "داوجونز" لفترة من يوم الى عشرة أيام، وقد وضّح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة.

**2-2 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 معين بعد خصم تكلفة المعاملات عائد مميز عن غيرهم من المستثمرين الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، وفي هذا الصدد يوجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية اقترحها الفنيون هي:<sup>3</sup>

- تقوم المجموعة الأولى على افتراض أن ارتفاع سعر السهم بنسبة معينة يعد مؤشر يعتمد عليه في اتخاذ قرار الشراء، وأن انخفاضه بنسبة معينة يعد مؤشر سليم لاتخاذ قرار البيع.

- المجموعة الثانية هي 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

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

<sup>2</sup> رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص 106.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، المرجع أعلاه، ص 504-505.

أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة وهو ما يسمى بتأثير التوقيت.

- 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. تشير 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.<sup>1</sup>

**2-3 اختبار الأنماط الطارئة:** لقد وجه انتقاد الى 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 نمط معين، 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 الزمنية التي يستغرقها التغير، والهدف من هذه الاشارات هو متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية معينة، وبالتالي الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين لهذه الحركة.<sup>2</sup>

**ثانياً: فرضية الصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية:**

يطلق على هذه الصيغة أيضاً الصيغة شبه القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية، وفي ظل هذا الفرض تستجيب الأسعار لكل المعلومات المتاحة بعد القيام بتحليلها من طرف المستثمرين.

**1- مفهوم الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق:** وفقاً لفرضية الصيغة متوسطة القوة لكفاءة سوق الأوراق المالية أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المتعلقة بأسعار الأسهم في الماضي، وإنما تعكس أيضاً كافة المعلومات المتاحة للجمهور<sup>3</sup> 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،<sup>4</sup> وفي ظل هذه الصيغة لكفاءة السوق يُتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث تكون الاستجابة في البداية غير صحيحة لأنها مبنية على وجهة نظر أولية غير أنه

<sup>1</sup>Jacquillat B. et slonik.B, les Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques, 3<sup>ème</sup> édition. Paris: DUNOD, 1997, p 62.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 505.

<sup>3</sup> محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 84.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 128.

بمرور وقت قصير يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثرها 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 وتغير السعر يجعل العوائد غير العادية التي يمكن تحقيقها محدودة الى حد كبير، وحتى اذا تحقق هذا العائد قد لا يكون كافي لتغطية ما تحمله المستثمر من تكاليف اضافية للحصول على المعلومة وتحليلها،<sup>1</sup> ولتحقق السوق هذا المستوى من الكفاءة لابد حصول جميع المستثمرين على المعلومات في نفس الوقت لتنعكس فوراً في الأسعار.

**2- اختبارات الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق:** لقد أجريت العديد من الدراسات لاختبار صحة فرضية السوق متوسطة الكفاءة، وقد اتضح مايلي:

**1-2** بحثت بعض الدراسات في تأثير كل من الإعلان عن الأرباح وتوزيعها أو تجزئة الأسهم على الأسعار وقد اتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان الأمر الذي لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عوائد متميزة على حساب آخرين،<sup>2</sup> حيث قام كل من "بال وبراون" Ball & Brawn سنة 1969 بتقديم دراسة تحليلية تهتم بدراسة مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لـ 161 شركة أمريكية لفترة زمنية غطت 20 سنة، خلصت هذه الدراسة الى أن آليات السوق قد توقعت التغير في الأسعار قبل أن تنشر الى 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.<sup>3</sup>

**2-2** لقد أوضحت الدراسة التي قام بها كل من ميلر و رايل "Miller & Reil" سنة 1987 بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة للجمهور أن أسعارها عادةً ما تكون أقل من قيمتها الحقيقية، غير أن القيم السوقية سرعان ما تتعدل لتصل الى القيمة الحقيقية والتي تعكس المعلومات المتاحة بعد نفاذ الإصدار بيومين وهذا بعد أن يتم تداول الأسهم بين المستثمرين.

في اختبار صحة هذا الفرض توصلت الدراسات التي أجريت على أسواق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية أن هذه الأسواق تتصف بالكفاءة في شكلها المتوسط حيث تتاح المعلومات للمستثمرين من مصادر مختلفة، فبالإضافة الى ما تقدمه لجنة بورصة الأوراق المالية من معلومات تتنافس الصحف والدوريات المالية والشبكات الإخبارية على تقديمها الى المستثمرين بأسرع ما يمكن وبأقل تكلفة ممكنة لتنعكس في تغير الأسعار على وجه السرعة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم اندوس، مرجع سبق ذكره، ص 158.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندوس، المرجع نفسه، ص 159.

<sup>3</sup> ستوري الجودي مرجع، سبق ذكره، ص 277.

<sup>4</sup> عاطف وليم أندوس، المرجع أعلاه، ص 159 - 160.

ثالثاً: فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية:

تعبر الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية عن الكفاءة التامة للسوق، وفي ظل هذا الفرض تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة عامة أو خاصة، وقد تم وضع عدة اختبارات للتأكد من صحته.

**1- 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 عالية، هذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق.<sup>1</sup>

**2- اختبارات فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق:** لقد تم اختبار صحة فرضية كفاءة السوق في شكلها القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة هما:

**1-2 الاطارات المسيرة بالشركة:** يتمكن كبار المسيرين بالشركات من الحصول على المعلومات بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، لذا يمكن متابعة ربحية هؤلاء المسيرين من التعامل في الأوراق المالية لإثبات مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية ومن ثم اختبار صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه،<sup>2</sup> في هذا الإطار كشفت العديد من الدراسات منها: 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 كفاءة السوق 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 الشركة، حيث أعطى للجنة 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 تصرفات كبار المسيرين قبل قيام طرف معين بامتلاك الشركة فتبين لهم أن هناك تغير جذري في تصرفات هؤلاء بعد صدور القانون مقارنة بتصرفاتهم قبله، فقبل صدور القانون وجدت أدلة على سعي 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 لم تظهر أي محاولة لاستغلال تلك الفرصة من طرف المسيرين، ولكن ما يأخذ على هذه

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 404.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندوس، مرجع سبق ذكره، ص 161.

الدراسة هو أنها أجريت على كبار المسيرين دون أن تمتد الى غيرهم مثل العاملين بينوك الاستثمار والمحاسبين والمستشارين القانونيين للشركة، كما أجريت على نوع من المعاملات دون أن تمتد الى معاملات أخرى تيرم قبل أحداث معينة.<sup>1</sup>

2-2 المؤسسات المالية المتخصصة: تمتاز المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار والمؤسسات المختصة في التحليل المالي بأن لها القدرة على الوصول الى 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 الى عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد مميز 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 الى عدم توافر ميزة لهذه المؤسسات تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، أما بالنسبة للمؤسسات المختصة في التحليل المالي فتأكد العديد من الوقائع قدرة تلك المؤسسات على تقديم استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباح غير عادية وهو ما يعتبره البعض بمثابة عدم اعتراف بفرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية.<sup>2</sup>

تجدر الإشارة الى أن الواقع العملي لا تتوافر فيه الشروط اللازمة لتحقيق فرضية الصيغة القوية 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 المالي لديها القدرة على تحليل المعلومات أكثر من غيرها الأمر الذي يُمكن المستثمرين الذين يحصلون على خدمات هذه المؤسسات من تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 512-513.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندوس، مرجع سبق ذكره، ص 161-162.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 130.

المبحث الثالث: تحسين بيئة الأعمال وأثره في تنشيط سوق الأوراق المالية.

تتطلب عملية تنشيط سوق الأوراق المالية أن تتميز هذه الأخيرة بخصائص تجعلها محفزة وجاذبة للمستثمرين وأن تكون البيئة التي تنشط فيها تتميز هي الأخرى بميزات البيئة الجاذبة والمستقرة فضلاً عن كفاءة وأداء الشركات المدرجة بالسوق، وعليه سوف نتطرق في هذا المبحث الى تأثير الحوكمة في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها في تحسين المتغيرات السابقة.

المطلب الأول: تحسين البيئة الخارجية للشركة وتنشيط سوق الأوراق المالية.

يعتبر المستثمرين في الأوراق المالية محليين كانوا أو أجانب أفراد أو مؤسسات الدعامة الأساسية في تنشيط سوق للأوراق المالية، هؤلاء المستثمرين يتأثرون في قراراتهم الاستثمارية بمجموعة من المتغيرات يأتي على رأسها بيئة عمل البلد المراد الاستثمار فيه، فالقرارات التي يتخذونها بشأن الاستثمار في سوق ما ليست قرارات عشوائية بل يتم تأسيسها بناءً على تقييم لوضعية بيئة الأعمال في بلد تلك السوق، هنا تجدر الإشارة الى أن بعض المعايير التي تجذب الاستثمارات مثل حجم السوق المحلي أو توفر المواد الأولية تُشكل حقائق لا تستطيع الحكومات تغييرها كما تشاء، فإمّا أن يكون البلد ينعم بموارد طبيعية أو يكون غير ذلك وإذا كانت السوق المحلية صغيرة فلا يستطيع أي قانون أن يجعلها كبيرة، ولكن هناك العديد من المعايير التي تقع ضمن العمل الحكومي والتي تستطيع الحكومات التدخل في تحسينها لتؤثر إيجاباً على بيئة الأعمال يأتي على رأس هذه المعايير تأمين نظام الحكم الراشد معنى ذلك أن يتمتع البلد باطار مؤسسي فعّال قادر على الحفاظ على رؤوس الأموال المحلية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وعليه يمكن إبراز دور الحكم الراشد وتفعيل الاطار المؤسسي للحكومة في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية:<sup>1</sup>

- غالبية المستثمرين لا يبحثون بالضرورة عن دول تحكمها أنظمة ديمقراطية كمقصد محتمل للاستثمار فالاستقرار السياسي مع نظام حكم غير عنيف يكون كافٍ بوجه عام للمستثمرين عند دراستهم لنظام الحكم في أي بلد، فأمن الاستثمارات يعتبر شرط أساسي للاستثمار في أي سوق للأوراق المالية.

- يركز المستثمرين الذين يدرسون الاستثمار في سوق معين على العديد من العناصر من أجل الاستثمار في تلك السوق، حيث يطلب هؤلاء عمليات شفافة وخالية من الفساد والرشوة لتأسيس شركات الأعمال أو الانطلاق في توظيف رؤوس الأموال في سوق الأوراق المالية، وعلاوةً على ذلك يحتاج المستثمرون الى العمل ضمن اطار يوفر منافسة عادلة ونزاهة تمنح فرص متساوية للجميع في الحصول العوائد والأرباح الرأسمالية.

<sup>1</sup> سكوت ايزنر، شركات الأعمال تبحث عن الحكم الرشيد في الدول النامية، مقالة منشورة على الموقع الإلكتروني:

<http://iipdigital.usembassy.gov/st/arabic/publication/2009/12/20091223143030snmassabla0.291836.html#ixz>  
z3xayCCJ18 ، تاريخ الاطلاع: 2017/07/17، بتصرف.

### الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية

- هناك عنصر أساسي آخر مطلوب لجذب الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وهو وجود حكم القانون الشفاف والموثوق، إذ يركز المستثمرين بصفة عامة على أن يكون النظام القضائي في بلد ما يعمل بصورة صحيحة بحيث يكونوا واثقين بأنه في حال مقاضاتهم أو إذا أرادوا اتخاذ اجراءات قانونية يمكنهم أن يحصلوا نتائج منصفة.

- أن تكون شروط ادراج الشركات في قوائم سوق الأوراق المالية على أساس معايير مشددة للافصاح.  
- وضع وتفعيل قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين كتلك التي نصت عليها مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حول حوكمة الشركات.

- أن يكون سوق الأوراق المالية مزود بجهاز حكومي أو هيئات حكومية تتمتع بعدد من المرشعين المستقلين المؤهلين وتحويلهم سلطة تنظيم عمليات الأوراق المالية للشركات، وانفاذ قوانين سوق الأوراق المالية.  
- البنى التحتية المتمثلة في التكنولوجيا المتطورة وشبكة الاتصالات والأنترنت مهمة أيضاً بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية إذ تمكنهم من تنفيذ معاملاتهم في الأوراق المالية بسرعة وبأقل تكلفة، فليس هناك أصدق من المثل القائل بأن الوقت هو المال.

خلاصة لما سبق فإنَّ أغلبية المزايا التي يبحث عنها رأس المال في مقاصد الاستثمار المتوقعة تعتمد على تصميم حكومات الدول لمجموعة من التغييرات الضرورية بحيث تصبح مكاناً جذاباً لمزاولة الأعمال، فإذا تمكن بلد ما من تحقيق الاستقرار السياسي واتخاذ اجراءات صارمة ضد الفساد ليخلق بيئة أعمال شفافة فإنَّ الأمور الأخرى التي تدخل ضمن بيئة الأعمال مثل البنى التحتية الضرورية لإقامة سوق الأوراق المالية ومنح المزايا والتخفيضات الضريبية، والزام الشركات بمتطلبات الافصاح والشفافية سوف يتبعان ذلك لا محال، هذه الشروط تساعد على جذب المستثمرين المحليين والأجانب للاستثمار في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يعمل على تنشيطه من خلال زيادة عدد المتعاملين فيه.

**المطلب الثاني: تحسين البيئة الداخلية للشركة وتنشيط سوق الأوراق المالية.**

يعتبر التزام الشركات بقواعد حسن الادارة والشفافية والمحاسبة عن المسؤولية وتفعيل اجراءات الحد من الفساد كمؤشر عن مدى تطبيق تلك الشركات مبادئ الحوكمة، الأمر الذي يعمل على تحسين قدرتها التنافسية وزيادة جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجانب، فيما يلي نقوم بتوضيح أهمية ممارسات الحوكمة بالشركات المدرجة في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال ابراز دورها وأهميتها في محاربة المحاسبة الابداعية وتحقيق جودة المعلومات المحاسبية.

**أولاً: مفهوم المحاسبة الابداعية:**

ظهرت المحاسبة الابداعية مع فترة الركود التي حدثت في بداية الثمانينات من القرن الماضي حيث كان هناك ضغط لتحقيق أرباح أفضل بينما كان من الصعب تحقيق أي أرباح، فلجأت الشركات التي لا تستطيع تحقيق أرباح الى ابتداعها.

**1- تعريف المحاسبة الابداعية:** لقد وردت عدة تعاريف في تحديد مفهوم المحاسبة الابداعية منها ما يلي:

**تعريف 1:** يعرف "بريجاش ياداف" "Brijesh Yadav" المحاسبة الابداعية بأنها: "تحويل أرقام المحاسبة المالية عما هي عليه في الواقع الى ما يرغب فيه ملاك الشركة من خلال الاستفادة من القواعد القائمة و/أو تجاهل البعض منها".<sup>1</sup>

**تعريف 2:** يعرف "فريدريك دمورانس" "Frédéric Demerens" وآخرون المحاسبة الابداعية بأنها: "استخدام المرونة المتاحة في المحاسبة ضمن الإطار التنظيمي لإدارة وقياس وعرض الحسابات، بحيث تعطي الأولوية لصالح المعددين وليس المستخدمين".<sup>2</sup>

وعليه فالمحاسبة الابداعية هي صورة من صور التلاعب غير الأخلاقي يهدف الى تغيير أرقام الحسابات بشكل يخالف حقيقتها ساعد على ظهورها تعدد أساليب القياس المحاسبي، ويعني ذلك أنها تتم في اطار قانوني نتيجة لاعتمادها على المعايير المحاسبية ومبادئها، وبالتالي فهي عملية مخططة ومدروسة من قبل الإدارة تهدف الى تغيير أرقام القوائم المالية باستغلال البدائل والطرق المحاسبية المختلفة لإظهارها بصورة غير حقيقية لتحقيق أهداف ذاتية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Brijesh Yadav, Creative Accounting : A Literature Review, The SIJ Transactions on Industrial, Financial & Business Management (IFBM), Vol. 1, No. 5, November-December 2013, P :181

<sup>2</sup> Frédéric Demerens, Jean-Louis Paré, Jean Redis Investor Skepticism and Creative Accounting: The Case of French SME Listed on Alternext, International Journal Of Business, 18 (1), 2013, P 6.

<sup>3</sup> سيد عبد الرحمن عباس بله، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الابداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 12، 2012، ص 60.

- 2- **دوافع استخدام المحاسبة الابداعية:** ممارسات المحاسبة الابداعية لا تتم من فراغ وإنما هناك مجموعة من الأهداف أو الدوافع التي تؤدي بإدارة الشركة الى هذا النوع من الممارسات منها ما يلي:<sup>1</sup>
- **دوافع تتعلق بتوقعات وتقييم السوق المالي:** الدافع الذي يتولد لدى الادارة لممارسة التلاعب بالتقارير المالية المستخدمة من قبل المستثمرين والمحللين الماليين هو التأثير الايجابي على سعر سهم الشركة في السوق المالي على المدى القصير ليتوافق مع توقعات المستثمرين والمحللين الماليين.
  - **دوافع تعاقدية:** تستخدم المعلومات المحاسبية والتقارير المالية لتنظيم العقود بين الشركة وأطراف خارجية مثل الجهات المقرضة من بنوك ودائنين، هنا تقوم بعض الشركات باستخدام المحاسبة الابداعية قصد تغيير الحقائق المحاسبية وهذا للتأثير على قرار المقرضين والدائنين لمنحهم القروض، من جهة أخرى فإن دافع التلاعب المحاسبي قد يتحقق لدى الادارة عند نيتها ابرام عقود مع موردين لديهم شروط خاصة تتعلق بمركز الشركة المالي وقوته كشرط أساسي للتوريد أو منح الوكالات والاسم التجاري، أو عند ابرام عقود مع عملاء لتنفيذ مشاريع كبيرة تتطلب وجود ممتلكات ومعدات بموصفات خاصة مما يخلق الدافع للتلاعب بهدف الحصول على هذه العقود.
  - **دوافع تنظيمية:** نظراً لخضوع الشركات لمراقبة تنظيمية ترتبط بالبيانات المالية بشكل مباشر فإن ذلك يولد الحافز لديها لتحريف هذه البيانات بالشكل الذي يتلائم مع متطلبات تفرضها القوانين والأنظمة والجهات الرقابية المشرفة عليها.
  - **الدوافع الذاتية للإدارة:** تتمثل أهم دوافع الإدارة للتأثير والتلاعب بالتقارير المالية في ما يلي:
    - التأثير سلباً على أسعار الأسهم ثم الاستحواذ عليها بعد ذلك.
    - المحافظة على سمعة (شهرة) مديري الشركة لتعزيز موقفهم للاحتفاظ بمناصبهم.
    - تحقيق الحوافز المادية والحصول على المكافآت خاصة اذا ارتبطت الحوافز بالأرباح التي تظهرها القوائم المالية.
    - الإدارة الجديدة لتظهر بشكل أفضل عن سابقتها عند تقييم أدائها.
  - **دوافع أخرى:** يمكن اضافة بعض الدوافع الأخرى لممارسة المحاسبة الابداعية منها:
    - المنافسة الشديدة بين الشركات ومحاوله الظهور بصورة أفضل في ساحة المنافسة من خلال أرباح مبتدعة من قبل الإدارة، أي التأثير الايجابي على سمعة الشركة في السوق.
    - الحصول على تصنيف ائتماني أعلى.
    - التهرب الضريبي والذي يعد من الدوافع الأساسية لاستخدام المحاسبة الإبداعية، حيث يكون بالتواطى مع المساهمين ومدققي الحسابات الخارجيين.

<sup>1</sup> علاء مصطفى أحمد نفاع، أثر التزام المدقق الخارجي الأردني بالإجراءات التحليلية في الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية: دراسة ميدانية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة جرش، الأردن، 2015، ص ص 91-93.

ثانياً: دور الآليات المحاسبية للحكومة في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية:

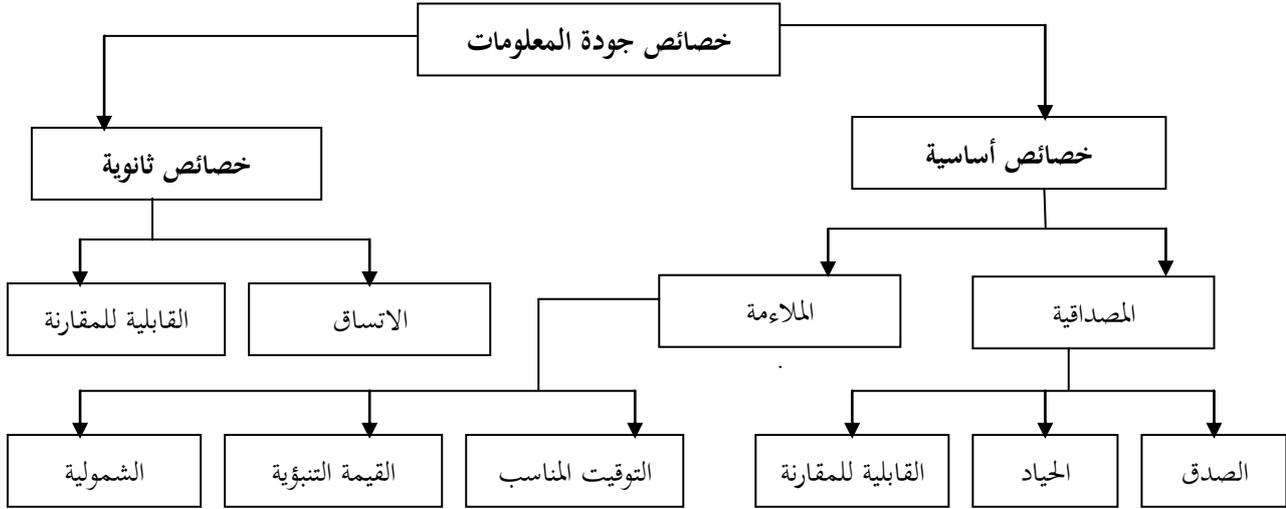
ظهر مفهوم الآليات المحاسبية للحكومة مع تصاعد المخالفات المحاسبية المرتكبة من قبل الشركات (المحاسبة الابداعية)، حيث تعمل هذه الآليات على الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية الأمر الذي يعمل على تبديد قلق المستثمرين وأصحاب المصالح اتجاه موثوقية ومصداقية القوائم المالية، فتفعيل الآليات المحاسبية للحكومة يساهم في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية أي انتاج معلومات محاسبية يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل يعكس ثقة ذوي المصالح بالشركة وإدارتها وبسوق الأوراق المالية المستثمر فيه.

**1- مفهوم جودة المعلومات المحاسبية:** ترى "جمعية المحاسبين المهنيين الدوليين المعتمدين" The Association of International Certified Professional Accountants (AICPA) أن جودة المعلومات المحاسبية هي: "مدى القدرة على استخدام المعلومات في مجال التنبؤ ومدى ملائمة المعلومات للهدف من الحصول عليها، فالجودة هي الوجه الشفاف للتقارير والقوائم المالية والذي يعكس طبيعة الشركة" ويمكن تقييم مستوى الجودة والموثوقية في المعلومات المحاسبية من خلال مجموعة من المقاييس حددها "Dorothy" فيما يلي:

- الدعاوى القضائية المرفوعة من حملة الأسهم ضد مجلس الإدارة بسبب وجود مخالفات وأخطاء جوهرية.
  - الدعاوى القضائية المرفوعة من هيئة سوق المال بسبب مخالفة مجلس الإدارة لقواعد القيد ومعايير العرض والافصاح.
  - معدل تغيير المدققين الخارجيين بسبب الخلاف على السياسات المحاسبية.
  - طبيعة ملاحظات المدقق الخارجي على القوائم المالية السنوية والدورية.<sup>1</sup>
- مما سبق عرضه نستطيع تعريف جودة المعلومات المحاسبية بأنها: "تلك المعلومات التي يستطيع المستثمر أن يعتمد عليها في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة"، وحتى تتميز المعلومات المحاسبية بالجودة يجب أن تتصف بمجموعة من الخصائص نوضحها في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، المجلد رقم 46، العدد 2، 2009، ص ص 27-28.

شكل رقم (3-5): خصائص جودة المعلومات.



المصدر: أمين السيد أحمد لطفى، نظرية المحاسبة - القياس والإفصاح والتقرير المالي - الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء الثاني، 2007، ص 13.

فيما يلي نوضح كل خاصية من هذه الخصائص:

### 1-1 الخصائص الأساسية: الملاءمة والمصدقية هما الخاصيتين الأساسيتين في جعل المعلومات المحاسبية

معلومات جيدة ومفيدة في عملية اتخاذ القرارات، حيث:

- **الملاءمة:** تكون المعلومة ملائمة عندما يكون لديها وزن وأهمية في عملية اتخاذ القرار، وبعبارة أخرى إذا استطاع المستثمر أن يعتمد عليها في رفع مستوى أدائه الاستثماري، وينطوي عنصر الملائمة على الخاصيتين التاليتين:<sup>1</sup>

\* **التوقيت المناسب:** يجب أن تكون المعلومة متاحة لمتخذي القرار في الوقت المناسب، فالمعلومة تفقد قيمتها ما لم تكون متاحة في الوقت الذي يحتاجها المستثمر.

\* **قيمة تنبؤية:** تكون المعلومات ملائمة إذا استطاع المستثمر أن يبني على أساسها تنبؤات للأحداث المستقبلية، فمثلاً عرض قوائم مالية ربع سنوية يساعد في التنبؤ بالدخل السنوي المتوقع.

\* **الشمولية:** يقصد بالشمولية أن تتوفر المعلومات المقدمة على كل ما يحتاجه المستثمر لاتخاذ قراراته، وليس معنى ذلك الإسهاب في التفاصيل غير المهمة وإنما الاختصار على العناصر والحقائق الضرورية فقط.

- **المصدقية:** حتى تكون المعلومات المالية ذات مصداقية يجب أن تتوفر على ما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> لطفى أمين أحمد السيد، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

<sup>2</sup> لطفى أمين أحمد السيد، المرجع نفسه، ص 15.

\* **القابلية للتحقق:** يقصد بالقابلية للتحقق أن تحدث درجة عالية من الاتفاق بين عدد من الأفراد القائمين بالقياس والذين يستخدمون نفس طرق القياس.

\* **الصدق في العرض:** يشير هذا المفهوم الى عدم تزويد فئة معينة بالمعلومات على حساب فئة أخرى بشكل يؤدي الى استفادة أحد الأطراف منها قبل الطرف الآخر، فانتفاء صفة الحياد عن المعلومة يجعل الجمهور يفقد الثقة فيها.

\* **الحياد:** تكون المعلومة محايدة اذا كانت تعكس الحقائق المجردة دون اتباع أساليب وسياسات محاسبية تهدف الى اعطاء نتائج مرغوب فيها.<sup>1</sup>

**1-2 الخصائص الثانوية:** تعتبر الخصائص الثانوية مكملة للخصائص الأساسية فهي تزيد من أهمية المعلومات وتجعلها أكثر فائدة للمستثمر في اتخاذ قرارته، وتشمل الخاصيتين التاليتين:

- **القابلية للمقارنة:** حتى تكون الأرقام والبيانات التي تصور أداء الشركات ذات أهمية في اتخاذ القرار يجب أن تكون قابلة للمقارنة سواءً بالنسبة للشركة الواحدة على مدار عدد من السنوات المتعاقبة، أو الشركات المختلفة التي تعمل في نفس الصناعة في سنة مالية معينة.<sup>2</sup>

- **الاتساق:** يقصد به الثبات والانتظام في تطبيق الأساليب والقواعد المحاسبية من فترة الى أخرى الأمر الذي يحقق امكانية المقارنة بين نتائج الشركة على مر الزمن،<sup>3</sup> 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 اجرائه في الفترة التي حدث فيها.<sup>4</sup>

**2- الآليات المحاسبية للحوكمة وتحقيق جودة المعلومات المحاسبية:** تطبيق نظام الحوكمة بالشركة يعني 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 انتاج معلومات ذات جودة يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وعليه يمكن ابراز دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية من خلال ما يلي:

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك الى البورصة - مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية - الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 135.

<sup>3</sup> محمد محمود عبد ربه محمد، المرجع نفسه، ص 140.

<sup>4</sup> لطفي أمين أحمد السيد، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 16.

**1-2 الالتزام بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولي:** تعتبر سلسلة معالجة المعلومات العمود الفقري لتحقيق جودة المعلومات المحاسبية، تمر هذه المعلومات بعدة مراحل ( تدوين، مصادقة، وتحليل... الخ) قبل أن تصل الى المستثمر، هذه المراحل المعالجة تمثل ثمرة النظام المحاسبي المعمول به وعليه فإن صدق المعلومة يعكس صدق النظام المحاسبي،<sup>1</sup> وفي هذا الاطار وقصد تطوير الأنظمة المحاسبية وتفعيل نظام الحوكمة بالشركات قامت العديد من الدول بإصدار معايير للمحاسبة تتفق مع مثيلاتها الدولية، فالتطورات الحديثة للمالية العالمية تتجه نحو جعل معيار موحد للنماذج المحاسبية وهو ما يعرف بالمعايير المحاسبية الدولية General GAAP Accepted Accounting Principles التي أصدرتها لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASB) International Accounting Standard Committee، تهدف جملة المعايير التي أصدرتها اللجنة الى تحقيق ما يلي:<sup>2</sup>

- صياغة ونشر للصالح العام المعايير المحاسبية التي يجب مراعاتها عند عرض القوائم المالية والترويج لقبولها وتطبيقها في العالم.

- العمل بصفة تامة لتحسين والتوفيق أو التنسيق بين منظمات المعايير المحاسبية والاجراءات المتعلقة بعرض القوائم المالية.

هنا تجدر الاشارة الى جهود مجلس معايير المحاسبة الدولية اتجاه الحد من ممارسات المحاسبة الابداعية فقد قام المجلس بإجراء تعديلات على معايير المحاسبة الدولية التي يصدرها لتصبح معايير التقارير المالية الدولية IFRS، وقد كان الهدف من ذلك التعديل تحقيق التقارب مع المعايير المحاسبية الأمريكية ومن أهم تلك التعديلات ما يلي:<sup>3</sup>

- العمل على الغاء غالبية البدائل في معايير المحاسبة الجديدة - المعالجة القياسية والمعالجة البديلة - والاكتفاء بمعالجة محاسبية واحدة، وذلك بهدف توحيد المعالجات المحاسبية وعدم فتح المجال للاختيار بين عدة بدائل حيث تستغل تلك البدائل في تحميل صورة الدخل أو تضخيم الأرباح أو التغطية على بعض الملاحظات على نشاط الشركة.

- يتم اضافة مرفقات لكل معيار محاسبي يوضح كيفية التطبيق العملي للمعيار، تعتبر هذه المرفقات من وجهة نظر الباحثين من أهم التعديلات التي طرأت على معايير المحاسبة الجديدة، فقد اتضح أن هناك صعوبات

<sup>1</sup> دبله فاتح وبن عيشي بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق، مقالة منشورة على موقع منتدى التمويل الاسلامي، على الموقع:

تاريخ الاطلاع: 2009/05/23  
[Http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm](http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm)

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> سيد عبد الرحمن عباس بله، مرجع سبق ذكره، ص 62.

متعددة في التطبيق العملي للكثير من فقرات معايير المحاسبة نتيجة غموضها الأمر الذي قد يستغله الفاسدين في القيام بعملية تلاعب أو تحريف لبعض بنود التقارير المالية بحجة عدم الوضوح أو الفهم السليم للمعيار.

- العمل على إلغاء التناقضات والتعارض الموجود بين بعض المعايير.  
وعليه يعد تطوير المعايير المحاسبية المحلية لتتماثل مع مثيلاتها الدولية والزام الشركات بتطبيقها في إطار التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من أهم العوامل التي تساهم في إضفاء الشفافية والمصدقية على المعلومات المحاسبية المعروضة بالقوائم المالية، فحوكمة الشركات هي أحد الآليات التي تحث على اتباع القواعد السليمة للمحاسبة وإجراء التدقيق الدوري المستقل بما يخدم مصلحة الشركة والأطراف المرتبطة بها، في هذا الإطار قامت العديد من الدول بإصدار تقارير أو قوانين لتعزيز الالتزام بمعايير المحاسبة والتدقيق قصد إضفاء الشفافية والمصدقية على البيانات المالية من أشهرها قانون "سارينز أوكسيلي" الذي يعد من أكبر الإصلاحات في الولايات المتحدة الأمريكية، أقره الرئيس جورج بوش بعد فضائح المالية لكبرى الشركات الأمريكية Ernon و World com وهو مشروع قانون صاغه الديمقراطي ساربانز وعضو الكونغرس الجمهوري مايكل أوكسلي في 20 جويلية 2002، ويقضي بتحميل المسؤولية لمدراء الشركات المقيدة في البورصة وبمصادقة حساباتهم لدى لجنة الحماية والتبادل (Securite and Echange Commission (SEC 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، وهو يقوم على عدة مبادئ منها:

- صحة الحسابات ودقتها.
  - توفير المعلومات للجميع.
  - استقلال المدققين.<sup>1</sup>
- 2-2 دور لجنة التدقيق بالشركة:** لقد أكدت معظم الدراسات الخاصة بحوكمة الشركات على ضرورة وجود لجان تدقيق على مستوى الشركات التي تسعى إلى تطبيق الحوكمة، بل أن وجود هذه اللجان يمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة بالشركة حيث أن الهدف من تكوينها يتمثل في:<sup>2</sup>
- زيادة موثوقية ومصدقية القوائم المالية التي تخضع للتدقيق والتأكد من جودة المعلومات الواردة فيها.
  - مساعدة مجلس إدارة الشركة على الوفاء بمسئوليته القانونية كوكيل عن المساهمين من خلال عمل هذه اللجنة كقناة رسمية للاتصال بين مجلس الإدارة والمدققين الداخليين والخارجيين من ناحية، والرقابة الداخلية من ناحية أخرى.

<sup>1</sup> فهد محسن البصري، مدققو الحسابات والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 14/13 مارس 2009، ص 16.

<sup>2</sup> مجدي محمد سامي، مرجع سبق ذكره، ص 23 - 24.

- تدعيم استقلال وظيفة التدقيق الخارجي وتحسين جودتها من خلال اضطلاع اللجنة بمهمة ترشيح المدققين الخارجيين الذين سيتم تعيينهم أو عزلهم أو تغييرهم.

- الإشراف على وظيفة التدقيق الداخلي وتدعيم استقلالها.

وعليه يمكن القول أن لجان التدقيق تقوم بدور حيوي في ضمان جودة المعلومات المحاسبية ذلك أنها تعمل على مقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة في عملية التدقيق، في هذا الإطار توصلت الدراسة التي قام بها Menullen والتي تناولت دور لجان التدقيق في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم المالية الى أن الشركات التي لديها لجان تدقيق قد انخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية، الى جانب زيادة الثقة في قوائمها المالية خاصة الشركات المقيدة بالبورصة فبمجرد اعلان الشركة عن تشكيل لجنة تدقيق فإن ذلك يكون له أثر ايجابي على حركة أسهمها في سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**2-3 أخلاق العلاقة مع هيئات التدقيق الخارجي:** لهيئات التدقيق الخارجي دور كبير في اضعاء الثقة والمصدقية على المعلومات المحاسبية وهذا بإبداء الرأي المحايد في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الشركات، ذلك يتوقف على الالتزام الأخلاقي والمهني من طرف إدارة الشركة ومكتب التدقيق الخارجي بحيث لا تكون هناك عملية تواطئ بينهم لتزييف القوائم المالية وتضليل المستثمرين، ولعل أحدث الأمثلة على الانحراف الخلفي لشركات التدقيق ما حدث مع شركة "آرثر أندرسون" "Artur Anderson" أكبر وأشهر شركات التدقيق في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تواطأت مع شركة "انرون" لتضخيم قوائمها المالية قصد تضليل المستثمرين بحجم الأرباح المحققة، وعند اكتشاف الأمر أدى ذلك الى هبوط كبير في أسعار أسهمها في السوق المالي ترتب عليه حدوث خسائر جسيمة تكبدها حاملو أسهمها.

**2-4 دور مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة:** مجلس الإدارة هو وكيل المساهمين ينتخبونه للقيام بالنيابة عنهم في الرقابة على أعمال الادارة التنفيذية للشركة، وعليه ووفقاً لمبادئ حوكمة الشركات على كل من مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية أن يبذلوا ما في وسعهم لرعاية مصالح الشركة وعدم الخروج عن سلطاتهم أو تجاوز اختصاصاتهم، حيث يتم التقييد بما يلي:

- العمل على تعظيم ثروة المساهمين في الأجل الطويل والافصاح عن الأهداف المالية والاستراتيجية للشركة في تقاريرها السنوية.

- العمل على استقلالية المدققين الداخليين والخارجيين وعدم التدخل في مهامهم.

- أن تتم عملية إدارة الشركة بطريقة واضحة وشفافة ومكشوفة للجميع.

<sup>1</sup> محمد ابراهيم خليل، مرجع سبق ذكره.

## الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية

- الإفصاح عن كافة أنواع المعلومات الخاصة بأداء ونشاط الشركة سواء كانت معلومات مالية أو محاسبية أو أي نوع آخر من المعلومات تخص مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة، مع الحرص على استخدام الوسائل الحديثة في الإفصاح عن تلك المعلومات.

- السماح للمساهمين بطرح موضوعات في اجتماع الجمعية العامة للمساهمين. وعليه يعتبر التقيد بالمهام السابقة وسيلة لترشيد إدارة الشركة وتدعيم عمليات الإفصاح والشفافية فيها بحيث تكون جميع الأطراف المرتبطة بالشركة خاصة المساهمين على اطلاع ومشاركة بالإجراءات التي تتخذ داخلها، الأمر الذي يحد من ارتكاب المخالفات الإدارية التي تسيء إلى جودة المعلومات المالية والمحاسبية.

### ثالثاً: جودة المعلومات المحاسبية وأثرها في تنشيط سوق الأوراق المالية:

على الرغم من أن المعلومات المحاسبية ليست العنصر الوحيد في اتخاذ القرارات الاستثمارية أو تقييم محفظة الاستثمارات إلا أنها تشكل عنصر أساسي في ذلك، وهذا يرجع للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- تمثل المعلومات المحاسبية جزءاً من المعلومات التي تساهم في تحديد أسعار الأسهم وفي التنبؤ بالمؤشرات المستقبلية.

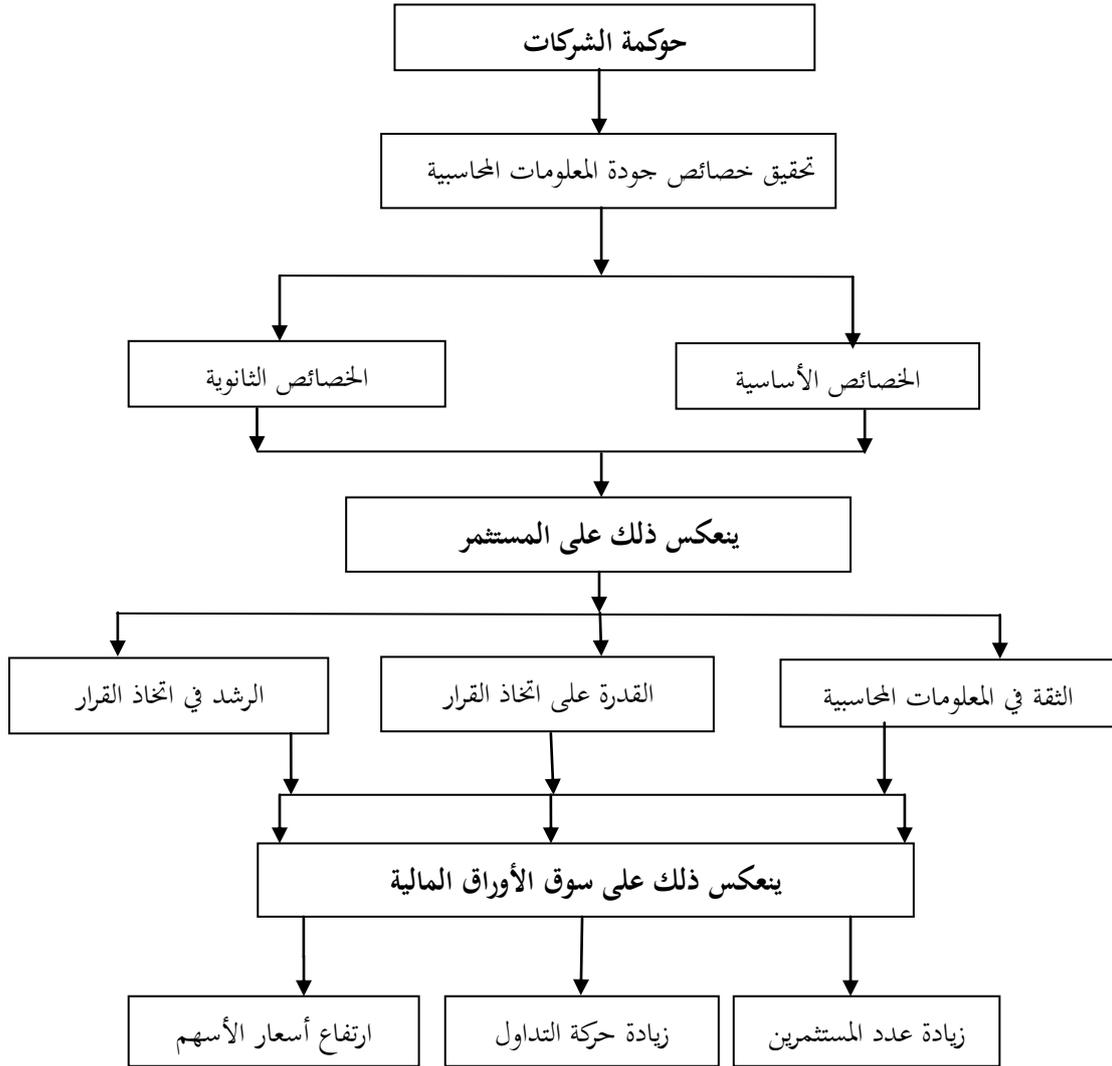
- توفر المعلومات المحاسبية للمهتمين يؤثر في تدفق الاستثمارات، كما يؤثر في تقلبات أسعار الأوراق المالية وفي احتساب المخاطر.

