

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



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: محاسبة، مالية وبنوك

العنوان

دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية العربية
- حالة الأسواق المالية الناشئة -

من إعداد الطالبة:

سامية شارفي

نوقشت يوم 2018/10/04

إشراف الاستاذ:

أ.د بن علي بلعزوز

أعضاء لجنة المناقشة

رئيساً	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د محمد زيدان
مقرراً	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د بن علي بلعزوز
ممتحناً	جامعة خميس مليانة	أستاذ	أ.د جلول بن عناية
ممتحناً	المركز الجامعي تيبازة	أستاذ محاضر	د. سحنون جمال الدين
ممتحناً	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د. نورين بومدين
ممتحناً	جامعة الشلف	أستاذ محاضر	د. إبراهيم شريفي

السنة الجامعية 2018/

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

أمِّي الغالية، رعاها الله ورزقها الدرجات العالِيَّة

أبِّي حفظه الله، أوسط أبواب الجنَّة الثَّمانيَّة

حماتي رحمها الله، وأسكنها جنات خلدِه راضية مرضِيَّة

زَوْجِي نور حياتي، أدام الله عليه الصَّحة والعافيَّة

أبنائي رحمهم الله، محمد الأمير وريتاج، الفرحة الناقصَة

إخوتي وأخواتي، أعزهم الله ورزقهم القُطوف الدانيَّة

أساتِدتي الكرام، العقول الراقية والمصابيح السَّاميَّة

سامية

كلمة شكر وعرّفان

الحمد لله على معونته وتوفيقه لي على إتمام هذا العمل البحثي، وما

توفيقني إلا بالله، فله الحمد والشكر ابتداءً وانتهاءً.

أقدم وافر الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور "بلعزوز بن علي"

لقبوله الإشراف على هذا العمل، ولعظيم مجهوداته وتوجيهاته ونصائحه

العلمية والأبوية، فضله عليّ كبير، حفظه وسدّد خطاه المولى القدير.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لأساتذتي الأفاضل أعضاء لجنة

المناقشة على فضل قراءة هذا العمل وتقييمه وتصويبه.

أشكر كلّ من ساهم وأعان على إتمام عذا العمل من قريب أو من بعيد.

	الإهداء
	شكر وتقدير
	الملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
د-	مقدمة عامة
الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات
3	المطلب الأول : مفهوم حوكمة الشركات
8	المطلب الثاني: أهمية ومجالات تطبيق حوكمة الشركات
11	المبحث الثاني: التأصيل النظري لحوكمة الشركات وأهم ركائزها
1	المطلب الأول: النظريات الاقتصادية المفسرة لحوكمة الشركات
2	المطلب الثاني: ركائز حوكمة الشركات

26	المبحث الثالث: قواعد حوكمة الشركات حسب تقارير المنظمات العالمية
26	المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الاقتصادي وبنك التسويات الدولي
32	المطلب الثاني: مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التجارة العالمية WTO ومنظمة العمل الدولية ILO
36	خلاصة
الفصل الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية	
38	تمهيد
39	المبحث الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية
39	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
42	المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية
46	المطلب الثالث: الأدوات الاستثمارية لسوق الأوراق المالية
53	المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة
53	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة
56	المطلب الثاني: محددات أسواق الأوراق المالية الناشئة
60	المطلب الثالث: مؤشرات تصنيف أسواق الأوراق المالية الناشئة
69	المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

69	المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
75	المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
76	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
79	خلاصة
الفصل الثالث: انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل سوق الأوراق المالية	
81	تمهيد
82	المبحث الأول : المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية
82	المطلب الأول : معايير جودة المعلومات المحاسبية
85	المطلب الثاني : دور المعلومات في تسعير الأصول المالية
88	المبحث الثاني: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية
88	المطلب الأول : أساليب التضليل في سوق الأوراق المالية
90	المطلب الثاني: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية
96	المبحث الثالث : انعكاس جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية
96	المطلب الأول : دور مبادئ الحوكمة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية
103	المطلب الثاني : ارتباط حوكمة الشركات بكفاءة سوق الأوراق المالية

104	المطلب الثالث: متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية
109	خلاصة
<p>الفصل الرابع: العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة</p> <p>- دراسة قياسية -</p>	
111	تمهيد
112	المبحث الأول: متطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر في ظل حوكمة الشركات
112	المطلب الأول: بورصة الجزائر وميثاق حوكمة الشركات
115	المطلب الثاني: تحديات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر
118	المطلب الثالث: نموذج مقترح لتعزيز الحوكمة داخل السوق المالية الجزائرية
122	المبحث الثاني: أساليب قياس أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية
122	المطلب الأول: اختبار أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية
128	المطلب الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد متغيرات الدراسة
132	المطلب الثالث: المؤشر العام لأسعار أسهم بورصتي مصر ودي
138	المبحث الثالث: التحليل القياسي لنموذج كفاءة الأسواق المالية العربية
138	المطلب الأول: اختبار كفاءة سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة مصر (EGX)
145	المطلب الثاني: اختبار كفاءة سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة دبي (MGI)

152	المبحث الرابع: قياس كفاءة الأسواق المالية العربية الناشئة بدلالة محددات الحوكمة
152	المطلب الأول: دراسة قياسية لكفاءة سوق مصر بدلالة محددات حوكمة الشركات
161	المطلب الثاني: دراسة قياسية لكفاءة سوق دبي بدلالة محددات حوكمة الشركات
170	خلاصة
172	خاتمة عامة
	المراجع
	الملاحق

قائمة الجداول :

الصفحة	الجدول
18	الجدول رقم (1-1): أنماط الحوكمة حسب ويليامسون
19	الجدول رقم (2-1): تحديد تكاليف المعاملات حسب نظام الحوكمة وخصائص المعاملات
60	الجدول رقم (1-2): التدفقات الخارجية السنوية نحو الأسواق الناشئة -مليار دولار-
62	الجدول رقم (2-2): إعادة تصنيف اسواق الأوراق المالية من قبل MSCI
65	الجدول رقم (3-2): معايير مؤشر FTSE
67	الجدول رقم (4-2): أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر Dow Jones .
68	الجدول رقم (5-2): معايير تصنيف وإعادة تصنيف الأسواق المالية من طرف شركات المؤشرات الكبرى

140	الجدول رقم (01-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX1) عند المستوي
141	الجدول رقم (02-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX1) عند الفرق الأول
143	الجدول رقم (03-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX2) عند المستوي
144	الجدول رقم (04-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX2) عند الفرق الأول
147	الجدول رقم (05-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI1) عند المستوي
147	الجدول رقم (06-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI1) عند الفرق الأول
150	الجدول رقم (07-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI2) عند المستوي

150	الجدول رقم (08-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI2) عند الفرق الأول
152	الجدول رقم (09-04): المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للبورصة المصرية
155	الجدول رقم (10-04): الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل
156	الجدول رقم (1-04): نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوي
157	الجدول رقم (12-04): يبين تقدير النموذج الأول
159	جدول رقم (13-04): يبين تقدير النموذج الثاني
161	الجدول رقم (14-04): المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لسوق دبي المالي
163	الجدول رقم (15-04): الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل
164	الجدول رقم (16-04): نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوي
164	الجدول رقم (17-04): نتائج اختبار ADF لسلسلة BSZ عند الفروق من

	الدرجة الأولى.
165	الجدول رقم (18-04): يبين تقدير النموذج الأول
167	جدول رقم (19-04): يبين تقدير النموذج الثاني

قائمة الأشكال :

الصفحة	الشكل
13	الشكل رقم (1-1) : نموذج نظرية الوكالة
43	الشكل (2-2): العلاقة بين مكونات السوق الثانوية
43	الشكل رقم (1-2) : الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية
76	الشكل (4-2): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
83	الشكل رقم (1-3): خصائص جودة المعلومات
85	الشكل رقم (2-3) : دور المعلومات المالية في تسعير الأوراق المالية
89	الشكل رقم (3-3) : يبين أدوات إخفاء الحقائق .
102	الشكل رقم (4-3) : علاقة مبادئ حوكمة الشركات بكفاءة سوق الأوراق المالية
134	الشكل رقم (02-04) : هيكل سوق الأوراق المالية في مصر

137	الشكل رقم (03-04) : الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي .
138	الشكل رقم (03-04) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (EGX1)
139	الشكل رقم (04-04) : المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX1)
141	الشكل رقم (05-04) : التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DEGX1)
142	الشكل رقم (06-04) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (EGX2)
143	الشكل رقم (07-04) : المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX2)
144	الشكل رقم (08-04) : التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DEGX2)
145	الشكل رقم (09-04) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (MGI1)
146	الشكل رقم (10-04) : المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI1)
148	الشكل رقم (11-04) : التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DMGI1)

149	الشكل رقم (04-12) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (MGI2)
149	الشكل رقم (04-13) : المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI2)
151	الشكل رقم (04-14) : التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DMGI2)
154	الشكل (04-15): التمثيل البياني للسلاسل
158	الشكل رقم (04-16): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي
158	الشكل رقم (04-17): منحني بواقي PR
162	الشكل رقم (04-18): التمثيل البياني للسلاسل
166	الشكل رقم (04-19): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي
166	الشكل رقم (04-20): منحني بواقي PR

ملخص:

تهدف هذه الدراسة، إلى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة، قبل وبعد تطبيقها لمعايير الحوكمة، اعتماداً على نظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم، ومن ثم دراسة العلاقة بين المتغيرين وفق نموذج مقترح، لإبراز أثر كل مبدأ من مبادئ الحوكمة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية، باستعمال النماذج الإحصائية، ابتداءً من سنة 2010 إلى 2017م.

إن إقامة نظامٍ سليمٍ لحوكمة الشركات في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء، يتطلب أكثر من مجرد تصدير النماذج الجيدة لها، فإذا أخفقت الدول في تنفيذ الإرشادات، فإن التشريعات ذاتها مهما كانت درجة جودتها لن يكون في إمكانها تقديم الحلول، فالتطبيق المحكم لمعايير الحوكمة يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، والحد من أساليب التضليل، سواء عن طريق الالتزام بمبدأ حماية حقوق المساهمين الذي يضمن تشجيعهم على الاستثمار، أو من خلال مبدأ الإفصاح والشفافية الذي يضمن تنشيط السوق من جهة، والوصول إلى السعر العادل للأسهم من جهة أخرى، مما ينعكس بالإيجاب على سوق الأوراق المالية.

الكلمات الدالة: أسواق الأوراق المالية الناشئة، مؤشر أسعار الأسهم، كفاءة سوق الأوراق المالية،

مبادئ حوكمة الشركات، نموذج الانحدار المتعدد، اختبار التوزيع الطبيعي.

:Abstract

This study aims to test the efficiency of the emerging Arab stock markets before and after their application of the standards of governance, based on the theory of the random flow of stock prices, and then study the relationship between the two variables according to a proposed model to highlight the impact of each of the principles of governance in activating the efficiency of the stock market , Using statistical models, from 2010 to 2017.

Establishing a sound corporate governance system in both developed and emerging economies requires more than just exporting good models. If countries fail to implement the guidelines, the same legislation, no matter how good, will not be able to provide solutions. Creating safeguards against corruption and mismanagement, and reducing disinformation, whether by adhering to the principle of protecting shareholders' rights, which guarantees their encouragement to invest, or through the principle of disclosure and transparency, which ensures the revitalization of the market on the one hand and access to the .fair price of shares on the other. Pal Positive on the stock market

Key words: emerging stock markets, stock price index, stock market efficiency, corporate governance principles, multiple regression model, natural .distribution test

الفصل الأول

الإطار النظري لحوكمة

تمهيد :

تعتبر حوكمة الشركات إحدى أوجه الإدارة الحديثة، التي تسعى إلى تقوية العلاقة بين إدارة الشركة ، ومساهميها، مما جعلها تتصدر قائمة المواضيع التي تستقطب اهتمام العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء، نتيجة سلسلة أحداث الفشل المالي، التي مست كبرى الشركات المقيدة في أشهر أسواق المال العالمية، مما استدعى ضرورة تطبيق الإرشادات، والمبادئ التي تضمن الاستغلال الأمثل للموارد، والموازنة بين مصالح كل الأطراف الآخذة، وتم في هذا المجال إصدار عدة مبادئ وتقارير تعمل على إرساء مبادئ الحوكمة، مع مراعاة خصوصية المؤسسات المطبقة من جهة، والنظام القانوني والاقتصادي السائد من جهة أخرى، وعلى هذا الأساس قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول: مفهوم ومبررات الاهتمام بحوكمة الشركات.

المبحث الثاني: التأصيل النظري لحوكمة الشركات وأهم ركائزها.

المبحث الثالث: مبادئ حوكمة الشركات حسب تقارير المنظمات العالمية.

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

تزايد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات انطلاقاً من تسعينيات القرن العشرين، للإدلاء عن الأساليب المثلى لإدارة الحكم، ومن خلال هذا المبحث سنحاول الإحاطة بمفهوم ونشأة حوكمة الشركات، بالإضافة إلى عرض أسباب الاهتمام بها.

المطلب الأول : مفهوم حوكمة الشركات

سنستطرق في هذا المطلب إلى المعنى اللغوي لحوكمة الشركات ومن ثم عرض أهم التعاريف المقدمة من قبل المنظمات العالمية والهيئات الدولية والأكاديميين، التي حتى وإن اختلفت في ألفاظها، إلا أنّ دلالتها متقاربة.

أولاً: المعنى اللغوي للحوكمة: يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة [kubernân] وتعني قدرة الرّبان الإغريقي ومهارته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعاصير¹، وما يمتلكه من قيم و أخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الرّكّاب، وكذا حماية الأمانة من القراصنة وإيصالها لأصحابها، فإذا ما وصل إلى الميناء سالماً، أُطلق على هذا الرّبان (Good Governer)، والتي تعني المتحوّكم الجيّد²، كما أنّه استعمل مصطلح الحوكمة في اللغة اللاتينية بكلمة (Gubernare) في بداية القرن الرابع عشر، وقد استُخدم في اللغة الفرنسية كمرادف لمصطلح الحكومة (Gouvernement)، وفي سنة 1478 استعمل المفهوم للإشارة إلى المنظّمات التي تتبع هيكلًا إداريًا خاصًا، أمّ في اللغة الإنجليزية تمّ طرح مصطلح (Governance) للدلالة على وسيلة إدارة الحكم³. أما في اللغة الإنجليزية فتم استخدام المصطلح لأول مرة من طرف Charles Plummer سنة 1885 من خلال مؤلفه "الحوكمة في بريطانيا" والمترجم عن كتاب "الفرق المطلق بين النظام الملكي المطلق والمحدود" باللغة اللاتينية لمؤلفه John Fortescue المنشور في القرن الخامس عشر⁴. في سنة 1840 استعار الملك تشارلز ألبرت ملك بيدمونتوسردنيا مصطلح (buongoverno) كإطار أساسي لحل مشكلة الكساد الاقتصادي وسوء التسيير في مملكته⁵.

وبالبحث في معاجم اللغة العربية، نجد أنّ "حوكمة الشركات" ترجمة من الإنجليزية لـ: « Coporate Governance »، ومعناها حاكمة من الإحكام والحاكمية، نجد أنّ العرب تقول: حكمت

¹-Robert JOUMARD, "**Le concept de gouvernance**", rapport de recherche n° LTE 0910, institut national de recherche sur les transports et leur sécurité, France, 2009, p9

² - أحمد محسن الخضيري، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص07.

³ - Robert JOUMARD, "**Le concept de gouvernance**", op-cit, p9..

⁴-Charles Plummer, "**The Governance of England** "otherwise called "**The Difference between an Absolute and a Limited Monarchy** "by John Fortescue, 1st edition (electronic), oxford university,,London,1885, p1.

⁵ - Guy Hermet et autres, "**la gouvernance un concept et ses Applications**", édition Karthala, Paris, France 2005, p5.

و أحكمت أي منعت، و يقال للحاكم بين الناس حاكماً، لأنه يمنع الظالم من الظلم والفساد¹.

توجد عدة ترجمات لمصطلح (Corporate Governance)، لكن بعد العديد من النقاشات لعدد من خبراء اللغة العربية و الاقتصاديين و القانونيين المهتمين بهذا الموضوع، استقرَّ مُجمَع اللغة العربية على مصطلح "حوكمة الشركات"²، ففي سنة 2003 جاء في بيان له: "في رأينا أن الترجمة العربية للمصطلح الإنجليزي ترجمة صحيحة مبنئاً و معني، فهي أولاً جاءت وفق الصياغة العربية لمحافظة على الجذر والوزن، وهي ثانياً تؤدّي المعنى المقصود بالمصطلح الإنجليزي، و هو تدعيم و مراقبة نشاط الشركات و متابعة أداء القائمين عليها، واعتماد هذا المصطلح (حوكمة) من شأنه أن يُضفي جديداً إلى الثورة المصطلحية للغة العربية في العصر الحديث"³، وتجدد الإشارة الى أن الباعث الرئيسي للاهتمام بحوكمة الشركات هو أسباب مختلفة وعوامل عديدة ارتبطت بالمناخ الاقتصادي العالمي⁴، أهمّها:

- انفجار الأزمة المالية الآسيوية 1997 التي وُصفت بأنها أزمة ثقة في المؤسسات التشريعات التي تنظم نشاطاتها و معاملاتها، أخذَ العالم ينظر نظرة جديدة ومختلفة لحوكمة الشركات، فكانت المشاكل العديدة التي برزت إلى الواجهة أثناء الأزمة تتضمن عمليات و معاملات غير أخلاقية مُورست في المؤسسات، منها حصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل في نفس الوقت الذي حرصت فيه هذه الشركات على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور، بإتباع طُرُق و أساليب مُحاسبية ملتوية.
- تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في الشركات الأمريكية كإنرون*، ووردلكوم، بدأ الحديث عن ضرورة العمل بحوكمة الشركات و تطبيق مبادئها، بحيث أن القوائم المالية لهذه المؤسسات كانت لا تُعبّر عن الواقع الفعلي لها و هذا بالتواطؤ مع مكاتب الدراسات الخاصّة بالمحاسبة و المراجعة⁵.

¹ - عمر محمد، حوكمة الشركات -تعريف مع إطلالة إسلامية-، ورقة مقدّمة لمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، 2005، ص 02.

² - محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و دور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 14.

* بالنسبة للغات الأخرى، استُخدم نفس المصطلح الإنجليزي و بذات الحروف تقريباً مع تغيير في طريقة النطق حسب البلد، فمثلاً في اللغة الإسبانية Gobernanza، في اللغة الإيطالية Governo، و في اللغة البرتغالية Governança.

³ - فوزي سميحة، تقييم مبادئ حوكمة الشركات، بحث مقدّم للمركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة، مصر، 2004، ص 04

⁴ - Keshop. P(2006), « Corporate governance », Eastern Economy Edition, New Delhi, India, P04.

* - يعد اختيار شركة إنرون فضيحة كبيرة بكلّ المقاييس لشركة عملاقة في مجال الطاقة، فقد تحوّلت بين يوم و ليلة إلى أكبر قضية إفلاس، فقد أنشأ رجل الأعمال "كينيث لاي" شركة إنرون للطاقة بمدينة هيوستن بالولايات المتحدة الأمريكية لتصبح بعد 16 عاماً من تاريخ إنشائها أكبر شركة طاقة في العالم، بعد أن كانت شركة مغمورة في مجال خطوط أنابيب الغاز، استخدمت الكثير من الأساليب المحاسبية شديدة التعقيد منها أساليب "تضخيم الأرباح"، للحفاظ على ارتفاع سعر السهم، بالإضافة إلى رفع قيمة الاستثمارات مما يعطي الانطباع بالتجّاح الشديد للشركة.

⁵ عبد الوهّاب نصر علي، شحانة السيد شحانة، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص 140-143.

- موجة الخصوصية التي عرفتها دول أمريكا اللاتينية، أوروبا الغربية، و آسيا حتمت ضرورة البحث عن أساليب تُمكن من مراقبة و حراسة المؤسسات حديثة الخصوصية في هذه الدول، خاصة مع الضغوطات التي يمارسها المساهمون الجدد.
- زيادة الأهمية المالية لصندوق المعاشات خاصة في الدول الأنجلو ساكسونية، و التي سمحت بممارسة رقابة فعّالة على الشركات لحماية حقوق المساهمين فيها.
- اجتياح العروض العمومية لشراء OPA للولايات المتحدة الأمريكية خلال سنوات الثمانينات والتسعينات في أوروبا، غدّى النقاش حول حوكمة المؤسسات خاصّة على المستوى السياسي بسبب كبر حجم و تأثير هذه المعاملات¹.
- عدم قدرة المستثمرين على تحليل و مقارنة فرص الاستثمار المحتملة لعدم توفر معايير الدقة و الشفافية و الإفصاح².

ثانياً: المفهوم الاصطلاحي للحوكمة : الحوكمة مصطلح اقتصادي حديث نسبياً، أوجده عدّد اضطرابات مسّت مناخ الأعمال الدولي، عقب الانهيارات التي تعرضت لها كبرى الشركات*، و نظراً لارتباط حوكمة الشركات بمجالات و أطراف مختلفة، فلم يتمّ الاتفاق على تعريف موحد بين كافة الاقتصاديين والقانونيين، و هذا ما تؤكّد عليه موسوعة³ Encyclopedia Governance Corporate، فالمصطلح متذبذب بين طرفين، الطرف الضيق، وهو الآلية التي ينفذ بها المستثمرون مصلحتهم، و المفهوم الواسع الذي يُعنى بحماية أصحاب المصالح الداخليين والخارجيين و الذي ينبع من جانبين هما⁴:

- كيفية النظر لكيان الشركة ضمن النظام الاقتصادي.
- نظام الحوافز الذي يحمي الحقوق ويحافظ على التزامات الأعوان الاقتصادية في محيط عمليات الشركة.

¹ - Ledentu. F (2008), « Systèmedegouvernanced'entreprise et présenced'actionnaires de contrôle : le cassuisse », Thèseprésentée pour l'obtention du grade de docteur en Sciences Economiques et Sociales, faculté des Sciences Economiques et Sociales, Université Fribourg, Suisse, P.16.

² - تقرير مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، مارس، 2008، ص: 12.

* بدأت سلسلة الكوارث المالية عام 1991 بانحيار بنك الاعتماد التجاري الدولي، إلى أن فوجئ العالم في 2002 بإفلاس شركة وورلدكوم للاتصالات، و التي تلتها أزمة الرهن العقاري 2009.

³ - محسن أحمد الحضيري، حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص47.

⁴ - Samir Iqbal et Abbas Mirakhor, « Stakeholders model of governance in islamic economic system », The fifth international conference in Muslims countries, 7-9 October 2003, Kingdom of Bahrain, P964.

- تعريف البنك الدولي: إن أول ظهور صريح لمصطلح الحوكمة من قبل المؤسسات الدولية، جاء في تقرير أصدره البنك سنة 1989 بعنوان: "أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى من الأزمة إلى التنمية المستدامة"، حيث ناقش هذا التقرير واقع وآفاق البلدان التي تضمها إفريقيا جنوب الصحراء بعد 30 سنة من استقلالها، ومستقبلها خلال 30 سنة لاحقة، وقام بإبراز مشاكل التنمية في هذه البلدان، والتي كان أدائها الاقتصادي ضعيفا حتى بعد التعافي من الأزمة الاقتصادية، رغم المساعدات المقدمة لها من قبل المؤسسات الدولية.

وخلص التقرير إلى أن أزمة هذه الدول هي أزمة حكم، في ظروف طغت فيها المصلحة الشخصية مع غياب الرقابة والمساءلة، ومن هنا تم تقديم الحوكمة من قبل البنك الدولي على أنها: "ممارسة السلطة السياسية لإدارة شؤون الدولة"¹، ثم طُوِّر هذا المفهوم في التقرير الصادر عام 1991 والذي جاء فيه أن "الحوكمة هي أسلوب ممارسة القوة في إدارة الموارد الاقتصادية والاجتماعية للدولة بهدف التنمية"²، ذلك أن تحقيق أهداف التنمية لا يتأتى إلا بتوفر الاستقرار السياسي، والذي تستطيع في ظلله السلطة القيام بمهامها، والاستغلال الكفء لمواردها الاقتصادية. وهو نفس التعريف الذي قدمه البنك في تقرير آخر صدر سنة 1992 بعنوان "الحوكمة والتنمية"³

2- تعريف لجنة كادبري البريطانية للحوكمة: "هي النظام الذي يُتيح للمساهمين توجيه و إدارة و مراقبة شركتهم عن طريق تعيين أعضاء مجلس الإدارة، و اختيار المراقب الخارجي، كما تشمل الحوكمة تنظيم الحقوق و المسؤوليات المنوطة بالأطراف ذات العلاقة بالشركة"⁴.

3- منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية (OECD): عرّفت هذه المنظمة الحوكمة بأنها "مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة و مجلس إدارتها و مساهميها و ذوي المصلحة الآخرين، كما تقدّم حوكمة الشركات الهيكل الذي من خلاله توضع أهداف الشركة و تحدد وسائل إنجاز تلك الأهداف و الرقابة على الأداء"⁵.

¹ - The World Bank, **Sub-Saharan Africa From Crisis to Sustainable Growth**, the World Bank Washington, D.C, November 1989,p60.

² - United Nation Development Programme « UNDP », "**Governance for Sustainable Human Development**", AUNDP Policy document, NY, USA, 1997, p3.

³ - The World Bank, **Governance and Development, the World Bank**, Washington, D.C, USA, April 1992, p1.

⁴ - Report of **the Cadbury committee on the financial aspects of corporate governance**, London, Dec 1992, P 14.

⁵ - يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات و التشريعات اللازمة لسلامة التطبيق، مبادئ و ممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009، ص120.

4- منظمة التعاون الدولي : عرفت الحوكمة بأنها: " ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيه و إدارة الشركات، و يحدّد الحقوق و المسؤوليات بين مختلف الأفراد، مثل: مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين و المساهمين و غيرهم من أصحاب العلاقة بالشركة، كما أنه يحدّد قواعد و إجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة، وكذا الهيكل الذي توضع به أهداف الشركة، و وسائل تحقيقها، و آليات الرقابة على الأداء¹.

5- مؤسسة التمويل الدولية IFC: عرفت حوكمة الشركات على أنّها "هيكل وعمليات مراقبة و إدارة الشركات، و تتمحور حول العلاقة بين كلّ من الإدارة، مجلس المديرين، المساهمين، المساهمين ذوي القليّة، و باقي أصحاب المصالح"².

6- فايننشال تايمز : اعتبرت الحوكمة بالمفهوم الضيق أنّها: "علاقة الشركة بمساهميها"، و بالمفهوم الواسع هي: "علاقة الشركة بالمجتمع ككل"³.

وبالإضافة لتعاريف المقدمة من الهيئات السابقة الذكر، يمكن تقديم بعض التعاريف الشاملة
افيدا يلي:

- حوكمة الشركات: هي "فنّ إدارة شبكة من العلاقات بين مختلف أصحاب المصالح، من خلال استراتيجيات وأداء الشركات لتقسيم السلطات والمسؤوليات"⁴.

- الحوكمة هي "العملية التي يمكن فيها لجميع أفراد المجتمع، والجهات الخاصة المشاركة بشكل قصدي في تنظيم العلاقات والصراعات المجتمعية، مما يؤدي إلى إعادة تقييم أدوار الفاعلين غير المنتمين للحكومة في صناعة القرارات السياسية"⁵.

بدراسة التعريفات السابقة نستنتج أنّ حوكمة الشركات لها توجّهين رئيسيين:

¹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات - المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف-، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2005، ص09.

² - International finance corpoate (IFC), Corporate Governance : why coprporate governance, 2005, P : 01.

³ - غضبان حسام الدين، آليات تطبيق حوكمة الشركات في المؤسسات الجزائرية في ظل الاندماج العالمي، مداخلة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول تأثيرات العولمة على منظّمات الأعمال في البلدان النامية، عتابة، الجزائر، يومي 06-07 ديسمبر 2011، ص04.

⁴ - Luc Boyer et Noel Equilbey, « Organisation : Théories et Applications », Edition d'organisation, Paris, 2ème édition, Mars 2003, P 397.

⁵ - Beate Kohler-Koch ET Berthold Rittberger, "The Governance Turn in EU Studies", Journal compilation Journal of Common Market Studies, 44, 2006, UK, 2006, p28.

- التوجّه التنظيمي: كون حوكمة الشركات عبارة عن نظام يربط بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، وفق هيكل معيّن يتضمّن توزيع الحقوق والواجبات، ويوضّح العلاقة بين جميع هذه الجهات سواء كانت داخلية أو خارجية من أجل بلوغ الأهداف.

- التوجّه الرقابي: حيث أنّ حوكمة الشركات تُعنى بمراقبة إدارة الشركة، و تحقيق الشفافية و الإفصاح في كافة المعاملات، بما يضمن حقوق المساهمين، بالإضافة إلى الرقابة و الإشراف على التطبيق السليم لجميع القرارات الاستثمارية، التي تصبّ في مصلحة كل الأطراف لا في مصلحة أحد الأعضاء.

وكخلاصة لما سبق يمكن القول بان: "حوكمة الشركات هي النظام الذي يتمّ من خلاله توجيه إدارة الشركة، والرقابة على أعمالها، من خلال تحديد الصلاحيات والمسؤوليات لضمان حقوق المساهمين وتحقيق مصالح كل الأطراف ذات الصلة بتوازن، في إطارٍ من الشفافية والمساءلة".

المطلب الثاني: أهمية ومجالات تطبيق حوكمة الشركات

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق الى أهمية حوكمة الشركات لمختلف الاطراف، بالإضافة الى استعراض أهم مجالات تطبيق المبادئ التي تقوم عليها الحوكمة.

أولاً: استقطاب حوكمة الشركات للإهتمام الدولي : حظيت حوكمة الشركات بأهمية كبيرة بعد سلسلة الاختيارات المالية الكبرى للشركات، نتيجة تلاعبها بالقوائم المالية و تواطؤ مدققي الحسابات، و تفشّي حالات الفساد الإداري، ممّا أدّى إلى حدوث أزمة ثقة في المعاملات و التشريعات التي تحكم علاقة منظمات الأعمال فيما بينها، وبذلك اكتسبت حوكمة الشركات أهمية بالغة بالنسبة للديمقراطيات الناشئة نظراً لضعف نظامها القانوني، و حتى في الدول التي لطالما أُعْتُبِرَتْ أسواقها قريبة من الكمال، وتكتسي حوكمة الشركات أهمية كبيرة بين اطراف الاخذة والتي تتمثل في¹:

- تعمل على ضمان رفع الأداء المالي و التخصيص الأمثل للموارد المالية.
- ضمان وجود هياكل إدارية تُمكن من محاسبة إدارة الشركة أمام مساهميها.
- وجود المراقبة المستقلة للمديرين والمحاسبين، للوصول إلى قوائم مالية على أسس ومبادئ محاسبية عالية الجودة.
- وجود عملية تصويت نزيهة تضمن الإفصاح عن كلّ الحقائق².

¹ النظام هو مجموعة من المكونات المترابطة، بينها علاقات تفاعلية منظمة و علاقات تبادلية مع التّظم الأخرى، بغرض بلوغ هدف أو مجموعة أهداف محدّدة.

² - محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و دور أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، مرجع سبق ذكره، ص15.

² - Fernando. A (2009), « Corporate Governance : Principles, Policies and Practices », Pearson Education, New Delhi, India, P.66.

- تدعيم المركز التنافسي للشركة، و كسب ثقة الأطراف المختلفة بالسوق.
- تجنّب الانزلاق في مشاكل مالية ومحاسبية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركة، مما يجعل الحوكمة أداة فعّالة في مواجهة الفساد المالي و الإداري، من خلال وضع أسس للعلاقة بين الأطراف الآخذة*، بالإضافة إلى وضع الإطار التنظيمي الذي يُمكن من تحديد أهداف الشركة وسُبل تحقيقها¹.

ثانياً: مجالات تطبيق الحوكمة : لتطبيق حوكمة الشركات وجعلها علاجاً ناجحاً للفساد المالي والإداري، كان لابدّ من تحديد مجالات عملها و التي يمكن التطرّق إليها فيما يلي²:

1- مجال تأسيس فكر وثقافة الالتزام : حيث تقوم فلسفة الحوكمة بإثراء وإحصاب فكر وثقافة الالتزام، وهو فكر ارتقائي بنائي، فكر قائم على التقاليد العتيدة الراسخة، والمستمدّة من حضارة الشعوب، وزود بالقيم والمبادئ، والتي تعمل على بناء وتأسيس القيمي والأخلاقي الواسع المدى، وتعريف حجم المخاطر بالغة الضخامة الناجمة عن رعونة عدم التصدّي للانحرافات، مهما كان حجمها يبدو محدوداً، ومن ثمّ إنجاح ممارسات سلطة الإدارة لعمليات الحوكمة، أيّاً كان القائم بهذه السلطة، سواء ما يتصل منها بسلطات الجمعيات العمومية، أو ما كان يتّصل أيضاً بعمل مجالس الإدارة، وما كان منها يتعلّق أيضاً بعمليات وإنجاح ممارسات مدقّقي الحسابات الداخليين والخارجيين، وتحقيق فاعلية نظام المحاسبة، وتحويله بالفعل إلى نظام معلومات حقيقية وصادقة، فالحوكمة سلاحها الرئيسي هو تحقيق المعرفة، وهي لا تتحقّق بدون معلومات، وهي تنتج بدون بيانات، وهي تلك التي يتمّ توفيرها من خلال: القوائم المالية الدورية، التقارير المالية الدولية، ومبادرات الشركات بالإعلان.

وبالتالي فإن الفكر والثقافة يضعان معاً قواعد الوعي والإدراك و الفهم، و يصيغان معاً الإطار العام للترابط بين الأطراف المختلفة، إنّ الحوكمة تؤسس فكر و ثقافة الالتزام، وتوثّق كل شيء يجري في الشركات و المؤسسات، فلا شيء يمكن رصده خارج القوائم، بل يتعيّن أن يتمّ رصد كل شيء في القوائم، و الحديث عنه في التقارير المالية التي تنشرها الشركات، إنّ الحوكمة تعمل على إبقاء الرموز صالحة و سليمة، وتؤكّد على الأخلاق الحميدة وتضع نموذجاً للقيم، و تعمل على العناية بالصّحة والسلامة المالية.

2- مجال تحسين الشفافية و تحقيق الوضوح : تستخدم الحوكمة كأداة تنوير و استنارة، و إلقاء الضوء على الجوانب المختلفة القائمة على الشركات، و بالتالي لا يوجد أي ما من شأنه أن يقلّل من القدرة على الرؤية الشاملة لما يحدث في الشركات، أي أن تحدّد الحوكمة من: الضبابية، عدم الوضوح،

* - الأطراف الآخذة حسب (Kochan et Rubenstien) هم الأفراد الذين لديهم علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة، تمكّنهم من التأثير عليها.

¹ - عبد الوهّاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص 23-25

² - محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص 150-159، بتصرّف.

الظلمة، وكلما كانت الحوكمة قوية، كلما كانت فاعلة، وكلما كانت تُحسّن من درجة الشفافية، ومن درجة الوضوح، وهي متطلبات أساسية وضرورية لجذب الاستثمارات المحلية والدولية، وزيادة تراكمها ومكوّناتها.

3- **مجال تحقيق المصدقية وزيادة عنصر الثقة** : خاصة في البيانات و المعلومات التي يتم نشرها عن الشركات، و ما تتضمنه تقارير مراقبي الحسابات عنها، و الإيضاحات المتممة لها، و من ثمّ تحسين فاعلية و قدرة النّظام المحاسبي في الشركات، على إيضاح ما يحدث و يتمّ فيها، و التعبير الحقيقي عن الموجودات، و بما يساعد على زيادة عناصر الثقة في الشركات و إكسابها مصداقية، و من هنا يتعيّن أن تكون المبادئ المحاسبية و الأعراف المحاسبية، و النّظم المحاسبية، و القواعد المحاسبية متقدّمة، و مُطبّقة بشكل سليم، حيث يتعيّن أن يتمّ تطبيق و احترام القواعد الأساسية بالنسبة لمدققي الحسابات، سواء كانوا مدققي حسابات و معدّي حسابات داخليين، أو كانوا خارجيين، فالمحاسبة لها أهميتها القصوى في مجال الحوكمة، و هدفها إظهار الحقيقة واضحة، و دون أيّ تغيير فيها، أو احتيال¹.

4- **مجال توفير عناصر الجذب الاستثماري المحلي و الدولي** : حيث أن الحوكمة ليست هدفاً في حدّ ذاته، لكنّها وسيلة و أداة للوصول إلى تحقيق أهداف متعدّدة، و أهمّ هذه الأهداف توفير عناصر جيّدة للجذب الاستثماري، سواء من جانب المستثمرين الوطنيين المحليين، و بما يعمل على توطين كلا النوعين من الاستثمارات في مشروعات محليّة، و تعتمد عمليات الجذب الاستثماري في أيّ سوف على توافر عناصر الثقة و المصدقية، و تأكيد نزاهة المعاملات و ارتباطها بهيكل القيم و المبادئ المتعارف عليها².

5- **مجال تحقيق العدالة و تطبيق مبدأ المساواة** : و تقوم الحوكمة في هذا المجال على تهيئة الفرص المتاحة للجميع، و على تطبيق مبدأ على قدم المساواة، ممّا يزيد من الشعور بالعدالة، و من الإنصاف، و بالتالي من الأمان و بما يقضي على حالات العجز و الطمع و نهم الفساد ... فضلاً عن الظلم و العُبن الذي يقع على أيّ من الأطراف ذات العلاقة بالشركات، فضلاً عن عدم وجود أي ممارسات خاطئة، أو حالات تلاعب و إخفاء خسائر أو وجود إظهار لأوضاع على غير حقيقتها، و من ثمّ تعمل الحوكمة على تحقيق العدالة، و إتاحة الفرصة لكافة الأطراف للمعرفة، و جعل الجميع يعاملون على قدم المساواة³.

¹ ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة،

واشنطن، 2003.

² The World Bank, **Sub-Saharan Africa From Crisis to Sustainable Growth**, the World Bank Washington, D.C, November 1989,p60

The World Bank, **Managing Development: the Governance Dimension**, the World Bank, ³ Washington, D.C, USA, August 1991, p1.

المبحث الثاني: التأصيل النظري لحوكمة الشركات وأهم ركائزها

نشأت حوكمة الشركات وتطورت لتصل الى اصداها ضمن تقارير دولية من خلال عدّة نظريات فسّرت ضرورة وجودها بالشركات لتلافي النقائص والتصرفات، وطبيعة العلاقة بين مالك الشركة ومديروها. وأهم النظريات التي أدت إلى وجود وأهمية الحوكمة بالشركات هي نظرية الوكالة، نظرية تكلفة الصفقات ونظرية تجذّر المديرين بالشركة. وبالإضافة الى هذا سنحاول من خلال هذا المبحث عرض أهم ركائز الحوكمة.

المطلب الأول: النظريات الاقتصادية المفسرة لحوكمة الشركات

إنّ ظهور مختلف النظريات الاقتصادية للمنظمات كان مرتبطاً بأعمال المفكّر الاقتصادي (آدم سميث) التي تطرّق إليها في كتابه "ثروة الأمم" سنة 1776، خاصة فيما يتعلّق بمبدأ "اليد الخفية" التي تؤكد على أن الحراك الاقتصادي يُتحكّم فيه من خلال المصالح الشخصية، أي أنّ هذه الأخيرة هي المسؤولة عن دفع حركة الاقتصاد و تنشيطه دون الحاجة إلى تدخّل الدولة¹، ومن أشهر أقواله في هذا الموضوع: "إننا لا نتوقّع غذاءنا من إحسان الجزار أو صانع الجعّة أو الخبّاز، و إنّما نتوقّعه من عنايتهم بمصلحتهم الخاصّة، نحن لا نخاطب إنسانيتهم و إنّما نخاطب حبّهم لذواتهم"، بحيث يرى "آدم سميث" أن الفرد الذي كان من قبل محايداً أصبح بسبب مصلحته الذاتية أو الخاصّة عاملاً من أجل المصلحة العامّة.

انطلاقاً من هذه الأفكار أصبح الرأسمالي مسيطراً على الإنتاج فثارت مسألة الربح، وكيفية تحديده وتقسيمه، وتجمّع العمّال في المصانع فأصبح تحديد الأجر و المسؤوليات من القضايا الأساسية وغيرها من المتغيّرات و المعاملات التي فرّضت ضرورة البحث عن نظريات تتصدّى لمختلف التحوّلات الاقتصادية². ظهرت اربعة نظريات متكاملة فيما بينها إلى حدّ كبير، شكّلت النهج التعاقدية في الشركات، وتتمثّل هذه النظريات في:

أولاً: نظرية الوكالة: بدأ الاهتمام بموضوع حوكمة الشركات يأخذ بُعداً مُهمّاً في الأدبيات الاقتصادية منذ سنة 1932، حيث كان كلّ من Berle و Means من أوائل من تناول فصل الملكية عن التسيير، ليتطرّق بعدها كلّ من Jensen و Meckling سنة 1976 إلى مشكلة الوكالة، حيث أشارا إلى حتمية حدوث صراع بالمؤسسة عندما يكون هناك فصل بين الملكية و التسيير، و قدمت نتائجهما في واحدة من أهمّ دوريات الاقتصاد المالي سنة 1976 (journal of Financial and Economics). استبدل الباحثان

¹ - Benoit .P.(2008), « Gouvernance, contrôle et audite des organisations », Edition Economisa, Paris, France, P 16

² - Ayadi N.(2003), « Contrat, Confiance, et Gouvernance : le cas des entreprises publique agroalimentaires en Algérie », Thèse présentée pour obtenir le grade doctorat, option Sciences Economiques, Université de Montpellier1, France, P 78.

النظرية الكلاسيكية التقليدية التي تبنت لعقود فكرة أن الشركة عبارة عن علبة سوداء بفكرة أن الشركة عبارة عن مركز للتعاقدات، يبحث فيها الأفراد عن تعظيم منافعهم الشخصية¹.

عرّف كل من **Jensen** و **Meckling** الوكالة بأنها: "عقد يُعَيَّنُ بموجبه شخص (الرئيسي) شخصاً آخر هو العون (المسيّر) للقيام بأعمال معيّنة لفائدة الأول نيابة عنه و تفويضاً منه"، و ليس بالضرورة أن يكون لدى الطرفين أي المالك و المسيّر نفس الأهداف²، بحيث تختص هذه النظرية بأنها تقوم على السلطة، عدم تناظر المعلومات، تتداخل خصوصاً مع نظرية حقوق الملكية.

1- فرضيات نظرية الوكالة: تفترض نظرية الوكالة أنّ:

- المسيرون يسعون لتعظيم منافعهم على حساب الملاك (اختلاف المصالح).
- المحيط غير مستقرّ و الأعمال المسبقة للأعوان قد لا تكون صحيحة.
- العون يعرف عمله أكثر من الرئيسي، ومن هذه الفرضية جاءت فكرة نقصان أو عدم اكتمال العقود.
- يتميّز كل من الرئيسي و العون بالرشادة الاقتصادية.
- اختلاف أهداف وأفضليات كل من الرئيسي و العون، فبينما يسعى الأول إلى الحصول على أكبر قدر من جهد وعمل العون مقابل أجر معقول، فإن العون يسعى إلى تعظيم منفعة من خلال الحصول على أكبر قدر ممكن من المكافآت، الحوافز، والمزايا مع بذل مجهودات أقلّ.
- اختلاف نسبة المخاطرة التي يتحمّلها كل من الرئيسي و العون³.

وتعتمد نظرية الوكالة أساساً على مبدئين: توازي المعلومات وصراع المصالح؛ والجمع بينهما يؤدي

إلى تكاليف الوكالة¹، ويمكن توضيح نظرية الوكالة في الشكل رقم (1-1) :

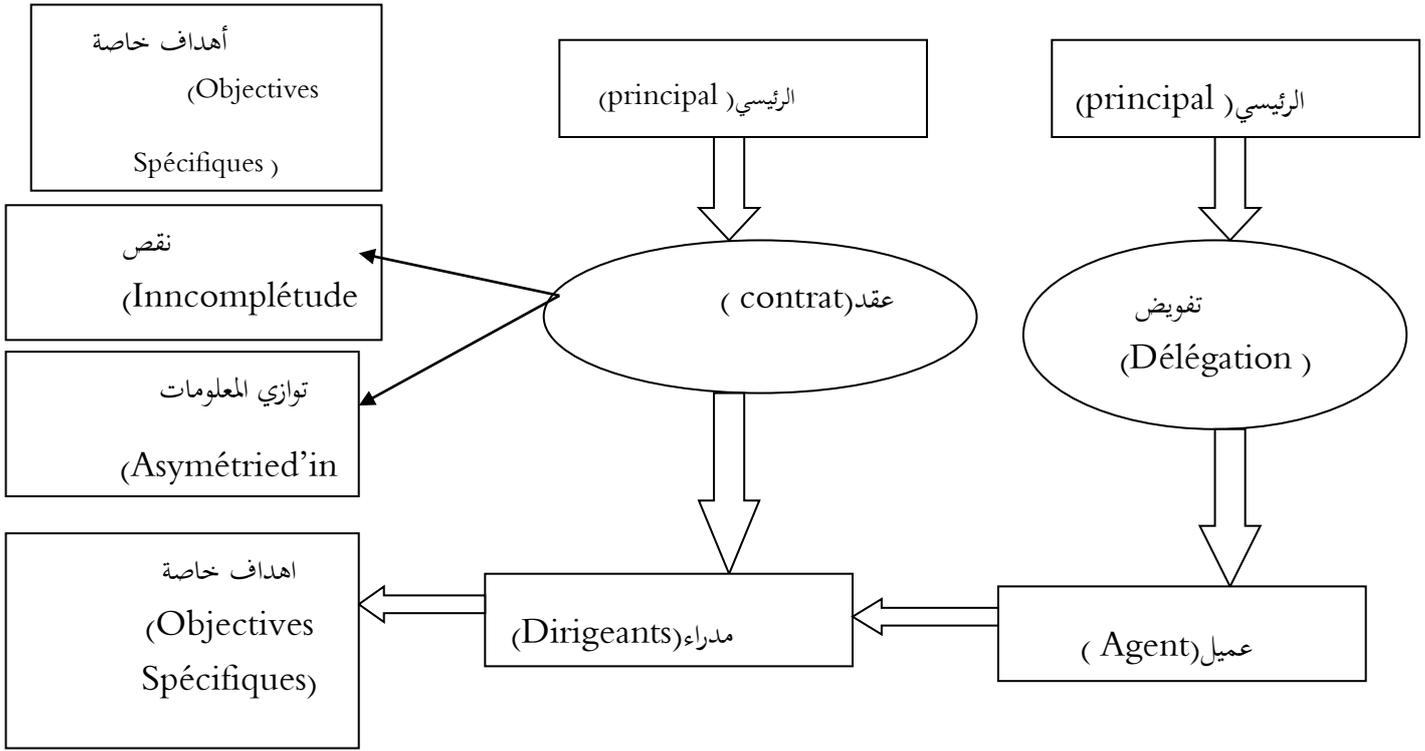
¹ - Alain .F(2009), « Gouvernanced'Entreprise », Edition de Boeck, Bruxelles, Belgique, P 15

² - Labelle .R(2005), « Gouvernementd'entreprise, Enjeuxmanagériaux, comptables et financiers », Edition Boeck, Bruxelles, Belgique, P 17.