- أثبتت العديد من الدراسات أن المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير السنوية التقليدية هي أهم مصادر المعلومات التي يستخدمها المستثمرون الأفراد والمؤسسات والمحللون الماليون.

مما سبق يمكن توضيح أثر جودة المعلومات المحاسبية على تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الشكل الموالي:

<sup>1</sup> محمد عبد الله المهدي ووليد زكريا صيام، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 34، العدد 2، 2007، ص 263.

الشكل رقم (3-6): جودة المعلومات المحاسبية وتنشيط سوق الأوراق المالية.



المرجع: محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية  
مقالة منشورة على الموقع: [www.ac.ly](http://www.ac.ly)، تاريخ الاطلاع: 2016/11/15. (بتصرف)

نلاحظ من خلال الشكل أن هناك علاقة متعدية بين حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية وتنشيط سوق الأوراق المالية، أي أن حوكمة الشركات تؤدي إلى تحقيق جودة المعلومات المحاسبية (مثلما تم عرضه سابقاً) وهذه الأخيرة تعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية، ذلك أن تزويد المستثمرين الحاليين والمرقبين بمعلومات تتميز بالجودة بصفة مستمرة وبطريقة متماثلة يُمكنهم من تقييم أوضاع الشركات المدرجة وتقدير الاحتمالات المستقبلية، أي تقييم فرص الاستثمار المتاحة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية فيحدد المستثمر ما إذا كان سوف يزيد من استثماراته أو يخفضها أو يتحول إلى شركة أخرى ومنه اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار وتوظيف الموارد بصورة ناجحة، الأمر الذي ينعكس على زيادة جاذبية سوق الأوراق المالية للمستثمرين ومنه زيادة حركة التداول وتنشيط السوق، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال النقاط التالية:

- تطبيق قواعد الحوكمة من طرف الشركات المدرجة في الأسواق المالية يشكل عنصراً مهماً من عناصر تقييم الشركة وعامل من عوامل الاطمئنان لدى المستثمرين، فقد أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون بعين الاعتبار وبجدية مدى تطبيق شركات المساهمة لقواعد الحوكمة اذ تشكل قيمة مدركة تؤثر في سعر سهم الشركة إن لم نقل أن لها دور كبير في اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب فقد أصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة أو تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة.<sup>1</sup>

- أظهرت البحوث التي أجريت مؤخراً أن الدول التي توافرت بها حماية أقوى لمصلحة مساهمي الأقلية عن طريق حوكمة الشركات تمتعت بأسواق أوراق مالية أكثر ضخامة وأكثر سيولة.

- كما وضّحت عدة دراسات وأبحاث أخرى عن وجود ارتباط إيجابي بين جودة الحوكمة في الشركات واستعداد المستثمرين للمساهمة فيها ومستوى العلاوة التي يمكن أن يدفعوها على هذه الأسهم، ففي تقرير مسح آراء المستثمرين الدوليين أجرته مؤسسة ماكنزي Mckinsey Company وهو أول مسح شمل أكثر من 200 شركة استثمار دولية أجرته المؤسسة سنة 2000 وتم تحديثه سنة 2002، وجدت أن 80% من المستثمرين المستطلعين أبدوا ميلاً نحو دفع علاوة لأسهم الشركات ذات نظم الحوكمة المناسبة حيث اعتبر المستثمرين المستطلعين أن ضم مجلس إدارة الشركة لأعضاء مستقلين من أهم المميزات التي تؤثر في حكمهم على جودة الحوكمة في الشركة، وقد تفاوتت نسبة العلاوة التي أبدوا استعدادهم لدفعها بحسب الأسواق في الدول المختلفة، فبينما بلغت هذه النسبة حوالي 11% في أسهم الشركات المدرجة في أسواق الدول المتقدمة مثل السوق الكندي وصلت الى 40% في أسواق الدول الأقل تقدماً وأكثر تذبذباً في شرق آسيا.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> فاطمة الزهراء طاهري وعيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة بسكرة، يومي 7/6 ماي 2012، ص ص 14 - 15.

<sup>2</sup> جهاد خليل الوزير، دور الحكومة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار السوق المالية، ورقة عمل مقدمة الى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007.

### المطلب الثالث: دور هيئات الأسواق المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية.

تعتبر هيئة السوق المالية الجهة المنظمة للسوق والمسؤولة عن تأمين سوق تتسم بالشفافية والأمان للمستثمرين، يبرز دور هذه الهيئة من خلال ما تقوم به من رقابة في متابعة الشركات المسجلة بالسوق وما تتخذه من اجراءات لتفعيل نشاط الوسطاء الماليين.

#### أولاً: الدور الرقابي على الشركات المدرجة بالسوق:

يتمثل الدور الرقابي على الشركات المدرجة في السوق المالية في الرقابة على التزام هذه الشركات بمتطلبات الادراج والتقييد بشروط الافصاح والشفافية.

**1- مراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات كشرط للتقييد ببورصة الأوراق المالية:** بالإضافة الى مراقبة تطبيق شروط الادراج التي تحددها كل هيئة سوق أوراق مالية لقبول عضوية أي شركة في البورصة تقوم بعض الهيئات في العديد من الأسواق بمراقبة تطبيقها لمبادئ حوكمة الشركات، فقد عملت الكثير من دول العالم على تطوير اجراءات القيد ببورصاتها بتضمين مبادئ الحوكمة ضمن شروط الادراج حيث أصبح الالتزام بمبادئ الحوكمة أحد شروط قبول العضوية بالبورصة في بعض الدول وعملت أخرى على حث الشركات المدرجة على تطبيق هذه المبادئ على أساس الالتزام أو تفسير عدم الالتزام، وهذا من أجل الاستفادة من نظام الحوكمة في تحسين أداء الشركات وجعل تعاملاتها أكثر نزاهة وشفافية، ذلك أن تطبيق أسس وقواعد الحوكمة أصبح وسيلة لتعزيز الثقة في أسواق الأوراق المالية ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة لحماية المستثمرين فيها.

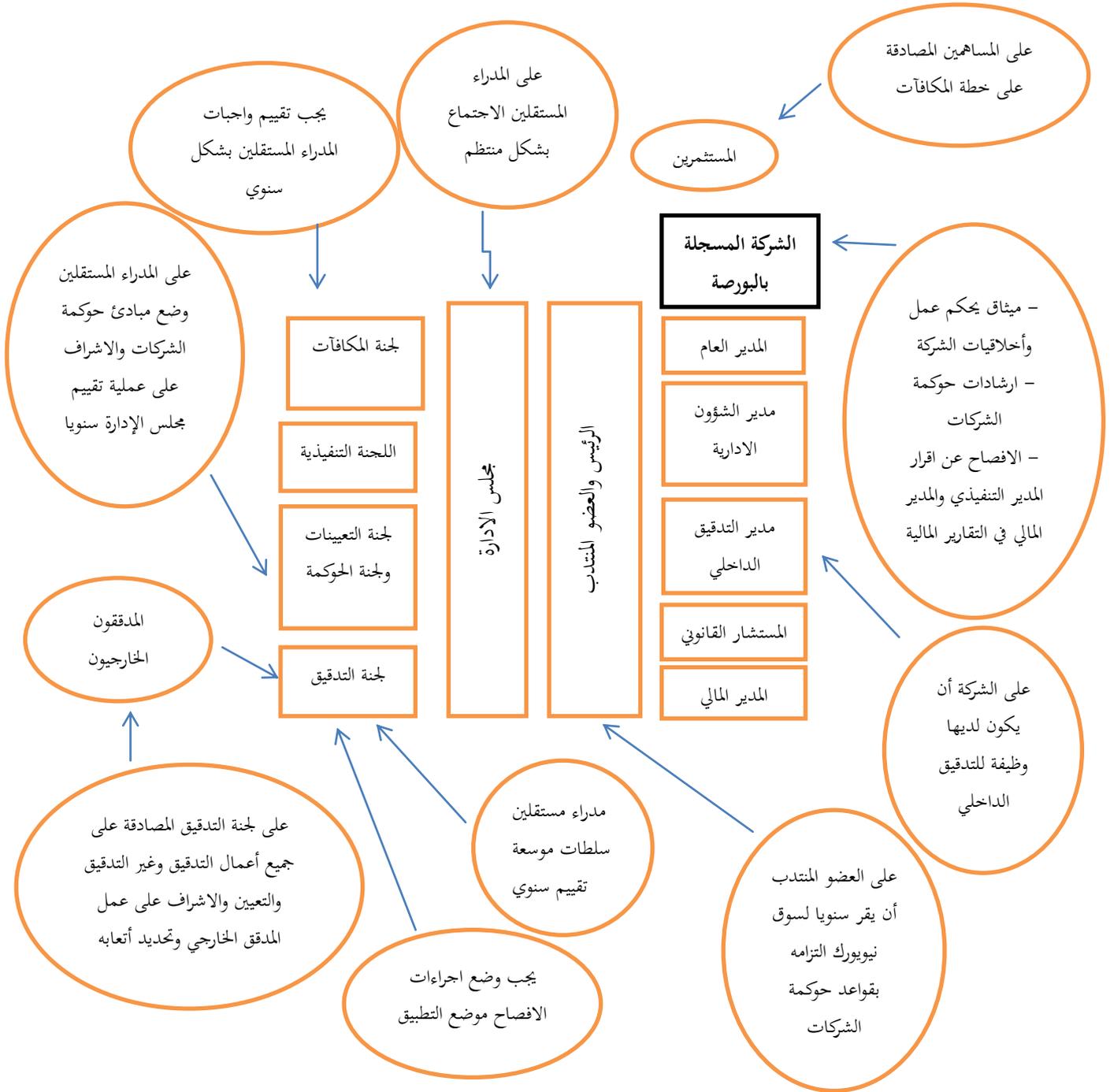
عملياً ليس هناك نظام واحد لحوكمة الشركات يمكن تطبيقه في كافة الدول وعلى كافة الشركات بل أن كل دولة قامت بصياغة لائحة لحوكمة شركات المساهمة المدرجة ببورصاتها، تستند هذه اللوائح بشكل أساسي الى عدد من التشريعات أهمها قوانين اصدار الأوراق المالية وقوانين الشركات اضافة الى المبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، حيث تقوم هيئة السوق المالية بإصدار قواعد الحوكمة في صورتها النهائية مع منح الشركات فترة معينة حتى توفق أوضاعها للتعامل مع هذه القواعد، مع العلم أن الزام الشركات بالتقييد بهذه المبادئ يعتبر من أنجع السبل في جعل مبادئ الحوكمة تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وكمثال على ذلك نجد بورصة نيويورك تلزم الشركات المدرجة بها على التقييد بقواعد الحوكمة التي أصدرتها وهي تعد من أكبر وأنشط البورصات في العالم إذ يبلغ عدد الشركات المدرجة بها 1868 شركة قيمة رأسمالها 19.69 تريليون دولار، أما حجم التداول اليومي فيبلغ حوالي 169 مليار دولار (حسب احصائيات موقع الجزيرة 2015)، تشمل هذه المبادئ ما يلي:

- أن يكون أغلب أعضاء مجلس الإدارة من المستقلين.
- ضرورة وجود لجان للتدقيق، المكافآت والتعيينات وتكون مشكلة من أعضاء مجلس إدارة مستقلين.

## الفصل الثالث: أثر تحسين بيئة الأعمال في تنشيط سوق الأوراق المالية

- على مجلس الإدارة تحديد المدير المستقل بدقة وهو الذي لا يرتبط مع الشركة بأي علاقة هامة.
- على جميع الشركات انشاء وظيفة تدقيق داخلي.
- يمكن توضيح هذه المبادئ في الشكل الموالي:

شكل رقم (3-7): مبادئ بورصة نيويورك لحوكمة الشركات



Source : Vera Munoz Sandra, Corporate governance reforms: redefined expectations of audit committee responsibilities and effectiveness, journal of business ethics, vol 62 ,2005, p 115.

**2- متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية:** متابعة التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية يقع على عاتق هيئة السوق المالية، فهي تقوم بمراقبة قيام الشركات بواجب الإفصاح عن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بنتائج أعمالها وحقيقتها مركزها المالي من خلال تقديم قوائمها المالية إليها بصفة دورية وهذا قصد مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وتقليل خطر التلاعب والتضليل في السوق المالية، لذا يتوجب على هيئة السوق المالية القيام بما يلي:<sup>1</sup>

- مراعاة عدم اخلال الشركات المدرجة بواجب الإفصاح وكذا اكتمال المعلومات المفصح عنها، فالترام هيئة السوق المالية بمراقبة أو الاشراف على المعلومات المفصح عنها يحتم عليها الاحاطة بهذه المعلومات وتقييمها لترى ما يمكن أن ينتقص منها، ذلك أن فعالية هذا الالتزام لا تتم من خلال الاشراف والرقابة على ما تقدمه الشركات من بيانات ومعلومات وقوائم مالية فقط، وأتمًا باتخاذ الاجراءات اللازمة وفرض الجزاءات لمنع مسؤولي الشركات من أي محاولة للغش أو التضليل أو التلاعب بالسوق والمتعاملين.

- معاملة كافة المشاركين في السوق على قدم المساواة، فالدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالية يحتم عليها عدم التمييز بين المتعاملين في السوق، وعدم التمييز لا يقتصر على الشركات الملتزمة بتقديم أو الإفصاح عن المعلومات وأتمًا يشمل كذلك المستفيدين من هذه المعلومات (المستثمرين).

**ثانياً: متابعة ومراقبة عمليات التداول من خلال الرقابة على أنشطة الوسطاء الماليين:**

تهدف عملية مراقبة عمليات التداول داخل البورصة من طرف هيئات الأسواق المالية الى ضمان قانونية التعاملات وتجنب عمليات التضليل على مستوى السوق، لذا يجب أن تمتلك هذه الهيئات سلطة تنظيمية وسلطة رقابية وسلطة عقابية في متابعة أنشطة وسطاء البورصة، وهذا قصد تحسين أدائهم وتنفيذهم لالتزاماتهم التي يفرضها القانون والتي تشمل ما يلي:

- الاخلاص الصارم.
- سرية المعلومات الخاصة بالعميل.
- جلب احترام وثقة الجمهور والمتعاملين.

<sup>1</sup> محمد ابراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2010، ص ص 95- 103.

**1- الإخلاص الصارم:** يجب على الوسيط أن يكون مخلصاً في جميع تعاملاته خاصة مع العملاء، ويتحقق الإخلاص للعميل من خلال تطبيق النقاط التالية:<sup>1</sup>

**1-1 المعرفة الجيدة للعميل:** وهي قاعدة أساسية يتم الارتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النصائح والإرشادات لأي عميل، للقيام بمهاتين الوظيفيتين على أكمل وجه على الوسيط أن يبذل كل مجهوداته وبطريقة عملية للاطلاع على الحالة المالية والشخصية وكذا الغاية من التوظيف لكل عميل من عملائه، وهذا بدراستها وفهمها ومحاولة توجيهه أو تنبيهه هذا الأخير إذا ما اختلف محتوى الأمر عن المعلومات المقدمة عند فتح الحساب.

**2-1 التحليل المعمق:** لا بد أن تقوم كل التوجيهات والتوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة وتحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل.

**3-1 الأوامر غير الملتزمة:** قد تخرج الأوامر التي يقدمها العميل عن نطاق المعلومات والأهداف المدونة على وثيقة فتح الحساب، في هذه الحالة يلتزم الوسيط بتنبيه الزبون وتحذيره بتعارض بيانات الأمر مع البيانات أو المعلومات المقدمة سابقاً ومدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته، ورغم ذلك فقد يُصرر العميل على تنفيذ الأمر، في هذه الحالة ولحماية الوسيط ومؤسسته من العواقب الوخيمة التي قد تنجم عن هذه العملية على هذا الأخير أن يلجأ الى تغيير أهداف التوظيف المسجلة على وثيقة فتح الحساب واستبدالها بالأهداف الجديدة المعبر عنها من طرف العميل اضافة الى تسجيل علامة "غير ملتزم" على وثيقة الأمر.

**4-1 الدقة في تقديم المعلومات للعميل:** على الوسيط أن يتخذ الإجراءات اللازمة التي تضمن استلام العميل لكل المعلومات في الأوقات المناسبة، وكذا صحة ودقة واكتمال هذه المعلومات والتي تخص عادةً كل ما يتعلق بحافظة أوراقه المالية ( اشعار التنفيذ، كشوفات الحساب الشهرية أو الثلاثية... الخ).

**5-1 أصول العميل ملك له:** رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة إلا أنها تبقى دائماً ملكاً خاصاً به لا يمكن التصرف فيها إلا وفقاً لإرادة هذا الأخير، تنطبق هذه القاعدة أيضاً على كل عمليات القرض أو الاقتراض التي يمكن اتمامها بين الوسيط وعميله، فمع أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات إلا أنه يجب على الوسيط أن يتفادى استغلال معرفته لوضعية العميل واستعمالها لأغراض شخصية.

<sup>1</sup> بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011، ص ص 110-113 .

**2- سرية المعلومات الخاصة بالعميل:** يجب أن يكون الوسيط محل ثقة العميل وذلك بأن يلتزم بالسرية التامة في لكل ما يتعلق بالعميل خاصة:

**1-2 المعلومات الخاصة بحساب العميل:** لا بد أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري وذلك بعدم التصريح بها لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك، وبمس الطابع السري في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف.

**2-2 المعلومات الخاصة بنوعية إصدار الأوامر:** يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة بإصدار عدة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة، ونظراً لعلاقة الثقة التي يجب أن تزرع بين العميل والوسيط على هذا الأخير أن يخدم العميل الى أقصى درجة محافظاً بذلك على سرية النقاشات والأوامر أو استراتيجيات التوظيف التي يتم اتباعها، إضافة الى ضرورة استخدام المعلومات المتحصل عليها لصالح العميل فقط دون أي شخص آخر حتى ولو كان هذا الشخص هو الوسيط ذاته.

**3- جلب احترام و ثقة المتعاملين:** من أجل كسب أكبر عدد من العملاء وإنجاز أكبر قدر من العمليات يتخذ الوسيط عدة طرق وأساليب لذلك، ويتعلق الأمر بما يلي:

**1-3 الحساب "بطاقة بيضاء":** يسمح الحساب "بطاقة بيضاء" بإعطاء الحق الكامل للوسيط بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل اذا ما رأى أن هذه العملية مربحة بما في ذلك تحديد السعر، الكمية، المكان والزمان.

**2-3 مسؤولية الوسيط اتجاه المؤسسة:** يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه وتوفر له كل شروط العمل، لذا عليه أن يأخذ بعين الاعتبار أثناء مزاولته لمهامه أنه عضو في هذه المؤسسة وأنه مسؤول اتجاهها مسؤولية تامة، إذ لا تسمح له القوانين بإجراء أية عملية في اطار نشاط المؤسسة دون اعلام الإدارة بذلك الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولاً والمؤسسة ثانياً مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها.

**3-3 التحلي بدرجة عالية من المعرفة:** إن الاكتساب الأولي للكفاءة والمعرفة لا يكفي بل يجب على الوسيط السعي دائماً وراء تطويرها وتحديثها لتفادي الغلط أو الإدلاء بمعلومات قديمة أو خاطئة، بحيث يبقى على علم بكل المستجدات والتغيرات الاقتصادية والسياسية وكذا التغيرات على مستوى السوق.

**3-4 خضوع الوسيط لقوانين البورصة:** من أجل جلب ثقة المتعاملين على الوسيط القيام بما يلي:

- أن يحرص على تطبيق القوانين واللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة والابتعاد عن ارتكاب أية مخالفة عمداً، وإلاّ تعرض الى بعض العقوبات التي قد تصل الى منعه من ممارسة هذه المهنة.
- لا يمكن للوسيط أن يقبل أي أمر شراء أو بيع اذا ما علم بأن هذا الأمر قائم على أساس معلومات مسبقة ليست في متناول الجميع حالياً.

- يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة والسرية المطلقة فلا يحق له أن يشرع بتبليغ أية معلومة سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان، ولا أن يتخذ أي قرار توظيف طبقاً لهذه المعلومة ما لم تصبح هذه الأخيرة علنية وفي متناول الجميع.

### خلاصة الفصل:

تتطلب عملية تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية توافر جملة من المتطلبات أو المقومات التنظيمية الخاصة بتشغيل السوق وأن تكون المؤسسات المدرجة به تتمتع بمستويات أداء مرتفعة وإدارة رشيدة، إضافة إلى توافر بيئة أعمال نظيفة وجاذبة للاستثمار أي خلوها من كافة أشكال الفساد والمحسوبية، وعليه وبناءً على ما تم عرضه في هذا الفصل يمكن استخلاص النتائج التالية:

- يعتبر توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة مع بذلها جهود حقيقية لمحاربة الفساد وارتفاع مستويات الادخار مقومات أساسية تتطلبها عملية انشاء سوق للأوراق المالية.
- لتنشيط سوق الأوراق المالية وجعله يساهم في جمع المدخرات بشقيها الوطنية والأجنبية واستخدامها في تمويل عملية التنمية يجب إقامة الحكم الراشد بمختلف مقوماته، وتبني استراتيجية حقيقية لمحاربة الفساد على جميع المستويات واعمال حكم القانون، وبعبارة أخرى خلق انطباع جيد لدى المستثمرين عن بيئة الأعمال.
- أظهرت العديد من الدراسات والبحوث أن حوكمة الشركات أصبحت من متطلبات المستثمرين كشرط للاستثمار في شركة أو سوق معينة، كما أصبحت وكالات التصنيف الائتماني تعتمد عليها في تصنيف الشركات والدول.
- تلعب الآليات المحاسبية للحكومة دوراً كبيراً في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية التي تعتبر ضرورية ل جلب وكسب ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية.
- لجودة المعلومات المحاسبية أهمية خاصة في تنشيط سوق الأوراق المالية نظراً لاستخدامها في حساب العوائد المستقبلية وتسعير الأوراق المالية بقيمتها الحقيقية.
- لهيئات أسواق الأوراق المالية دور كبير في دفع الشركات لتطبيق مبادئ الحوكمة والالتزام بمتطلبات الإفصاح والشفافية، وهي عوامل تساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية.
- قيام هيئات سوق المال بالرقابة على نشاط وسطاء البورصة وذلك لمنع التلاعب والغش والقيام بعمليات مضللة تشوه سمعة السوق يساهم هو الآخر في تنشيط سوق الأوراق المالية.

## الفصل الرابع

### دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة

### تمهيد:

شهدت أسواق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية تطورات عميقة وسريعة تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها من القيود والسعي لاستيعاب المستجندات من الأدوات المالية والمعدات التكنولوجية، كما عملت على زيادة جاذبية هذه الأسواق وتدعيم قدراتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وقد تزامن ذلك مع برامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي في ظل الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول النامية منذ منتصف السبعينات الأمر الذي ترتب عليه ما يسمى بالأسواق المالية الناشئة **Emerging Stok Market**، ولإدراج السوق المالية ضمن الأسواق المالية الناشئة يتوجب أن يمتاز السوق نفسه بمجموعة من الخصائص تؤهله ليكون ضمن الترتيب، وأن يكون الاقتصاد أو البيئة التي يقع فيها السوق تتميز بسمات البيئة الجاذبة.

في هذا الفصل نحاول دراسة حالة سوق الأوراق المالية في كل من الامارات العربية المتحدة وماليزيا كنموذج عن الأسواق المالية الناشئة، وهذا من خلال توضيح جهودهما في عمليات الإصلاح وتجسيد الحوكمة وانعكاس ذلك على تطوير بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية، لذا تم تقسيم الفصل الى ثلاثة مباحث كما يلي:

**المبحث الأول:** ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة.

**المبحث الثاني:** الحوكمة وتنشيط سوق الأوراق المالية بماليزيا.

**المبحث الثالث:** الحوكمة وتنشيط سوق الأوراق المالية بالإمارات العربية المتحدة.

### المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية الناشئة.

سوف نتطرق في هذا المبحث الى تحديد مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة، خصائص هذه الأسواق والتي تميزها عن غيرها من أسواق الأوراق المالية الأخرى وكذا إيجابيات وسلبيات الاستثمار فيها.

### المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة.

في هذا المطلب نقوم بتعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة مع تحديد المراحل التي تمر بها هذه الأسواق خلال عملية تطورها والخصائص التي تتميز بها.

### أولاً: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة:

كلمة ناشئة تعود في الأصل الى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو، ويشمل مصطلح "ناشئة" عدة مفاهيم: فيمكن أن يعني سوق دخلت عملية نمو وتطور بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد به سوقاً بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة والتي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق، وأغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن اطار الأسواق المتقدمة، فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها فالسوق الأمريكية كانت تعتبر ناشئة في بداية القرن العشرين بالنسبة للمستثمر البريطاني بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات، وعموماً لا بد من النظر الى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية فبعض الأسواق قد برزت فعلاً وبعضها في الطريق الى البروز وأخرى ستظهر لاحقاً،<sup>1</sup> وفي هذا الاطار أورد الباحثين عدة تعاريف للأسواق المالية الناشئة منها ما يلي:

**تعريف 1:** تعرف مؤسسة التمويل الدولية السوق الناشئة على أنها: "سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10.000 دولار".

**تعريف 2:** يقصد بالأسواق المالية الناشئة: "الأسواق المالية المتواجدة بالدول النامية والتي تشترك بارتفاع عوائد الاستثمار فيها، ارتفاع تقلبات أسعارها وتمثل فرصاً لتنويع الربح بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المتقدمة، وحتى ولو كان السوق منظم ويعمل بكفاءة يطلق عليه سوق ناشئ مادام الاقتصاد مازال نامياً".<sup>2</sup>

**تعريف 3:** يقصد بالأسواق المالية الناشئة: "تلك الأسواق التي يمر اقتصادها بمرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع الى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ اذا ما أطلقت على الاقتصاد فإنها تعني مرحلة الانطلاق حيث توجد امكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك

<sup>1</sup> منتديات ستار تايمز (أرشيف الاقتصاد والأعمال)، الأسواق المالية الناشئة، الموقع الإلكتروني:

<http://www.startimes.com/?t=26819521>

تاريخ الاطلاع 2017/12/03

<sup>2</sup> يحيى أبو الفتوح، تحليل أثر التغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر، دورية الادارة العامة، المجلد

45، العدد 4، 2005، ص 711.

الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً وتنتمي الى دول نامية في مرحلة تحول الى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم بالإضافة الى تزايد حجم الاصدارات الجديدة".<sup>1</sup>

**تعريف 4:** مصطلح الأسواق المالية الناشئة يطلق على أسواق المال النامية التي تصعد من مستوى ضعيف جداً الى المستويات الأعلى في اتجاه النضوج انعكاساً للتطور وحالة النمو الاقتصادي في الدولة، وكلمة ناشئ يمكن أن تطلق على سوق مالية في حالتين:<sup>2</sup>

- اذا كان هذا السوق يوجد في اقتصاد نامٍ والسوق نفسه بصدد النمو ويتطور أداءه يوماً بعد يوم.
- اذا كان هذا السوق يوجد في دولة ذات اقتصاد جيد النمو، وهناك مؤشرات اقتصادية تدل على أن اقتصاد هذه الدولة سيحقق مؤشرات نمو جيدة مستقبلاً.

من هذه التعاريف نستطيع القول بأن الأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق التي تتواجد في الاقتصاديات النامية وهناك شرط آخر هو أن تكون السوق نفسها في حالة نمو وتطور نسبي، ولا بد أن تصل الى درجة معينة من التطور حتى يمكن منحها صفة "ناشئة" حيث تقصى الأسواق البدائية والضعيفة من هذه المجموعة، مع العلم أن هناك أسواق قد تجاوزت مرحلة النشوء بحجمها الكبير ودرجة ارتقائها العالية الا أنها تبقى أسواق ناشئة مادام الاقتصاد مازال نامياً وذلك بغض النظر عن نمو السوق بحد ذاتها، هذه الأسواق تعود بمردودات مرتفعة على المستثمرين بمعنى أنها تتميز بأداء قوي، كما أنها تتيح فرص متنوعة للربح أمام المستثمرين الدوليين وأكثر أهمية من تلك المتاحة في الأسواق المتقدمة، وما تجدر الاشارة اليه هو أن مصطلح الأسواق المالية الناشئة لا يرتبط بمدى حداثة السوق أي بالأسواق حديثة النشأة، وإنما يطلق على الأسواق القديمة مثل سوق "بومباي" 1887، "ريو ديجينيرو" 1845 و"سامباولو" 1890، وهي أسواق نشطت بشكل كبير في الماضي ثم علفت نشاطها لتظهر ثانية في بداية التسعينات ولا تزال في مرحلة النشوء أو التطور، كما يطلق على الأسواق المقامة حديثاً مثل السوق المالية في قطر، الامارات، قبرص، وسلوفاكيا.

يكمن الاختلاف بين هذه الأسواق وأسواق الدول المتقدمة في أنها ليست على درجة عالية من الكفاءة حيث تتصف هيكل الأسواق المالية الناشئة بقلّة الكفاءة بالمقارنة مع أسواق الدول المتقدمة، فعادةً ما تفتقر لمعايير الصرامة في مجالات عديدة مثل المحاسبة، الافصاح والشفافية وغيرها.

<sup>1</sup> بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 174.

<sup>2</sup> عبد السلام ساسي الصابري، دور استراتيجيات الاستثمار المصرفي في تفعيل أسواق الأوراق المالية الناشئة - دراسة ميدانية على المصارف التجارية الليبية - رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في ادارة الأعمال، جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص 66.

ثانياً: مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة:

تمر الأسواق المالية الناشئة في تطورها بأربعة مراحل وقبل أن يمر السوق إلى المرحلة الموالية يكون قد مر بالمرحلة التي قبلها، وتمثل هذه المراحل في:<sup>1</sup>

- **المرحلة الأولى (النمو):** تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

\* قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.  
\* ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.

\* تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، أي هي بداية استخدام سوق الأوراق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم للنمو الاقتصادي بالدولة.

- **المرحلة الثانية (الانفتاح):** تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم إضافة إلى تطور اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرص لتحقيق الربح للمستثمرين بهذه الأسواق خاصة المستثمرين الأجانب.

- **المرحلة الثالثة (التطور):** تتميز الأسواق التي تكون في هذه المرحلة بتحقيق قدر من الاستقرار في أسعار الأوراق المالية ما يؤدي إلى قلة التقلب في العوائد، بالإضافة إلى سرعة التداول وارتفاع القيمة السوقية للأسهم مقارنة بالمرحلتين السابقتين.

- **المرحلة الرابعة (النضج):** في هذه المرحلة تكون السوق الناشئة حققت درجات كبيرة من النضج في نشاطها بحيث تتميز بما يلي:

- ارتفاع درجة السيولة بالنظر إلى ارتفاع حركة التداول.

- تميزها باتساع السوق بالنظر إلى كثرة الشركات المسجلة.

- انخفاض مخاطر الأوراق المالية إلى مستوى منافسة الأسواق الدولية.

**ثالثاً: أسباب نمو وتطور أسواق الأوراق المالية الناشئة:**

ترجع أسباب نمو الأسواق المالية بالدول النامية وزيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية بمعدلات كبيرة إلى نوعين من العوامل نستعرضهما في ما يلي:<sup>2</sup>

**1- العوامل الداخلية:** تتمثل هذه العوامل في السياسات التي اتبعتها كثير من الدول النامية والتي أدت إلى نمو أسواقها المالية، وهي تشمل ما يلي:

<sup>1</sup> عمر محمد عثمان صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 107-108.

<sup>2</sup> سامي سوف، ماهي الأسواق المالية الناشئة؟ منتديات نبض الجزائر، 2008/10/10:

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

- برامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي التي انتهجتها كثير من الدول النامية خاصة برامج الخوصصة التي أدت الى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية, فقد ساهمت هذه العملية في زيادة رسمية سوق الأوراق المالية من خلال زيادة عدد الأسهم المدرجة بها, ذلك أنه خلال الفترة الممتدة بين 1980 و 1992 تمت خوصصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام, وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم عام 1992.

- العمل على إصلاح القطاع المالي والذي يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع لأسواق الأوراق المالية, وقد تمثلت أهم هذه الإصلاحات في التخلي عن الائتمان الموجه وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات.

- عصرنة السوق باستخدام التكنولوجيا الحديثة مع تنظيم قواعد الإفصاح المالي، والتسوية الفورية للمعاملات مع رفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية.

- تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتي تعد من العناصر المهمة في جذب الاستثمار.

- قيام العديد من الدول النامية بعمليات المقايضة SWAP (مقايضة الدين بأسهم) بمعنى تحويل ديونها الى أسهم وبيعها في أسواق الأوراق المالية, فلقد تم تحويل المليارات من الدولارات من الديون في الدول النامية الى أسهم الأمر الذي سمح بالمزيد من تدفقات الاستثمارات المالية لأسواقها.

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض الدول النامية مثل كوريا وتايلاند والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة، فقد شجعت معدلات النمو المرتفعة الاستثمار في أسواق تلك الدول.

هذا ويتوقع بعض مديرو الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية نظراً لمعدلات النمو العالية التي تسجلها اقتصاديات تلك الدول والتي تتراوح بين 5% - 8% سنوياً، والتي ستمكن اقتصاديات هذه الدول من زيادة حصتها الى نحو 50% من الاقتصاد العالمي مقابل نحو 25% حالياً، الأمر الذي يجعل إمكانية تحقيق الأرباح الكبيرة في تلك الأسواق في المستقبل فرصة مؤكدة.

**2- العوامل الخارجية:** إضافة الى العوامل الداخلية هناك بعض العوامل الخارجية التي كان لها أثر في تشجيع رأس المال الأجنبي على الانتقال الى هذه الأسواق، وهي تشمل ما يلي:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، فقد انخفض معدل الفائدة للبنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة من 9.8% في أبريل 1989 الى 2.9% في نوفمبر 1992، حيث كان هذا الانخفاض حافزاً قوياً للمستثمرين في الدول المتقدمة على تغيير وجهتهم نحو الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة ذات العوائد

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المرتفعة، فأسعار الفائدة المنخفضة تقلل من الحافز لدى المستثمرين لإبقاء أموالهم الاستثمارية داخل بلدانهم وهو ما سماه 1995 Goldestain مسلك استبدال الأصول.

- تباطؤ النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية المتقدمة والذي انعكس سلباً على نمو الناتج المحلي الإجمالي.  
- ارتفاع معدلات السيولة النقدية عالمياً نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة، وزيادة حجم الأموال المتوافرة لدى الدول المصدرة للبتروول مما أدى الى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية.

### رابعاً: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة:

تتباين أسواق الأوراق المالية الناشئة من حيث عدد الشركات المسجلة، القيمة السوقية للأسهم، اجمالي قيمة الأسهم المتعامل عليها فضلاً عن خصائص البيئة الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها السوق، وعلى الرغم من ذلك فإن أغلبها تتشارك في مجموعة من الخصائص هي:

**1- ضيق السوق:** تتميز الأسواق المالية الناشئة بضيقها سواءً من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الاجمالية للأسهم المسجلة بها مقارنة بالناتج المحلي الاجمالي والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة (النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة بالبورصة وقيمة الناتج المحلي الاجمالي)، فكلما اتصفت السوق بالضيغ لا يمكنها أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد.

**2- التركيز:** تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق أي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات، بالنسبة لدرجة التركيز في الأسواق الناشئة فباستثناء الهند والباكستان والبرازيل فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز حيث أنها تسجيل معدل يصل الى 60% بينما تشهد الأسواق المتطورة نسبة لا تزيد عن 20%.

**3- التذبذب:** تتميز أسواق الأوراق المالية الناشئة بتذبذب الأسعار انخفاضاً وارتفاعاً فهي أسواق حساسة للمعلومات الواردة والتغيرات في العوامل الخارجية، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و70% مقارنة بـ 15% في أسعار الأوراق المالية بالدول المتقدمة.

**4- التطور السريع:** سجلت الأسواق المالية الناشئة نمواً كبيراً من حيث عدد الشركات المدرجة بها وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها في فترة وجيزة، وذلك باعتبار أن إنشاءها تزامن مع برامج الخصخصة التي قامت بها بلدان هذه الأسواق.

**5- ارتفاع مخاطر وعوائد الاستثمار فيها:** تمثل الأسواق المالية الناشئة مركزاً لاستقطاب الاستثمار الأجنبي لاسيما المستثمرين في الأسواق المتقدمة نظراً لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة باستثماراتهم في الأسواق المتطورة، ذلك أن العائد على المحفظة يحقق نمواً سنوياً قدره 1.5% في السنة الأمر الذي مكن هذه الأسواق من جذب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج وجذب الرساميل الأجنبية

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

لخدمة الاستثمار المحلي،<sup>1</sup> واستناداً الى النظرية المالية الحديثة فإنَّ المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعاً كلما أصبح الخطر أكثر شدة لذا فإنَّ الأسواق المالية الناشئة تعاني من ارتفاع المخاطر خاصة مخاطر تقلبات العملة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي لا سيما في ظل وجود معدلات مرتفعة من التضخم ما يؤدي الى انخفاض قيمة العملات المحلية.<sup>2</sup>

**6- عدم اكتمال الاطار المؤسسي:** يتمثل الاطار المؤسسي في العديد من العناصر الضرورية لنشاط السوق لتعمل بشكل فعّال مثل توافر البيانات المحاسبية ودقتها، مدى كفاءة عملية الحفظ والمقاصة، درجة حماية المستثمر، وبصفة عامة تفتقر الأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة الى الاطار المؤسسي بدرجة كبيرة مع الاشارة الى أن الوضع يختلف من سوق ناشئ الى آخر.

**7- محدودية الانفتاح على الاستثمار الأجنبي:** على عكس الوضع في الدول المتقدمة يوجد في العديد من الدول النامية بعض الاجراءات واللوائح التي تؤثر على درجة انسياب المستثمر الأجنبي الى أسواق هذه الدول تختلف حدة هذه القيود من دولة الى أخرى، وعلى الرغم من عمليات التحرير التي قامت بها هذه الدول إلا أن هذه الأسواق تبقى أقل تدويلاً من مثيلاتها المتطورة.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: تصنيفات أسواق الأوراق المالية الناشئة.

تتباين أسواق الأوراق المالية الناشئة من حيث التطور من دولة الى أخرى، يرجع هذا التباين الى الاختلاف في مقومات البيئة الاقتصادية والتمويلية في هذه الدول والتي تشمل ما يلي:<sup>4</sup>

- دور وحجم القطاع الخاص.
  - الاطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الاستثمار المحلي والأجنبي.
  - دور مصادر التمويل البديلة.
  - الوضع المؤسسي والاشراف والافصاح والترتيبات القائمة.
  - مدى قدرة المستثمر الأجنبي على الوصول الى السوق.
- هذه المقومات تنعكس على حجم السوق المالية الناشئة من حيث عدد الشركات المسجلة القائمة، عدد الشركات الجديدة التي تدرج سنوياً في السوق، القيمة السوقية للأسهم والقدرة على تجميع رأس المال من خلال اصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، بناءً على ذلك تصنف الأسواق الناشئة الى ثلاثة مجموعات كما يلي:

<sup>1</sup> حيازة حسان، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، بدون ذكر العدد، فيفري 2004، ص ص 5-4.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 169.

<sup>3</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص 114.

<sup>4</sup> بوراس أحمد، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 17، 2002، ص 17.