³ - عبد المالك مزهودة، تحليل أداء المنظّمات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص:08.

Samuel Mercier , Aux origines de stakeholder theory 1916-1950 , FARGO ,cahier,FARGO N° 10610, EPTEMBER 2006 ,P 05.

الشكل رقم (1-1) : نموذج نظرية الوكالة



Sources : Michel darbelet et autres, l'essentielsur le management, 5éme edition, bertiedition, paris, 2006, page : 382 .

2- مصادر مشكلات الوكالة: تفترض نظرية الوكالة أن جميع الأطراف يهدفون إلى تعظيم المنفعة

في إطار علاقة الوكالة، لكن هذا لا يلغي ظهور بعض السلوكيات المنحرفة التي تقف عائقاً أمام خلق الثروة، و ذلك بسبب¹:

أ- عدم قدرة الرئيسي (المالك) على القيام برقابة تامة على أداء و مجهودات المسير: من الواضح في أغلب الحالات أن الرئيسي لن يكون قادراً على قياس مجهودات العون بشكل دقيق، فعندما تكون نتائج و حسابات المؤسسة واضحة و مرضية من جانب الأرباح مثلاً، فكيف يمكن تقييم مسؤولية الطاقم المسير في هذه الحالة؟ لذلك فليس من الممكن للرئيسي أن يقوم بمراقبة سلوك العون بصفة دائمة.

ب- عدم تناظر المعلومات: حيث أن العون لديه معلومات أكثر من الرئيسي سواء من ناحية الكمية أو التوعية (خاصة فيما يتعلق بالأهمية التي تحوزها المعلومات)، و حتى لو توفرت نفس المعلومات للرئيسي فإنه لا يستطيع تفسيرها بنفس قدرة العون.

¹ The World Bank, **Governance and Development, the World Bank**, Washington, D.C, USA, April 1992, p1.

كما أنّ عدم التناظر في الحصول على المعلومات و تقاسمها في بعض الحالات يعطي هامشاً إضافياً و حرية أكبر للمسيّر في ممارسة سلطته، بالإضافة إلى تسهيل عملية تجنّب المسيّر.

يقرّ كل من Fama و Jensen في دراستهما سنة 1983 بأن عدم تناظر المعلومات يحدث فقط في المؤسسات المعقّدة، فهما يميّزان بين نوعين من المنظمات بحيث:

- منظمة معقّدة: تتميز بتركّز المعلومات الهامة والمفيدة في عملية اتخاذ القرار لدى مجموعة كبيرة من الأفراد، بالإضافة إلى التوزيع الكبير للوظائف والمهام على مجموعات من الأفراد المتخصّصين.

- منظمة غير معقّدة: تتميز بتركّز المعلومات المفيدة في عملية اتخاذ القرار لدى فرد واحد، بحيث يمارس هذا الفرد مجموعة من الوظائف في المؤسسة في نفس الوقت.

ت- عدم اكتمال العقود والتكاليف المرتبطة بها: إنّ العقود المبرمة بين الرئيسي والعون لا تزال بعيدة المنال في أن تكون شاملة وخالية من النقائص، لذلك يحاول المسيّر اقتناص الفرص التي تتيحها الثغرات الموجودة في العقد. كما أن إبرام العقود في حدّ ذاتها يمكن أن يكون مكلفاً في حالة ما استعانت المؤسسة بخبراء ومكاتب خارجية لإبرامها¹.

3- مشكلات نظرية الوكالة: تعمل نظرية الوكالة على معالجة مشكلات العلاقة بين الرئيس و

العون من ناحية انفصال الملكية عن التسيير، واختلاف مصادر تمويل المشروع برأس المال، وكذا مشكلة تحمّل المخاطر² فهي تعبير للعلاقة التعاقدية بين طرفين تتضارب أهدافهما و هما الرئيسي والعون، لذلك فهي تهدف إلى صياغة العلاقة بينهما بهدف جعل تصرّفات العون (المسيّر) تنصب في تعظيم ثروة المالكين. ومن خلال هذه العلاقة تنشأ العديد من المشاكل لعدم وجود عقود كاملة فتنشأ مشاكل عدة سببها:

أ- أن مجرد ربط أداء المسيّر بالربحية المحققة أو المبيعات يُعدّ بحدّ ذاته وسيلة لتحقيق الكثير من أهداف العون دون تحقيق مصالح الرئيسي.

ب- عدم معرفة الأسلوب أو الطريقة التي من خلالها يتمكن الرئيسي أن يتابع تصرّفات العون، سيجعل المسيّر أكثر سيطرة من المالكين على شؤون المؤسسة كافة.

وتعتبر مشكلة تضارب المصالح من أهمّ المشاكل التي تفرزها نظرية الوكالة، فكلاً من الرئيسي والعون شخصان يتميّزان بالتصرّف الرشيد، و يُقصد بذلك أنّ كلاً منهما يعمل على تعظيم منفعته المتوقّعة، إذ يُعدّ ذلك بمثابة هدف يفسّر تصرفات كل منهما، فالمالكون سوف يعملون من أجل تعظيم ثروتهم وتحقيق

¹ - Parrat .F (1990), « Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer », Edition Maxima, Paris, France, PP 34-35.

² - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص69.

مصالحهم الذاتية بشكل منفرد بالعائد المالي المتوقع الذي سيتولّد من استثماراتهم في المؤسسة بواسطة المسيرين. أمّا المسيرين فسوف يعملون على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائدهم (ثروتهم) وكذلك بعدم بذل الجهد أو ما تُسمّى بـ "وقت الراحة"، ولو كان ذلك على حساب مصلحة المالكين.

فالمصالح الذاتية للمسير تتمثل مكونات العائد المتوقع الذي سيحصل عليه من المؤسسة، وهي أحد الدوافع والمؤثرات السلوكية للإدارة العليا، وقد تكون هذه المصالح جارية أو مصالح مستقبلية، كما أنّها قد تتضمن منافع مالية وأيضاً غير مالية، كما أنّ المسير قد يحصل على هذه المنافع بشكل مباشر أو غير مباشر.

إن سعي أطراف الوكالة (المالك و المسير) وراء تعظيم مصالحهم الشخصية، يؤدي إلى القيام بتصرفات تؤثر سلباً في مصلحة الطرف الآخر، ومن ثمّ في قيمة المؤسسة واستمرارها، وهذا ما وضّحه Watts و Zimmerman حيث أكد بأنّ "كل طرف يعترف أن رفايته الشخصية تعتمد على ديمومة واستمرار المؤسسة، ولكن بنفس الوقت له الحافز لاتخاذ الأفعال التي تخفض قيمة المؤسسة وفرصة الاستمرار".¹

- وحسب كل من Jensen و Fama فإنّ تضارب المصالح يرجع أساساً إلى ثلاثة أسباب رئيسية:
- المالك لديه القدرة على تنويع حافظة الأنشطة البورصية الخاصة به، و بالتالي فهو على استعداد لتحمل المخاطر المرتبطة بالاستثمار أكثر من المسير الذي يستغلّ أصوله المالية والمعرفية و الثقافية في خدمة المؤسسة التي يسيّرهما.
 - الأفق الاقتصادي للمساهمين أو الملاك يستند على المدى الطويل، بحيث يميلون للاستثمارات بعيدة المدة على عكس المسيرين الذين يجنّبون الاستثمارات ذات المدى القصير.
 - المسيرين يُعتبرون مركز التعاقدات لذلك فامتلاكهم للمعلومات يسمح لهم بمعالجتها بالكيفية التي توافق مصالحهم و لو كان ذلك على حساب الأطراف الآخذة.²

4- أنماط العلاقة بين المالك و المسير في إطار نظرية الوكالة: حسب أصحاب نظرية الوكالة

تبلور العلاقة بين الرئيسي والعون في ثلاثة (03) أشكال رئيسية هي:

أ- علاقة تجذّر (Shleifer و Vishny): تشكّل نظرية تجذّر المسيرين الإطار لفهم و توضيح الآثار التي تخلفها المنفعة الخاصة في ظلّ الممارسات التسييرية والإدارية، بحيث توضّح هذه النظرية بأن بعض الخيارات الإستراتيجية التي يقترحها المسيرين في إطار الإستراتيجية العامة للمؤسسة يمكن أن تيسّر لهم الحصول على

¹ - بتول محمد نوري، علي خلف سليمان، حوكمة الشركات و دورها في تخفيض مشاكل الوكالة، مداخلة مقدّمة إلى الملتقى الدولي حول الإبداع و التغيير التنظيمي، جامعة البليدة، الجزائر، يومي 12-13 ماي 2010، ص ص 18-19

² - Perrat .F (1990), op.cit, PP 37-38.

منافع و مواقع إستراتيجية داخل المؤسسة، لذلك فالمسيرون حسب هذه النظرية دائماً يعملون على تطوير إستراتيجيات وخطط من أجل الحفاظ على مواقعهم ومناصبهم، وإيجاد أي منافسين محتملين يهددونهم، بصفة عامة نشأ التجدر من تعرّض الرئيسي لخسارة نتيجة تصرفات العون وعدم بذله الجهود الكافية لتعظيم عائد المالك، وما يزيد من فرص حدوث هذا الأمر هو أنّ الرئيسي ليس لديه وسائل الرقابة المباشرة لقياس مجهودات العون، بالمقابل تتوقّر لهذا الأخير جميع المعلومات التي لا يمكن للمالك الوصول إليها، وبالتالي يستغلّ المسيّر هذه الفرصة للبقاء في منصبه أطول مدّة ممكنة، وتتوقّف درجة تجدرّ المسيّر على عاملين أساسيين هما: سلوك المسيّر ودورة حياته¹.

ب- علاقة تحييد (Demetz): يتوافق هذا المبدأ مع فرضيات النظرية المالية النيوكلاسيكية التي تفرض أنّ هيكل رأس المال هو استجابة ذاتية لعملية خلق القيمة في المؤسسة، و يستخدم حسب خصائص المؤسسة و الضغوط التي تتعرّض لها من مختلف الأطراف، و بالتالي فجميع الهياكل تكون متعادلة.

ت- علاقة توافق (Meckling و Jensen و Mens و berle): و هذا يكون في حالة المسيّر المساهم الذي يقدّد حصة في رأس المال بالإضافة إلى حصة المساهمين، بحيث يُصبح هدف الطرفين هو تعظيم ثروتهم²

5- ميكانيزمات الرقابة حسب نظرية الوكالة : حسب Jensen و Meckling إذا تصرف

أطراف علاقة الوكالة حسب مصالحهم الذاتية فإنّ ذلك سيتسبّب في حدوث صراعات ينتج عنها تكاليف يُطلَقُ عليها "تكاليف الوكالة"، وهي:

- أ- تكاليف الرقابة: و هي التكاليف التي يتحمّلها الرئيسي من أجل ضمان أنّ المسيّر يسهر على تسيير المؤسسة وفق مصالحه، كأن يستعين المالك بخبراء أو مكاتب مراجعة بغية تقييم أداء المسيّر.
- ب- تكاليف الالتزام: و هي التكاليف التي يتحمّلها المسيّر من أجل وضع المساهم في مركز ثقة، كأن يقدم المسيرون تقارير دورية تظهر العمل الذي يقومون به من أجل تعظيم ثروة المساهمين.
- ت- الخسارة الباقية: و هي التكاليف المرتبطة بتضارب المصالح بين المساهمين (الملاك) و المسيّر و بين سلوكهم التنظيمي³.

ثانياً: نظرية حقوق الملكية : ترجع نظرية حقوق الملكية إلى كلّ من Alchain و Demetz سنة

1973، وكانت نقطة انطلاق تحليل هذه النظرية هو النظر في التفاعلات الاقتصادية و الاجتماعية بين

¹ - Labelle .R (2005), Op.cit, P 24.

² - Ayadi .N (2003), Op.cit, P 34.

³ - Perrat. F (1999), Op.cit, PP 46-48

الأفراد، بحيث اعتبرت أنّ كلّ تفاعل بين هؤلاء يمثّل تبادلاً لحقوق ملكية شيء معيّن، تمنح هذه الملكية الحقّ و السلطة لاستهلاك أو الحصول على دخل، أو التنازل عن سلعة أو أصل خاضع لها¹.

الشركة حسب هذه التّظرية شكل تنظيمي كفاء للإنتاج في إطار فريق عمل، كل عضو فيه يُعتبر مالكاً له الحقّ في توظيف، ترخيص، تقييم، و تسيير أعضاء فريقه، و هذا من خلال تبادل حقوق معيّنة²، تتوزّع هذه الحقوق على ثلاث أنماط ملكية تتمثل في الحق استخدام الملكية، والاستفادة من دخل الأصل، وحق التنازل للغير، والجمع بين هذه الأنماط يكون متفاوتاً وفق شكل الشركة التي تمارس فيها هذه الحقوق، بحيث:

1. الشركة الرأسمالية: حقّ الاستعمال، حقّ الاستفادة من دخل الأصل، وحق التنازل للغير يكونون مركّزين في أيدي شخص واحد هو المالك في أغلب الحالات.
2. الشركة الإدارية: أين يكون هناك فصل بين الملكية و التسيير، المساهم يمتلك حقّ الاستفادة من دخل الأصل و حق التنازل، بينما لا يمتلك المسير سوى حقّ الاستعمال.
3. الشركة العمومية: يكون فيها حقّ الاستعمال للجميع، أمّا حقّ الاستفادة من دخل الأصل وحقّ التنازل للغير فيكون لدى السلطات العمومية المسؤولة.
4. الشركات التعاونية: حيث الملكية جماعية وغياب المالك الحقيقي الذي يستفيد من الربح المحتمل، يكون حق الاستفادة من دخل الأصل لدى المسيرين والأجراء العاملين في الشركة³.

بحيث نلاحظ تعدّد أنواع الملكية حسب هذه التّظرية، فنميّز الملكية العامّة التي تعود ملكيتها للدولة، الملكية الخاصّة (الأفراد)، الملكية الجماعية (المشركة) التي تكون في شركات المساهمة، و الملكية البلدية التي تكون في المؤسسات التابعة للسلطات المحليّة.

ثالثاً: نظرية تكاليف التعاملات

طرح Ronald Coase سنة 1937 مفهوم كفاءة الأسواق واشكالية وجود الشركة الكبيرة في السّوق، و ذلك بغية الوصول إلى أن طبيعة التعاقدات المنجزّة في الشركة هي التي تسمح لها بالتواجد بقوة فيه (أي السوق)، فحسبه تكون الشركات فعالة اقتصادياً إذا كانت تكلفة التعاقدات المبرمة داخلها أقلّ من تكلفة التعاقدات المنجزّة في السّوق (مخرجات الأنشطة)، و ذلك في ظلّ مجموعة من الشروط كعدم

¹ - Kent. A and Anderson.R (2010), « Corporate governance », John Wiley and sons, new Jersey, Usa, P79

² - Labelle. R (2005), Op.cit, P 43.

³ - Perrat. F (1999), Op.cit, P 28.

اليقين، تكرار التعاقدات¹.

اعتبر Coase أن تكاليف التعاقدات هي تكاليف التنظيم و الإنتاج التي تتحملها الشركة عن طريق آلية السوق، حيث يتم التنسيق بين الأفراد في السوق عبر آلية السعر، لكن المؤسسة بدورها تقوم بالتنسيق بين الأفراد، وحينما يتم اللجوء إلى السوق تتحمل الشركة تكاليف هي: "تكاليف المعاملات"، والتي تتمثل في تكاليف التفاوض، تكاليف البحث عن المعلومات، وعليه فالشركة تتطور و تنمو مادامت تكاليف المعاملات أكبر من تكاليف التنظيم الداخلي².

الشركة حسب Coase (في كتابه طبيعة المنشأة) دائماً ليست وحدة أو مركز لتنظيم العقود وحسب، وإنما هي شبكة من العلاقات المعقدة ذات الطبيعة التعاقدية، و بالتالي يميز فيها بين تعاملات داخلية و تعاملات خارجية، من خلالها تبحث الشركة عن أسلوب التنسيق المناسب، و عليه فضباية حدود المؤسسة التي انتقدت من أجلها نظرية الوكالة تجتنبها نظرية تكاليف المعاملات³.

أكمل Williamson أعمال Coase حيث قدّم في أبرز أعماله ثلاثة (03) أنماط للحوكمة تضبط المعاملات الاقتصادية و أسلوب التنسيق فيها، تتمثل هذه الأنماط في:

1) السوق: هو بالمفهوم الكلاسيكي نظام الأسعار والمؤسسات في السوق تتنافس على الزبائن أو الموارد.
2) السلمية: ويقصد بها المنظمة أو المؤسسة، وتتميز السلمية في ضبط المعاملات باستعمال الأوامر والسلطة.

3) الشكل الهجين: وهي الآلية التي تمزج بين الشكلين السابقين، والجدول الموالي يوضّح ذلك:

الجدول رقم (1-1): أنماط الحوكمة حسب ويليامسون

سبب الوجود	أسلوب التنسيق	نمط الحوكمة
نقل حقوق الملكية من خلال تنشيط التبادلات	نظام الأسعار	السوق
تنسيق الأنشطة من خلال العمل الجماعي	حوكمة واعية	السلمية

المصدر: Ayadi. N (2003), op.cit, P96

¹ - Bob. T (2012), « Corporate governance », Oxford Université Press, Oxford, UK, P 64.

² - عبد المللك مزهودة، مرجع سبق ذكره، ص 43.

³ - Jonathan. R (2008), « corporate governance », Princeton University Press, New Jersey, USA, P20

حسب ويليامسون فإنه حتى في حالة ما قدّم السوق حوافز قوية و خفض من حدّة الانحرافات البيروقراطية، إلا أنّ هناك بعض المعاملات التي تحقّق ربحية كبيرة بشرط أن تكون منسّقة بشكل جيّد مع التسلسل الهرمي، و هذا راجع إلى أنّه لا يوجد سوق تنشط بدون تكلفة، بالمقابل فالشركة يمكنها اتخاذ إجراءات وتدابير تحقّق لها وفورات في التكلفة¹.

بالإضافة إلى تحديد أسلوب التنسيق المناسب للشركة (الجدول السابق)، يمكن تحديد تكاليف المعاملات من خلال مصفوفة أنماط الحوكمة وخصائص المعاملات المتمثلة في السلوك الفردي، المعاملات نفسها، وأدوات التسيير، والجدول التالي يوضّح ذلك:

الجدول رقم (1-2): تحديد تكاليف المعاملات حسب نظام الحوكمة وخصائص المعاملات

السلمية	العقود	السوق	نمط الحوكمة الخصائص
- تكاليف منخفضة	- تكاليف متوسطة	- تكاليف مرتفعة	- السلوكية
- تكاليف منخفضة	- تكاليف متوسطة	- تكاليف مرتفعة	- خصائص العقود
- تكاليف مرتفعة	- تكاليف متوسطة	- تكاليف منخفضة	- أدوات التسيير: الحوافز، والأدوات البيروقراطية

المصدر: عبد المليك مزهودة، تحليل أداء المنظّمات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص 47.

إنّ أهمية تحليل ويليامسون نابع من تحديده لمفهوم تكاليف المعاملات، و تغطيتها لجميع التكاليف سواء القبلية أو البعدية التي تشمل تكاليف إدارة العقد و متابعتها، و رغم المصادر المتعدّدة لتكاليف المعاملات و المتمثلة في العقلانية المحدودة، عدم تناظر المعلومات، السلوك الانتهازي الذي يؤدّي إلى الضّرر المعنوي نتيجة غياب الثّقة، و أخيراً خصوصية الأصل، إلا أنّ هذه التكاليف تستند و تتأثّر كما هو موضّح في الجدول (03) بسلوك الأفراد في إبرام العقد و مدى تحفيزهم، و كذا الخصائص الموضوعية للعقد².

رابعا : نظرية اصحاب المصالح :تعتبر نظرية أصحاب المصالح من أهم النظريات الحديثة والمدروسة في الحقل البحثي لنظرية النظم ويعود ذلك لإستطاعتها منافسة وتكميل نظريات أخرى، كنظرية الوكالة التي تواجهها عدة إنتقادات.

¹ - Ayadi. N (2003), Op.cit, P 95.

² - Charreaux. G et Pierre. J, « Les théories des organisations », Edition Economica, Paris, France, P 23.

1- مفهوم نظرية أصحاب المصالح : تنسب هذه النظرية من الناحية الفكرية وقد طور تلك الافكار فريمان وريد (Dodd)، وكذلك أعمال دود (Clarck) لأعمال (Freeman & Reed) عام 1938م في دراستهم المعروفة: (Strategic Management ;stakeholder approach) ويعرف فريمان وريد أصحاب المصالح بأنهم المجموعة القادرة على تحقيق أهداف الشركة، وتتكون تلك المجموعة من كل الهيئات والإدارات العمومية والمساهمين والمنافسين والموظفين والموردين والزبائن والنقابات والجمعيات كما تجمع هؤلاء الفواعل إما علاقات أحادية أو ثنائية ويقسم كل ركسون أصحاب المصالح إلى مجموعتين :

أ- أصحاب مصالح أليون (أساسيون) : بحيث تعتمد عليهم حياة وبقاء المنظمة ولهم علاقة بإنتاج المنظمة وتمويلها (العمال، المساهمون ، الزبائن والموردون).

ب- أصحاب مصالح ثانويون : وتشمل الفاعلين الذين يتأثرون بالمنظمة ويأثرون عليها بدون الدخول في مبادلات مباشرة مع المنظمة وبدون تأثير مباشر على حياتها كالمجتمع .

2- فروض نظرية أصحاب المصالح : تقوم هذه النظرية على عدد من الفروض الأساسية هي :

- أن القيم الأخلاقية جزء أساسي في بيئته الأعمال ولا يجب التفريق بينهما ،
- إن الهدف الأساسي للمنشأة ليس فقط تعظيم القيمة للمساهمين ، ولكن تعظيم منافع كل أصحاب المصالح في المنشأة ،
- هناك الكثير من التغيرات حدثت في بيئة الأعمال مما يتطلب إعادة رسم صورة المنشأة بما يتناسب مع تلك التغيرات .

3- منطلقات نظرية أصحاب المصالح : تتمثل منطلقات هذه النظرية في :

- إدارة المسار الإنتاجي للمؤسسة يتطلب تحقيق توازن تعاوني خاصة ما بين المساهمين والموظفين الذين يمثلون العامل القاعدي لوظيفة العمل¹ .
- لا يمكن للمسير أن يحتكر جهده كالموظفين والمؤسسات المالية المساهمة والموردين والزبائن والمؤسسات المتحالف معها... إلخ .
- تتصدى هذه النظرية للمفاهيم المتعلقة بالقيم الغير أخلاقية المرتبطة للمنشأة والتي افترضتها النظريات الإقتصادية، وترى هذه النظرية أنه يجب على المنشأة أن تضع رؤيا واضحة حول إدراج المعايير الأخلاقية في إستراتيجية المنشأة حتى تضمن البقاء والإستمرار في السوق .

¹ - FAMA. F,et EVAN WILLAM ,corporate Governance :A Stakeholder Interpretation ,Journal of behavioral Economics ,vol.19,n°4 ,Washington ,1990 ,PP337-359.

- ترى أن تعظيم قيمة حملة الأسهم تنطوي على الإعتداء على حقوق باقي أصحاب المصالح، وأن حقوق المساهمين ليست مطلقة، ولا تستعمل تلك الحقوق في تقييد حرية باقي أصحاب المصالح، لاسيما أن حملة الأسهم لديهم فرصة أكبر للخروج من المنشأة عند حدوث خسائر عن طريق بيع أسهمهم في السوق.

المطلب الثاني: ركائز حوكمة الشركات

هناك مجموعة من الركائز الأساسية الداخلية والخارجية التي يجب تحقيقها، ولكي تتمكن الشركات والدول من الاستفادة من مزايا تطبيق مفهوم حوكمة الشركات، يجب أن تتوفر مجموعة من الركائز الأساسية الداخلية والخارجية التي تضمن التحقيق السليم لمفهوم حوكمة الشركات و مبادئه.

1- إدارة المخاطر: يتبلور الهدف الأساسي لمجلس إدارة أي شركة في تعظيم ربح المساهمين¹، و تواجه جميع الشركات حالة من عدم التأكد في البيئة التي تعمل بها، و هو ما يُطلق عليه المخاطر، و تتمثل التحديات التي تواجه مجلس الإدارة في تحديد درجة عدم التأكد (المخاطرة) التي يمكن أن يتحملها في سعيه لتعظيم تلك الأرباح.

لذا يجب على كل شركة أن يكون لها نظام لإدارة المخاطر التي تتعرض لها، و يعتمد هذا النظام على استراتيجيات الشركة، و الإجراءات الداخلية، و نظام التقارير التي يجب أن تحدد المخاطر وتقيّمها تقييماً مالياً من أجل وضع المقترحات لتجنبها و علاجها.

يجب أن يبنى نظام إدارة المخاطر في أي شركة على الاستمرارية في العمل، و دراسة كل خطر على حدة، و علاقة كل خطر بباقي الأخطار التي تتعرض لها الشركة². كما يجب الإفصاح عن المخاطر التي تحيط بالشركة، و أن يحيط بهذه المعلومات المساهمون و أصحاب المصالح الآخرون، و على مجلس الإدارة مراجعة نظام إدارة المخاطر بالشركة سنوياً و مقارنة الأخطار التي تحيط بالشركة مقارنة بالفترة السابقة لتقييم قدرة الشركة على الاستجابة للتغيرات في أعمالها، و البيئة المحيطة بها، و ذلك عبر إجراء اختبارات التحمل³.

وأيضاً من مسؤوليات مجلس الإدارة التأكد من تطبيق أنظمة التحكم في المخاطر، و آلية استقطاب الكفاءات التي تتولّى هذا النشاط الهام و الحساس بكل شركة، و أيضاً صقل مهارات و قدرات العناصر الموجودة من خلال التدريب⁴، و تُلزم كل شركة بأن تضع خطة طوارئ لمواجهة الأحداث التي تؤثر سلباً في أعمالهم، يحدد بها:

¹ - سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري، مرجع سبق ذكره، ص144.

² - International association of insurance supervisors, issue paper on corporate governance : (Basel, July2009), P 3.

³ - مؤسسة النقد العربي السعودي، لائحة إدارة المخاطر، الرياض، ديسمبر 2008، ص06.

⁴ - الحولي، أثر حوكمة الشركات على جودة المعلومات بالتقارير المالية، مرجع سبق ذكره، ص62.

أ- الإشارات الأولية لوقوع الخطر.

ب- وضع إجراءات العمل المفصّلة في حال حدوث أية أخطار.

و يجب على كلّ شركة وضع سياسية للحدّ من المخاطر بما في ذلك حدوث التعامل على كلّ نوع من المخاطر لكلّ فئات الموظفين بالشركة¹.

2- الرقابة و المساءلة : يمثّل الغش و الخداع اللبنة الأولى في منظومة الفساد، و اكتشاف الغش

خاصة في الأمور المالية يمثّل تحدياً كبيراً للمحاسبين، حيث يملك هؤلاء المفسدون أدوات جديدة، و يطوّرونها من آن إلى آخر، و لذلك لا بد من مقابلتها بإجراءات وقائية متطورة تطوراً كاملاً، تمثل آليات جديدة للرقابة، و تعمل في وضوح أكثر، و من أهمّ آليات الرقابة و المساءلة لجنة المراجعة الداخليّة، و هي لجنة دائمة منبثقة من مجلس الإدارة، و تتكون من عدد من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، و يجب ألاّ يقلّ عدد أعضائها عن ثلاثة، كما يجب أن يكون ضمن أعضائها أحد الخبراء في الشؤون المالية و المحاسبية، و يجوز تعيين عضو أو أكثر من خارج الشركة في حال عدم توافر العدد الكافي من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، و من أهمّ مهام لجنة المراجعة الداخليّة ما يلي²:

يجب أن تجتمع لجنة المراجعة الداخليّة على الأقلّ أربعة اجتماعات في السنة، و تُدوّن اجتماعها في محاضر رسمية، و تقوم بتقييم كفاءة المدير المالي بالشركة و باقي أفراد الإدارة المالية.

وأيضاً يتمّ دراسة نظام الرقابة الداخليّة، و وضع تقرير مكتوب عن رأيها و توصياتها بشأنه.

تقوم كذلك بالإشراف على إدارة المراجعة الداخليّة في الشركة، من أجل التحقّق من مدى فاعليتها في تنفيذ الأعمال و المهام التي حدّدها لها مجلس الإدارة³.

و هذا مع دراسة تقارير جولات المراجعة الميدانية، و متابعة تنفيذ الإجراءات التصحيحية للملاحظات الواردة فيها، و توصي لجنة المراجعة الداخليّة مجلس الإدارة بتعيين المحاسبين القانونيين و فصلهم، و تحديد أتباعهم، مع التأكّد من استقلالية هذه المكاتب.

¹ - حماد، حوكمة الشركات-المفاهيم-المبادئ-التحارب- تطبيقات الحوكمة في المصارف، مرجع سبق ذكره، ص46.

² - الخولي، أثر حوكمة الشركات على جودة المعلومات بالتقارير المالية، مرجع سبق ذكره، ص44.

³ - لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية، هيئة سوق المال، الرياض، 2009، ص15.

من خلال المهام التي تقوم بها لجنة المراجعة، يتضح دورها في مساعدة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين للقيام بمهامهم و مسؤولياتهم، و خاصة فيما يتعلّق بنواحي المحاسبة و المراجعة¹. و أيضاً ما تقوم به لجنة المراجعة بالتنسيق مع إدارة المراجعة الداخلية بالشركة يؤدّي إلى معرفة مجلس الإدارة بالمشاكل التي تواجه الشركة، و الحلول المقترحة لها.

إن قيام لجنة المراجعة بدورها باستقلال و مهنية يؤكّد ثقة المستثمرين و الأطراف الخارجية الأخرى التي تبني قراراتها على المعلومات المالية التي تعلن عنها الشركة.

من أدوات الرقابة و المساءلة الهامّة في الشركات وظيفة أمين سرّ المجلس (مسؤول الالتزام)، فهو رجل الحوكمة الأول بالشركة، و هو الذي يراقب التطبيق السليم لسياسات حوكمة الشركات، و التنفيذ الفعلي لها، و التأكّد من أنّ المسؤولين ملتزمون بتطبيق القانون و القواعد و السياسات المحدّدة في النظام الأساسي للشركة. و من أهمّ واجبات مسؤول الالتزام التأكّد من أنّ الشركة و المسؤولين فيها ملتزمون بتطبيق مواد نظام الشركات، و أنّ يطّلع باستمرار على أحدث الممارسات العالمية لحوكمة الشركات، و مدّد مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين بها بالتعاون مع الشؤون القانونية للشركة²، و من مهام مسؤول الالتزام أيضاً الإعداد و المشاركة في الجمعية العامّة للشركة وفقاً لنظام الشركات، و النظام الأساسي للشركة، و أيضاً يقوم مسؤول الالتزام بمساعدة رئيس مجلس الإدارة فيما يتعلّق بالإعداد و إدارة اجتماعات مجلس الإدارة.

من المهام الأخرى لمسؤول الالتزام إنشاء قنوات اتصال واضحة و فعّالة بين جميع المسؤولين بالشركة، و خاصّة بين مجلس الإدارة و اللجان التابعة له و بين الإدارة التنفيذية، كما يجب عليه التأكّد من الإفصاح المناسب عن المعلومات المتعلّقة بالشركة.

3- الالتزام الأخلاقي: يجب على مجلس الإدارة تبني ميثاق أخلاقي لعمل الشركة قد يستمد أحكامه من الفكر الإنساني و القواعد المنظّمة للعمل. و يقابل مبدأ العدل في حوكمة الشركات التزام إدارة الشركة في أدائها لعملها بتطبيق المبادئ الأخلاقية المتمثلة في الإخلاص و الأمانة، و الشفافية و العدالة؛ حتى تكون العلاقة داخل الشركة و مع أصحاب المصالح علاقة صحية، و تؤدّي إلى مزيد من التقدّم.

و لكي ينجح مجلس إدارة الشركة في نشر ثقافة الالتزام الأخلاقي، فقد أوصت العديد من الهيئات المهنية المتخصصة بضرورة أن يوجد بالشركة دليل للسلوك الأخلاقي يلتزم جميع العاملين بما فيه من قيم

¹ - سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري، مرجع سبق ذكره، ص88.

² - سليمان، حوكمة الشركات و دور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، مرجع سبق ذكره، ص233.

و أخلاق، تضمن حسن سمعة الشركة و مصداقيتها في محيطها، و القضاء على أي تلاعب قد يضرّ بأصحاب المصلحة في الشركة¹.

إنّ السلوك الأخلاقي ليس مجرد مجموعة من القواعد القانونية، و إنّما هو ثقافة يجب أن تنتشر في الشركة و يتبعها كل العاملين فيها. ينقسم دليل السلوك الأخلاقي إلى ثلاثة أقسام رئيسية:
أ- قسم عن قيم الشركة و مبادئها الأخلاقية: حيث يجب أن توضّح الشركة التزامها في جميع معاملاتها الداخلة و الخارجية بتقديم منتجات و/أو خدمات ذات جودة عالية مع حماية حقوق المساهمين، وتحقيق رضا العملاء، و حماية البيئة التي تعمل فيها، و أخيراً الالتزام بالأمانة و الإخلاص².
وفي المقابل، تتوقع الشركة المعاملة نفسها من جميع أصحاب المصالح الذين يتعاملون معها (الموظفين، و العملاء، و الجهات الرقابية، و الحكومة، و المجتمع المحيط بها).

ب- يوضح القسم الثاني المعايير الأخلاقية لعلاقة الشركة بأصحاب المصالح بدءاً من علاقة الشركة بالموظفين و العاملين بها، حيث يجب عليها أن توضّح أن العنصر البشري لديها هو أساس نجاحها، و لذلك تلتزم بمعاملتها باحترام و ثقة لبناء علاقة عمل طويلة الجمل وفقاً لنُظم العمل في الدولة، و احترام حقوق الإنسان، و عد التمييز، مع توفير ظروف عمل صحية و آمنة، و إلزام الشركة بإزالة أي أسباب لتعارض المصالح، قد تؤثر بأداء العنصر البشري بها.

و أيضاً تلتزم الشركة بسياسة واضحة و عادلة فيما يتعلق بالتعيين و الترقية و المكافآت السنوية دون محاباة، مع ضمان أن يتم تقييم الموظفين و مكافأتهم وفق معايير موضوعية لأدائهم، مع توفير الشركة لفرص التدريب و التعلّم لمواردها البشرية³.

كما يجب أن يشمل هذا الجزء ضوابط استخدام المعلومات الخاصة بالشركة، و طريقة الإفصاح عنها و تداولها داخلياً و خارجياً، كما أن الشركة يجب أن تعمّق من الشفافية في علاقتها بالعاملين لديها عن طريق نظام اتّصال ذي اتجاهين بين الإدارة و الموظفين عن طريق الاجتماعات، و استثمارات التقصّي عن رضاهم عن بيئة عملهم و الموضوعات الأخرى ذات العلاقة.

يأتي بعد ذلك علاقة الشركة بعملائها و شركائها في العمل؛ حيث أن رضا العملاء و الوضوح و المصداقية معهم من أولويات إدارة الشركة و العاملين فيها بما يقلّل من شكاوى العملاء و عدم رضاهم.

¹ - سليمان، حوكمة الشركات و دور أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، مرجع سبق ذكره، ص15.

² - الخولي، أثر حوكمة الشركات على جودة المعلومات بالتقارير المالية، مرجع سبق ذكره، ص152.

³ - زيدان محمد أحمد، أهمية إرساء و تعزيز مبادئ الحوكمة في شركة التأمين التعاوني، بحث مقدّم في المنتدى الثالث للتأمين التعاوني، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد و التمويل، الرياض، 2011، ص766.

يجب أن يوضح هذا القسم أيضاً أن الشركة تؤمن أن علاقاتها المبنية على الاحترام، و الثقة، و العدالة مع شركائها في العمل (الموردين، و المقاولين، و الشركاء) هي السبيل لبناء علاقة على المدى الطويل وباستمرارية. إن هذا الالتزام سيشجّع هذه الأطراف للتعامل مع الشركة وفق المعايير الأخلاقية نفسها.

ت- الجزء الأخير من هذا الميثاق يحدّد العلاقة بين الشركة و البيئة و المجتمع المحيط بها، حيث يجب أن توضح الشركة التزامها بتطبيق الأنظمة و التشريعات و اللوائح المنظمة لعملها وفق الصيغة القانونية و التراخيص الممنوحة لها لمزاولة العمل. و أيضاً، يجب أن تبني الشركة -كجزء من المجتمع الذي توجد فيه- علاقة مع مجتمعها، قائمة على المعايير الأخلاقية و القيم الموضحة في القسم الأول بما يحافظ على نظافة و سلامة البيئة المحيطة بها، وتؤكد أنها ستدعم مجتمعها عن طريق مجموعة من الأنشطة الخيرية و التعليمية¹.

كما يتضمن هذا الجزء مسؤولية كل شخص داخل الشركة عن سلوكه الأخلاقي، و أنّ اتّباع دليل السلوك الأخلاقي هو التزام على جميع الموظفين و العاملين و المديرين التنفيذيين، و يُعدّ جزءاً من عقود عملهم بالشركة. كما أن جميع المديرين ملتزمون أمام المدير التنفيذي فيما يخصّ تطبيق دليل السلوك الأخلاقي في إدارتهم، و التأكيد من فهم الموظفين له، و استيعابهم لهذه الثقافة، ثم يقوم المدير التنفيذي بنقل المعلومات لمجلس الإدارة.

كما يحقّ لكل موظّف أو مدير أن يستشير مسؤول الالتزام الأخلاقي في أيّة مشكلة تواجهه بخصوص الالتزام بالسلوك الأخلاقي في أثناء اتخاذ بعض القرارات التي تمسّ الشركات و علاقتها بمحيطها، كما أنّ مدير الالتزام الأخلاقي عليه تقديم المشورة و النصّح وفق دليل السلوك الأخلاقي في الشركة².

المبحث الثالث: قواعد حوكمة الشركات حسب تقارير المنظمات العالمية

¹ - البعلي عبد الحميد، الأخلاق المهنية في المؤسسات المالية و الإسلامية، اللجنة الاستشارية العليا لتطبيق الشريعة، الكويت، 2006، ص123.

² - يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، مرجع سبق ذكره، ص 06.

نجد هذه القواعد تحت العديد من المسميات كالمبادئ والمعايير وغيرها وذلك حسب كل منظمة أو هيئة، ورغم هذا الاختلاف إلا أنها تشترك في كونها مجموعة تصرفات ومعايير تضمن في حال التطبيق الجيد الوصول الى الأهداف المسطرة لحوكمة الشركات. وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق الى أهم هذه القواعد المقدمة من طرف أهم الهيئات الدولية المهتمة بالمفهوم.

المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التعاون الاقتصادي وبنك التسويات الدولي

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

أولاً: مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية: في أبريل 1988 طلب مجلس منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من المنظمة أن تقوم بالاشتراك مع الحكومات الوطنية الأعضاء بالمنظمة وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص لوضع إرشادات خاصة بحوكمة الشركات، حيث تمت الاستفادة من جهودات عدد من الدول غير الأعضاء بالمنظمة إضافة إلى جهودات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، وفي ماي 1999 تم إصدار مجموعة من المبادئ والتي أصبحت الأساس الذي تستند عليه الدول عند وضعها الأسس المناسبة لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات¹، وقد تضمنت تلك المبادئ العديد من التعديلات الهامة كانت آخرها الصياغة المعدلة في 22 أبريل 2004، والتي أصبحت بالشكل التالي:

- 1- **ضمان وجود أساس لاطار فعال لحوكمة الشركات:** لضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات فإنه لابد من وجود أطر قانونية وتنظيمية يتم من خلالها ممارسة العمل في جو من النزاهة وإحترام القانون، ولتطبيق ذلك يجب الإلتزام بما يلي²:
 - يجب أن يكون هيكل حوكمة الشركات ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل ونزاهة الأسواق ويشجع على قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية، فالبيئة التنظيمية والقانونية التي تعمل فيها الشركات تعتبر ذات أهمية كبيرة لرفع أداءها.
 - إن المتطلبات التنظيمية التي تؤثر على ممارسة حوكمة الشركات يجب أن تكون متوافقة مع أحكام القانون وقابلة للتنفيذ.

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

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

- يجب أن تنص التشريعات بوضوح على توزيع المسؤوليات بين الهيئات المختلفة في الشركة مع ضمان تحقيق مصالح جميع الأطراف.

- يجب أن يكون لدى الهيئات الاشرافية والتنظيمية المسؤولة عن تنفيذ القانون السلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بأسلوب مهني وطريقة موضوعية، مع التحديد الواضح والدقيق للقوانين.

2- حماية حقوق المساهمين: ينص هذا المبدأ على أنه ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين ويسهل لهم ممارسة حقوقهم، فهذا المبدأ عبارة عن بيان للحقوق الأساسية للمساهمين التي تم الاعتراف بها قانونياً في جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وهناك حقوق إضافية مثل الموافقة على أو انتخاب المراجعين والتعيين المباشر لأعضاء مجلس الإدارة والقدرة على رهن الأسهم والموافقة على توزيعات الأرباح، وبصفة عامة تتمثل هذه الحقوق فيما يلي¹ :

أ- الحقوق الأساسية للمساهمين وتمثل في:

* تأمين أساليب تسجيل الملكية.

* نقل أو تحويل ملكية الأسهم.

* الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة.

* المشاركة والتصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين.

* انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

* الحصول على حصص من أرباح الشركة².

ب- حق المساهمين المشاركة في التغيرات الأساسية بالشركة: يحق للمساهمين الحصول على المعلومات الكافية حول قرارات التغيرات الأساسية في الشركة خاصة في تعديل النظام الأساسي أو في مواد تأسيس الشركة، الترخيص بطرح أسهم إضافية، وأية تعاملات مالية قد تسفر عن بيع الشركة.

ت- حق المساهمين التصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين من خلال:

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

الجمعية العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة بشأن المواضيع التي سيتخذ بشأنها قرارات في الإجتماع³.

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

¹ - رشا نايل حامد الطراونة، علي محمد عمر العضالفة، "اثر تطبيق الشفافية على مستوى المساءلة الادارية في الوزارات الاردنية"، المجلة الاردنية في الادارة الاعمال، مجلد 06، العدد1، 2010، ص 66 .

² United Nation Development Programme « UNDP », **"Governance for Sustainable Human Development"**, AUNDP Policy document, NY, USA, 1997, p3.

³ Mohamed Chérif Belmihoub, **"Gouvernance et Rôle Economique et Sociale de L'état: entre Exigences et Résistances"**, Revue IDARA, N°01, Vol 11, Alger : ENA, 2001, P 14.

السنواتية الخارجية وإدراج بنود جديدة في جدول الأعمال مع إقترح الحلول المناسبة لأية مشكلات.
* تمكين المساهمين من التصويت بصفة شخصية أو بالإنابة، على أن يعطى نفس الوزن للأصوات المختلفة سواء كانت حضورية أو بالإنابة .

- التأكد من إجراءات الإفصاح عن هيكل الترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على قدر من التحكم الذي يؤثر على سياسة الشركة بما لا يتناسب مع نسبة مساهمتهم¹.

3- المعاملة المتكافئة للمساهمين: يجب أن يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتساوية لكافة المساهمين خاصة صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، كما يجب أن تتاح الفرصة للحصول على تعويض فعلي في حالة إنتهاك حقوقهم ويتحقق ذلك من خلال مايلي²:
أ- يجب أن يعامل كافة المساهمين حملة نفس طبقة الأسهم معاملة متكافئة، كأن تكون لهم نفس حقوق التصويت مثلاً.

ب- يجب أن يحصل المساهمين على المعلومات المتصلة بحقوق التصويت الممنوحة لكل فئات المساهمين وذلك قبل قيامهم بشراء الأسهم، كما يجب أن تخضع التغييرات في حقوق التصويت والتي تؤثر سلباً على بعض فئات المساهمين لموافقتهم.

ت- حماية مساهمي الأقلية من الممارسات الإستغلالية من جانب المساهمين المسيطرين بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، مع توفير وسائل تعويضية في حالة إنتهاك حقوقهم.

4- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات: ينص هذا المبدأ على أن الإطار المنظم لقواعد حوكمة الشركات يجب أن ينص على إحترام حقوق أصحاب المصلحة في الشركة كما هي محددة في القانون، كما يجب أن يشجع على التعاون بين الشركة وأصحاب المصلحة للمحافظة على إستدامة المؤسسة وسلامتها مالياً³، فنجاح المؤسسة وزيادة قدرتها التنافسية ماهو إلا نتيجة لعمل الفريق الذي يجسد الإسهامات المقدمة من مختلف أصحاب المصالح من مستثمرين، عاملين، دائنين، والموردين، لذلك على إطار حوكمة الشركات أن يعترف بأن مصالح الشركة تجري خدمتها عن طريق الإعتراف بحقوق أصحاب المصالح وفقاً لما يلي⁴:

أ- يجب أن تتاح الفرصة لأصحاب المصالح للحصول على تعويض في حالة إنتهاك حقوقهم.

¹ Tim Plumptre & John Graham, "Governance in the New Millennium: Challenges for Canada", Institute on Governance, Ottawa, Canada, 2000, p3.

² - البنك الدولي، "المسائل الاجتماعية: تعزيز جانب الطلب على نظم الإدارة الراشدة وتقديم الخدمات"، الفصل الثاني بدون سنة نشر ص 05 .

³ زهير عبد الكريم الكايد، "الحكمانية: قضايا وتطبيقات"، ط 1، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2003، ص 10.