- **الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:** هي تلك الأسواق التي لديها بعض خصائص الأسواق المتقدمة لكنها لا تفي بجميع المعايير لتكون سوق متقدمة، وهذا يشمل الأسواق التي تقع في الدول التي قد تصبح ضمن الدول المتقدمة أو كانت عليه في الماضي،<sup>1</sup> تتميز اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، كما تتميز الأسواق نفسها بمجموعة من الخصائص منها: الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات، استخدام تقنيات متطورة في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية، زيادة سريعة في حجم الأسهم المصدرة، زيادة حجم التعامل بصورة ملموسة والذي تنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات التنافسية الدولية، هذا وتعتبر أسواق الأوراق المالية في هذه المجموعة مؤشراً للحالة الاقتصادية لدولها، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة كما هو الحال في المكسيك، تاوان، ماليزيا، البرازيل.<sup>2</sup>

أسواق الأوراق المالية في هذه المجموعة مازالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تحتازها، فهي شديدة الحساسية للظروف الاقتصادية السائدة بل أنها عرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسياً لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقييد بالقواعد المحاسبية) ذلك أن التسعير يقتصر أحياناً في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.<sup>3</sup>

- **الأسواق الناشئة الثانوية:** تتميز الأسواق المالية في هذه المجموعة بارتفاع مستوى السيولة وتنوع الأسهم مع البدء في تطوير اللوائح التنظيمية للسوق، كما أنها توفر فرص أكبر لتحقيق الربح للمستثمرين نظراً لارتفاع معدلات نمو الاقتصاديات الواقعة فيها لذلك بدأ المستثمرون الدوليون يدركون مميزات التنويع الناشئة عن الاستثمار فيها، وعلى الرغم من تزايد الاعتماد عليها كمصدر للتمويل المحلي تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة مثل أسواق الأسهم في الصين، كولومبيا، الهند، باكستان، البيرو، والفلبين.<sup>4</sup>

هذه الدول لازالت تعاني من بعض المشاكل مثل: التضخم المرتفع، التركيز في المداخيل، عدم توازن التجارة الخارجية، تطور غير كافي للأسواق المالية حيث تجد هذه الأسواق صعوبة للاندماج في الأسواق العالمية، وعلى الرغم من ذلك فهي تسير باتجاه أفضل.<sup>5</sup>

- **أسواق الحدود:** هذا المصطلح صاغته مؤسسة التمويل الدولية عام 1992 ويستخدم لوصف أسواق الأسهم في البلدان الصغيرة والتي يصعب الوصول إليها ومع ذلك تبقى بلدان مهمة للاستثمار في العالم النامي، فهي نوع من الأسواق المالية تقع في الدول النامية لكنها أكثر تطوراً من بقية الأسواق الأخرى وهي

<sup>1</sup> <http://www.wikipedia.org/wiki/Emerging-markets>. 15/03/2017

<sup>2</sup> سامي سوف، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 162.

<sup>4</sup> سامي سوف، مرجع سبق ذكره.

<sup>5</sup> بن ثابت علال، مرجع سبق ذكره، ص 193.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

صغيرة جداً بحيث لا يمكن اعتبارها سوق ناشئة، مع العلم أن بعض أسواق الحدود كانت أسواق ناشئة في الماضي ثم تراجعت إلى المركز الحدودي.<sup>1</sup>

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور والتي تتصف بقلة عدد الشركات المدرجة، انخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار، ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة، ضعف اطارها المؤسسي، تشمل هذه المجموعة أسواق عديدة في افريقيا (كوت ديفوار، نيجيريا) وفي أوروبا الوسطى والشرقية (كرواتيا، صربيا)، وتتميز أغلبية هذه الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها وبمردود ضعيف للاقتصاد وتدفق جد ضعيف لرؤوس الأموال الدولية،<sup>2</sup> حيث يتتبعها المستثمرون الذين يبحثون عن عوائد عالية وقادرين على قبول مخاطر أعلى، والمخاطر التي يواجهها المستثمرون في هذه الأسواق هي عدم الاستقرار السياسي، ضعف السيولة، التنظيم غير الكافي، اعداد تقارير مالية دون المستوى المطلوب، تقلبات كبيرة في سعر صرف العملة، بالإضافة إلى ذلك فإن اقتصاديات هذه الأسواق تعتمد بشكل كبير على السلع المتقلبة.<sup>3</sup>

وفيما يلي نوضح تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر "فوتسي" "FTSE"، ومؤشر "مورغان ستانلي" "MSCI":

أولاً: تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر "FTSE": يتم تصنيف الأسواق المالية حسب هذا المؤشر وفق المعايير الملخصة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-1): معايير تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر "FTSE".

المعيار	الأسواق المتقدمة	الأسواق الناشئة المتقدمة	الأسواق الناشئة الثانوية	أسواق الحدود
السوق والبيئة التنظيمية				
تقوم السلطات التنظيمية الرسمية لسوق الأوراق المالية بمراقبة السوق بشكل فعال (هيئة السوق المالية، ادارة البورصة... الخ)	+	+	+	+
المعاملة العادلة لمساهمي الأقلية	+	+		
لا يوجد قيود مفروضة على الملكية الأجنبية	+	+		
لا يوجد أي اعتراض أو قيود على استثمار رأس المال أو إعادة رأس المال	+	+	+	+

<sup>1</sup> <https://en.wikipedia.org/wiki/Frntier-market>.

<sup>2</sup> سامي سوف، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup> INVESTOPEDIA. [www.investopedia.com/tesms/F/frontier-market.asp](http://www.investopedia.com/tesms/F/frontier-market.asp).

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

				والدخل
		+	+	سوق الأسهم حرة ومتطورة
		+	+	سوق الصرف الأجنبي حرة ومتطورة
		+	+	عملية تسجيل بسيطة للمستثمرين الأجانب
<b>الرعاية والتسوية</b>				
+	+	+	+	التسوية - حالات نادرة من الصفقات الفاشلة
	+	+	+	الحماية - منافسة كافية لضمان خدمات أمان عالية الجودة
+	+	+	+	المقاصة والتسوية T+2/T+3
<b>التعامل</b>				
	+	+	+	الوساطة - المنافسة الكافية لضمان خدمات وسيط عالية الجودة
	+	+	+	السيولة - السيولة الكافية لدعم ضخامة الاستثمار الاجمالي
	+	+	+	تكاليف المعاملات - التكاليف الضمنية والصريحة تكون معقولة وتنافسية
			+	يسمح بإقراض الأسهم
			+	يسمح بالبيع القصير
			+	آلية التداول فعّالة
+	+	+	+	الشفافية - وضوح وملائمة عملية الإبلاغ
<b>المشتقات</b>				
			+	تطور سوق المشتقات

Source: FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, v1.3, March 2017 , p8.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

والجدول الموالي يوضح لنا تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر "FTSE" في مارس 2017:  
جدول رقم (4-2): التصنيفات القطرية للأسواق المالية حسب مؤشر "فوتسي" "FTSE".

المتطورة (24 سوق)	الناشئة المتقدمة (11 سوق)	الناشئة الثانوية (12 سوق)	الحدود (27 سوق)
أستراليا	البرازيل	الشيبي	البحرين
النمسا	جمهورية التشيك	الصين	بنغلادش
بلجيكا/ لوكسمبورغ	اليونان	كولومبيا	بوتسوانا
كندا	هنغاريا	مصر	بلغاريا
الدنمارك	ماليزيا	الهند	كوديفوار
فلندا	المكسيك	اندونيسيا	كرواتيا
فرنسا	بولندا	باكستان	قبرص
ألمانيا	جنوب افريقيا	البيرو	استونيا
هونغ كونغ	تايوان	الفلبين	غانا
ايرلندا	تايلاند	قطر	الأردن
الكيان الصهيوني	تركيا	روسيا	كينيا
إيطاليا		الامارات العربية المتحدة	لاتفيا
اليابان			لتوانيا
هولندا			مقدونيا
نيوزلندا			مالطا
النرويج			موريشيوس
البرتغال			المغرب
سنغافورة			نيجيريا
كوريا الجنوبية			عمان
اسبانيا			فلسطين
السويد			رومانيا
سويسرا			صربيا
المملكة المتحدة			سلوفاكيا
الولايات المتحدة			سلوفينيا
			سيريلانكا
			تونس
			الفتنام

Source : FTSE Russell, FTSE Country Classification Process, v1.3, March 2017, p 9.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

ثانياً: تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر "مورغان ستانلي" "MSCI": الجدول الموالي يوضح لنا تصنيف الأسواق المالية الناشئة حسب مؤشر "MSCI".

جدول رقم (4-3): تصنيف الأسواق المالية حسب مؤشر "MSCI".

أسواق الأوراق المالية										
مؤشر MSCI العالمي			مؤشر MSCI للأسواق الناشئة			مؤشر MSCI للأسواق الواعدة				
الأسواق المتقدمة			الأسواق الناشئة			الأسواق الواعدة				
أمريكا	أوروبا/ الشرق الأوسط	الباسيفيك	أمريكا	أوروبا/الشرق الأوسط/ افريقيا	آسيا	أمريكا	أوروبا	افريقيا	الشرق الأوسط	آسيا
كندا	النمسا	أستراليا	البرازيل	جمهورية	الصين	الأرجنتين	كرواتيا	كينيا	البحرين	بنغلادش
الولايات المتحدة	بلجيكا	هونغ كونغ	الشيبي	التشيك	الهند	استونيا	استونيا	موريشيوس	الأردن	سيرلانكا
المتحدة الأمريكية	الدنمارك	اليابان	كولومبيا	مصر	إندونيسيا	لتوانيا	لتوانيا	المغرب	الكويت	فيتنام
	فلندا	نيوزلندا	المكسيك	اليونان	كوريا	كازاخستان	كازاخستان	نيجيريا	لبنان	
	فرنسا	سنغافورة	البيرو	هنغاريا	ماليزيا	رومانيا	رومانيا	تونس	عمان	
	ألمانيا			بولندا	باكستان	صربيا	صربيا	WAEMU*		
	ايرلندا			قطر	الفلبين	سلوفينيا	سلوفينيا			
	الكيان الصهيوني			روسيا	تايوان					
	إيطاليا			جنوب افريقيا	تاييلاند					
	هولندا			تركيا						
	النرويج			الامارات العربية المتحدة						
	البرتغال									
	اسبانيا									
	السويد									
	سويسرا									
	المملكة المتحدة									
♦♦ مؤشر MSCI للأسواق المستقلة ♦♦										
				العربية السعودية		جامايكا	البوسنا الهرسك	بوتسوانا غانا	فلسطين	
						بنما	بلغاريا	زيمبابوي		
						ترينيداد وتوباغو	أوكرانيا			

Source : MSCI, Market Classification Review, New York –20 June 2017.

\* WAEMU: The West African Economic and Monetary Union

الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب افريقيا

♦♦ مؤشر MSCI للأسواق المستقلة يتضمن الأسواق التي لم يتم تضمينها في مؤشر الأسواق الناشئة أو مؤشر أسواق الحدود لمعايير منهجية تتعلق بالحجم والسيولة.

إن ترقية أي سوق إلى مصاف الأسواق الناشئة يعكس اعتراف المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار العالمية بالخطوات الإيجابية التي حققتها السوق المعنية، والتي تشمل تطوير البنية التحتية للسوق، تحسين الإجراءات القانونية وتنوع الأدوات الاستثمارية، كما تعكس ترقية السوق درجة انفتاحه على الاستثمارات الأجنبية بالإضافة إلى وجود إطار عملي يتميز بالجودة التشغيلية بما يتلاءم مع أفضل المعايير والممارسات الدولية أي القيام بتنفيذ عدد من المشاريع والمبادرات المعتبرة لدى المؤسسات الاستثمارية الدولية، هذا ومن شأن ترقية سوق ما للأسهم إلى سوق ناشئة أن يؤدي إلى جذب المزيد من المستثمرين الدوليين من طرف السوق المعنية،<sup>1</sup> مع العلم أن السوق التي تتم ترقيتها إلى مرتبة الأسواق الناشئة يمكن أن تكون في مرتبة أسواق الحدود وترقى إلى مرتبة الأسواق الناشئة أو تكون خارج الترتيب وترقى مباشرة إلى سوق ناشئة.

### المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي ومخاطره في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

يتمثل الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة في استثمارات الأجانب الموجهة لشراء الأوراق المالية التي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية على أن لا يكون للأجانب حق إدارة المشروع هذا النوع من الاستثمار تجذبه العوائد المرتفعة، لكنه في نفس الوقت يتعرض إلى مخاطر هذه الأسواق كما يجلب هو الآخر مخاطره إليها.

### أولاً: أشكال الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة:

يرى Harvey 1993 بأنه يوجد في الأسواق المالية الناشئة على الأقل ثلاث مميزات تجذب الاستثمار الأجنبي لها وهي: ارتفاع متوسط العائد، إمكانية التنبؤ بالعائد، وانخفاض معامل الارتباط بين عائد هذه الأسواق وعائد الأسواق المتطورة، حيث ينقسم المستثمرون في الأسواق الناشئة إلى المجموعات التالية:<sup>2</sup>

**1-1 شراء الأوراق المالية مباشرة من البورصة:** ويقصد بذلك التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية سواء من السوق الأولية أو الثانوية حيث لا تتعدى مساهمة المستثمر في الشركة 10% لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحوله إلى استثمار أجنبي مباشر الأمر الذي يتيح للمستثمر الأجنبي فرصة السيطرة على الشركة، وإذا ما نظرنا إلى هذا النوع من الاستثمار في الأسواق الناشئة نجد أنه قد ارتفع من 3.1 مليار دولار عام 1990 إلى 34 مليار دولار عام 1993 ثم انخفض إلى 14.2 مليار دولار و23 مليار دولار في عامي 1994 و 1995 على التوالي نتيجة أزمة المكسيك، كما شهد انخفاضاً في النصف الثاني من عام 1997 نتيجة أزمة جنوب شرق آسيا حيث سجل تدفق خارجي قدر بنحو 12 مليار دولار.

**2-1 صناديق الاستثمار الدولية:** تقوم هذه الصناديق بجمع الأموال من المستثمرين لاستثمارها في أسواق عديدة خارج الدولة الأم فمنها ما هو دولي ومنها ما هو إقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات مزايا عديدة

<sup>1</sup> شبكة الجزيرة الإعلامية، مؤشر الأسواق الناشئة:

<http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2013/6/13/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1%11/08/2017>

<sup>2</sup> علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 63-64

2013، ص ص 81 - 82.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

سواء بالنسبة للمستثمر الأجنبي أو للشركات المحلية في السوق المحلية، فهي تتيح للمستثمر الأجنبي فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة حيث تنخفض درجة المخاطر التي يتعرض لها في ضوء إدارة محافظته المالية من طرف مديرين متخصصين، أما بالنسبة للشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ الى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال.

**1-3 الإصدارات العالمية:** قامت عدة أسواق مالية ناشئة بالاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تسجيل إصدارات في البورصات العالمية والتي تتصف بالعمق، الأمر الذي يتيح للشركات توظيف حجم معين من أوراقها المالية التي يصعب توظيفها في السوق المحلية وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية، لكن هذا النوع هذا من الإصدارات يتطلب توافر بعض الشروط في الشركة المصدرة من حيث كونها متميزة الأداء في السوق المحلية في مجال تخصصها الانتاجي وأن تتمتع بأداء مالي جيد، وأن يكون لها بيانات وتقارير دورية معدة وفق المعايير المحاسبية المقبولة دولياً، وتشترط بعض الأسواق العالمية اتباعها لنظم المحاسبة الدولية.

**1-4 صناديق رأس المال المخاطر:** تعمل هذه الصناديق على تقديم التمويل والخبرات الإدارية والفنية للشركات التي لم تدرج في السوق المالية وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة بشرط أن يتوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه، يتطلب وجود هذا النوع من الصناديق توافر بيئة اقتصادية مستقرة وسوق مالية تتميز بالنشاط والسيولة واطار قانوني يتسم بالشفافية.

### ثانياً: مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة:

تنطوي مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية الناشئة على نوعين من المخاطر: مخاطر يتعرض لها المستثمرون الأجانب في الأسواق المالية الناشئة، ومخاطر يتسبب فيها هؤلاء المستثمرون للسوق الناشئة.

**1-1 المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون الأجانب في الأسواق المالية الناشئة:** يتعرض المستثمرون الأجانب في هذه الأسواق الى المخاطر التالية:

**1-1 مخاطر تقلب العوائد:** مخاطر تقلب العوائد التي يتعرض لها المستثمرون الأجانب في الأسواق الناشئة سببها عدم الاستقرار الذي تتميز به هذه الأسواق، ذلك أن ضعف الرزمة وقلة السيولة في الأسواق الناشئة يؤدي الى إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محافظتهم المالية مما قد يثير تغيرات حادة في الأسعار باتجاهي الارتفاع والانخفاض على حد سواء، كما أن هذه الأسواق شديدة الحساسية إزاء بعض العوامل الخارجية كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد إضافة الى عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي والشفافية المحدودة.

**1-2 خطر الحماية:** الى جانب خطر التقلب في العوائد يوجد خطر آخر يواجه المستثمرين في الأسواق الناشئة هو خطر الحماية والذي يرجع الى عدم الدقة النسبية في المعلومات، والشفافية المحدودة في النظام المالي

وغياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية مع العلم أن ذلك يختلف من سوق الى آخر.

**2- مخاطر الاستثمار الأجنبي على الأسواق المالية الناشئة:** رغم أهمية الاستثمار الأجنبي بالنسبة للأسواق الناشئة إلا أنه يحمل معه مخاطر عديدة تؤثر على اقتصاديات الدول النامية لأن أغلب رؤوس الأموال الأجنبية التي تدخل الى هذه الأسواق هي رؤوس أموال ساخنة تبحث عن العوائد السريعة والمترفعة، فهي شديدة الحساسية للمتغيرات الاقتصادية خاصة التقلبات في سعر الفائدة وسعر الصرف، وبالتالي يمكن أن يحدث تدفق عكسي للأموال المستثمرة في السوق الناشئة بشكل فجائي وهذا بتحويل الأموال الى خارج الدولة المستثمر فيها الأمر الذي يتسبب في خلق أزمة مالية مثلما حدث بالنسبة لدول جنوب شرق آسيا وعليه يمكن حصر أهم أسباب المخاطر التي يحملها هذا النوع من الاستثمار الى الأسواق المالية الناشئة فيما يلي:<sup>1</sup>

**1-2 انخفاض قيمة العملة:** قد يحدث أحياناً أن ينخفض سعر صرف العملة (قيمة العملة) نتيجة مضاربة يقوم بها الأجانب على عملة ما، أو نتيجة انخفاض في أسعار بعض السلع التصديرية الرئيسية أو ارتفاع في بعض أسعار سلع الاستيراد الرئيسية وهو ما يترتب عليه انخفاض في تدفقات رأس المال الى الداخل، وزيادة تدفقات رأس المال نحو الخارج نتيجة قيام المستثمرين الأجانب ببيع الأصول المحلية التي يملكونها وشراء عملات أجنبية ومن ثم تحويل أموالهم خارج البلاد، وفي حالة اذا ما عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار نظراً لانخفاض مستوى الاحتياطيات الأجنبية فإن ذلك يؤدي الى خلق أزمة على مستوى السوق المالية بفعل هروب رؤوس الأموال.

**2-2 ارتفاع أسعار الفائدة العالمية:** تؤدي الزيادة في أسعار الفائدة في البلدان المتقدمة وخاصة سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية الى احتمال وقوع أزمة مالية ومصرفية في البلدان النامية نتيجة هجمات المضاربة حيث يقوم المودعون الأجانب والمحليون بتحويل أموالهم فجأة من المصارف المحلية الى المصارف الأجنبية أين يوجد سعر الفائدة المرتفع ونتيجة لذلك يواجه النظام المصرفي تدافعاً على سحب الودائع، كما يؤدي كذلك الى قيام المستثمرين في الأسواق المالية الى بيع الأصول المحلية التي يملكونها وتحويل أموالهم خارج البلاد الأمر الذي ينتج عنه انخفاض في مؤشر أسعار البورصة.

**2-3 عدوى انتقال أزمة من دولة الى دولة أخرى:** إنَّ الأزمة التي بدأت في المكسيك خلال عام 1994 وتايلاند عام 1997 انتشرت بسرعة وكان لها تأثير كبير على الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم خاصة الأسواق المالية الناشئة، ففي هذه الأسواق يجد المستثمرون صعوبة في جمع معلومات موثوقة عن الأفاق المرتقبة

<sup>1</sup> محمد عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال الناشئة وآثارها على المتغيرات الاقتصادية - دراسة مقارنة على كل من مصر، اسرائيل، تركيا - رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، عين شمس، مصر 2002 بتصرف، ص ص 86-87.

لشركة ما وعن الاقتصاد ككل، تشجع هذه الصعوبة على سلوك القطيع حيث يُفترض بأن تخلص أحد المستثمرين من رصيده يرجع الى أنباء لم تعرف بعد على نطاق واسع ومن ثمة يفسر المستثمرون هذا العمل على أنه اشارة الى بيع ما في حوزتهم، كما أن ورود معلومات عن سوء الأداء في أحد الأسواق المالية يجعل المستثمرين يعتقدون بأن سوء الأداء وشيك في أسواق أخرى الأمر الذي يدفعهم الى التخلص من الأوراق المالية التي بحوزتهم وبالتالي حدوث سلسلة متتالية من الانهيارات في أسواق الأسهم.

تختلف أهداف المستثمرين الأجانب في الأسواق المالية الناشئة باختلاف اهتماماتهم فهناك فئة تهتم بالاستثمارات القصيرة المدى وهي كثيرا ما تنقل الأموال بين الأسواق الناشئة، كما أنها قد تنقلها من الأسواق الناشئة الى الأسواق المتطورة متسببة في أزمات بالأسواق الناشئة مثل ما حدث في جنوب شرق آسيا، بينما تهتم فئة أخرى بالاستثمارات طويلة المدى هذه الفئة تأخذ وقت أطول لتحديد كيفية تخصيص محافظتها الاستثمارية هدفها من ذلك الاستقرار وتحقيق العوائد المرتفعة على المدى الطويل وهي التي تسمح بتوفير المصادر القابلة للاستثمار على المدى الطويل في الأسواق الناشئة، والتي يجب أن تبذل الحكومات جهودا للمحافظة عليها وجذب المزيد منها ومحاولة التأثير على الفئات الأخرى لتحويل استثماراتها الى استثمارات على المدى الطويل وهذا من خلال ادخار الجهود لإرساء أسس ومبادئ الحوكمة.

### المبحث الثاني: الحوكمة وتنشيط سوق الأوراق المالية بماليزيا.

بما أننا بصدد دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة فقد أخذنا سوق الأوراق المالية بماليزيا كنموذج عن هذه الأسواق، لذا سوف نقوم في هذا المبحث بتوضيح جهود الدولة في تطبيق الحوكمة وأثر ذلك على تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

### المطلب الأول: جهود ماليزيا في تطبيق الحوكمة.

في هذا المطلب نقوم بتوضيح المساعي والجهود التي بذلتها ماليزيا لارساء الحوكمة على المستوى الجزئي (البيئة الداخلية للشركات)، وكذا جهودها في ارساء الحوكمة على المستوى الكلي (البيئة الخارجية للشركات).

### أولاً: جهود ماليزيا في ارساء الحوكمة على المستوى الجزئي:

لقد كانت الأزمة المالية الآسيوية خلال الفترة 1997-1998 السبب الرئيسي لبداية الاهتمام بحوكمة الشركات في ماليزيا، والتي أرجع صندوق النقد الدولي أسبابها الى:

- تركيز القروض البنكية على تطوير العقارات وتمويل شراء الأسهم.
- ضعف النظام المالي الداخلي.
- حوكمة وإدارة ضعيفة للخطر.
- زيادة الاقتراض الدولي في قطاع الشركات.
- زيادة معدل الاقتراض والذي يرجع الى ضعف تنظيمات وتعليمات البنك المركزي بشأن الاقتراض.

من هنا كان هناك شبه اجماع على أن السبب الرئيسي للأزمة هو الحوكمة الضعيفة سواء في الشركات أو البنوك.<sup>1</sup>

لقد حرضت الأزمة جهود البلاد لإصلاح وتحسين ممارسات حوكمة الشركات في ماليزيا، والتي شملت تأسيس اللجنة المالية رفيعة المستوى لحوكمة الشركات والمعهد الماليزي لحوكمة الشركات الذي عمل على نشر ثقافة الحوكمة بماليزيا، وكذا اعتماد دليل حوكمة الشركات 2000 والذي كان محل مراجعة في السنوات الموالية بهدف تحسين ممارسات الحوكمة في الشركات الماليزية من خلال اصدار دليل حوكمة الشركات 2007، دليل حوكمة الشركات 2012، ودليل حوكمة الشركات 2017، فضلا عن اصدار خطة حوكمة الشركات سنة 2011.

### 1- اللجنة المالية رفيعة المستوى لحوكمة الشركات High-level Finance Committee on Corporate Governance

<sup>2</sup>: قامت ماليزيا في مارس 1998 بتشكيل لجنة مالية رفيعة المستوى معنية بحوكمة الشركات تتكون من مجموعة من الأعضاء هم: وزارة المالية، هيئة الأوراق المالية، لجنة الشركات الماليزية مؤسسة التقارير المالية، مجلس معايير المحاسبة الماليزية، بنك نيجارا ماليزيا (البنك المركزي)، اتحاد البنوك الماليزية اتحاد البنوك التجارية الماليزية، البورصة الماليزية، رابطة شركات الأسهم الماليزية، الرابطة الماليزية لمعهد الأمناء المعتمدين والمديرين واتحاد الشركات العامة المدرجة، وقد تم تشكيل هذه اللجنة بغرض تحديد ومعالجة نقاط الضعف في إطار الحوكمة والتي أبرزتها الأزمة المالية 98/1997، وقد توصلت اللجنة الى مجموعة من الاستنتاجات تم على اثرها تقرير مجموعة من التوصيات نشرت في تقرير اللجنة المالية حول حوكمة الشركات في مارس 1999، كان أبرزها اصدار دليل حوكمة الشركات (دليل 2000)، وهنا تم تشكيل فريق عمل يشرف على تنفيذ توصيات التقرير يتألف من وزارة المالية، هيئة الأوراق المالية، لجنة الشركات في ماليزيا، بنك نيجارا ماليزيا، بورصة ماليزيا، اتحاد الشركات العامة المدرجة، وقد ركز التقرير في أجندة إصلاح إدارة الشركات الماليزية على المجالات الرئيسية التالية:

- المعاملة العادلة لجميع المساهمين وحماية حقوقهم مع التركيز بشكل خاص على حقوق المساهمين الأقلية.
- الشفافية من خلال الافصاح وفي الوقت المناسب عن معلومات وافية، واضحة، وقابلة للمقارنة فيما يتعلق بالأداء المالي للشركات.
- المساءلة واستقلال مجلس الإدارة.
- تعزيز التدريب والتعليم على جميع المستويات لضمان أن اطار حوكمة الشركات مدعوم برأس المال البشري الضروري.

<sup>1</sup> عبد الوهاب نصر علي، موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفقا لمعايير المراجعة العربية والدولية والأمريكية، الجزء الثالث، الدار الجامعية الاسكندرية، 2009، ص 734.

<sup>2</sup> Securities Commission of Malaysia, Finance Committee Report On Corporate Governance, <https://www.sc.com.my/finance-committee-report-on-corporate-governance/> Consulté le 20/03/2018.

## 2- انشاء المعهد الماليزي لحوكمة الشركات Malaysian Institute of Corporate Governance

**Governance:** تم تأسيس المعهد الماليزي لحوكمة الشركات في مارس 1998 بعد توصية من اللجنة المالية رفيعة المستوى حول حوكمة الشركات ليكون كمرشد لحوكمة الشركات في ماليزيا، والمعهد عبارة عن اتحاد كشركة محدودة بالضمان يتألف من أعضاء مؤسسين هم: اتحاد الشركات العامة المدرجة (FPLC) Malaysian Federation of Public Listed Companies، المعهد الماليزي للمحاسبين (MIA) Institute of Accountants، المعهد الماليزي للمحاسبين القانونيين المعتمدين (MICPA) Malaysian Institute of Certified Public Accountants، المعهد الماليزي للأمناء المعتمدين والإداريين (MAICSA) Malaysian Institute of Chartered Secretaries and Administrators، معهد المديرين الماليزي (MID) Malaysian Institute of Directors، تتمثل الأنشطة الرئيسية لهذه المجموعة في تشجيع وتنمية حوكمة الشركات في ماليزيا، وتوفير التعليم والتدريب لمصلحة أعضائها والمؤسسات أو الهيئات الأخرى المهتمة في ماليزيا، من خلال القيام بما يلي:<sup>1</sup>

- تعزيز حوكمة الشركات في ماليزيا.
  - تحديد أفضل ممارسات حوكمة الشركات.
  - تسهيل تبني أفضل ممارسات حوكمة الشركات.
- هذا وقد كان المعهد يسعى لتحقيق الأهداف التالية:
- أن تكون الهيئة الماليزية رائدة في تطوير حوكمة الشركات وتعزيز أفضل الممارسات من خلال التعليم المستمر لجميع أصحاب المصلحة من الشركات.
  - تعزيز الدراسة الأكاديمية والبحث في مجال حوكمة الشركات.
  - إقامة روابط والتواصل مع منظمات حوكمة الشركات داخل ماليزيا وخارجها، والتعاون مع السلطات المختصة والهيئات التنظيمية.
  - أن تكون مستقلة وغير متحيزة في تقديم المعلومات الخاصة بالحوكمة للشركات.

## 3- دليل حوكمة الشركات 2000: تم اعداد هذا الدليل من قبل "مجموعة العمل حول أفضل الممارسات في حوكمة الشركات" (JPK1) Working Group On Corporate Governance والتي ترأسها رئيس

اتحاد الشركات العامة المدرجة وكان أعضائها مزيج من مشاركة القطاع العام والخاص، تم اصداره بعد أن وافقت عليه اللجنة المالية رفيعة المستوى لحوكمة الشركات، وقد كان يهدف بشكل أساسي الى وضع المبادئ وأفضل الممارسات التي تستخدمها الشركات في عملياتها لتحقيق إطار أمثل للحوكمة، وحرصاً على تطبيق الدليل ورد في الفقرة 15.26 من متطلبات الادراج في بورصة كوالالمبور KLSE أنه يجب على جميع الشركات المدرجة أن

<sup>1</sup> MICG Malaysian Institute of Corporate Governance, <http://micg.org.my/Static/AboutUs> , consulté le 20/12/2017

\* أعضاء هذه المجموعة أشخاص طبيعيين وأسمائهم واردة في ملحق دليل حوكمة الشركات 2000، ص 48-49.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

تذكر في تقريرها السنوي كيف طبقت المبادئ المنصوص عليها في الدليل ومدى امتثالها لأفضل الممارسات مع تحديد أسباب عدم الامتثال، وحيثما أمكن بيان الممارسة (الممارسات) البديلة المعتمدة،<sup>1</sup> وتمثل أهم المبادئ التي جاء بها الدليل في ما يلي:<sup>2</sup>

### A- الإدارة:

- **المجلس:** يجب أن يرأس كل شركة مدرجة مجلس إدارة فعّال يعمل على قيادة ومراقبة الشركة.
- **توازن المجلس:** يجب أن يتشكل أعضاء المجلس من المديرين التنفيذيين والمديرين غير التنفيذيين (بما في ذلك غير التنفيذيين المستقلين)، بحيث لا يستطيع أي فرد أو مجموعة صغيرة من الأفراد التحكم في عملية اتخاذ القرار في مجلس الإدارة.
- **توريد المعلومات:** ينبغي أن تقوم الإدارة بتزويد المجلس وفي الوقت المناسب بمعلومات ذات جودة لتمكينه من القيام بواجباته.
- **تعيين أعضاء المجلس:** يجب أن يكون هناك إجراء رسمي وشفاف لتعيين أعضاء مجلس الإدارة الجدد.
- **إعادة انتخاب المجلس:** يجب أن يطلب من جميع المديرين تقديم أنفسهم لإعادة الانتخاب على فترات منتظمة وعلى الأقل كل ثلاث سنوات.

### B- مكافأة مجلس إدارة:

- **مستوى وشكل المكافآت:** يجب أن تكون مستويات المكافآت كافية لجذب واستبقاء المدراء اللازمين لتشغيل الشركة بنجاح، ويجب تنظيم المكافآت بحيث تربط بأداء الشركات والأداء الفردي في حالة المديرين التنفيذيين، وفي حالة المدراء غير التنفيذيين مستوى المكافآت يجب أن يعكس مستوى المسؤوليات التي يضطلع بها غير التنفيذي المعني.
- **الإجراءات:** يجب على الشركات وضع إجراءات رسمية وشفافة لتطوير سياسة تنفيذ المكافآت وتثبيت مكافآت المديرين الأفراد.
- **الافصاح:** يجب أن يحتوي تقرير الشركة السنوي على تفاصيل مكافآت كل مدير.

### C- المساهمين:

- **الحوار بين الشركات والمستثمرين:** يجب أن تكون كل من الشركات والمساهمين المؤسساتيين جاهزين حيثما أمكن للدخول في حوار قائم على أساس الفهم المشترك للأهداف.
- **الجمعية العامة:** يجب على الشركات استخدام الجمعية العامة للتواصل مع المستثمرين من القطاع الخاص وتشجيع مشاركتهم.

Malaysian Code On Corporate Governance 2000, pp 48-49.

<sup>1</sup> Finance Committee On Corporate Governance, Malaysian Code On Corporate Governance, March 2000 p 1.

<sup>2</sup> Finance Committee On Corporate Governance, Ibid, pp .8-7

**D- المساءلة والتدقيق:**

- التقارير المالية: ينبغي لمجلس الإدارة تقديم تقييم متوازن ومفهوم لوضع الشركة وآفاقها المستقبلية.
- الرقابة الداخلية: يجب أن يحافظ مجلس الإدارة على نظام سليم للرقابة الداخلية لحماية استثمارات المساهمين وأصول الشركة.
- العلاقة مع مدققي الحسابات: ينبغي أن يضع مجلس الإدارة ترتيبات رسمية وشفافة للحفاظ على علاقة مناسبة مع مدققي حسابات الشركة.
- 4- دليل حوكمة الشركات 2007: على اثر تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي كان لها تأثير على حل الاقتصاديات العالمية، قامت ماليزيا بالعديد من الاصلاحات في مجال الشركات كان أبرزها اعادة النظر في مبادئ حوكمة الشركات، وهذا بتنقيح دليل حوكمة الشركات 2000 واصدار دليل جديد تم فيه التركيز على تعزيز أدوار ومسؤوليات مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، ووظيفة التدقيق الداخلي، حيث:<sup>1</sup>
  - يوفر الدليل المنقح وضوحاً أكبر في مهام لجنة الترشيح وخصوصاً عند قيامها بالتوصية بمرشحين لمنصب الإدارة.
  - تؤكد المدونة المنقحة على أهمية العملية التي تقوم بها لجنة الترشيح في تقييم أعضاء مجلس الإدارة بما في ذلك المديرين المستقلين غير التنفيذيين والرئيس التنفيذي، وذلك من خلال التأكد من أن تقييمها يتم بشكل صحيح.
  - يجب على مجلس الإدارة أن يسجل بشكل صحيح القرارات التي تم اتخاذها وجميع القضايا التي نوقشت في التوصل الى تلك القرارات، وأن يعمل على توفير سجل تاريخي للقرارات.
  - تسعى المدونة المعدلة الى تعزيز دور لجان التدقيق من خلال اشتراط أن تتألف من أعضاء مجلس إدارة غير تنفيذيين بالكامل، وأن يكون جميع أعضائها قادرين على قراءة البيانات المالية وتحليلها وتفسيرها حتى يتمكنوا من الاضطلاع بوظائفهم بفعالية.
  - يوصي الدليل المعدل بتواتر الاجتماعات بين لجنة التدقيق والمدقق الخارجي دون حضور أعضاء المجلس التنفيذيين، فذلك من شأنه أن يشجع على تبادل الآراء الحرة والأمانة بين الطرفين.
  - يؤكد الدليل المعدل على ضرورة التواصل المستمر بين رئيس لجنة التدقيق والإدارة العليا للشركة بالإضافة الى المدققين الخارجيين، من خلال هذا التواصل يمكن توجيه انتباه لجنة التدقيق الى القضايا ذات الصلة وفي الوقت المناسب.
  - يعترف الدليل المعدل بأهمية وظيفة التدقيق الداخلي لذلك طالب جميع الشركات بإقامة هذه الوظيفة، ومن أجل الحفاظ على استقلاليتها اشترط ضرورة قيام رئيس التدقيق الداخلي بتقديم تقاريره مباشرة الى لجنة التدقيق.

<sup>1</sup> Securities Commission of Malaysia, Malaysian Code On Corporate Governance, (Revised 2007), pp 7-19.

- يجب على مجالس الإدارة الحفاظ على سياسة اتصالات فعّالة تمكّن كل من المجلس والإدارة على التواصل الفعّال مع المساهمين وأصحاب المصلحة والجمهور، بحيث يتم تفسير عمليات الشركة الى حملة الأسهم مع الاستجابة لتعليقاتهم والتي يتم أخذها بعين الاعتبار في قرارات الشركة.

**5- مخطط حوكمة الشركات 2011:** في اطار سعيها للتحويل الى اقتصاد متطور بحلول عام 2020 أطلقت ماليزيا العديد من الخطط الاقتصادية الوطنية منها المخطط الرئيسي للسوق المالية 2 (CMP2) Market Master Plan2 في أبريل 2011 لتوسيع دور السوق المالية في تنشيط النمو الاقتصادي الوطني وقد كانت الفلسفة الرئيسية في CMP2 أن النمو يكون مستدام فقط اذا كان مدعومًا بنظام مناسب للمساءلة والحوكمة، وعليه يعتبر تفعيل دور حوكمة الشركات أحد التوجهات الرئيسية لتعزيز ثقة المستثمرين بالسوق المالية الماليزية.

يمثل مخطط حوكمة الشركات الذي تم اطلاقه من قبل لجنة الأوراق المالية الماليزية في 8 يوليو 2011 لمدة خمس سنوات أحد مخططات المخطط الرئيسي للسوق المالية 2، وهو مخطط يعمل على تعزيز معايير حوكمة الشركات في ماليزيا من خلال تحقيق الانضباط الذاتي والانضباط في السوق وتشجيع المزيد من التوطين في ثقافة الحكم الراشد، حيث يولد تحولاً في ثقافة حوكمة الشركات من مجرد الامتثال للقواعد الى نظام يلائم بشكل أفضل جوهر إدارة الشركات أي تعميق علاقة الثقة بين الشركات وأصحاب المصلحة، اذ يجب أن تتبنى مجالس الإدارة والمساهمين فكرة مفادها أن العمل الجيد لا يتعلق فقط بتحقيق الحد الأدنى المالي المنشود من خلال كونه تنافسيًا ولكن أيضًا من خلال كونه أخلاقيًا ومستدامًا، وفي هذا السياق لا يمكن تحقيق الإدارة الجيدة للشركات فقط على أساس قوة اللوائح لأن التنظيم يعتبر أحد مكونات حوكمة الشركات، اذ تتطلب حوكمة الشركات الجيدة آليات تأديبية ذاتية وسوقية تعمل بكامل طاقتها حيث يتحمل الجميع المسؤولية عن قراراتهم وأفعالهم، لذلك هناك حاجة ملحة لماليزيا لتجاوز الاعتماد على الانضباط التنظيمي الى دمج ثقافة حوكمة الشركات في الشركات المدرجة بشكل عام وبشكل أعم داخل بيئة الأعمال<sup>1</sup>.

احتوى المخطط على ستة فصول تصف هذه الفصول كيف يمكن تحقيق الانضباط الذاتي والانضباط في السوق من خلال المكونات الرئيسية لنظام الحوكمة:

**الفصل 1:** حول حقوق المساهمين: وقد حث على مشاركة المساهمين من خلال عملية تصويت عادلة، فعّالة وشفافة.

**الفصل 2:** حول دور المستثمرين المؤسسيين: والذي يحث المستثمرين المؤسسيين على القيام بدور قيادي في الحوكمة من خلال ممارسة حقوق الملكية المسؤولة.

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia, Corporate Governance Blueprint 2011, Towards Excellence in Corporate Governance, July 2011, p 3.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

**الفصل 3:** حول دور مجلس الإدارة في الحوكمة: والذي يبحث على أن يضاعف أعضاء مجلس الإدارة دورهم كميسرين نشطين ومسؤولين.

**الفصل 4:** حول الإفصاح والشفافية: والذي يؤكد على تعزيز معايير وممارسات الإفصاح لتفعيل عملية صنع القرار من قبل المساهمين.

**الفصل 5:** حول دور المشرفين والمراقبين والذين يجب أن يدركوا دورهم الحاسم في تقوية الانضباط الذاتي وانضباط السوق.

**الفصل 6:** يعزز الفصل السادس المتعلق بالإفصاح العام والخاص الأدوار الحيوية للإنفاذ العام والخاص في الحفاظ على الثقة بالأسواق.