⁴ Isabelle Johnson, "Redefining the Concept of Governance", Canadian International Development Agency, Canada, July 1997, p3

ب- تطوير آليات لمشاركة العاملين في صياغة سياسات الشركة وتحسين الأداء.
ت- السماح لأصحاب المصالح بالحصول على المعلومات المتعلقة بعملية ممارسة سلطات الإدارة بالشركة، وفي الوقت المناسب.

ث- تمكين أصحاب المصالح بما فيهم العاملين من الأفراد والجهات التي تمثلهم من الإتصال بمجلس الإدارة للتعبير عن مخاوفهم تجاه التصرفات غير القانونية والمنافية لأخلاقيات المهنة بما لا يؤدي إلى المساس بحقوقهم.

5- الإفصاح والشفافية: يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات القيام بالإفصاح السليم والدقيق وفي الوقت المناسب عن كافة المسائل الهامة المتعلقة بالشركة، إذ يساعد الإفصاح القوي والفعال في جذب رؤوس الأموال إلى الشركة وزيادة الثقة في إدارتها، حيث يتضمن الإفصاح مايلي¹:

- الإفصاح عن المعلومات الأساسية المتمثلة في:

- * النتائج المالية والتشغيلية للشركة.
- * أهداف الشركة.
- * ملكية أغلبية الأسهم وحقوق التصويت.
- * مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمدبرين التنفيذيين، والمعلومات عن مؤهلاتهم وكيفية إختيارهم ودرجة إستقلالهم.
- * أية معاملات تتم بين أطراف من الشركة مع ذوي العلاقة.
- * عوامل المخاطر المتوقعة.
- * المسائل المادية المتعلقة بالعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح.
- * مضمون قانون حوكمة الشركات وطريقة تنفيذه.

- إعداد المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها بأسلوب يتفق مع معايير محاسبية ذات جودة².

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

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

¹ Elias Jean-Baptiste, "Démocratie Société Civile et Gouvernance en Afrique-Expérience de la République du Bénin", benine, 1998, p4

² Brahim Lakhlef, "La Bonne Gouvernance", Dar Alkhaldounia, Alger, Algérie, 2006 , p 9.

- توفير قنوات لنشر المعلومات وإتاحة الفرصة للجميع للحصول عليها بتكلفة مناسبة وفي الوقت الملائم وبطريقة تتسم بالعدالة¹.

6- مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب على مجلس الإدارة أن يضع إستراتيجية لتوجيه الشركة، وأن يكفل متابعة الإدارة التنفيذية وكذا مساءلته من قبل المساهمين، وعموماً على مجلس الإدارة أن يكون مشرفاً بصفة رئيسية على الأداء الإداري وأن يضمن تحقيق عائد مناسب للمساهمين، إذ تقع عليه المسؤوليات الآتية²:

- العمل على أساس الحرص وحسن النية.
- عند إتخاذ قرارات يمكن أن تمس حقوق المساهمين يجب أن يعاملوا معاملة متساوية.
- العمل على أساس أخلاقي مع الحرص على إرساء الجو الأخلاقي في الشركة وذلك بإحترام الحقوق التي يقرها القانون لجميع الأطراف ذات المصالح بالشركة³.
- القيام بالوظائف الرئيسية المتمثلة في صياغة وإستعراض كل من إستراتيجية الشركة، خطط العمل، سياسة إدارة المخاطر، مراقبة الأداء الإشراف على النفقات الرأسمالية، اضافة الى إختيار المديرين التنفيذيين وتحديد مرتباتهم والمزايا الممنوحة لهم، وكذا متابعة خطط التعاقب الوظيفي، ثم إدارة ومتابعة أي تعارض محتمل في المصالح بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والمساهمين كسوء إستخدام أصول الشركة وإجراء تعاملات مع أطراف ذوى صلة .

ثانياً: مبادئ بنك التسويات الدولي: بإعتبار البنوك من الشركات ونظراً لحساسية الدور الذي تقوم به في الإقتصاد ككل فقد تم إعداد مبادئ خاصة بالحوكمة في البنوك، حيث أصدرت لجنة بازل تقرير عن تعزيز الحوكمة في المصارف عام 1999 ثم أصدرت نسخة معدلة منه عام 2005 وفي فبراير 2006 نسخة محدثة بعنوان " Enhancing corporate governance for banking organization "، تتضمن مبادئ الحوكمة في المصارف والمتمثلة فيما يلي⁴:

- المبدأ الأول: يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مؤهلين لشغل مناصبهم بحيث تكون لهم القدرة على إدارة العمل بالبنك، وأن يكونوا مسؤولين بشكل تام عن أداء البنك وسلامة مركزه المالي، وعن صياغة إستراتيجية العمل وإدارة المخاطر، وكذا عدم إتخاذ قرارات عندما يكون هناك تعارض في المصالح بشكل

¹ Thomas Weiss, "**Governance-Good governance & Global Governance**", Third World Quarterly, Vol 21, No 5, London, UK , 2000, p800.

² Beate Kohler-Koch ET Berthold Rittberger, "**The 'Governance Turn' in EU Studies**", Journal compilation Journal of Common Market Studies, 44, 2006, UK, 2006, p28.

³ صلاح حسن، "البنوك والمصارف ومنظمات الأعمال -معايير حوكمة المؤسسات المالية"، ط1، دار الكتاب الحديثة، القاهرة، مصر، 2011، ص 30

⁴ John Graham and Others, "**Principals for Good Governance in the 21st century**", Policy Brief No.15, Institute On Governance, Ottawa, Canada, 2003, p1

يجعلهم غير قادرين على أداء واجبهم على أكمل وجه إتجاه البنك، وأن يقوموا بإعادة هيكلة للمجلس كلما تطلب الأمر ذلك مما يشجع على زيادة الكفاءة، كما يجب أن يقوم المجلس بتعيين ومراقبة المديرين التنفيذيين بما يضمن وجود الكفاءات القادرة على إدارة البنك، ومن مهام مجلس الإدارة أيضاً تشكيل لجان لمساعدته منها لجنة المراجعة والتي تعمل بالتعاون مع مراقبي الحسابات وتستلم تقاريرهم وتقوم بإتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب لتحديد أوجه القصور في الرقابة الداخلية وعدم التوافق مع السياسات والقوانين والنظم،¹ كما يشكل مجلس الإدارة لجنة المخاطر تضع المبادئ للإدارة العليا بشأن إدارة مخاطر الائتمان، السوق، السيولة، التشغيل والسمعة... الخ، ولجنة الأجور التي تضع نظم الأجور ومبادئ تعيين الإدارة التنفيذية والمسؤولين بالبنك بما يتماشى مع أهداف واستراتيجية البنك.²

- **المبدأ الثاني:** على مجلس الإدارة أن يضع ويراقب الأهداف الاستراتيجية للبنك، وقيم ومعايير العمل أخذاً في الاعتبار مصالح حملة الأسهم والمودعين وأن تكون هذه القيم سارية في البنك، ويجب أن يتأكد مجلس الإدارة من أن الإدارة التنفيذية تعمل على تطبيق إستراتيجية البنك³، وتمنع العلاقات التي تضعف الحوكمة بالإقراض للعاملين أو المديرين أو حملة أغلبية الأسهم، أو إعطاء مزايا تفضيلية لأشخاص ذوي صلة ويجب على مجلس الإدارة، توفير الحماية للعاملين الذين يعدو تقارير عن ممارسات غير قانونية أو غير أخلاقية في حقهم و إتخاذ إجراءات تأديبية لإصلاح الوضع.

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

- **المبدأ الرابع:** يجب أن يتأكد مجلس الإدارة من أن الإدارة التنفيذية تطبق السياسات التي وضعها عند القيام بأنشطة البنك وهذا وفقاً لنظام فعّال للرقابة الداخلية⁴.

- **المبدأ الخامس:** يجب على مجلس الإدارة أن يُقَرَّ بإستقلال محافظي الحسابات، وبوظائف الرقابة الداخلية بإعتبارها أعمال جوهرية لحوكمة المصارف، حيث تقوم بعملية إختبار وتأكيد المعلومات التي يتم الحصول عليها من الإدارة عن عمليات وأداء البنك، وعلى مجلس الإدارة أن يتحقق من أن القوائم المالية

¹ Robert JOUMARD, "Le concept de gouvernance", rapport de recherche n° LTE 0910, institut national de recherche sur les transports et leur sécurité, France, 2009, p9

² David F. J Campbell and Elias G. Carayannis, « "Epistemic Governance in Higher Education. Quality Enhancement of Universities for Development ", Springer Briefs in Business, New York, USA, 2013, p3.

³ Robert JOUMARD, "Le concept de gouvernance", op-cit, p9.

⁴ Charles Plummer, "The Governance of England "otherwise called "The Difference between an Absolute and a Limited Monarchy "by John Fortescue, 1st edition (electronic), oxford university,,London,1885, p1.

تمثل الموقف المالي للبنك في جميع جوانبه، وذلك من خلال التأكد من أن مراقبي الحسابات الخارجيين يمارسون عملهم بالتوافق مع معايير العمل الواجب تطبيقها¹.

- **المبدأ السادس:** على مجلس الإدارة أن يتأكد من أن سياسات الأجور والمكافآت تتناسب مع أهداف وإستراتيجية البنك كما أن حوافز المديرين يجب أن ترتبط بأدائهم المحقق.

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

- **المبدأ الثامن:** يجب أن يفهم أعضاء مجلس الإدارة والمديرين هيكل عمليات البنك والبيئة التشريعية التي يعمل فيها فيمكن أن يتعرض البنك لمخاطر قانونية بشكل غير مباشر عندما يقوم بخدمات نيابة عن عملائه الذين يستغلون الخدمات التي يوفرها البنك لممارسة أنشطة غير مشروعة مما يعرض سمعة البنك للخطر².

المطلب الثاني: مبادئ حوكمة الشركات حسب منظمة التجارة العالمية WTO ومنظمة العمل

الدولية ILO

إن النضال من أجل غرس مبادئ حوكمة الشركات في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، يتطلب أكثر من مجرد تصدير التشريعات و النماذج الجيدة لحوكمة الشركات، فإذا فشلت الدول في تنفيذ الإرشادات والديساتير، ولم تتناول المواضيع الرئيسية للحوكمة، فإن التشريعات ذاتها مهما كانت درجة جودتها لن يكون في إمكانها تقديم الحلول.

و لكي يكون لإجراءات حوكمة الشركات أثر محسوس في أي اقتصاد، فلا بد من وجود مجموعة حديثة ونافذة من النظم الديمقراطية، لتقييم فعالية الإرشادات في كل الاقتصاديات، وكان التحرك في هذا الاتجاه بقيادة منظمة التجارة العالمية ومنظمة العمل الدولية..

وفيما يلي عرض لأهم ما جاءت به مبادئ منظمة التجارة العالمية WTO ومنظمة العمل

¹ Guy Hermet et autres, "la gouvernance un concept et ses Applications", édition Karthala, Paris, France 2005, p5.

*حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1991.

² 10, op-cit, p"Le concept de gouvernance"Robert JOUMARD,

الدولية ILO بشيء من التفصيل¹:

1-الإطار المؤسسي لحوكمة الشركات الفعالة:على أساس الخبرة الواسعة للمركز الدولي للمشروعات الخاصة في تشجيع حوكمة الشركات أقرّ أن كل دولة تحتاج إلى تقييم نواحي الضعف بها، واتخاذ الإجراءات المناسبة لعلاجها و يتم رسم القائمة الناشئة عن ذلك لتوجيه الجهود إلى الاتجاه السليم وحتى يتم إنشاء الهياكل التي تسمح بقدر جيد من الحرية في إطار حكم القانون و حينئذ يمكن لتلك الترتيبات أن تصنع الأساس لبناء الثقة التي هي العنصر الأكثر أهمية في قيام منشآت الأعمال الفعالة.

2- التركيز على حقوق الملكية: إن أهم التشريعات الأساسية التي تدعم حوكمة الشركات هو نظام حقوق الملكية، ومن الأمور الأساسية أن تصنع قوانين حقوق الملكية و لوائحها معايير بسيطة وواضحة تحدد على وجه الدقة من يملك؟ ماذا يملك؟ و كيف يمكن تجميع أو تبادل هذه الحقوق، ومعايير لتسجيل المعلومات بطريقة مرتبة زمنيا وذات تكلفة معقولة أي قاعدة بيانات متكاملة، ويمكن وصول المستثمر إليها²، بحيث يرفض هذا الأخير تقديم رؤوس الأموال إلى الشركات دون أن تكون هناك نصوص قانونية نافذة بشأن حقوق الملكية، وفي هذا الصدد، فإن هناك نوعان من التشريع النوع الأول هو التشريع الذي يعطي للشركات شخصية قانونية عن طريقة الاعتراف بوجودها كأشخاص "قانونية" مستقلة عن أصحابها ويحدد متطلبات النظام الأساسي للشركة و النوع الآخرين التشريعات يسمح بإنشاء الشركات المشتركة³.

3-قطاع مصرفي محكم التنظيم: يعتبر وجد نظام مصرفي صحي و سليم أحد الركائز الأساسية المطلقة لسلامة عمل سوق الأوراق المالية و قطاع الشركات و يوفر القطاع المصرفي رأس المال اللازم و السيولة لعمليات الشركات و نموها و يعتبر وجود الحوكمة الجيدة في النظام المصرفي أمرا هاما بصفة خاصة في الدول النامية حيث تقوم البنوك بتوفير معظم التمويل وفضلا عن هذا فإن تحرير الأسواق المالية قد أدى إلى تعريض البنوك لقدر أكبر من التذبذبات و إلى مخاطر إئتمانية جديدة⁴. وقد أثبتت أزمات شرق آسيا و روسيا أن ضعف الحوكمة في النظم المصرفية، ولذا فإن وجود إطار يعزز و يدعم وجود نظام مالي مرن مع تميزه بالأمن، مع وجود شروط و متطلبات رشيدة و ممارسات فعالة للإشراف المصرفي، إذ يقدم بنك

¹ وزارة الدولة للتنمية الإدارية المصرية وبرنامج الديمقراطية وحقوق الإنسان بجامعة القاهرة، "أدبيات الحوكمة"، موقع وزارة التنمية الإدارية الإلكتروني: www.ad.gov.eg/Admin/EditorDocs/أدبيات%20الحوكمة.pdf تاريخ الاطلاع: 2016/02/01، ص ص 8-12.

² صلاح حسن، "البنوك والمصارف ومنظمات الأعمال -معايير حوكمة المؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص9.

³ Mohammed Salih, "**Gouvernance, Information et Domaine public**", Commission Economique pour L'Afrique, Conseil Economique et Social, Nations Unies, Addis-Abeba, Ethiopie, 10 -17 mai 2003, p9.

⁴ Samuel P. HUNTINGTON, "**How Countries Democratize**", Political Science Quarterly, Vol. 124, No. 1, Academy of Political Science, Spring 2009, p 31.

التسويات الدولية بعض المعايير أفضل الممارسات التي يمكن تطويرها وفقا للنظم القومية المختلفة، ويقدم الإطار المقترح الجديد لكفاية رأس المال قدرا أكبر من الأساليب القياسية ذات مرونة أكبر حتى يتم التوفيق بين المتطلبات القانونية و التنظيمية لرأس المال وبين المخاطر التي يتعرض لها¹ و يقوم الإطار المقترح على أساس ثلاثة أعمدة تتمثل في حد أدنى لرأس المال المطلوب، استعراض إشرافي لعملية التقييم الداخلي للمؤسسة ومدى كفاية رأس مالها.

4- وجود أسواق سليمة للأوراق المالية: تتميز أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة بأنها تعاقب الداخلين بسرعة عن طريق إرسال الإشارات السعرية والسماح للمستثمرين بتصفية استثماراتهم بسرعة و بأقل تكلفة، ويؤثر هذا على قيمة أسعار أسهم الشركة و على إمكانية حصولها على رأس المال و يتطلب سوق الأوراق المالية الذي يتصف بكفاءة العمل ما يلي²: وجود قوانين تحكم كيفية إصدار الشركات للأسهم و السندات و تداولها و تنص على مسؤوليات والتزامات مصدري الأوراق المالية، ووسطاء السوق (السماسرة و المنشآت المحاسبية و مستشاري الاستثمار) والتي تقوم على أساس الشفافية والعدالة ومن المهم بصفة خاصة وجود القوانين و اللوائح التي تحكم عمل صناديق المعاشات³ والتي تسمح بقيام صناديق الاستثمار المفتوحة بدون حدود، ووجود متطلبات للقيود في بورصات الأوراق المالية تقوم على أساس معايير الشفافية و الإفصاح الشديد مع وجود سجلات مستقلة للأسهم، ووجود قوانين تحمي حقوق مساهمي الأقلية، ووجود هيئة حكومية مثل لجنة الأوراق المالية تضم منظمين مستقلين مؤهلين دون سلطة تمكنهم من تنظيم عمليات الأوراق المالية الخاصة بالشركات وتنفيذ قوانين الأوراق المالية، وقد قامت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية بوضع سلسلة من المعايير لإنشاء أسواق للأوراق المالية تتسم بالعدالة و الكفاءة و السلامة.

5- إجراءات خصخصة تنسم بالشفافية: إن الطريقة التي تتم بها خصخصة المنشآت لا تؤثر في هيكل الملكية فحسب، بل تعكس أيضا ثقافة الدولة الخاصة بالشركات ومن ثم فلا بد وجود قواعد و إجراءات واضحة المعالم ودقيقة وشفافة تنص على كيفية و توقيت إجراء خصخصة الشركات⁴.

¹ SudarnnoSumarto&Others, "**Governance and Poverty Reduction: Evidence from Newly Decentralized Indonesia**", A paper from the SMERU Research Institute, the Ford Foundation, Indonesia, 2004, p05.

² UNESCAP, "**What is Good Governance?**", UNDP, Bangkok, Thailand, 2009, p2

³ عبير مصلح، "النزاهة والشفافية والمساءلة في مواجهة الفساد"، مرجع سبق ذكره، ص 52.

⁴ هاني توفيق، "الشفافية والمساءلة رفاهية أم ضرورة؟"، مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد 12، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، ص-ص 6-7.

6- نظم ضريبية واضحة وشفافة: ينبغي إصلاح النظم الضريبية حتى تتميز بالوضوح والبساطة والدقة بحيث أن تعدد الإجراءات الخاصة بالتقارير المالية يسمح للمسؤولين بممارسة قدر كبير من الاختيار الشخصي وهو ما يهيئ لهم الانغماس في الفساد، لذا يجب إلغاءه كما أن قوانين ولوائح الضرائب ينبغي أيضاً أن تتطلب قدراً كافياً من الإفصاح عن البيانات المالية وبنبغي أن يجرى تنفيذها بصورة دائمة بفعالية وفي أوقات محددة¹.

7- وجود نظام قضائي مستقل: يعتبر النظام القضائي المستقل الذي يعمل بشكل جيد أهم الأسس فلا يمكن لأي من الإجراءات الضرورية التي تم وصفها فيما سبق أن تحقق أي أثر ما لم يكن هناك نظام قضائي سليم يسهر على تنفيذ القوانين باستمرار وعدالة، إذ يمكن تدعيم الهيئة القضائية عن طريق توفير الموارد المالية و الفنية اللازمة لإدارة العملية القانونية بسرعة وكفاءة، إضافة إلى سلامة العقود و نفاذها².

8- الإستراتيجيات المناهضة للفساد: يمكن تنفيذ إجراءات فعالة لمناهضة الفساد عن طريق تحديد النصوص القانونية والتنظيمية والتنسيق فيما بينهما، وتوضيح القوانين الخاصة بتضارب المصالح وإتباع وتنفيذ دستور منظمة الشفافية الدولية بشأن التوريدات الحكومية وإتباع والالتزام باتفاق منظمة التعاون الاقتصادية والتنمية المناهضة للرشوة³.

¹ Fonds International de développement Agricole : "**La bonne gouvernance : une mise au point**", Conseil d'administration - Soixante-septième session, Rome, Italie, 8-9 septembre 1999, p4.

² Ibid, p6.

³ رشا نايل حامد الطراونة وعلي محمد عمر العضاليلة، " أثر تطبيق الشفافية على مستوى المساءلة الإدارية في الوزارات الأردنية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد6، العدد1، 2010، ص66.

خلاصة :

إنّ مبادئ الحوكمة ليست ملزمة، كما أنّها لا تستهدف تقديم توجيهات تفصيلية للتشريعات الوطنية، بل أنّ الغرض منها يتمثّل في أن تكون بمثابة نقاط مرجعية وبالإمكان استخدامها من قبل صانعي السياسة في غمار إعدادهم للأطر القانونية و التنظيمية لأساليب حوكمة الشركات، والتي تعكس ظروفهم الاقتصادية والاجتماعية.

وتعدّ "المبادئ" دائمة التطور بطبيعتها، و ينبغي استعراضها في ضوء التغيّرات الكبيرة التي تطرأ على الظروف المحيطة، واستهدافاً للحفاظ على القدرة التنافسية للشركات في العالم الذي تسوده تغيّرات مستمرة، يتعيّن على تلك الشركات أن تُدخل التعديلات المستمرة على أساليب حوكمة الشركات بها و أن تطوّر تلك الأساليب على النحو الذي يكون من شأنه مواكبة المتطلّبات، والاستفادة من الفرص الجديدة، وبالمثل فإنّ الحكومات يقع على عاتقها مسؤولية هامة لتشكيل إطار تنظيمي فعّال يوفّر المرونة الكافية التي تكفل بدورها للأسواق إمكانية العمل بفعالية والاستجابة لتوقّعات المساهمين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة، و يترك للحكومات و لأطراف السوق حرية تقرير كيفية تطبيق هذه "المبادئ" عند وضع الأطر الخاصة بهم والمتصلة بأساليب حوكمة الشركات، مع أخذ تكاليف ومنافع تلك الأطر في الحسبان.

الفصل الثاني

ماهية أسواق الأوراق المالية

تمهيد :

تزايد الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية، والتي تنقسم إلى قسمين رئيسيين؛ أولهما سوق النقود، التي تعتبر مخزنا للأصول قصيرة الاجل، ومركزا يتجمع فيه ما ينتج عن الاستثمارات المؤقتة للمقترضين، وغالبا ما يقوم الجهاز المصرفي بتغطية احتياجاتهم من السيولة بمرونة وسرعة عالية ، وثانيهما سوق رأس المال، التي تختص بالمعاملات ذات الاجل المتوسط والطويل، وتنقسم هي الاخرى إلى سوقين فرعيتين، تتعامل احدهما "عن طريق الأوراق المالية" -وهي محل اهتمام دراستنا- بينما تتعامل الاخرى عن "غير طريق الأوراق المالية"، ويقوم بهذه العمليات مؤسسات ادخارية واستثمارية خاصة، تعتمد في تأدية وظائفهما على مواردها من الادخارات التي يرغب اصحابها في استغلالها لمددٍ أطول .

ومن خلال ما سبق سنتطرق في هذا الفصل إلى العناصر التالية:

المبحث الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

تقوم الأسواق المالية بأداء دور محوري في الاقتصاد المعاصر، إذ تمثل قناة الربط المالية، ما بين الادخارات المتدفقة باتجاه متطلبات الإنفاق الاستثماري، من خلال جذب وتخصيص الموارد المالية ويتكون مصطلح الأسواق المالية من شقين¹، الأول هو "السوق" وتعني الاطار التنظيمي لالتقاء تيار الطلب ممثلا بوحدة العجز المالي، وتيار العرض ممثلا بوحدة الفائض المالي، بهدف الوصول الى السعر التوازني بين كمية الاموال المطلوبة والكمية المعروضة منها، والثاني هو "المالية" والذي يدل على ما يتداول في تلك السوق من ادوات مالية (اسهم، سندات، مشتقات مالية) .

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعرف السوق المالية على انها وسيلة لضمان افضل استخدام لموارد المجتمع، بتحويل المدخرات الى استثمارات فعالة²، من خلال عقد الصفقات القصيرة وطويلة الاجل فيما بين المتعاملين، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع³، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة في أي لحظة زمنية معينة⁴. ان مفهوم السوق المالية يشمل جميع الاصول المالية، سواء التي تتسم بالسيولة الحاضرة، او الاصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، وهذا يعني ان السوق المالية تتكون من شقين اساسيين هما : اسواق النقد، واسواق راس المال .

أولاً: تعريف سوق النقد : تعرف السوق النقدية على انها الاطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية قصيرة الأجل، التي تتسم بدرجة سيولة عالية ودرجة مخاطرة منخفضة⁵، وسميت هذه السوق بالسوق النقدية، لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، ولأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود⁶ .

وتجدر الإشارة إلى أن التطورات الحاصلة في بيئة الاستثمار، ساهمت في تحرير الأسواق النقدية من بعض القيود الحكومية، الأمر الذي وسع من دورها في التمويل وعمق فاعلية السوق، وكسبها عدة مميزات نذكر منها :

- أدواتها المالية قصيرة الاجل، تتراوح فترات استحقاقها بين يوم واحدة وسنة واحدة .

¹ - محمود رامي زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق - احوالها ومستقبلها، در الوفاء لدينا الطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 26.

² - عمرو محي الدين، الأسواق المالية، مجلة المال والصناعة الصادرة عن بنك الكويت الصناعي، العدد الثامن عشر، 2000، ص 12 .

³ - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 92 .

⁴ - ارشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار في الاوراق المالية تحليل ادارة- دار المسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 106 .

⁵ - زينب عوض الله، اسامة محمد الغولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003، ص 89 .

⁶ - مبارك بن سليمان ال فواز، الأسواق المالية من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي للاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2010، ص 07 .

- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية، ذلك ان أدواتها يمكن تسيلها وتسويقها بسرعة ومرونة عالية¹.
- يعتبر سعر الفائدة في السوق النقدية مؤشرا مهما على ارتفاع او انخفاض تكلفة الاقتراض .
- نمو السوق النقدية يؤدي إلى السيولة في السوق المالية، وحمايتها من مخاطر الائتمان².

ثانيا : تعريف سوق رأس المال : هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نذكر منها:

تُعرّف سوق رأس المال بأنها "السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال"³.

وتعرف سوق رأس المال بأنها "السوق التي تهتم بالاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا"⁴.

كما تعرف على أنها السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تعكس فترة تزيد عن سنة⁵.

إذ تؤدي أسواق رأس المال دورا حيويا في تطوير ونمو الشركات، حيث تقوم بتوفير التمويل متوسط وطويل الأجل⁶، بتداخل قوى العرض والطلب على الأدوات المالية التي يفوق اجل استحقاقها "السنة"⁷، وهذا يستدعي تدخل وسطاء ماليين متخصصين، ذو وخبرة في الشؤون المالية .

من خلال ما سبق يمكن القول أن سوق رأس المال هو عبارة عن السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل بيعا وشراء بين القطاعات المختلفة يتكون هذا السوق من شكلين:

1- أسواق حاضرة : وهي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، ويطلق عليها

أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عن اتمام الصفقة، وذلك بعد أن دفع قيمة الورقة أو جزء منها، وتداول عن طريق أسواق منظمة أو غير منظمة .

2- أسواق آجلة : ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل بالأسهم

والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى ان يدفع المشتري قيمة

¹ - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص61.

² - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007، ص53 .

3 - عبد الغفار حنفي وآخرون، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2000، ص237.

4 - بن هاني حسين، الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص15

5 - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 2004. ص09.

⁶ - عطية عبد الحليم صقر، تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة الجديدة، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص11 .

⁷ - الزبيدي حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، 2001، ص114 .

الورقة ايضا على ان يتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض او تجنب مخاطر تغير السعر .

3- تعريف سوق الاوراق المالية : بعد التطرق الى مفهوم السوق المالية، اتضح ان سوق الاوراق

المالية تمثل اهم جزء من هه السوق، وعليه يمكن تقديم التعارف التالية :

- **التعريف الاول :** "سوق الاوراق المالية عبارة عن شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على اصدار الاوراق المالية وتداولها، مما يسمح بتحريك الادخار القومي" ¹ .

- **التعريف الثاني :** "تعرف سوق الأوراق المالية على أنها الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الاصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول" ² .

- **التعريف الثالث :** "سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة او غير منظمة، كما يمكن ان تكون محلية او عالمية، ففي الاولى تتداول الاوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات أجنبية" ³ .

- **التعريف الرابع :** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء ⁴ وشراء ⁴ من خلال التعارف السابقة، يمكن استنتاج التعريف التالي :

سوق الأوراق المالية هي الاطار التنظيمي لتداول الأصول المالية بين مصدري الأوراق المالية ومشتريها من خلال السماسرة، بحيث تمثل الشركات الخاصة والهيئات الحكومية جانب الطلب على الأموال، ويمثل المدخرون (المشترتون) جانب عرض الأصول وبهذا تتيح سوق الأوراق المالية تمويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات التي تعاني عجزا ماليا .

4- خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها ⁵:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الاوراق المالية في هذه السوق، لذلك في

¹ - p. Conso, la gestion financiere de l'entreprise, editiondunoddeuxiemeedition, 1989, tome 2, p387 .

² - عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الاوراق المالية ودورها في تحقيق اهداف تحول مشروعات القطاع العام الى الملكية الخاصة، مصر، دار النهضة العربية، 1996، ص25 .

³ - ضياء الدين مجيد موسوي، البورصات، اسواق رس المال داواتها، منشورات image، 1998، ص ص 6-7.

⁴ - عاطف وليم اندوراس، سوق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة الاولى، 2008، ص21 .

⁵ - جمال جويدان الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2002، ص56 .

- معظم البلدان هناك ادارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في اسواق الاوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية .
- يتطلب سوق الاوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الادوات التي تم اصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة .
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الاسعار العادلة على اساس العرض والطلب .
- التداول في سوق الاوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فان ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بانها اسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل اجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج الى اموال تسدد على امد طويل¹ .
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الاسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة ايضا² .
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فان اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة.

المطلب الثاني : أقسام سوق الأوراق المالية

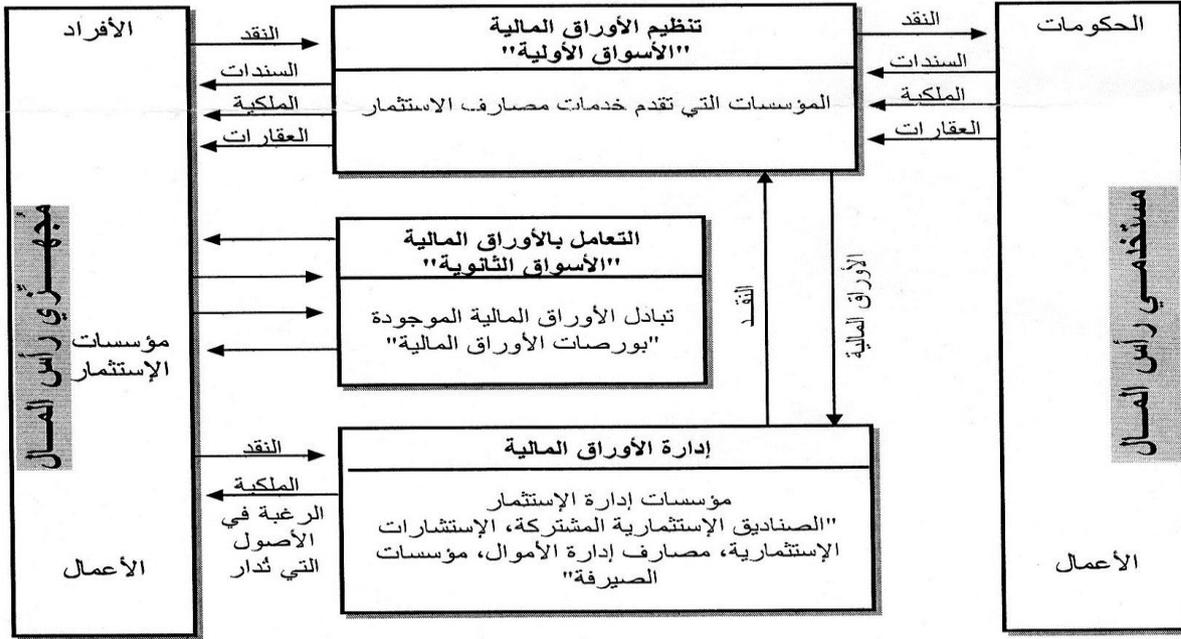
تتوفر معايير متعددة يمكن على أساسها تصنيف أسواق الأوراق المالية، فقد يتم التصنيف على أساس نوع الأصل المالي فنجد، سوق أدوات الدين وسوق أدوات الملكية، ويتم من خلال الأولى تداول السندات التي تصدرها مؤسسات الأموال والحكومة، ويتم من خلال الثانية تداول الأسهم التي تصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال، كما قد يتم التصنيف تبعا لأجل الورقة المالية المصدرة حيث تقسم سوق الأوراق المالية إلى: سوق قصيرة الأجل وسوق طويلة الأجل، حيث يتم تداول بعض أدوات سوق النقد كأذونات الخزانة والسندات قصيرة الأجل التي لا تزيد آجالها عن سنة واحدة في النوع الأول، بينما يتم

¹ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1997، ص32 .

² J.pilverdier, tereyt, le marche boursier, economica, 1998, p10 .

تداول الأسهم والسندات متوسطة وطويلة الأجل والتي تزيد آجالها عن سنة في النوع الثاني. غير أن التصنيف الأكثر شيوعاً يكون وفقاً لطبيعة الإصدار، حيث تنصرف سوق الأوراق المالية إلى تلك السوق التي تهتم أساساً بعملية إصدار الأوراق المالية (أي تأسيس الشركات) وتداولها، وهي بهذا المعنى تنقسم إلى سوقين، أولاهما سوق الإصدار (السوق الأولية) وثانيتهما سوق التداول (السوق الثانوية أو البورصة)¹، والشكل الموالي يوضح أقسام سوق الأوراق المالية:

الشكل رقم (2-1) : الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية



المصدر : خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص70.

أولاً : سوق الإصدارات (السوق الأولية) : يتم طرح * الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات للبيع في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزينة لتمويل الانفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية. وهنا يجب أن نوضح مسألة أساسية توضع في الاعتبار هي أنه أياً كان شكل الأوراق المالية المصدرة فإن الأوراق تمتص أموالاً جديدة لحساب مصدرها، على العكس بالنسبة للسوق الثانوية والتي كما سنرى يتم من خلالها تحويل الأوراق المالية الموجودة ولقائمة بين الأطراف المشاركة فيها دون أن يترتب على ذلك تلقي مصدري الأوراق المالية أي أموال إضافية² .

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل، عمان، - الأردن، 1998، ص125 .

* يوجد نوعين من الطرح للأوراق المالية للاكتتاب العام في السوق الأولية هما : الطرح للتداول العام والطرح للتداول الخاص، حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق في حالة الطرح العام، بينما تطرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص، والباقى يكونون الملاك الحاليين للركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين .

² - عاطف وليم اندرواس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات لتحول اقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص23 .

- ويتم طرح الاصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي¹ :
1. أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بـ "بنك الاستثمار أو بنكي الاستثمار أو المتعهد" عملية الاصدار لحساب الشركة أو الحكومة، ويعتبر بنك الاستثمار هو الوسيط الرئيسي في السوق الاولية بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قررت اصدارها، وهو بهذه الصفة يتعهد أو يضمن طرح الاصدار وبيعه (تصريفه)، وقد يشكل بنك الاستثمار "اتحاد لضمان تصريف الاصدار، وفي جميع الأحوال يحصل هذا البنك على عمولة تتمثل في قيمة الهامش بين سعر شرائه للإصدار من الجهة المصدرة وسعر بيعه له. وتجدر الإشارة إلى أنه في الدول النامية التي تتسم بصغر سوق الأوراق المالية، قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار كما هو الحال بالنسبة للجزائر .
 2. أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تباع الأسهم والسندات المصدر، وفي تلك الحالة قد يعرض بنك الاستثمار مساعدته للجهة المصدرة في البحث عن لجهة المستثمرة أو المشترية للإصدار.
 3. اللجوء إلى أسلوب المزاد، والذي بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين تقديم عروض تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم العروض ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار، وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف اصدارات السندات الحكومية واذونات الخزانة .

ومهما يكن أسلوب الطرح، فانه يتم اعلام المستثمرين بوجود اصدارات جديدة من خلال منافذ التجزئة (بيوت السمسرة) عن طريق ما يسمى بـ "النشرة التمهيدية"²، وتمثل هذه لنشرة ملخص للحقائق الهامة المتصلة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المزعم طرحها، والهدف من هذا المستند هو ضمان أن المستثمرين المحتملين للإصدارات الجديدة يأخذون في اعتبارهم عند تقييم الأوراق المالية محل الاصدار كافة الحقائق الخاصة بها والتي قد تنعكس على قيمة هذه الاصدارات .

ثانيا : سوق التداول (السوق الثانوية) : يتم التعامل في السوق الثانوية بالأوراق المالية التي تم إصدارها أول مرة في السوق الأولية بيعا وشراء، أي أنه لا يكون للجهة المصدرة لهذه الأوراق أي دور في عملية التداول، ولذلك فان أي تغيرات تطرأ على قيم هذه الأوراق المالية هي ناتجة عما تخلقه قوى العرض والطلب في هذه السوق³، والتي يتم خلقها من خلال السماسرة والتجار، ويعمل السماسرة كوسطاء للتقريب بين المستثمرين، بينما يعمل التجار لحسابهم الخاص وتحديد الاسعار المناسبة لإتمام البيع والشراء .

¹ منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق راس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية-مصر، 1997، ص83-88 .

² عاطف وليم اندرواس، سوق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، مرجع سبق ذكره، ص:25 .

³ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، الطبعة الاولى، 2004، ص:115 .

بحيث تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو سائر في طريق النمو، إذ أنها تجعل من السوق الأولية ممرا مكمنا، بمعنى أنه من دون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلا سوق أولية، كما تمكن من تسييل الأوراق المالية، مما يجعلها أكثر قبولا وجاذبية¹، وتنقسم أسواق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة :

1- الأسواق المنظمة: يطلق على الأسواق المنظمة "بورصة الأوراق المالية"، وهي مكان مادي ملموس، يعمل فيه وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعيها من خلال المزاد حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات، بعد أن تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة ومستوفاة لشروط التداول².

2-الأسواق غير المنظمة: تمثل أسواق تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، وأحيانا تكون مسجلة مثل السندات الحكومية وسندات الشركات الكبرى، إلى جانب أسهم الشركات الصغيرة التي تبحث عن تمويل محدود في السوق، ويطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على العمليات التي تتم خارج صالة البورصة من خلال بيوت السمسرة المختلفة، حيث لا يوجد مكان ولا زمان محدد لهذه العمليات، بل يتم من خلال الاتصالات الهاتفية او الالكترونية، ويعتبر كل تاجر في الأسواق غير منظمة بمثابة صانع السوق للأوراق المالية التي يتم التعامل فيها، حيث يتم تحديد سعر الورقة المالية بالتفاوض، كما يطلق على هذا النوع من الأسواق مصطلح "الأسواق الموازية"³.

وفي الولايات المتحدة، تتعدد الأسواق غير الرسمية، فنجد السوق الثالثة والسوق الرابعة⁴، تمثل السوق الثالثة قطاعا من السوق غير المنظم يتكون من بيوت السمسرة من غير الاعضاء في السوق المنظمة، ولهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة وعلى استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم كتجار⁵، ويصور الشكل الموالي العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة وغير المنظمة وبين كل من السوق الثالثة والسوق الرابعة والتي تمثل في مجموعها مكونات السوق الثانوية.

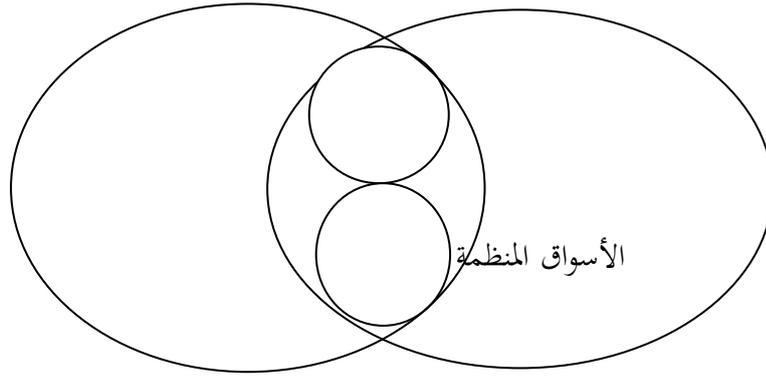
¹- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، مرجع سبق ذكره، ص 272 .

²- عاطف وليم اندوراس، سوق الاوراق المالية بين ضرورت التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطوورها، مرجع سبق ذكره، ص 29 .
³- محمد البناء، اسواق النقد والمال، زهران الشرق للنشر، 1996، ص 154 .

⁴- منير ابراهيم هندي، اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية-مصر، 1999، ص 78-81 .

⁵- منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسوق راس المال، مرجع سبق ذكره، ص 109-111 .

الشكل (2-2): العلاقة بين مكونات السوق الثانوية



المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص112.

يشير التداخل حسب الشكل (2-2) إلى أن السوقين الثالثة والرابعة هما جزء من السوق الثانوية¹، باعتبارهما أسواقاً غير منظمة، والمتعاملون فيها ليسوا أعضاءً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية* . بحيث تنشأ السوق الثالثة بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصاً عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب الشركات الاستثمارية.

وتنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات الكبرى وشركات الأعمال العائلية والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بطلبات كبيرة، والتي يقتصر دور الوسطاء فيها على تسهيل عمليات التبادل دون احتفاظهم بأي مخزون من الأوراق المالية ودون تحملهم لأي خسائر، والتي تقل فيها كثيراً عمولة الوسطاء عن الأسواق الأخرى لقلّة تكلفتهم في عملية الوساطة .

المطلب الثالث: الأدوات الاستثمارية لسوق الأوراق المالية

تتباين الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أدوات ملكية، أدوات مديونية، أدوات هجينة وأدوات مشتقة وغيرها، نعرضها مختصرة على النحو التالي:

أولاً: أدوات الملكية العادية (الأسهم العادية):

وتمثل مستندات ملكية لها قيمة إسمية وقيمة دفترية فضلاً عن القيمة السوقية، ويملك حاملها حقوق يحددها القانون عادة².

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص111.

² الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية هو اتحاد يشرف على السوق غير المنظم في الولايات المتحدة الأمريكية، يضع شروط العضوية فيه ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات.

² إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 04-07.

وللأسهم أنواع شتى تختلف وتتعدد بتعدد معايير التقسيم¹، كما أن لها خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات نبينها في الآتي:

1. **تساوي قيمة السهم:** إذ يجب أن تتساوى أسهم شركات المساهمة في القيمة، وتشكل في مجموعها رأس مال الشركة. ويعني تساوي القيمة في الأسهم أن تتساوى بالضرورة الواجبات والحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهمين مادامت من نوع واحد.

2. **تساوي مسؤولية الشركاء:** أي أن تكون مسؤولية الشركاء مقسمة عليهم بحسب قيمة السهم، فلا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بحسب أسهمه التي يمتلكها، مهما بلغت ديونها أو خسارتها.

3. **عدم قابلية ملكية السهم للتجزئة:** أي لا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة، ولعل الفائدة من عدم تجزئة ملكية السهم تسهيل مباشرة الحقوق وأداء الواجبات المتبادلة بين المساهم والشركة².

4. **قابلية السهم للتداول:** ومعنى تداول الأسهم انتقال ملكيتها من مساهم لآخر، لأن واقع الأمر أنه يندر أن يبقى السهم عند صاحبه ليأخذ أرباحه فقط، بل تستمر العمليات في الأسهم بيعاً وشراءً. وتعتبر قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية من الخصائص الجوهرية في الشركات المساهمة، بل إن التداول هو المعيار الأكثر قبولاً للترقية بين شركات الأشخاص وشركات الأموال³.

ثانياً: أدوات المديونية (السندات): وتمثل صكوك مديونية وليس ملكية، ويتمثل عائدها في معدل الفائدة المقرر على السند، إذ يحصل حامل السند على الفوائد المقررة بغض النظر عن تحقيق المنشأة أرباحاً أو خسائر⁴، وهي على أنواع مختلفة تتمثل أهمها في⁵: سندات ذات معدل فائدة متغير، سندات الدخل، سندات منخفضة الجودة، سندات مبتكرة (سندات بفائدة ثابتة وشروط متغيرة، سندات الخصوم، السندات المسترجعة، سندات بفائدة عائمة، سندات بشهادة حق).

¹ لتفاصيل أكثر دقة حول تقسيمات الأسهم، راجع: أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، رسائل جامعية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م، ص 49-62.

² أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، 1983، ص 113.

³ نفس المرجع، ص 114.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 86.

⁵ لتفاصيل أكثر حول هذه الأنواع وأنواع أخرى، راجع:

- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 82-91.

- محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي - شركات وأسواق مالية-، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 264.

ثالثاً: أدوات تجمع بين الملكية والمديونية (الأسهم الممتازة):

هي تلك الأسهم التي تخول لأصحابها حق الحصول على أولوية في قبض ربح معين أو في استرداد ما دفع من رأس المال عند التصفية، أو أولوية في الأمرين معاً، أو أية مزايا أخرى مما لا تتوفر لأصحاب الأسهم العادية¹، وتمتاز بأنها تتمتع بدخل ثابت².

- الأوراق المالية القابلة للتحويل:

وتتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركات وتعطي الحق لحاملها بتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، ومن ثم تحقق هذه الأوراق ميزتين أساسيتين للمستثمر هما:

- الحصول على معدل عائد ثابت سواء كان معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون للسهم الممتاز.

- يتمتع المستثمر بالمشاركة في نمو الشركة في المستقبل وازدهارها عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

- صكوك الشراء اللاحقة:

وتعد هذه الأداة إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركات لتحفيز المدخرين للإستثمار في الأسهم العادية. وهي عبارة عن صكوك يقوم المستثمر بشرائها. إذ بموجبها يكفل للمشتري (المستثمر) حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بغض النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية³.

رابعاً: الأدوات الاستثمارية المشتقة:

نشأت المشتقات من علم الرياضيات وهي تشير إلى متغير يشتق من متغير آخر. والمشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الجديدة التي قدمها منظرو الهندسة المالية، لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار، لذلك فهي تتطلب مهارات عالية لدى المهندس المالي، وأن يكون متعدد البراعات ويمتلك مهارات اتصال جيدة فضلاً عن معرفة كبيرة بالأدوات المالية وتطبيقاتها وفهم جيد للنظرية المالية والمعرفة بالقوانين المحلية والعالمية المرتبطة بالأدوات والأسواق المالية والقدرة على استعمال الحاسوب، وغيرها من المهارات.