احتوت فصول المخطط على ما مجموعه 35 توصية يتم تنفيذها خلال فترة خمس سنوات من خلال دليل جديد لحوكمة الشركات وتغيير متطلبات الإدراج في أوائل عام 2012، وقد تم تشكيل فرق عمل بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية ترأب التقدم المحرز في التنفيذ مع ادخال تعديلات حيثما كان ذلك ضرورياً وملائماً لتحقيق الهدف المتمثل في تحقيق التميز في حوكمة الشركات، ويشمل ذلك تنقيح التوصيات وحتى اضافة توصيات جديدة، وقد حددت سنة 2013 لإجراء تقييم تقدم التنفيذ مع إجراء استعراض كامل بعد التنفيذ في نهاية فترة الخمس سنوات.<sup>1</sup>

**6- دليل حوكمة الشركات 2012:** يعتبر دليل حوكمة الشركات 2012 أحد أهم عناصر تنفيذ مخطط حوكمة الشركات والذي أكد على تعزيز بنية مجلس الإدارة وتكوينه، مع الاعتراف بدور المديرين كميسرين نشطين ومسؤولين لديهم واجب هو أن يكونوا مشرفين فعّالين وأوصياء على الشركة وليس فقط تحديد الاتجاه الاستراتيجي والإشراف على سير العمل، ولكن أيضاً في ضمان أن الشركة تتمثل للقوانين والقيم الأخلاقية وتحتفظ بهيكل إداري فعّال يحقق الانضباط الداخلي ويعمل على الإدارة المناسبة للمخاطر،<sup>2</sup> يحدد الدليل المبادئ العامة والتوصيات المحددة الخاصة بالهيكل والعمليات التي يجب على الشركات اعتمادها في جعل حوكمة الشركات الجيدة جزءاً لا يتجزأ من تعاملاتها التجارية وثقافتها، والامتثال لهذا الدليل هو أمر طوعي غير أن الشركات المدرجة مطالبة بالإفصاح عن امتثالها لهذا الدليل في تقاريرها السنوية، وقد تم ترتيب مبادئ الدليل على النحو التالي:<sup>3</sup>

### المبدأ 1: إنشاء أدوار ومسؤوليات واضحة:

- يجب على مجلس الإدارة انشاء وظائف واضحة للمجلس مع تلك المفوضة الى الإدارة التنفيذية.
- يجب أن يحدد المجلس أدوار ومسؤوليات واضحة في أداء مهامه الائتمانية والقيادية.

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia, Corporate Governance Blueprint 2011, Op-Cit, p 69.

<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia, Malaysian Code On Corporate Governance 2012, p 2.

<sup>3</sup> Securities Commission Malaysia, Ibid, pp 6-9.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

- يجب على مجلس الإدارة اضعاء الطابع الرسمي على المعايير الأخلاقية من خلال ضمّان الامتثال لمدونة السلوك.

- يجب أن يضمن مجلس الإدارة أن استراتيجيات الشركة تعزز الاستدامة.

- يجب أن يكون لدى مجلس الإدارة اجراءات تسمح لأعضائه بالوصول الى المعلومات.

- يجب أن يضمن مجلس الإدارة أنه مدعوم من سكرتير شركة مؤهل ومناسب.

- يجب على مجلس الإدارة اضعاء الطابع الرسمي على ميثاق مجلس الإدارة واجراء مراجعة دورية له.

### المبدأ 2: تعزيز التكوين:

- يجب أن ينشئ مجلس الإدارة لجنة ترشيح والتي يجب أن تتألف بشكل حصري من مدراء غير تنفيذيين ويجب أن يكون معظمهم مستقلين.

- يجب أن تقوم لجنة الترشيح بوضع المعايير الخاصة بعملية التوظيف ومراجعتها مع التقييم السنوي للمديرين.

- ينبغي على المجلس وضع سياسات واجراءات رسمية وشفافة بشأن مكافآت جذب المديرين والاحتفاظ بهم.

### المبدأ 3: تعزيز الاستقلال:

- يجب على مجالس الإدارة اجراء تقييم لمديريها المستقلين سنويًا.

- يجب ألا تتجاوز مدة ولاية المدير المستقل مدة تراكمية تسع سنوات، عند انتهاء تسع سنوات قد يستمر المدير المستقل في العمل بالمجلس كمدير غير مستقل.

- يجب على مجلس الإدارة تبرير وطلب موافقة المساهمين في حالة احتفاظه بالمدير المستقل وهو الشخص الذي عمل بهذه الصفة لأكثر من تسع سنوات.

- يجب أن يشغل منصب رئيس مجلس الادارة والمدير التنفيذي أفراد مختلفين ويجب أن يكون رئيس مجلس الإدارة عضو غير تنفيذي.

- يجب أن يتكون المجلس من غالبية المديرين المستقلين في حين أن رئيس مجلس الإدارة لا يشترط أن يكون مديراً مستقلاً.

### المبدأ 4: الالتزام:

- يجب أن يلتزم أعضاء مجلس الإدارة بحضور اجتماعاته مع الالتزام بالوقت خاصة عند مناقشة قضايا تتعلق بمناصب إدارية جديدة.

- ينبغي أن يضمن المجلس لأعضائه الوصول الى برامج التعليم والتدريب بصفة مستمرة.

### المبدأ 5: الحفاظ على النزاهة في اعداد التقارير المالية:

- يجب أن تتأكد لجنة التدقيق من أن البيانات المالية تتوافق مع معايير التقارير المالية المعمول بها.

- ينبغي أن يكون لدى لجنة التدقيق سياسات واجراءات لتقييم مدى ملاءمة واستقلالية المدققين الخارجيين.

**المبدأ 6: التعرف على المخاطر وإدارتها:**

- يجب على مجلس الإدارة انشاء اطار سليم لإدارة المخاطر.
  - يجب على مجلس الإدارة انشاء وظيفة التدقيق الداخلي التي ترفع تقاريرها مباشرة الى لجنة التدقيق.
- المبدأ 7: ضمان الافصاح في الوقت المناسب وبجودة عالية:**
- يجب أن يضمن مجلس الإدارة أن لدى الشركة سياسات واجراءات مناسبة للإفصاح عن كل ما يتعلق بنشاطها.
  - ينبغي أن يشجع المجلس الشركة على الاستفادة من تكنولوجيا المعلومات لنشر المعلومات بشكل فعّال.

**المبدأ 8: تعزيز العلاقة بين الشركة والمساهمين:**

- يجب أن يتخذ مجلس الإدارة خطوات معقولة لتشجيع مشاركة المساهمين في الاجتماعات العامة.
  - يجب على مجلس الإدارة تشجيع المساهمين للقيام بعملية التصويت.
  - ينبغي أن يعزز المجلس التواصل الفعّال مع المساهمين.
- 6- دليل حوكمة الشركات 2017:** أصدرت لجنة الأوراق المالية الماليزية (SC) الدليل الماليزي الجديد حول حوكمة الشركات (MCCG) في 26 أبريل 2017 والذي حل محل دليل 2012 وهو يسري على الشركات المدرجة على الفور، وبما أن الشركات المدرجة ليست متجانسة رأّت الهيئة أنه من الضروري توفير المرونة والتناسب في تطبيق بعض أفضل الممارسات، حيث تطبق بعض الممارسات على الشركات الكبيرة فقط والتي تضم:

- الشركات المدرجة في مؤشر FTSE Bursa Malaysia Top 100 أو
  - الشركات التي تبلغ قيمتها السوقية 2 مليار رينغيت ماليزي أو أكثر في بداية السنة المالية.
- يجب أن تستمر هذه الشركات في تطبيق الممارسات حتى ولو سقطت من مؤشر FTSE Bursa Malaysia Top 100 أو انخفضت قيمتها السوقية الى أقل من العتبة المحددة، وبإمكان الشركات الأخرى المدرجة أن تتبنى الممارسات المحددة للشركات الكبيرة اذا كانت تطمح الى تحقيق المزيد من التميز في حوكمة الشركات، هذا ويستهدف الدليل الجديد الشركات المدرجة الأّ أنه يشجع الشركات غير المدرجة بما في ذلك الشركات المملوكة للدولة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (SMEs)، والوسطاء المرخصين على تبني دليل حوكمة الشركات الجديد قصد تعزيز المساءلة والشفافية والاستدامة في هذه الكيانات.<sup>1</sup>

يحتوي دليل حوكمة الشركات 2017 على ثلاثة مبادئ أساسية كل منها يحدد النتائج المتوقعة مع الممارسات الموصى بها (بما في ذلك Step Ups، أي الممارسات المشجعة) وملاحظات تفسيرية اضافية في شكل ارشادات حول تنفيذ هذه الممارسات، وقد تم في هذا الدليل الاحتفاظ بالمبادئ الرئيسية والممارسات

♦ Malaysian Code On Corporate Governance

<sup>1</sup> Securities Commission of Malaysia, Malaysian Code On Corporate Governance 2017, pp 2-3.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

الموصى بها في مدونة 2012 الى حد كبير مع اضافة بعض التحسينات بهدف الارتقاء الى المبادئ والمعايير والممارسات المعترف بها دوليًا في حوكمة الشركات، وعلى هذا النحو فإن انضمام الشركات الى دليل 2017 سوف يجعل الشركات الماليزية ترقى الى المعايير الدولية للحوكمة، وتمثل المبادئ التي جاءت في الدليل فيما يلي:

### **A: قيادة المجلس وفعاليته:** يتضمن:

- مسؤوليات مجلس الإدارة.

- تشكيل مجلس الإدارة.

- المكافآت.

### **B: التدقيق الفعال وإدارة المخاطر:** يتضمن:

- لجنة التدقيق.

- إدارة المخاطر واطار الرقابة الداخلية.

### **C: النزاهة في تقارير الشركات وعلاقة جادة مع أصحاب المصلحة:** يتضمن:

- التواصل مع أصحاب المصلحة.

- إدارة الاجتماعات العامة.

تمثل العناصر البارزة للدليل الجديدة فيما يلي:<sup>1</sup>

### **1- تعزيز استقلال المجلس:** من خلال:

أ- يفرض دليل 2012 في الحالات التي لا يكون فيها رئيس مجلس الادارة مديراً مستقلاً ويجب أن يتكون مجلس الإدارة من أغلبية المدراء المستقلين، بينما ينص دليل 2017 على أن نصف المجلس على الأقل يجب أن يتكون من مديرين مستقلين، وبالنسبة للشركات الكبيرة يجب أن يكون هناك غالبية من المديرين المستقلين.

ب- عملية التصويت على مستويين: تماشياً مع النهج الوارد في دليل 2012 لا تشجع مبادئ دليل 2017 استمرار المدير المستقل في منصبه لأكثر من 9 سنوات، والاحتفاظ بمدير مستقل فوق 9 سنوات يتطلب موافقة المساهمين، في حين أن الاحتفاظ بمدير مستقل يتجاوز 12 عامًا يتطلب موافقة المساهمين من خلال عملية التصويت ذات المستويين:

**المستوى 1:** التصويت بواسطة المساهمين الكبار.

**المستوى 2:** التصويت من قبل المساهمين الآخرين.

لا تُشجع الشركات الكبيرة على الاحتفاظ بمدير مستقل لأكثر من 12 عامًا، لن يكون شرط التصويت ذي المستويين ساريًا إلا في حالة تقديم اقرار في احدى الاجتماعات العامة بعد 1 يناير 2018.

<sup>1</sup> Christopher & Lee Ong, The Malaysian Code on Corporate Governance 2017, lawyers who know asia, Malaysia, MAY 2017, pp 1-3.

**2- تنوع المجلس:** يحتاج مجلس إدارة الشركات الكبيرة في تشكيله الى أن يكون ما لا يقل عن 30٪ من أعضائه نساء، حيث تشجع مبادئ دليل 2017 بشكل عام على اشراك المرأة ليس فقط على مستوى المجلس بل وأيضاً في الإدارة العليا.

**3- الشفافية في مكافأة أعضاء مجلس الإدارة:** ينص دليل 2012 أنه على مجلس الإدارة وضع سياسات واجراءات رسمية وشفافة للمكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والكشف عن هذه السياسات والإجراءات في التقرير السنوي، بينما يذهب دليل 2017 خطوة اضافية من خلال مطالبة الشركة بتوفير هذه السياسات والإجراءات على موقع الشركة على الويب، هذا ويضيف أيضاً أنه يجب تقديم افصاح مفصل للمكافآت المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة (ويشمل ذلك جميع المرتبات والمكافآت والامتيازات العينية وغيرها من المكافآت)، والمكافآت المدفوعة لأفضل 5 موظفين في الإدارة العليا في نطاق 50.000 رينجيت ماليزي (ويشمل ذلك جميع الرواتب والمكافآت والامتيازات العينية وغيرها من المكافآت).

**4- تعزيز استقلالية لجنة التدقيق:** لا يجوز لرئيس لجنة التدقيق أن يكون رئيس مجلس الإدارة، كما يوصى أيضاً باسم الممارسات المشجعة أن يكون تشكيل لجنة التدقيق من المديرين المستقلين فقط.

**5- لجنة إدارة المخاطر:** تماشياً مع النهج الوارد في دليل 2012 يجب على الشركات التأكد من مدى الرغبة في المخاطرة بالنسبة للأعمال عن طريق وضع سياسات مناسبة لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية، كما أوصى دليل 2017 بأن ينشئ مجلس الإدارة لجنة إدارة المخاطر التي تضم أغلبية من المديرين المستقلين للإشراف على اطار عمل وتنفيذ سياسات إدارة المخاطر بالشركة.

**6- المشاركة في الاجتماعات العامة:** تماشياً مع نهج دليل 2012 في تعزيز العلاقة بين الشركة ومساهميها قدمت مبادئ دليل 2017 متطلبات اضافية لتحسين مشاركة المساهمين وهي المشاركة مع مجلس الإدارة في الاجتماعات العامة، حيث يتم:

أ- الاشعار بالاجتماع العام السنوي قبل 28 يوماً على الأقل من تاريخ الاجتماع مع العلم أن قانون الشركات لعام 2016 يتطلب ما لا يقل عن 21 يوماً.

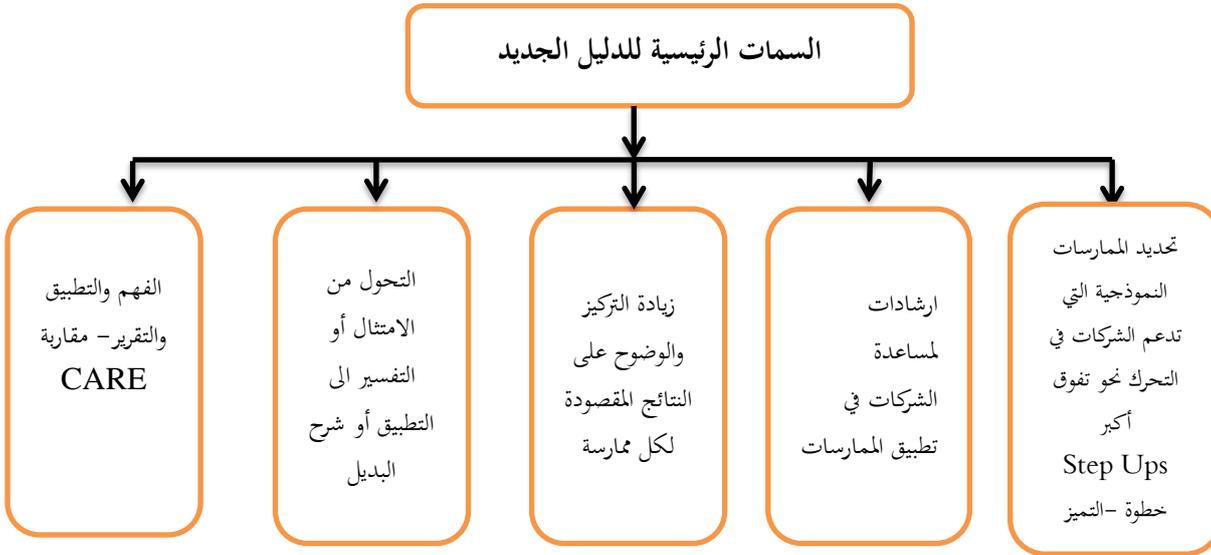
ب- يجب على جميع المديرين حضور الاجتماعات العامة للمشاركة مع المساهمين.

ج- الشركات التي لديها أعداد كبيرة من المساهمين أو تعقد اجتماعات في مواقع بعيدة على المساهمين، يجب عليها الاستفادة من التكنولوجيا لتسهيل التصويت الإلكتروني ومشاركة المساهمين البعيدين.

والشكل الموالي يوضح لنا السمات الرئيسية للدليل الجديد:

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

شكل رقم: (1-4): سمات الدليل الجديد لحوكمة الشركات بماليزيا.



Source : Securities Commission of Malaysia, Malaysian Code On Corporate Governance 2017, p 03.

فيما يلي نقوم بتوضيح هذه السمات:

**السمة 1:** وتتضمن مقارنة CARE:

- **الفهم (Comprehend):** فهم واستيعاب المبادئ والممارسات بما في ذلك النتائج المستهدفة.  
- **التطبيق (Apply):** تنفيذ الممارسات الجوهرية لتحقيق النتائج المرجوة ودعم ثقافة حوكمة الشركات في جميع أنحاء الشركة.

- **التقرير (Report):** تقديم افصاح عادل ومفيد عن ممارسات حوكمة الشركات بالشركة.

**السمة 2:** وهي أن يكون لدى الشركات التي لا تمثل لممارسة مبادئ الحوكمة ممارسات بديلة، ويتعين عليها تقديم تفسير في تقاريرها السنوية عن الطريقة التي تطبق بها هذه الممارسات مع شرح أسباب اعتماد هذه البدائل والإطار الزمني اللازم لها للتنفيذ.

**السمة 3:** معنى ذلك اتباع كل ممارسة بالنتيجة التي تحققها.

**السمة 4:** تُتبع كل ممارسة بإرشادات توضح كيفية تطبيقها لمساعدة الشركات في عملية تطبيق المبادئ قصد تحقيق النتيجة المقصودة.

**السمة 5:** الممارسات النموذجية هي اجراءات أو عمليات يتوقع من الشركات القيام بها لتحقيق ما هو أفضل.

نستخلص مما سبق عرضه أن ماليزيا تبذل جهوداً حثيثة ومتواصلة لإرساء والارتقاء بحوكمة الشركات الماليزية وبصفة خاصة الشركات المدرجة بالبورصة، وهذا ما تفسره المتابعة المستمرة والتجديد الذي تضفيه على مبادئ حوكمة الشركات في كل مرة، كل هذا في سبيل الارتقاء بحوكمة الشركات الماليزية الى مستوى حوكمة

الشركات العالمية، وجعل سوق الأوراق المالية تساهم في النمو الاقتصادي المسطر في الخطط الاقتصادية الوطنية.

ثانياً: جهود ماليزيا لارساء الحوكمة على المستوى الكلي: في اطار سعيها لتحسين بيئة أعمالها بذلت ماليزيا جهود حثيثة لإقامة الحكم الراشد ومحاربة كافة أشكال الفساد قصد خلق بيئة أعمال نظيفة وجاذبة للاستثمار، وذلك نظراً للتنافس الذي تشهده دول جنوب شرق آسيا لتحسين بيئات أعمالها، ومن بين الجهود التي بذلتها ماليزيا في هذا المجال ما يلي:<sup>1</sup>

**1- مكتب الشكاوي العامة:** تأسس مكتب الشكاوي العامة عام 1971 كقناة للجمهور لتقديم شكاوي رسمية ضد الدوائر الحكومية والوكالات وموظفي الخدمة المدنية الذين يمارسون أعمال غير مشروعة، ويمكن للمواطنين تقديم شكوى من خلال خط ساخن للشكاوي أو من خلال الفاكس، وقد أقام هذا المكتب مكتباً متنقلاً للشكاوي في مناطق مختلفة من البلاد من أجل تمكين الجمهور في أبعد نقطة من تقديم شكاويهم ضد مرتكبي جرائم الفساد، ففي دراسة تُصور الشفافية في ماليزيا أصدرتها المنظمة الدولية للشفافية في عام 2007 اعترفت 63% من الشركات المستطلعة بمعرفتهم بمكتب الشكاوي العامة، والملاحظ أن هناك وعي أكبر بهذا المكتب سواء من طرف الشركات المحلية أو الأجنبية، وأهم الشكاوي التي يتلقاها هذا المكتب تكون بخصوص التأخير في اتخاذ الاجراءات والافتقار الى المرافق العامة ووسائل الراحة والخدمات العامة، بالإضافة الى الفشل في الالتزام بالإجراءات وإساءة استخدام السلطة وسوء السلوك من قبل موظفي الخدمة المدنية والمعاملة غير العادلة.

**2- اطلاق الخطة الوطنية للنزاهة National Integrity Plan NIP:** تبعاً لنهج رؤساء وزراء ماليزيا تعهد رئيس الوزراء السابق عبد الله بدوي عام 2004 بالقضاء على مختلف مظاهر الفساد وتعزيز مبادئ الحكم الراشد والقيم الأخلاقية، فجاء بتدابير جديدة لمكافحة الفساد من خلال اطلاق الخطة الوطنية للنزاهة والتي حدد لها خمسة أهداف رئيسية هي:

- الحد من الفساد وسوء استخدام السلطة ومختلف الممارسات غير القانونية بشكل فعّال.
- زيادة الكفاءة في نظام تقديم الخدمات العامة والتغلب على البيروقراطية الإدارية.
- تعزيز حوكمة الشركات وأخلاقيات العمل.
- تحسين نوعية الحياة وتوفير الرفاهية الاجتماعية للماليزيين.

هذه الخطة لم تستهدف القطاع العام وحده والذي ينظر اليه على أنه المسبب الرئيسي للفساد وإنما تهدف الى اشراك جميع قطاعات المجتمع، حيث أوكلت لمعهد النزاهة مهمة تنفيذ الخطة الوطنية للنزاهة وتنظيم ندوات وورشات عمل للمواطنين والشركات لتشجيع مشاركة كل من المجتمع المدني والقطاع الخاص في أعمال مكافحة

<sup>1</sup> بوسعيد سارة، دور استراتيجية مكافحة الفساد الاقتصادي في تحقيق التنمية المستدامة - دراسة مقارنة بين الجزائر وماليزيا - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة سطيف، 2013/2012، ص ص 196 - 199.

الفساد، كما اتخذ عبد الله بدوي خطوات لتشكيل حكومة أكثر انفتاحاً وخضوعاً للمساءلة حيث قرر في مارس 2008 أنه يتعين على جميع الوزراء والنواب أن يعلنوا على الملأ عن ذمهم المالية مرتين خلال مدة خمس سنوات وفوض المسؤولية في هذا الأمر الى هيئة مكافحة الفساد الماليزية، بعد ذلك أصبح الوزراء يعلنون عن ذمهم المالية لرئيس الوزراء الجديد نجيب عبد الرزاق على أساس سنوي ولكن ليس للجمهور، ورغم ذلك طالب رئيس هيئة مكافحة الفساد بجعل الذم المالية للوزراء متاحة للجمهور.<sup>1</sup>

**3- معهد النزاهة الماليزي Institut Integriti Malaysia IIM:** أنشأ هذا المعهد من أجل تنفيذ خطة النزاهة الوطنية وهو يقوم بعمليات البحث والتخطيط والتنفيذ والتنسيق والمراقبة والتقييم لمختلف آليات مكافحة الفساد، ومنذ انشائه شارك في العديد من الدورات والموائد المستديرة مع الهيئات المهنية وأعضاء القطاع العام والخاص للبحث عن كيفية التنسيق في مكافحة الفساد، كما نظم العديد من المؤتمرات كمؤتمر الأخلاقيات والنزاهة في عام 2005 بالتنسيق مع منظمة الشفافية الدولية ومنتدى صناعة البناء والتشييد، وقد منحت هذه المؤتمرات للماليزيين فرصة التعبير عن مخاوفهم بشأن مستوى الفساد واقتراح سبل لمعالجة الظاهرة فضلاً عن تعزيز الشفافية والنزاهة في البلاد.

**4- استقلالية القضاء:** أصدرت الحكومة الماليزية في سنة 2008 قانونين بشأن السلطة القضائية وذلك بهدف تحسين مستوى النزاهة والشفافية في النظام القضائي وتوفير الاستقلال اللازم للسلطة القضائية عن السلطة التنفيذية والتشريعية، وحماية القضاة من كافة أشكال الفساد والرشوة واتباع اجراءات نزيهة وشفافة في تعيين وترقية القضاة على أساس الجدارة والكفاءة الفردية وليس على أساس المحاباة والمحسوبية والرشوة، وهذا بإنشاء مدونة قواعد لسلوك القضاة توضح الأخلاقيات التي ينبغي على القضاة التحلي بها والحالات التي يتم فيها فصل القضاة وابعادهم عن مناصبهم، كما نص هذا القانون أيضاً على حماية الملفات من تلاعب موظفي المحاكم وضمنان حسن الادارة داخل المحكمة وجعلها تعمل على الحد من الفساد، فنزاهة القضاة لا تكفي للحفاظ على ثقة الجمهور في النظام القضائي اذا كانت الإدارة المحيطة بهم غارقة في ممارسات الفساد.

**5- انشاء فرقة العمل الخاصة لتيسير الأعمال التجارية:** في جانفي 2007 طرح رئيس الوزراء السيد عبد الله أحمد بدوي فكرة انشاء فرقة عمل مخولة سلطات واسعة لتناول المسائل المتصلة بالبيروقراطية في التعامل بين المؤسسات التجارية والحكومة، وقد أدى ذلك الى انشاء فرقة العمل الخاصة لتيسير الأعمال التجارية (PEMUDAH)، ويشمل نطاق عمل تلك الفرقة تيسير الأعمال التجارية في ماليزيا بتحديد التحسينات التي ينبغي ادخالها على العمليات واللوائح الحكومية القائمة بالاستناد الى معلومات مرتجعة من الجمهور وتقارير تقييم شاملة لمستويات الأداء والإشراف على تنفيذ التحسينات المحددة، وتقديم توصيات الى الحكومة على

<sup>1</sup> بوسعيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 196-197.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

أساس المعلومات المرتجعة من الجمهور بشأن التغييرات التي ينبغي ادخالها على السياسات المتبعة في مجال الأعمال التجارية.<sup>1</sup>

**6- هيئة مكافحة الفساد:** هي هيئة حكومية أنشأت سنة 2009 بقرار تشريعي صادر عن البرلمان خلفاً لوكالة مكافحة الفساد التي صوت البرلمان على الشروع في أعمالها عام 1973 (تعرضت هذه الوكالة لانتقادات واسعة لافتقارها للاستقلالية اللازمة ولكونها ميسسة بشكل كبير)، تابعة مباشرة لمكتب رئيس الوزراء وتتولى عمليات متابعة التحقيق في قضايا الفساد، كما تنظر في الممارسات والأنظمة والإجراءات الواردة إليها من الهيئات العامة لتسهيل اكتشاف جرائم الفساد وتأمين إعادة النظر في مثل هذه الممارسات فضلاً عن تقديم استشارات للهيئات والمؤسسات لمساعدتها في مكافحة حالات شبه الفساد التي تطرأ على تعاملاتها بالإضافة إلى العمل على تثقيف الجمهور في آليات عملها لمكافحة الفساد قصد حشد التأييد الشعبي للوقوف في وجه تفشي هذه الظاهرة في أجهزة الدولة ومؤسساتها.<sup>2</sup>

**7 - جهاز الخدمة المدنية:** من أهم أسباب نجاح التجربة الماليزية هو وجود نظام خدمة مدنية حكومية ذي كفاءة عالية، فقد عملت ماليزيا على تطوير نظام إداري واضح جداً وذلك من خلال تحديد مجموعة الإجراءات التي يجب اتخاذها لتنفيذ أي عمل بصفة دقيقة والزمن الذي يستغرقه ذلك العمل وصلاحيات الموظفين، فإذا لم يقيم الموظف بما حُدِّد له بدقة وضمن الزمن المحدد يُستنتج أنه فاسد وبالتالي سيحاسب ويُتخذ الإجراء اللازم بحقه، كما طورت الحكومة الماليزية مجموعة من الأنظمة الإدارية لكبح جماح الفساد من بينها تقليل الإجراءات الإدارية إلى الحد الأدنى واعتماد أسلوب انهاء المعاملة من خلال اجراء واحد **One Stop Approving Authority**، بالإضافة إلى الاهتمام بالانضباط الوظيفي من خلال التزام الموظفين بتوقيع دخولهم وخروجهم من العمل وعدم استثناء أي شخص بما في ذلك القضاة والوزراء وحتى رئيس الوزراء نفسه.<sup>3</sup>

نظراً للجهود التي بذلتها ماليزيا في اطار محاولة تطبيق الحكم الراشد ومكافحة الفساد نستطيع القول بأنها استطاعت أن تخطو خطوات واسعة في مجال تطبيق معايير الحكم الراشد ومكافحة الفساد فقد أنشأت العديد من الهيئات المختصة في ذلك، كما قامت بمحاسبة ومساءلة المتهمين في السلك الحكومي بقضايا الفساد بعد

<sup>1</sup> الجمعية العامة للأمم المتحدة، مجلس حقوق الانسان، تقرير وطني مقدم وفقا للفقرة 15 أ من مرفق قرار مجلس حقوق الانسان 1/5 ماليزيا الدورة الرابعة، جنيف سويسرا، 2-13 فبراير 2009، ص 14 .

<sup>2</sup> فادي أحمد رمضان، البعد السياسي للحكم الرشيد في ماليزيا وامكانية الاستفادة الفلسطينية 1981-2003، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في ادارة الدولة والحكم الرشيد، برنامج الدراسات العليا المشترك بين أكاديمية الادارة والسياسة للدراسات العليا وجامعة الأقصى بغزة، 2015، ص 100.

<sup>3</sup> محسن صالح، النموذج السياسي الماليزي وإدارة الاختلاف، مركز الجزيرة للدراسات، 21 يونيو 2012، ص 6-7، الموقع الالكتروني: <http://studies.aljazeera.net/ar/issues/2012/06/201262111235327448.html> تاريخ لاطلاع: 2018/03/11

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

أن قامت هيئة مكافحة الفساد بتحويلهم للمحاكم بتهم تتعلق بالفساد، وإبراز فعالية هذه الجهود في تحسين بيئة الأعمال بماليزيا تقوم في المطلب الموالي بتوضيح ترتيبها في بعض مؤشرات تقييم بيئة الأعمال.

**المطلب الثاني: الحوكمة وتحسين بيئة الأعمال في ماليزيا.**

تقوم في هذا المطلب بتوضيح ترتيب ماليزيا في بعض المؤشرات العالمية لتقييم بيئة الأعمال وذلك قصد توضيح مدى مساهمة جهود ارساء الحوكمة ومكافحة الفساد في تحسين بيئة الأعمال.

**أولاً: ترتيب ماليزيا في مؤشر سهولة أداء الأعمال:**

ترتيب ماليزيا في مؤشر سهولة أداء الأعمال يوضحه الجدول الموالي:

**جدول رقم: (4-4): ترتيب ماليزيا في مؤشر سهولة أداء الأعمال 2007-2017.**

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الدول	175	178	181	183	183	183	185	189	189	189	190
الترتيب العالمي	25	24	20	23	21	18	12	06	18	18	24

**Source :** World Bank Group, A World Bank Group Flagships Reports, Ease of Business Performance Index (2007-2017)

نلاحظ من خلال الجدول أن ترتيب ماليزيا في المؤشر العام لسهولة أداء الأعمال هو ترتيب جيد بالمقارنة مع عدد الدول التي يشملها المؤشر في كل مرة، فأدنى ترتيب لها كان سنة 2007 حيث احتلت المرتبة الخامسة والعشرين بينما أعلى ترتيب كان في سنة 2014 باحتلالها المرتبة السادسة عالمياً وهي مرتبة جيدة جداً، ويرجع ذلك الى الجهود التي تبذلها الحكومات المتعاقبة لتحسين بيئة الأعمال بإدخال مجموعة من التحسينات في كل مرة لجعلها أكثر سهولة، وبالنسبة لترتيبها على سلم المؤشرات الفرعية المكونة للمؤشر الرئيسي فهي متباينة في ترتيبها حيث تحتل حالياً (2018) المرتبة 111 في مؤشر بدئ النشاط التجاري وهي أدنى مرتبة في المؤشرات الفرعية، المرتبة 11 في استخراج تراخيص البناء، المرتبة 8 في مؤشر الحصول على الكهرباء، المرتبة 42 في تسجيل الملكية، المرتبة 20 في الحصول على الائتمان، المرتبة 4 في حماية المستثمرين الأقلية، المرتبة 73 في مؤشر دفع الضرائب، المرتبة 61 في مؤشر التجارة عبر الحدود، المرتبة 44 في انفاذ العقود، والمرتبة 46 في تسوية حالات الاعسار، ومنه نجد أن أحسن ترتيب في المؤشرات الفرعية هو مؤشر حماية المستثمرين الأقلية (4) (يقيس هذا المؤشر قوة حماية المساهمين الأقلية ضد قيام أعضاء مجلس إدارات الشركات بإساءة استخدام أصول الشركات لتحقيق مكاسب شخصية بالإضافة الى حقوق المساهمين، وضمانات الحوكمة ومتطلبات الشفافية للشركات التي تقلل من خطر التعرض للإساءة) مما يوحي بأن للحكومة دور كبير في تحسين بيئة الأعمال في ماليزيا.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

ثانياً: ترتيب ماليزيا في مؤشر الحرية الاقتصادية:

تصنيف الدول في مقياس الحرية الاقتصادية يعتمد على عدد النقاط التي تحصل عليها الدولة، وترتيب ماليزيا على هذا المؤشر نوضحه من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-5): ترتيب ماليزيا في مؤشر الحرية الاقتصادية 2007-2017.

السنة	عدد الدول	الترتيب عالميا	عدد النقاط
2007	157	48	65.85
2008	157	51	64.5
2009	179	58	64.6
2010	179	59	64.8
2011	179	53	66.3
2012	179	53	66.4
2013	177	56	66.1
2014	178	37	69.6
2015	186	31	70.8
2016	178	29	71.5
2017	180	27	73.8

Source: The Heritage Foundation : Institute Four Economic Freedom, Index of Economic Freedom (2007-2017).

بالنسبة لترتيب ماليزيا في مؤشر الحرية الاقتصادية فقد انتقلت من خانة الدول الحرة الى حد ما الى خانة الدول الحرة الى حد كبير (الأكثر حرية) ابتداءً من سنة 2015 متحصلة على 70.08 نقطة، فقد ارتفع عدد النقاط التي تحصلت عليها بمقدار 1.2 نقطة عن سنة 2014 محتلة المرتبة 31، وذلك يرجع الى التحسن في التحرر من الفساد، حرية الأعمال والحرية التجارية، هذا الارتفاع فاق الانخفاض الذي شهدته في حرية العمل وإدارة الإنفاق الحكومي، وهي تحتل حالياً المرتبة الثامنة من بين 42 دولة في منطقة آسيا والمحيط الهادي وتأتي النتائج التي حققتها في السنوات الأخيرة من أعلى النتائج على مستوى العالم.

ثالثاً: ترتيب ماليزيا في مؤشر التنافسية العالمي:

يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-6): ترتيب ماليزيا في مؤشر التنافسية خلال الفترة 2007-2017.

السنة	عدد الدول	الترتيب عالميا	عدد النقاط
2008 - 2007	131	21	5.10
2009 - 2008	134	21	5.04
2010 - 2009	133	24	4.87
2011 - 2010	139	26	4.88
2012 - 2011	142	21	5.08
2013 - 2012	144	25	5.06
2014 - 2013	148	24	5.03

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

5.16	20	144	2015 - 2014
5.23	18	144	2016 - 2015
5.16	25	138	2017 - 2016
5.17	23	137	2018 - 2017

Source : world Economic Forum, The Global Competitiveness Report ( 2007-2017).

نلاحظ من خلال الجدول أن ماليزيا حافظت تقريباً على نفس مستوى الترتيب في مؤشر التنافسية العالمي خلال الفترة 2007-2017 حيث تراوحت المراتب التي احتلتها بين أعلى مرتبة وهي 18 وأدنى مرتبة وهي 26 بعدد نقاط محصورة بين 4.87 - 5.23 نقطة، وهي نتائج مشجعة تعكس الجهود التي بذلتها الدولة ومازالت تبذلها لزيادة تنافسيتها بين دول العالم، حيث تعد ماليزيا دولة ذات مقومات كبيرة حققت خلال العقود الأربعة الماضية قفزات هائلة في التنمية الاقتصادية والبشرية، فقد أصبحت الدولة الصناعية الأولى في العالم الاسلامي كما أنها الأولى في مجال الصادرات والواردات في جنوب شرق آسيا خاصة في مجال الصادرات من الصناعات الكهربائية والإلكترونية، فضلاً عن تنوع مصادر دخلها القومي من الصناعة والزراعة والمعادن والنفط والسياحة مستفيدة من الانفتاح الاقتصادي الكبير على الخارج عبر اندماجها في الاقتصادات العالمية بالإضافة الى تأسيس بنية تحتية متطورة والارتقاء بنوعية المؤسسات الخاصة والعامة مع تحقيق تقدم معتبر في ميادين معالجة الفقر والبطالة ورفع مستوى التعليم.

رابعاً: ترتيب ماليزيا في مؤشر الفساد العالمي:

يلخصه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-7) ترتيب ماليزيا في مؤشر مدركات الفساد العالمي خلال الفترة 2007-2016.

السنة	عدد الدول	الترتيب عالميا	عدد النقاط
2007	180	43	5.1
2008	180	47	5.1
2009	180	56	4.5
2010	178	56	4.4
2011	183	60	4.3
2012	176	54	4.9
2013	177	53	5.0
2014	175	51	5.2
2015	168	54	5.0
2016	176	55	4.9
2017	180	62	4.7

المصدر: تقارير منظمة الشفافية الدولية، من 2006 الى 2016:

<https://www.transparency.org/research/cpi/cpi>

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

نلاحظ من خلال الجدول وعلى مدى عشر سنوات من 2007 حتى 2017 لم يكن هناك تحسن في ترتيب ماليزيا على سلم المؤشر، وهذا يعكس حالات الفساد التي تظهر بين السياسيين ورجال الشرطة من حين لآخر ولكن رغم ذلك نجد أن هناك جهود حثيثة في ماليزيا لمكافحة الفساد خاصة من طرف هيئة مكافحة الفساد التي نجحت في تحويل مئات المتهمين الى المحاكم، وأفادت بيانات صادرة عن مكتب رئاسة الوزراء بأنه تم التحقيق في تهم تتعلق بالفساد مع 5983 موظف حكومي خلال الفترة 2005-2011، وفي هذا الاطار يرى الباحث في الشؤون الاقتصادية والسياسية الآسيوية "عمر غانم" أن الفساد في ماليزيا ظاهرة روتينية شأنها شأن أي دولة نامية أخرى، وأن منظومة الفساد في ماليزيا "منظومة مسؤولة" بمعنى أن المسؤولين الفاسدين في الإدارات الماليزية رغم فسادهم لم يتغولوا على حساب الانجاز والعطاء للمواطن والتنمية العامة للبنية التحتية ورأس المال البشري، وهذا هو الفرق بينهم وبين الفاسدين في دول أخرى الذي لم يتركوا لبلادهم ومواطنيهم شيء، كما رأى أحد الأعضاء المؤسسين في منظمة الشفافية العالمية "مايكل هيرشمان" "Michael Hirschman" في مقال نشرته "هافينغتون بوست" ♦ أن ماليزيا بإمكانها أن تقدم نموذجاً لدول الربيع العربي وغيرها من الدول ذات المخاطر العالية اذا كانوا جادين في مكافحة الفساد.

خامساً: ترتيب ماليزيا في مؤشر الحوكمة العالمية:

يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم(4-8): ترتيب ماليزيا في مؤشر الحوكمة العالمية خلال الفترة 2007-2014. (تقديرات الحوكمة -2.5 الى +2.5)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ضبط الفساد	-0.56	-0.59	-0.58	-0.52	-0.54	-0.50	-0.47	-0.60
فاعلية الحكومة	-0.57	-0.63	-0.58	-0.48	-0.56	-0.53	-0.53	-0.48
الاستقرار السياسي وغياب العنف	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.3	-1.2	-1.2
الجودة التنظيمية	-0.62	-0.79	-1.07	-1.17	-1.19	-1.28	-1.17	-1.28
سيادة القانون	-0.77	-0.74	-0.79	-0.78	-0.81	-0.77	-0.69	-0.77
التعبير والمساءلة	-0.98	-0.98	-1.04	-1.02	-1.00	-0.91	-0.89	-0.82

Source: The World Bank Group, Worldwide Governance Indicator (2005-2014).

<http://databank.worldbank.org/data/ddperror.aspx?aspxerrorpath=/data/reports.aspx>

♦ هافينغتون بوست: هي مدونة وموقع تجميع اخباري أمريكي على الأنترنت.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

نلاحظ من خلال الجدول أن المؤشرات الستة للحكومة في ماليزيا سجلت علامات سلبية على مدى كل السنوات الموضحة في الجدول، الأمر الذي يعطي انطباعاً عن تدهور الاطار المؤسسي للحكومة في ماليزيا خاصة ما تعلق بالاستقرار السياسي (-1.2) والجودة التنظيمية (-1.28) والتعبير والمساءلة (-1)، مما يوحي بأنه على الرغم من الجهود التي بذلتها الحكومة الماليزية لتفعيل الاطار المؤسسي للحكومة من خلال تأسيس هيئات مكافحة الفساد وترقية جهاز الخدمة المدنية الى غير ذلك لم يكن كافياً في نظر الهيئات الدولية (البنك الدولي).