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 55.

² محمود صبيح، الابتكارات المالية - المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، جامعة عين شمس، مصر 1988، ص 78.

³ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011، ص 85.

تُعرّف المشتقات المالية بأنها أحد الأدوات الإستثمارية الجديدة المشتقة من أدوات استثمارية تقليدية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعتمد قيمة المشتقات على أسعار هذه الأدوات¹. كما أنها عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

وتضم المشتقات مزيجاً من العقود المالية التي تختلف وفق طبيعتها، ومخاطرها، وأجلها التي تتراوح بين 30 يوماً وعام أو أكثر. كما تتنوع الأدوات المشتقة تبعاً لدرجة تعقيدها، حيث ترتبط هذه الأدوات بعلاقة طردية مع درجة تعقد طبيعتها من زاوية كونها أساسية أو وسيطة أو هجينة.

ومن أهم أنواع المشتقات المالية ما يلي:

1- العقود المستقبلية: هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم أو التسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما على صورة نقدية أو بصورة أوراق مالية، من أجل حماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء بالتزاماتهم². وتتسم العقود المستقبلية بالسماوات التالية:

- لا تتم المتاجرة في هذه المنتجات بين البنوك وإنما تتم في الأسواق الآجلة التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة فيها ومواعيد الاستلام والتسليم.
- الصفة الأساسية لهذه المنتجات هي الالتزام بالتنفيذ مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر³.
- المنتجات المشتقة متجانسة ومتماثلة والتعامل فيها يتم بسلع وأصول متجانسة أيضاً وبشروط نمطية مما يسهل فهمها والتعامل فيها (تستثنى العقود الآجلة لشروطها غير النمطية).

2- الخيارات المالية: وهي عقود معيارية (نمطية) تعطي الحق لمالك الخيار (وليس الإلزام) لشراء أو بيع أداة استثمارية معينة في المستقبل بسعر يحدد اليوم مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض يسمى العلاوة، وهي غير ملزمة لمالك الخيار (المشتري) ولكنها ملزمة لمصدره (البائع)، ولها خصائص عدة منها⁴:

¹ مركز التعليم المفتوح، إدارة مخاطر البورصات (الفصل الخامس)، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2010، ص 111.

² هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 1999، ص 631.

³ الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفا للنشر، عمان- الأردن، 2002، ص 188.

⁴ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص 249-250.

- أن حامل الخيار لا يستلم أي مقسوم أرباح أو فوائد.
- عائدات الخيارات هي فقط عائدات رأسمالية.
- يمكن لحامل الخيار أن يتمتع بالإعفاء الضريبي.
- الخيارات يتاجر بها في بورصات الأسهم المنظمة.
- يمكن لحامل الخيار أن يتحكم بجميع حقوقه على الموجود الأساسي.
- الخيارات تعطي إمكانية الحصول على أرباح غير متوقعة.
- يمكن لحامل الخيار أن يتمتع بتركيبة توافقية واسعة من العائد والمخاطرة.
- الخيارات تقلل من كلفة الصفقات الكلية للمحافظ الإستثمارية.
- الخيارات تمكن المستثمرين من الحصول على عائدات كبيرة من كمية استثمارات محدودة.

3- العقود الآجلة: هي عبارة عن عقد بين طرفين لشراء أو بيع أحد الأصول بسعر محدد، وفي تاريخ محدد في المستقبل، وعادة ما تستخدم هذه العقود بكثرة من جانب البنوك والمستثمرين لتفادي تعرضهم لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، خاصة في مجال العمل الدولي، ومخاطر التدفقات الإيرادية المستقبلية الداخلة والخارجة.

4- عقود المبادلات: هي التزام تعاقدية بين طرفين يتضمن مبادلة أصل معين، أو نوع معين من التدفقات النقدية مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي، ويتم هذا بموجب شروط يتفق عليها بين الطرفين عند التعاقد. ومن بين أهم أنواع المبادلات ما يلي¹:

أ- **مبادلة الأسهم:** بموجبها يتم الاتفاق على مبادلة لمعدل العائد على أحد الأسهم، أو لمجموعة من الأسهم، بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.

ب- **مبادلة السلع:** هي مبادلة بموجبها يقوم أحد الأطراف بالشراء من طرف آخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد وبالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فوراً، وفي ذات الوقت يتم بيعها له بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها بين الطرفين، البائع والمشتري.

5- خيارات المبادلات: وهي أداة مالية تجمع الخيارات مع مبادلات العملات ومبادلات أسعار الفائدة. فمشتري هذه الأداة له الحق (وليس الإلتزام) للدخول في عقد مبادلة جديد أو لإلغاء شراكة في عقد مبادلة قائم بتاريخ مستقبلي.

¹ مركز التعليم المفتوح، إدارة مخاطر البورصات (الفصل الخامس)، مرجع سبق ذكره، ص 124.

6- مشتقات الائتمان: لقد تطورت هذه الأداة منذ مدة قريبة، وهي أداة مالية حديثة غايتها التقليل من مخاطر الائتمان للقرض أو للورقة المالية، وهي تساعد المصارف التجارية والمؤسسات المالية لإدارة مخاطر الائتمان وتحمي المقرضين من مخاطر عدم إيفاء المقترضين. أما أهم مشتقات الائتمان هي:

- أ- **مبادلات الائتمان:** وهي من المبادلات التي تسمح للمؤسسات المالية بالتحوط من مخاطر الائتمان.
- ب- **خيارات الائتمان:** وتعني أن المستثمرين يمكن أن يقللوا من مخاطر عدم الإيفاء وذلك من خلال الحصول على وثيقة خيار ضمان مقابل مقدار إئتمانهم.
- ت- **كمبيالة الائتمان المترابط:** وهي تجمع ميزات السند القانوني وخيار الائتمان، وهذه الكمبيالة تضمن الحصول على دفعات فائدة قانونية ومنظمة، وهي أيضاً تضمن الحصول على قيمة السند في تاريخ الإستحقاق. إن هذا النوع من المشتقات يمكن أن يقلل المخاطرة ويمكن أن يعرض مستعمله لمخاطر مالية جديدة، فهي عقود ذات مفاوضات سرية وشخصية.

7- التعهدات: هي أوراق مالية تعطي لحاملها الحق لشراء عدد من السهم بسعر ثابت خلال مدة محددة من الزمن، وهي خيار طويل الأمد مصدر من قبل شركة ما تعطي لحاملها الحق بشراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد في زمن محدد، والخيارات إذا أصدرتها شركات تسمى تعهدات. والتعهدات هي صك تصدره الشركة المساهمة في السوق الأولي مرفقا بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم والسندات، وذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها.

وللمشتقات المالية مزايا تشجع الكثير من المضاربين على التعامل بها، وتجعلها أكثر أدوات الإستثمار استعمالاً في عصرنا الحاضر. وتمثل الأهمية الإقتصادية لعقود المشتقات في مايلي¹:

- **التغطية ضد المخاطر:** يتم ذلك بقيام المستثمر بشراء عقد على أحد الأصول في سوق العقود المستقبلية بتواريخ التسليم التي تتوافق مع توقيتات الحاجة لذلك الأصل (تغطية العمليات الشرائية)، أو بيع عقود مستقبلية لتجنب المخاطر المتعلقة بانخفاض أسعار الأصل محل التعاقد في المستقبل (تغطية العمليات البيعية).

- **أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:** أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، مرجع سبق ذكره، ص 335-339.

- إتاحة فرصة أفضل للتدفقات النقدية: حيث يسمح تسوية العقد المشتق بتحقيق أرباح تعوض البائع عن الإنخفاض الحاصل في أسعار الأصول المالية محل العقد.
 - إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: من خلال السماح لهم بالدخول كطرف في العقد لغرض تحقيق الأرباح، وليس لغرض تأمين تملك الأصل، على أساس أن تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل لغرض الإستعمال.
 - تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي بدأ المستثمر بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.
 - سرعة تنفيذ الإستراتيجية الإستثمارية: نظراً لمرونتها، فضلاً عن سيولتها المتميزة.
 - تحقيق سمة الكمال للسوق: من خلال إمكانية عمل تليفات من عقود المشتقات والأوراق المالية المتداولة في السوق الحاضر، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر.
- وفي مقابل كل هذه المزايا، فإن مخاطر الإستثمار في المشتقات المالية كبيرة جداً (مخاطر الإئتمان، مخاطر السوق، المخاطر القانونية والتشغيلية)، وينشأ ارتفاع هذه المخاطر من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر، وإنما مع المستقبل. ويجب دراسة هذه المخاطر قبل إنشاء أي موقع في المشتقات، لإذ أن استعمال المشتقات من غير فهم لمفرداتها وسلوكها يمكن أن يقود إلزامات غير محسوبة.

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة

يقصد بالأسواق المالية الناشئة تلك الأسواق للبلدان التي تمر اقتصادياتها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، التي تتميز بمجموعة من الخصائص النوعية التي تتمحور حول خطر التقلبات الحادة فيها، وكذا مردوديتها المرتفعة، ورسمتها البورصية، خاصة جاذبيتها لرؤوس الأموال الضخمة مقارنة بالأسواق المتقدمة.

ويعتبر مؤشر مؤسسة "Morgan Stanley" أهم المؤشرات ضمن وكالات التصنيف العالمية، ويضم 2700 سهم في 21 دولة، ويرتكز على خمسة معايير لترقية الأسواق إلى مصاف الأسواق الناشئة، تمثل في الانفتاح على الملكية الأجنبية، حرية تدفق رؤوس الأموال من الدولة وإليها، استقرار الإطار المؤسسي، فضلاً عن فعالية الإطار التشغيلي، والإلتزام بمعايير الحوكمة وأفضل الممارسات، بالإضافة إلى اعتبارات أخرى للترقية، منها ما يتعلق بحجم السوق المالية والسيولة، ووجود ثلاث شركات لا تقل قيمتها السوقية عن 500 مليون دولار، وارتفاع معدل دوران أسهمها عن 20%، إضافة إلى المؤشرات العامة لاقتصاد الدولة.

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة

جذبت أسواق الدول النامية اهتمام المستثمرين الدوليين نظراً للعائد الكبير الذي تحققه، وما تتمتع به من جاذبية لرؤوس الأموال، نتيجة قيام هذه الدول بفتح أسواقها وتحريرها من كافة القيود والتي أطلق عليها اسم أسواق الأوراق المالية الناشئة.

أولاً: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة: يطلق مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف مؤسسة التمويل الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تمر بمرحلة انتقالية، ويكون حجم نشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد¹.

أسواق الأوراق المالية الناشئة هي أسواق في دول منخفضة ومتوسطة النمو، تتميز بمرونة التغيير لمواصلة النمو والتقدم².

- وتعرف حسب شركة **standard & poor** على أنها الأسواق التي تنتمي لاقتصاد ذو دخل متوسط

¹ الصافي وليد أحمد، الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص 91.

² GINANJAR DEWANDARU ;RISK-RETURN CHARACTERISTICS OF ISLAMIC EQUITY INDICES :MULTI-TIMESCALESANALYSIS ;JOURNAL OF MULTINATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT 29- 2015,P138.

أو منخفض حسب تصنيف البنك الدولي¹، إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار لحساب الناتج الوطني الاجمالي للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى أن إعداد الاحصائيات المتعلقة بالناتج المحلي الاجمالي يستلزم الكثير من الوقت، ولتجاوز هذا الضعف لجأت s&p إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة نصيب الفرد من الناتج المحلي الخام خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعتبة التي يحددها البنك الدولي².

- من جهة أخرى تعرف على أنها الأسواق التي تتواجد في البلدان الناشئة، وهذه الأخيرة تمثل كل الدول خارج نطاق مجموعة الخمسة عشر أو مجموعة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية³ OCDE.

- ويمكن تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة استنادا إلى مؤسسة التمويل الدولية بأكثر من طريقة، فمن ناحية يعني لفظ "ناشئة" أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث، وأن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم والنشاط ولا يوحى بوادر أي تغيير⁴، ومن جهة أخرى يعني لفظ سوق ناشئ لسوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاته، ويرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية بنمو الاقتصاد المعني، ويحتفظ خبراء مؤسسة التمويل الدولية بالمفهوم الأول، أي اذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام، أو كان هذا السوق بصدد نمو⁵.

من التعاريف السابقة نستنتج أن هناك مجموعة من السمات متى توفرت في سوق ما عُدَّت سوقاً ناشئة، وتتمثل أهمها فيما يلي:

- أن تتسم هذه الأسواق بارتفاع مستوى السيولة وتعدد أدواتها المالية، وتطور اللوائح التنظيمية، مما يساعد على جذب الاستثمارات الخارجية إليها.

- أن يكون نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات الثلاثة الماضية أقل من العتبة التي يحددها البنك المركزي.

¹ زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الاوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 44.

² نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015، ص 100.

³ D.Grimbert et autre, les marches émergents, PARIS, septembre, 1995, p: 61.

⁴ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل

وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خبضر - بسكرة، الجزائر، ص 12.

⁵ السعيد هالة حلمي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 1999، ص 6.

- أن هذه الأسواق لم تصل بعد إلى مرحلة النضج، نظرا للعوامل السياسية والاقتصادية الداخلية والخارجية.

- الدول التي لم تدخل مجموعة 15، أو خارج منطقة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) بدأت التحول إلى مجتمع اقتصادي صناعي.

- أيضا من سمات الأسواق الناشئة أنه بالرغم من أنها ليست على درجة عالية من الكفاءة، لكنها تعود على المستثمرين بمردودات مرتفعة، وتتيح لهم فرصا متنوعة للربح.

- اقتصاديات الدول التي توجد بها الأسواق المالية الناشئة، تتميز بمعدل تضخم منخفض، واستقرار نسبي في سعر الصرف، مع وجود نظام مالي وبنكي متقدم¹.

- تتميز هذه الأسواق بأن العائدات السوقية بها أقل تقلبا، مع حدوث زيادة سريعة في نشاط التداول، وحجم الأسهم المصدر، وزيادة حجم التعامل بصورة ملموسة.

- الأسواق الناشئة تتميز بأن دولها اتبعت برامج اصلاح اقتصادي اشتملت على برامج للخصخصة، أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق أسهمها في سوق الأوراق المالية، وقد ساهمت هذه العملية في زيادة رسملة السوق ونشاطها عن طريق توفر الأسهم، وزيادة عمق أسواق المال المحلية.

ثانياً: مراحل نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة: أدى التفاعل بين عدة عناصر في أوساط ثمانينات القرن الماضي إلى خلق البيئة المناسبة لقيام أسواق مالية في البلدان النامية، تتقدم بمعدلات متفاوتة، وتحاول تحقيق اندماج في السوق المالية العالمية، وتمر أي سوق للأوراق المالية بعدة مراحل حتى تُصنف ضمن الأسواق المالية الناشئة، ونستعرض فيما يلي ملامح هذه المراحل²:

1) المرحلة الأولى: تبدأ هذه المرحلة مع بداية استخدام السوق المالية كأسلوب لتمويل وتدعيم النمو الاقتصادي للبلد، فيميل المستثمرون المحليون إلى التوجه الاستثمار في البورصة بدلاً من الودائع البنكية التقليدية، وسندات الخزينة قصيرة الأجل؛ وخلال هذه المرحلة، تميل أسعار الأوراق المالية إلى ارتفاع بسبب صغر حجم السوق، ومحدودية فرص الاستثمار، كما أن هذه المرحلة تتمتع بدرجة من النمو، وتطور في أداء السوق.

2) المرحلة الثانية: خلال هذه المرحلة، تكون السوق المالية أكثر نشاطا بحيث تؤدي الضغوطات من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات إلى دخول رؤوس الأموال، والضغوطات من الداخل لتخفيض

¹ ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة-ميك، القاهرة، 2014، ص 38.

² عيادي عبد القادر، "أثر الإفصاح المحاسبي على الأسواق المالية الناشئة- الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر"، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، يومي 17-18 نوفمبر 2015، ص 6.

تكلفة رأس المال، إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة؛ وفي هذه المرحلة تُقبل ادارة السوق على تطوير وتحسين نظم التداول وأنظمة المقاصة والتسويات، والعمل على ازالة القيود التنظيمية.

3) **المرحلة الثالثة :** وهي مرحلة التوسع، حيث تقدم السوق عوائد أكثر ارتفاعا وأقل تذبذبا، ويحصل المستثمرون بسهولة كبيرة على الإصدارات الجديدة المتزايدة، وبشكل سريع، كما تتميز هذه المرحلة بنمو نظام وساطة للعمل في البورصة على درجة عالية من الفاعلية والارتباط بنظام البنوك الذي يمر أيضا بمرحلة من التطور التكنولوجي.

4) **المرحلة الرابعة :** والتي تعبر عن نضج السوق واستقرار نموها، وتبدأ بتطبيق المعايير الدولية للعرض والإفصاح، وتتميز أيضا بتطوير استراتيجيات التسويق والاتصالات، مما يجعلها أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين، كما يصبح حجم التداول كبيرا مما يسمح بمقارنتها بالأسواق المتقدمة. إن مرور أسواق الأوراق المالية بالمراحل الأربعة السابقة يؤهلها لأن تكون ضمن الأسواق الناشئة المؤهلة لأن تصبح أسواقا متقدمة في وقت قريب.

المطلب الثاني: محددات أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد كان للعملة الاثر الكبير في نمو الأسواق المالية الناشئة في كثير من الدول النامية، نتيجة لتزايد الطلب على الاستثمارات الاجنبية والمحلية لسد الفجوة التمويلية في هذه الدول قصد توفير الاحتياجات لتمويل النشاط الاقتصادي والإنتاجي طويل الاجل فيها، اضافة إلى الرغبات المتزايدة للمستثمرين الدوليين في البحث عن أسواق متعددة لتنويع استثماراتهم لتقليل المخاطر، ويشير هذان السببان إلى وجود منفعة متبادلة بين الدول النامية والمضيفة للاستثمارات الاجنبية والمحلية والدول المتقدمة صاحبة رؤوس الاموال المستثمرة من انشاء أسواق مالية في الدول النامية.

أولاً: شروط قيام أسواق الأوراق المالية الناشئة: تنشأ السوق المالية الناشئة أساسا من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر الشروط التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي¹:

1- **الطلب الدولي على التمويل:** أدت أزمة المديونية في بداية الثمانينات إلى التقليل من اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل هذه الاقتصاديات المدينة، ومن ثم كان لابد من إيجاد مصادر تمويل مباشرة دون اللجوء إلى الوساطة وقدمت في البداية عمليات التخفيض من المديونية، والتي وضعت في إطار "مخطط برادي" في مارس 1989، والذي جاء بفكرة توريق ديون البلدان النامية، حيث ساهمت هذه العمليات في

¹ عيادي عبد القادر، "أثر الإفصاح المحاسبي على الاسواق المالية الناشئة- الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر، مرجع سبق ذكره ، ص5.

إمكانية الاستجابة في الأسواق الدولية لرؤوس الأموال لعشرات المليارات من الدولارات من سندات "برادي" المصدر من بلدان أمريكا اللاتينية بشكل خاص، كما قدمت البنوك الامتيازات بكثافة لاختيارات تحويل مستحقاتها على البلدان النامية إلى سندات مقابل تخفيض المبلغ الرئيسي أو الفائدة، وضمن هذه الشروط قادت عملية توريق الدين مع التطور الكبير للأسواق الناشئة إلى تحول جزء من قروض هذه البلدان إلى محافظ جميع المستثمرين الدوليين.

2- العرض الدولي للتمويل: مع الركود الاقتصادي الذي ضرب البلدان المتقدمة في بداية

التسعينات إضافة إلى انخفاض معدلات الفائدة في عدد منها ومن بنها الولايات المتحدة الأمريكية ، سارع المستثمرون الأجانب و المحليون سعياً وراء العوائد المرتفعة إلى استثمار أموالهم في البلدان النامية ، سواء في أسواق الأوراق المالية (أسهم وسندات) ، أو باستثمارات طويلة الأجل في شكل مساهمات القطاع الإنتاجي المحلي، ولقد تطورت التدفقات المالية المتوجهة للأسواق الناشئة في شكل استثمارات المحفظة المالية. **ثانياً: عوامل نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة:** ترجع أسباب نمو الأسواق أوراق المالية الناشئة في الدول النامية وزيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الاجنبية الى نوعين من العوامل هما:

1-العوامل الداخلية: هي مجموع السياسات الاقتصادية التي من شأنها أن تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتمثل هذه العوامل في¹:

- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها كثير من الدول النامية وأهمها برامج الخصخصة التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الناشئة، ونشاطها عن طريق زيادة اصدار الأسهم، وتعميق أسواق المال المحلية، مما يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية².

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في الاقتصاديات الناشئة مما يشجع على الاستثمار في أسواق تلك الدول، فعلى سبيل المثال تحقق تايلاند وكوريا وإندونيسيا معدلات نمو اقتصادي أعلى من تلك التي تحققتها الدول المتقدمة، ومن هنا يفضل مديرو المحافظ المالية الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة نظراً لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على نموها، إضافة الى ان هناك اعتقاد سائد لدى بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه تزداد نسبة الأوراق المالية للدول سريعة النمو في آسيا

¹ خالد سعد زغلول، العولمة والاسواق المالية الناشئة، مجلة الحقوق، العدد الاول، الكويت، مارس 2002، ص54.

² السعيد هالة حلمي ، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سبق ذكره، ص19.

وأمریکا اللاتینیة فی أی محفظة استثماریة دولیة، نظرا لان التحول الی أسواق الأوراق المالیة الناشئة یعتبر ضروریة فی ظل معدلات النمو العالیة الی تسجلها اقتصادیات تلك الدول.

- اصلاح القطاع المالی الذی یعتبر أحد الدعائم الرئیسیة الی ساعدت علی النمو السریع لأسواق الأوراق المالیة بها، قامت هذه الدول بتحریر أسعار الفائدة والتخلی عن الائتمان الموجه.

- اتباع الدول النامیة لعملیات التوریق، مما یسمح بالمزید من تدفقات الاستثمارات المالیة لاسواقها.

- خفض معدلات الضرائب علی الارباح الرأسمالیة، فضلا عن تنظیم قواعد الافصاح المالی، والتسویة الفوریة للمعاملات فی هذه الأسواق، ورفع القیود علی حیازة الاجانب للأصول المالیة.

2- العوامل الخارجیة (عوامل الدفع): تعتبر العوامل الخارجیة من المحددات الهامة لنمو أسواق

الأوراق المالیة الناشئة، وتمثل أهم هذه العوامل فی:

- انخفاض أسعار الفائدة فی الأسواق المالیة الدولیة، حیث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفدرالیة للولايات المتحدة الامریکیة من 9,8% فی افریل 1989 الی 9,2% فی نوفمبر 1992 وقد حفز هذا الانخفاض فی معدلات الفائدة المستثمرين فی الدول الصناعیة المتقدمة علی الاستثمار فی أسواق الأوراق المالیة الناشئة ذات العائد المرتفع¹.

یعتبر الاتجاه نحو زیادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالیة للمستثمرين ذوی الطابع المؤسسی، مثل صنادیق المعاشات وشركات التأمین من بین العوامل الخارجیة الی أدت الی نمو أسواق الأوراق المالیة الناشئة، خاصة وأن تلك المؤسسات تستوعب نصیبا متزایدا من الادخار العالمی، حیث یفضل المستثمرون ذوی الطابع السیاسی فی الولايات المتحدة الاستثمار فی الاوراق المالیة لأمریکا الجنوبیة فی حین یفضل المستثمرون ذوی الطابع المؤسسی فی اليابان الاوراق المالیة لجنوب شرق آسیا².

ومن أهم الدراسات الی أعطت أهمية نسبیة للعوامل الخارجیة فی نمو أسواق الاوراق المالیة الناشئة دراسة "كالفو جلیرمو ورینهاث"³، حیث أكدت علی أن السبب الرئیسی وراء التدفقات الرأسمالیة الخاصة الی عشرة دول من دول أمریکا اللاتینیة یتمثل فی عوامل الدورة الاقتصادیة للسوق العالمی وبصفة خاصة انخفاض سعر الفائدة الامریکی والكساد فی الولايات المتحدة الامریکیة والدول الصناعیة،⁴ كما أكدت

¹Rober A. feldman and manmobanS.Kumar, Emerging Equity market growth benefits and policy Issue, world bank research observer. vol 10.n 02 August 1995. p:189.

² مسعود أحمد وسودارستانغونیو، الاستثمار بالحفاظة وتدفقه الی البلدان النامیة، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993، ص 101.

³ نورین بومدین، صناعة الهندسة المالیة وأثرها فی تطوير الأسواق المالیة العربیة، مرجع سبق ذكره، ص 105.

⁴Calvo, guillermo A & sleonarioliederman and carmen M. reinhart, capital inflows and the real exchange factors, IMF WorkingPaper. August 1992. P 17.

دراسة "فرننداز أريز" نفس النتيجة، حيث قام بتحليل أسباب التحسن في الجدارة الائتمانية والتي يعود جزء كبير منها إلى الانخفاض في سعر الفائدة العالمي في حين جاء الجزء الآخر نتيجة لتحسن البيئة الاقتصادية المحلية لتلك الدول وخلص إلى أن 86 % من الزيادة في التدفقات في محفظة الأوراق المالية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة خلال الفترة 1989-1993 كانت نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة العالمية،¹ وهي ذات النتيجة التي توصل إليها "فرانكل وروز" في تحليلهما لمحددات تدفقات محفظة الأوراق المالية في عشرة دول من أمريكا اللاتينية ولبعض دول جنوب شرق آسيا،² وتوصل "كوهانو كلازن سومابيني" إلى نتائج مشابهة بالنسبة لتدفقات الأسهم من الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تفسر العوامل الخارجية نحو نصف التدفقات التي اتجهت إلى دول أمريكا اللاتينية، بينما تشترك كل من العوامل الداخلية والخارجية في تفسير تلك التدفقات إلى الدول الآسيوية،³ وإن كانت المتغيرات الداخلية تزيد في أهميتها على المتغيرات الخارجية بنحو أربع مرات في تفسير سلوك تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول الآسيوية وأكد كل من "هارنندزو رادولف" على أن العوامل الداخلية هي التي تفسر تدفق رؤوس الاموال طويلة الاجل إلى كل من آسيا وأمريكا اللاتينية، أضف إلى ذلك أن الاصلاحات الداخلية، والتي ينظر إليها على أنها وقتية، تحفز تدفق رؤوس الاموال حيث يفسر ذلك برغبة المستثمرين بجني الارباح قبل تغيير السياسات القائمة.⁴

وبالتالي يعتبر تغيير البنية التمويلية للدول النامية من التمويل بالدين الى الاعتماد على الاستثمارات المباشرة واستثمارات المحفظة الأثر الأبرز في ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة، بحيث لم تقتصر استفادة الدول النامية من اللجوء للأسواق العالمية من تقليص عبء المديونية فقط، بل ساعدها ذلك على انخفاض تكلفة رأس المال، والتخصيص الامثل للموارد المالية، والتوجه نحو اقتصاد السوق وخصخصة المؤسسات العمومية مما انعكس ايجابا على تفعيل أسواق الأوراق المالية لديها، وهذا ما جلب اهتمام المستثمرين الدوليين الى هذه الفئة من الأسواق، وفيما يلي عرض لاهم التدفقات الخارجية للأسواق الناشئة من بداية 2012 الى غاية سنة 2015.

¹Fernandez Arias , Eduardo ,The New Wave Of Capital Inflows : Push Or Pull, Journal Of DevelopmentEconomicsVol 48, 1996.P 23.

²Frankel, jeffery. A and andrew k rose, currency crashes in emergingmarkets an empiricaltreatment, journal of developmenteconomicsvol 41, 1998 .p 17.

³Chuman, ppunan, stiji c ; aessens, and nandumaming, equity and bond flows to asia and latinamerica the role of global and countyfactors, workingpaper n° : 1160, world bankjuly 1993 p 01.

⁴Remeenislam, should capital flousberegulated A look at issue policies, workingpaper N° 2293, worldbank 2000,p18-25.

الجدول رقم (2-1): التدفقات الخارجية السنوية نحو الأسواق الناشئة -مليار دولار-

السنة	اجمالي التدفقات الصافية	الأسواق الناشئة ASIA	الأسواق الناشئة EUROPE	الأسواق الناشئة LATIN AMERICA	الأسواق الناشئة AFRICAN AND ME
2012	1268	594	256	335	84
2013	1146	511	251	282	102
2014	1133	521	217	291	103
2015	1176	531	245	296	104

Source: the institute of international finance iif fmi, 2016.

يبين الجدول (1) أهمية اسواق الأوراق المالية الناشئة ضمن النظام المالي العالمي من خلال بيان حجم التدفقات الخارجية الهائلة نحو هذه الأسواق حيث وصلت اجمالي التدفقات الصافية مثلا في سنة 2012 الى نحو 1268 مليار دولار تحتل فيها الأسواق الاسيوية الصدارة كأعلى معدل مسجل بنحو 594 مليار دولار، تليها الأسواق اللاتينية بنحو 335 مليار دولار، فيما لا تتعدى هذه التدفقات 84 مليار دولار في أسواق الشرق الأوسط وشمال افريقيا لنفس السنة.

المطلب الثالث: مؤشرات تصنيف اسواق الأوراق المالية الناشئة

إنّ توجه الاقتصاد الدولي نحو العولمة، وظهور التكتلات الاقتصادية الاقليمية والدولية، دفع بكبريات الشركات العالمية في المجال المالي (Dow Jones, Russell, FTSE, SP, MSCI) إلى استخدام معايير موحدة في تصنيف الأسواق المالية، حيث برزت بذلك ثلاثة اسواق اصبحت شائعة الاستعمال والتداول من منظور الدراسات الأكاديمية، وهي أسواق الأوراق المالية المتطورة، الناشئة، وشبه الناشئة، إلا ان الاختلاف في تصنيف البعض منها يكون بصفة اساسية مرتبط بمجموعة المعايير التي تستخدمها هذه الشركات في تصنيفها واعادة تصنيفها للأسواق والتي أبرزنا من خلالها المعايير الخاصة بتصنيف اسواق الأوراق المالية الناشئة، واهم الاختلافات بين مجموع المؤشرات.

أولاً: معايير تصنيف الأسواق المالية حسب مؤسسة مورغان ستانلي "MSCI": تعتمد مؤسسة مورغان ستانلي في تصنيفها لأسواق الأوراق المالية على ثلاث مؤشرات رئيسية هي : التنمية الاقتصادية، حجم السيولة وامكانية الولوج الى الأسواق، لذلك فلتصنيف اي سوق ضمن اي فئة من فئات الاستثمار الثلاث (متطورة، ناشئة وشبه ناشئة) يوجب على البلد تلبية معيارين على الاقل من المعايير الثلاثة، حيث

تشمل المعايير الرئيسية مجموعة من العوامل بما في ذلك ظروف الاقتصاد الكلي، الاستقرار السياسي، وعمليات التداول والتسوية¹.

1- التنمية الاقتصادية: يقاس معيار التنمية الاقتصادية من خلال مؤشر استدامة التنمية الاقتصادية والذي يعرف بنصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي، والذي يجب ان يكون أكبر بـ 25% من عتبة الدخل المرتفع التي يحددها البنك الدولي اعتمادا على الثلاث السنوات الاخيرة، والجدير بالذكر، إن هذا المعيار لا يطبق إلا على الدول التي سيجري ادراجها ضمن تصنيف الأسواق المتطورة حيث لا يؤخذ بميار التنمية الاقتصادية عند تصنيف الأسواق الناشئة او الشبه ناشئة وهذا نظرا للتنوع الكبير في مستويات التنمية داخل الفئتين الاخيرتين .

2- حجم وسيولة السوق: يعني المعيار الثاني لتصنيف الأسواق المالية بمتطلبات الحجم والسيولة والتي تحدها مورغان ستانلي سواء من حيث حجم الشركات (القيمة السوقية الاجمالية)، حجم الأوراق المالية (القيمة السوقية المتاحة) وسيولة الأوراق المالية، فبالنسبة للحد الأدنى لعدد الشركات التي يجب أن تستوفي معايير المؤشرات الاقليمية فهي على الأقل شركتين بالنسبة للأسواق الحدودية، ثلاث شركات بالنسبة للأسواق الناشئة، وخمسة شركات بالنسبة للأسواق المتقدمة .

3- معيار الولوج إلى السوق : يعتبر هذا المعيار اهم المعايير التي تركز عليه مؤسسة مورغان ستانلي في تصنيفها للأسواق حيث يعلق أساسا بقابلية نفاذ المستثمرين الاجانب إلى السوق والذي تفشل الكثير من الأسواق تحقيقه مما يعيق إعادة تصنيفها ضمن فئة الأسواق الناشئة أو على الأقل ادراجها ضمن فئة الأسواق الشبه ناشئة، وتعتمد مؤسسة مورغان ستانلي في تقييمها على خبرة المستثمرين المؤسساتيين في استثمارهم في سوق معينة، اذ يتضمن هذا المعيار مجموعة من المتطلبات الرئيسية تنقسم بدورها لعدة نقاط فرعية وتستند في مجملها على التدابير النوعية والتي يتم مراجعتها لجميع الأسواق على الأقل مرة واحدة خلال السنة، وتجدر الاشارة إلى أن MSCI في هذا المجال تفترض متطلبات أدنى في الأسواق الناشئة والشبه ناشئة مقارنة بالأسواق المتطورة كالاتي :

أ- الانفتاح على الملكية الأجنبية : والتي تشير بالأساس الى النسبة من السوق التي يمكن أن يجوزها المستثمر الغير محلي مع وجود فرص متكافئة لجميع المستثمرين الدوليين للولوج للسوق وتساوي الحقوق فيما بينهم بالنسبة للحصول على المعلومات .

¹ Fredj Jawadi, & al, Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation, International Economics 137 (2014) 73-87.

ب- سهولة تدفقات رأس المال في الاتجاهين (دخول/ خروج) : أي عدم وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي .

ت- كفاءة الاطار التشغيلي : والذي يهتم أساسا بمراحل ولوج السوق: تنظيم السوق، مرونة تدفق المعلومات، ووجود الية لحفظ حسابات وأصول المستثمرين¹ .

ث- استقرار الاطار المؤسساتي : والذي يعني بمدى استقرار المبادئ المؤسسية الأساسية مثل سيادة القانون وكذلك استقرار السوق الحرة كنظام اقتصادي وعدم وجود سجل حافل للتدخل الحكومي فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب، وفيما يلي عرض لإعادة تصنيف بعض الدول من قبل المؤشر مورغان ستانلي والذي يظهر تميز هذا الاخير بحركية كبيرة في تصنيف اسواق الأوراق المالية² .

الجدول رقم (2-2) : اعادة تصنيف اسواق الأوراق المالية من قبل MSCI

التاريخ	اعادة التصنيف	مؤشر السوق
ماي 2014	من الأسواق شبه ناشئة الى الأسواق الناشئة	MSCI Qatar Index
ماي 2014	من الأسواق شبه ناشئة الى الأسواق الناشئة	MSCI UAE Index
نوفمبر 2011	من الأسواق شبه الناشئة الى الأسواق الناشئة	MSCI EGX Index
نوفمبر 2013	من الأسواق الناشئة الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Morocco Index
ماي 2010	من الأسواق شبه ناشئة الى الأسواق الناشئة	MSCI DMF Index
ماي 2010	من عدم التصنيف الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Bangladesh Index
ماي 2009	من الأسواق الناشئة الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Argentina Index
ماي 2009	من عدم التصنيف الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Pakistan Index
نوفمبر 008	من الأسواق الناشئة الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Jordan Index
نوفمبر 008	من عدم التصنيف الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Lithuania Index
نوفمبر 008	من عدم التصنيف الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Serbia Index
نوفمبر 007	من عدم التصنيف الى الأسواق شبه ناشئة	MSCI Sri Lanka
ماي 006	من الأسواق الناشئة الى عدم التصنيف	MSCI Venezuela Index
ماي 001	من الأسواق الناشئة الى الأسواق المتطورة	MSCI Greece Index
نوفمبر 997	من الأسواق الناشئة الى الأسواق المتطورة	MSCI Portugal Index

Sourc : <http://www.msci.com/producs/indexes/market-classification.html>,

¹ Ginanjar Dewandaru, & al, Risk-return characteristics of Islamic equity indices: Multi-timescales analysis, Journal of Multinational Financial Management, 29 (2015) 115–138

² Bakri Abdul Karim, & al, The Impact of Subprime Mortgage Crisis on Islamic Banking and Islamic Stock Market, Social and Behavioral Sciences 65 (2012) 668 – 673.

يلاحظ من خلال الجدول رقم 02 تميز مؤشر MSCI يصنف الأسواق المالية بشكل دوري، وأن الحفاظ على مستوى التصنيف ليس بالمسألة الثابتة ولا القارة، حيث يستدعي الأمر المحافظة على مستوى نشاط السوق الذي يؤهله عند مستوى الشروط التي يحددها المؤشر، والملفت للانتباه أن بعض الدول الإسلامية تحركت مؤشرات أسواقها المالية نحو مستويات أعلى في التصنيف مثل، قطر (MSCIQatar Index)، والامارات العربية المتحدة (MSCI UAE Index)، بينما عرفت بلدانا اخرى تراجعاً واضحاً وفق MSCI، مثل، الأردن (Jordan Index)، والمغرب (Morocco Index)، والجدير بالذكر هو البورصة المصرية، وسوق دبي المالي اللتان تمّ ترقيتهما من أسواق شبه ناشئة إلى أسواق ناشئة من قبل مؤشر مورغان ستانلي، وهما محل اهتمام دراستنا في العينة المختارة ضمن النموذج القياسي للفصل الرابع.

ثانياً : تصنيف الأسواق المالية حسب معايير S&P : يعتبر تصنيف S&P للأسواق المالية من أهم التصنيفات التي يؤخذ بها في الأبحاث والدراسات حول موضوع الأسواق المالية، حيث تستخدم S&P كمرحلة أولى لتصنيف البلدان المعايير الكمية كما تأخذ بعين الاعتبار آراء وتجارب المستثمرين الدوليين وتعتبره بنفس الأهمية، لأن العديد من القضايا التي يتم الاستعانة بها في تصنيفات الأسواق كأسواق متطورة ناشئة أو شبه ناشئة غير قابلة للقياس الكمي مثل لوائح واجراءات صرف العملات الأجنبية، توفر البيانات المالية للشركات وعوامل اخرى تختلف من سوق لآخر. و الملاحظ هنا أنه في الكثير من الأحيان ما تتفق المعايير الكمية مع آراء أغلبية كبيرة من المستثمرين، لكن تبقى هنالك العديد من الحالات التي تكون مفتوحة للنقاش حول تصنيف بعض الأسواق¹.

وإدراكاً لهذا، تعتمد S&P في تصنيفها على خطوتين : الأولى على سلسلة من المعايير الكمية كتصنيف أولي، فإذا كانت النتائج تدل على تغيير التصنيف تعتمد المؤسسة على مشاوره العميل لذلك تعتمد مؤسسة S&P على المعيارين، حيث تغطي المعايير الكمية مجموعة من العوامل مثل ظروف الاقتصاد الكلي، الاستقرار السياسي، حقوق الملكية القانونية، عمليات التداول والتسوية، أما فيما يخص مشاوره العميل فهو يخص دمج آراء المؤسسات الاستثمارية العالمية .

1- المعايير الكمية لمؤشر S&P في تصنيف الأسواق :

أ- معايير التصنيف الأولية (الأسواق شبه ناشئة) : في هذا المستوى يجب على البلدان تلبية اثنين من ثلاثة على الأقل من المعايير ليتم أخذها بعين الاعتبار ضمن تصنيفات مؤشر S&P للأسواق الشبه ناشئة (الحدودية) .

- مجمل القيمة السوقية المحلية : أكثر من 2.5 مليار دولار .

¹ S&P Dow Jones Indices, Country Classification Methodology, July 2014 , pp 2-3.

- قيمة التداول المحلية السنوية : أكثر من 1 مليار دولار .
- معدل نمو السوق أكبر من 5% : وهي نسبة تتراوح بين مجمل القيمة السوقية للتبادل المحلي وبين الناتج المحلي الاجمالي الاسمي .
- ب- المعايير الاضافية للتصنيف (بالنسبة للاسواق الناشئة) : لإعادة تصنيف الأسواق الحدودية إلى فئة الأسواق الناشئة يجب عليها إضافة على توفر المعايير الأولية للتصنيف أن تمتلك على الأقل ثلاثة من خمسة من المعايير الآتية بالإضافة إلى تجاوز قيمتها السوقية .
 - فترة التسوية T+3 أو أفضل : والتي تشير إلى كفاءة التسوية السريعة للصفقات .
 - الأخذ بعين الاعتبار لتقييم أهم وكالات التصنيف الأخرى بالنسبة للديون السيادية، حيث ينبغي أن لا تقل عن التصنيفات BB+ الصادرة من قبل وكالتي S&P و Fitch، أو على الأقل تصنيف Baa الصادر من قبل وكالة Moody's .
 - عدم حدوث التضخم الجامح : والذي يتجاوز فيه التغير لسنوي لمؤشر الأسعار نسبة 25% .
 - عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية .
 - التداول الحر للعملة المحلية : فصعوبة بيع أو شراء العملة محلية سيشكل تعقيدا في عملية لاستثمار في سوق معينة .

2- التشاور مع العميل فيما يخص المعايير التشغيلية : في حالة تغير محتمل في التصنيف يجري

- التشاور مع العميل في المسائل التشغيلية التالية :
- أ- **البيئة التنظيمية** : ويقصد بها مدى توفر السوق على هيكل تنظيمي قوي، سلس ومرن، يسهل من عملية دخول المستثمرين الاجانب الى السوق، ويجنبهم الافراط في اللوائح التنظيمية .
- ب- **هيكل السوق** : ويرتبط ذلك بمدى توافر اليت تضمن وجود مقيمين للحسابات وبتكاليف معقولة، مع ضرورة توافر التعامل بالعقود الاجلة، وخيارات السوق، التي تضمن سيولة كافية على مستوى سوق المشتقات .
- ت- **بيئة التداول** : وتختصر اساسا في النقاط التالية : سيولة السوق، المبيعات القصيرة وحسابات اقراض الاسهم، الوصول الى الاسعار والتداول والمعلومات الاخرى في السوق، تكاليف معقولة للمعاملات، جودة خدمات الوساطة، التسوية السلسلة للصفقات، الضرائب على الارباح الرأسمالية .
- ث- **توافق السوق** : والذي يعني ان هناك اجماع من السوق نفسه ورغبته في تغيير وضعه ضمن التصنيف الاعلى .

ثالثا : تصنيف الأسواق المالية وفق مؤشر (Financial Times Stock Exchange) FTSE حيث تقسم الأسواق الناشئة وفق هذا المؤشر إلى أسواق ناشئة متقدمة، وأخرى ثانوية، وهذا ما يوضح حرص المؤشر المالي على هيكل السوق وفق أنظمة ومعايير دقيقة تسمح بملاحظة الانسيابية في الانتقال من مستوى إلى آخر صعودا أو نزولا إضافة إلى هذا، فإن الإشارة الموجبة (+) تشير إلى أن المعيار متاح، وهذا خلافا للإشارة السالبة (-) المعبرة عن غياب المعيار من القائمة كما يظهر في الجدول التالي .

الجدول رقم (2-3) :معايير مؤشر FTSE

المعايير	الناشئة المتقدمة	الناشئة الثانية	ا
السوق والبيئة التنظيمية	تطورة	لشبه ناشئة	
تنظيم سوق الاسهم الرسمي (المراقبة الفعالة للسوق)	+	+	+
المعاملة عادلة من الاقلية المساهمين	+	-	-
لا وجود انتقائية او حدود على الملكية الاجنبية	+	-	-
عدم وجود اي قيود كبيرة على استثمار راس المال	+	+	+
حرية وتطور سوق الاسهم	+	-	-
حرية وتطور سوق الصرف الاجنبي	+	-	-
عدم وجود او بساطة تسجيل للمستثمرين الاجانب	+	-	-
التسوية والعهدية			
تسوية الحالات النادرة من الصفقات الفاشلة	+	+	+
المنافسة الكاملة لضمان جودة عالية من خدمات العهدية	+	+	+
المقاصة والتسوية T+3 اما بالنسبة للاسواق الحدودية T+5	+	+	+
السماح بإقراض الاسهم	-	-	-
التسوية : مجانية بعض الخدمات	-	-	-
العهدية : حساب شامل لتسهيلات المتاحة للمستثمرين الدوليين	+	-	-
التعامل في السوق			
الوساطة : المنافسة كاملة لضمان خدمات وسيط ذو جودة عالية	+	+	-
السيولة : كفاية واسعة للسيولة في السوق لدعم الاستثمار العالمي	+	+	-
تكاليف المعاملات : التكاليف ضمنية وصریحة معقولة وتنافسية	+	+	-
السماح بالمبيعات القصيرة	-	-	-
تعطيل سماح لتبادل الصرف	-	-	-
الكفاءة الالية للتداول	-	-	-
شفافية وعمق السوق : وضوح الرؤية وتقديم التقارير في الوقت المناسب	+	+	+

				المشتقات
-	-	-		مشتقات السوق المتقدمة

Source : FTSE country classification process, 2013, p9

<http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-cuntry-classification-paper.pdf>

يبين الجدول 03 المعايير المستخدمة في تصنيف الأسواق المالية، فالأسواق المالية المتطورة تشتمل على كل المعايير المطلوبة وفق مؤشر FTSE، بينما ما زالت الأسواق الشبه ناشئة تفتقد إلى الكثير من المعايير المطلوبة، فاذا ما أخذنا جملة المعايير الخاصة بالسوق والبيئة لتنظيمية للأسواق الشبه ناشئة نجدها لا تتضمن إلا على معيارين فقط مشار إليهما بالإشارة الموجبة، وعموما فان الأسواق الشبه ناشئة لا تشتمل إلا على خمسة معايير من جملة واحد وعشرون معيارا، بينما توفر الأسواق الناشئة الثانوية تسعى معايير وهي أقل من الأسواق الناشئة المتقدمة التي يبلغ عدد المعايير المتاحة خمسة عشر معيارا والملاحظ أن معيار مشتقات السوق المتقدمة يبقى حكرا على الأسواق المالية المتطورة .