من خلال استعراض المؤشرات السابقة والمتعلقة ببيئة الأعمال في ماليزيا يتبين لنا أنها بيئة جاذبة ومشجعة على الاستثمار سواءً من حيث سهولة أداء الأعمال أو تنافسية الاقتصاد وحرية وكذا مكافحة الفساد ما عدا النقص الذي تشهده في مؤشر الحكومة العالمي حسب البنك الدولي، غير أن ذلك لا يؤثر حسب رأينا بصفة كبيرة على المستثمرين خاصة الأجانب حيث يركز الكثير من المستثمرين المهتمين بالاستثمار في الأسواق الناشئة على حوكمة الشركات الداخلية اذ يكونون على علم بضعف الاطار المؤسسي للحكومة في جل الأسواق الناشئة وهي من مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق، وهذا لا يعتبر عائقاً بالنسبة للمستثمرين المهتمين بالاستثمار في ماليزيا خاصة المستثمرين في سوق الأوراق المالية حيث تتمتع الشركات الماليزية بأعلى درجات الحوكمة، كما توفر الدولة الحماية للمستثمرين الأقلية وهذا ما يفسره احتلالها المرتبة الرابعة عالمياً في مؤشر حماية المستثمرين، ذلك أن ما يهم المستثمر هو درجة الحماية التي توفر له ولممتلكاته وكذلك العوائد التي يجنيها من السوق محل الاستثمار وهذا ما توفره السوق الماليزية، حيث تشير أغلب البحوث الى أن الشركات التي تتمتع بحوكمة فعّالة في الأسواق الناشئة تتمتع بعلاوات ذات قيمة مهمة يمكن أن تعوض ولو جزئياً الأثر السلبي للأطر المؤسسية الضعيفة.

### المطلب الثالث: الحوكمة وتطور أداء سوق الأوراق المالية بماليزيا.

تتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوقين هما: سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الاسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل وبجانب السوق المنظمة يوجد السوق غير المنظمة خاصة سوق السندات، تعد هذه السوق من أهم مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل ومجال للمنافسة بين الشركات الماليزية، كما تتنوع الأدوات المالية المتداولة فيه بين السندات الحكومية، سندات الشركات الخاصة أسهم شركات المساهمة، شهادات صناديق الاستثمار، عقود المستقبلات للسلع والخدمات المالية، عقود الخيارات وغيرها.

### أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية:

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930 أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة Singapore Stockbrokers Association كأول جمعية منظمة رسمية في اجراءات التعامل بالأوراق

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المالية، لكن ظهور سوق الأوراق المالية بالبعد الحقيقي كان أوائل الستينات عندما تشكلت بورصة مشتركة بين كوالالمبور وسنغافورة في 09 ماي 1960 يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف وتكون فيهما نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار، ولكن هذا الاندماج لم يدم طويلاً ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها، وفي 14 ديسمبر 1976 تم انشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة،<sup>1</sup> هذا وقد تطورت السوق المالية الماليزية تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور "Kuala Lumpur Stock Exchange" التي أسست عام 1994، وقد أعيد تسميتها فيما بعد "بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة" "Kuala Lumpur Stock Exchange Bhd"، وبعد تاريخ 20 أبريل 2004 عرفت باسم "البورصة الماليزية" "Bursa Malaysia".<sup>2</sup>

لتدعيم السوق المالية التزمت الحكومة الماليزية تحت رعاية وزير المالية باعتماد الخطة الرئيسية للسوق المالية الماليزية "Malaysian Capital Market Masterplan" في 22/فيفري/2001، تضمنت هذه الخطة ستة أهداف رئيسية هي:

- اعتبار السوق المالية مصدراً للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية.
- تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية الأمثل للمستثمرين.
- توفير المكانة التنافسية والكفاءة لشركات السوق.
- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
- توفر أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة.
- اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً للسوق المالية الاسلامية.

### ثانياً: الجهات الرقابية في السوق المالية الماليزية:

تخضع السوق المالية الماليزية سواء كانت تقليدية أو اسلامية لجهات رقابية محددة تتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة بها، ويعتبر وجود هذه الجهات أداة لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في السوق:

**1- هيئة الأوراق المالية الماليزية:** تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية "Securities Commission of Malaysia" الجهة الرقابية العليا في السوق المالية الماليزية ترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة باعتبارها جهة عليا في إدارة السوق في 1 مارس 1993 طبقاً لقانون هيئة

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظرة اسلامية - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد حيدر، بسكرة، 2007/2008، ص 173.

<sup>2</sup> بن الضب علي و بن ناصر فاطمة، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية- دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997/ 2010، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الاسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغيراية، يومي 23/24 فيفبر 2011.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

الأوراق المالية لعام 1993 "Securities Commission Act"، تتمثل وظائفها الرئيسية في الرقابة على أنشطة السوق المالية وتدعيمها من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

- الاشراف على نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
  - السماح بإصدار سندات الشركات.
  - الرقابة والاشراف على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات والخيارات.
  - الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا.
  - مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة والايذاع المركزي.
  - توفير كافة المعلومات المتعلقة بالسوق المالية مع نشر الوعي الاستثماري وحماية حقوق المتعاملين في هذه السوق من خلال فرض سلطة القوانين وتحديد التوجيهات والتشريعات والأنظمة المتعددة.
  - تقديم النصيحة الى وزارة المالية الماليزية فيما يختص بقطاع السوق المالية.
- تجدر الاشارة الى أن السوق المالية الاسلامية تخضع لسلطة هذه الهيئة ولسلطة اللجنة الاستشارية الشرعية "Advisory Council Shariah" التي تم تأسيسها لتدعيم ومساندة الهيئة، وهي تعمل تحت إشرافها وبالتعاون مع قسم السوق المالية الاسلامية "Islamic Capital Market Department" للرقابة على أنشطة هذه السوق، والتأكد من التزامها بالمعاملات الاسلامية الى جانب التزامها بالقوانين والتشريعات والتوجيهات الرسمية والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الاسلامية.

**2- الجهات الرقابية الفرعية للسوق المالية الماليزية:** تقوم الجهات الفرعية للسوق المالية الماليزية بمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، وهي تتكون من:

**1-2 بورصة الأوراق المالية المحدودة Bursa Malaysia Securities Bhd:** هي مؤسسة منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية، مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية وكذا تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة ومنع العمليات المحظورة المفضية الى عدم استقرار السوق وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها، وتتولى وزارة المالية الماليزية مسؤولية الاشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي مسؤولة مباشرة عن الرقابة على كافة أنشطتها اليومية، وبناءً على ذلك فإن البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية لضمّان التزام أنشطة الأسهم المتداولة فيها بالقوانين والتشريعات ذات الصلة، هذا وتقوم البورصة الماليزية بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية إلكترونياً منذ 29 ماي 1997 وذلك لخدمة أهدافها الرئيسية في توفير رؤوس الأموال عبر تداول أسهم الشركات وفق أحدث الطرق الفنية.

<sup>1</sup> نبيل خليل طة سمور، سوق الأوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في ادارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 2007، ص ص 92-96.

**2-2 بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn Bhd**: هي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، تُوفر خدمات المقاصة لأعضاء البورصة وفق قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983، من وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة والرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية.

**2-3 بورصة الابداع المحدودة Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd**: هي الجهة التي يتم من خلالها تنفيذ المعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم وهو عبارة عن نظام لتسوية أسعار الأسهم في البورصة بدون اصدار الشهادة، ذلك أن تسوية الأسعار تكون من خلال الأنظمة الالكترونية ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين عبر نظام الابداع المركزي المعروف باسم (CDSA) "Central Depository System Account"، وهي مسؤولة كذلك عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.

**2-4 بورصة المشتقات المحدودة Bursa Malaysia Derivatives Bhd**: هي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، العقود الآجلة)، تخضع للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها، حيث تطبق هيئة الأوراق المالية الماليزية قانون صناعة المستقبلية لعام 1993، وتقوم بورصة المشتقات بتطبيق قواعد الأعمال كجهة رقابية ذاتية وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

**2-5 بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة Bursa Malaysia Derivatives Clearing Bhd**: هي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلية والخيارات وغيرها.

### ثالثاً: سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية السوق المالية الإسلامية بأنها السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالعامل بالربا، المقامرة، بيعو الغرر وغيرها، أي أنها سوق مالية تتوفر فيها فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود الى سنة 1983 مع اصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي Islamic Banking Act، والذي تم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تبعه انشاء أول بنك اسلامي ماليزي وهو بنك "ماليزيا برهارد" الذي بدأ عملياته في 03 جويلية 1983 بالإضافة الى اطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993، أما التطور الحقيقي للسوق المالية الإسلامية

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 99.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

في ماليزيا فيعود الى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bh" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي سنة 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى مما أدى الى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية،<sup>1</sup> كما قامت هيئة الأوراق المالية بالتعاون مع وزارة المالية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في السوق واتخاذ عدة خطوات من بينها تشكيل قسم السوق المالية الإسلامية Market Department Islamic Capital سنة 1994، وإنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية Islamic Instrument Study Group في أواخر نفس السنة والتي تحولت بعد مرور سنة الى اللجنة الاستشارية الشرعية Shariah Advisory Council (SAC).<sup>2</sup>

في 17 أبريل 1999 تم وضع مؤشر لقياس أداء جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة الماليزية أطلق عليه مؤشر الشريعة "Shariah Index"، ذلك أن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

### رابعاً: الحوكمة وتطور أداء السوق المالية الماليزية:

لقياس مدى مساهمة الحوكمة في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية ندرس تطور أداء السوق المالية الماليزية على مدى عشر سنوات من خلال بعض مؤشرات أداء السوق:

#### 1- مؤشر عدد الشركات المدرجة: يمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-9): تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.

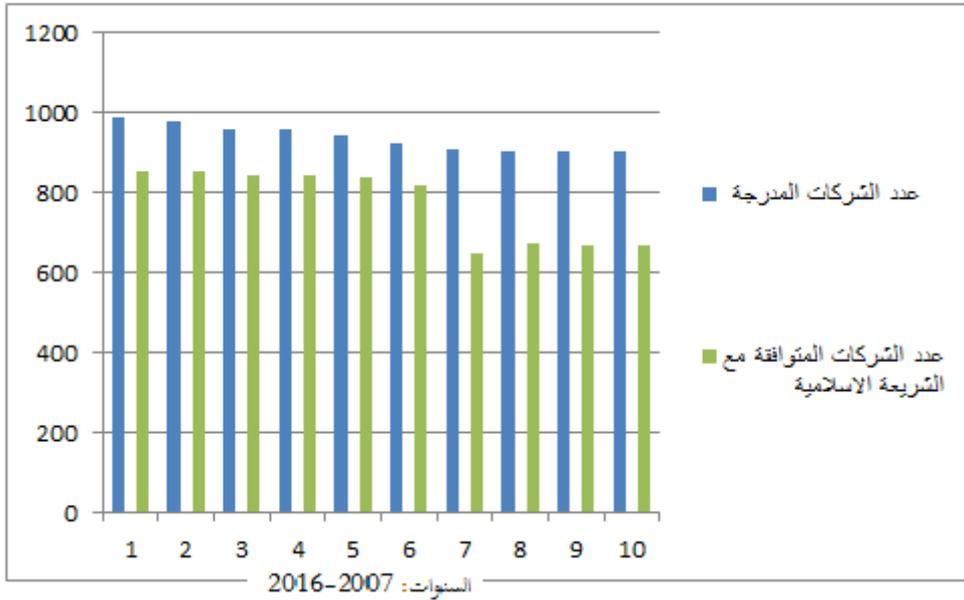
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	991	980	959	961	946	923	911	906	903	904
عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	853	855	846	846	839	817	650	673	667	671
نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الى العدد الكلي للشركات	%86	%87	%88	%88	%89	%89	%71	%74	%74	%74

Source: securities commission Malaysia, "annuals reports part 6: statements and statistics", 2007-2016.

<sup>1</sup> بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015، ص 19-20.

<sup>2</sup> العراي مصطفى وهو سعدي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد - ماليزيا أمودجا - مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 1 مارس 2017، ص 74.

شكل رقم: (2-4) تطور عدد الشركات المدرجة خلال الفترة 2007-2016.



المصدر: تم اعداه استناداً الى ما جاء في الجدول.

يتبين لنا من خلال الجدول والشكل أن هناك تناقص في عدد الشركات المدرجة في السوق المالية الماليزية والذي من المرجح أنه يرجع الى عدم قدرة هذه الشركات على الوفاء بمتطلبات الإدراج في السوق خاصة في ظل الأزمة المالية العالمية، كما نلاحظ أيضاً أن عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تمثل في المتوسط 80% من الشركات المدرجة ويرجع ذلك الى:

- توجه الشركات الماليزية الى ممارسة الأنشطة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بدلاً من الأنشطة المحرمة شرعاً في كافة معاملاتها، وهذا نظراً للثقة التي تحظى بها هذه الشركات من طرف المستثمرين للاستثمار فيها ما يشجعها على ادراج أوراقها المالية في السوق.

- تطور الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا بصفة عامة وكذا تطور خدمات السوق المالية الإسلامية خاصة في مجال الرقابة وحماية المستثمرين جعلها تحظى بسمعة جيدة على مستوى العالم، الأمر الذي شجع شركات من خارج ماليزيا تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية على الادراج في السوق الماليزية خاصة من دول الخليج العربي.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

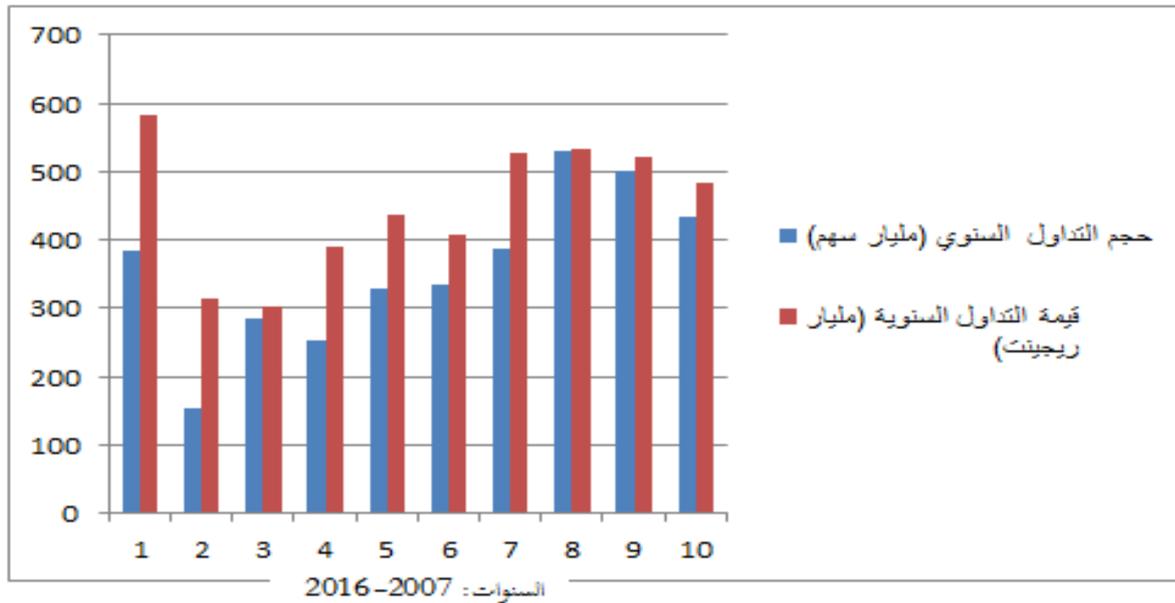
### 2- مؤشر حجم وقيمة التداول: يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-10) تطور حجم وقيمة التداول بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
حجم التداول السنوي (مليار سهم)	384	154	284	253	329	334	387	531	501	434
نسبة التغير %	-	60 - %	84.41 %	11 - %	30 %	1.52 %	5.86 %	37.2 %	5.65 - %	13.37 - %
قيمة التداول السنوية (مليار ريجينت)	582	313	303	390	438	408	528	532	521	484
نسبة التغير %	-	46.22 - %	3.19 % -	28.71 %	12.30 %	6.84 - %	29.41 %	0.75 %	2.06 - %	7.10 - %

Source: Bursa Malaysia annual report (2009 : p 8), (2011 : p8), (2016 : p 46)

شكل رقم: (4-3) تطور حجم وقيمة التداول في سوق المال الماليزي خلال الفترة 2007-2016.



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن حجم التداول في البورصة الماليزية يتم بالمليار سهم وكذا قيمة التداول تتم بالمليار ريجينت الأمر الذي يعكس سيولة السوق، لكن ما لاحظناه خلال العشر سنوات محل الدراسة أن هناك تذبذب في نسب التداول بين الارتفاع والانخفاض من سنة لأخرى فهي لم تأخذ منحى واحد، حيث شهدت قيمة التداول أكبر انخفاض سنة 2008 بنسبة 46.22% وذلك يرجع الى أزمة الرهون العقارية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي ككل، لكن عملية التداول بدأت في الانتعاش بعد ذلك حيث شهدت قيمة التداول أكبر تحسن سنة 2013 بنسبة 29.41% نتيجة تعافي الاقتصاديات العالمية، لتعاود

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

الانخفاض مرة أخرى لكن بنفس الحدة التي شهدتها خلال الأزمة وهذا راجع الى الانخفاض في أسعار البترول وضعف مداخيل الكثير من المستثمرين المهتمين بالاستثمار في السوق الماليزية من الدول النفطية خاصة دول الخليج، وليس له علاقة بفعالية السوق وقدرتها على جذب المستثمرين حيث تعتبر البورصة الماليزية من أقوى البورصات في جنوب شرق آسيا نظراً لما توفره من حماية للمستثمرين، دون أن ننسى دور السوق المالية الاسلامية والتي تعمل على جذب الكثير من المتعاملين الذين يرغبون في التعامل بالأدوات المالية الاسلامية.

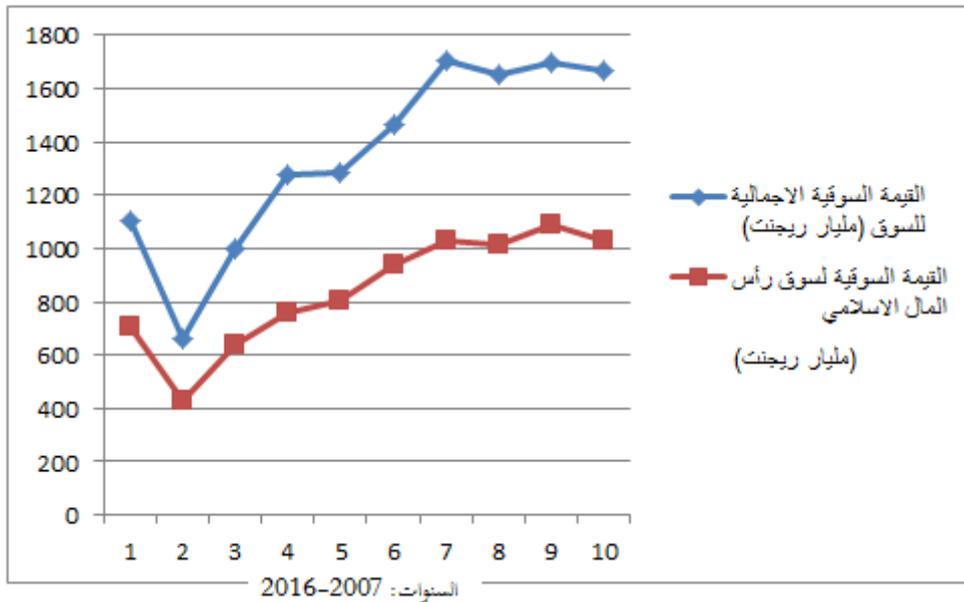
### 3- مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة: يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-11): تطور القيمة السوقية بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
القيمة السوقية الاجمالية للسوق (مليار رينجت)	1106.2	663.8	999.5	1275.3	1285	1466	1702.15	1651.17	1694.78	1667.37
القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي (مليار رينجت)	705.1	426.4	637.9	756.1	806	942	1029.62	1012.14	1086.20	1030.56
نسبة القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي إلى القيمة السوقية الاجمالية %	64.00	64.2	63.8	62.97	59.28	64.28	60.5	61.3	64.09	61.81

Source :Securities commission Malaysia, annuals reports: part 5-6,Statements, Statistics and Activities, (2007-2016)

### شكل رقم (4-4): تطور القيمة السوقية بالسوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما جاء في الجدول.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

من خلال الجدول والشكل نلاحظ أن القيمة السوقية للسوق المالية الماليزية شهدت تزايد مستمر خلال العشر سنوات فانتقلت من 1106.2 مليار رينجت سنة 2007 الى 1667.37 مليار رينجت سنة 2016 ما عدا التراجع الذي شهدته سنة 2008 منخفضة الى ما قيمته 663.8 مليار رينجت وذلك على اثر انخفاض الثقة في الأسواق المالية العالمية إبان الأزمة المالية وتراجع عمليات التداول، غير أن القيمة السوقية عاودت الارتفاع ابتداءً من سنة 2009 واستمرت في الارتفاع فكانت أكبر قيمة سنة 2013 بـ 1702.15 مليار رينجت، وذلك على اثر بداية التعافي من الأزمة المالية العالمية وعودة الثقة الى الأسواق المالية بصفة عامة، كما أن السوق المالية الماليزية تحظى بنوع من الثقة نظراً لتشديد الرقابة على عمليات السوق من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية والتزام الشركات المدرجة بقواعد وضوابط الحوكمة، فالسوق لا تعرف عمليات مضللة أو تلاعبات بأسعار الأوراق المالية، أما بالنسبة لتطور القيمة السوقية للسوق المالية الاسلامية فقد أخذت نفس منحى تطور القيمة السوقية للسوق ككل، وبما أن غالبية الشركات المدرجة هي شركات متوافقة مع الشريعة الاسلامية نستطيع القول أن تطور القيمة السوقية للسوق هو تابع لتطور القيمة السوقية للسوق المالية الاسلامية، ويعود ذلك الى جاذبية الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أي رغبة المستثمرين بالتعامل في المعاملات التي تتفق مع الشريعة الاسلامية الأمر الذي يرفع من قيمتها السوقية.

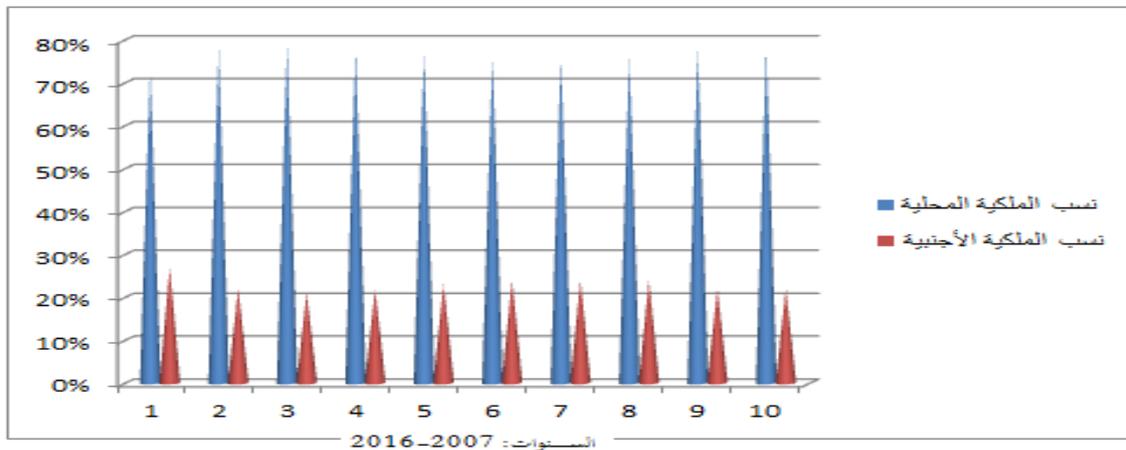
### 4- مؤشر ملكية الأجانب في السوق المالية الماليزية: يلخصها الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-12): تطور نسبة ملكية الأجانب في السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
نسب الملكية المحلية	73%	78%	79%	78%	77%	76%	76%	76%	78%	78%
نسب الملكية الأجنبية	27%	22%	21%	22%	23%	24%	24%	24%	22%	22%

Source: Bursa Malaysia annual report (2011: p9), (2016 : p 47).

### شكل رقم: (4-5): تطور نسبة ملكية الأجانب في السوق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2016



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن المستثمرين المحليين يشكلون الأغلبية في ملكية الأوراق المالية المدرجة بالسوق الماليزية مقارنة مع المستثمرين الأجانب والذين انحصرت نسبة ملكيتهم بين 27% كأعلى نسبة و 21% كأدنى نسبة، هذا يدل على أن نسبة تملك المستثمرين الأجانب هي نسبة شبه ثابتة لم تتأثر كثيراً بالظروف العالمية خاصة الأزمة المالية العالمية نظراً للثقة التي تحظى بها السوق من طرف المستثمرين المحليين والأجانب.

### المبحث الثالث: الحوكمة وتنشيط سوق الأوراق المالية بالإمارات العربية المتحدة.

في سنة 2014 تمت ترقية السوق المالية الإماراتية الى فئة الأسواق الناشئة من قبل مؤشر "مورغان ستانلي" للأسواق الناشئة ما شكل وقتها اعترافاً عالمياً باستيفاء أسواق الدولة المالية للمعايير الدولية ومقومات البنية التحتية للأسواق، نتج تلك الترقية المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على المدى الطويل الى الدولة والآن تطمح الإمارات نحو ترقية السوق المالية من ناشئة الى متقدمة وفق رؤية واضحة وأسس منهجية في ظل توافر بنية تشريعية ولوائح منظمة تتماشى مع معايير الأسواق المالية المتقدمة، وفي هذا الاطار ارتأينا دراسة تجربة الامارات العربية المتحدة في حوكمة الشركات وأثر ذلك على تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية بالدولة.

### المطلب الأول: تجربة الإمارات العربية المتحدة في الحوكمة.

نحاول في هذا المطلب توضيح جهود الإمارات العربية المتحدة في تجسيد حوكمة الشركات، وكذا جهودها في ارساء دولة يسودها الحكم الراشد وخالية من كافة أشكال الفساد.

### أولاً: جهود الإمارات العربية المتحدة في إرساء الحوكمة على المستوى الجزئي:

لقد بذلت الامارات العربية المتحدة كغيرها من الدول جهوداً في محاولة لإرساء حوكمة الشركات خاصة على مستوى الشركات المدرجة بالسوق المالية الإماراتية، ويبرز ذلك من خلال ما يلي:

### 1- مركز أبوظبي للحوكمة (ADCCG): Abu Dhabi Center for Corporate Governance

تأسس مركز أبو ظبي للحوكمة كمبادرة من قبل غرفة تجارة وصناعة أبو ظبي للإسهام الفعّال في تطوير الاقتصاد المحلي، وذلك من خلال تشجيع القطاعين العام والخاص ودعمهما لتبني أفضل الممارسات الدولية في تطبيق قواعد الحوكمة، ويسعى المركز الى تحقيق ذلك من خلال نشر الوعي وتعزيز الكفاءات المحلية وتزويد شركات القطاع الخاص والمؤسسات الحكومية بالخدمات الاستشارية اللازمة، وعليه فإنّ وظائف المركز تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- تقديم الخدمات الاستشارية: أي توفير خدمات استشارية لشركات القطاعين العام والخاص فيما يخص تطبيق أنظمة وقواعد الحوكمة، حيث يقوم بـ:

<sup>1</sup> مركز أبو ظبي للحوكمة:

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

\* تقديم خدمات استشارية في عملية تطبيق وتنفيذ أنظمة الحوكمة من خلال اعداد النظم والإجراءات ذات العلاقة.

\* مراجعة مستقلة لعملية تطبيق أنظمة الحوكمة للتأكد من حسن تطبيقها.

\* تقييم الأنظمة الحالية للشركات ومقارنتها مع أفضل الممارسات الدولية والأنظمة والقوانين المحلية، ومن ثم تقسيم التوصيات والنتائج ووضع خطط التنفيذ المطلوبة.

\* تعديل الأنظمة بما يتلاءم مع هيكل الشركة وطبيعة عملها مع مراعاة القوانين المحلية واعتماد ما ينطبق عليها من أفضل الممارسات الدولية لقواعد الحوكمة.

- إعداد ونشر الأبحاث والدراسات المتعلقة بالحوكمة: يسعى المركز من خلال هذه الخدمة الى الوقوف على آخر المستجدات في أنظمة الحوكمة، وأثرها في عالم الأعمال بهدف العمل على تقديم التوصيات والاقتراحات التي تفيد مختلف القطاعات المهتمة.

- ندوات ومؤتمرات لزيادة الوعي عند الجمهور عن الحوكمة: عقد ندوات ومؤتمرات يُناقش فيها آخر المستجدات في شؤون الحوكمة بهدف نشر المزيد من الوعي حول أهميتها، والتعرف على آخر المستجدات في قضايا الحوكمة على المستويين الإقليمي والدولي.

- خدمات خاصة بمجالس الإدارة: نظراً لدور مجالس الإدارة في عملية توجيه سياسة الشركة فإنَّ المركز يوفر خدمات استشارية لهذه المجالس بما فيها تقييم أداء مجلس الإدارة ومقارنته بأفضل الممارسات والقوانين المعمول بها (العالمية)، وتقديم التوصيات اللازمة.

2- تأسيس أول معهد اقليمي لحوكمة الشركات: في بادرة هي الأولى من نوعها على الصعيد الإقليمي أعلن مركز دبي المالي العالمي في 12 فيفري 2006 عن تأسيس معهد حوكمة الشركات "حوكمة" وذلك بالتعاون مع عدد من الهيئات والمؤسسات العالمية والمحلية، منها منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OECD) وزارة المالية والصناعة في الإمارات، مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، المؤسسة المالية الدولية (IFC) اتحاد المصارف العربية، كلية دبي للإدارة الحكومية، منظمة "القيادات العربية الشابة" ومعهد التنمية الإدارية يهدف المعهد الى تعزيز الإصلاحات وإرساء مبادئ الإفصاح والشفافية في قطاع الشركات ومساعدة دول المنطقة على تطوير وتطبيق استراتيجيات حوكمة مستدامة للشركات يمكن تطبيقها في جميع دول المنطقة حيث يركز المعهد على القطاعات الرئيسية لرفع مستوى الوعي بحوكمة الشركات مثل الأسواق المالية، السلطات التنظيمية، المصارف، الصناديق الاستثمارية، المؤسسات المالية، مؤسسات القطاع الخاص بما فيها الشركات العائلية والشركات الصغيرة والمتوسطة والقطاع العام.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> جريدة الاتحاد الاماراتية، تأسيس أول معهد اقليمي لحوكمة الشركات، 13 فيفري 2006:

**3- دليل حوكمة الشركات:** أصدر وزير الاقتصاد /رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع (سلطان بن سعيد المنصوري) القرار الوزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي ويأتي هذا القرار تعديلاً لضوابط الحوكمة التي أصدرتها الهيئة في أبريل من عام 2007، والتي تبعتها قرار بمنح الشركات فترة اختيارية للتطبيق تنتهي في نهاية أبريل 2010، وفي عام 2016 قامت الهيئة باستبداله بإصدار قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة، وفيما يلي نوضح كل من هذه القرارات:

**3-1 ضوابط حوكمة شركات المساهمة العامة 2007:** أصدرت هيئة الأوراق المالية والسلع ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي التي تهدف الى إيجاد نظام رقابة داخلية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق الأوراق المالية في الدولة، وذلك ضمن سعيها لتعزيز الإفصاح والشفافية وإيماناً منها بواجبها ورسالتها نحو تطوير هذه الأسواق في ضوء تنامي الاهتمام الدولي بمبادئ حوكمة الشركات، وكانت الهيئة قد قامت باستطلاع آراء وملاحظات المعنيين عند اعداد مشروع ضوابط الحوكمة في مطلع عام 2007 وذلك قبل اقرار المشروع في صورته النهائية في اجتماع مجلس إدارة الهيئة الذي انعقد بتاريخ 21 مارس 2007، مع الأخذ بعين الاعتبار أغلبية الملاحظات الواردة من المعنيين وبما يتفق مع المبادئ الصادرة عن المنظمات الدولية المتخصصة في مجال الحوكمة ومراعاة طبيعة وظروف المجتمع والأسواق في الإمارات وقوانينها، وكذلك الاسترشاد بتجارب بعض الدول وما أقرته من قوانين وقواعد في مجال حوكمة الشركات، هذا وقد منحت الهيئة للشركات فرصة لإجراء التعديلات المناسبة خلال فترة انتقالية مدتها ثلاث سنوات تبدأ من تاريخ صدور الضوابط ماي 2007 الى غاية ماي 2010، تقوم إدارة الاصدار والافصاح خلال الفترة بوضع خطة تنفيذية لتوعية الشركات وحثها على تبني خطة الحوكمة وإرساء دعائمها على نحو تصاعدي وصولاً الى التطبيق الإلزامي في ماي 2010، وتقوم الإدارة المعنية بمتابعة التزام الشركات بهذه الضوابط خلال فترة التطبيق الاختياري، أما بالنسبة للشركات المساهمة العامة حديثة التأسيس فسيكون من مستلزمات التأسيس التقدم بمبداي متطلبات الحوكمة وضرورة مراعاة النظام الأساسي الخاص بها لهذه المتطلبات، هذا ويسري تطبيق ضوابط الحوكمة على الشركات المحلية وكذلك الشركات الأجنبية المدرجة في أسواق الأوراق المالية في الدولة.

**3-2 القرار الوزاري رقم 518 لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي:** في اطار الفترة الاختيارية لتطبيق ضوابط الحوكمة السابق اصداها (2007) أشار رئيس مجلس إدارة الهيئة الى ضرورة الاستفادة من هذه الفترة للتعرف على رأي الشركات المساهمة العامة والمؤسسات التي شرعت في تطبيق الضوابط والاستفادة من النتائج التي خلصت اليها هذه الشركات في اجراء تعديلات تمكن من تحقيق النتائج المرجوة من إصدار القرار، خصوصاً ما تعلق بالارتقاء بمستوى التنظيم والرقابة المالية نظراً للأهمية البالغة لذلك في وقاية النظام المالي من الأزمات وتوفير الحماية للمساهمين، وكذلك ما يتصل بتعزيز الشفافية نظراً لأهميتها

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

لدى المستثمرين في أسواق المال، هذا وقد استهدفت التعديلات الجديدة على ضوابط الحوكمة تعزيز مستويات الإفصاح والشفافية من خلال إيجاد نظام رقابة داخلية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في أي من أسواق الأوراق المالية المحلية على النحو المتبع في الأسواق المالية العالمية وبما يتوافق والأوضاع الاقتصادية والاجتماعية بالدولة، حيث شملت التعديلات التي تضمنها القرار الجديد ما يلي:1

- تحديد الشركات الملزمة بتطبيق ضوابط الحوكمة وهي جميع الشركات التي أدرجت أوراقاً مالية لها في أحد أسواق الأوراق المالية بالدولة وعلى أعضاء مجالس إدارتها، ونظراً للطبيعة الخاصة بهيكل الملكية لبعض الشركات فقد تم استثناء الشركات المملوكة بالكامل للحكومة الاتحادية أو إحدى الحكومات المحلية من تطبيق هذه الضوابط.

- تضمن القرار تحديد شرط المعاملات المالية ذات الأهمية والذي يعد أحد الشروط الواجب التحقق منها لتحديد استقلالية عضو مجلس إدارة الشركة، حيث تعتبر المعاملات المالية ذات أهمية اذا تجاوزت في مجموعها نسبة 5% من رأس مال الشركة المدفوع أو مبلغ خمسة ملايين درهم أو ما يعادلها من عملة أجنبية.

- تضمن القرار تعديلاً هاماً بشأن مهام لجنة الترشيحات والمكافآت فأصبح من بين مهامها اعداد السياسة الخاصة بمنح المكافآت والمزايا والحوافز والرواتب الخاصة بأعضاء مجلس إدارة الشركة والعاملين فيها مع مراجعتها بشكل سنوي، وأناط القرار باللجنة التحقق من أن المكافآت والمزايا الممنوحة للإدارة التنفيذية العليا للشركة معقولة وتناسب وأداء الشركة.

- تضمن القرار ضرورة أن يكون لدى الشركة نظام محكم للرقابة الداخلية تتمتع فيه إدارة الرقابة الداخلية بالاستقلال الكافي الذي يمكنها من أداء مهامها، وذلك من خلال تبعيتها المباشرة لمجلس إدارة الشركة بالإضافة الى التحقق وباستمرار من التزام الشركة والعاملين فيها بأحكام القوانين والأنظمة والقرارات المعمول بها.

- أكد القرار على ضرورة استقلالية المدقق الخارجي للشركة، وتحقيقاً لذلك فقد حظر القرار على المدققين القيام ببعض الأعمال خلال فترة توليهم تدقيق التقارير المالية للشركة وذلك بناءً على الدراسات التي أعدتها الهيئة وبعض المؤسسات المعنية حول أهم الممارسات الدولية في هذا الشأن.

- شملت التعديلات تحديد الجزاءات التي يمكن توقيعها على الشركات غير الملتزمة بتطبيق هذه الضوابط، وقد تمثلت هذه الجزاءات في: انذار الشركة لإزالة أسباب المخالفة، تعليق إدراج الورقة المالية للشركة أو الغاء إدراجها، فرض غرامة مالية لا تتجاوز الحد الأقصى المنصوص عليه في القانون.

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية والسلع، حوكمة الشركات:

<https://www.sca.gov.ae/Arabic/PJSC/Pages/Governance/Governance.aspx>

يمكن الاطلاع على القرار بشكل مفصل بتحميله من الرابط الموالي:

<https://www.ajmandad.ae/.../Ministerial%20Decision%20-%20518%20of%202009.pdf>

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

لتحقيق الآثار الإيجابية المنشودة من تطبيق هذا القرار استمرت الهيئة في خططها التثقيفية لتوعية الشركات وأصحاب القرار والعاملين فيها وحثهم على تبني ضوابط الحوكمة وارساء دعائمها على نحو تصاعدي وصولاً الى التطبيق الإلزامي في نهاية أبريل 2010 من خلال عقد العديد من الندوات وورش العمل للتعريف بهذه الضوابط ومتطلبات تطبيقها.

**3-3 معايير جديدة للانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات 2016** أصدر مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع قراراً بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة تم اعداده وفق أفضل الممارسات العالمية، ومن شأن تطبيقه الإسهام في الارتقاء بتنافسية دولة الإمارات على عدد من المؤشرات العالمية مثل تقرير سهولة ممارسة أنشطة الأعمال الصادر عن البنك الدولي فضلاً عن جعل البيئة الاستثمارية في دولة الإمارات أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية.

ينقسم القرار الذي يحمل رقم (7/ر.م) لسنة 2016 الى ثلاثة أبواب تتناول معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات والأحكام العامة في 55 مادة، بدأ العمل به اعتباراً من اليوم التالي لتاريخ نشره في الجريدة الرسمية يطبق على جميع الشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة بالسوق ورؤساء وأعضاء مجالس إدارتها ومديريها ومدققي حساباتها أما البنوك والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار المالية فإنها تخضع لحوكمة المصرف المركزي وبمجرد صدور القرار الجديد تم الغاء كل قرار أو ضوابط تُخالف أو تتعارض مع أحكامه، ومن أبرز ما ميّزه هو شموليته باعتباره قرار واحد جامع لأحكام قانون الشركات التجارية الى جانب حوكمة الشركات وهذا حتى يسهل على الشركات المحلية والأجنبية والمستثمرين بالدولة الرجوع اليه بدلاً من الرجوع الى عدة قرارات،<sup>1</sup> وفيما يلي نلخص بعض وليس كل ما جاء بالقرار:<sup>2</sup>

**- مجلس الإدارة:** نص القرار على أن يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة يحدد النظام الأساسي للشركة طريقة تكوينه وعدد أعضائه ومدة العضوية فيه، وتنتخب الجمعية العمومية أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت السري التراكمي، وللحكومة اذا تملك نسبة 5% أو أكثر من رأس مال الشركة تعيين من يمثلها في مجلس الإدارة بنفس تلك النسبة من عدد أعضاء المجلس ويحد أدنى تعيين عضو واحد على الأقل اذا كانت النسبة المطلوبة لتعيين العضو تزيد على تلك النسبة، ومع مراعاة الاتفاقيات والمعاهدات التي تبرمها الدولة يجب أن يكون الرئيس وأغلبية أعضاء مجلس الإدارة من المتمتعين بجنسية الدولة، كما نص القرار على أن ينتخب مجلس الإدارة بالتصويت السري من بين أعضائه رئيساً ونائباً ويقوم نائب الرئيس مقام الرئيس عند غيابه أو قيام مانع لديه، ويحظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب مدير الشركة و/ أو العضو المنتدب أو أي وظيفة تنفيذية أخرى بالشركة، ويحق لمجلس الإدارة أن ينتخب من بين أعضائه عضواً منتدباً للإدارة، يحدد المجلس

<sup>1</sup> صحيفة البيان الاقتصادي، معايير جديدة للانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات، أبو ظبي، 8 ماي 2016:

<https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2016-05-08-1.2634830>

<sup>2</sup> مجلس ادارة هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار رئيس مجلس ادارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة، أبو ظبي 2016/04/28.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

اختصاصاته ومكافآته، ومجلس الإدارة أن يشكل من بين أعضائه لجنة أو أكثر يمنحها بعض اختصاصاته أو يعهد إليها بمراقبة سير العمل بالشركة وتنفيذ قرارات المجلس.

- **الاجتماعات:** شدد القرار على أن يجتمع مجلس الإدارة 4 مرات في السنة ما لم ينص نظام الشركة على أكثر من ذلك ويكون الاجتماع بناءً على دعوة خطية من قبل رئيس مجلس الإدارة، أو بناءً على طلب خطي يقدمه عضوان من أعضاء المجلس على الأقل ما لم ينص نظام الشركة على غير ذلك وتوجه الدعوة قبل أسبوع على الأقل من الموعد المحدد مرفقة بجدول الأعمال، ولكل عضو الحق في اضافة أي موضوع يرى ضرورة بحثه في الاجتماع وفي حال عقد اجتماع لمجلس الإدارة للنظر في دعوة الجمعية العمومية فيتعين مراعاة أن يُعقد اجتماع مجلس الإدارة قبل ثلاثين يوماً على الأقل من تاريخ انعقاد أي اجتماع للجمعية العمومية، والإفصاح الفوري للمساهمين بموجب اشعار مفصل للسوق وعلى الموقع الإلكتروني للشركة عقب انتهاء اجتماع مجلس الإدارة مباشرةً عن قرارات المجلس وتاريخ نشر دعوة الجمعية العمومية وجدول أعمالها التفصيلي.

**التقنية:** أفاد القرار بإمكانية المشاركة في اجتماعات مجلس الإدارة من خلال الوسائل التقنية الحديثة على أن تكون الضوابط التي يتعين مراعاتها بشأن المشاركة في اجتماعات مجلس الإدارة من خلال وسائل التقنية الحديثة على النحو التالي:

- أن يتضمن النظام الأساسي للشركة على جواز المشاركة في الاجتماعات من خلال الوسائل التقنية الحديثة المسموعة و/ أو المرئية والمسموعة.

- أن تكون لدى الشركة التجهيزات الإلكترونية اللازمة وأن يتم اختبار هذه التجهيزات قبل الاجتماعات بفترة كافية.

- على مقرر اجتماعات مجلس إدارة الشركة التنسيق والتأكد بشأن الاتصال بكافة الأعضاء للتأكد من حضورهم الاجتماع سواءً شخصياً أو عبر هذه الآلية، وعلى العضو الذي ينوي الحضور عبر هذه الآلية اخطار مقرر مجلس الإدارة قبلها بفترة كافية وأن يتم ارسال كافة المستندات قبل الاجتماع الى جميع الأعضاء.

- أن يتم تسجيل محضر اجتماع مجلس الإدارة وحفظه.

- أن يقوم كل عضو من مجلس الإدارة والمقرر في بداية الاجتماع بتعريف نفسه (لأغراض التسجيل).

- تكون القرارات الصادرة في اجتماع مجلس الإدارة المنعقد من خلال وسائل التقنية الحديثة المسموعة و/أو المرئية والمسموعة صحيحة ونافذة اذا تمت الموافقة عليها من قبل أغلبية أعضاء المجلس الحاضرين شخصياً أو الحاضرين من خلال أي من تلك الوسائل.

- **سجل المطلعين:** ألزم قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع مجلس الإدارة بوضع قواعد مكتوبة بخصوص تعاملات أعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة أو الشركة الأم أو الشركات التابعة أو الشقيقة لها، وذلك بإعداد سجل خاص لجميع الأشخاص المطلعين بما في ذلك

الأشخاص الذين يمكن اعتبارهم أشخاصاً مطلعين بصورة مؤقتة والذين يحق أو يتوافر لهم الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركة قبل نشرها.

- **ايجاد نظام محكم للرقابة الداخلية:** شدد قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع على أن يكون لدى الشركة نظام محكم للرقابة الداخلية يهدف الى تقييم وسائل واجراءات إدارة المخاطر في الشركة وتطبيق قواعد الحوكمة فيها على نحو سليم، والتحقق من التزام الشركة والعاملين فيها بأحكام القوانين والأنظمة والقرارات المعمول بها والتي تنظم عملها، ومراجعة البيانات المالية التي تعرض على الإدارة التنفيذية العليا والتي تستخدم في اعداد القوائم المالية، ويصدر نظام الرقابة الداخلية من قبل مجلس الإدارة بعد التشاور مع الإدارة التنفيذية العليا ويتولى تطبيق هذا النظام إدارة مختصة بالرقابة الداخلية، يحدد المجلس أهداف ومهام وصلاحيات هذه الادارة بحيث تتمتع بالاستقلال الكافي لأداء مهامها وتتبع مجلس الإدارة مباشرة، وعلى مجلس الإدارة اجراء مراجعة سنوية لضمّان فعّالية نظام الرقابة الداخلية في الشركة والشركات التابعة لها، والإفصاح عن النتائج التي يتوصل لها الى المساهمين في تقريره السنوي عن حوكمة الشركة.

- **تمثيل المرأة لما لا يقل عن 20% من مجلس الإدارة:** أقر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع أن يحدد النظام الأساسي للشركة طريقة تكوين مجلس الإدارة وعدد أعضائه ومدة العضوية عن ألا تقل نسبة تمثيل المرأة عن 20% من تشكيل مجلس الإدارة مع التزام الشركة بالإفصاح عن أسباب تعذر تحقيق تلك النسبة، وأن يحدد الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين والأعضاء المستقلين بحيث يكون ثلث الأعضاء على الأقل من الأعضاء المستقلين، وتكون الأغلبية للأعضاء غير التنفيذيين الذين يجب أن يتمتعوا بخبرات عملية ومهارات فنية لما يعود بالمصلحة على الشركة، وفي جميع الأحوال يتعين عند اختيار الأعضاء غير التنفيذيين للشركة مراعات أن يكون العضو قادراً على تخصيص الوقت والاهتمام الكافي لعضويته وألاً تمثل هذه العضوية تعارضاً مع مصالحه الأخرى.

- **مهام رئيس المجلس وصلاحياته:** حدد قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع مهام رئيس مجلس إدارة شركة المساهمة العامة بضمّان عمل مجلس الإدارة بفعّالية وقيامه بمسؤولياته ومناقشته لكافة القضايا الرئيسية والمناسبة في موعدها، ووضع واعتماد جدول أعمال كل اجتماع لمجلس الإدارة مع الأخذ بعين الاعتبار أية مسائل يقترح الأعضاء ادراجها في جدول الأعمال، ودعى القرار الى تشجيع كافة الأعضاء على المشاركة الكاملة والفعّالة لضمّان تصرف مجلس الإدارة وفق مصالح الشركة والعمل على اتخاذ الإجراءات المناسبة لتأمين التواصل مع المساهمين ونقل آرائهم الى مجلس الإدارة، وتسهيل المساهمة الفعّالة لأعضاء مجلس الإدارة خاصة غير التنفيذيين وايجاد علاقات بناءة بين الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين.

- افصح الشركة عن صفقات الأطراف ذات العلاقة: يجب على رئيس مجلس إدارة الشركة في حال إبرام صفقات مع الأطراف ذات العلاقة موافاة الهيئة بإخطار يحتوي على البيانات والمعلومات عن الطرف ذو العلاقة وتفصيل التعامل أو الصفقة، وطبيعة ومدى الفائدة للطرف ذو العلاقة في الصفقة مع تأكيد خطي أن شروط التعامل أو الصفقة مع الطرف ذو العلاقة عادلة ومعقولة وفي صالح مساهمي الشركة.
- الضوابط اللازمة لضمان ممارسة المساهمين لحقوقهم: يجب أن يتضمن النظام الأساسي للشركة ولوائحها الداخلية الإجراءات والضوابط اللازمة لضمان ممارسة جميع المساهمين لحقوقهم المتمثلة في ما يلي:
  - توفير جميع المعلومات التي تمكن المساهمين من ممارسة حقوقهم على أكمل وجه دون التمييز بينهم بما فيها معرفتهم بالقواعد التي تحكم اجتماعات الجمعية العمومية واجراءات التصويت فيها، وتكون هذه المعلومات وافية ودقيقة مع تقديمها وتحديثها بطريقة منتظمة وفي المواعيد المحددة.
  - إتاحة الفرصة لجميع المساهمين للمشاركة الفعالة في مداوات اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت على قراراتها، وللمساهمين الحق في مناقشة الموضوعات المدرجة على جدول أعمال الاجتماع وتوجيه الأسئلة بشأنها الى أعضاء مجلس الإدارة ومدقق الحسابات، وعلى مجلس الإدارة أو مدقق الحسابات الإجابة على الأسئلة بالقدر الذي لا يعرض مصالح الشركة للضرر.
- علاقات المستثمرين: في إدارة علاقات المستثمرين يجب على الشركة الالتزام بالضوابط التالية:
  - تعيين مسؤول مختص بكافة المهام المتعلقة بإدارة علاقات المستثمرين يتمتع ببعض الشروط مثل التحدث باللغتين العربية والانجليزية، ويكون لديه مؤهل علمي وخبرة بمجالات الأعمال والمحاسبة والعلاقات العامة، وأن يكون ملم بأنشطة الشركة والفرص المتاحة أمامها.
  - وضع الإجراءات اللازمة لتوفير جميع البيانات والمعلومات لمسؤول علاقات المستثمرين بما في ذلك قرارات مجلس الإدارة فور صدورها والبيانات المالية الدورية والسنوية عند اعتمادها من المجلس، وذلك لتمكين مسؤول علاقات المستثمرين من تنفيذ مهامه المحددة في هذه المادة.
  - انشاء صفحة خاصة لعلاقات المستثمرين على الموقع الإلكتروني الخاص بالشركة يتم تحديثه وصيانته بشكل دائم بما يتماشى مع المعايير الدولية بحيث يشمل: بيانات ووسائل الاتصال بقسم علاقات المستثمرين مثل رقم هاتف وبريد إلكتروني مخصص، توفير كافة التقارير المتعلقة بالنتائج المالية المسجلة بالأرشيف، بيانات السنة المالية على أن تشمل تواريخ نشرها، محاضر اجتماعات الجمعيات العمومية وأي أحداث أخرى هامة.
- التصرفات المحضرة على مدقق الحسابات: يحظر على مدقق الحسابات خلال فترة توليه تدقيق حسابات الشركة القيام بأية خدمات أو أعمال إضافية فنية أو إدارية أو استشارية ذات علاقة بأعماله التي يقوم بمباشرتها والتي قد تؤثر على قراراته واستقلاله، أو أية خدمات أو أعمال ترى الهيئة عدم جواز تقديمها خلال فترة توليه تدقيق حسابات الشركة.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

- **لجنة الترشيحات والمكافآت:** يشكل مجلس الإدارة لجنة دائمة تسمى لجنة الترشيحات والمكافآت تعقد اجتماعاتها مرة واحدة خلال العام أو كلما دعت الحاجة لذلك، وتكون مهامها على النحو التالي:
- وضع سياسة خاصة بالترشح لعضوية مجلس الإدارة والادارة التنفيذية تهدف الى مراعاة التنوع بين الجنسين ضمن التشكيل وتشجيع المرأة من خلال مزايا وبرامج تحفيزية وتدريبية، وموافاة الهيئة بنسخة عن هذه السياسة وبأي تعديلات تطراً عليها.
- تنظيم ومتابعة الإجراءات الخاصة بالترشيح لعضوية مجلس الإدارة بما يتفق والقوانين والأنظمة المعمول بها وأحكام هذا القرار.
- التأكد من استقلالية الأعضاء المستقلين بشكل مستمر.
- اعداد السياسة الخاصة بمنح المكافآت والمزايا والحوافز والرواتب الخاصة بأعضاء مجلس إدارة الشركة والعاملين فيها ومراجعتها بشكل سنوي، والتحقق من أن المكافآت والمزايا الممنوحة للإدارة التنفيذية العليا معقولة وتناسب وأداء الشركة.
- المراجعة السنوية للاحتياجات المطلوبة من المهارات المناسبة لعضوية مجلس الإدارة واعداد وصف للقدرات والمؤهلات المطلوبة، بما في ذلك تحديد الوقت الذي يلزم أن يخصصه العضو لأعماله في المجلس.
- **لجنة التدقيق:** يشكل مجلس الإدارة هذه اللجنة بصفة دائمة والتي يجب أن يتوافر لدى جميع أعضائها المعرفة والدراية في الأمور المالية والمحاسبية، وأن يكون لدى أحدهم على الأقل خبرة عمل سابقة في مجال المحاسبة أو الأمور المالية، أو أن يكون حاملاً لمؤهل علمي أو شهادة مهنية في المحاسبة أو المالية أو المجالات الأخرى ذات العلاقة، ويجوز تعيين عضو أو أكثر من خارج الشركة في حال عدم توافر العدد الكافي من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين.
- **ضابط الامتثال:** تلتزم الشركة بتعيين ضابط امتثال يتولى مهام التحقق من مدى التزام الشركة والموظفين فيها بالقوانين والأنظمة والقرارات الصادرة قصد تنفيذها، وكذلك التزامهم بأحكام النظام الأساسي للشركة والقرارات الصادرة عن الجمعية العمومية ومجلس الإدارة، هذا ويجوز الجمع بين وظيفة ضابط الامتثال ومدير إدارة الرقابة الداخلية.
- **تقرير الحوكمة:** على الشركة تقديم تقرير عن الحوكمة داخل الشركة موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة وفقاً للنموذج المعد من قبل الهيئة والمتاح على الموقع الالكتروني للهيئة والسوق، والذي يجب أن يتضمن المعلومات التالية:
- \* بيان بتفاصيل وأسباب أي تعويضات تقاضاها كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عن المجلس للسنة المالية.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

\* بيان بمديري الشركة والصف الأول والثاني حسب ما ورد في الهيكل التنظيمي للشركة ووظائفهم وتواريخ تعيينهم وتفصيل الرواتب والمكافآت التي تقاضاها كل منهم على حدا، وأي تعويضات أخرى تحصلوا عليها من الشركة مع بيان مقابل هذه التعويضات.

\* تعويضات أعضاء مجلس الإدارة وكافة أعضاء الجهاز الإداري في الشركة بما في ذلك المكافآت وأية برامج تحفيزية مرتبطة بالأوراق المالية التي تصدرها.

\* يجب على مجلس الإدارة إتاحة هذا التقرير لكافة مساهمي الشركة قبل تقديم طلب للهيئة للموافقة على عقد اجتماع الجمعية العمومية السنوي.

- **الإخلال بأحكام القرار:** يجوز للهيئة عند الإخلال بالأحكام الواردة بهذا القرار توقيع أيّاً من الجزاءات الآتية:

- توجيه انذار الى الشركة و/أو أعضاء مجلس الإدارة بها و/أو مديرها و/أو مدققي حساباتها.
- غرامة مالية لا تتجاوز الحد الأقصى المنصوص عليه في قانون الشركات.
- إحالة المخالفة الى النيابة العامة.

إنّ هدف دولة الامارات العربية المتحدة من العمل على إرساء ضوابط حوكمة الشركات هو الارتقاء بأداء الشركات وتعزيز مساهمتها في الاقتصاد المحلي، ذلك أن الالتزام بهذه الضوابط من شأنه أن يعمل على تعزيز الثقة في الشركات واقتصاد الدولة ككل، غير أن ذلك لا يكتمل إلاّ من خلال توفير اطار مؤسسي سليم ينبع من جهود الدولة لإرساء الحوكمة على المستوى الكلي.

**ثانياً: جهود الإمارات العربية المتحدة لإرساء الحوكمة على المستوى الكلي:**

ظلت الإمارات العربية المتحدة منذ انشائها في نوفمبر 1971 محكومة بدستور مؤقت حتى عام 2006 تم اصدار الدستور الدائم (دستور الإمارات العربية المتحدة)، وبموجب المادة 23 من الدستور فإنّ الثروات الطبيعية من نפט وغاز وغيره هي ملك للإمارة وليس للاتحاد وذلك بسبب وجود حاكم وحكومة لكل إمارة وعليه فإنّ مكافحة الفساد وتعزيز النزاهة وكذا اقامة حكم راشد هي مسؤولية الإمارة أولاً، وفي هذا الاطار عمدت حكومة أبو ظبي الى انشاء دائرة معنية بمكافحة الفساد وتعزيز النزاهة،<sup>1</sup> فدولة الإمارات العربية المتحدة ليس لديها استراتيجية وطنية لمكافحة الفساد كما أنّها لم تقم بتأسيس هيئة متخصصة في ذلك حيث أن مساعيها لإقامة حكم راشد ومحاربة الفساد تتم في اطار العمل وتسيير شؤون الدولة، وذلك بعدم التسامح مع حالات الفساد وتبسيط أقصى العقوبات عليها حتى ولو صدرت من أعلى رموز الدولة، وفي هذا الاطار يمكن الإشارة الى بعض ما قامت به الدولة قصد مكافحة الفساد من خلال ما يلي:

<sup>1</sup> عبد النبي العكري، واقع التشريعات والممارسة لمكافحة الفساد في دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر المساءلة والشفافية ودورها في تنمية الاقتصاد الخليجي، مسقط، 21/03-2009.

1- التوقيع على اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد: وقعت الإمارات العربية المتحدة في 10 أوت 2005 في مقر الأمم المتحدة بنيويورك على اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد، وهي اتفاقية لمكافحة الفساد تم اعتمادها من قبل الجمعية العامة للأمم المتحدة بموجب قرارها رقم (4/58) المؤرخ في أكتوبر 2003 وبدأ تنفيذها في 14 ديسمبر 2005، وقد حصرت المادة الأولى للاتفاقية أهدافها في ثلاثة أغراض رئيسية هي ترويج وتدعيم التدابير الرامية الى منع ومكافحة الفساد، ترويج وتيسير ودعم التعاون الدولي والمساعدة التقنية في مجال منع ومكافحة الفساد، تعزيز النزاهة والمساءلة والإدارة السليمة للشؤون العمومية والممتلكات العمومية وذلك من خلال الزام جميع الدول الأطراف بالعمل على اتخاذ كل ما يلزم من تدابير بما فيها التدابير التشريعية والإدارية وفقاً للمبادئ الأساسية لقانونها الداخلي من أجل ضمان تنفيذ التزاماتها بمقتضاها، كما تُشجع الاتفاقية الدول الأطراف على إبرام اتفاقيات واتخاذ تدابير ثنائية ومتعددة الأطراف لتعزيز فعالية التعاون الدولي لتحقيق أهدافها لاسيما في مجالات انفاذ القانون وتقديم المساعدات التقنية وتبادل الخبرات والمعلومات واجراء التحقيقات المشتركة، هذا وقد صادقت دولة الامارات العربية المتحدة في 30 يناير 2006 على الاتفاقية بالمرسوم الاتحادي رقم (8) لسنة 2006 في شأن اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد،<sup>1</sup> وشملت عملية الاستعراض في دورتها الأولى عام 2013 حيث تم تقييم النظم والتشريعات المعمول بها في الدولة ومدى توافقها مع متطلبات الاستعراض الخاصة بالفصلين الثالث والرابع من الاتفاقية، وقد أشاد فريق الاستعراض بالجهود الكبيرة التي تبذلها مختلف أجهزة الدولة في مواءمة التشريعات القانونية الوطنية مع متطلبات الاتفاقية وأظهرت الخلاصة الوافية لنتائج الاستعراض متانة منظومة التشريعات وصلابة الاطار القانوني والمؤسسي الذي تنتهجه الدولة في مكافحة الفساد والحد من انتشاره، أما في جانب التحديات فقد أظهرت نتائج الاستعراض أهمية وضع تشريعات بشأن حماية المبلغين وبحث إمكانية تجريم الاثراء غير المشروع والعمل على تعزيز التعاون الدولي بإجراء تحقيقات مشتركة.<sup>2</sup>

2- الانضمام الى الاتفاقية العربية لمكافحة الفساد: تم التوقيع على الاتفاقية العربية لمكافحة الفساد في 21 ديسمبر 2010، وقد صادقت عليها العديد من الدول العربية بما فيها دولة الإمارات العربية المتحدة التي انضمت اليها في 04/07/2012، تضمنت أحكامها أغلب المعايير ومتطلبات مكافحة الفساد على المستوى الدولي، وتتمثل الغاية الأساسية من هذه الاتفاقية في وضع إطار قوي للتعاون فيما بين الدول الأطراف بغية قمع الفساد والكشف عنه ورد العائدات المتحصلة بسببه وتضييق السبل على الفاسدين لإخفاء مكاسبهم غير

<sup>1</sup> ايلاف (وكالة انباء الامارات)، الامارات توقع اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد: 11 اوت 2005، الموقع الالكتروني:

<http://elaph.com/Web/Economics/2005/8/82711.htm?sectionarchive=Economics>

<sup>2</sup> عمر السعيد ومصطفى بدر الدين، ديوان المحاسبة يشارك في مؤتمر الأمم المتحدة لمكافحة الفساد، "وام" وكالة أنباء الامارات: 06 نوفمبر

2017، الموقع الالكتروني للوكالة:

<http://wam.ae/ar/details/1395302644576>

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المشروعة، هذا وقد حرصت دولة الإمارات على المشاركة في كافة الاجتماعات الرامية الى تعزيز الجهود المشتركة في هذا الشأن.<sup>1</sup>

**3- دور ديوان المحاسبة:** يتولى الديوان الكشف عن حالات الغش والفساد المالي والرقابة على أموال الدولة وأموال الجهات الخاضعة لرقابته وذلك بموجب نص المادة الثانية من القانون رقم (8) لسنة 2011 بإعادة تنظيم ديوان المحاسبة، من منطلق هذا الدور وبناءً على توجيهات رئيس دولة الإمارات تم تكليف الديوان بمتابعة تنفيذ اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد والذي عمل على دراسة الاتفاقية وآلية تنفيذها ومقارنتها بالتشريعات الوطنية لتحديد مدى توافقها مع متطلبات الاتفاقية، حيث تم تشكيل فريق من الخبراء في الدولة لمتابعة تنفيذ الاتفاقية والذي ضم في عضويته عدة جهات هي: ديوان المحاسبة، وزارة العدل، وزارة الخارجية ووزارة الداخلية، وزارة شؤون الرئاسة، النيابة العامة بأبو ظبي والنيابة العامة بدبي، ولا يقف دور الديوان في الاتفاقية على متابعتها فقط وإنما يتولى الإشراف الكامل على تنفيذها واقتراح تحسين التشريعات في الدولة بحيث تتطابق مع متطلبات الاتفاقية وأحكامها، فكانت أبرز مهامه في الاتفاقية متابعة عملية الاستعراض من خلال الرد على قائمة التقييم الذاتي المرجعية الشاملة والقيام بعملية الاستعراض القطري، هذا ويسخر الديوان جميع امكانياته في متابعة اتفاقية مكافحة الفساد من خلال تأهيل وتدريب الموظفين المختصين بملفات الفساد.<sup>2</sup>

إن مساعي مسؤولي الدولة في الإمارات نحو الرقي والتقدم جعلهم يدخرون كل الجهود لتجسيد حوكمة الشركات ومكافحة كافة أشكال الفساد والسعي نحو اقامة حكم راشد في الدولة، هذه المساعي انعكست في تحسين بيئة الأعمال الإماراتية ويظهر ذلك من خلال احتلالها لمراتب متقدمة في العديد من مؤشرات أداء بيئة الأعمال.

<sup>1</sup> رضا مصط، الإمارات تشارك في أعمال المؤتمر الأول للدول الأطراف في الاتفاقية العربية لمكافحة الفساد، "وام" وكالة أنباء الامارات، 27 ديسمبر 2010 ، الموقع الالكتروني للوكالة:

<http://wam.ae/ar/details/1395289679127>

<sup>2</sup> ديوان المحاسبة، اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد:

<http://www.sai.gov.ae/ar/Pages/legal.aspx>

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المطلب الثاني: الحوكمة وتحسين بيئة الأعمال الإماراتية.

لتوضيح أثر الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال الإماراتية نقوم في هذا المطلب باستعراض تطور مراتب الإمارات في بعض مؤشرات أداء بيئة الأعمال، وذلك قصد تبيان أثر الجهود المبذولة من طرف الدولة في تحقيق تحسين بيئة الأعمال.

أولاً: تطور مؤشر بيئة أداء الأعمال لدولة الإمارات: يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم(4-13): تطور مؤشر أداء الأعمال في الإمارات خلال الفترة 2007-2017.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الدول	175	178	181	183	183	183	185	189	189	189	190
الترتيب العالمي	77	68	46	33	40	33	26	23	22	31	21
الترتيب العربي	04	03	04	03	03	02	02	01	01	01	01

Source : World Bank Group, A World Bank Group Flagships Reports, Ease of Business Performance Index (2007-2017).

من خلال ما ورد في الجدول يتبين لنا أن هناك تحسن في بيئة الأعمال الإماراتية يجسده تقدم الدولة من المرتبة 77 سنة 2007 الى المرتبة 21 سنة 2017، ذلك أن تقدمها على سلم المؤشرات الفرعية يعمل على ترقيتها على سلم المؤشر الرئيسي، وقد شهدت أكبر تحسن سنة 2010 باحتلالها المرتبة 33 بعدما كانت في المرتبة 46 سنة 2009 أي تقدمها بـ 12 مرتبة، وبذلك دخلت الإمارات ولأول مرة قائمة العشر دول الأكثر نشاطاً في مجال الإصلاحات عالمياً حيث قامت ب: الغاء الحد الأدنى من رأس المال المطلوب لتأسيس الكيان القانوني للمشروع، تبسيط اجراءات التسجيل، استمرار تحسين نظامها الالكتروني لاستخراج واسلام تراخيص البناء، تسريع اجراءات التجارة الخارجية بفضل زيادة سعة محطة الحاويات في دبي، الغاء طلب بعض المستندات واتخاذ اجراءات ساهمت في تقليل تكلفة التمويل التجاري، كما أنشأت اطار قانوني ينظم عمل المراكز الخاصة للمعلومات الائتمانية وألزمت المؤسسات المالية بتبادل المعلومات الائتمانية مما أدى الى تعزيز اجراءات الحصول على الائتمان، وفي مجال التجارة عبر الحدود اختصرت الوقت اللازم لعمليات التصدير والاستيراد عن طريق تبسيط اجراءات اعداد المستندات وبدئ نظام جمركي جديد وشامل في مصلحة جمارك دبي.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

ثانياً: ترتيب الامارات في مؤشر الحرية الاقتصادية: يلخصه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-14): ترتيب الامارات في مؤشر الحرية الاقتصادية خلال الفترة 2007-2017.

السنة	عدد الدول	الترتيب عالمياً	الترتيب عربياً	عدد النقاط
2007	157	74	7	60.39
2008	157	63	6	62.8
2009	179	54	6	64.7
2010	179	46	5	67.3
2011	179	47	5	67.8
2012	179	35	4	69.3
2013	177	28	3	71.1
2014	178	28	2	71.4
2015	186	25	4	72.4
2016	178	25	2	72.6
2017	180	8	1	76.9

**Source:** The Heritage Foundation : Institute Four Economic Freedom, Index of Economic Freedom (2007-2017).

بالنسبة لمؤشر الحرية الاقتصادية تقدمت الإمارات العربية المتحدة على سلم المؤشر فدخلت فئة الدول الأكثر حرية سنة 2013 بعدد نقاط 71.1 بعدما كانت في فئة الدول الحرة الى حد ما، وبالنسبة لترتيب الدولة قفزت من المرتبة 74 سنة 2007 الى المرتبة 8 سنة 2017 عالمياً، ومن المرتبة السابعة الى المرتبة الأولى عربياً وبذلك تكون الإمارات تفوقت في المؤشر الذي ضم 180 دولة على اقتصادات عريقة مثل إيرلندا (9) والمملكة المتحدة (12) وهولندا (15) والولايات المتحدة (17) والدنمارك (18)، كما جاءت في المركز الأول في الشرق الأوسط وشمال افريقيا وهذا يعكس الانجازات التي تقوم بها الدولة لجعل اقتصادها أكثر حرية، فقد تحصلت على نقاط مرتفعة في عدد من المؤشرات الفرعية حيث سجلت: 96.4 نقطة في العبء الضريبي محتلة المركز 9 عالمياً، 80.9 نقطة في حرية العمالة محتلة المركز 15، 83.5 نقطة في حرية التجارة محتلة المركز 60 85.0 نقطة في مؤشر كفاءة النظام القضائي محتلة المركز 5، 76.7 نقطة في مؤشر حقوق الملكية محتلة المركز 26، 96.4 نقطة في مؤشر الإنفاق الحكومي محتلة المركز 101، 60 نقطة في مؤشر الحرية المالية محتلة المركز 39، 99.2 نقطة في مؤشر السلامة المالية محتلة المركز 11، 74.2 نقطة في التكامل الحكومي لتحل في المركز 19.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

ثالثاً: ترتيب الامارات في مؤشر التنافسية: يلخصه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-15): ترتيب الامارات في مؤشر التنافسية خلال الفترة 2007-2017.

السنة	عدد الدول	الترتيب عالميا	الترتيب عربيا	عدد النقاط
2008 – 2007	131	37	5	4.50
2009 – 2008	134	31	3	4.68
2010 – 2009	133	23	2	4.92
2011 – 2010	139	25	3	4.89
2012 – 2011	142	27	3	4.89
2013 – 2012	144	24	3	5.07
2014 – 2013	148	19	2	5.11
2015 – 2014	144	12	1	5.33
2016 – 2015	144	17	2	5.24
2017 – 2016	138	16	1	5.26
2018 – 2017	137	17	1	5.30

Source : world Economic Forum, The Global Competitiveness Reports 2007-2017.

نلاحظ من خلال الجدول أن ترتيب الامارات العربية المتحدة على مؤشر التنافسية العالمي عرف تحسن تدريجي على مر السنوات، فبعدما كانت في المرتبة 37 سنة 2007 انتقلت الى المرتبة 12 سنة 2014 وهي أحسن مرتبة حققتها الدولة متقدمة بـ 7 مراتب عن ترتيب سنة 2013 (19)، بعدها تراجعت الى المرتبة 17 محافظة على المرتبة الأولى عربياً وهو تراجع لا يعكس تراجع التنافسية بشكل كبير، فحسب تقرير 2014-2015 حلت في المرتبة الأولى عالمياً في جودة الطرق وفي غياب الجريمة المنظمة وفي قلة التضخم، وجاءت في المرتبة الثانية عالمياً في مشتريات الحكومة من التكنولوجيا المتقدمة وفي فعالية الإنفاق الحكومي وفي جودة البنية التحتية في قطاع الطيران وقلة العقبات التجارية، وفي المرتبة الثالثة عالمياً في ثقة المواطنين بالحكومة والقيادة وفي قلة البيروقراطية الحكومية وفي جودة الموانئ وفي كفاءة الإجراءات الجمركية واستقطاب التكنولوجيا عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر فضلاً عن اجتذاب المواهب المتخصصة في بناء اقتصاد المعرفة، كما تقدمت من المرتبة الرابعة الى المرتبة الثانية في محور المتطلبات الأساسية والذي يقيس مدى جاهزية الأنظمة والمؤسسات والبنية التحتية والصحة والتعليم الابتدائي، وفي محور عوامل تعزيز الفعالية الذي يقيس كفاءة وفاعلية التعليم العالي وسوق العمل والسوق المالي والاستعداد التكنولوجي تقدمت الدولة من المرتبة 20 الى المرتبة 14 عالمياً أما في محور تعزيز الابتكار فقد تقدمت الدولة من المرتبة الـ 24 الى المرتبة الـ 21.

إنّ المراتب المتقدمة التي حققتها الدولة على سلم المؤشر تعكس الجهود المبذولة والتي يأتي في مقدمتها انشاء "مجلس الامارات للتنافسية" في 4 ماي 2009 وهو مجلس مختص بمراجعة واعتماد استراتيجية التنافسية في الدولة واقتراح السياسات والمبادرات الملائمة لتعزيز تنافسية دولة الإمارات ومتابعة تنفيذها، كما يتولى

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المجلس تقييم التنافسية الوطنية والعمل على تشجيع الحوار بين القطاعين الحكومي والخاص بهدف تحسين التنافسية في كافة القطاعات.

رابعاً: ترتيب الامارات في مؤشر مدركات الفساد: يلخصه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-16): ترتيب الامارات في مؤشر مدركات الفساد خلال الفترة 2007-2016.

السنة	عدد الدول	الترتيب عالمياً	الترتيب عربياً	عدد النقاط
2007	180	34	2	5.7
2008	180	35	2	5.9
2009	180	30	2	6.5
2010	178	28	2	6.3
2011	183	28	2	68
2012	176	27	1	68
2013	177	26	1	69
2014	175	25	1	70
2015	168	23	2	70
2016	176	24	1	66
2017	180	21	1	71

المصدر: تقارير منظمة الشفافية الدولية، من 2007 الى 2017.

<https://www.transparency.org/research/cpi/cpi>

نلاحظ من خلال الجدول أن هناك تقدم في ترتيب الامارات العربية المتحدة على مؤشر مدركات الفساد متفوق على الكثير من الاقتصاديات المتطورة والناشئة، أما عربياً فتصنيفها يقع دائماً بين المرتبة الأولى والثانية مما يدل على أن الإمارات هي الدولة العربية الأكثر حرصاً على التحكم في الظاهرة، حيث انتقلت من المرتبة 34 عالمياً سنة 2007 الى المرتبة 21 سنة 2017 متقدمة بـ 13 درجة خلال 11 سنة وبذلك تصدرت دولة الإمارات العربية المتحدة سنة 2017 دول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا بوصفها أكثر دول المنطقة في الشفافية ومكافحة الفساد متقدمة بـ ثلاثة مراكز مقارنة بسنة 2016 لتأتي في المركز 21 ضمن أفضل دول العالم بعدما منحها المؤشر 71 نقطة من مجموع 100 نقطة، وفي هذا الاطار أشار التقرير الى أن المركز المتقدم الذي حققته الدولة جاء نتيجة الإدارة الرشيدة والكفاءة للمال العام، اضافة الى الإجراءات المتطورة التي تتبناها الدولة لإدارة المشتريات والمستويات الممتازة للخدمات والبنية التحتية المتطورة، فقد أسهم إدراك قيادة الإمارات لأهمية مواجهة الفساد في المكانة التي باتت تحتلها الدولة في هذا الصدد، وهو ما ترجمته سلطات الدولة ومؤسساتها التشريعية في شكل قوانين وأنظمة انعكست بشكل مباشر على مكانتها العالمية، فقد اتخذت الإمارات خطوات شاملة لمكافحة الفساد تتضمن توفير تشريعات تكفل توفير غطاء قانوني حازم ضد شبكات الفساد والمخالفات المصنفة كجرائم فساد، ووضعت العقوبات الرادعة تجاه مرتكبي تلك الجرائم.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

خامساً: ترتيب الامارات في مؤشر الحوكمة العالمية: يلخصه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-17): ترتيب الامارات في مؤشر الحوكمة العالمية خلال الفترة 2007-2014. (تقديرات الحوكمة -2.5 الى +2.5)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات المؤشرات
1.20	1.28	1.16	1.08	0.90	0.91	1.08	1.01	ضبط الفساد
1.44	1.18	1.15	1.06	0.90	0.99	0.88	0.92	فاعلية الحكومة
0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.7	1.0	الاستقرار السياسي وغياب العنف
0.99	0.78	0.68	0.45	0.32	0.44	0.57	0.61	الجودة التنظيمية
0.65	0.62	0.54	0.50	0.32	0.40	0.42	0.29	سيادة القانون
-1.06	-1.02	-1.00	-0.90	-0.90	-0.84	-0.91	-0.91	التعبير والمساءلة

Source: The World Bank Group, Worldwide Governance Indicator,  
<http://databank.worldbank.org/data/ddperror.aspx?aspxerrorpath=/data/reports.aspx>

نلاحظ من خلال الجدول أن الامارات العربية المتحدة حققت علامات ايجابية في جل مؤشرات الحوكمة العالمية على مدى كل السنوات المذكورة ما عدا مؤشر التعبير والمساءلة الذي كانت علاماته سالبة، وربما يرجع ذلك الى الخوف من الفتنة واثارة النزاعات خاصة مع ما تعرفه المنطقة العربية من احتقان نتيجة عمليات التحريض وزرع الفتنة، فالنتائج المحققة في المؤشر تعكس حجم التنمية التي حققتها الدولة حيث يشير جل الاقتصاديين الى أن هناك علاقة وثيقة بين التنمية والحكم الرشيد والإمارات العربية المتحدة تُقدم كنموذج فريد في التنمية والحكم الراشد، فمنذ قيام دولة الاتحاد في 02 ديسمبر عام 1971 والتطور هو السمة التي تميز تجربة التنمية والحكم في الدولة وهذا يتضح من حجم التحولات الهائلة التي شهدتها ليس على المستوى السياسي فقط ولكن على المستوى الاقتصادي والاجتماعي أيضاً، هذه التحولات جعلت الإمارات تحصل على المركز الأول عالمياً في مؤشر "إدمان للثقة"♦ سنة 2014، حيث قفزت من المرتبة السادسة عالمياً الى المركز الأول بمعدل 79 نقطة مضيئة 13 نقطة الى رصيدها بين العامين 2013 و 2014 محتلة المركز الأول عالمياً في مؤشر

♦ مؤشر "ادمان للثقة": هو مؤشر سنوي تصدره مؤسسة "إدمان" ومقرها نيويورك.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

الثقة بالحكومة بنسبة ثقة بلغت 88%، كما احتلت أيضاً المركز الأول عالمياً بمؤشر الثقة في متانة الاقتصاد بنسبة 82% في المئة بحسب نفس المؤشر.

### المطلب الثالث: الحوكمة وتطور أداء سوق أداء سوق الأوراق المالية بالإمارات.

لم تعرف الامارات بورصة رسمية منظمة قبل سنة 2000 بل كانت هناك سوق للأسهم غير نظامية لا تخضع لرقابة أو اشراف السلطات النقدية والمالية الرسمية، واستمر هذا الوضع الى أن جاءت "أزمة سوق الأسهم" في صيف عام 1998 والتي كبدت صغار المستثمرين خسائر باهظة فقد المستثمرون على اثرها الثقة في السوق مع هروب العديد من المستثمرين الى الأسواق المالية العالمية مما أدى بالحكومة الى اقامة بورصة رسمية.<sup>1</sup>

يتكون سوق الإمارات للأوراق المالية من سوقين أساسيين هما: سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، عملت هيئة السوق المالية على تحقيق الربط الالكتروني بين السوقين من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية واصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية، وتقوم الهيئة سنوياً بإصدار تقرير عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق.<sup>2</sup>

### أولاً: سوق دبي للأوراق المالية:

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، بدأ في ممارسة نشاطه في 26 مارس 2000 كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية ووحدات صناديق الاستثمار، في 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي الى شركة مساهمة عامة برأسمال 8 مليارات درهم تم طرح نسبة 20% منه أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام اقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات وفي 7 مارس 2007 تم ادراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول DFM.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بن يحيوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة بعض الدول العربية - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2015/2014، ص ص 89-90.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لسوق الامارات للأوراق المالية:

<http://esm.sca.ae/Arabic/Emiratesindex/pages/about.aspx>

♦ Dabai Financial Market

<sup>3</sup> الموقع الالكتروني لسوق دبي المالي:

<http://www.dfm.ae/default.aspx>

### ثانياً: سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم (3) لسنة 2000 وبموجب هذا القانون يتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، تم افتتاح هذه السوق رسمياً بتاريخ 2000/11/15 مع تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000، للسوق مهام ووظائف رئيسية تتمثل فيما يلي:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لصالح الاقتصاد الوطني.
- ضمان سلامة ودقة المعاملات والتفاعل بين العرض والطلب لأجل تحديد الأسعار.
- حماية المستثمرين من خلال اعتماد مبادئ تعامل عادلة ومناسبة.
- فرض ضوابط رقابية صارمة على معاملات الأوراق المالية لأجل ضمان صحة وسلامة الاجراءات وبالتالي ضمان استثمار المدخرات في قطاعات مثمرة.
- ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي وتطوير طرق تجارية لتعزيز السيولة واستقرار أسعار الأوراق المالية المطروحة في السوق.

### ثالثاً: هيئة الأوراق المالية والسلع:

تأسست هيئة الأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 مقرها الرئيسي في إمارة أبو ظبي، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام هذا القانون والأحكام التي تصدر تنفيذاً له، وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق وهي سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وبورصة دبي للذهب والسلع، كما خولها قانون الشركات الجديد الذي صدر سنة 2015 صلاحيات تنظيم الاكتتابات العامة والادراج في الأسواق المالية، وتشرف الهيئة أيضاً على مدققي الحسابات وترخص صناديق الاستثمار والخدمات المرتبطة بها، كما تستهدف تحقيق الأغراض التالية:<sup>1</sup>

- الارتقاء بكفاءة السوق وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة.
- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- ترخيص أسواق الأوراق المالية والسلع في الدولة وتنظيمها ومراقبتها، وتحديد متطلبات ترخيص شركات الخدمات المالية والمتطلبات الواجب توافرها عند طرح الأوراق المالية.
- ترسيخ أسس التعامل السليم والعدل بين مختلف فئات المستثمرين.
- تعزيز الرقابة والافصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية والسلع.
- تعميق ثقة المتعاملين بأسواق المال والسلع وتنمية الوعي الاستثماري عند المستثمرين.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لسوق الامارات للأوراق المالية:

- العمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.  
يتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة يشكل بقرار مجلس الوزراء برئاسة الوزير وعضوية خمسة أعضاء من ذوي الخبرة والاختصاص يرشحهم الوزير بالإضافة الى الرئيس التنفيذي للهيئة، وتكون مدة العضوية أربعة سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.