رابعا : أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر Russell: يعتمد تصنيف Russell

تشكيلة من المعايير الكمية والنوعية كالتالي¹ :

1- المعايير الاقتصادية: تستخدم Russell المعايير الاقتصادية كخطوة أولى في تصنيف

الأسواق ضمن فئة الأسواق المتقدمة، الناشئة والشبه ناشئة، وتعتمد في ذلك على المعايير التالية:

- الدخل النسبي والذي يجري تحديده من طرف الدولي.
- حالة التنمية يحدده صندوق النقد الدولي.
- مخاطر البلد وتقييم عن طريق نقاط وحدة الاستخبارات الاقتصادية Economis Intelligence Unit (EIU) بالنسبة للأسواق المتطورة يستلزم ان لا يتعدى تقييم البلد 40 نقطة اما بالنسبة للأسواق الحدودية والناشئة يستلزم تسجيل نقاط أكبر من 40 .

2- المعايير التشغيلية : كخطوة ثانية يتم تقييم كفاءة الاطار التشغيلي للأسواق وهذا لتقييم بيئة

الاستثمار، لعدم كفاية المعيار الاقتصادي على عكس شروك التداول :

- القيود على العملات الأجنبية، التحويل إلى خارج الوطن، تحويل الاسهم .
- السيولة النسبية حدود الملكية الاجنبية، هيكل الحسابات .

¹ Russell Global Indexes, Construction and Methodology, OCTOBER 2014, pp11-12.

خامسا : أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر **Dow Jones** : يتم تصنيف البلدان من الناحية الكمية والنوعية من خلال مجموعة من المعايير الأساسية السوق والهيكلة التنظيمي، البيئة التجارية والكفاءة التشغيلية كما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم (2-4) : أطر تصنيف الأسواق المالية حسب معايير مؤشر Dow Jones .

التقييم القطري	القياسات التفصيلية	اعتبارات المقاييس الأساسية
السوق والهيكلة التنظيمي	بيئة السوق الاطار التنظيمي	حدود الملكية الاجنبية معاملة المستثمرين الاجانب
البيئة التجارية	البيئة التحتية للسوق بيئة التداول	قيود تدق راس المال سوق الصرف الاجنبي
الكفاءة التشغيلية	المقاصة، التسوية والبيئة التشغيلية	المشهد الاستثماري عملية تسجيل المستثمر الاجنبي فعالية الهيئات التنظيمية تكاليف المعاملات منصات التداول البيع على المكشوف واقراض الأوراق المالية سوق المشتقات المالية توافر شهادات الايداع دورة التسوية طرق التسوية الايداع الحفظ والخدمات المصرفية

Source : Dow Jones Indexes, country classification system, september 2011, p1

قد لا يلاحظ من الجدول 04 اختلافات كبيرة من حيث معايير القياس المستخدمة ضمن مؤشر Dow Jones مقارنة بمؤشر FTSE، إلا من خلال منهجية العرض للمعايير وكيفية تطبيقها على أساس قطري، أما التفاصيل فهي تماثل بشكل كبير، فالجدول الموالي رقم 5 يبين بوضوح الاختلاف بين المؤشرات في تحديدها للمعايير التي تستعمل كأساس لتصنيف الأسواق المالية :

الجدول رقم (2-5): معايير تصنيف واعادة تصنيف الأسواق المالية من طرف شركات المؤشرات الكبرى

المعايير	ussell	D ow Jone	TSE	&P	SCI	
الحجم الكلي للسوق والأوراق المالية		+				رسملة السوق
الفردية		-				كامل الرسملة لكل شركة
		-				تعويم كل شركة بالنسبة للرسملة السوقية ¹
		+				حدود الملكية الاجنبية والغرفة الاجنبية
		+				فعالية الهيئات التنظيمية
		+				عملية تسجيل المستثمر الاجنبي
		-				التعامل مع الاقلية من المساهمين
		+				معاملة المستثمرين الاجانب
		+				حرية تداول العملات الاجنبية
		+				سهولة تدفقات راس المال
		+				طرق التسوية
		+				فترة التسوية
		+				مسؤول الخدمات المصرفية
		+				التسجيل العام والایداع
		-				سيولة السوق
		-				سيولة كل مؤسسة
		+				فعالية منصات التداول
		+				البيع على المكشوف واقراض الأوراق المالية
		-				استقرار الاطار المؤسسي
		-				تصنيف الديون السيادية
		+				تكاليف المعاملات
		-				نواتج التضخم الحامج
		+				توفر شهادات الايداع
		-				نسبة تنمية السوق
		-				معدل الدوران السنوي
		+				اسواق المشتقات
		-				اجماع السوق
		1			15	مجموع المعايير
	0	6	4	3		

Source :nassersaidi&all, from frontier to emerging :does marketreclassification matter, dubai international financial centre (DIFC), january 22,2012, p7

¹ النسبة من الأسهم القابلة للتداول والمتاحة للشراء من قبل المستثمرين الأجانب(FIF) - Foreign Inclusion Factor

المبحث الثالث : كفاءة أسواق الأوراق المالية

إن الفرض الأساسي الذي تقوم عليه نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معيناً باستمرار، يمكن التنبؤ به، بل إن حركة الأسعار تخبط عشوائياً، لأن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، بتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه كلما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي (غير منظم)، وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمطاً معيناً لاتجاه حركة الأسعار في ظل هذا المناخ، وهذا ما يفسر الحركة العشوائية لأسعار الأسهم؛ وتبعاً لذلك تنشأ ثلاث مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية نبرزها فيما يلي:

المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً : تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

1- تعريف السوق الكفء: تعددت التعاريف المقدمة حول كفاءة سوق الأوراق المالية، نبرزها

فيما يلي:

السوق الكفء هو الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بكافة الأحداث الماضية والجارية¹.

السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات مالية تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم²، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية أو الذاتية³.

يتصف السوق بالكفاءة إذا كانت الأسعار فيه تتعدّل بسرعة وبدقة عندما ترد أي معلومات جديدة، أي إذا عكس السعر الجاري تماماً المعلومات التي ترد إلى السوق مما يعني أن السعر عادل ولا يوجد مجال للقول بأن السعر السائد أقل مما يجب أو أعلى مما يجب⁴.

¹ - Eugene Fama, op cit. 1970, P383

² محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص ص 111 112.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص 400.

⁴ - حنفي عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، 2003، ص 173.

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق استحباب سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق¹.
السوق الكفاء هو السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الاستثمارات فيه مساوية لقيمتها الحقيقية².

من خلال ما سبق يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية (الأسهم)* كافة المعلومات المتاحة، بحيث تكون هذه المعلومات في متناول جميع المستثمرين وبدون تكاليف فلا تتاح الفرصة لأي منهم في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

2- شروط كفاءة أسواق الأوراق المالية

- ان تسود السوق المالية حالة من المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وتوفر لهم حرية الدخول والخروج في عمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة بها، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر لشرط السابق .
- وتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية، بالكلفة المناسبة والوقت المناسب وبالسرعة المناسبة .
- أن تتوفر للسوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وقوية وطازجة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل .
- توفر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.
- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض اوامر تنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفر النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء .

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص101.

² - Belkeoui, op cit. 1987, P50

* يتم التركيز على الأسهم بصفة خاصة مقارنة بالسندات، وهذا نظرا لارتباط المعلومات بقرار الاستثمار في الأسهم أكبر من ارتباطها بالسندات، كما أن ورود معلومات جديدة إلى السوق يؤثر بدرجة أكبر على القيمة السوقية للأسهم مقارنة بالسندات.

- كما يشترط ان تكون للسوق المالية والمتعاملين فيها هيئة مشرفة تعرف بهيئة ادارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها ان تكون محايدة اولاً ومكونة من افراد ذوي خبرة ثانياً . وعلى ضوء هذه الشروط تتحدد كفاءة السوق المالية، ولهذا يقال عن هذه السوق انها سوق كفاء ولاسيما وان السوق لكفاء هو : "ذلك السوق الذي يتم فيه تقييم لاسهم العادية بشكل عادل في ضوء المعلومات المتاحة"¹، او "هو السوق الذي تعكس فيه اسعار الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة"²، أو "هو السوق الذي يكون فيه افضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في السعر الحالي"³، أو "هو السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون اسعار الاستثمارات فيه مساوية لقيمتها الحقيقية"⁴، أو "هو السوق الذي تتغير فيه الاسعار بطريقة عشوائية، اي ان التغيير الذي يحدث على الاسعار اليوم لا يرتبط بما حدث من تغير في الماضي"⁵، أو "هو السوق الذي تعكس فيه اسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بالاحداث الماضية والجارية بشكل كامل"⁶، أو "هو السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة بينما يكون السوق غير كفاء حينما يلاحظ المستثمرون بأن هناك فرقا بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق"⁷ . فالسوق الكفاء اذن هو السوق العادل الذي تعكس اسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية او الحالية او المستقبلية المتاحة، أي هو السوق الذي يشعر الجميع فيه بأنهم أمام مباراة عادلة (fairgame) لا ظلم فيها ولا تحيز لاسيما وان السوق الكفاء تعد المقياس الحقيقي للقيمة فمن غيرها لا يمكن ضمان التخصيص الامثل للموارد والتشغيل الكفاء لعمليات البيع والانتقال الكفاء للأموال ممن يملكونها إلى من هم بحاجة إليها بعدالة أي ان الأسعار عند أي مستوى تكون متساوية أو قريبة من الأسعار الحقيقية⁸ . ويمكن تعريف السوق الكفاء efficient market كالاتي⁹ :

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في أي وقت.

¹- rees, bill, "financial analysis", prentice-hall N.Y, 199., pp25-35236 .

²- jenser, michael, "some anomalous evidence regarding market efficiency", journal of financial economics, june, 1978, p96 .

³- levy, haim and marshall, s. "portfolio and investment selections theory and practice- hall, INC, N.J, 1984, p60 .

⁴- belkeoui, A, "accounting theory", harcourt brace jovanovich, inc, NY, 1987, p50 .

⁵-haugen, A, robert, "modern investments theory" prentice-hall, N.J, 1990, p604 .

⁶- fama, E, "efficient capital market review of theory and empirical work", the journal of finance, N°2, may, 1970, pp383-386 .

⁷-beaver, william H, "market efficiency", the accounting review, january, 1981, pp24-25 .

⁸- فيصل محمود الشواورة، الاستثماري بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 49 .

⁹- محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية لنشر، 2000، كلية التجارة- جامعة الاسكندرية، ص 53 .

ثانيا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية:

نميز بين نوعين من الكفاءة حسب سرعة انعكاس المعلومات على السعر: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

- 1-الكفاءة الكاملة: السوق الكفاء هو ذلك الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، هذا بالطبع يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن نتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market التي تقتضي توافر شروط السوق الكاملة Perfect Market التي تتمثل في:
 - أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف The Market Is Informationally Efficient وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة Homogeneous Expectations نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
 - أنه لا توجد قيود على التعامل Markets Are Frictionless فلا توجد تكاليف للمعاملات¹ Transaction Costs أو ضرائب، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها Securities Are Perfectly Divisible وذلك بيسر وسهولة Securities Are Marketable هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.
 - هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها Investors Are Price Takers .
 - أن المستثمرين يتصرفون بالرشد والعقلانية، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم، ولكن هذه الشروط لا تتحقق في الواقع،

¹ تكاليف المعاملات تتضمن عمولة السمسرة، الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، الضرائب التي تفرضها الحكومة المحلية، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة يتم إبرامها، وللمزيد انظر: منير هندي إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص161 .

فبالنسبة للشرط الأول يؤكد الواقع أن المعلومات في بعض الأسواق على الأقل تعد مكلفة، كما لا ننكر قيام أحد أعضاء مجلس إدارة إحدى المنشآت بتزويد بعض أقاربه أو أصدقائه بمعلومات عن المنشأة المعنية، يمكنهم بمقتضاها تحقيق نوع من السبق على غيرهم من المستثمرين، أما بالنسبة للشرط الثاني نقول أن هناك تكاليف للمعاملات كما توجد ضرائب إضافة إلى تكاليف أخرى، ليس هذا فقط بل وأن الضرائب قد تقف حائلا دون إبرام بعض الصفقات فمثلا قد يؤدي المستثمر قرار للبيع في نهاية سنة ضريبية بهدف نقل عبء الضريبة على الأرباح الرأسمالية التي قد تنجم عن الصفقة إلى العام التالي، ولا تعد الضرائب الحائل الوحيد.

فهناك العديد من القوانين التي تفرض قيودا على إبرام بعض الصفقات ومن أمثلتها تلك التي تتعلق بالشراء النقدي الجزئي والبيع على المكشوف*، يضاف إلى ذلك وجود حد أدنى لعدد الأسهم التي يبيعها أو يشتريها المستثمر، وإذا ما انتقلنا إلى الشرط الثالث الذي يقضي بتوافر عدد كبير من المستثمرين فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن ما بين 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث أنه ترك أحيانا آثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة¹، ليس هذا فقط بل أن مجرد إشاعة عن أحد الخبراء المعروفين في مجال تنفيذ صفقات شراء الأسهم بهدف السيطرة Takeovers أو أن أحد المستثمرين المشهود لهم بالحنكة والقدرة على المناورة Market Maneuvers في طريقه إلى شراء أسهم إحدى المنشآت كفيلا بأن يحدث تغييرا في سعر الورقة المالية التي يزمع التعامل عليها، أما الشرط الرابع فهو شرط مقبول فرغم أن هناك بعض المستثمرين الذين لا يسعون إلى تحقيق هدف تعظيم المنفعة، إلا أن السواد الأعظم من المستثمرين يضع هذا الهدف نصب عينيه عندما يتعامل في أسواق المال.

شروط الكفاءة الكاملة يستحيل تحقيقها عمليا، ما عدا الشرط الرابع والذي يقضي بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة وبهذا تنتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية

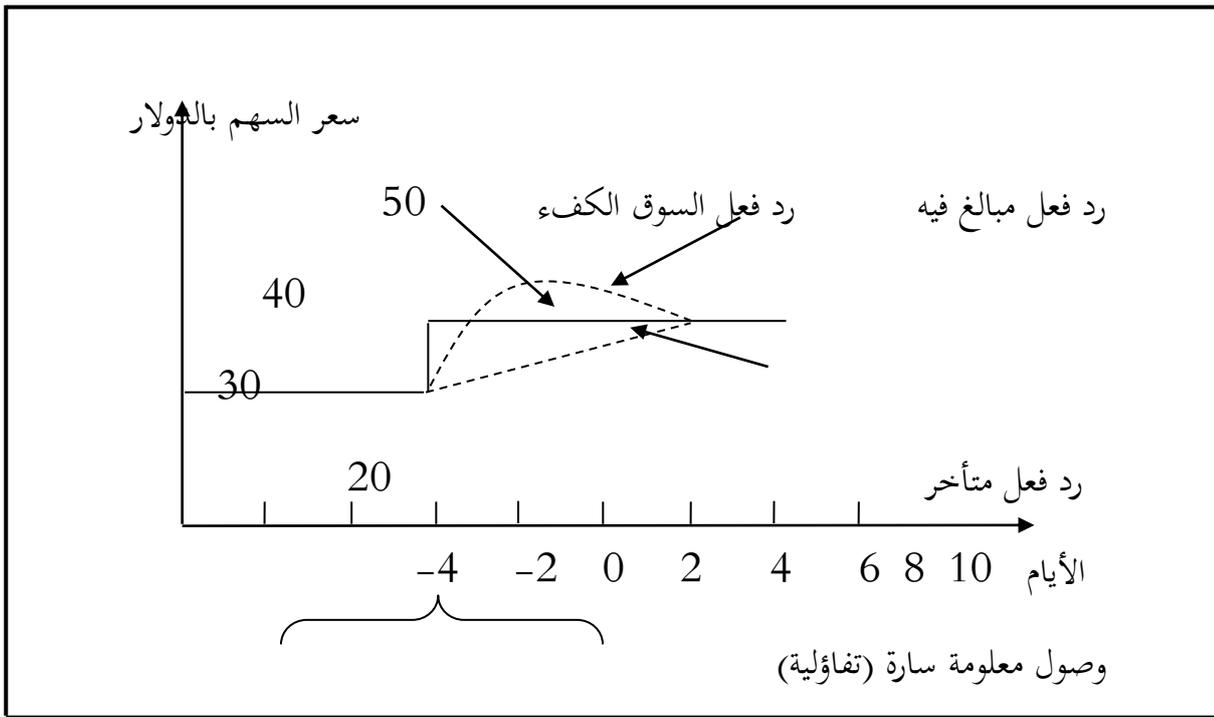
* يقصد بالشراء النقدي الجزئي سداد جزء من قيمة الصفقة نقدا يعتبر كهامش مبدئي لصفقة الشراء ويسد الباقي بقرض بضمان الأوراق المالية، حيث يفتح العميل حسابا للهامش لدى بيت السمسرة ويمقتضى اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة والقيمة المدفوعة

* البيع على المكشوف: هو بيع الورقة المالية أولا ثم شراؤها عندما تنخفض قيمتها السوقية، وللتوضيح نفترض أن مستثمر يتوقع انخفاض القيمة السوقية لأسهم منشأة ما، فيعطي أمر لسمساره بأن يبيع له على المكشوف 100 سهم، فيقوم السمسار ببيع هذه الأسهم بالسعر السائد إما من مخزون لديه أو يقترضها من شخص آخر مقابل مبلغ البيع كرهن، وعند انخفاض قيمة الأسهم يأمر المستثمر سمساره بشراء الأسهم بالسعر المنخفض وتسليمها للمقرض واسترداد مبلغ البيع المرهون، والربح هو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وللمزيد نفس المرجع السابق ص 161.147 .

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص 494-496 .

2- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثارها على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أن من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل¹، ويصور الشكل الموالي حركة الأسعار في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق.

الشكل (2-4): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية، 2000، ص211.

يشير الشكل (2-4) إلى أنه في اليوم الأول من الشهر كانت القيمة السوقية للسهم 20 دولار وفي ذات اليوم وصلت معلومات سارة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية، وفي ظلها قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل 30 دولار، وإذا ما كان السوق كامل الكفاءة سيرتفع سعر السهم فوراً من 20 دولار إلى 30 دولار وهو ما يعكسه الخط الداكن (المستمر)، أما في ظل فرض الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف، إذ يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والخروج منها بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، وهذا يعني بالتبعية وجود فاصل زمني منذ وصول المعلومات وإلى أن يرتفع سعر

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص494-497

السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، وهو ما يعكسه الخط المتقطع والمنحنى المرسوم بالنقط واللدان يعكسان سيناريوهين مختلفين.

السيناريو الأول أن بيت السمسرة أبلغ عملاءه المهمين بالمعلومات فور ورودها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم، وعلى ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم بإصدار أوامر شراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة - يبلغها لأولئك العملاء - تقضي بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، وبالطبع يمضي مزيد من الوقت حتى تصدر أوامر الشراء ليأخذ سعر السهم في الارتفاع - تحت وطأة زيادة الطلب - إلى أن يصل إلى قيمته الحقيقية، وهو ما يصوره الخط المتقطع.

أما السيناريو الثاني فيشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيت السمسرة كان مبالغ فيه Overreaction لدرجة أن سعر السهم ارتفع على أثرها لأعلى من قيمته الحقيقية، وهو ما يوضحه المنحنى المرسوم بالنقط، وبوصول معلومات من بيت السمسرة تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم مبالغ فيها يتوقع أن تبدأ أوامر البيع في التدفق مما يؤدي إلى هبوط سعره ليصل إلى قيمته الحقيقية¹.

المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

تتخذ صيغ فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشموليتها، مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، وسيتم توضيح الأساليب الإحصائية التي تسمح باختبارها وهذا استناداً إلى فرضية السير العشوائي لحركة الأسهم، فكلما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي (غير منظم)، والأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية .

تباين درجة كفاءة السوق حسب طبيعة المعلومات وحيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلق قام كل من Eugene Fama, Harry Robert بتقسيم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مستويات (صيع)، المستوى الضعيف، المتوسط والقوي.

أولاً: الصيغة الضعيفة للكفاءة: في ظل هذه الصيغة تعكس الأسعار الحالية للأوراق المالية المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة المالية وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي،

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص499.

وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية بالأسعار أي أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلا من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى¹، ومنه فإن المستوى الضعيف يعترف بظاهرة الحركة العشوائية للأسعار لأن تحركات أسعار الأوراق المالية في المستقبل مستقلة تماما عنها في الماضي².

ثانيا: الصيغة شبه القوية (المتوسطة) للكفاءة: في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة فإن الأسعار الحالية لأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية كافة والحالية المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها).

وإذا كانت الأسعار الحالية تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر - لو قام بتحليل الأساسي* لتلك المعلومات - أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء³.

ثالثا: الصيغة القوية للكفاءة: في ظل هذه الصيغة فإن الأسعار الحالية تعكس المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره هذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين⁴.

وتعتمد كفاءة السوق عند المستوى القوي على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة بحيث تكون تلك المعلومات بصفة احتكارية، ومن تلك الفئات إدارة المنشأة وكبار مديري العاملين فيها والملاك الرئيسيين، إضافة إلى صناع السوق ومديرو المحافظ الاستثمارية.

وفي الواقع العملي لا يتحقق السوق قوي الكفاءة حيث يمكن اعتباره سوق نظري يقاس عليه الأشكال الأخرى للكفاءة.

المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 107.

² - شوقي بوقربة، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 143.

* التحليل الأساسي: يطلق على ممارسه بالأساسيين، ويعني تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما يتكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة كما يهتم التحليل الأساسي بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر، وللمزيد أنظر: منير ابراهيم هندي، 2002، ص 273.

³ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 108.

⁴ - الشواورة فيصل محمود، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص 50 51.

تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً¹، ويتطلب تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

اولاً: كفاءة التسعير: Price Efficiency : يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة – دون فاصل زمني كبير – مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وأن لا يتكبدوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة Fair Game Market فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق، إلا أنه أيضا أمر غير مستحيل، فقد يبنى مستثمر عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته، كذلك قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، غير أن هذا يحدث عند قلة من المستثمرين ولمرات معدودة، فالسوق الكفاء لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات قبل غيرهم، ويحققوا بسببها أرباح طائلة على حساب الآخرين، لأن أي وسيلة للكسب المميز تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لدى عدد كبير من المتعاملين².

ثانيا : كفاءة التشغيل : يطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية وتعني قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد فيه المتعاملين تكاليف عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) * فرصة لتحقيق ربح أو هامش مبالغ فيه³.

تتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق من خلال مواجهة حالات الطلب الكبيرة وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية عن طريق شرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة.

¹ - حسن السيسى صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، 2003، ص25.

² - حنفي عبد الغفار، مرجع سبق ذكره، 2004-2005، ص190-191

* صانع السوق: هو المتخصص أو التاجر أو بيت السمسة أو أي طرف لديه الاستعداد في أي وقت لبيع أو شراء ورقة مالية، وللمزيد من المعلومات حول صانع السوق وممارساته انظر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص116.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص33-34

أما فيما يتعلق بصرفية تكاليف المعاملات فالمقصود بها هنا هو أن تكون كلفة تنفيذ صفقات البيع والشراء ذو كلفة تنافسية بين المشترين في السوق وضمن مستويات مقبولة، بحيث تضمن توافر عمليات البيع والشراء بسرعة وبأدنى تكلفة للصفقة الواحدة، كذا فإن التكلفة التنافسية للمعاملات تدفع بمعدلات العمولة والهوامش التي يتقاضاها المشاركون في السوق باتجاه منخفض باستمرار¹.

وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى².

ثالثا : كفاءة التخصيص : يعتبر السوق المالي من أهم الوسائل التي يمكن الاعتماد عليها في تحقيق عدالة التوزيع لضمان النمو المتوازن في الاقتصاد الوطني وذلك من خلال قيامه بدور جذب المدخرات الوطنية والأجنبية وخلق ما يقابلها من فرص ومشاريع تنموية³، وتعتبر كفاءة التخصيص عن مدى قدرة السوق على توجيه الموارد الاقتصادية إلى المجالات الأكثر ربحية⁴.

رابعا : الكفاءة الهيكلية للسوق : تعني الكفاءة الهيكلية درجة المنافسة في السوق، وتقاس بعدد المشاركين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية كما يؤدي تنوع الأوراق المالية وزيادة عدد مرات تداولها واستقرار الأسعار إلى زيادة درجة كفاءة السوق⁵.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، عزمي سلام أسامة، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل، مرجع سبق ذكره، ص133.

² - منير هندي إبراهيم، مرجع سبق ذكره، 1997، ص502.

³ - الشواورة فيصل محمود، مرجع سبق ذكره، 2008، ص208.

⁴ - حسن السبسي صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، 2003، ص25.

⁵ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، 2004، ص30-31.

خلاصة :

استهدف هذا الفصل دراسة الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، وكفاءة أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث تمثل أحد فروع السوق التمويلية الذي يتم من خلاله تداول الأصول المالية سواءً عند إصدارها أو تداولها، فهي بمثابة بديل مفاده ضمان توفير رأس المال بتكلفة منخفضة نسبياً مقارنة بالقروض البنكية، علاوة على إمكانية مساعدة الحكومات والقطاع الخاص على تعبئة رأس المال، بما يسمح بتلبية الاحتياجات الاجتماعية ومتطلبات النمو الاقتصادي.

وتتوفر معايير متعددة يمكن على أساسها تصنيف أسواق الأوراق المالية، إلا إنّ توجه الاقتصاد الدولي نحو العولمة، وظهور التكتلات الاقتصادية الإقليمية والدولية، دفع بكبرى الشركات العالمية في المجال المالي (Dow Jones, Russell, FTSE, SP, MSCI) إلى استخدام معايير موحدة في تصنيف الاسواق المالية، حيث برزت بذلك ثلاثة أسواق أصبحت شائعة التداول من منظور الدراسات الأكاديمية، وهي أسواق الاوراق المالية المتطورة، الناشئة، وشبه الناشئة، بحيث نشأت أسواق الأوراق المالية الناشئة أساساً من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر الشروط التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل، إلا ان الاختلاف في تصنيف البعض منها يكون مرتبطاً بصفة أساسية بكفاءة هذه الأسواق (كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل) كأهم المعايير التي تستخدمها هذه الشركات في عملية التصنيف وإعادة التصنيف.

الفصل الثالث

انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة

الشركات على تفعيل سوق الأوراق

المالية

تمهيد :

تعد الأسواق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم، وهذا يتطلب توافر قدر من البيانات والمعلومات الصحيحة المتعلقة بالشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي جعل كفاءة الأسواق المالية تتصدر قائمة المواضيع التي تستقطب اهتمام العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على حد سواء، وكان الباعث الرئيسي لهذا الاهتمام ظاهران، الأولى سيادة القناعة بضرورة كفاءة الأسواق المالية، وثانيها التأكد من وجود حالات التلاعب والتضليل المتعمد في المعلومة المحاسبية، التي تحول دون استيفاء خصائص السوق الكفؤة .

في حين اجمع المتخصصون في الشأن الاقتصادي على وجود علاقة ارتباطية كبيرة بين تطبيق القواعد التي حملتها حوكمة الشركات، ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية، من خلال إعادة بعث الثقة في المعلومات المحاسبية التي يمكن الوثوق بها والاعتماد عليها من قبل المستثمرين الحاليين والمرقبين، لتفعيل سوق الأوراق المالية، نظرا لزيادة جاذبية أصولها المالية وتنشيط حركة التداول بها، بغية الوصول إلى السعر العادل كاستجابة تلقائية للمعلومات المتاحة عن الشركات المطبقة لمبادئ الحوكمة .

وعلى هذا الأساس قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول : المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية .

المبحث الثالث : انعكاس جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية

يتفق الكثير من الباحثين والمحللين الاقتصاديين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية، سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين - الحاليين والمرقبين - في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثيرها على أسعار الأسهم، مما ينعكس على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول : معايير جودة المعلومات المحاسبية

يشير مفهوم البيانات إلى مجموعة حقائق غير منظمة قد تكون في شكل أرقام أو كلمات أو رموز لا علاقة بين بعضها البعض، أي ليس لها معنى حقيقي ولا يؤثر في سلوك من يستقبلها¹، وبعد معالجتها تُصنف كمعلومة.

أولاً : مفهوم المعلومات : المعلومات عبارة عن بيانات، يتم الحصول عليها من مصدر المعلومات بعد تصنيفها وتنظيمها بشكل يسمح باستخدامها والاستفادة منها، وبالتالي فالمعلومات لها معنى وتؤثر في ردود أفعال وسلوك من يستقبلها² بحيث إن مصدر المعلومات هو المنبع الذي يحصل منه الفرد على المعلومات التي تحقق احتياجاته وترضي اهتماماته³.

أما " المعلومات المحاسبية" هي ناتج نظام المعلومات المحاسبي الذي يتم تغذيته من البيانات من خلال تسجيلها ومعالجتها وإخراجها في شكل قوائم مالية تكون الغاية منها بمثابة المحرك للإدارة لاستخدامها في إدارة مشاريعها كما تتوقف فعالية الإدارة على مدى توفير هذه المعلومات المحاسبي اللازمة للتخطيط والتوجيه والرقابة⁴.

بينما تعني "الجودة" مصداقية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية وما تحققه من منفعة للمستخدمين ولتحقيق ذلك يجب أن تخلو من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية والفنية، بما يحقق الهدف من استخدامها⁵.

¹ - إبراهيم سلطان، نظم المعلومات الإدارية: مدخل النظم، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 41 .

² - مرجع نفسه، ص 46 .

³ - زكي حسن الوردى -مجمل لازم المالكي، "مصادر المعلومات وخدمة المستفيدين في المؤسسات المعلوماتية"، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2002، ص 08 .

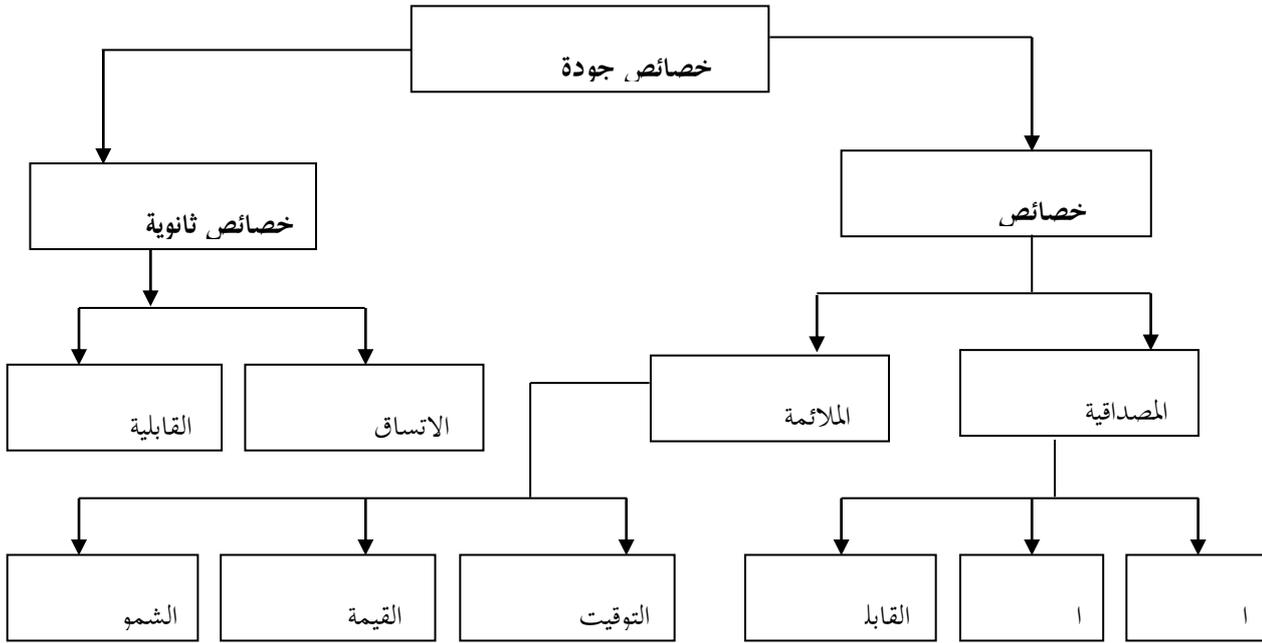
⁴ - نمر محمد الخطيب وصديقي فؤاد، مدى انعكاس الإصلاح المحاسبي على جودة المعلومة المحاسبية والمالية-تجربة الجزائر (النظام المحاسبي المالي)، الملتقى العلمي الدولي حول الإصلاح المحاسبي في الجزائر، جامعة ورقلة، يومي 29 و 30 نوفمبر 2011، ص 2 .

⁵ مرجع نفسه، ص 3.

كما يقصد كذلك بمفهوم "جودة المعلومات": تلك الخصائص التي يجب أن تتسم بها المعلومات المحاسبية المفيدة، والمعبر عنها بالفائدة المرجوة من إعداد التقارير المالية في تقييم نوعية المعلومات التي تنتج عن تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية¹.

ثانياً: **خصائص جودة المعلومات**: تعتبر المعلومات ذات جودة وأهمية في اتخاذ القرار، إذا توفرت على مجموعة من الخصائص، حيث تقسم إلى خصائص أساسية وأخرى ثانوية كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-1): خصائص جودة المعلومات



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي، نظرية المحاسبة - القياس والإفصاح والتقرير المالي - الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء الثاني 2007 ص: 13.

1- الخصائص الأساسية: إن كل من الملائمة والمصدقية هما الخاصيتين الأساسيتين في جعل

المعلومات المالية معلومات جيدة ومفيدة في عملية اتخاذ القرارات، وفيما يلي تفسير لهاتين الخاصيتين:

أ- **الملائمة**: تكون المعلومة ملائمة عندما يكون لديها وزن وأهمية في عملية اتخاذ القرار، وبعبارة أخرى إذا استطاع المستثمر أن يعتمد عليها في رفع مستوى أدائه الإستثماري، وينطوي عنصر الملائمة على الخاصيتين التاليتين²:

- التوقيت المناسب: يجب أن تكون المعلومة متاحة لمتخذي القرار في التوقيت المناسب فالمعلومة تفقد قيمتها ما لم تكون متاحة في الوقت الضروري لها .

- قيمة تنبؤية: تكون المعلومات ملائمة إذا استطاع المستثمر أن يبني على أساسها تنبؤات للأحداث المستقبلية، فمثلا عرض قوائم مالية ربع سنوية يساعد في التنبؤ بالدخل السنوي المتوقع .

¹ بول. ستينبارت، مارشارلومي، نظام المعلومات المحاسبية، ترجمة قاسم إبراهيم الحسيني، دارالمركز للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص ص 25 26.

² لطفي أمين أحمد السيد، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

- الشمولية: ويقصد بذلك أن تتوفر المعلومات المقدمة على كل ما يحتاجه المستثمر لاتخاذ قراراته، وليس معنى ذلك الإسهاب في التفاصيل غير المهمة، وإنما الاقتصار على العناصر والحقائق الضرورية فقط.

ب- المصدقية: حتى تكون المعلومات المالية ذات مصداقية يجب أن تتوفر على ما يلي²¹:

- القابلية للتحقق: يقصد بالقابلية للتحقق أن تحدث درجة عالية من الإتفاق بين عدد من الأفراد القائمين بالقياس والذين يستخدمون نفس طرق القياس.

-الصدق في العرض: يشير هذا المفهوم إلى عدم تزويد فئة معينة بهذه المعلومات على حساب فئة أخرى بشكل يضمن استفادة أحد الأطراف منها قبل الطرف الآخر، فانتفاء صفة الحياد عن المعلومة يجعل الجمهور يفقد الثقة فيها.

-الحياد: تكون المعلومة محايدة إذا كانت تعكس الحقائق المجردة دون اتباع أساليب وسياسات محاسبية تهدف إلى إعطاء نتائج مرغوب فيها.

2- الخصائص الثانوية: تعتبر الخصائص الثانوية مكمل للخصائص الأساسية، حيث أنها تزيد من أهمية هذه المعلومات وتجعلها أكثر فائدة للمستثمر في اتخاذ قراره، وتشمل الخصائص الثانوية الخاصيتين² التاليتين:

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

ب-الاتساق: يقصد به الثبات والانتظام في تطبيق الأساليب والقواعد المحاسبية من فترة إلى أخرى داخل الوحدة الاقتصادية، فهذا يحقق إمكانية المقارنة بين نتائج الوحدة على مر الزمن، وعند حدوث تغيير في المعايير المحاسبية المستخدمة في ظل وجود ظروف تثبت أن الطريقة الجديدة تعتبر أفضل من السابقة، يتعين الإفصاح عن طبيعة ذلك وأثر التغيير المحاسبي، ومبررات إجرائه في الفترة التي حدث فيها ذلك التغيير.³

¹- ياسين أحمد العيسى، أهمية المعلومات المحاسبية ومدى توفرها في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة في الأردن للمستثمرين في سوق عمان المالية، مجلة مؤتم للبحوث والدراسات، المجلد السادس، العدد الثاني، جامعة مؤتة، الأردن، 1991، ص 388.

² -محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة - مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية في سوق الأوراق المالية- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 135.

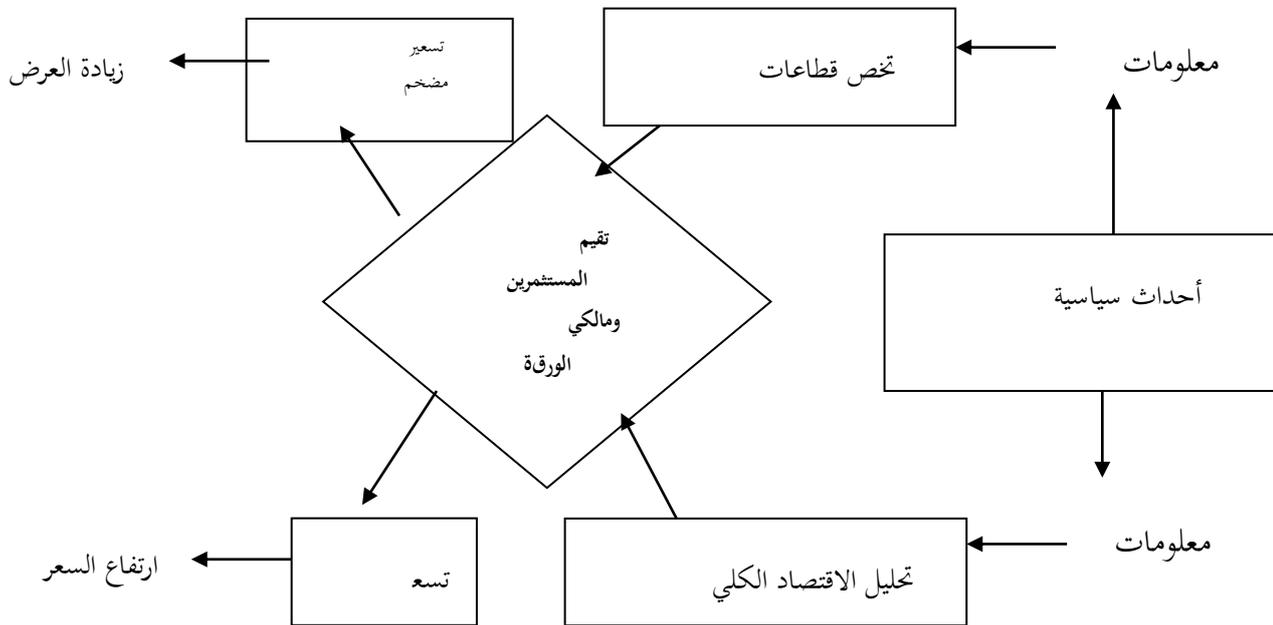
³ -لطفى أمين أحمد السيد، نظرية المحاسبة، مرجع سبق ذكره، ص 16.

المطلب الثاني : دور المعلومات في تسعير الأصول المالية

تعد المعلومات المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية، اعتماداً على درجة الثقة التي تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة بكلفة أرخص ومنفعة أعلى، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة، لهذه الأوراق المالية وظروف سوق تداولها بالإضافة إلى الوضع العام للإقتصاد.

ويتضح من الشكل الموالي إن دراية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بظروف السوق والبيئة الاقتصادية السائدة يساهم في تحديد توقعاتهم بمستقبل الاستثمار في الأصول المالية، والعوائد المتوقع استلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات تبعاً لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار في الأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين فيه إلى عرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار

الشكل رقم (2-3): دور المعلومات المالية في تسعير الأوراق المالية



المصدر : ارشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة"، ط01، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة: 2004، ص133.

إذن نستنتج إن قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الورقة المالية يعتمد على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات المستلمة، التي من شأنها أن تترك أثارا على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين -الحاليين والمرقبين- في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية، أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة السوق بجانب ذلك فقد أشار Jones, selva, Capstaff بأن المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة - مثل مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال- والتنبؤ بها¹، بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه إن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية، كما أن دور المعلومات المحاسبية على تفعيل سوق الأوراق المالية له شقان²:

أولاً: الدور التأثيري : على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين الخواطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان، لذا يمكن الإشارة إلى بعض الملاحظات وهي :

(1) إن معظم الدراسات السابقة اهتمت بمكونات المعلومات المحاسبية مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح ومقاييس الربحية ومقاييس التدفقات النقدية ومقاييس السيولة والمخاطر المالية وعلاقتها بالمتغيرات المختلفة لسوق الأوراق المالية مثل حجم التداول أو العائد المتوقع على الأوراق المالية أو أسعار الأوراق المالية .

(2) إن هناك دراسات أخرى اهتمت بنوعية السياسة المحاسبية المستخدمة وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، مشيرة إلى أن النظريات المثالية في المحاسبة والتي تعتمد على إن التقارير المحاسبية هي المصدر الوحيد للمعلومات المتداولة في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى المرونة المعطاة لمديري الوحدات الاقتصادية في اختيار الطرق والسياسات المحاسبية البديلة، قد تؤدي إلى وجود معلومات محاسبية تعمل على تضليل سوق الأوراق المالية .

1_ Capstaff, J, Accounting information and investment risk perception in the U.K, journal of international financial Management and accounting, summer, 1991, pp 189-200 .

² - سليمان محمد مصطفى، القياس المحاسبي للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الاقتصادي في ضوء محددات النظرية الإيجابية -دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة بينها، جامعة الزقازيق، السنة العاشرة، العدد الأول، 2000م، ص301 .

3) إن دور المعلومات المحاسبية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي يتمتع هذا السوق بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة وهل هي كفاءة تبادلية أم كفاءة تشغيلية أم كفاءة هيكلية أم جميعها معاً، كما أنه من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية هو وجود نظام فعال للمعلومات المحاسبية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار .

4) قد يؤدي الجمود التفسيري للمعلومات المحاسبية سواء كان قوي المستوى أو ضعيف المستوى، إلى عدم القدرة على إدراك العلاقة الحقيقية بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية.

ثانياً: الدور التيسيري: وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار .
لذا فإن النقاط السابقة قد تحد من دور المعلومات المحاسبية وتأثيرها سواء المباشر أو غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ما لم تتوفر في هذه المعلومات مستوى الجودة المطلوب، لذا أشار¹ Barth إلى أهمية خاصة التوقيت الملائم عند الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وأثرها على أسعار لاستثمارات المالية، كما أشار كاتب آخر² : بأن تأخير نشر المعلومات وعدم دقتها والتحيز في عرضها وعدم اعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية متفق عليها يحدث تأثيراً سلبياً على سلوك المستثمر ويؤثر في درجة المخاطر التي يرغب في تحملها، يضاف إلى ذلك إن القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية سواء السنوية أو الدورية لها دور فعال في التأثير على سلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية .

¹– Barth, M.E, fair value accounting evidence from investment securities and market valuation of bank, the accounting review, january, 1994, pp 5-61

²– جلال الصياد، مصطفى جلال الصياد، المعاينة الإحصائية، القاهرة، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ، ص 108 .

المبحث الثاني: حوكمة الشركات وجودة المعلومات المحاسبية

تتطلب حوكمة الشركات وجود نظم محاسبية ورقابية فعالة تتفق مع المعايير الدولية، إضافة إلى نزاهة عملية المراجعة الخارجية، وبالتالي تتبلور الآليات المحاسبية التي يتم استخدامها لتقديم مخرجات لنظام المعلومات المحاسبي بمواصفات ذات جودة عالية، وبالتالي كبح الطرق والوسائل التي يلجأ إليها مُعدو وعارضوا التقارير، والنشرات المالية التي تسمح بالتلاعب بالبيانات، وتغيير الحقائق والتضليل بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرار المستثمر، فتوفر نظام قوي لحوكمة الشركات من شأنه أن يجد من قضايا الترمويه التلاعب المالي، وكبح الانحرافات المالية الخطيرة، ويقلل من محاولات التضليل، لاسيما إمكانية التواطؤ معها مراجعي الحسابات الخارجيين، فالحوكمة تركز على أخلاقيات المهنة وتهدف إلى تحسين الصورة الذهنية للشركات، وكذا تدعيم مصداقيتها لدى المتعاليين والمستثمرين -الحاليين والمرتقبين- بالإضافة إلى توظيف الاعتبارات الأخلاقية، وتحسين درجة الوضوح، وزيادة مستويات الإفصاح والشفافية.

المطلب الأول : أساليب التضليل في سوق الأوراق المالية

لم تكن المشكلة الرئيسية في فشل العديد من الشركات تتعلق بوجود قصور في المعلومات المحاسبية أو في معايير التدقيق المطبقة، بل انحصرت في تدني أخلاقيات المهنيين، إضافة إلى القصور الواضح من طرف السوق المالي كجهاز للرقابة على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وثبوت تورط كبرى شركات التدقيق في العالم (Arthur Andersen) في قضايا التلاعب المالي، والقيام بالمال مزدوجة، الأمر الذي جعل عملية الانهيار سريعة في كل من شركتي « Enron » و « World con » وضمن هذا الإطار أكدت التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية¹ (FMI, IB) على ضرورة انتهاج آليات دورية وسريعة لتفعيل نظام المعلومات الذي لا يكون ذا جدوى إذا اقترن بتدني أخلاقيات المهنيين، والذي يسهم في سهولة التلاعب بالحسابات المالية، واتخاذ قرارات غير رشيدة، نتيجة عدم إظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية أو ما يعرف بالغش والتضليل في القوائم المالية .

أولاً: غش القوائم المالية : وهو "محاولة متعمدة من قبل القائمين على الشركة لتضليل أو خداع مستخدمي القوائم المالية المنشورة، خاصة المستثمرين، الدائنين، من خلال إعداد ونشر قوائم مالية بها تحريفات جوهرية" وترجع أسباب غش القوائم المالية إلى ضعف هيكل الرقابة الداخلية للشركة، حوكمة الشركة الأقل كفاءة، ضعف أساليب المراجعة ، ويتمثل غش القوائم المالية في احد الصور الآتية :

1) التحريف، التلاعب في السجلات المالية الأساسية، والمستندات المؤيدة لمعاملات الشركة.

¹ - Egyptian Banking institute : corporate Governance in the Banking sector work shop, Marth 2006, p16

(2) تحريف جوهرى متعمد في القوائم، حذف، سوء توجيه للأحداث، التعاملات، الحسابات، أو معلومات هامة لإعداد القوائم المالية .

(3) تعمد سوق تطبيق، قصد سوء تفسير، أو تنفيذ غير شرعي للمعايير المحاسبية، المبادئ، السياسات، أو طرق القياس، الاعتراف، والتقرير عن الأحداث الاقتصادية ومعاملات الشركة .

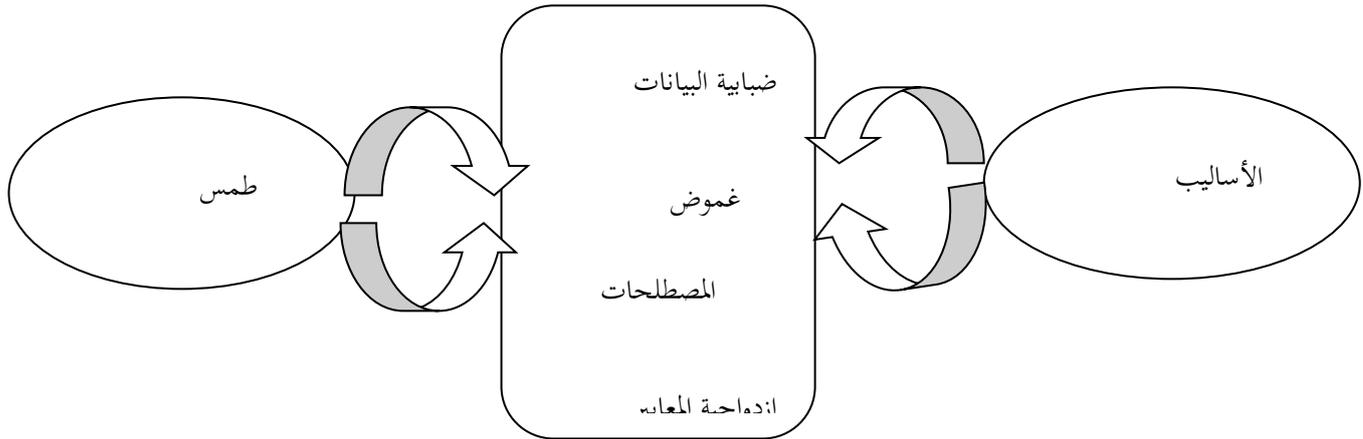
(4) حذف أو تقديم إفصاح غير كافي للافصاحات المتعلقة بالمعايير المحاسبية، المبادئ، الممارسات، والمعلومات المالية ذات العلاقة .

(5) استخدام أساليب محاسبية جامدة وغير منطقية لإدارة الأرباح .

(6) التلاعب في الممارسات المحاسبية وفق قواعد ظاهريا تعتمد على المعايير المحاسبية، لكنها تسمح للشركة بإخفاء عناصر اقتصادية من أداؤها. ويعتبر غش القوائم المالية في حد ذاته جريمة .

ثانيا: تضليل القوائم المالية: يجدر بالذكر إن الهدف الأساسي من نظام حوكمة الشركات هو الحفاظ على مصالح المساهمين وكذا الأطراف الأخرى، فكل شركة ملزمة قانونا بإعطاء معلومات ضرورية، صادقة وكافية لكل المتعاملين، إلا انه عمليا هناك عدة طرق ووسائل يلجأ إليها مُعدو وعارضوا التقارير والنشرات المالية والمحاسبية التي تسمح بالتلاعب بالبيانات، وتغيير الحقائق أي التضليل بهدف التأثير على اتجاه السوق وقرار المستثمر، ولكل شركة في ذلك أسلوبها الخاص، ومن بين تلك الطرق ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل رقم (3-3): يبين أدوات إخفاء الحقائق .



المصدر: كمال بوعظم، زايدي عبد السلام، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، 18 و 19 2009/11، ص 42 .

كما نلاحظ إن المسؤولين عن بعض الشركات يلجؤون لتعمد إخفاء بعض الحقائق عن المستثمرين،

ويشمل ذلك ما يلي :

1) عدم كفاية الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة : تتطلب قوانين وقواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة أن تقدم الشركة علاوة على القوائم المالية المدققة، تقريراً من مجلس الإدارة يستعرض فيه الموقف المالي والتشغيلي لها وسياساتها المستقبلية والمخاطر المحيطة بأنشطتها، حيث إن الالتزام بمعايير المحاسبة في إعداد وعرض الإفصاح بالقوائم المالية قد لا يكون كافياً في حد ذاته لإعطاء صورة كاملة عن الموقف المالي والتشغيلي.

2) عدم كفاية الإفصاح عن المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة : تتطلب معايير المحاسبة، وكذلك القوانين والقواعد المنظمة لأسواق الأوراق المالية أن تفصح الشركة عن معاملاتها مع الأطراف ذوي العلاقة، فضلاً عن المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة والمديرين وأقاربهم وكل مساهم مستفيد يملك جزءاً من الأسهم العادية لرأس مال الشركة. فعدم كفاية الإفصاح عن تلك المعاملات قد يكون مؤشراً على وجود ضعف في نظم الرقابة الداخلية وإجراءات الالتزام بقواعد حوكمة الشركات، وفي بعض الحالات يقوم المسؤولون بالشركات بتنفيذ معاملات تقييم غير عادلة (مغالي فيها) بين الشركة وشركائهم الخاصة، أو شركات أقاربهم، ويستولون من خلال تلك المعاملات على أموال الشركة أو يحققون منافع خاصة على حساب الشركة والمساهمين فيها، ولا يتم الإفصاح عن هذه المعاملات .

3) التلاعب في إعلان نتائج الأعمال بإصدار الصحيفة قبل نشر القوائم المالية : تقوم بعض الشركات بإصدار بيانات صحيفة في نهاية كل فترة محاسبية لإعلان نتائج أعمالها وذلك قبل نشر القوائم المالية، وفي هذه البيانات الصحيفة يتم الإعلان عن مسميات للربح مختلفة عن المسميات المحددة بمعايير المحاسبة (صافي الربح) مثل : صافي الربح قبل المصروفات غير العادية، وصافي الربح قبل خصم مصروف الإهلاك (الأصول الثابتة والأصول غير الملموسة، وقد يترتب على ذلك التباس في سوق المال نظراً لان الفرق بين قيمة الأرباح المعلنة بهذه المسميات وصافي الربح طبقاً لقائمة الدخل قد يكون جوهرياً، ومن أمثلة ذلك قيام إحدى الشركات بإعادة تبويب جزءاً كبيراً من مصروفاتها التسويقية، وتسجيلها على أنها مصروف اهتلاك، ثم قيامها بالإعلان عن صافي الربح قبل خصم مصروف الاهتلاك (الأصول الثابتة والأصول غير الملموسة) في بيان صحفي لها، مما يوحي بتحسين نتائج أعمالها على غير الحقيقة .

المطلب الثاني: دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية

تؤدي معايير الحوكمة دوراً فاعلاً في تحقيق خصائص جودة المعلومات من خلال دفع الشركات المطبقة لها إلى الإفصاح عن معلومات أكثر جودة ومصداقية من خلال ما يلي :

أولاً: المساءلة والرقابة المحاسبية : تقوم مبادئ حوكمة الشركات على أساس تفعيل الرقابة والمساءلة على أعمال الشركات قصد اضعاف نوع من الثقة والمصداقية في المعلومات المنشورة، وفي هذا الاطار قامت العديد من الدول بإصدار تقارير أو قوانين قصد تفعيل هذه الرقابة من بينها:

1- **تقرير كادبوري:** أشار هذا التقرير الصادر عام 1992 في العنصر الثاني منه بأن يقوم المساهمين بمساءلة مجلس الإدارة¹، باعتباره المسؤول عن توفير البيانات الدقيقة والصحيحة، اذ يجب عليهم القيام بممارسة مسؤوليتهم كمالك في محاسبة الادارة عن أية معلومات غير صحيحة أو مضللة².

2- **قانون ساربانز أوكسلي:** يعد هذا القانون من أكبر الإصلاحات في الولايات المتحدة الأمريكية، أقره الرئيس جورج بوش بعد الفضائح المالية لكبرى الشركات الأمريكية Emon و World com، وهو مشروع قانون صاغه الديموقراطي ساربانز، وعضو الكونغرس الجمهوري مايكل أوكسلي في 20 جويلية 2002، ويقضي بتحميل المسؤولية لمدراء المؤسسات المقيدة في البورصة وبمصادقة حساباتهم لدى لجنة الحماية والتبادل (SEC) Securite and Echange Commission، وهي هيئة تنظيم الأسواق المالية الأمريكية، كما أنه يهدف لتقوية روابط الثقة والمسؤولية بين مختلف الأطراف من أجل توفير حماية أفضل للمستثمرين قصد إعادة الثقة على مستوى أسواق الأوراق المالية ويقوم على عدة مبادئ منها صحة الحسابات ودقتها، توفير المعلومات للجميع، استقلال المراجعين³.

وفي إطار تفعيل عملية الرقابة على الشركات وكذا تنظيم مهنة التدقيق فقد أقر القانون ما يلي:

أ- **انشاء مجلس الاشراف المحاسبي على شركات المساهمة:** مجلس الاشراف المحاسبي على شركات المساهمة هي عبارة عن مؤسسة لا تهدف إلى الربح أنشأها القانون لتقوية الرقابة والاشراف على شركات المساهمة من أجل تحسين دقة تقارير التدقيق، وهي تعمل تحت اشراف لجنة الحماية والتبادل (SEC) وتتمثل واجباتها فيما يلي⁴:

- تحسين أداء شركات المساهمة خاصة المدرجة بالبورصة.

- إجراء عمليات تفتيش على هذه الشركات.

¹ Jones, Ian and Pollitt, Michael, 2003 , Understanding How Issues in Corporate Governance Develope : Cadbury Report to Higgs Review , ESRC Center for Business Research , university of

Cambridge , working paper No.P 277.

² - محمد أحمد ابراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية

- دراسة تطبيقية- منتدى التمويل الاسلامي، على الموقع:

أطلع عليه يوم: 2016/05/23

<Http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm>

³ - فهد محسن البصري، مدققو الحسابات والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس، 2009، ص 16.

⁴ - عماد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركات المساهمة - دراسة مقارنة- دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص 477.

- إرساء أو تبني معايير رقابة الجودة في العمل الإداري مثل الأخلاقيات، الاستقلال وغيرها من المعايير.

- إجراء تحقيقات وتطبيق اجراءات تأديبية وفرض عقوبات على شركات المساهمة
- تشجيع المعايير المهنية وتحسين جودة خدمات التدقيق .

- فرض الالتزام بقواعد المجلس والمعايير المهنية وكذا قوانين إصدار الأوراق المالية.

ب- استقلال المدققين: يهدف هذا الجانب من قانون ساربانز- أوكسلي إلى التصدي لواحدة من المشكلات الأساسية المرتبطة بكون المدققين مراقبين للشركة، وقد يتم إرغامهم على القيام بعمليات تدقيق مضللة، ولضمان استقلال هؤلاء المدققين فقد أقر القانون ما يلي:

- يحضر على شركات المحاسبة أداء أنشطة تدقيقية واستشارية معا لشركة واحدة .

- يعطى للجنة التدقق (المراجعة) في مجلس إدارة الشركة المزيد من السلطة على أنشطة التدقيق.

ومنه نستطيع القول أن كل من قانون كادبوري وقانون ساربانزأوكسلي هما من القوانين التي تهدف إلى ضبط العمل الإداري داخل شركات المساهمة منعا للغش والتلاعب بالنتائج المحققة بها قصد اضاء نوع من المصداقية والدقة على المعلومات المقدمة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة: إن سلسلة معالجة المعلومات تعتبر العمود الفقري لجودة المعلومات المحاسبية، حيث تمر هذه المعلومات بعدة مراحل قبل أن تصل إلى المستثمر، هذه المراحل المعالجة تمثل ثمرة النظام المحاسبي المعمول به، حيث أن صدق المعلومة يعكس صدق النظام المحاسبي المعمول به¹، وفي هذا الاطار وقصد تطوير الأنظمة المحاسبية وتفعيل نظام الحوكمة بالشركات قامت العديد من الدول منها مصر بإصدار الكثير من معايير المحاسبة المصرية والتي تتفق مع مثيلاتها الدولية وذلك بصدور القرار الوزاري رقم 345 لسنة 2002 الخاص بإصدار معايير المحاسبة المصرية، فالتطورات الحديثة للمالية العالمية تتجه نحو جعل معيار موحد للنماذج المحاسبية، وهو ما يعرف بالمعايير المحاسبية الدولية، والتي تصدرها لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASB)، حيث كانت جملة المعايير التي أصدرتها اللجنة تهدف إلى مايلي:²

- صياغة ونشر للصالح العام المعايير المحاسبية التي يجب مراعاتها عند عرض القوائم المالية، والترويج لقبولها وتطبيقها في العالم.

¹ - دبله فاتح وبن عيشي بشير، حوكمة الشركات كأداة لضمان صدق المعلومة المالية والأنظمة المحاسبية وأثرها على أداء الأسواق منتدى التمويل الاسلامي، على الموقع:

أطلع عليه يوم: 2016/05/23 [Http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm](http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm)

² - عبد الرزاق خليل وعادل عاشور، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية- مجمع رياض سطيف نموذجاً- مجلة أبحاث روسيكادا، العدد الثالث، سكيكدة، ديسمبر 2005، ص 181.

- العمل بصفة تامة لتحسين والتوفيق أو التنسيق بين منظمات المعايير المحاسبية والاجراءات المتعلقة بعرض القوائم المالية.

ومنه فإن تطوير المعايير المحاسبية المحلية لتتماثل مع المعايير المحاسبية الدولية في اطار التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يساهم بشكل كبير في اضاء الشفافية والمصدقية على المعلومات المعروضة بالقوائم المالية للشركات .

ثالثاً: تحقيق الافصاح والشفافية : يمثل الافصاح الملائم والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات، لذا لم يخل أي تقرير صادر عن منظمة أو هيئة أو دراسة علمية من التأكيد على أهمية هذا المبدأ، فهو يمثل أحد المؤشرات الهامة للحكم على تطبيق نظام الحوكمة من عدمه داخل الوحدات الاقتصادية، فمبدأ الافصاح والشفافية الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ينص بأنه على الشركة أن تفصح افصاحاً دقيقاً وسليماً وفي الوقت المناسب عن كافة الأمور الهامة المتصلة بالشركة، وذلك فيما يتعلق بمركزها المالي والتشغيلي والجوانب الأخرى المتصلة بأعضاء مجلس الإدارة والادارة التنفيذية، وبأن تكون هذه المعلومات في متناول جميع فئات المستثمرين، وعليه فإن تطبيق هذا المبدأ يجسد أحد خصائص جودة المعلومات وهي الصدق في العرض، بحيث تستفيد جميع الأطراف المرتبطة بالشركة من المعلومات المفصحة عنها بطريقة عادلة.

رابعاً: إدارة الأرباح: إن عملية إدارة الربح هي قيام الادارة بالتأثير أو التلاعب بالبيانات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية، إما بهدف الوصول إلى مستوى التنبؤات التي سبق الاعلان عنها أو تجنب الاعلان عن الخسائر، أو بهدف الحصول على بعض المزايا المرتبطة بالأرباح المرتفعة كالمكافآت والعمولات، لكن في ظل تطبيق نظام حوكمة الشركات وما يدعوا إليه هذا الأخير من الحد من سلطة الادارة، وإتاحة الفرصة لمختلف الأطراف خاصة المساهمين لممارسة دورهم في الرقابة على الشركة فان هذا يجد من سلطة المديرين في القيام بعملية إدارة الأرباح، وفي هذا الصدد أشارت إحدى الدراسات والتي تناولت أثر متغير الحوكمة على ممارسة إدارة الوحدات الاقتصادية لسياسة إدارة الربح بأن هناك علاقة عكسية بين عدد أعضاء لجنة المراجعة من خارج الوحدة الاقتصادية، وعدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الادارة وبين ممارسة الشركة لإدارة الأرباح.

ومنه فان التقيد بمبادئ الحوكمة يحد من سلطة الادارة في إدارة الأرباح، وهو ما ينعكس ايجاباً على افصاح الشركة عن معلومات مالية موثوقة تعكس بصدق الأرباح المحققة.

خامساً: دور المراجعة الداخلية تساعد المراجعة الداخلية بما تقوم به من مساعد الوحدة الاقتصادية في تحقيق أهدافها، وتأكيد فعالية الرقابة الداخلية، والعمل مع مجلس الإدارة ولجنة المراجعة من أجل إدارة المخاطر والرقابة عليها، في عملية حوكمة الشركات من خلال تقييم وتحسين العمليات الداخلية

للوحدة الاقتصادية، وكذلك تحقيق الضبط الداخلي نتيجة استقلالها وتبعيتها لرئيس مجلس الإدارة واتصالها برئيس لجنة المراجعة.

سادساً: دور المراجع الخارجي: نتيجة لما يقوم به المراجع الخارجي من اضفاء الثقة والمصدقية على المعلومات المحاسبية، وهذا بابداء رأيه المحايد في مدى صدق وعدالة القوائم المالية التي تعدها الوحدات الاقتصادية، فان الدور الذي تؤديه المراجعة الخارجية في مجال حوكمة الشركات هو دور جوهري لأنها تحد من مشكلة الانحراف الخلفي في الوحدات الاقتصادية من جهة، كما تحد من مشكلة المعلومات غير المتماثلة بين الملاك والادارة من جهة أخرى¹.

سابعاً: لجان المراجعة: لقد أكدت معظم الدراسات الخاصة بحوكمة الشركات على ضرورة وجود لجان المراجعة على مستوى المؤسسات التي تسعى إلى تطبيق الحوكمة، بل أن وجود لجان للمراجعة يمثل أحد العوامل الرئيسية لتقييم مستويات الحوكمة المطبقة بالوحدة الاقتصادية، فلجان المراجعة تقوم بدور حيوي في ضمان جودة القوائم المالية، وتحقيق الثقة في المعلومات المحاسبية المسجلة، حيث أنها تشرف على عمليات التدقيق الداخلية والخارجية كما تعمل على مقاومة ضغوط وتدخلات الإدارة في عملية التدقيق، وفي هذا الاطار توصلت الدراسة التي قام بها Menullen والتي تناولت دور لجان المراجعة في زيادة الثقة في المعلومات المنشورة بالقوائم المالية إلى أن الوحدات الاقتصادية التي لديها لجان مراجعة قد إنخفض بها معدل حدوث التصرفات المالية غير القانونية، إلى جانب زيادة الثقة في قوائمها المالية خاصة الوحدات الاقتصادية المقيدة بالبورصة حيث يشير البعض بأن مجرد إعلان الوحدة الاقتصادية عن تشكيل لجنة للمراجعة يكون له أثر على حركة أسهمها بسوق الأوراق المالية².

ثامناً: تقويم أداء الوحدات الاقتصادية: إن من أهمية حوكمة الشركات، دورها في زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية وتدعيم قدرتها التنافسية بالأسواق، مما يساعدها علي التوسع والنمو ويجعلها قادرة على إيجاد فرص عمل جديدة. كما أن من المعايير الرئيسية حوكمة الشركات هو تحقيق فاعلية وكفاءة الأداء بالوحدات الاقتصادية وحماية أصولها. وبذلك نرى أن الالتزام بتطبيق الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات ينعكس بشكل جيد على أداء الوحدات الاقتصادية بأبعاده التشغيلية والمالية والنقدية، وكذلك على المقاييس المختلفة المستخدمة، أي أن تطبيق الحوكمة يساعد على إيجاد مفهوم ومقاييس شاملة لأداء الوحدة الاقتصادية مما يدعم من قدراتها على الاستمرار والنمو ويحقق مصالح الفئات المختلفة المتعاملة معها، خاصة وأن مفهوم حوكمة الشركات يحمل في مضمونه بعدين أساسيين هما:

¹ - محمد ابراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 20.

² - نفس المرجع، ص 21.

-البعد الأول: الالتزام بالمتطلبات القانونية والإدارية وغيرها.

-البعد الثاني: الأداء بما يحمله من استغلال للفرص المتاحة للارتقاء بالوحدة الاقتصادية ككل.

في ضوء طبيعة الأبعاد المحاسبية السابقة لعملية حوكمة الشركات وانعكاساتها علي المعلومات المحاسبية نستطيع استنتاج أن الأبعاد المحاسبية لعملية الحوكمة تغطي ثلاثة مراحل من العمل المحاسبي وهي:
-مرحلة الرقابة علي العمل المحاسبي وتشمل نوعين: الرقابة القبليّة والآخر الرقابة البعديّة للعمل المحاسبي.

- مرحلة الممارسة الفعلية للعمل المحاسبي بداية من الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية وتقوم ومتابعة الأداء وإدارة الأرباح، وانتهاءً بالإفصاح عن نتيجة هذه الممارسة في شكل تقارير وقوائم مالية.
-مرحلة ما بعد الممارسة الفعلية وتشمل أدوار كل من لجان المراجعة والمراجعة الخارجية وماتحققه من إضفاء الثقة والمصدقية في المعلومات المحاسبية المفصح عنها.

المبحث الثالث : انعكاس جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق

المالية

تعتبر المعلومات المحرك الأساسي لأسواق الأوراق المالية، اعتماداً على درجة الثقة التي تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة، ولتقديم مخرجات لنظام المعلومات المحاسبي بمواصفات ذات جودة عالية، كان لابد من إرساء مبادئ الحوكمة، التي أصبحت الأداة القوية والفعالة التي تحوّل إليها الفكر المحاسبي، للقضاء على جوانب القصور، التي أصابت المحتوى الإعلامي للمعلومات والتقارير المالية الناشئة عن تطبيق المعايير المحاسبية، التي تلتزم بالحد الأدنى من الإفصاح المحاسبي، وبالتالي اقتراب القيمة السوقية للأوراق المالية من القيمة الحقيقية لها، وهذا ما يدعم سوق الأوراق المالية في تحديد السعر العادل للأصول المالية.

المطلب الأول : دور مبادئ الحوكمة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة على مدى تماثل المتعاملين في الحصول على المعلومات، التي تعكس واقع وظروف الشركات المصدرة لها، مما أدى إلى ضرورة الاستعانة بمضامين مبادئ الحوكمة لضبط الأداء الإداري للشركات، ومراقبة صحة المعلومات المالية المنشورة لتفادي الوقوع في عمليات الغش والتضليل، وفيما يلي إبراز مساهمة كل مبدأ من مبادئ الحوكمة في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً : دور تطبيق الأطر الفعالة لحوكمة الشركات: ينص هذا المبدأ على ضرورة توفير الأسس اللازمة لتفعيل إطار حوكمة الشركات من أجل رفع مستوى الشفافية، وأن يتوافق هيكل الحوكمة مع الإطار القانوني ويحدد بطاقة مسؤوليات الهيئات المختلفة المسؤولة عن الإشراف والرقابة حيث إن تحديد مسؤوليات السلطات التنظيمية التنفيذية في الشركة يسهل تحقق الشفافية، ويزيد من فعالية السوق في ظلها، وهذا ما يؤكد على وجود علاقة طردية بين مستوى حوكمة لشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية¹.

ثانياً : دور تطبيق مبدأ حفظ حقوق المساهمين: طبقاً للمبادئ التي أقرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD"، فإنه يجب على الشركات في الأسواق المالية اتخاذ الإجراءات التي تضمن الحفاظ على حقوق المساهمين، والمتمثلة في²:

- تأمين أساليب تسجيل الملكية.

¹Leung , Sidney and Horwitz , Bertrand , 2004 , Director Ownership and voluntary segment

disclosure : Hong Kong evidence , Journal of International Financial Management and

Accounting , Vol. 3 , P 15 .

² كمال الدين مصطفى الدهراوي، العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم -دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة-، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، العدد الرابع، 1995، ص 65.

- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة.
 - المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين وفي انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
 - الحصول على حصص من أرباح الشركة.
- فحفظ حقوق جميع المساهمين كحق التصويت والحصول على الأرباح تُطمئن المستثمرين الحاليين والمرقبين حيث يضمن لهم تحقق عائد مناسب لاستثماراتهم، وبالتالي سيرفع من القيمة المالية لأسهم الشركة نظراً لارتفاع الطلب على أسهمها ما يدعم مركزها التنافسي في السوق المالي¹، الأمر الذي ينعكس على تعزيز مشاركة العديد من المساهمين في ضخ أموال جديدة في لسوق المالي الشيء الذي يؤدي إلى تفعيل كفاءة السوق المالي وبالتالي الرفع من وتيرة انتعاش وزيادة مؤشرات السوق المختلفة، مما يؤثر على القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم وقيم التداول، وهي إحدى المقاييس الموضوعية للحكم على مدى كفاءة السوق المالية .

ثالثاً : دور تطبيق مبدأ المعاملة المتكافئة للمساهمين: إن تطبيق مبدأ المساواة بين حملة الأسهم سواء كانوا وطنيين أو أجانب، يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، والحد من إمكانية تحقيق أرباح غير عادية، والحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم، ويتطلب ذلك²:

- ينبغي أن يكون للمساهمين -داخل كل فئة- نفس حقوق التصويت.
 - يجب أن يتم التصويت بواسطة الأمانة أو المفوضين بطريقة مُتَّفَق عليها مع أصحاب الأسهم.
 - ينبغي أن تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالاجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لكافة المساهمين، كما يجب ألا تُسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع تكلفة عملية التصويت.
 - يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية.
 - ينبغي أن يُطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.
- بالإضافة إلى حق المساهمين في لاطلاع ومعرفة كل ما يتعلق بالمعاملات، وذلك من خلال إتاحة المعلومات لكافة فئات المستثمرين في نفس الوقت وبأقل تكلفة، وبالتالي تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة، كما ان أنواع المعلومات المتاحة لكافة مساهمين تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالي سواء كانت معلومات

¹ عيد محمود حميدة، أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم (دراسة نظرية تطبيقية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، أبريل 2001، ص 238.

² أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، جانفي 2008، مصر، ص 11.

تاريخية متمثلة في صورة بيانات تاريخية عن الأسهم أو معلومات حالية عن الأحداث المستجدة للسهم والتي تؤثر على سعره بشكل كبير¹، وتمثل هذه المعلومات الجديدة مؤشرا موضوعيا للحكم على كفاءة السوق المالي من خلال رد فعل هذه الملومات الجوهرية الجديدة على أسعار الأسهم، ومثل هذه النوعية من المعلومات تكون متاحة في المقام الأول لإدارة المنشأة وقد يتم تسريبها إلى بعض المساهمين من ذوي الملاءمة المالية الكبيرة، وكذلك إلى المجموعات المرتبطة مثل العاملين بالشركة، وما ينجز عن عدم الإفصاح عن مثل هذه المعلومات تؤدي إلى الإخلال بمبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم وتحقق لفئة من المساهمين أعضاء مجلس إدارة الشركة أرباح غير عادية، ومن هذا المقام تبرز أهمية قيام الشركة بالإفصاح عن هذه النوعية من المعلومات من خلال الإيضاحات والملاحظات المتممة والمرافقة بالقوائم المالية المرسله إلى السوق المالي مرفقا بها محاضر مجلس الإدارة وأي وثائق تؤكد مصداقية هذه المعلومات وهو ما يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف فئات المستثمرين ويحقق العدالة والمساواة بينهم مما ينعكس إيجابا على تفعيل كفاءة السوق المالي .

رابعا : دور تطبيق مبدأ مشاركة أصحاب المصالح: إن تحقيق هذا المبدأ يتيح لأصحاب المصالح الحصول على تعويضات في حالة أي إخلال بالتعاقدات، والإعتراف بحقوقهم كما يحددها القانون وبالتالي عدم حدوث أي مشاكل، وتشجيع التعاون بين الشركات وأصحاب المصالح في مجال إنشاء الثروة²، وتحقيق الإستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة، وتنسيق الجهود والمبادرات مع أعضاء مجلس الإدارة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة، ولا شك إن محصلة هذا الدور المحوري لأصحاب المصالح في منظومة الحوكمة سوف يسهم بصورة ايجابية في تحقيق كفاءة للسوق المالي ويجفز الاستثمار فيه، وهو ما يتطلب³:

- إحترام الحقوق القانونية والإتفاقيات.
- التعاون بين الشركات وأصحاب المصلحة.
- حق الحصول على المعلومات لكافة المساهمين.
- التواصل والتعويض عن المخالفات في حال تعمدتها⁴.

¹ كمال الدين مصطفى الدهراوي، العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم -دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة-، مرجع سبق ذكره، ص 65.

² Kulzick , Raymond , 2004 , Sarbanes-Oxly : Effects of Financial Transparency , S.A.M.

Advanced Management Journal , Vol. 69 , P 1 .

³ مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح: حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، واشنطن، أغسطس (أوت) 2008، ص 06.

⁴ Mensah Michale O., Nguyen Hong V, Transparency in Financial Statements : A Conceptual

- خامسا : دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة:** يكمن دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة في تحقيق الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يكفل المتابعة الفعالة للإدارة، وضمان مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين، ولأجل ذلك¹:
- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الإعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح.
 - يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة، وأن يجرى ذلك على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية.
 - قيام مجلس الإدارة بوضع إستراتيجية واضحة المعالم تعكس خطط التوسع الرأسي والأفقي لأنشطة الشركة خاصة فيما يتعلق بالاندماج أو عمليات الاستحواذ.
 - يتم تعيين عدد من الأعضاء غير التنفيذيين الذين يتميزون بالحياد والاستقلال ويحققون التوازن داخل مجلس الإدارة خاصة فيما يتعلق بالرقابة على حالات تعارض المصالح .
 - مراعاة عدم المغالاة في الأجر والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين التنفيذيين، وهذه نقطة هامة حيث أكدت الأزمة المالية العالمية التي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 أن المغالاة في مرتبات أعضاء مجالس إدارات الشركات والبنوك كانت ضمن الأسباب الأساسية للازمة المالية، كما إن اجتماعات مجموعة دول العشرين قد أكدت على هذا الأمر .
 - تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية حتى يمكن ضمان سلامة التقرير المالية والمحاسبية للشركة بما يعمل على دعم توجه واستقرار نشاط الشركات ودرء حدوث انهيارات بالأسواق المالية المحلية أو الدولية على حد سواء .

سادسا : دور تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية: إن حوكمة الشركات تمثل أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام والتمسك بأخلاقيات الادارة الرشيدة، وأداة لتحقيق مستوى عال من الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات، قبل حدوث الخطر أو تجنبه، ولذلك تحرص كافة التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على وجوب الإلتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح، وتحديد مضمونه ونطاق تطبيقه، وحتى يكون لتطبيق الحوكمة أثرا ملموسا على كفاءة أسواق الأوراق المالية، فإنه يجب أن تلتزم الهيئات المشرفة على هذه الأخيرة بالعناية بمتطلبات الإفصاح الواقعي، والشفافية للوصول إلى سوق مالية كفأة مبنية على معلومات موثوقة وسليمة. وقد أصبح الإفصاح

¹ أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 13.

والشفافية متلازمين ضروريين لأسواق الأوراق المالية لأسباب كثيرة نوجزها فيما يلي¹:

- انتشار استخدام الهندسة المالية من دون الإدراك التام بصيغها وطبيعة الفروض التي بنيت عليها، إذ أصبح من السهل تشويه نتائج هذه الصيغ إذا لم تكن المعلومات المتاحة صحيحة ولا تتسم بالشفافية.
- توفير الشفافية وضممان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني².
- حاجة أسواق الأوراق المالية إلى توافر المعلومات بشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق لزيادة فترة الإحتفاظ بالسهم بصفة خاصة أو الورقة المالية بصفة عامة.
- الإلتزام الشامل بقواعد شفافية الإفصاح في البورصة يعمل على سد كل الثغرات ومنع الممارسات غير السليمة التي يمكن أن تؤثر على كفاءتها³.

بحيث تقوم العديد من المؤسسات المالية الدولية بإعداد بحوث عن أسواق المال في كافة دول العالم بصفة عامة، وأسواق المال الناشئة في الدول النامية بصفة خاصة، ويكون معيار تصنيف مدى تقدم أسواق المال من عدمه، وتحديد درجة المخاطرة، هو ارتكازها على مدى إتاحة المعلومات في إطار من الإفصاح والشفافية، وان عدم توافر ذلك يؤدي إلى إحجام رأس المال الأجنبي⁴، حيث يتم تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية باستخدام احد الأدوات الهامة وهي لجنة المراجعة التي تقوم بدورها بتوفير المعلومات التي يحتاج إليها كل من الأطراف الداخلية والخارجية، من خلال دور اللجنة التنسيقية بين إدارة المراجعة الداخلية بالشركة والمراجع الخارجي المستقل، وهذا التنسيق من شأنه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما تتحقق لجنة المراجعة من تطبيق معايير المحاسبة عند إعداد القوائم المالية وكذلك التأكد من تطبيق معايير المراجعة عند مراجعتها بمعرفة المراجع المستقل⁵، وبذلك تكون لجنة المراجعة قد أضفت على المعلومات

محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، جريدة الإقتصادية الإلكترونية، العدد 6003، الصادرة بتاريخ 2010/03/19،
http://www.aleqt.com/2010/03/19/article_365837.html consulté le 27/02/2016.

Alexandro Broedel Lopes, Roberta Carvalho de Alencar, **Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case**, The International Journal of Accounting, Volume 45, Issue 4, December 2010, Pages 443-464.

³ George Emmanuel Iatridis, **Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism**, International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 2, April 2011, Pages 88-102.

⁴ Hand , Len , Isaaks , Carolyn and Sanderson , Peter , 2004 , Introduction to accounting for non-specialists , Cengage Learning .

⁵ Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali, **The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan**, The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010, Pages 170-186.

الصادرة درجة عالية من المصداقية والثقة وتحسين المحتوى المعلوماتي للإفصاح المحاسبي، وحتى يكون الفاصل الزمني بين نشر المعلومات وردود الفعل على أسعار الأسهم في سوق المال عند أدنى حد ممكن فإنه يتم فور إرسال هذه المعلومات إلى هيئة الرقابة المالية الإفصاح الإلكتروني عن هذه المعلومات في نفس الوقت سواء للمستخدمين الداخليين وهم أعضاء مجلس الإدارة، والمديرين التنفيذيين والعاملين، وكذلك للمستخدمين الخارجيين من مساهمين، ودائنين وموردين¹.

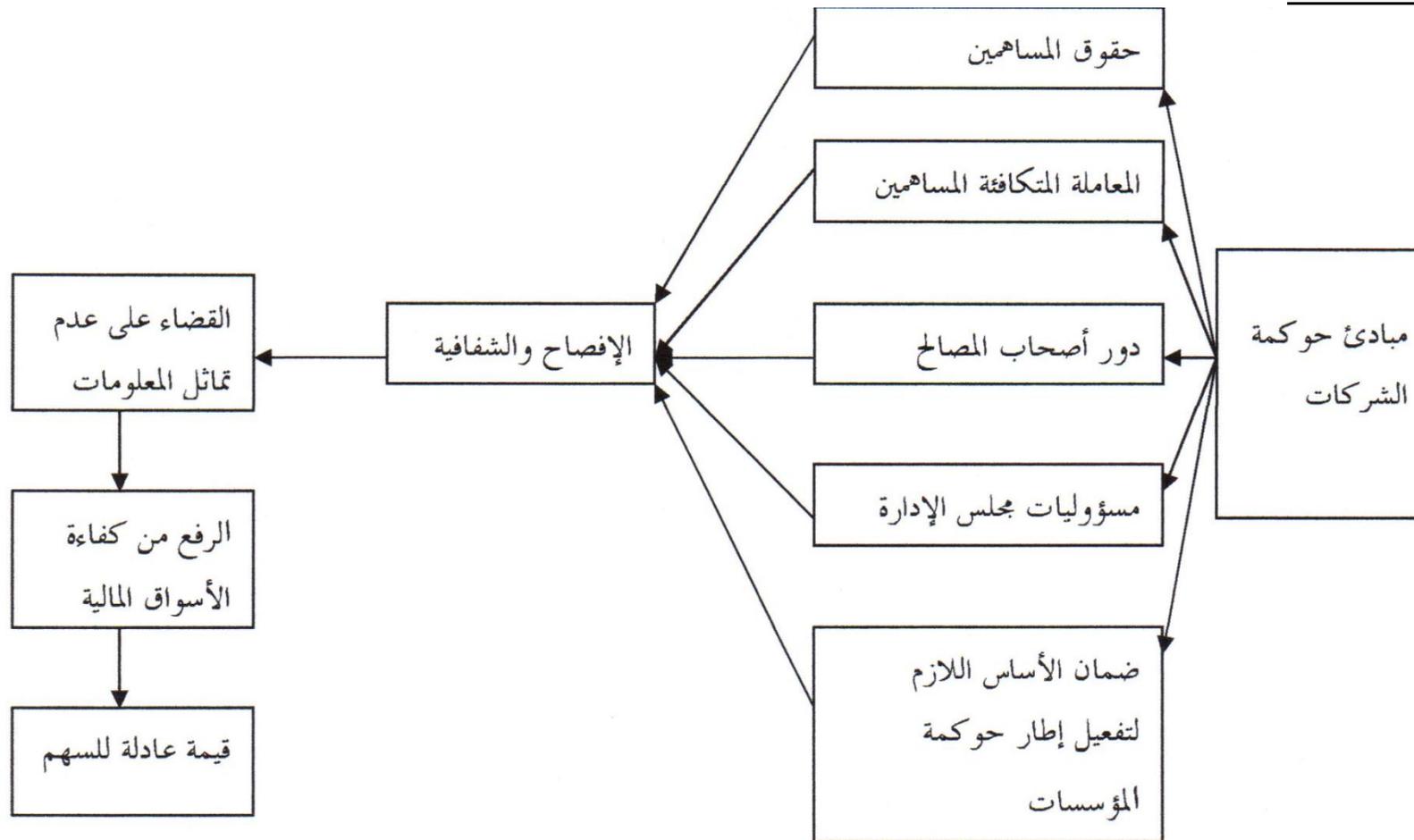
إن دور لجنة المراجعة يكمن في التحقق من التزام الشركة بالممارسات القانونية والتنظيمية والأخلاقية السليمة مما يعمل على تدعيم كيان الشركة كوحدة اقتصادية تمثل قيمة مضافة للاقتصاد الوطني ولها دور فعال في العمل على تحقيق على كفاءة كاملة للأسواق المالية، مما يسهم في جذب المستثمرين الأجانب².

¹ نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، المعهد العالي للحسابات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، جانفي 2012، ص 08.

² Phan Phillip H., 2001 , Corporate Governance in the Newly Emerging Economies , Asia Pacific

Journal of Managment , Vol. 18 , P 133.

الشكل رقم (3-4) : علاقة مبادئ حوكمة الشركات بكفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر : من إعداد الباحثة .

المطلب الثاني : ارتباط حوكمة الشركات بكفاءة سوق الأوراق المالية

يكن الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال تأثيرها على هذه الأسواق للوصول الى السعر العادل للسهم، باعتبار مؤشر أسعار الأسهم من أهم العوامل التي يحدد على أساسها قرار الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، بعيداً عن الشائعات والمضاربات والاتجار بالمعلومات الداخلية، ومن هنا لابد من استخدام آليات الحوكمة الى جانب معايير المحاسبة.

أولاً: علاقة حوكمة الشركات بالمؤشر العام لأسعار الأسهم: إن العلاقة بين البيانات المالية المتعلقة بالشركة وبين أسعار الأوراق المالية تكتسي أهمية كبيرة في الاعتماد عليها من قبل فئات عديدة، بداية بإدارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية، والمراجعين الذين يقومون بالمصادقة على هذه القوائم، والمستثمرون الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية¹، وهناك العديد من الدراسات التي تؤيد العلاقة بين حوكمة الشركات ومؤشر أسعار الأسهم نذكر منها:

- 1) أشارت نتائج الدراسة الميدانية التي تمت بواسطة بنك تريدي ليونيه عام 2000، أن الدول التي توفرت فيها مستويات أعلى لحوكمة الشركات كان لها قدرة أكبر في جذب الاستثمارات.
- 2) - كما أشارت دراسة "ماكينزي" عام 2002، إلى أن الشركات ذات المستويات الأعلى من حوكمة الشركات تصل أسعار أسهمها لمستويات أعلى من قيمتها الدفترية.
- 3) أوضح بنك "Crédit Lyonnais" في تقاريره لعامي 2001 و 2002 أن حوكمة الشركات ترتبط ارتباطاً وثيقاً بكل من الأداء المالي وتقييم الأسهم².
- 4) بمجرد مرور سنة واحدة بعد بداية تطبيق مؤشر حوكمة الشركات في بورصة "ساوباولو" أثبت نجاحه وقامت شركات تمثل 20% من إجمالي رأس المال السوقي، وتمثل 19% من إجمالي نشاط التداول بالقيود في قطاع حوكمة الشركات، كما أن أداء أسعار الأسهم كان أفضل كثيراً في خلال تلك السنة³.
- 5) شهدت الشركات (وجميع الأسواق) في الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي، والتي حققت تقدماً في حوكمة الشركات تحسناً في تقييم الأسهم⁴.
- 6) تحسین أو تدهور الحوكمة له دور أكبر في تحديد أداء أسعار الأسهم¹.

¹ Jim Saxton (R-NJ), Vice Chairman, **Argentina's Economic Crisis: Cause and cures, a Joint Economic Committee Study**, United States Congress, Washington, June 2003,p21.

² ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص 49.

³ أمار جيل، حوكمة الشركات وحمية التطبيق التدريجي، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص 61.

⁴ ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 45.

الفصل الثالث : انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل سوق الأوراق المالية

- ثانياً: أسباب ارتباط حوكمة الشركات بأسعار الأسهم: تؤدي الحوكمة دوراً فاعلاً في توفير المعلومات وتمثيلها للمتعاملين، وما لهذه المعلومات من تأثير على أسعار الأسهم بشكل أكثر كفاءة مما يجعلها تقترب من قيمتها الحقيقية، ويرجع ذلك الى مجموعة من الأسباب تتمثل فيما يلي²:
- أن حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من أن ارتفاع مستوى حوكمة الشركة هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على العكس الإدارة غير الواعية، تسعى دائماً للحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة مما يؤثر على أداء سعر السهم.
 - أن حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة، تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية مما يؤدي إلى حد ما تماثل المعلومات بين المستثمرين مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.
 - أن هناك علاقة ارتباط طردية بين درجة حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية³.
- أن نوعية المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث يمكن إتاحة تلك المعلومات بتطبيق مبادئ الحوكمة لاسيما مبدأ الإفصاح والشفافية⁴.

المطلب الثالث: متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية

- ينبغي اتخاذ قرار بيع أو شراء الأصول المالية اعتماداً على أسس وقواعد سليمة، تمكن من تحقيق السعر العادل⁵، وذلك لا يمكن تحقيقه دون توفير كافة المعلومات بسرعة وبأقل تكلفة⁶، مما يؤدي إلى اقتراب القيمة السوقية للأسهم من قيمها العادلة⁷، لأن الأسعار الجارية للأسهم هي ناتج المعلومات المتوفرة⁸،

¹ أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، جانفي 2008، مصر، ص 61.

² رمضان علي الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة المال والصناعة، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 2000، ص 8.

³ محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليل لنفيعل إقتصاد المعرفة)، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والإقتصادية، الجزء الثاني، المؤتمر الخامس، جامعة الإسكندرية، سبتمبر 2005، ص 28.

⁴ أمار جيل، حوكمة الشركات وحثمية التطبيق التدريجي، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص 63.

⁵ Madhavan, ananth, porter, D, and Weaver, D, 2005, should securities Market, be Transporent, journal of financial Markets, vol. 5, august, p285

⁶ - المحمود، صبحي وشقيري، موسى، 2007، مدى تفسير العوائد المقدره بنموذج تسعير الأصل الرأسمالي للعوائد الفعلية في بورصة عمان للأوراق المالية دراسة ميدانية، مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 47، ص 133.

⁷ حسني عبد الجليل صبيحي، دور المراجع الخارجي في زيادة فعالية الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المنشورة في البيئة المصرية -دراسة تحليلية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، العدد الأول، 2002، ص 03.

⁸ عصاف سيد أحمد عاشور، دور معايير المحاسبة في تشجيع الإستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الفصل الثالث : انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل سوق الأوراق المالية

وللتعرف على متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية لا بُدَّ من إتباع الآليات التالية³:

1- تدعيم الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية "XBRL":

يساعد تطبيق الإفصاح الإلكتروني عن التقارير المالية للشركات المدرجة باستخدام لغة البرمجة المرنة، المعروفة اصطلاحاً باسم "XBRL"¹، المستثمرين والمحللين الماليين من تحليل البيانات بشكل أسرع وأكثر كفاءة، نظراً لما يتميز به من إمكانية تصنيف البيانات المالية بشكل يسمح بإجراء المقارنات، عمودياً وأفقياً، والوصول إلى تحليلات متعمقة بدرجة عالية من الدقة، إضافة إلى تعزيز دقة واعتمادية بيانات الشركات².

وفيما يتعلق بتطبيق الإفصاح الإلكتروني في أسواق الأوراق المالية العربية بلغة "XBRL"، فإن هذا النظام مازال تطبيقه بعيداً عن هذه الأسواق باستثناء دولة الإمارات العربية المتحدة والتي تعتبر أول دولة في منطقة الشرق الأوسط تحصل على صلاحيات هذا النظام من منظمة الـ"XBRL"، والأولى في المنطقة بتنفيذ E-Filing* وذلك لتقديم المعلومات المالية عبر هذه اللغة.

وقد وقّعت هيئة الأوراق المالية والسلع اتفاقية مع كل من سوقي أبوظبي للأوراق المالية، ودبي المالي، للبدء في تطبيق الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية للشركات المدرجة باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية، وبدأ موعد التقارير الأولية للنظام الجديد متزامناً مع موعد تقديم تقرير الربع الرابع لعام 2011، وتضمن 20 شركة مدرجة في كل من سوقي أبوظبي ودبي الماليين، تم اختيارها حسب القيمة السوقية والقطاع³. ويأتي توقيع الاتفاقية لتعزيز مستويات الإفصاح والشفافية بالأسواق المالية، وتنفيذاً لمبادرات الخطة الاستراتيجية للهيئة التي تستهدف تطبيق التقنيات المتطورة لنظام الإفصاح الإلكتروني.