### رابعاً: شروط الإدراج في سوق الإمارات للأوراق المالية:

- يقتصر الإدراج في السوق المالية بالإمارات على الأوراق المالية التالية:<sup>1</sup>
- أسهم الشركات المساهمة التي تأسست في الدولة أو التي تتخذ من الدولة مقراً رئيسياً لها.
  - أسهم الشركات التي لا تتمتع بجنسية الدولة والتي يوافق المجلس على إدراجها.
  - سندات وأدوات الدين التي يقرر المجلس إدراجها.
  - أية أوراق مالية أخرى يوافق المجلس على إدراجها.
- بالنسبة للشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة تكون شروط إدراج أوراقها المالية وفق التصنيف التالي:<sup>2</sup>
- **الفئة الأولى:** يشترط لتصنيف الشركة في هذه الفئة ما يلي:
    - أن تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة.
    - أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشغولين، ومخول بتدقيق حسابات شركة المساهمة.
    - أن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة بالإدراج.
    - ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 25 مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتتب فيه أيهما أعلى.
    - أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.
    - ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.
    - أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
    - أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.
    - أية شروط أخرى يقررها المجلس من حين لآخر.

- **الفئة الثانية:** تصنف الشركة في هذه الفئة عندما لا يتوافر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقررها المجلس من حين آخر، ويتم نقل الشركات من الفئة الثانية الى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها، كما يتم نقل الشركات من الفئة الأولى الى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها، وللمجلس نقل

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لسوق الامارات للأوراق المالية:

<http://esm.sca.ae/Arabic/Emiratesindex/pages/about.aspx>

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

أية شركة من الفئة الأولى الى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها أو اخلال الشركة بتلك الأحكام، كما يخضع إدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية والشركات المدرجة في أسواق المناطق الحرة المالية وإدراج سندات وأدوات الدين الأخرى والسلع وأية أوراق أخرى يوافق المجلس على إدراجها لشروط الإدراج التي يضعها المجلس.

خامساً: الحوكمة وتطور أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية:

لتوضيح أثر الحوكمة في تنشيط سوق الأوراق المالية نقوم بعرض بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2016.

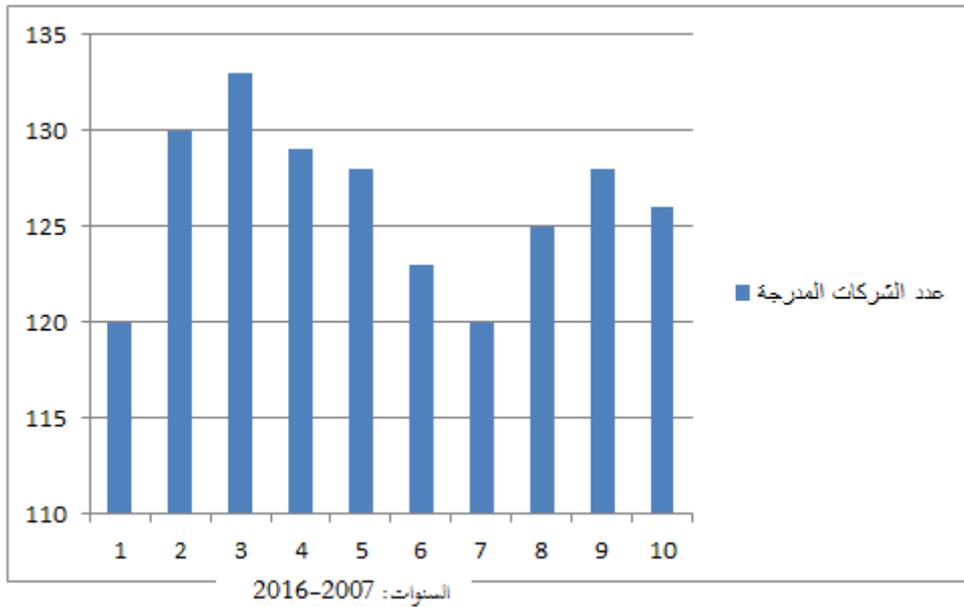
1- مؤشر عدد الشركات المدرجة: يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-18): تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	120	130	133	129	128	123	120	125	128	126

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع: 2014-2015-2016.

شكل رقم: (4-6): تطور عدد الشركات المدرجة بالسوق المالية الاماراتية 2007-2016.



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن هناك شبه استقرار في عدد الشركات خلال العشر السنوات الأخيرة 2007-2016، مع العلم أن عددها في بداية تأسيس السوق وبالضبط في سنة 2001 كان 27 شركة الى أن وصلت الى 126 شركة في 2016، وعلى الرغم من أن عدد الشركات المدرجة ليس بالكبير مقارنة بأسواق مالية ناشئة أخرى وحتى في الدول العربية مثل مصر والسعودية فإنّ هذه الشركات تعتبر من

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

الشركات الرائدة عالمياً والتي تعرف بأدائها الجيد والتزامها بمبادئ الحوكمة خاصة الشركات المصنفة على مؤشر "مورغان ستانلي للأسواق الناشئة"، فقد ارتفع عدد الشركات المصنفة في هذا المؤشر من 4 شركات سنة 2012 الى 16 شركة سنة 2013 الى 19 شركة في ماي 2014 ثم 22 شركة في نوفمبر من نفس السنة الأمر الذي أدى الى ارتفاع الطلب على أسهمها محلياً وعالمياً.

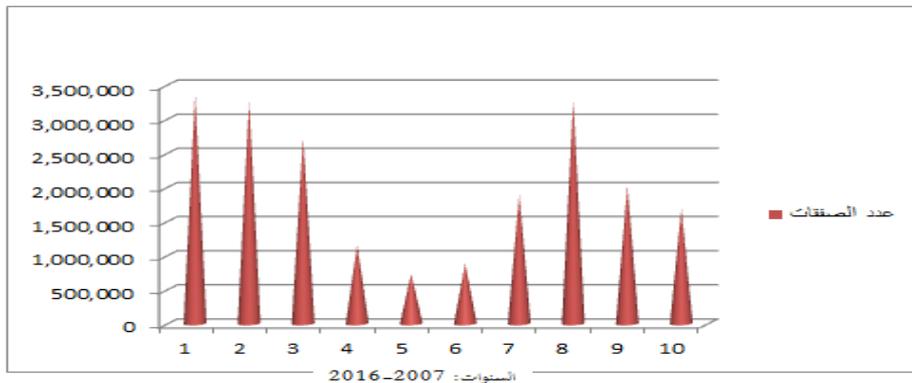
2- مؤشر عدد الصفقات، حجم وقيم التداول: يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-19): تطور عدد الصفقات، حجم وقيمة التداول بالسوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الصفقات	3,35 4,61 7	3,257,45 0	2,728,96 4	1,158,5 05	728,09 7	880,08 7	1,894, 030	3,272,32 9	2,025,71 1	1,688,88 8
نسبة التغيير %	-	-2.89	-16.22	-57.54	-37.15	20.87	115.20	72.77	-38.09	-16.62
حجم التداول بالسهم	157,3 18,14 1,814	126,439, 280,603	148,297, 352,509	56,003,3 60,875	40,995, 866,99 2	56,858, 376,40 2	178,68 2,361,9 83	217,895, 212,945	125,641, 359,574	135,287, 717,984
نسبة التغيير %	-	-19.62	17.28	-62.23	26.79	38.69	114.25	21.94	-42.33	7.67
قيمة التداول بالدرهم	554 , 333, 583, 214	537,134, 415,081	243,489, 889,472	103,804, 933 ,675	56,819 ,194,1 26	70,705 ,517,2 47	244,50 4,710, 417	525,955, 281,277	209,421, 081,708	182,675, 537,111
نسبة التغيير %	-	-3.10	-54.66	-57.36	-45.26	-24.43	245.80	115.11	-60.18	-12.77

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع 2014-2015-2016.

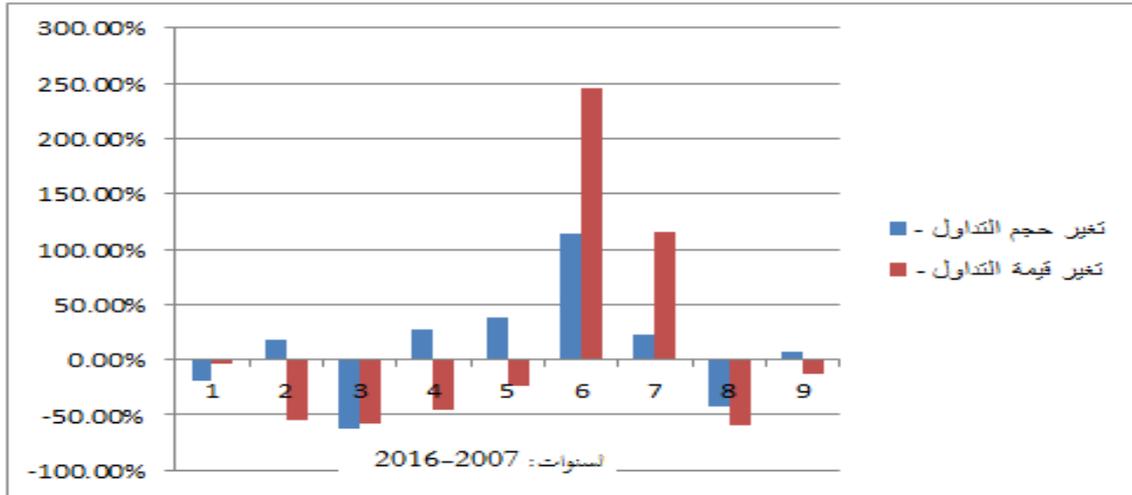
شكل رقم: (4-7): تطور عدد الصفقات خلال الفترة 2007-2016



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

شكل رقم: (4-8): نسب تغير حجم وقيمة التداول في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول.

نلاحظ من خلال ما ورد في الجدول وكذا من خلال الشكلين الأول والثاني أن السوق سادها نوع من التذبذب بين الارتفاع والانخفاض الأ أن الانخفاض كان هو السمة الغالبة وهذا يرجع الى عاملين خارجين عن سيطرة الدولة وكذا عن سيطرة الشركات المدرجة أثرا بشكل سلبي على أداء السوق سواءً من حيث عدد الصفقات، حجم وقيمة التداول، فالسوق أخذت في التراجع ابتداءً من سنة 2008 وذلك نتيجة تأثير العامل الأول وهو الأزمة الاقتصادية العالمية التي أثرت بشكل خاص على الدول لأكثر انفتاحاً والإمارات العربية المتحدة احداها، غير أن أداء السوق بدأ يتحسن ابتداءً من سنة 2012 وخاصة سنة 2013 وسنة 2014 وكان ذلك نتيجة بداية التعافي من آثار الأزمة المالية العالمية وارتفاع أرباح الشركات الوطنية في سنة 2013 وكذا ترقية السوق المالية الاماراتية الى مصاف الأسواق المالية الناشئة سنة 2014 (ماساهم في زيادة جاذبية السوق من طرف المستثمرين خاصة المستثمرين الأجانب) الأمر الذي انعكس إيجاباً على أداء السوق فقد ارتفع عدد الصفقات بنسبة 115.20% سنة 2013، و72.77% سنة 2014، كما ارتفع حجم التداول بـ 114.25% سنة 2013، و21.94% سنة 2014، أما بالنسبة لقيمة التداول فقد ارتفعت بـ 245.80% سنة 2013 حيث فاقت ضعف قيمة سنة 2012، كما ارتفعت بـ 115.11% سنة 2014 غير أن أداء السوق عاد الى التراجع سنة 2015 نتيجة تأثير العامل الثاني وهو انخفاض أسعار النفط، فقد أدى الانخفاض المتواصل في أسعار النفط الى انكماش السيولة كما أثر سلباً على نظرة وثقة المستثمرين للآفاق المستقبلية لاقتصادات الأسواق المصدرة للبترو، وبذلك تراجع المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالية الإماراتية بنسبة - 55.6% خلال 2015 مقارنة بالعام 2014، وبلغ إجمالي حجم التداول 125.6 مليار سهم سنة 2015 مقارنة بـ 217.8 مليار سهم سنة 2014، أما قيمة التداول فبلغت 209.4 مليارات درهم عام 2015 بعد أن كانت 525.8 مليار درهم عام 2014، وبالنسبة لأداء السوق سنة 2016 فعلى الرغم من استمرار نفس الظروف السائدة سنة 2015 من تدني أسعار النفط ورفع أسعار الفائدة الأمريكية والذي حول نظر

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المستثمرين للاستثمار في السندات بدل الأسهم، وارتفاع تكلفة الاقتراض من البنوك المحلية إلا أن السوق استطاعت حسب رأي الكثير من الخبراء امتصاص تلك الآثار السلبية وتحقيق نتائج ايجابية خاصة بالنسبة لحجم التداول الذي ارتفع بنسبة 7.67%، كما سجل سوق دبي المالي ارتفاعاً بنسبة 12%، فيما ارتفع سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 5.5%.

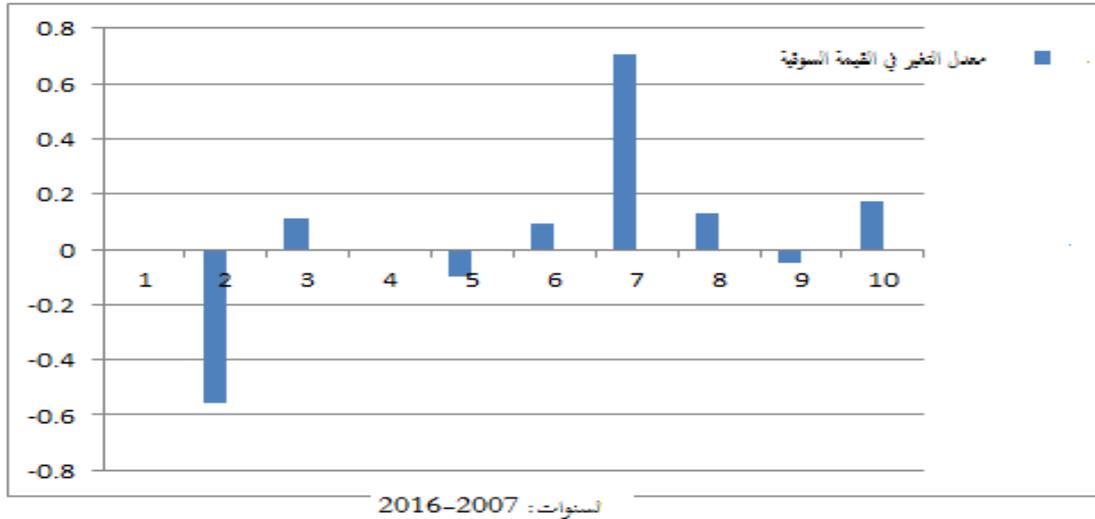
### 3- مؤشر القيمة السوقية: يوضحها الجدول الموالي:

جدول رقم (4-20): تطور القيمة السوقية بسوق الأوراق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
القيمة السوقية بالدرهم	824,62 9,199,8 56	363,872, 030,000	404,70 2,513,0 93	385,429, 934,198	346,135, 787,877	379,06 2,031, 092	646,27 0,799,9 80	728,36 7,040,7 78	693 ,887,594 ,192	813,40 4,434, 583
معدل التغير %	-	55.87 -	11.22	4.76-	-10.19	9.51	70.49	12.70	-4.73	17.22

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع 2014-2015-2016.

شكل رقم: (4-9): نسبة تغير القيمة السوقية في السوق المالية الإماراتية خلال الفترة 2007-2016



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول

كان تأثير الأزمة المالية العالمية على القيمة السوقية أخف حدة من تأثيرها على مؤشرات أداء السوق الأخرى حيث وصلت أدنى قيمة لها سنة 2011 بـ 346 مليار درهم، لكنها عاودت الارتفاع بحلول عام 2012 وارتفعت من 379 مليار درهم الى 646 مليار درهم سنة 2013 بارتفاع قدره 70.49% عن نهاية 2012، وهذا ناتج عن ارتفاع أرباح الشركات الوطنية التي وصلت الى 629 مليار درهم، ليزداد ارتفاع القيمة السوقية والذي وصل سنة 2014 الى 728 مليار درهم وكان ذلك نتيجة زيادة الطلب الأجنبي على الأوراق

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

المتداولة في السوق على اثر ترقيتها الى سوق ناشئة، لتتخفف الى 693.8 مليار درهم سنة 2015 بنسبة - 4.73% وهو ليس بالانخفاض الكبير لتعاود الارتفاع سنة 2016 الى 813.4 مليار درهم.

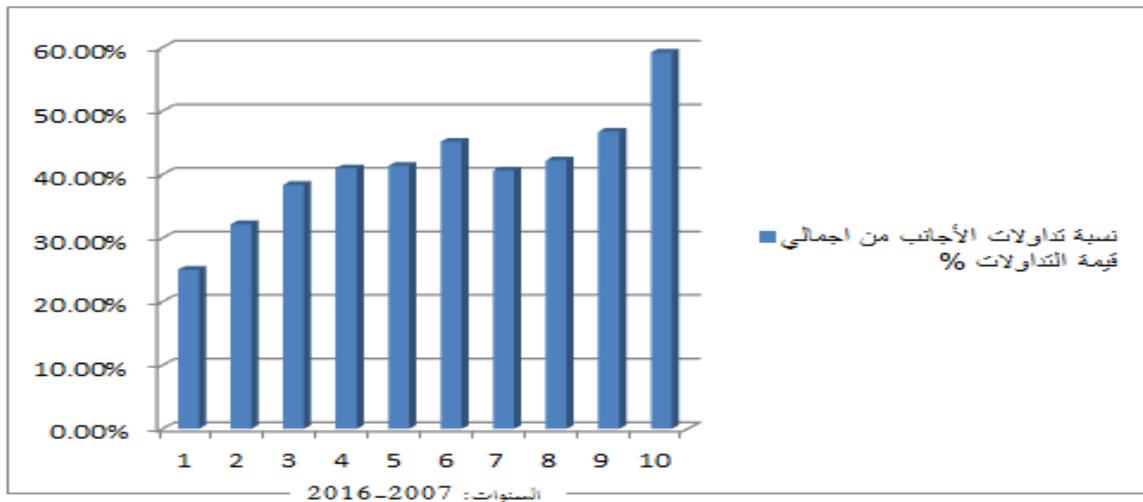
4- مؤشر تداولات الأجنبي في السوق المالية الاماراتية: يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم: (4-21): تطور تداولات الأجنبي في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
اجمالي	160,538,	167,13	95,625	43,179	23,673	31,15	101,38	220,782,	103,89	85,787
قيمة	109,021	3,722,	,979,8	,420,8	,867,9	3,549,	1,135,	102,077	7,556,	,588,4
الشراء	633.89	27	71	71	67	025	742	454	30	30
(درهم)										
اجمالي	138,730,	178,61	92,989	43,234	23,449	29,696	97,680	212,295	97,973	82,027
قيمة البيع	803,846	1,293,	,300,3	,204,9	,589,4	,938,6	,537,3	,699,767	,663,4	,121,6
(درهم)	866.33	81	81	68	09	92	73	75	48	48
صافي	21.807,3	-	2,636,	-	224,27	1,456,	3,700,	8,486,40	5,923,	3,760,
الاستثمار	05,175	11,477	679,38	54,784	8,557	610,33	598,36	2,310	892,97	466,78
(درهم)	,571,2	,571,2	1	,098		9	9	2	9	2
نسبة	25.02%	32.18%	38.37%	40.99%	41.37%	45.18%	40.65%	42.24%	46.75%	59.18%
تداولات										
الأجنبي										
من اجمالي										
قيمة										
التداولات										
%										

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع: 2007-2016

شكل رقم: (4-9) نسبة تداولات الأجنبي من اجمالي قيمة التداول في السوق المالية الاماراتية خلال الفترة 2007-2016.



المصدر: تم اعداده استناداً الى ما ورد في الجدول.

## الفصل الرابع: دراسة حالة أسواق الأوراق المالية الناشئة

تظهر البيانات الواردة في الجدول خروج واضح للاستثمار الأجنبي من السوق سنة 2008 حيث وصل مجموع المبالغ التي خرجت الى 11.3 مليار درهم، يرجع هذا الخروج الى حاجة المحافظ الأجنبية والمستثمرين الأجانب (غير الخليجيين) الى السيولة لتغطية خسائرهم في أسواق المال في أمريكا وأوروبا، غير أنه عاد الى التدفق الى الداخل سنة 2009 حيث وصل الى 6.2 مليار درهم مع بداية تعافي الأسواق المالية العالمية، غير أنه انخفض في حدود 54 مليون درهم عام 2010 تحت وقع بعض الأنباء المالية بديون عدد من الشركات الإماراتية، لكنه عاد الى الارتفاع مجدداً ابتداءً من سنة 2011 حيث بلغ صافي تدفق الاستثمار الأجنبي 8.5 مليار درهم سنة 2014 مقارنة بـ 3.7 مليار درهم سنة 2013 وذلك على اثر ترقية السوق الاماراتية الى سوق ناشئة، أما بالنسبة لنسب تداولات الأجانب الى اجمالي قيمة التداول فقد عرفت ارتفاع مستمر منذ سنة 2007 فبعدما كانت 25.02% في هذه السنة وصلت الى 59.18% سنة 2016، الأمر الذي يدل على اهتمام المستثمرين الأجانب بالاستثمار في السوق المالية الاماراتية نظراً للعوائد التي يحققونها في هذه السوق من جهة والتي تعود الى الأداء المرتفع للشركات المدرجة وكذا الحماية التي توفرها لهم السوق من جهة أخرى، فمع تعديل أنظمة الهيئة وكذلك أنظمة الشركات المدرجة والتي أصبحت تسمح بتداول نسب من أسهمها لغير المواطنين لوحظ دخول مكثف لمستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي ودول أخرى الى الأسواق المالية المحلية.

من خلال استعراض مؤشرات أداء السوق المالية الاماراتية نستطيع القول أنه خارج نطاق تأثير الأزمة المالية العالمية وتدني أسعار النفط تعتبر هذه السوق من الأسواق الجاذبة للمستثمرين، وذلك نتيجة البنية التحتية المتطورة التي تتمتع بها من جهة ومواصلة الهيئة مبادراتها لتعزيز ثقافة الحوكمة لدى الشركات المدرجة ونشر الوعي بمفاهيمها من جهة أخرى، حيث أسفرت هذه الجهود في تحقيق نجاح مميز للدولة تمثل في دعم موقعها على مستوى التنافسية العالمية وتعزيز مقدرتها ومكانتها في مجال حماية المستثمرين متقدمة على مؤشر حماية المستثمرين الأقلية بـ 15 درجة عام 2015 وفق التقرير السنوي للبنك الدولي لمؤشر سهولة ممارسة الأعمال، ذلك أنه ومنذ اصدار أحكام القرار الوزاري رقم 518 لسنة 2009 بشأن معايير الحوكمة والانضباط المؤسسي حرصت الهيئة على تزويدها بتقارير من طرف الشركات المدرجة عن مدى التزامها بضوابط الحوكمة حيث وصل عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بشكل كامل 81 شركة بنسبة 93.10%، في حين بلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بشكل جزئي 5 شركات بنسبة 5.75%، أما الشركات غير الملتزمة بتطبيق متطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بلغ عددها 1 شركة وقد تمت متابعتها للتأكد من استيفائها لمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة وتزويد الهيئة بما تم اتخاذه من إجراءات لاحقاً، وذلك بعد استثناء البنوك وشركات التمويل وشركات الاستثمار المالية وشركات الصرافة وشركات الوساطة النقدية الخاضعة لرقابة المصرف المركزي.

## خلاصة الفصل

لقد أصبحت الأسواق المالية الناشئة اليوم محور اهتمام الكثير من الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين لما تميزت به هذه الأسواق من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار المستثمرين خاصة في ظل العوائد التي تدرها عليهم، الأمر الذي جعل دول هذه الأسواق تتجه لتدعيم جهودها وإمكاناتها نحو تطويرها قصد الاستفادة من الوفورات المتدفقة اليها والتخلص من عبء المديونية وخفض تكلفة الحصول على رؤوس الأموال، فكان الاهتمام بحوكمة الشركات ومحاوله اقامة دعائم الحكم الراشد احدى أهم هذه الجهود، في هذا الاطار تم عرض تجربة كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة في تجسيد الحوكمة وانعاس ذلك على تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تم استخلاص النتائج التالية:

- لقد ازداد مؤخراً نمو وتطور الأسواق المالية الناشئة وذلك نتيجة ازدياد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية اليها والتي دفعتها عدة عوامل أهمها عمليات الاصلاح الاقتصادي والخصوصية، بالإضافة الى محاولة الاستفادة من عمليات النمو الاقتصادي التي عرفتها اقتصاديات هذه الأسواق.

- باشرت كل من الامارات العربية المتحدة وماليزيا عمليات اصلاح واسعة مست مختلف القطاعات، وقد تمكنت من تحقيق نتائج جيدة وعلى جميع الأصعدة سواءً كانت اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، الأمر الذي ساهم في تحسين ترتيبها على مؤشرات أداء بيئة الأعمال.

- حرصت هيئات الأسواق المالية في الدولتين على دفع الشركات المدرجة الى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات قصد رفع مستوى الافصاح والشفافية وتوفير الحماية للمستثمرين في السوق، وبذلك تمكنت الدولتين من احتلال مراتب متقدمة في مؤشر حماية المستثمرين الأقلية.

- فيما يخص تقييم تجربة كل من الامارات العربية المتحدة وماليزيا في حوكمة الشركات وتحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية، نجد أن لهما محاولات جادة في تطبيق الحوكمة على المستوى الكلي والجزئي الأمر الذي انعكس بشكل كبير في تحسين بيئة الأعمال في الدولتين، حيث تصنف بيئة الأعمال في كل من الامارات العربية المتحدة وماليزيا من البيئات الجاذبة للمستثمرين.

- إنَّ اهتمام المستثمرين محليين كانوا أو أجانب بالاستثمار في الأسواق المالية في كل من ماليزيا والامارات العربية المتحدة مدفوعين ببيئة الأعمال الجيدة والمستقرة ساهم بشكل كبير في تنشيط هذه الأسواق.

خاتمة عامة

## خاتمة عامة

لقد تعاضم الاهتمام بمفهوم الحوكمة في العديد من الاقتصاديات متقدمة كانت أو ناشئة خلال العقود الماضية كنتيجة للأزمات المالية والانهيارات الاقتصادية التي شهدتها عدة دول في جنوب شرق آسيا وأمريكا الجنوبية وروسيا خلال سنوات التسعينات من القرن العشرين، ومازال الاهتمام بها سائداً الى حد الآن خاصة مع ما شهده الاقتصاد الأمريكي من تداعيات الانهيارات المالية والمصرفية لعدد من أقطاب الشركات الأمريكية العالمية خلال السنوات 2002-2008 وصولاً الى ما يشهده الاقتصاد العالمي اليوم من اضطرابات من حين لآخر، فقد أصبحت الحوكمة إحدى أهم طرق علاج الأزمات وانعاش وتطوير الاقتصاديات.

إن أداء مبادئ الحوكمة لدورها في انعاش وتطوير الاقتصاديات خاصة في الدول النامية لا يمكن أن يتحقق إلا إذا كان هناك مناخ وبيئة قانونية وتنظيمية وتشريعية قوية خالية من كافة أشكال الفساد والمحسوبية والبيروقراطية، وفي بحثنا هذا حاولنا إبراز دور الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال وأثر ذلك على تنشيط سوق الأوراق المالية مع تسليط الضوء على تجربة الأسواق المالية الناشئة حالة ماليزيا والامارات العربية المتحدة، حيث تم التوصل الى النتائج التالية:

## نتائج عامة:

- تعتبر الصراعات التي تنشأ بين الأصيل والوكيل الناجمة عن علاقة الوكالة الدافع الأساسي الذي أدى حتمية ظهور حوكمة الشركات.
- يساهم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحديد الصلاحيات والمسؤوليات داخل الشركة ويعمل على حماية حقوق جميع الأطراف المرتبطة بها.
- يعكس ترتيب الدولة في مؤشرات أداء بيئة الأعمال الجهود التي تبذلها قصد تحسين بيئة أعمالها، ولترقية دولة ما على سلم إحدى المؤشرات فإن ذلك يتطلب منها القيام بمجموعة من الإصلاحات في المجالات التي يقيسها المؤشر.
- تساهم حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال من خلال شقين هما: دورها في تحسين البيئة الداخلية للشركات (المستوى الجزئي)، وكذا دورها في تحسين البيئة الخارجية للشركات (المستوى الكلي).
- يتجلى دور حوكمة الشركات في تحسين البيئة الداخلية للشركات في التزام جميع الأعضاء في كل من مجلس الإدارة والادارة التنفيذية بأداء المهام الموكلة لهم بكل نزاهة ومصداقية.
- إن تفعيل دور الرقابة والتدقيق الداخليين، والحرص على استقلالية المدقق الخارجي في أداء مهمة التحقق من مصداقية القوائم المالية يعتبر من أهم آليات تدعيم دور الحوكمة في تحسين البيئة الداخلية للشركات.
- تساهم الحوكمة في تحسين البيئة الخارجية للشركات من خلال: اقامة الحكم الراشد، تفعيل الاطار المؤسسي للحوكمة ومحاربة كافة أشكال الفساد والذي لا يتأتى الا من خلال: اصلاح النظام القضائي، اعمال القانون، اصلاح الادارات العمومية، والمحافظة على المال العام وتسخيره لخدمة التنمية الاقتصادية.

● إن تحسين بيئة الأعمال على المستوى الجزئي يؤدي الى تنشيط سوق الأوراق المالية نظراً لأهمية الدور الذي يؤديه تطبيق مبادئ الحوكمة في ترشيد إدارة الشركات وتطوير الإفصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين فتطبيق مبادئ الحوكمة على مستوى الشركات يجعل هذه الأخيرة أكثر شفافية والتزاماً اتجاه المساهمين والمستثمرين، اذ يحق لهم مساءلة المديرين عن أدائهم ومطالبتهم بالإفصاح عن معلومات تعكس الواقع الفعلي للشركات الأمر الذي يجعل المعلومات المتاحة للمستثمرين أكثر جودة وموثوقية تتخذ على أساسها قرارات استثمارية صائبة ما يدعم ثقة المستثمرين الحاليين ويعمل على جذب المستثمرين المرتقبين الى السوق، فتطبيق مبادئ الحوكمة أصبح أحد الشروط الأساسية التي يضعها المستثمرون في الاعتبار للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

● تؤدي عملية تحسين بيئة الأعمال على المستوى الكلي الى تنشيط سوق الأوراق المالية ذلك أن المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم في مناطق خالية من الفساد ويسودها حكم القانون وتكون أكثر حرية وتنافسية فذلك يخلق الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين خاصة المستثمرين الأجانب بشرط توفر السوق على الفرص الملائمة للاستثمار وجني العوائد.

#### نتائج اختبار الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** تطبيق مبادئ الحوكمة يمكن أن يكون أحد الأدوات الأساسية في تحسين بيئة الأعمال هي فرضية صحيحة حيث يعتبر تطبيق هذه المبادئ عماد الإصلاح والتغيير.

**الفرضية الثانية:** تحسين بيئة الأعمال يعتبر من العناصر الأساسية في جذب المتعاملين للاستثمار في سوق الأوراق المالية، هي فرضية صحيحة ذلك أن انطباع المستثمرين عن بيئة الأعمال يعتبر من العناصر المؤثرة في تحديد وجهة الاستثمار.

**الفرضية الثالثة:** تطبيق الحوكمة على المستوى الجزئي دون المستوى الكلي لا يؤدي الى تحقيق هدف تنشيط سوق الأوراق المالية، هي فرضية صحيحة لأن ما يهم المستثمر في أي سوق للأوراق المالية هو التزام الشركات المدرجة فيه بمبادئ الحوكمة من جهة وكذا انضباط السوق وخولها من المعاملات المضللة من جهة أخرى.

**الفرضية الرابعة:** تمكنت بعض الدول من تحسين بيئة أعمالها من خلال تطبيق الحوكمة وقد كان لذلك دور في تنشيط سوق الأوراق المالية، هي فرضية صحيحة بالدليل ما تعرضنا له في تجربة ماليزيا والامارات العربية المتحدة.

بالنسبة لتجربة كل من الامارات العربية المتحدة وماليزيا كسوقين ناشئين في حوكمة الشركات وتحسين بيئة الأعمال فيمكن اعتبارها من التجارب الناجحة، فقد بذلت الدولتين جهوداً حثيثة لارساء الحوكمة بالشركات المدرجة بالبورصة، أما على المستوى الكلي فكانت هناك عمليات اصلاح واسعة كلها تهدف الى اقامة الحكم الراشد واستئصال جذور الفساد وتطهير بيئة الأعمال، الأمر الذي أدى الى أن تكون بيئة الأعمال في كلا الدولتين من أفضل البيئات الملائمة للاستثمار والجاذبة للمستثمرين.

### تجربة الإمارات العربية المتحدة:

- تحرص دولة الامارات العربية المتحدة على مكافحة الفساد واقامة الحكم الراشد، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال ارتفاع نسبة الثقة في الحكومة والاقتصاد وحتى ارتفاعها على مؤشر السعادة العالمي.
- نجحت هيئة الأوراق المالية والسلع في بلوغ أهدافها في فرض مبادئ حوكمة الشركات على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث وصل عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة سنة 2016 بشكل كامل 81 شركة بنسبة 93.10% وهي نسبة مرتفعة تدل على وعي الشركات المدرجة بأهمية حوكمة الشركات في رفع أدائها.
- يمكن القول أن تطبيق مبادئ الحوكمة بالشركات وتعزيز عمليات الاصلاح من خلال اقامة الحكم الراشد والصرامة في محاربة الفساد ساهم بشكل كبير في تحسين بيئة الأعمال الاماراتية، وهو ما انعكس على زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتحسن أدائها نتيجة زيادة ثقة المتعاملين في بيئة الأعمال وفي السوق بشكل عام فقد عرفت السوق نمواً كبيراً سواءً من حيث القيمة السوقية أو حجم التداول أو عدد الصفقات المنجزة ويعود الفضل الأكبر في ذلك الى الجهود التي تبذلها هيئة الأوراق المالية والسلع في تحسين بيئة السوق، ويعد أكبر انجاز للهيئة وللسوق الأوراق المالية ككل هو رفع تصنيفها من سوق مبتدئة الى سوق ناشئة سنة 2014.

### تجربة ماليزيا:

- تجربة ماليزيا في التنمية واصلاح بيئة الأعمال تعتبر من التجارب الرائدة والمعروفة على المستوى العالمي، وهذا نتيجة لنجاعة سياستها التنظيمية والتشريعية المتكاملة والتي انعكست على قطاعات عدة: كالتعليم العالي إدارة الموارد البشرية، القطاع المصرفي وقطاع سوق المال... الخ، الأمر الذي ساهم في تحقيقها نتائج ايجابية وعلى أكثر من صعيد.
- بذلت ماليزيا جهود كبيرة لتحسين البيئة الكلية من خلال اعتماد خطة للنزاهة وانشاء العديد من الهيئات المكلفة بمكافحة الفساد والعمل على اصلاح جهاز الخدمة المدنية، الأمر الذي يدل على جدية الدولة في محاربة هذه الظاهرة وإن كانت هناك بعض ممارسات الفساد التي تطفو الى السطح من حين لآخر وهو ما يثبت احتلالها لمراتب متوسطة في مؤشر مكافحة الفساد، فلا توجد دولة في العالم خالية تماماً من الفساد.
- هناك حرص واهتمام من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية بحوكمة الشركات الماليزية خاصة الشركات المدرجة بالبورصة، فقد دفعت أزمة 1997 الدولة الى اتخاذ إجراءات صارمة لتبني مبادئ حوكمة الشركات ويتجلى ذلك من خلال عمل الهيئة على تجديد دليل الحوكمة في كل مرة وإلزام الشركات بتطبيقه، حيث تعد الشركات الماليزية من الشركات الرائدة في تطبيق الحوكمة.
- لقد ساهمت الحوكمة في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق بماليزيا، ذلك أن بيئة الأعمال الماليزية تعتبر من البيئات الجاذبة للاستثمار، وما يثبت ذلك هو احتلالها لمراتب متقدمة في مؤشرات أداء بيئة الأعمال خاصة مؤشر سهولة أداء الأعمال والذي حصدت فيه المرتبة السادسة عالمياً سنة 2014، كما أن

اهتمام هيئة الأوراق المالية الماليزية بالإفصاح والشفافية من طرف الشركات المدرجة في كلا السوقين التقليدي أو الاسلامي يعتبر من العوامل التي ساعدت على تنشيط سوق الأوراق المالية

### الاقتراحات:

انطلاقاً من النتائج التي تم التوصل إليها بشأن تجربة كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية، فإن أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة بتنشيط أسواق الأوراق المالية بالدول النامية والتي تعاني من ضعف كلاً من البيئة الداخلية والخارجية للشركات تتمثل فيما يلي:

- أولاً وقبل الحديث عن الحوكمة فإن أغلب الدول النامية تعاني من قلة أو ضعف عدد الشركات المدرجة وكذا ضعف الاطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية، لذا فلا بد لها من الاهتمام بتوسيع نطاق خصوصية المؤسسات العمومية وفتح رأس مال الشركات العامة وتشجيع الشركات الخاصة على فتح رأسمالها لتوسيع قاعدة المساهمة من جهة، والاهتمام بتطوير البنية التحتية للسوق وتحسين نوعية خدماتها.
- ضرورة الاهتمام بنشر ثقافة الحوكمة وهذا من خلال انشاء معاهد متخصصة في حوكمة الشركات تعمل على تحضير استراتيجية وطنية لتبني مبادئ الحوكمة من قبل كافة الشركات وعلى مختلف أصنافها قصد الارتقاء بأدائها، والقضاء على كافة أشكال الفساد المتفشي بها خاصة المؤسسات الاقتصادية العمومية.
- من المعروف أن أغلب الدول النامية تعاني من ظاهرة الفساد لذلك يتوجب عليها أن تدخر جهوداً لتطهير بيئة الأعمال من الفساد والبيروقراطية أي الاهتمام الجدي بمكافحة الفساد، وهذا من خلال انشاء هيئات مكافحة الفساد وتفعيل دورها وجعلها أكثر استقلالية مع احترام سلطة القانون واستقلالية القضاء، فلن تكون هناك حوكمة فعّالة ورشيده إلا إذا كانت هناك قوانين تدعم تطبيقها.
- اقامة الحكم الراشد والعمل على تحديث وعصرنة الإدارة العمومية وتوجيه الموارد العمومية لخدمة التنمية الاقتصادية الوطنية بدلاً من توجيهها الى الفساد.
- الاهتمام بإعداد لوائح حوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية والعمل على تحديثها وفق المستجدات الدولية، وجعلها اجبارية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي لهيئات الأسواق المالية في أداء مهمة التحقق من التزام الشركات المدرجة بالبورصة بهذه اللوائح.
- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة بمراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات تقوم بتقييم التزام الشركات بهذه المبادئ وفرض عقوبات على المؤسسات التي لا تلتزم بذلك.
- تنويع الأدوات المالية والغاء كافة القيود والحواجز والتعقيدات البيروقراطية أمام دخول المستثمرين لسوق الأوراق المالية.
- من المعروف عن أسواق الأوراق المالية بالدول النامية أنها تعاني من ضعف نظام الإفصاح لذا فلا بد لها من الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة، واجبار هذه الأخيرة على القيام بنشر قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر

على نشاطها بصفة دورية، مع العمل على تحديث هذه المعلومات خاصة بالمواقع الالكترونية لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع.

- الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري وبأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية بين المستثمرين في الداخل والتعريف بالفرص الاستثمارية للمستثمرين الأجانب من خلال وسائل الإعلام المختلفة لجذب أكبر قدر ممكن من المدخرات للسوق.

#### - آفاق البحث:

- هناك بعض الجوانب الهامة التي لها صلة بالموضوع والتي نقترحها بأن تكون اشكاليات لمواضيع بحث قادمة مثل:
- دور الحوكمة في الاصلاح الإداري وعصرنة الإدارة العمومية بالجزائر.
  - الحوكمة وإدارة المخاطر في أسواق الأوراق المالية.
  - الحوكمة وحماية المستثمرين الأقلية: دراسة مقارنة بين الأسواق الناشئة والمتقدمة.
  - فعالية تطبيق الحوكمة في الأسواق المالية الاسلامية مقارنة مع الأسواق المالية التقليدية.
  - تقييم دور المستثمرين المؤسسيين في تطبيق الحوكمة بالشركات المدرجة بالأسواق المالية المتقدمة.

## قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية:

I. الكتب:

- 1- أحمد فتحي أبو كرم، الشفافية والقيادة الإدارية، دار الحامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 2- ابراهيم خليل حيدر السعدي، حوكمة الشركات ورفع مستوى الإفصاح وأثرها في معالجة الأزمة المالية المعاصرة، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2008.
- 3- أبو معاذ التميمي، المؤشرات الفنية، الجزء الأول، كتاب منشور على الموقع [www.sall.com](http://www.sall.com).
- 4- أفيناش ديكسيت (Avinash K.Dixit) ترجمة نادر ادريس التل، صنع السياسات الاقتصادية: منظور علم سياسة تكاليف الصفقات، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع عمان الأردن، 1998.
- 5- المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة - دراسة في الأسس القانونية والاقتصادية - دار الجامعة الجديدة الاسكندرية، 2008.
- 6- أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 7- أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة - القياس والإفصاح والتقرير المالي - الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء الثاني، 2007.
- 8- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 9- ثامر ياسر البكري، التسويق والمسؤولية الاجتماعية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 10- جون ميرفي، الأسواق المالية - التحليل الفني - ترجمة شيماء سليمان، بدون دار النشر والبلد.
- 11- حاكم محسن الربيعي وحميد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2011.
- 12- حمدي عبد العظيم، عولمة الفساد وفساد العولمة: اداري- تجاري- سياسي-دولي، الدار الجامعية، الاسكندرية 2008.
- 13- داولينغ غراهام، تعريب شحادة وليد، تكوين سمعة الشركة: الهوية والصورة والأداء، مكتبة العبيكان، الرياض (السعودية) الطبعة الأولى، 2003.
- 14- رجب السيد وعبد الفتاح محمد الصحن ومحمود ناجي درويش، أصول المراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 15- زهير الكايد، الحكمانية قضايا وتطبيقات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، القاهرة، 2000.
- 16- سعيد النجار، نحو استراتيجية قومية للإصلاح الاقتصادي، دار الشروق، 1991.
- 17- شارلز هل وجاريت جولز، الادارة الاستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2001.
- 18- شحانة السيد شحانة وعبد الوهاب نصر علي، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007/2006.
- 19- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية - الأهداف والسبل - عالم الكتب، مصر، 2003.
- 20- ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق رأس المال و أدواتها - الأسهم والسندات - مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003.

## قائمة المراجع

- 21- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: المفاهيم، المبادئ والتجارب، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 22- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية- الإسكندرية، 2002.
- 23- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر - الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 24- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم- المبادئ - التجارب - المتطلبات ): شركات قطاع عام وخاص ومصارف، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2007.
- 25- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 26- طاهر محسن منصور الغالي وصالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات الأعمال، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
- 27- طاهر محسن منصور الغالي ووائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الاستراتيجية منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2007.
- 28- طواهر محمد التهامي وصدقي مسعود، المراجعة وتدقيق الحسابات - الإطار النظري والممارسات التطبيقية - ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005.
- 29- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها- دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2006.
- 30- عايدة سيد خطاب وآخرون، التخطيط الاستراتيجي، دار الحريري للطباعة والنشر، لبنان، 2006.
- 31- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية"، مجموعة النيل، القاهرة، ط2، 2001.
- 32- عبد السلام أبو قحف، "أساسيات التنظيم والإدارة"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 33- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 34- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال - البنوك التجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار- الدار الجامعية الإسكندرية، 2000.
- 35- عبد الغفار حنفي، الاستثمارات في الأوراق المالية- أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات- الدار الجامعية الإسكندرية 2000.
- 36- عبد الفتاح محمد الصحن وسمير كامل، الرقابة والمراجعة الداخلية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2001.
- 37- عبد الوهاب نصر علي، موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفقا لمعايير المراجعة العربية والدولية والأمريكية، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 38- عبيد سعد المطيري، مستقبل مهنة المحاسبة والمراجعة: تحديات وقضايا معاصرة، دار المريخ، المملكة العربية السعودية 2004.
- 39- عصمت أنور صحصاح، اتجاهات حديثة في المراجعة وحوكمة البنوك، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2014.
- 40- علاء فرحان طالب، فاضل راضي الغزالي، إدارة التحديات الاستراتيجية في البنوك، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع 2009.
- 41- عمر محمد عثمان صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 42- عمر وصفي عقيلي، قيس عبد علي المؤمن، المنظمة ونظرية التنظيم، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1994.

## قائمة المراجع

- 43- فتحي رزق السوافيري وأحمد عبد المالك محمد، دراسات في الرقابة والمراجعة الداخلية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 44- لطفي السيد أحمد أمين، المراجعة وخدمات التأكد، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
- 45- محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2005.
- 46- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006.
- 47- محمد الصيرفي، المسؤولية الاجتماعية للإدارة، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، 2007.
- 48- محمد بكى عبد العليم، مبادئ إدارة الأعمال، جامع بنها، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، 2007، كتاب الكتروني  
محمل من الرابط [www.pdfactory.com](http://www.pdfactory.com).
- 49- محمد سمير الصبان وعبد الوهاب نصر على، المراجعة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 50- محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية،  
2005.
- 51- محمد صالح الحناوي و ابراهيم سلطان وجمال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 52- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الثالثة،  
1996.
- 53- محمد صبري هارون ، أحكام الاسواق المالية - الأسهم ، السندات - دار النفائس، الأردن، 1999.
- 54- محمد فتحي، 766 مصطلح اداري، دار التوزيع والنشر الاسلامية، مصر، 2002.
- 55- محمد فريد الصحن وآخرون، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 56- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة - مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك  
للاستثمارات في سوق الأوراق المالية- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
- 57- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الادارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية،  
الاسكندرية 2008.
- 58- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
- 59- محمد ابراهيم موسى، حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2010.
- 60- محمود ابراهيم وعبد السلام تركي، تحليل التقارير المالية، مطابع جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1995.
- 61- محي محمد مسعد، عولمة الاقتصاد في الميزان (الإيجابيات و السلبيات)، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية،  
2008.
- 62- منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
- 63- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
- 64- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 65- ناصر دادى عدون، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، الجزائر: دار المحمدية العامة، 1998.
- 66- هادي محمد التميمي، مدخل الى التدقيق من الناحية النظرية والعملية، دار وائل، عمان الأردن، الطبعة الثالثة، 2006.
- 67- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.

II. الرسائل والمذكرات الجامعية:

- 1- أشرف درويش أبو موسى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2008.
- 2- أونان بومدين، دور نظم المعلومات في تفعيل أداء مجلس الإدارة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2010/2011.
- 3- بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظرة اسلامية مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008/2007.
- 3- بن ثابت علال، دراسة في تأثيرات سوق الأوراق المالية على نظام حوكمة المؤسسات، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011/2012.
- 4- بن حسين ناجي، دراسة تحليلية لمناخ الاستثمار في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة قسنطينة، 2006/2007.
- 5- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2012.
- 6- بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2014/2015.
- 7- بن نعوم عبد اللطيف، دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية - دراسة حالة الجزائر - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة معسكر، 2015/2016.
- 8- بوسعيد سارة، دور استراتيجية مكافحة الفساد الاقتصادي في تحقيق التنمية المستدامة - دراسة مقارنة بين الجزائر وماليزيا - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة سطيف 2012/2013.
- 9- بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة الجزائر، 2014.
- 10- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005/2006.
- 11- خلاف وليد، دور المؤسسات الدولية في ترشيد الحكم المحلي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم السياسية والعلاقات الدولية تخصص الديمقراطية والرشادة، كلية الحقوق، قسم العلوم والسياسية والعلاقات الدولية، جامعة قسنطينة، 2009/2010.
- 12- زيطاري سامية، 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.
- 13- صاطوري 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.

## قائمة المراجع

- 14- طيبي نادية، الحوكمة في ظل النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، مدرسة الدكتوراه، تخصص إدارة الأفراد والمنظمات، جامعة تلمسان، 2010/2011.
- 15- عبد السلام ساسي الصابري، دور استراتيجيات الاستثمار المصرفي في تفعيل أسواق الأوراق المالية الناشئة - دراسة ميدانية على المصارف التجارية الليبية - رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في إدارة الأعمال جامعة دمشق، سوريا 2010.
- 16- علاء مصطفى أحمد نفاع، أثر التزام المدقق الخارجي الأردني بالإجراءات التحليلية في الحد من ممارسات المحاسبة الإبداعية: دراسة ميدانية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة جرش، الأردن 2015.
- 17- عمر عبد الفتاح الجابري، دراسة في الإدارة الاستراتيجية، أحد المتطلبات الأساسية للحصول على درجة الدكتوراه في إدارة الأعمال، الأكاديمية العربية بالدنمارك، بدون ذكر السنة.
- 18- عيسى عبد الله الغنودي، إمكانية حوكمة الشركات لتحسين الأداء في الشركات الصناعية الليبية : دراسة ميدانية- دراسة تحليلية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد قسم المحاسبة، جامعة دمشق سوريا، 2011.
- 19- غلاب فاتح، تطور وظيفة التدقيق في مجال حوكمة الشركات لتجسيد مبادئ ومعايير التنمية المستدامة: دراسة لبعض المؤسسات الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 2010/2011.
- 20- غلاي نسيمة، فعالية حوكمة الشركات: دراسة ميدانية لمؤسسات تلمسان، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة تلمسان، 2010/2011.
- 21- فادي أحمد رمضان، البعد السياسي للحكم الرشيد في ماليزيا وامكانية الاستفادة الفلسطينية 1981-2003، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في إدارة الدولة والحكم الرشيد، برنامج الدراسات العليا المشترك بين أكاديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا وجامعة الأقصى بغزة، 2015.
- 22- لحرش الطاهر، 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.
- 23- محمد عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال الناشئة وآثارها على المتغيرات الاقتصادية دراسة مقارنة على كل من مصر، اسرائيل، تركيا - رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، عين شمس، مصر 2002.
- 24- مزاهدية رفيق، 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 2006/2007.
- 25- نبيل خليل طة سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 2007.

III. المجالات:

- 1- ابراهيم فريد عاكوم، إدارة الحكم والعولمة: وجهة نظر اقتصادية، دراسات استراتيجية، مركز الامارات للبحوث والدراسات الاستراتيجية، العدد 117، أبو ظبي الامارات العربية المتحدة، 2006.
- 2- أحمد جاسم محمد المطوري، مدى توافر مؤشرات إدارة الحكم وأثرها على النمو الاقتصادي في العراق، مجلة الاقتصاد الخليجي العدد 19، 2011.
- 3- العرابي مصطفى وحمو سعدية، دور الصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد - ماليزيا أنموذجا - مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 1 مارس 2017.
- 4- انعام حسن زويلف، دور التحليل الاستراتيجي لأبعاد بيئة التحكم المؤسسي في استمرارية المنظمة وتجنب الأزمات المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، دون ذكر سنة النشر.
- 5- بسام عبد الله البسام، الحوكمة الرشيدة: دراسة حالة العربية السعودية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 67/69، صيف خريف 2014.
- 6- بشرى عبد الوهاب محمد حسن، دليل مقترح لتنفيذ لجنة التدقيق لدعم تنفيذ حوكمة الشركات وآلياتها، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة الثامنة، العدد 22، بدون ذكر السنة.
- 7- بن عيسى ليلي، الحكم الراشد أحد مقومات التسيير العمومي الجديد، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، العدد 14، ديسمبر 2013.
- 8- بوخاري عبد الحميد، واقع مناخ الاستثمار في الدول العربية، مجلة الباحث، عدد 10، 2012.
- 9- بوراس أحمد، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 17، 2002.
- 10- بوزرب خير الدين ومنصوري عبد الله، تقييم دور الولايات المتحدة الأمريكية في اصلاح النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية: دراسة باستخدام نظرية الاستقرار بالهيمنة، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 44، ديسمبر 2015.
- 11- بوعبد الله علي، تطور اصدار الصكوك المالية الاسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية العدد 14، 2015.
- 12- 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.
- 13- حسن كريم عاتي، العراق في مؤشر مدركات الفساد في تقارير منظمة الشفافية الدولية "أضواء ومعالجات"، مجلة النزاهة والشفافية للبحوث والدراسات، العدد السادس، هيئة النزاهة، جمهورية العراق، بدون ذكر السنة.
- 14- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79 ديسمبر 2004، بنك الكويت الصناعي، الكويت.
- 14- خبابة حسان، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، بدون ذكر العدد، فيفري 2004.
- 15- خليل أبو سليم، قياس أثر الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات الأجنبية - أدلة ميدانية من البيئة الأردنية - مجلة جامعة جازان فرع العلوم الانسانية، المجلد 3، العدد 1، جانفي 2014، المملكة العربية السعودية.

## قائمة المراجع

- 16- دانيال كوفمان، وارت كرائي، بابلو زويدو، تحسين التنظيم والادارة من التشخيص الى التنفيذ، مجلة التمويل والتنمية جوان 2000.
- 17- داودي الطيب، أثر تحليل البيئة الخارجية والداخلية في صياغة الاستراتيجية، مجلة الباحث عدد 5، 2007.
- 18- سامح محمد رضا رياض أحمد، دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية - دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 1، 2011.
- 19- سعد العنزي، محاولة جادة لتأطير نظرية اصحاب المصالح في دراسات إدارة الاعمال، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 13، العدد 48، 2007.
- 20- سعيدي يحيى، أوصيف لخضر، دور المراجعة الداخلية في حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي العدد 5، السنة 5، 2012.
- 21- سيد عبد الرحمن عباس بله، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الابداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 12، 2012.
- 22- شريقي عمر، التدقيق الداخلي كأحد أهم الآليات في نظام الحوكمة ودوره في الرفع من جودة الأداء في المؤسسة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 7، 2015.
- 23- ظاهر القشي وحازم الخطيب، ال حاكمية المؤسسية وامكانية تطبيقها على أرض الواقع في الشركات المدرجة في الأسواق المالية، مجلة اريد للبحوث والدراسات، جامعة اريد، المجلد العاشر، العدد الأول، تشرين الأول، 2006.
- 24- عبد الرزاق خليل وعادل عاشور، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية- جمع رياض سطيف نموذجاً- مجلة أبحاث روسيكادا، العدد الثالث، سكيكدة، ديسمبر 2005.
- 25- عبد الوهاب أحمد عبد الله مسعود عياش، دور الرقابة الداخلية في رفع كفاءة الأداء المالي، مجلة جامعة الناصر، العدد الرابع ديسمبر 2014.
- 26- علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 63-64، 2013.
- 27- علام محمد حمدان، صبري ماهر مشتهي وبهاء صبحي عواد، دور لجان التدقيق في استمرارية الأرباح كدليل على جودتها، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، 2012.
- 28- علي عبد القادر ذنبيات ونوال كفوس، مدى التزام الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية بمتطلبات الرقابة الداخلية وأثر ذلك على أدائها المالي، مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد 39، العدد 1، 2012.
- 29- عمر اقبال توفيق المشهداني، تدقيق التحكم المؤسسي (حوكمة الشركات) في ظل معايير التدقيق المتعارف عليها "اطار مقترح"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012.
- 30- عوض بن سلامة الرحيلي، لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد والتجارة، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، 2008.
- 31- غزيوي هندة، الجهود العربية والدولية لمكافحة الفساد "من منظور قانوني"، مجلة البحوث والدراسات الانسانية، العدد 2016 12.

- 32- 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.
- 33- ماهر الأمين وساميا أحمد داود، تأثير ضغط أصحاب المصالح في مستوى تبني ممارسات المحاسبة الادارية البيئية - دراسة ميدانية على الشركات الصناعية السورية - مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد 36، العدد 2، 2014.
- 34- مجدي محمد سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات وأثرها على جودة القوائم المالية المنشورة في بيئة الأعمال المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية، المجلد رقم 46، العدد 2، 2009.
- 35- مها محمود رمزي ريحاوي، الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات - حالة دراسية للشركات المساهمة العمانية - مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد الأول، 2008.
- 36- نجلاء ابراهيم يحيى عبد الرحمن، دور الآليات الداخلية للحوكمة في تحسين الإفصاح والتقرير عن المسؤولية الاجتماعية لمنشآت الأعمال السعودية، مجلة اتحاد الجامعات العربية للمحاسبة والمراجعة، العدد الثاني، ديسمبر 2016.
- 37- نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات - سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، مجلة الاصلاح الاقتصادي مركز المشروعات الدولية الخاصة، العدد 8، 2003.
- 38- يحيى أبو الفتوح، تحليل أثر التغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الناشئة في مصر، دورية الادارة العامة، المجلد 45، العدد 4، 2005.
- 39- 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.
- IV. المؤتمرات، الملتقيات والندوات:
- 1- احسان بن صالح المعتاز، أخلاقيات مهنة المراجعة والمتعاملين معها- انهيار انرون والدروس المستفادة - بحث مقدم للندوة الحادية عشر حول سبل تطوير المحاسبة - دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية- جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ديسمبر 2006.
- 2- ابتسام عبد الرحمن حلواني، كيف نحصن موظفينا ضد الفساد الإداري، مؤتمر القيادة الإبداعية والتحديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006.
- 3- العايب عبد الرحمان، تيجاني بالرفي، إشكالية حوكمة الشركات والزامية احترام أخلاقيات الأعمال في الأزمة الاقتصادية الراهنة، الملتقى الدولي حول حوكمة الشركات وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة عنابة، يومي 18-19/11/2009.
- 4- ايمان أحمد عزمي، حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية: الوضع القائم والاطار الملائم، المؤتمر العلمي الخامس حول حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والادارية والاقتصادية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، من 8 الى 10 سبتمبر 2005.

## قائمة المراجع

- 5- بركات سارة، زايدى حسبية، الحوكمة الجيدة ومحاربة الفساد والرشوة شروط أساسية لتحقيق التنمية في الشرق الأوسط وشمال افريقيا، مداخلة مقدمة الى المنتدى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري جامعة بسكرة، يومي 6/7/2012.
- 6- بقدر عائشة وبكار أمال، المسؤولية الاجتماعية بين الالتزام والالتزام، المنتدى الدولي الثالث حول منظمات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية جامعة بشار، يومي 14/15 فيفري 2012.
- 7- بن الضب علي و بن ناصر فاطمة، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية- دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997/2010 ، المنتدى الدولي الأول حول: الاقتصاد الاسلامي، الواقع ..ورهنات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، يومي 23/24 فيفري 2011.
- 8- بن ثابت علال وبن جاب الله محمد، الحوكمة المؤسسية ومتطلبات الاصلاح لتطبيقها في الدول النامية، المنتدى الدولي الأول حول أبعاد الجيل الثاني من الإصلاحات الاقتصادية في الدول النامية، جامعة بومرداس، ديسمبر 2006.
- 9- جهاد خليل الوزير، دور الحكومة في تمكين المساهمين والمستثمرين واستقرار السوق المالية، ورقة عمل مقدمة الى المنتدى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007.
- 10- حسين عبد المطلب الأسرج، تفعيل دور المسؤولية الاجتماعية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية، المنتدى الدولي الثالث حول: منظمات الأعمال والمسؤولية الاجتماعية، جامعة بشار، يومي 14/15 فيفري 2012.
- 11- خامرة السعيد وتمجدين نور الدين، الإدارة الرشيدة خيار للإصلاح الإداري والمالي، المنتدى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية، جامعة سكيكدة، يومي: 04/05 ديسمبر 2007.
- 12- دراوسي مسعود وضيف الله محمد الهادي، فعالية وأداء المراجعة الداخلية في ظل حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، المنتدى الوطني الأول حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة بسكرة، يومي 6/7 ماي 2012.
- 13- رملي حمزة رملي و زحوط اسماعيل، دور ادارة العلاقة مع أصحاب المصلحة في تفعيل أبعاد التنمية المستدامة في المؤسسة الاقتصادية: دراسة ميدانية على مجمع زاد فارم لصناعة الأدوية بقسنطينة، المنتدى العلمي الدولي حول سلوك المؤسسة الاقتصادية في ظل رهانات التنمية المستدامة والعدالة الاجتماعية، يومي 20-21 نوفمبر 2012، جامعة ورقلة.
- 14- زايري بلقاسم، الحكم الرشيد والكفاءة الاقتصادية، المؤتمر الدولي حول: الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة 2005.
- 15- زرزار العياشي وشرق سمير، حوكمة الشركات - المفهوم ، الخصائص، الركائز، والأهمية الاقتصادية- المنتدى الوطني الثالث حول: سبل تطبيق الحكم الراشد بالمؤسسات الاقتصادية الوطنية جامعة سكيكدة، يومي 9/10 ديسمبر 2007.
- 16- صبايحي نوال، واقع الحوكمة في دول مختارة مع التركيز على التجربة الجزائرية، المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، يومي 19/20 نوفمبر 2013.
- 17- 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، 6/7 مارس 2007.

## قائمة المراجع

- 18- طاهري فاطمة الزهراء و عيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة بسكرة، يومي 7/6 ماي 2012.
- 19- عادل عبد العزيز السن، متطلبات مواجهة المخالفات المالية والإدارية، ورقة عمل مقدمة ضمن مؤتمر الإدارة الرشيدة والإصلاح الإداري والمالي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009.
- 20- عبد الفتاح بوخمحم، نظريات الفكر الاداري تطور وتباين أم تنوع وتكامل، المؤتمر العلمي الدولي عوالة الادارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان طرابلس لبنان، 17/15 ديسمبر 2012.
- 21- عبد القادر الشخلي، دور القانون في مكافحة الفساد الإداري والمالي، مؤتمر القيادة الإبداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006.
- 22- عبد الله بلوناس، رؤية اقتصادية للفساد، أسبابه ونتائجه وطرق معالجته، مداخلة مقدمة في مؤتمر القيادة الإبداعية والتجديد في ظل النزاهة والشفافية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006.
- 23- عبد النبي العكري، واقع التشريعات والممارسة لمكافحة الفساد في دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر المساءلة والشفافية ودورها في تنمية الاقتصاد الخليجي، مسقط، 22/21 مارس 2009
- 24- عماد الشيخ داود، الشفافية ومراقبة الفساد، الفساد والحكم الصالح في البلاد العربية، بحوث مناقشات الندوة الفكرية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004.
- 25- فهد محسن البصري، مدققو الحسابات والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 14/13 مارس 2009.
- 26- 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.
- 27- محمد طارق يوسف، حوكمة الشركات اللازمة لسلامة التطبيق: مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلي، المنظمة العربية للتنمية الادارية، أعمال المؤتمرات، القاهرة، نوفمبر 2006.
- 28- محمد عبد الفتاح إبراهيم، نموذج مقترح لتفعيل قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات (تدقيق الشركات - تدقيق المصارف والمؤسسات المالية - تدقيق الشركات الصناعية)، مركز المشروعات الدولية الخاصة، القاهرة، 26/24 سبتمبر 2005.
- 29- محمود عبد الفضيل، مفهوم الفساد ومعايير، الفساد والحكم الصالح في البلاد العربية، بحوث مناقشات الندوة الفكرية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004.
- 30- مخفي أمين وفداوي أمينة، تجارب وممارسات الدول النامية والمتقدمة في مجال تكريس مبادئ حوكمة المؤسسات لتحقيق التنمية المستدامة، الملتقى العلمي الدولي حول: آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة ورقلة، يومي 26/25 نوفمبر 2013.

## قائمة المراجع

- 31- مصطفى حسن بسيوني السعدني، الشفافية والافصاح في اطار حوكمة الشركات، مبادئ وممارسات الحوكمة، ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، أعمال المؤتمرات، القاهرة، 2006.
- 32- مصطفى حسن بسيوني السعدني، 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.
- 33- ميخائيل اشرف حنا، تدقيق الحسابات في إطار منظومة حوكمة الشركات، بحوث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، 2005.
- 34- نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم - مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المجلد الأول، غرفة تجارة وصناعة دبي، 7/6 مارس 2007.
- V. أوراق العمل:**
- 1- أماني خالد بورسلي، آثار تطبيق معايير ومبادئ الحوكمة الحديثة وأسس التقييم، اتحادات الشركات الاستثمارية، مكتبة آفاق سبتمبر 2012.
- 2- برنامج الأمم المتحدة الانمائي، شعبة التطوير الاداري وادارة الحكم مكتب السياسات الانمائية، الفساد والحكم الرشيد ورقة مناقشة رقم 3، نيويورك، يولييه، 1997.
- 3- بهاء الدين سمير علام، أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية: دراسة تطبيقية مركز المديرين المصري، القاهرة 2009.
- 4- جون سوليفان، البوصلة الأخلاقية للشركات: أدوات مكافحة الفساد، الدليل السابع لحوكمة الشركات مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2009.
- 5- سالم بن ناصر الإسماعيلي وآخرون، الحرية الاقتصادية في العالم العربي، مؤسسة فريدريش ناومان من أجل الحرية، معهد فريزر، مؤسسة البحوث الدولية بسلطنة عمان، التقرير السنوي لعام 2015.
- 6- سلوى الشعراوي جمعة وآخرون ، إدارة شؤون الدولة و المجتمع، مركز دراسات واستشارات الإدارة العامة، القاهرة، 2001.
- 7- سميحة فوزي، تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية، ورقة عمل رقم 72، أبريل 2003.
- 8- طارق يوسف، القواعد الجديدة لحوكمة الشركات في المملكة المتحدة، مركز المديرين المصري، أوت 2012.
- 9- عدنان بن حيدر بن درويش، حوكمة الشركات ودور مجلس الادارة، اتحاد المصارف العربية، 2007.
- 10- نجاة جمعان، حوكمة الشركات - متطلباتها، مبادئها ونطاق تطبيقها- كونست للاستشارات الاستثمارية، 2009.
- 11- نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبيل التقدم مع القاء الضوء على التجربة المصرية، مركز المشروعات الدولية الخاصة جانفي 2003.

## VI. التقارير:

- 1- برنامج الأمم المتحدة الانمائي، مكافحة الفساد لتحسين ادارة الحكم، شعبة التطوير الاداري وادارة الحكم، مكتب السياسات الانمائية، 1998.
- 2- كاترين ل. كوشتا هليلينج، جون سوليفان، تأسيس حوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة والانتقالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مارس 2002.
- 3- مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004.
- 4- مركز المديرين المصري، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، أكتوبر 2005.
- 5- مركز المديرين المصري، دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية، جويلية 2006.
- 6- فريق من المنظمة العربية للتنمية الادارية، معجم المصطلحات الادارية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر 2007.
- 7- وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2009.
- 8- الجمعية العامة للأمم المتحدة، مجلس حقوق الانسان، تقرير وطني مقدم وفقا للفقرة 15 أ من مرفق قرار مجلس حقوق الانسان 1/5 مالىزيا الدورة الرابعة، جنيف سويسرا، 2-13 فبراير 2009.
- 9- مركز المديرين، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، فبراير 2011.
- 10- مركز المشروعات الدولية الخاصة والمنتدى العالمي لحوكمة الشركات، تشجيع حوكمة الشركات في الشرق وشمال افريقيا - تجارب وحلول - فبراير 2011.
- 11- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الملامح الرئيسية لحوكمة الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، الادارة العامة للدراسات والتطوير، تموز، 2012.
- 12- البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية، ممارسة أنشطة الأعمال 2014: فهم الأنظمة المتعلقة بالشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، تقرير رئيسي خاص بالشركات، الطبعة 11، 2013.
- 13- الهيئة الوطنية لمكافحة الفساد "نزاهة"، تقرير تعريفي عن مؤشر مدركات الفساد لعام 2014، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- 14- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، بيئة أداء الأعمال في الدول العربية لعام 2015، السنة الثانية والثلاثون العدد الفصلي الرابع (أكتوبر ديسمبر 2014)، الكويت.
- 15- وزارة تطوير القطاع العام، أبرز المؤشرات الدولية وواقع حال الأردن فيها، الأردن، مارس 2015.
- 16- مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركات، الاصدار الثالث، 26 جويلية 2016.
- 17- التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع: 2014-2015-2016.
- 18- تقارير منظمة الشفافية الدولية، من 2007 الى 2017.
- 19- مجلس ادارة هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار رئيس مجلس ادارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة، أبو ظبي 2016/04/28.
- 20- وزارة تطوير القطاع العام، أبرز المؤشرات الدولية وواقع حال الأردن فيها، التقرير السنوي الثاني، شباط 2016.

## قائمة المراجع

- 21- صندوق النقد العربي، تقرير تنافسية الاقتصاديات العربية، جانفي 2016.
- 22- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات - الفرص والتحديات - الاصدار رقم 11، دبي الامارات العربية المتحدة جانفي 2016.
- 23- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، حوكمة الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، دليل استرشادي، دبي الامارات العربية المتحدة، يوليو 2017.

## VII. المواقع الالكترونية:

- رأفت حسين مطير، آليات تدعيم دور المراجعة الخارجية في حوكمة الشركات، مقالة منشورة على الموقع:  
<http://www.iugaza.edu.ps/emp/folders/538/article/fichier.pdf>
- بن الشيخ سارة وبن عبد الرحمان نيمان، واقع الحوكمة في بيئة العمال الجزائرية في ظل المستجدات الحالية، مخبر LUDLD، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014:  
[https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/7662/1/ben\\_chaikh.pdf](https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/7662/1/ben_chaikh.pdf)
- حازم البيلاوي، مناخ الاستثمار والقوانين الاستثنائية، مقالة منشورة على الموقع الالكتروني:  
<http://hazembeblawi.c>
- قويدري محمد، المزايا والحوافز المؤثرة في تكوين مناخ الاستثمار بالإشارة الى بعض الاقتصاديات العربية: تونس و الجزائر، مقالة منشورة على موقع منتدى التمويل الاسلامي:  
<http://islamfin.go-forum.net/t1873-topic>
- تشام فاروق، دور وأهمية مناخ الاستثمار في رفع القدرة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية، مقالة منشورة على الموقع الالكتروني:  
<http://manifest.univ-ouargla.dz/index.php/archives/archive/faculté-des-sciences-economiques-,de-gestion-et-des-sciences-commerciales/68>
- جواد كاظم البكري، أثر مؤشر الحرية الاقتصادية على مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة قياسية للمدة 1995-2010 (أ نموذجي تونس والبحرين)، مقالة منشورة على الموقع الالكتروني:  
[http://www.uobabylon.edu.iq/publications/economy\\_edition1/economy1\\_1.doc](http://www.uobabylon.edu.iq/publications/economy_edition1/economy1_1.doc)
- محمد عبد الله المومني، تقييم ضوابط تشكيل لجان التدقيق واليات عملها في الشركات الاردنية المساهمة لتعزيز الحوكمة المؤسسية: دراسة ميدانية، كلية الدراسات الاقتصادية والادارية، جامعة جدارا، اربد الأردن، ص ص 11-12، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:  
<http://www.kantakji.com/media/1402/914.doc>
- دليل الرقابة الداخلية، مقالة منشورة على الموقع:  
<http://www.arabosia.org/ar/downloads/partie8.fichier.pdf>
- عمراي كربوسة، الحكم الراشد ومستقبل التنمية المستدامة في الجزائر، مقالة محملة من الرابط:  
[http://www.univ-chlef.dz/uahbc/seminaires\\_2008/dicembre\\_2008/com\\_dic\\_2008\\_27.pdf](http://www.univ-chlef.dz/uahbc/seminaires_2008/dicembre_2008/com_dic_2008_27.pdf)
- هيئة النزاهة، ماهية الفساد، المملكة العربية السعودية، مقالة منشورة على الموقع الالكتروني:  
[http://www.nazaha.iq/%5Cpdf\\_up%5C994%5C18.pdf](http://www.nazaha.iq/%5Cpdf_up%5C994%5C18.pdf)
- سكوت ايزنر، شركات الأعمال تبحث عن الحكم الرشيد في الدول النامية، مقالة منشورة على الموقع الالكتروني:  
<http://iipdigital.usembassy.gov/st/arabic/publication/2009/12/20091223143030snmassabla0.291836.html#ixzz3xayCCJI8>
- دبله فاتح وبن عيشي بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على مستوى أداء الأسواق، مقالة منشورة على موقع منتدى التمويل الاسلامي، على الموقع:  
<http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm>
- محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية - مقالة منشورة على الموقع:  
[www.ac.ly](http://www.ac.ly)

## قائمة المراجع

- منتديات ستار تايمز (أرشيف الاقتصاد والأعمال)، الأسواق المالية الناشئة، الموقع الإلكتروني:  
<http://www.startimes.com/?t=26819521>
- سامي سوف، ماهي الأسواق المالية الناشئة؟ منتديات نبض الجزائر، 10/10/2008:  
<http://nabdalg.7olm.org/t1393-topic>
- شبكة الجزيرة الإعلامية، مؤشر الأسواق الناشئة:  
<http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2013/6/13/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1>
- محسن صالح، النموذج السياسي المالي وإدارة الاختلاف، مركز الجزيرة للدراسات، 21 يونيو 2012، الموقع الإلكتروني:  
<http://studies.aljazeera.net/ar/issues/2012/06/201262111235327448.html>
- مركز أبو ظبي للحكومة:  
<http://www.adccg.ae/Arabic/AboutUs/Pages/Profile.aspx>
- الاتحاد الاماراتية، تأسيس أول معهد اقليمي لحوكمة الشركات، 13 فيفري 2006:  
<http://www.alittihad.ae/details.php?id=49123&y=2006>
- هيئة الأوراق المالية والسلع، حوكمة الشركات:  
<https://www.sca.gov.ae/Arabic/PJSC/Pages/Governance/Governance.aspx>
- البيان الاقتصادي، معايير جديدة للانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات، أبو ظبي، 8 ماي 2016:  
<https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2016-05-08-1.2634830>
- ايلاف، الامارات توقع اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد: 11 اوت 2005، الموقع الإلكتروني:  
<http://elaph.com/Web/Economics/2005/8/82711.htm?sectionarchive=Economics>
- عمر السعيد ومصطفى بدر الدين، ديوان المحاسبة يشارك في مؤتمر الأمم المتحدة لمكافحة الفساد، "وام" وكالة أنباء الامارات: 06 نوفمبر 2017، الموقع الإلكتروني للوكالة:  
<http://wam.ae/ar/details/1395302644576>
- رضا مصط، الإمارات تشارك في أعمال المؤتمر الأول للدول الأطراف في الاتفاقية العربية لمكافحة الفساد، "وام" وكالة أنباء الامارات، 27 ديسمبر 2010 ، الموقع الإلكتروني للوكالة:  
<http://wam.ae/ar/details/139528967912>
- موقع ديوان المحاسبة بالإمارات العربية المتحدة، اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الفساد:  
<http://www.sai.gov.ae/ar/Pages/legal.aspx>
- الموقع الرسمي لسوق الامارات للأوراق المالية:  
<http://esm.sca.ae/Arabic/Emiratesindex/pages/about.aspx>
- الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي:  
<http://www.dfm.ae/default.aspx>

ثانياً: باللغة الأجنبية:

### I. Ouvrages :

- Bertrand Richard & Dominique Miellet: La dynamique du gouvernement d'entreprise, Éditions d'organisation, Paris, France, 2003.
- Edward Freeman. R, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Managing for Stakeholders Survival, Reputation, and Success, Yale University Press, UK, 2007.
- Ferrone. G et Darcimoles. C.H, le développement durable : des enjeux stratégiques pour l'entreprise, éditions d'Organisation, Paris, 2002.
- Franck Bancelle, La gouvernance des Entreprises, economica, Paris, 1997.
- Frédéric parrat, le gouvernement d'entreprise, édition maxima, paris, 1999.
- Gomez. P.Y, Le gouvernement de l'entreprise: Modèles économiques de l'entreprise et pratiques de gestion, InterEditions, Paris 1996.

- Jacquillat. B et slonik. B, **Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques**, 3eme édition, Paris: DUNOD, 1997, p 62.
- Jérôme maati, **le gouvernement d'entreprise**, édition de boeck, paris, 1999
- Jounot. A, **100 question pour comprendre et agir RSE et développement durable**, édition AFNOR, Paris, 2010.
- Michael Jensen et Chifford Smith , **Stockholder, Manager and creditor interests : applications of Agency theory**, Havard Business School 1985.
- Pascal charpentier , **Management et gestion des organisation**, Armand colin, 5<sup>eme</sup> édition, Paris, 2007.
- Robert Coblaut , **théorie financière**, édition economica, paris 4<sup>eme</sup> édition,1997.
- Jacquillat. B et slonik. B, **Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques**, 2eme édition, Paris DUNOD, 1993.

## II. Thésés:

- Floriane Bouyouud, **Le management stratégique de la responsabilité sociale des entreprises**, thèse de doctorat en management, le CNAM, Paris, 2010.

## III. Articles :

- Brijesh Yadav, **Creative Accounting** : A Literature Review , The SIJ Transactions on Industrial, Financial & Business Management (IFBM), Vol. 1, No. 5, November-December 2013.
- Charreaux.G, **Pour une véritable théorie de la latitude managérial du gouvernement d'entreprise**, Revue française de gestion, Novembre/Décembre, N°111, 1996
- Diane K. Denis & John J. McConnell, **International Corporate Governance** , Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 5/2003,European Corporate Governance Institute ECGI, January 2003
- Frédéric Demerens, Jean-Louis Paré, Jean Redis, **Investor Skepticism and Creative Accounting: The Case of French SME Listed on Alternext**, International Journal Of Business, 18 (1), 2013.
- Héla Gharbi, **Enracinement des dirigeants: une revue de la littérature**, FROG 2002.
- Hervé Alexandre et Mathien paquerot , **efficacité des structures de contrôle et enraccinement des dirigeants** , finance contrôle stratégie Volume 3, N°=2,juin 2000.
- Jensen and Meckling, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, vol 3, 1976.
- Mercier. S et Gond. J.P, **La théorie des parties prenantes**, FARGO - Centre de recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations, Cahier du FARGO n° 1050502, Mai 2005.
- Nichlas S. Argyres, Julia Porter Liebeskind, **Contractual commitments, Bargaining power and governance inseparability: incorporating history into transaction cost theory** The academy of management review, vol 24, n° 01, January 1999.
- Pigé. B, **Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires**, Finance contrôle stratégie Vol 1, N°=3, septembre 1998.
- Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, **Do Managerial objectives drive bad acquisition?**, Journal of finance, N°45, 1990.
- Savita Bailur, **Using Stakeholder Theory to Analyze Telecenter Projects**, Information Technologies and International Development, Volume 3, Number 3, Spring 2006.
- Shin. K. Y., **The Executor of Integrated Marketing Communications Strategy: Marcom Managers Working Model**, Springer Briefs in Business, 2013.
- Shleifer A. Vishny R.W, **Management Entrenchment the case of Manager specific investments**, Journal of finance economics, vol 25,N° 1.

- Vera Munoz Sandra, **Corporate governance reforms : redefined expectations of audit committee responsibilities and effectiveness**, journal of business ethics, vol 62 ,2005.

#### IV. Communications:

- Héla Garbi, **vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants**, 13<sup>ème</sup> conférence de L'AIMS, Normandie rallée de seine, 2-4 juin 2004.

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

#### V. Rapports et notices des informations:

- Marc Vienot: **Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise**, Rapport du groupe de travail, l'association Française des Entreprises Privées et le Mouvement des entreprises de France, juillet 1999.

- Marc Vienot: **Le conseil d'administration des sociétés cotées**, Rapport du groupe de travail, l'association Française des Entreprises Privées et le Conseil National du Patronat Français, juillet 1995.

- Hampel Report, **Committee in Corporate Governance**, London, 1998.

- Basel Committee on Banking Supervision, **Consultative Document Principles for enhancing corporate governance**, Bank for International Settlements, March 2010.

- Basel Committee on Banking Supervision, **Guidelines Corporate governance principles for banks**, Bank for International Settlements , July 2015.

- FTSE Russell, **FTSE Country Classification Process**, v1.3, March 2017.

- MSCI, **Market Classification Review**, New York –20 June 2017.

- Securities Commission of Malaysia, **Finance Committee Report On Corporate Governance**, <https://www.sc.com.my/finance-committee-report-on-corporate-governance/>

- MICG : Malaysian Institute of Corporate Governance, <http://micg.org.my/Static/AboutUs>

- Finance Committee On Corporate Governance, **Malaysian Code On Corporate Governance**, March 2000.

- Securities Commission Malaysia, **Corporate Governance Blueprint 2011**, Towards Excellence in Corporate Governance, July 2011.

- Securities Commission Malaysia, **Malaysian Code On Corporate Governance** 2012.

- Securities Commission of Malaysia, **Malaysian Code On Corporate Governance** 2017.

- Securities commission Malaysia, annual reports: part 5-6 ,Statements, Statistics and Activities, (2007-2016).

- Bursa Malaysia, annual report (2009 ), (2011 ), (2016 ).

- World Bank Group, A World Bank Group Flagships Reports, Ease of Business Performance Index (2007-2017).

- The Heritage Foundation : Institute Four Economic Freedom, **Index of Economic Freedom** (2007-2017).

- world Economi Forum, **The Global Competitiveness Report** ( 2007-2017).

- The World Bank Group, **Worldwide Governance Indicator** (2007-2014).

<http://databank.worldbank.org/data/ddperror.aspx?aspxerrorpath=/data/reports.aspx>

- The Law Library of Congress, Global Legal Research Center, **France: New Law on Banking and Financial Regulation**, December 2010.

- **One hundred seventh congress of the united states of America at the second session**, city of Washington, Wednesday, 23 January 2002.