2- الإهتمام بالمعلومات غير المالية: ينتج عن انحصار الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية

فقط ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية في مجال تسعير الأسهم، حيث أن المعلومات المالية ما هي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على سوق المال الكفاء. وما يؤكد على أهمية المعلومات غير المالية التعليمات التي

تعني لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية . XBRL: eXtensible Business Reporting Language *

¹ أسلوب الإفصاح الإلكتروني للبيانات المالية. لتفاصيل أكثر، راجع: هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية المتحدة، عن الإفصاح الإلكتروني، على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.uaexbrl.ae/arabic/pages/aboutxbrl.aspx> consulté le 05/03/2016.

² محمد عبد الحليم، الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية يساهم في تحليل البيانات بسرعة وكفاءة، صحيفة الرؤى الاقتصادية، الصادرة بتاريخ 10/09/2011، على الرابط: <http://alroya.com/node/152736> _ consulté le 05/03/2017

** نظام الإدراج الإلكتروني: E-Filing

الأوراق المالية، الإفصاح الإلكتروني يبدأ مع تقرير الربع الرابع لعام 2011، جريدة الإمارات اليوم، الصادرة بتاريخ 25/09/2011، على الموقع³

التالي: <http://www.emaratalyoum.com/business/local/2011-09-25-1.425338> consulté le 05/03/2017.

الفصل الثالث : انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل سوق الأوراق المالية

أصدرتها لجنة البورصة الأمريكية يختص أولها بالإفصاح عن المعلومات غير المالية. وبناء على ذلك يجب أن تؤخذ المعلومات غير المالية في الحسبان ضمن محددات أسعار الأسهم¹.

3- التحوُّل من الإفصاح الإختياري إلى الإفصاح الإلزامي: تشير دراسة "عارف عبد الله، 2002"² إلى أن الفكر المحاسبي والواقع العملي قد طرح مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الإختياري ليشمل المعلومات الإستراتيجية والبيانات غير المالية، بالإضافة إلى البيانات المالية الإضافية التي لا تشملها القوائم المالية. وحتى يمكن توسيع دائرة المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين. ولكي نحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وبين المستثمرين أنفسهم³، وحتى نصل إلى سوق كفاء لرأس المال خال من الإضطرابات، لا بد أن يتحول الإفصاح الإختياري إلى إفصاح إلزامي. وترجع أسباب إلزامية هذا التحول إلى:

أ- أسباب تتعلق بالإدارة: لقد أوضحت العديد من الدراسات مقاومة الإدارة لكافة أشكال الإفصاح الإختياري إلا بما يحقق نفعاً لها، وسوف يتناول الباحث ما استطاع الحصول عليه من تلك الدراسات:

- أوضحت دراسة (Catherine, 2000)⁴ أن هناك خطورة من تأثير سلوك الإدارة فيما يتعلق بالإفصاح الإختياري على إدراك المستخدم وأبرزت الدراسة ضرورة وجود قواعد عامة تحدد محتوى ذلك الإفصاح ولا يترك الأمر كلية للإدارة.
- انطلقت دراسة (Ho, 2001)⁵ من فرض رئيسي مؤداه هو أن زيادة الرقابة على مجلس الإدارة (الحوكمة) يزيد من مقدار الإفصاح الإختياري.
- يرى الباحث (عارف عبد الله ، 2002) أن الإدارة في حاجة إلى قواعد تحكم سلوكها عند اتخاذها قرار بالإفصاح الإختياري.

¹ Yarty, chartesamo, the stock Market and the financing of corporate Growth in Africa: the case of Ghana, IMF Working Paper, WP/06/201, September, 2006, p5 .

² عارف عبد الله عبد الكريم، الإفصاح المحاسبي الإختياري في دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية، المجلة العلمية، التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، 2002، ص 279.

³ مطر، محمد، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص 167 .

⁴ Catherine, M.s & B.R.w., **Strategic benchmarks in earning Announcements: the selective disclosure of prior-period Earnings components**, the Accounting Review, April 2000, p: 151-177.

⁵ Ho,s.s.,w.k.s., **Astudy of the relation ship between corporate governance structures and the exten of volantarg disclosure** , Journal of International Accounting Auditing & taxation , vol. 10, 2001,pp.140-157.

الفصل الثالث : انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل سوق الأوراق المالية

- توصلت دراسة (فايقة جابر، 2005)¹ إلى نتيجة ذات أهمية، وهي يجب أن يتم الإفصاح الإختياري عن الأخبار السيئة أيضاً ولا يقتصر الإفصاح الإختياري على الأخبار الجيدة فقط. ومن عيئة الدراسات السابقة، يستخلص الباحث ما يلي:
- الإفصاح الإختياري يعد إفصاحاً تحت التنفيذ ويتوقف على النتائج التي تحققها الإدارة.
- الرقابة على مجلس الإدارة (الحوكمة) تزيد من مقدار الإفصاح الإختياري.
- تعتمد الإدارة حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي تملكها.
- استمرار تحكم الإدارة في الإفصاح الإختياري سيؤدي للأضرار بكفاءة السوق المالية. وعلى ذلك، إذا خرج ذلك الإفصاح من تحت حكم الإدارة وتم تحويله إلى الإفصاح الإلزامي - بمقتضى تشريعات ملزمة- زاد المحتوى المعلوماتي للتقارير، ومن ثم تحول السوق إلى سوق كفاء يجد من التذبذبات والإضطرابات في التعاملات داخله.
- ب- أسباب قانونية أو تشريعية:** أجمعت الدراسات السالفة الذكر على ضرورة وجود تشريعات ملزمة ولوائح وقواعد تنظم عملية الإفصاح الإلزامي، ولقد ظهرت الحاجة إلى ذلك الإفصاح الإضافي بسبب قصور الإفصاح الإختياري عن مقابلة كافة احتياجات المستخدم. وحتى يمكن القضاء على تحكم الإدارة في كمية الإفصاح وعدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين، أصدرت العديد من الهيئات العامة لأسواق المال العربية القرارات التالية:
- إصدار نظام السوق المالي السعودي بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/06/04هـ، الموافق لـ 2003/07/31م بهدف تنظيم السوق وتطويرها وحماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير السليمة.
- إصدار هيئة سوق المال المصرية للقرار رقم 141 لسنة 2006 الصادر في 2006/12/20، والذي يجبر الشركات النشطة في البورصة تقديم كافة البيانات والمعلومات إلى المحللين الماليين وإدارة البحوث بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ووضع قواعد لحظر التلاعب في الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية.

¹ إبراهيم أنور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد 100، فيفري 2011، السنة العاشرة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص 76.

الفصل الثالث : انعكاس تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تفعيل سوق الأوراق المالية

- صدور القانون الإتحادي رقم (04) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، والذي يلزم أي شخص ذي صلة بأنشطة الأوراق المالية -سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً- بالإفصاح العلني أو الخاص وبتقديم أية بيانات ذات صلة بنشاطه، وعلى الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها.

4- التّوسّع في تفاصيل المعلومات المالية: قدمت الدراسات والبحوث الكثير من الأدلة حول

علاقة الإرتباط القائمة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم¹، ذلك أن سعر السهم يتأثر بكل من بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة. ومن أهم المعلومات المالية والتي تؤثر على سلوك أسعار الأسهم ما يلي²: القيمة الدفترية للسهم، نصيب السهم من الأرباح المحققة، الربح الموزع للسهم، مضاعف الربحية، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، نسبة التداول، نسبة الديون لإجمالي الأصول، مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي للسهم. وبالتالي، لا بد من إعطاء المزيد من التوسع والتفاصيل حول المعلومات المالية داخل أسواق الأوراق المالية، والتي سيكون لتطبيق حوكمة الشركات أثر في إظهار ذلك التوسع.

¹ متولى أحمد السيد قايد، تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الكويتية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الثاني، 1995، ص 26 .

² حسن على محمد سويلم، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية في مصر، دراسة اختبارية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الرقازيق، العدد الأول، 2000، ص 97 .

خلاصة :

أدى تحرير الأسواق المالية، والتوسع في حجم الشركات، وانفصال الملكية عن الإدارة إلى ضرورة الاستعانة بآليات جديدة للرقابة، بحيث كان لحوكمة الشركات دور كبير في إضفاء الثقة، المصدقية والنزاهة على المعلومات المالية المنشورة بأعلى مواصفات الجودة من طرف الشركات المدرجة بالبورصة، الأمر الذي يسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، ومرد هذا إلى العلاقة الإرتباطية الوثيقة بين حوكمة الشركات وكفاءة أسواق الاوراق المالية، والذي يتجلى من كون أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة تتأثر بالمعلومات الواردة إليها، سواء كانت سارة او غير سارة، وهذه الأخيرة لا تكون مفيدة لاتخاذ القرار الاستثماري، إلا إذا تمتعت بالجودة المطلوبة، وهذا ما يضمنه التطبيق المُحكم والفعال لمعايير الحوكمة، وبالتالي ينعكس على سوق الأوراق المالية في استيفاء متطلبات السوق الكفؤة من حماية لحقوق المساهمين واستفادة جميع الأطراف منها بعدالة.

الفصل الرابع

العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في

أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة –

دراسة قياسية

تمهيد :

بعدها قمنا في الفصول النظرية بالتطرق إلى أهم المفاهيم حول كل من حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية، سنحاول من خلال هذا الفصل إعطاء صورة قياسية للموضوع بالاعتماد على الأدوات الإحصائية، وذلك باستعمال مجموعة من الاختبارات، والتي سيتم التعريف بها، وتحديد هدف كل منها، وباستعمال هذه الاختبارات سنقوم باختبار فرضيات الدراسة التي تم تقديمها، وعلى هذا الأساس قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية :

المبحث الأول : متطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر في ظل حوكمة

الشركات.

المبحث الثاني: الأساليب الإحصائية لاختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية .

المبحث الثالث: التحليل القياسي لنموذج كفاءة الأسواق المالية العربية .

المبحث الرابع: . قياس كفاءة الأسواق المالية الناشئة بدلالة محددات الحوكمة.

المبحث الأول: متطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر في ظل حوكمة الشركات

لقد جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع موجة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ عام 1988، والتي كانت تهدف إلى الانتقال من الاقتصاد المخطط مركزيا إلى اقتصاد السوق، حيث أن القانون "01-88" أقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في تسييرها، فأصبحت هذه المؤسسات تتمتع بالاستقلالية، وذلك على شكل شركات ذات أسهم أو شركات ذات مسؤولية محدودة، تملك الدولة أو الجماعات المحلية جميع الأسهم أو جميع الحصص لكن لا تسييرها، هذه الأسهم غير قابلة للتنازل إلا بين صناديق المساهمة والمؤسسات الاقتصادية العمومية .

المطلب الأول: بورصة الجزائر وميثاق حوكمة الشركات

سعت الجزائر إلى الاندماج في الاقتصاد العالمي والانتقال إلى اقتصاد السوق جعلها تخضع للالتزامات الانضمام للمنظمات الدولية والتجمعات الإقليمية التي تقوم على الشفافية وتعزيز التنافسية وزيادة تحرير الاقتصاد، وهذا ما انعكس على مراجعة آليات إدارة الاقتصاد وزيادة الانفتاح على المبادرات الخاصة الوطنية والأجنبية . ولقد تجسد هذا الانفتاح في السعي إلى تقليص حجم الدولة والشروع في خصخصة القطاع العام وإزالة القيود أمام تكوين مؤسسات القطاع الخاص .

أولاً: مراحل تأسيس بورصة الجزائر: إن مراحل التأسيس هذه يمكن تقسيمها إلى مرحلتين:

1- مرحلة التأسيس: لقد تضمنت هذه المرحلة اصدار مجموعة من القوانين ابتداء من سنة 1990 والتي كانت ترمي إلى الانشاء الفعلي لبورصة الجزائر من بينها المرسوم رقم 101/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي نص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. والرسوم رقم 102/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات الاقتصادية العمومية وكذلك شروط مفاوضاتها¹.

بالإضافة الى صدور قانون النقد والقرض رقم 10/90 بتاريخ 14 أبريل 1990 الذي سمح للمؤسسات بتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض المصرفية، وبالرغم من كل هذه القوانين التنظيمية إلا أن البورصة لم تتمكن من الانطلاق حيث إعترضها بعض الصعوبات منها:²

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والذي تميز بمعدل تضخم وأسعار فائدة مرتفعة.

- الاطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن حوصصة المؤسسات الاقتصادية.

¹ نور الدين جوادي وعقبة عبد اللاوي، "الحوكمة في الجزائر"، الملتقى الوطني الثاني حول متطلبات إرساء مبادئ الحوكمة في إدارة الميزانية العامة للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 30 و31 أكتوبر 2012، ص4.

² ستوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012، ص 301.

- الوضعية المالية السيئة للمؤسسات الاقتصادية العمومية، وكذا ضعف أدائها¹.

2- مرحلة الانطلاق: مع نهاية سنة 1996 تم إكمال الأطر القانونية والتنظيمية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، ومع بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين) حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات، من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالأوراق المالية، هذا وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998 متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وحاليا (بداية 2018) هناك خمس شركات مدرجة فقط، اصدرت جميعها سندات رأس المال (أسهم)².

ثانيا: بلورة فكرة حوكمة الشركات بالجزائر: لقد انعقد بالجزائر أول ملتقى دولي حول "الحكم الراشد للمؤسسات" في شهر جويلية من سنة 2007، وقد حدد له هدف جوهرى يتمثل في: تعميق الفهم الموحد والدقيق لمصطلح وإشكالية حوكمة الشركات لتحسيد ممارسته في الواقع، والبحث عن سبل لتطوير الأداء ببلورة الوعي بأهميته في تعزيز تنافسية المؤسسات في الجزائر، وخلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري لحوكمة الشركات كأول توصية وخطوة عملية تتخذ، حيث تفاعلت كل من جمعية حلقة العمل والتفكير حول المؤسسة، ومنتدى رؤساء المؤسسات مع الفكرة بترجمتها إلى مشروع ومن ثم ضمان تنفيذه. وقد تم الانتهاء من إعداد هذا الميثاق في نوفمبر 2008،³ حيث أعتبر ثمرة لسلسلة الأعمال التي قادها فريق (GOAL08)*⁴ بين الفترة الممتدة من نوفمبر 2007 إلى نوفمبر 2008، وفي هذا الإطار فقد شكلت مبادئ حوكمة الشركات المعتمدة من طرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ضمن إصدارها لعام 2004 أهم المراجع التي إستلهم منها فريق العمل، مع أخذه بعين الاعتبار خصوصيات المؤسسة

¹ عبد القادر دبون، محمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، الملتقى العلمي الدولي حول "الإصلاح المحاسبي في الجزائر" يومي 29 و 30 نوفمبر 2011، جامعة ورقلة، ص: 337.

² موقع بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe تاريخ الاطلاع: 2018/02/19.

³ La rédaction du Code Algérien de Gouvernance d'entreprise, Article Sure le sute internet Par GOAL 08

Http://www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php, page consultée

le:12/11/2016

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

الجزائرية، وقد تضمن هذا الميثاق جزئين هامين وملاحق بحيث يوضح الجزء الأول الدوافع التي أدت إلى أن تصبح حوكمة الشركات ضرورية اليوم في الجزائر، ويتطرق الجزء الثاني إلى المقاييس الأساسية التي تنبني عليها حوكمة الشركات، ويحتتم هذا الميثاق بملاحق تجمع نصائح عملية يمكن للمؤسسات اللجوء إليها بهدف التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات، وفيما يلي نتطرق إلى المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات التي جاء بها هذا الميثاق¹:

1- المبادئ الأساسية التي جاء بها ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر: تهدف مبادئ حوكمة الشركات بالجزائر إلى تحسين احترام قواعد: الإنصاف، الشفافية، المسؤولية والتبعية (كل طرف مسؤول أمام الآخر فيما يمارسه من مسؤوليات)، وتغطي العلاقات التي تربط بين الأطراف الفاعلة الداخلية للمؤسسة من جهة، والأطراف الفاعلة الخارجية من جهة أخرى، هذه العلاقات محددة ومضبوطة إلى حد كبير بقانون الأعمال والقوانين الأساسية للمؤسسة، والعقود والاتفاقات المحررة من طرف هذه الأخيرة مع الغير، وتمثل القيمة المضافة التي تجلبها مبادئ حوكمة الشركات في توضيح كيفية التصرف بصرامة وإنصاف وفعالية في مختلف مراحل العملية الإدارية، وتشمل ما يلي²:

أ- **الأطراف الفاعلين الداخليين وعلاقاتهم المتبادلة:** وتتكون الأطراف الداخلية من المساهمين ممثلين بالجمعية العامة، مجلس إدارة الشركة، والمديرية أو الإدارة التنفيذية .

ب- **علاقات المؤسسة مع الأطراف الفاعلة الخارجية:** فالمؤسسة هي دائما على اتصال مع مجموعة من الأطراف الخارجية، وعليه فإن هناك العديد من التوصيات الواجب عليها تنفيذها حتى تتمكن من تحسين علاقاتها مع هذه الأطراف وتوسع جاذبيتها إبتجاههم، وتتكون الأطراف الخارجية عموما من: السلطات العمومية، البنوك والهيئات المالية الأخرى الموردين، الزبائن، العمال، والمنافسين.

ث- **التوعية ونشر المعلومات:** حيث ينص القانون على قيام المؤسسة بنشر تقارير مالية سنوية، أما تلك المدرجة في البورصة فهي مطالبة بنشر حالتها المالية في كل ثلاثي، مع الافصاح عن كل المعلومات التي تخص نشاطات تؤثر على أداء المؤسسة، وبالإضافة إلى الالتزامات القانونية فإن المؤسسة ملزمة بنشر المعلومات لفائدة الأطراف الفاعلة الخارجية كالمؤسسات المالية، الموردين، الزبائن، العمال في إطار الالتزامات التعاقدية أو بنية إبداء الشفافية الإرادية. كما يجب على المؤسسة أن تنتج وفي الوقت المناسب معلومات مالية كاملة وصحيحة والتي يحتاجها المستثمرين،

¹ COSOB, Rapport annuel 2016, Alger, p: 100.

² وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2015، ص ص 26-46.

2- كيفية الانضمام إلى مدونة قواعد حوكمة الشركات: تقوم مدونة قواعد حوكمة الشركات في الجزائر أساساً على تحديد وتوضيح العلاقات بين مختلف المشاركين في تحديد اتجاه وأداء الشركات، والعمل على جعل هذه العلاقات أكثر دقة 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، فذلك يتطلب قناعة عميقة بهذا النهج من التسيير أولاً، بحيث يكون لدى أصحاب الشركة هدف استراتيجي والذي يتمثل في غرس ثقافة الحوكمة بالمؤسسة قصد توطيد العلاقات الداخلية والخارجية والعمل على استدامتها، بعد ذلك تبدأ الشركة في إجراء التقييم الذاتي لطبيعة الإدارة الداخلية فيها وعلى هذا الأساس تكون قادرة على تحديد ترتيبات التسيير الجديدة وتنفيذها وفقاً لخطة محددة، وفي هذا الإطار يجب أن تعلن الشركة عن عزمها على تبني كل أو جزء من هذه القواعد وأن لها القدرة على إبداء تحفظات جزئية أو اقتراح تعديلات حتى توفق أوضاعها للأخذ بهذا الميثاق في نهاية المطاف¹.

المطلب الثاني: تحديات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر

يواجه تطبيق المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات في الجزائر عدة عوائق وتحديات سنحاول التطرق إلى أبرزها من خلال هذا المطلب.

أولاً: معوقات تطبيق مبادئ الحوكمة في الجزائر: تتعدد معوقات التي تحد من تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في الجزائر على أرض الواقع. ففي البداية يعتبر ميثاق الحوكمة الذي سبق التطرق إليه عموماً ما يلاحظ على ميثاق حوكمة الشركات بالجزائر أنه ميثاق متحفّظ حيث أنه لم يراعي جل المبادئ التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية المتعلقة بحوكمة الشركات بشكل مفصل، والتي تعتبر مرجعاً أساسياً في إعداد المواثيق الوطنية لمختلف الدول الأمر الذي انعكس في ضعفه، ويمكن إجمال أهم الأسباب الكامنة وراء ضعف هذا الميثاق فيما يلي:

- إن وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيئات الأخرى المشاركة في إعداد هذا الميثاق ليست هي الوحيدة المخولة بإصداره، فكما هو معروف في بعض التجارب الدولية فإن الهيئات المخولة بذلك هي هيئات المحاسبين والمراجعين، وكذا هيئات أسواق الأوراق المالية.

- إن حوكمة الشركات تهتم أساساً بضبط العلاقة بين المسيرين والمساهمين لتجنب مشاكل الوكالة، وهذا الميثاق اهتم بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي شركات صغيرة عائلية لا تطرح فيها مشاكل الوكالة

¹ 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 08/11/2017.

(المسير هو نفسه المالك) كما هو الحال في الشركات الكبرى.

- كان يجدر بالسلطات العمومية التفكير في تطبيق الحوكمة على شركات القطاع العام والشركات الكبيرة المدرجة بالبورصة، ثم التفكير في الشركات الصغيرة.

- إن هذا الميثاق لم يحظى بالقدر الكافي من التوعية والاعلام، فلم يكن هناك إعلام يهتم بصفة فعلية بنشره وبنوه بأهمية تطبيقه.

ولكن بما أن الجزائر استطاعت أن تضع خطواتها الأولى لتنفيذ دور حوكمة الشركات، فمن الأهمية أن تبذل بعض الجهود لمراجعة هذا الميثاق بتدخل أطراف فاعلة لصياغة ميثاق جديد يساير مواثيق حوكمة الشركات بالعالم¹.

ومن جهة آخر فان تطبيق مبادئ الحوكمة تواجهه مجموعة من المعوقات تنشأ من داخل الشركة أو من خارجها وتتمثل فيما يلي:

أ. المصادر الداخلية: وتتمثل في عدم الفصل بين الملكية والإدارة فأغلب الاقتصاديات العالمية التي يكون فيها تطبيق حوكمة الشركات فعالا تحاول أن تتعد قدر الإمكان في تأسيس شركاتها عن الشركات العائلية، فليس بالضرورة أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي من يمتلك النسبة الأكبر من أسهم الشركة ممن يتمتعون بعلاقات واسعة مع مساهمين الشركة، ولكن من الضروري أن يتمتع هذا الرئيس بقدرة وكفاءة وفاعلية عالية في إدارة الشركة، ويندرج تحت هذا المعوق الرئيسي معوقات ثانوية أخرى من أهمها:

- تشكيل مجلس الإدارة وعدم الفصل بين مهمة مجلس الإدارة ومهمة الإدارة التنفيذية ومسؤوليات إدارة الشركة، ومستوى الرقابة، وعدد اجتماعات المجلس.

- أعضاء مجلس الإدارة: عدم توفر أعضاء مستقلين غير تنفيذيين في مجلس الإدارة بعدد مناسب يكونون قادرين على تقديم الآراء واجتهادات مستقلة نابعة من إحساسهم بالمسؤولية، ومن خبراتهم وتفهمهم لعمل الشركة.

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

ب. المصادر الخارجية: وهو المناخ الاستثماري العام في الدولة ومدى توافر القوانين والتعليمات المنظمة للنشاط الاقتصادي، التي تضمن تطبيق الحوكمة، وإعطائها صفة الإلزام وعدم تعارضها مع هذه القوانين.

¹ براق محمد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، يومي 22 و23 أفريل 2003، جامعة ورقلة، ص: 05.

2. تحديات تطبيق حوكمة الشركات في الجزائر: يواجه تطبيق الحوكمة على أرض الواقع مجموعة من التحديات يمكن تلخيص أهمها في ما يلي¹:

أ. الفساد: عادة ما يرتبط ظهور الفساد بغياب الحوكمة، وينتج عنه العديد من الآثار السلبية والخطيرة، فانتشار الفساد الناتج عن غياب الحوكمة يعمل على هروب الاستثمارات الأجنبية، إلى جانب ذلك فإن للفساد تكاليف اقتصادية أخرى، منها انخفاض الإنفاق الحكومي على المشاريع ذات التوجهات الاجتماعية، فزيادة سوء تخصيص الموارد، والتحدي الأكبر الذي يواجه مطبق الحوكمة هو اتساع نطاق الفساد ليشمل الأجهزة الحكومية المسئولة أساسا عن محاربة الفساد، لأن الحكومات الفاسدة دائما ما تقف في وجه الإصلاحات التشريعية، وذلك لحرصهم على استمرار المناخ الفاسد الذي يمنحهم مكاسب كبيرة.

ب. الممارسة العملية والديمقراطية: إذا كانت الاقتصاديات النامية والصاعدة تحاول أن تطبق الحوكمة بشكل سليم وفعال، فإنها في إطار هذا السعي أصبح من الواجب عليها أن تعمل على إرساء قواعد الديمقراطية والتي من آثارها الايجابية:

- تعتبر الديمقراطية آلية تلقائية لعملية تداول السلطة، وذلك لقيامها على مبادئ التعددية والحرية، والتي تقف حائلا أمام سعي أي طرف أو أية قوى سياسية للانفراد بالسلطة، وذلك يعمل على تضيق نطاق الفساد والآثار السلبية الناجمة عنه.

- تتيح الديمقراطية الفرصة للمجالس النيابية والتشريعية للقيام بواجباتها الرقابية والتشريعية باستقلالية تامة، ودون أية ضغوط.

ت. احترام سلطة القانون: لا يمكن لأي شيء أن يكون فعالا إلا إذا تقيّد بالقانون وهكذا هو حال الحوكمة، فلن تكون هناك حوكمة فعالة ورشيدة إلا إذا كان هناك قوانين تدعمها وتحميها، وتأتي أهمية سلطة القانون كونها إحدى الأدوات المهمة التي تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية، وقد يكون هناك تناقض بين النصوص القانونية، لذا يجب التركيز على بعض العناصر المهمة، حتى لا يحدث فصل بين القانون وتطبيقه من الناحية العملية ومن هذه العناصر الوضوح، التحديد، الالتزام بالتطبيق، الثواب والعقاب.... الخ.

ث. إنشاء علاقة سليمة بين أصحاب المصالح: إن عمليات التواطؤ والفساد التي تتم بين مجالس الإدارة وكبار المديرين التنفيذيين لا تضر فقط بحقوق أصحاب المصالح، ولكنها تضر أيضا بالشركة ومستقبلها لذا من الضروري أن يكون هناك حزمة من الإجراءات والسياسات التي تعني بحماية حقوق

¹نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية، المعهد العالي للحسابات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، جانفي 2016.

أصحاب المصلحة بالشركة.

المطلب الثالث: نموذج مقترح لتعزيز الحوكمة داخل السوق المالية الجزائرية

لتعزيز مبادئ الحوكمة داخل الشركات الجزائرية بهدف زيادة كفاءة وفعالية السوق المالية يمكن طرح مجموعة من الاجراءات في هذا المطلب، فحتى يكون هناك تطبيق سليم لحوكمة الشركات لا بد من وجود مجموعة من الإجراءات يعتمد عليها نظام حوكمة الشركات لتحسين أدائها وتمثل الإجراءات فيما يلي¹:

أ. إجراءات قصيرة الأجل: تقوم الشركة بإتباع سياسة مكتوبة خاصة بحوكمة الشركات يتم الإفصاح والإعلان عنها، هذه السياسة يجب أن توضح إنشاء مجلس الإدارة ودور أعضائه والكفاءات الخاصة وإنشاء مجلس إدارة استشاري، كذلك لا بد أن توضح اتصالات مع مساهمي الأقلية ومعاملاتهم ونظم المحاسبة والإفصاح ومعاملة المساهمين، وكذا تعيين مراجعين مستقلين ونشر جدول زمني بما سيحدث بالشركة.

- تنص سياسة حوكمة الشركات على إنشاء مجلس إدارة استشاري مكون من ثلاثة أو أربعة أعضاء، والغرض من إنشاء مجلس إداري استشاري هو المساعدة في عملية اتخاذ القرار عن طريق تزويد الإدارة ومجلس الإدارة بأراء موضوعية ذات بعد مستقل وكذا تزويد مساهمي الشركة بمرشحين محتملين للعمل كأعضاء مجلس إدارة مستقلين.

- تقوم الشركة بتعيين عضو مجلس إدارة منتدب من بين الخبراء الموجودين في السوق.

- تقوم الشركة باتباع سياسة بيئية اجتماعية للشركة تجاه المواطنين ويتم الإفصاح والإعلان عنها.

- تؤكد الوثائق الأساسية للشركة مع ضمان معاملة متساوية لمساهمي الأقلية.

ب. إجراءات متوسطة الأجل: تعمل سياسة حوكمة الشركات على تكوين مجلس الإدارة الاستشاري خلال عام واحد، ويعقد هذا المجلس الاستشاري أربعة اجتماعات سنويا، وللشركة جدولا للاجتماعات والمستندات الأساسية للاجتماعات، وتقدم إلى أعضاء مجلس الإدارة الاستشاري قبل مواعيد الاجتماعات حيث تنص سياسة حوكمة الشركات على ما يلي:

- تعيين عضو من مجلس الإدارة مستقلا وغير موظف من خلال عامين، ويمكن أن يكون عضوا بمجلس الإدارة الاستشاري.

- أن تقوم الشركة بالإفصاح في تقريرها السنوي المقدم إلى المساهمين عن محتوى ومدى تنفيذ سياسة الشركة المكتوبة الخاصة بحوكمة الشركات والسياسة البيئية الاجتماعية للشركة اتجاه المواطنين.

- أن تقوم الشركة بالإفصاح في تقريرها السنوي عن مدى التزامها بقواعد حوكمة الشركات.

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات قضايا واتجاهات، نشرة دورية، العدد 2009، ص13.

- وتجدر الإشارة في هذه النقطة الى ان تغيير الجزائر لنظامها المحاسبي من المخطط الوطني للمحاسبة الى النظام المحاسبي المالي يعد خطوة هامة في ارساء قواعد الحوكمة، حيث يساهم النظام الجديد في استقطاب المستثمر الأجنبي من أجل خلق حركة اقتصادية جديدة تجبر الاقتصاد الوطني على التجديد، لذا على الجزائر في المقابل تهيئة المناخ المناسب للمستثمر الأجنبي من أجل النهوض بالسوق المالي كما يسوق هذا النظام المالي الجديد مجموعة من الامتيازات للاقتصاد الجزائري يمكن سردها في ما يلي:¹
- يقترح حلول تقنية للتسجيل المحاسبي للعمليات أو المعاملات التي يعالجها المخطط الوطني المحاسبي هذا المخطط الذي يتفق الجميع على أنه يتوافق الاقتصاد الاشتراكي ولا يتوافق مع الاقتصاد الحديث.
 - يقدم شفافية وثقة أكثر في الحسابات والمعلومات المالية والمحاسبية التي يسوقها، الأمر الذي من شأنه التقوية من مصداقية المؤسسة وإعطاء صور صادقة لها بين المستثمرين.
 - يسمح بتحقيق أحسن توافق من حيث زمان ومكان الحالات المالية مما يسهل العمل في السوق المالي.
 - يمثل فرصة للمؤسسات من أجل تحسين تنظيمها الداخلي وجودة اتصالاتها مع الأطراف المعنيين بالمعلومات المالية وعلى رأسهم المستثمرين والمتعاملين الاقتصاديين.
 - يشجع الاستثمار من حيث أنه يضمن مقروئية أفضل للحسابات من طرف المحللين الماليين والمستثمرين.
 - يحسن المحافظة المالية للبنوك التي تعتبر من الركائز الأساسية للسوق المالية، من خلال إنتاج المؤسسات لحالات مالية أكثر شفافية.
 - يسهل رقابة الحسابات التي تستند من الآن فصاعداً على مفاهيم وقواعد محددة بوضوح الأمر الذي يسمح بإعطاء صور صادقة للمؤسسات في السوق المالية.
 - يفرض على المؤسسات تطبيق معايير محاسبية دولية معترف بها، تستوجب شفافية للحسابات، هذه الشفافية التي تعتبر تديراً أمنياً مالياً يشارك في استرجاع الثقة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال ضمان الثقة في مختلف الحسابات والتقارير المالية والمحاسبية.
 - التمكين من الدخول إلى أسواق المال (البورصات) العالمية والعربية بسبب ضمان النظام المحاسبي الجديد تقديم معلومات محاسبية ومالية صادقة.
 - تحسين جودة المعلومات التي ينتجها النظام المحاسبي وفق المعايير الدولية، الأمر الذي يرفع من كفاءة أداء الإدارة بالوصول إلى معلومات ملائمة لاتخاذ القرارات خاصة للمستثمرين في السوق المالي.

¹ فورين حاج قويدر، الحوكمة المحاسبية في ظل النظام المحاسبي المالي ودورها في تأهيل السوق المالية في الجزائر، الملتقى الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، 20/19 نوفمبر 2013، ص 17، بتصرف.

- إن تأسيس معايير محاسبية دولية تلقى قبولا عاما على المستوى الدولي يؤدي إلى تأهيل محاسبين قادرين على العمل في الأسواق المالية العربية وحتى الدولية.
- توافر معايير دولية يسمح بإعداد قوائم مالية موحدة للشركات المتعددة الجنسيات، مما يشجع على انفتاح أسواق المال الوطنية وزيادة الاستثمارات المالية والإنتاجية عربيا ودوليا.
- ضمان التقييم الجيد والصحيح للأسهم والسندات.
- ومن جهة أخرى فإن إرساء قواعد حوكمة الشركات في الجزائر يستلزم¹:
- أ- **رفع مستوى الوعي:** البداية عادة تتم برفع مستوى الوعي السائد عن مفاهيم حوكمة الشركات في البلدان النامية ومحاولات تطبيقها في السياق المحلي حيث تركز الجهود في هذا الإطار على ترسيخ الإدراك لدى الحكومة والأوساط الاقتصادية وجميع الأطراف اللازمة على معنى وفوائد حوكمة الشركات.
- ب- **وضع القوانين والتشريعات اللازمة:** وذلك من خلال تحديد مبادئ حوكمة الشركات التي يجب الامتثال لها والانصياع لممارستها وغالبا ما يبدأ وضع القوانين القومية بالاعتماد على مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية لحوكمة الشركات كقاعدة ومعيار يتم الانطلاق منها لوضع وتطوير الأطر القانونية اللازمة لتطبيق الحوكمة في الشركات العامة الخاصة سواء المتداولة أو غير المتداولة بأسواق المال، وتستطيع الجزائر من خلال هذه المبادئ تطوير مجموعات مبادئها وقوانينها الخاصة التي تعالج الواقع المحلي فيما يتعلق بالتعامل التجاري والالتزام بالمعايير.
- ت- **مراقبة ومتابعة عمليات التطبيق:** عندما يتم رسميا تبني قانون محلي لحوكمة الشركات يكون من الضروري توضيح مدى تقييد والتزام الشركات بذلك القانون، ويمكن لجمعيات الشركات الاقتصادية أن تؤدي دورا حيويا في مراقبة وضبط سلوك أعضائها. كما أن لمن هم خارج الوسط الاقتصادي مصلحة وفائدة نتيجة تطبيق حوكمة الشركات ولذا قد يكون من اللازم أن تشترك مجموعات أخرى -كالصحافة والإعلام مثلا - في تحمل المسؤولية الرقابية.
- ث- **التدريب على المسؤوليات الجديدة:** بعد أن يتم وضع الإطار المناسب لحوكمة الشركات تقع مسؤولية جديدة على عاتق المديرين التنفيذيين في الشركات وأعضاء مجالس الإدارة وأمثالهم، حيث يجب أن يقوم قطاع الشركات في هذا المجال بتعليم جميع الأطراف في حوكمة الشركات كيفية أداء أدوارهم².

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح: حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، واشنطن، أغسطس، 2016.

² Clave Roberts , Pauline weetman and Paul Gardon , , International Financial Reporting ,

3rd Edition , Prentice-Hall , England . 2013.

ج- إضفاء الطابع المؤسسي على حوكمة الشركات: تتحقق هذه الأخيرة عندما يتقبل الوسط الاقتصادي في الجزائر حوكمة الشركات كجزء طبيعي ومفيد للقيام بالأعمال الاقتصادية، وتكون الشركات التي تدعم التطبيق والالتزام والامتثال لقواعد الحوكمة، ويتمثل الإفصاح الجيد في عرض المعلومات المحاسبية في القوائم المالية بصورة واضحة¹.

¹ Plessies , J.J Du , Convill , James MC . And Bagaric , Mirko, Principles of Contemporary Corporate Governance , Cambridge, 2015 .

المبحث الثاني: أساليب قياس أثر حوكمة الشركات على كفاءة سوق الأوراق المالية

لدراسة أثر حوكمة الشركات على كفاءة كل من البورصة المصرية وسوق دبي المالي، لابد من التعرف على نشأة كلا السوقين، وكذا المؤشر الخاص بكل سوق، وكيفية احتسابه وكذا الأدوات الإحصائية المستخدمة لذلك، بحيث تم اختيار هذه الأسواق المالية العربية على اعتبار أن سوق الأوراق المالية المصرية من أقدم البورصات عربياً، وأن مصر هي أول دولة تم تقييمها من قبل صندوق النقد الدولي من أجل تطبيق مبادئ الحوكمة، أما سوق دبي المالي فيعتبر حديث النشأة نسبياً، والسبب الآخر هو تصنيف هذه الأسواق على أنها أسواق مالية ناشئة حسب مؤشر مورغان ستانلي، بحيث سيتم اختبار كفاءة هذه الأسواق قبل وبعد تطبيق نظام حوكمة الشركات¹.

المطلب الأول: اختبار أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

تتخذ صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة المعلومات وشموليتها، مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، وهذا استناداً إلى فرضية السير العشوائي لحركة الأسهم، تبعاً للمعلومات الواردة في نمط عشوائي، وسيتم توضيح الأساليب الإحصائية التي تسمح باختبارها كما يلي:

أولاً- اختبار الشكل الضعيف للكفاءة: أجرى الباحثون العديد من الدراسات التطبيقية لاختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية، وان الأساليب التي استخدموها بعد تبلور نظرية الاسواق المالية الكفؤة في اواخر الستينات كانت تستخدم في السابق لاختبار فرضية نظرية (او نموذج) السير العشوائي، حيث ان هذه الاخيرة تنص على ان تغيرات اسعار الاسهم تكون عشوائية اذا ما كانت مستقلة ومتوزعة بشكل متماثل، واذا ما كانت عشوائية فان الادوات التي يستخدمها الفنيون تكون بدون قيمة استثمارية، بعبارة اخرى يتم اختبار الكفاءة الضعيفة لأي سوق مالي من خلال اختبار العشوائية في الاسعار او العوائد الماضية للأوراق المالية المتداولة فيه، حيث ان العشوائية فيها تعني تحقق الانعكاس الكفوء لجميع المعلومات التاريخية في الاسعار.² وفيما يلي اساليب اختبار الشكل الضعيف :

1- اختبار الارتباط المتسلسل: الارتباط المتسلسل من الادوات الاحصائية التي تستخدم لاختبار الاستقلالية، حيث ان معامل الارتباط المتسلسل (rT) يقيس العلاقة بين قيمة المتغير العشوائي في الوقت (t) وبين قيمته في الفترات السابقة (T) وعلى سبيل المثال المتغير (Ut) يعرف على انه التغير في سعر اغلاق ورقة مالية معينة من الوقت ($t-1$) الى الوقت (t) ويحسب كالآتي :

¹ Racicot, François-Éric, Traité d'économétrie financière : modélisation financière, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2001, P 230.

² على عبد الزهرة، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 34، المجلد 9، ت2/2013، العراق، ص 176.

$$U_1 = P_{j,t} - P_{j,t-1}$$

حيث ان :

$P_{j,t}$ = سعر الورق المالية (j) في الوقت (t) .

$P_{j,t-1}$ = سعر الورقة المالية (j) في الوقت (t-1) .

وعليه فان معامل الارتباط المتسلسل للتلّف (T) يتم حسابه وفق الصيغة الآتية :

$$r_t = \frac{COV(U_t \cdot U_{t-T})}{\sigma^2(U_t)}$$

حيث ان :

$COV(U_t, U_{t-T})$ = هو التباين المشترك بين قيمة المتغير العشوائي في الوقت (t) وبين قيمته في

الفترات السابقة (T) .

$\sigma^2(U_t)$ = هو التباين في قيم المتغير العشوائي (U_t) .

اما الخطأ المعياري في (r_T) فيحسب وق الصيغة الآتية :

$$123S. e. (r_T) = \sqrt{1/(N - T)}$$

حيث أن :

N = عدد المشاهدات الكلية .

ولغرض اختبار معنوية معاملات الارتباط المتسلسل يتم حساب حدود الثقة وفق الصيغة الآتية :

$$ConfidnceLimits = \pm 2S. e. (r_T)$$

اي ان حدود الثقة هي ضعف الخطأ المعياري في (r_T) فاذا ما اختره معامل الارتباط المتسلسل حد الثقة

الاعلى $[+2 S. e. (r_T)]$ ، او حد الثقة الادنى $[-2 S. e. (r_T)]$ فان هذا يشير الى وجود

اعتمادية معنوية احصائيا عند مستوى ثقة محدد او معين .

2- اختبار الدورات Runs Test: اختبار الدورات من الاساليب الاحصائية التي تستخدم للكشف

عن الاعتمادية في سلسلة تغيرات اسار الاسهم المتعاقبة. وتعرف الدورة (R_m) على انها تعاقب تغيرات

الاسعار من الاشارة نفسها، على سبيل المثال الدورة الموجبة ذات الطول (i) هي تعاقب تغيرات الاسعار

الموجبة المسبوقة والمتبوعة بتغيرات اسعار اما سالبة او صفرية، وبالنسبة لاسعار السهم فان هناك ثلاثة انواع

محتملة من التغيرات وبالتالي ثلاثة انواع مختلفة من الدورات .

ويستخدم في هذا الاختبار اسلوبين في اختبارات الدورات، هما اختبار الدورات الكلية، واختبار الدورات

من كل اشارة، وفيما يأتي اساليب الخاصة بكل واحدة منها :

أ- اختبار الدورات الكلية: يسعى اختبار الدورات الكلية الى حساب عدد الدورات الفعلية والمتوقعة الكلية الخاصة بتغيرات الاسعار : اليومية، كل ثلاثة ايام، وكل ستة ايام وتحليل الفروق بينهما فعدد الدورات الفعلية الكلية (R) يتم حسابها بحسب ما موصوف في تعريف الدورة، وعلى سبيل المثال، لو كانت اشارات تغيرت لأسعار المتعاقبة هي كالآتي :

$$\frac{+}{1} \frac{-}{2} \frac{+0}{3} \frac{+}{4} \frac{+}{5} \frac{-}{6} \frac{-}{7} \frac{+00}{8}$$

فان هذا يعني ان هناك (8) دورات فعلية كلية (R=8)، اما عدد الدورات المتوقعة الكلية (m) فيتم حسابها وفق الصيغة الآتية :

$$m = [N(N+1) - \sum_{i=1}^3 ni^2]/N$$

حيث ان :

N = العدد الكلي لتغيرات السعر .

ni = عدد تغيرات السعر من كل اشارة .

ويحسب الخطأ المعياري في (m) وفق الصيغة الآتية :

$$S.e (m) = \left[\frac{\sum_{i=1}^3 ni^2 [\sum_{i=1}^3 ni^2 + N(N+1)] - 2N \sum_{i=1}^3 ni^3 - N^3}{N^2(N-1)} \right]^{1/2}$$

اما الفرق بين عدد الدورات الفعلية الكلية وبين عدد الدورات المتوقعة الكلية فقد تحسب بطريقتين وهما :
طريقة النسبة المئوية للفرق وتحسب كالآتي :

$$P.D. = \frac{(R-m)}{m}$$

وطريقة المتغير المعياري الاعتيادي وتحسب كالآتي :

$$k = \frac{(R + \frac{1}{2}) - m}{S.e(m)}$$

حيث ان $\frac{1}{2}$ ثابت

ب- اختبار الدورات من كل اشارة: يهتم اختبار الدورات من كل اشارة بحساب عدد الدورات الفعلية وعدد الدورات المتوقعة من كل اشارة والفرق بينها.

ثانياً- اختبار الشكل شبه القوي للكفاءة: اختبار الشكل شبه القوي لكفاءة السوق المالية هو اختبار مفتوح نتيجة تعدد وتحدد الحوادث الهامة التي تواجهها الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، سواء أكانت هذه الحوادث خاصة بها بالتحديد ام انها تعم لتشمل جميع الشركات العاملة في الصناعة او الاقتصاد على هموم، كما لم يجر اتفاق على الوقت اللازم لتحقيق الانعكاس السريع، فهناك باحثون عدوه يوماً واحداً، واخرون عدوه اسبوعياً، واخرون عدوه شهراً، واجروا اختباراتهم على هذا الاساس وبحسب طبيعة المعلومات التي اختبروا استجابة اسعار السوق اليها .

عموما لاختبار هذا الشكل من الكفاءة لأي سوق مالية (وفق المعلومات العامة المختارة)، لا بد اولاً من تحديد نموذج لحساب العوائد المتوقعة، وهنا لا بد من الاشارة الى ان هناك ثلاثة نماذج، على العموم استخدمها الباحثون لتقدير العوائد المتوقعة وهي :

1- نموذج السوق: يشير هذا النموذج الى ان عوائد الورقة المالية (J) هي مرتبطة خطياً بعوائد محفظة

$$\tilde{R}_{jt} = a_j + b_j \tilde{R}_{mt} + \hat{e}_{jt} \quad \text{: السوق والصيغة الرياضية للنموذج هي}$$

نموذج السوق ليس مدعم بأية نظرية فهو يفترض بان كل من الميل (b) والحد الثابت (a) يكون ثابت طوال فترة التقدير، وهذا الافتراض هو افتراض متطرف (غير واقعي)، خصوصاً اذا كانت السلسلة الزمنية طويلة .

2- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية "CAPM": يستخدم هذا النموذج لتسعير الموجودات

الرأسمالية، ويشترط تساوي الحد الثابت مع معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) ومع معدل عائد المحفظة ذات البيتا الصفرية والحد الادنى من التباين وكلاهما يتغير عبر الوقت، الصيغة الرياضية ل (CAPM) هي

$$\bar{R}_{jt} = R_f + (B_j)(\bar{R}_m - R_f) \quad \text{: كالاتي مع افتراض ثبات المخاطرة النظامية (Bj) طوال فترة التقدير}$$

3. نموذج التسعير APT: حاول الباحثون اختبار قدرة نموذج اخر طرحه روس (Ross) عام

(1976)، ويطلق عليه اسم نموذج او نظرية التسعير المرجح (The Arbitrage Pricing

Theory, APT) في تفسير بواقي (\hat{e}_{jt}) النماذج اعلاه، فالنماذج السابقة تفترض، على العموم ان

هنالك عاملاً واحداً (عائد محفظة السوق) هو الذي يستخدم في تفسير عوائد الورقة المالية، اما

(APT) فقد مح باستخدام العديد من العوامل وليس عاملاً واحداً فقط لتفسير عوائد الورقة المالية، وتبدأ

النظرية بافتراض ان معدل اي ورقة مالية هو الدالة الخطية لتحرك مجموعة من العوامل الاساسية (\tilde{F}_k) التي

تعم بتأثيرها على جميع الاوراق المالية، والصيغة الرياضية للنموذج هي كما ياتي :

$$\tilde{R}_{jt} = R_{ft} + b_{jtl}\tilde{F}_1 + \dots + b_{jtk}\tilde{F}_k + \hat{e}_{jt}$$

حيث ان :

B_{jtk} = حساسية عوائد الموجود (j) للعامل (k) وتحسب كالآتي :

$$b_{jtk} = \frac{COV(R_{jt}, \tilde{\delta}k)}{VAR(\tilde{\delta}k)}$$

$\tilde{\delta}k$ = العائد المتوقع للمحفظة البديلة التي تمتلك حساسية مقدارها (1) تجاه العامل (k) وحساسية

مقدارها (صفر) تجاه جميع العوامل الاخرى .

\tilde{F}_k = يحسب كالآتي :

$$\tilde{F}_k = (\tilde{\delta} - R_{ft})$$

وبذلك فان نموذج (CAPM) من الممكن النظر اليه على انه حالة خاصة من (APT) ، عندما يكون معدل عائد السوق هو العامل المناسب الوحيد لتفسير عائد الورقة المالية، ولا بد من الاشارة الى انه لم يجر اتفاق على تحديد عدد العوامل الواجب تضمينها في النموذج والتي تفسر عوائد الورقة المالية، لكن نتائج الدراسات التجريبية التي اجريت على (APT) اشارت بان النموذج اظهر تحسنا في تفسير بواقى نموذج (CAPM) والعكس غير صحيح .

وبعد تحديد النموذج الذي سيستخدم في حساب العوائد المتوقعة للورقة المالية في تاريخ الاعلان عن الحادثة الهامة وللفترات التي تسبق وتلي هذا التاريخ، يتم حساب بواقى (العوائد غير العادية) النموذج قبل واثناء وبعد تاريخ الاعلان العام وفق الصيغة التالية :

$$\hat{e}_{jt} = R_{jt} - \tilde{R}_{jt}$$

حيث ان R_{jt} = هو العائد الفعلي للورقة المالية (j) في الوقت (t) .

\tilde{R}_{jt} = هو العائد المتوقع للورقة المالية (j) في الوقت (t)، الذي تم الحصول عليه من نموذج العائد المتوقع.

وفي ظل السوق المالية الكفوء بشكل شبه قوي فان قيم هذه العوائد غير العادية يجب ان تكون (صفر) بعد تاريخ الاعلان عن الحادثة الهامة، موجبة اثناء وقبل تاريخ الاعلان اذا كانت الحادثة المعلن عنها مؤاتية (في صالح الشركة المصدرة للورقة المالية)، وسالبة اثناء وقبل تاريخ الاعلان، اذا كانت الحادثة المعلن عنها غير مؤاتية، اما اذا كانت قيم العوائد غير العادية ليست صفرية بعد تاريخ الاعلان فان هذا يعني عدم تحقق الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات العامة واذا كانت قيمها سالبة (او موجبة) اثناء وقبل تاريخ اعلان

عن الحوادث المؤتاتية (او غير المؤتاتية) على التوالي، فان هذا يعني انعكاسا متحيزا للمعلومات في الاسعار، وعند تحقق واحدة او كلا الحالتين السابقتين (الانعكاس غير الكامل والبطيء، والانعكاس المتحيز) فان هذا يترتب عليه عدم كفاءة السوق المالية بالشكل شبه القوي.

ثالثاً: اختبار الشكل القوي لكفاءة السوق المالية: اختبارات الشكل القوي لكفاءة السوق المالية تهتم بتحديد ماذا كانت جميع المعلومات المتوفرة هي منعكسة بشكل كفوء في الاسعار، بمعنى انه ليس هناك مشترك (حتى المطلع) بإمكانه تحقيق عوائد تداول اعلى ما يحققه المشتركون الاخرون، على العموم طالما ان جميع المعلومات (العامة والخاصة) هي منعكسة في الاسعار وليس هناك من يمتلك معلومات سرية غير منعكسة، لذلك يتم اختبار كفاءة السوق المالية ضمن هذا الشكل من خلال مقارنة اداء المطلعين مع اداء مشركي السوق الاخرين، فاذا ما كان ادائهم افضل بشكل هام فان هذا الدليل على عدم كفاءة السوق المالية بالشكل القوي لانهم امتلكوا معلومات خاصة غير منعكسة في الاسعار وغير متاحة للآخرين، استخدموها في تداولاتهم وحققوا فيها التفوق على السوق اما اذا كان ادائهم مساويا او دون اداء السوق ككل فان في ذلك دلالة على كفاءة السوق المالية بالشكل القوي، عليه قسم الباحثون اختبارات هذا الشكل من الكفاءة الى نوعين :

النوع الاول : اختبارات تتعلق بمعرفة ما اذا كانت العوائد غير العادية هي متأتية بشكل مباشر من المعلومات الخاصة، وطالما ان مجموعة المعلومات الخاصة لا يمكن حرها بالتحديد ضمن مجموعة معينة فان هذه الاختبارات تفحصت الاداء الاستثماري للأفراد او المجاميع التي من الممكن ان تعرف على انها في موقف يمكنها من امتلاك المعلومات الخاصة (مثل المتخصص، مدير وموظفي الشركة، حملة الاسهم الذين يملكون اكثر من 10%) من الاسهم المصدرة وغيرهم من المطلعين) .

النوع الثاني : من الاختبارات فهو يتفحص الاداء الاستثماري لمشركي السوق الرئيسيين، لذلك فان هذا النوع من الاختبارات يسعى لمعرفة ما اذا كان هؤلاء المشركين يمتلكون معلومات سرية غير معلنة يتمكنون من خلالها تحقيق التفوق على السوق، وعليه فان المؤسسة التي اختبر ادائها بشكل متكرر من قبل الباحثون باعتبارها احد المشركين الرئيسيين في السوق المالية، هي صناديق الاستثمار* (Mutual Funds) وقد اشار جنسن بانه طالما ان مدراء هذه الصناديق يعملون في الاسواق المالية كل يوم ويمتلكون جميعات واتصالات واسعة النطاق في كلا مجتمعي المال والاعمال.

* صناديق الاستثمار: هي شركات مالية تستقطب المدخرات وتوظفها في استثمارات مالية مثل شراء الاسهم والسندات او في شراء ادوات الدين قصير

الاجل، فهي تجمع المدخرات وتوظفها في مجالات عديدة وبما يقلل من مجموع المخاطرة من خلال التنويع .

المطلب الثاني: استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد متغيرات الدراسة

تعدد طرق اختبار سكون السلسلة الزمنية والتي إما أن تكون بطريقة كيفية (الرسم البياني) الذي لا يعطي نتائجاً قاطعة بشأن طبيعة وخصائص السلسلة، أو اختبارات كمية وهي أكثر دقة في تحديد استقرارية السلسلة الزمنية، ذلك أن الاستقرارية عبارة عن مجموعة من القيم الخاصة بمؤشر ما¹ مأخوذة خلال فترات زمنية متتالية تعكس تطور ذلك المؤشر عبر الزمن، أما السلسلة الزمنية المستقرة هي التي لا تحتوي على اتجاه عام²، وبذلك تم اختيار سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم كل من بورصتي مصر وديبي، أما لبناء النموذج الهيكلي فتم ترجمة مبادئ حوكمة الشركات في شكل كمي كنسبة أكبر المساهمين، ونسبة الافصاح في كل شركة، أما كفاءة الأسواق المالية فتم التعبير عنها بمكرر الربحية.

أولاً: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية: من أهم اختبارات الاستقرارية نجد اختبار ديكي فولر DF ، واختبار ديكي فولر الموسع ADF ، ويمكن ايضاحهما فيما يلي:

1- اختبار ديكي - فولر البسيط "DF": يمكن اختبار DF ، من التحقق من استقرارية أو عدم

استقرارية السلسلة في حالة وجود نموذج ذو انحدار ذاتي من الرتبة الأولى First-order Autoregressive Model" AR (1)

ويرتكز هذا الاختبار على فرضيين وثلاث نماذج:

الفرضيتان هما: $H_0 : \Phi = 1$ الفرضية العدمية:

$H_1 : \Phi \neq 1$ الفرضية البديلة:

إذا تحققت الفرضية العدمية معناه السلسلة تحتوي على الجذر الأحادي وبالتالي هي غير مستقرة، وإذا تحققت الفرضية البديلة معناه عدم وجود الجذر الأحادي وبالتالي السلسلة الزمنية هي مستقرة، ونقوم بتطبيق هذه الفرضيات على ثلاث نماذج، ومنه يمكن كتابة النموذج الانحدار الذاتي: $Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t$

على شكل $\Delta Y_t = \Phi Y_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث Δ تمثل الفروق الأولى أو التفاضل الأول، وحسب اختبار DF نقوم باختبار الفرضيات في ثلاثة

صيغ أي ثلاث نماذج:

النموذج الأول: $X_t = \Phi X_{t-1} + \varepsilon_t$

¹ Barbara Rudolf, Mathias Zurlinden, Production potentielle et écart de production: le point de vue de la politique monétaire, La Vie économique Revue de politique économique n^o 6-2011, suisse, Zurich, pp 18-19.

النموذج الثاني: $X_t = \Phi X_{t-1} + c + \varepsilon_t$

النموذج الثالث: $X_t = \Phi X_{t-1} + c + Bt + \varepsilon_t$

: بحيث

. تمثل الثابت c :

Bt : تمثل الاتجاه الزمني

ε_t : هو حد الخطأ العشوائي

X_t : متغيرة عند الزمن t .

X_{t-1} : متغيرة عند الزمن $(t-1)$.

2- اختبار ديكي فولر الموسع " ADF " : طور العالم ديكي فولر عام 1981 اختباراً لتحليل طبيعة وخصائص السلاسل الزمنية *Test Augmented Dickey-Fuller* ، والذي أصبح يعد من أكفأ الاختبارات لجذر الوحدة محاولاً تصحيح مشكلة الارتباط الذاتي في البواقي عن طريق تضمين دالة الاختبار عدداً معيناً من فروقات المتغير التابع.

ويعتبر اختبار ديكي - فولر الموسع 1981 (*ADF*) اختباراً لوجود الجذر الأحادي، ويعتمد على نفس عناصر اختبار (*DF*) ولكنه يقوم بتحويل نموذج من نوع $AR(1)$ إلى نموذج من نوع $AR(p)$ للتخلص من الارتباط الذاتي للحد العشوائي، وبهذا يصبح له قوة للكشف على استقرارية السلاسل الزمنية، والقدرة على تحديد نوع عدم الاستقرار إن كانت من مسار *TS* أو *DS* ، وهو كذلك يعتمد على ثلاثة صيغ أي ثلاثة نماذج باستعمال طريقة المربعات الصغرى (*MCO*) :

$$\Delta Y_t = \phi Y_{t-1} + \sum_{j=2}^k \rho_j \Delta Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1) \text{ النموذج}$$

$$\Delta Y_t = \phi Y_{t-1} + \sum_{j=2}^k \rho_j \Delta Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots \dots (2) \text{ النموذج}$$

$$\Delta Y_t = \phi Y_{t-1} + \sum_{j=2}^k \rho_j \Delta Y_{t-j+1} + c + b_t + \varepsilon_t \dots (3) \text{ النموذج}$$

: بحيث

$$\Phi = (1 - \rho)$$

k تمثل درجة التأخر .

وتتمثل الفروض المراد اختبارها حسب كل نموذج كما يلي :

- في النموذج (1) : لا تحتوي صيغة هذا النموذج على اتجاه زمني ولا على حد ثابت وتمثل الفروض في هذه الحالة كما يلي :

الفرضية العدمية: $H0: \Phi = 0$

الفرضية البديلة: $H1: \Phi < 0$

- في النموذج (2): لا تحتوي صيغة هذا النموذج على اتجاه زمني ولكن تحتوي على حد ثابت وتمثل الفروض في هذه الحالة كما يلي:

الفرضية العدمية $c=0$ و $H0: \Phi = 0$

لفرضية البديلة $H1: \Phi < 0$ و $c \neq 0$

- في النموذج (3): نلاحظ أن الصيغة تحتوي على اتجاه زمني وعلى حد ثابت وتمثل الفروض في هذه الحالة كما يلي:

$H0: \Phi = 0$ و $0 = c$ و $b = 0$

$H1: \Phi < 0$ و $0 \neq c$ و $0 \neq b$

ثانياً: تحديد متغيرات الدراسة في كل من بورصتي مصر ودبي: يتكون مجتمع الدراسة من شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث بلغ عددها 60 شركة، بحيث تم اختيار 30 سهماً للشركات الأكثر نشاطاً في البورصة المصرية، و30 سهماً لأهم الشركات المكونة لسوق دبي المالي. أما متغيرات الدراسة فتكمن في المتغيرات المستقلة والتي تمثل محددات حوكمة الشركات (تركز الملكية، حجم مجلس الإدارة، واستقلاليتها، الإفصاح والشفافية)، أما المتغير التابع فيتمثل في مضاعف الربحية لأسهم الشركات المختارة كأحسن مؤشر للدلالة عن كفاءة سوق الأوراق المالية، بحيث كلما كان مضاعف الربحية أصغر ويقترّب من مضاعف القطاع ككل، نقول أن السعر السوقي للورقة المالية يقترّب من السعر الحقيقي لها، وهذا ما تفترضه نظرية السوق الكفؤة¹.

1- المتغيرات المستقلة (محددات حوكمة الشركات): وقد تم قياسها من خلال المؤشرات التالية:

أ- **تركز الملكية:** يقصد بها وجود حملة أسهم يملكن نسبة كبيرة من أسهم الشركة (5% فأكثر من رأس مال الشركة)، ويساعد تركيز الملكية لأسهم الشركة في تخفيض تضارب المصالح بين الملاك وبين المديرين، وكلما زاد تركيز الملكية لأسهم الشركة أدى ذلك إلى تحسن في إدارة الشركة من خلال تخفيض تكلفة الوكالة، وبالتالي هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الحوكمة مقاسة بتركز الملكية وبين أداء الشركة.

¹ N'Guessan Berenger ABOU, Florent MELESSE, évaluation du PIB potentiel et de l'écart de production de l'UEMOA, Document d'Etude et de Recherche, N° DER/12/04, BCEAO, Déc 2012, p5.

ب- الإفصاح والشفافية : يقاس الإفصاح والشفافية عن طريق إعداد مؤشر للإفصاح عن الحوكمة يتكون من أربعة بنود هي : أعضاء مجلس الإدارة، لجنة التدقيق، كبار المساهمين وتوزيع المساهمين، وستعطى القيمة (1) في حالة الإفصاح عن البند، والقيمة (0) إذا لم يفصح عنه. في ضوء ما تقدم يتوقع أن يكون هناك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين الحوكمة مقاسة بالإفصاح والشفافية وأداء الشركة¹.

ت- حجم مجلس الإدارة : يعتبر عدد أعضاء مجلس الإدارة عاملا هاما في فعالية مجلس الإدارة، ولكن الدراسات التي تناولت حجم مجلس الإدارة لم تقدم دليلا واضحا حول العلاقة بين حجم المجلس وبين فاعليته، حيث أشارت نتائج دراسة (JENSEN, 1993)، إلى أن مجلس الإدارة الأكبر حجما اقل فاعلية، أما دراسة (Dalton, 1999) فقد بينت أن مجلس الإدارة كبير الحجم يقدم منفعة للشركة من خلال تنوع خبرات أعضائه وقدرتهم على التعامل مع البيئة بشكل أفضل. وعليه نفترض أن هناك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين الحوكمة مقاسة بحجم مجلس الإدارة وأدائها

ث- استقلالية مجلس الإدارة : تلعب استقلالية مجلس الإدارة دورا هاما في عملية الحد من تضارب المصالح بين الملاك وبين المديرين، وتعتبر استقلالية مجلس الإدارة من أهم الخصائص التي تعزز قيام مجلس الإدارة بمهامه الإشرافية والرقابية والتي لها دور بالغ في الحد من قدرة المديرين على التصرف بما يخدم مصالحهم الخاصة دون الأخذ بعين الاعتبار مصالح الملاك، ومن الخصائص الرئيسية التي يمكن الاعتماد عليها للوقوف على استقلالية مجلس الإدارة هي فصل الأدوار الرئيسية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وتلعب عملية الفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير دورا هاما في فاعلية وكفاءة المجلس، بحيث لا يسند منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لنفس الشخص، وهذا ما أكدت عليه دراسة (Fama&jenesen, 1993).

2- المتغير التابع: تم قياسه من خلال مضاعف الربحية (Price Earnings Ratio) :

يقصد بمضاعف ربحية السهم العادي نسبة سعر السهم العادي الواحد الى العائد لكل سهم عادي، وهذا المؤشر معروف في سوق الاوراق المالية بمصطلح (P/E) وهو مؤشر تقويمي مهم كونه يستخدم لتقييم مدى التضخم او الانكماش الحادث في الأسعار السوقية للأسهم، كما انه يعكس حالة التفاؤل او التشاؤم بشأن اسعار الاسهم وبذلك يحدد عمليات شراء وبيع الأسهم، ومضمون هذا المضاعف يعني عدد المرات التي

1- تركي الحمود، إياد عيسى السرتاوي، أثر ممارسات الحاكمية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية-دراسة تحليلية، جمع البحوث،

المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية: تجربة الأسواق الناشئة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن،

يومي 17-18 افريل 2013، ص ص 70 71 .

يستلم بها المستثمر العائد (الربح) لتبرير السعر المدفوع، وهو يمثل حاصل قسمة سعر اغلاق السهم في نهاية الفترة على عائد السهم الواحد لنفس الفترة¹ كما يلي:

$$\text{مضاعف سعر السهم العادي} = \frac{\text{سعر السهم العادي الواحد في السوق}}{\text{العائد لكل سهم عادي}}$$

وتشير هذه النتيجة إلى عدد المرات التي تضرب في العائد (الربح) لكل سهم فيكون الناتج مساويا للقيمة السوقية للسهم²، بحيث كلما اقترب سعر السهم السوقي من قيمته الحقيقية، دل ذلك على كفاءة السوق، وبالتالي يمكن الاسترشاد بمضاعف الربحية على أنه أحسن مؤشر للدلالة على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: المؤشر العام لأسعار أسهم بورصتي مصر ودبي

أولاً: مؤشر البورصة المصرية **EGX30**: أنشئت بورصة الإسكندرية في عام 1883 بعد تزايد الحاجة لمكان مخصص لعقد الصفقات التجارية، ثم تلتها بورصة القاهرة التي تأسست عام 1903³ نتيجة تكوين شركة من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماسة بغرض التعامل في الأوراق المالية، كما أنشأ السماسرة نقابة لها قانونا ينظم شؤونهم على غرار النقابة التي أنشئت من قبل زملائهم في الإسكندرية عام 1902⁴. وقد تمّ قيد 97 شركة ببورصة القاهرة بإجمالي رؤوس أموال بلغت 29 مليون جنيه مصري ارتفعت خلال أربع سنوات لتصل إلى 91 مليون جنيه مصري نتيجة ارتفاع عدد الشركات المقيدة بها إلى 228 شركة. وفيما بعد تمّ اندماج بورصتي الإسكندرية والقاهرة حيث بلغت أعلى مستويات نشاطهما خلال فترة الأربعينات وأوائل الخمسينات من القرن العشرين لتحتل المرتبة الخامسة عالمياً، وتجدد الإشارة إلى أن عدد شركات السمسرة آنذاك قد بلغ 21 شركة⁵.

ثمّ جاء بعد تلك الفترة التوجه نحو اعتناق الفكر الاشتراكي ومن ثمّ الاعتماد على التخطيط المركزي بعد ثورة 1952، مما أدى إلى تفكك القطاع الخاص ومن ثمّ تدهور رهيب لفعالية البورصة والتي أوشكت أنشطتها من الزوال بسبب سياسة التأميم خلال فترة الستينات لينخفض بعد ذلك عدد الشركات المسجلة

¹ - أرشد فؤاد التميمي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 16 17 .

² عبد الغفارحنفي، مرجع سبق ذكره ، ص 130 .

- بورصتي القاهرة والإسكندرية- الكتاب السنوي 2005، ص 351

- محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية- مرجع سبق ذكره، ص 408

- بورصتي القاهرة والإسكندرية- الكتاب السنوي 2005، ص 551

بالبورصة إلى 9 شركات فقط على مدار فترة تقارب ثلاثة عقود متتالية¹.

هذا ما أدى بالحكومة المصرية إلى إتباع سياسة الإصلاح الاقتصادي في أوائل التسعينات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق هذه السياسة والتي تشمل على ضرورة إحياء وتنشيط وتنمية سوق رأس المال المصري لتلبية الاحتياجات التمويلية في الأجل المتوسط والطويل، حيث تبنت الحكومة المصرية هيكله السياسات المالية والنقدية منذ عام 1991/1990 أين جرى على المستوى المالي تخفيض تدريجي للدعم المالي للسلع الرئيسية والإنفاق الحكومي بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي من 38% عام 1990/89 إلى 22% عام 1997²/96.

وتوالى الإصلاحات في المجال المالي بإصدار مجموعة من القوانين تهدف إلى إعادة إحياء سوق رأس المال، حيث صدر القانون رقم 203 لعام 1991 الذي تم بمقتضاه تحويل شركات القطاع العام إلى شركات قابضة كخطوة نحو تحقيق الخصخصة الكلية³.

مؤشر « CASE 30 » : عبارة عن مؤشر بورصة القاهرة والإسكندرية⁴، يحتوي على 30 سهم الأكثر نشاطا في البورصات المصرية⁵، المؤشر ينطلق من قاعدة 1000 نقطة في 1998/01/01، الجدير بالذكر إن اسم المؤشر تم تعديله في مارس من عام 2009 إلى « EGX30 »⁶.

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^N f_{i,t} F_{i,t} \sigma_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t}$$

حيث :

N : عدد الأسهم العادية في المؤشر .

$O_{i,t}$: عدد الأسهم i في الزمن t .

Free float of equity i : $F_{i,t}$

capping factor of equity i : $F_{i,t}$

$C_{i,t}$: سعر السهم i في الزمن t .

t : يوم حساب السعر .

¹-بورصتي القاهرة والإسكندرية- الكتاب السنوي 2005، ص51

² - علاء الدين حسن عواد . تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مركز بحوث الشرق الأوسط. جامعة عين شمس، القاهرة

1999. ص20

³- الهيئة العامة لسوق المال - التقرير السنوي 2002، ص 9

⁴-egypt in cairo&alexandria stock exchange the CASE 30 is an index of the

⁵- تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات على المستوى العالمي، منذ أن تكونت الشركات المساهمة المصرية عام 1750، وابتداء من عام 1883

إلى عام 1898 قامت عدة محاولات لإنشاء سوق لبيع وشراء الأوراق المالية، الى ان أنشئت بورصة في القاهرة عام 1890، غير أن نشاطها كان قليلا وغير منظم مما أدى إلى إغلاقها، ثم تم فتحها في 1903.

⁶-2008-06-11, egypt, the original archived from, « index overview (egyptian stock exchange »

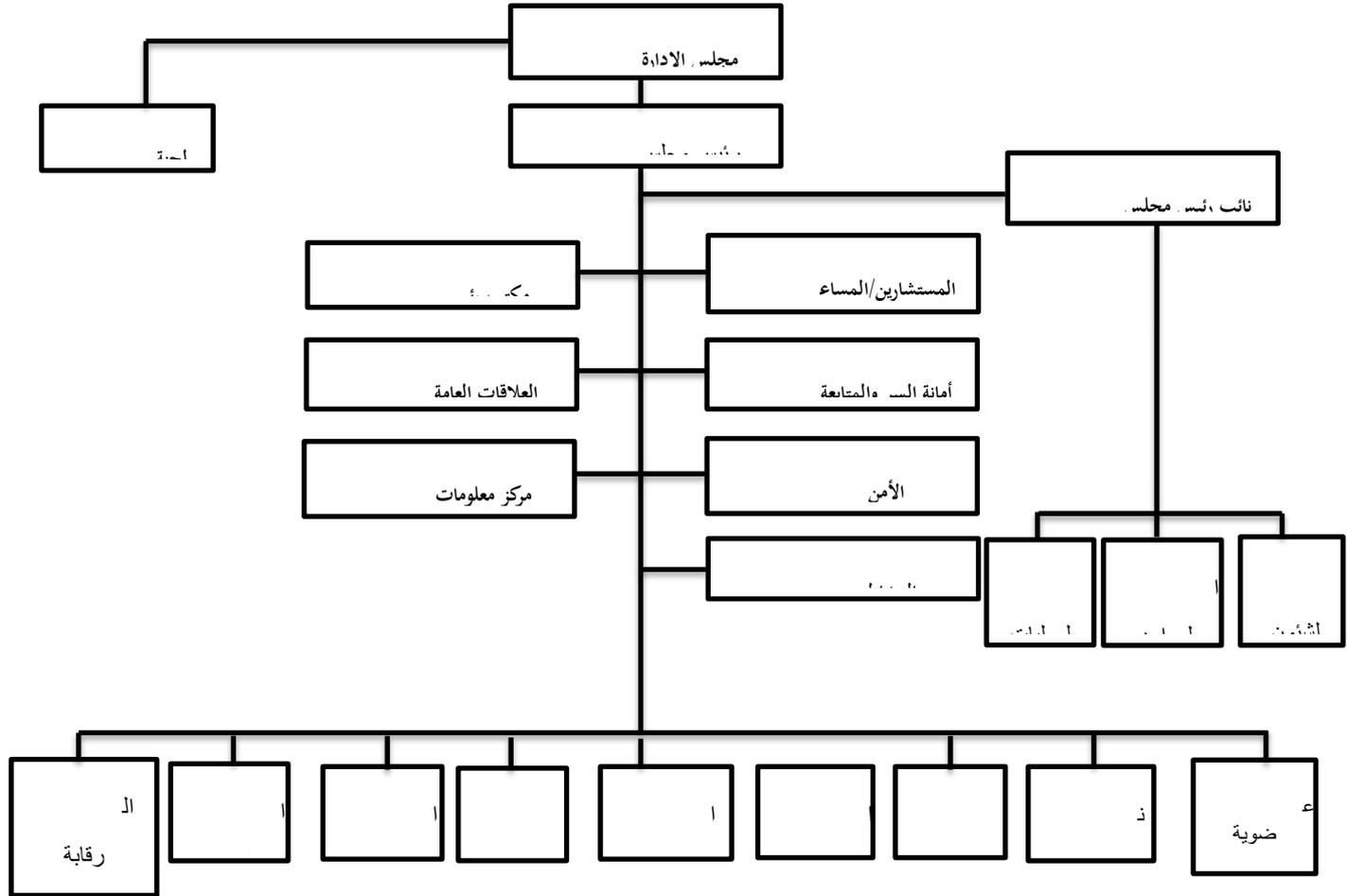
adjustment coefficient for base capitalisation on day : K (المعامل المصحح

في الزمن t بالنسبة لرأس المال في زمن الأساس) .

B_0 : رأس المال في زمن الأساس .

والشكل التالي يبين الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية:¹

الشكل رقم (04-02) : الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية



المصدر : عبد الغفار حنفي وآخرون، "أسواق المال وتمويل المشروعات"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص66 .

ثانياً: مؤشر سوق دبي المالي (DFM): يعتبر سوق دبي المالي حديث النشأة نسبياً، وقد تم تأسيسه كمؤسسة عامة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 6 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات هم، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب

1- عبد لغفار حنفي وآخرون، "أسواق المال وتمويل المشروعات"، مرجع سبق ذكره، ص66 .

201 مليار درهم.¹ وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM). و: تسعى إدارة سوق دبي المالي إلى جعل سوق دبي المالي سوق مالية إقليمية بمقاييس عالمية، وتمثل أهدافه في:

- خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة لاقتصاد الوطن .
- تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة .
- تحقيق أعلى درجات السيولة بالسماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعاقل فيما بينها .
- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والمقاصة والتسوية ونظامها الإلكتروني الحديثة التي تتولى العملية بسرعة .
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم .
- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، وإعداد التقارير بناء عليها.

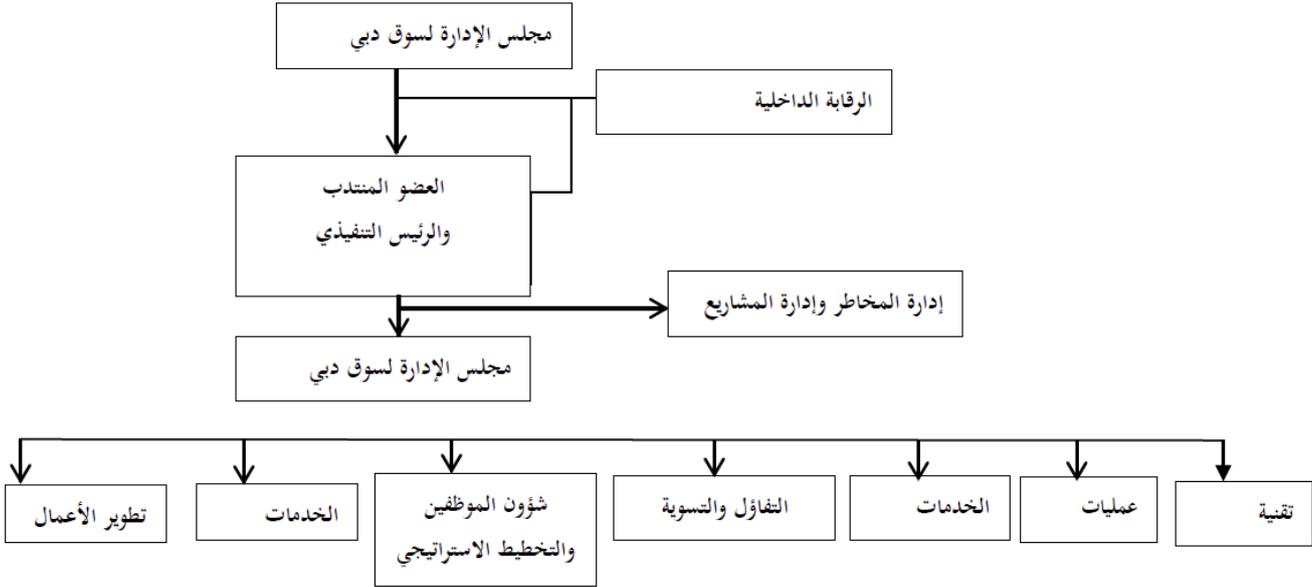
➤ حساب مؤشر سوق دبي المالي (DFM):

1. يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول وذلك من خلال استبعاد أسهم الحكومة ومجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة .
2. يعتمد المؤشر في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق .
3. تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 20%، وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر .
4. يشتمل المؤشر على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي، وبالتالي لا يضمن المؤشر السندات والأسهم الممتازة .
5. يتم تحديد عدد الأهم الحرة المتاحة للتداول للشركات المدرجة في المؤشر عند 20% فقط للشركات التي تصنف بالأقل تداولاً .
6. يتم استخدام النسب المعيارية التالية للشركات الأكثر تداولاً لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:

¹ شفيق عريش، عثمان نقار، رولي شفيق إسماعيل، اختبار السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 33، العدد 5، 2011/7، دمشق سوريا، ص 84.

- ✓ 25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25%.
- ✓ 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50%.
- ✓ 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%.
- ✓ 100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%.
- ✓ يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم المتاحة للتداول عن 5% من إجمالي رأسمالها.
- ✓ يتم اختيار الشركات المتضمنة في المؤشر في فئة الأسهم الأكثر تداولاً وفقاً للمعايير التالية :
- (1) إلا تقل نسبة إجمالي قيمة التداول على الشركة إلى إجمالي قيمة التداول في السوق خلال الفترة محل التقييم (سنة شهور) عن 1%، أو إلا تقل نسبة إجمالي قيمة التداول على الشركة إلى إجمالي القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة محل التقييم عن 10% .
- (2) أن يمثل عدد أيام التداول على أسهم الشركة 50% من إجمالي عدد أيام التداول خلال الفترة .
- (3) إلا يقل عدد عمليات التداول على أسهم الشركة خلال الفترة عن 150 عملية تداول .
- (4) إلا يقل عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة عن 500 ألف سهم .
- (5) إلا يقل إجمالي قيمة التداول على أسهم الشركة خلال الفترة عن 100 مليون درهم .
- (6) يتم النظر في إدراج الشركات الجديدة في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها.
- (7) تتم مراجعة المؤشر مرتين بالسنة وذلك خلال الأسبوع الأول من شهر جانفي وخلال الأسبوع الأول من شهر جويلية .
- والشكل التالي يبين الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي:

الشكل رقم (03-04) : الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي .



المبحث الثالث: التحليل القياسي لنموذج كفاءة الأسواق المالية العربية

سنقوم من خلال هذا المبحث باختبار كفاءة الأسواق المالية العربية الناشئة حسب تصنيف مؤشر مورغان ستانلي ، وذلك على عينة من البلدان المتمثلة في مصر ودبي، على اعتبار أن سوق الأوراق المالية المصرية من أقدم البورصات عربياً، أما سوق دبي المالي فيعتبر حديث النشأة نسبياً، بحيث سيتم اختيار كفاءة السوقين قبل وبعد تطبيق حوكمة الشركات في البلدين، بحيث تم إعلان أول دليل لحوكمة الشركات في مصر سنة 2005، والتعديل الأهم كان سنة 2011، أما تطبيق حوكمة الشركات في دبي فكان سنة 2010.

المطلب الأول: اختبار كفاءة سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة مصر (EGX)

لاختبار كفاءة هذه السلسلة سنختبر الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة غير مستقرة أي حركة الأسعار عشوائية مما يدل على أن المؤشر كفاء (كفاءة السوق) :

H_1 : السلسلة مستقرة أي حركة الأسعار غير عشوائية مما يدل على أن المؤشر غير كفاء (عدم كفاءة السوق) :

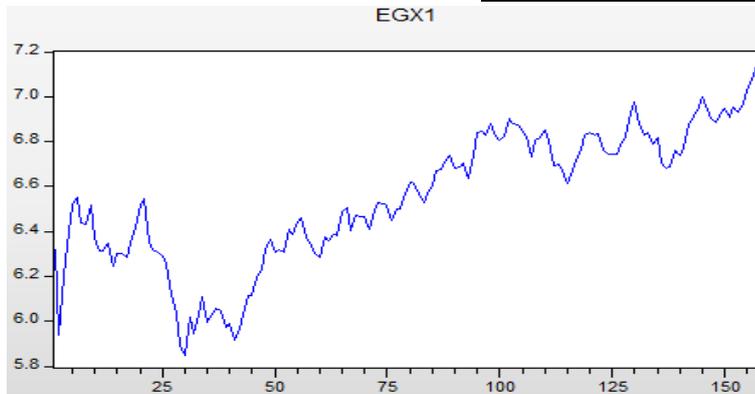
1- اختبار السلسلة قبل تطبيق الحوكمة (قبل سنة 2011) ونرمز لها بالرمز (EGX1): ستأخذ هذه السلسلة 157 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (157 يوم) أي الفترة الممتدة من 24 ماي 2010 إلى 31 ديسمبر 2010 .

أولاً سنتطرق إلى التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (EGX1)، ثم بعد ذلك نقوم بدراسة إستقرارية هذه السلسلة.

1-1- التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (EGX1)

أ- التمثيل البياني: يمثل الشكل رقم (04-02) : تطور (EGX1)

الشكل رقم (04-03) : التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (EGX1)

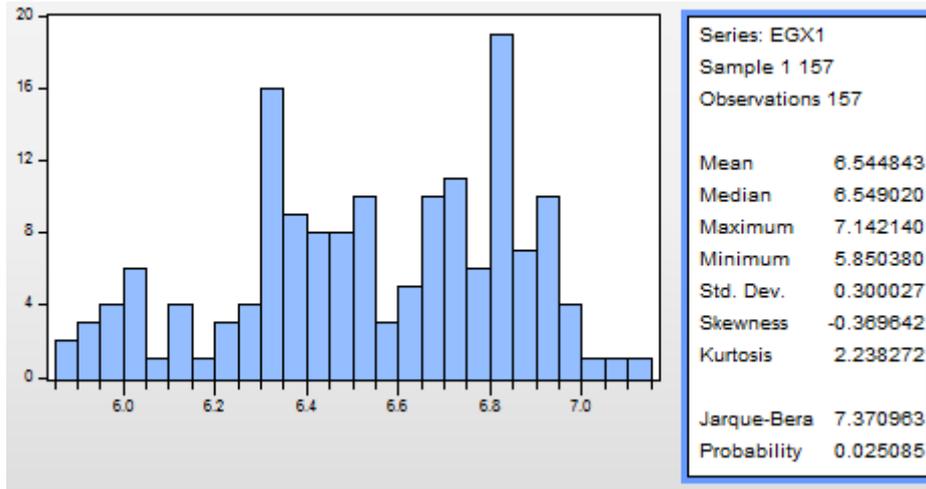


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل 1 - 1 أن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر يسجل ارتفاع ملحوظ في أواخر شهر ماي 2010، كما نلاحظ انخفاض ملحوظ في شهر جوان 2010، ثم بدأ في تطور مستمر من بداية شهر جويلية 2010 إلى غاية 31 ديسمبر 2010.

ب- الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX1): سنقوم الآن بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم (04-04) : المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX1)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أن المؤشر سجل متوسط 6.544 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 5.85 وسجل أقصى قيمة له بـ 7.14 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 6.549، وتشتمت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.3، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewness يختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يتعد عن التماثل وبما أن قيمته سالبة فهو ينحاز نحو اليسار. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أقل من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي 0 أي أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

1-2- دراسة الاستقرار:

1-2-1- اختبار جذر الوحدة: من أهم الاختبارات التي تستخدم في اختبار جذر الوحدة ما يلي:

- اختبار ديكي- فولر (DF) Dickey-fuller: يعتمد هذا الاختبار على تقدير النماذج الثلاثة

التالية:

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + C + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + C + b_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3)$$

- اختبار ديكي- فولر المطور (ADF): نقول عن السلسلة الزمنية (y_t) أنها مستقرة إذا تذبذبت حول توقع ثابت و تباين غير مرتبط بالزمن، ولاختبار استقرارية السلاسل الزمنية محل الدراسة نعلم على اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) ويعتمد هذا الأخير في دراسة استقرارية السلسلة (y_t) على تقدير النماذج الثلاثة التالية:

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta y_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4)$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta y_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \dots \dots \dots (5)$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta y_{t-j+1} + C + b_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (6)$$

ويتم تحديد مستوى التأخير p حسب أقل قيمة للمعايير (AIC) Schwarz، Akaike (SC)، Hannan Quinn (HQ). بحيث يتم الحصول على درجة التأخير تلقائياً من خلال البرنامج الإحصائي Eviews 7.

1-2-2-1 اختبار استقرارية السلسلة الزمنية (EGX1): لإختبار استقرارية السلسلة محل الدراسة سنستخدم على اختبار ديكي- فولر المطور AD، حيث سنقوم بتلخيص نتائج هذا اختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (01-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX1) عند المستوي

(أنظر الملحق رقم 01)

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
EGX1	0	3	-2.99	-3.44	السلسلة غير مستقرة من النوع DS
	0	2	-0.95	-2.88	
	0	1	0.85	-1.94	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم $(H_0: \phi_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$ وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS. وبالتالي سنقوم بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى لجعلها مستقرة.

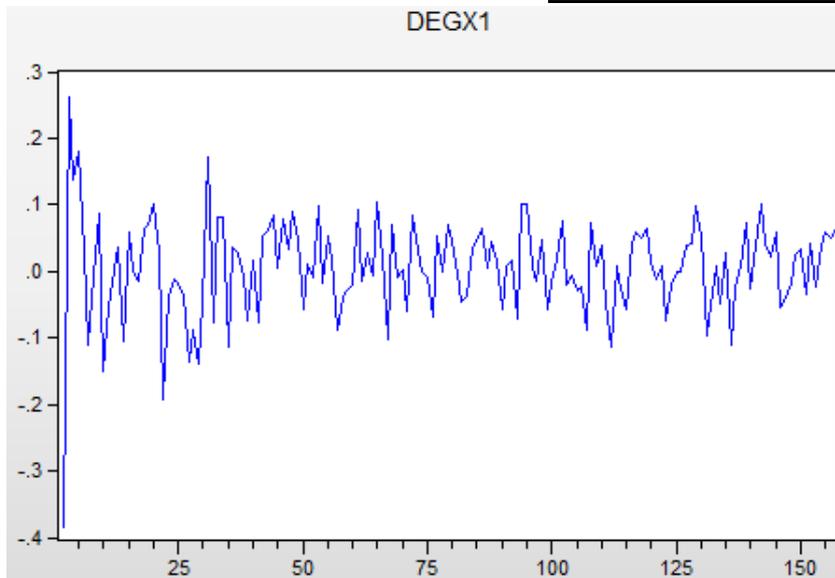
الجدول رقم (02-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX1) عند الفرق الأول
(أنظر الملحق رقم 02)

المتغيرة	القيمة الحرجة	القيمة النموذج	ADF إحصائية	عدد المجدولة	القيمة	القرار
EGX1	0	3	-13.77	-3.44	السلسلة مستقرة	
	0	2	-13.83	-2.88		
	0	1	-13.71	-1.94		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم $(H_0: \phi_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$ وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي نقول بأن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (04-05): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DEGX1)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، حيث أنها تدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة.

نتيجة: نقول بأن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر هو كفاء عند المستوى الضعيف قبل تطبيق الحوكمة وهذا ما يدل على أن السوق المالي لمصر قبل تطبيق الحوكمة كفاء عند المستوى الضعيف.

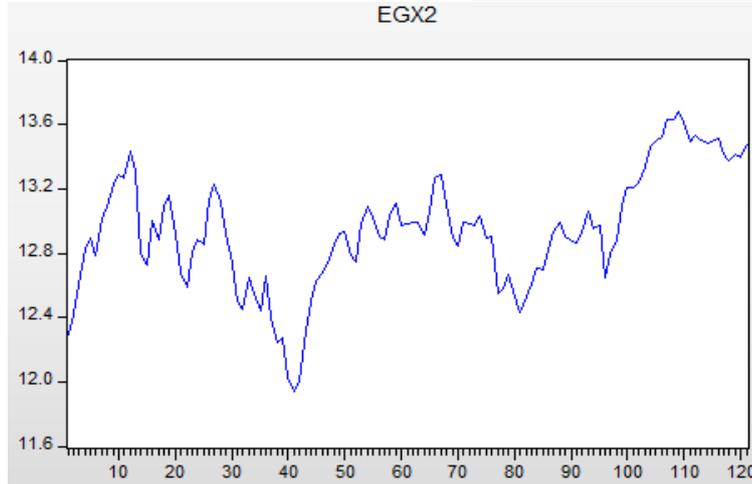
2- اختبار السلسلة بعد تطبيق الحوكمة (بعد سنة 2011) ونرمز لها بالرمز (EGX2): ستأخذ هذه السلسلة 121 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (121 يوم) أي الفترة الممتدة من 02 جانفي 2017 إلى 02 جويلية 2017 .

أولاً سنتطرق إلى التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (EGX2)، ثم بعد ذلك نقوم بدراسة إستقرارية هذه السلسلة.

2-1- التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (EGX2)

أ- التمثيل البياني: يمثل الشكل رقم (04-05) : تطور (EGX2)

الشكل رقم (04-06): التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (EGX2)



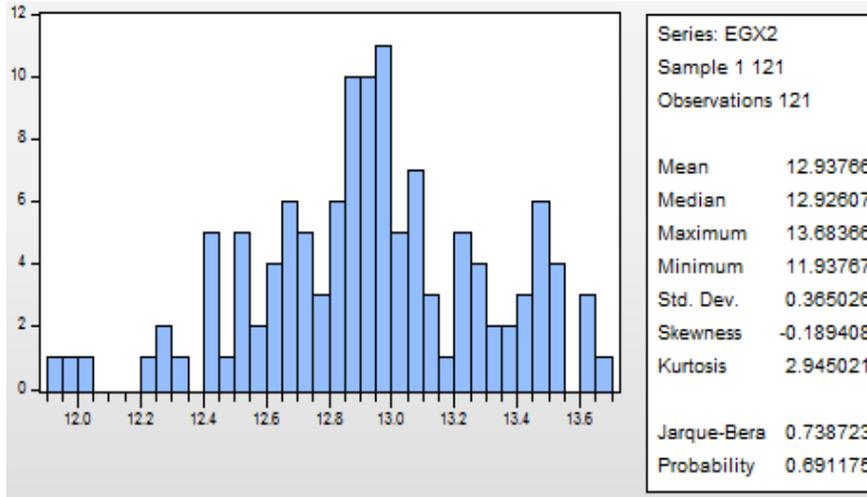
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل 4-6 أن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر بعد تطبيق الحوكمة لا يأخذ اتجاه واحد بل هو متذبذب ويأخذ بالتقريب شكل دوري.

ب- **الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX2):** سنقوم الآن

بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم (04-07): المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (EGX2)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل رقم 4-7 أن المؤشر سجل متوسط 12.93 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 11.93 وسجل أقصى قيمة له بـ 13.68 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 12.92، وتشتتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0.36، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewness يختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يبتعد عن التماثل وبما أن قيمته سالبة فهو ينحاز نحو اليسار. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نقبل فرضية التوزيع الطبيعي أي أن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

2-2- اختبار استقرار السلسلة الزمنية (EGX2): لإختبار استقرار السلسلة محل الدراسة سنعمد على اختبار ديكي-فولر المطور AD، حيث سنقوم بتلخيص نتائج هذا اختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-03): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX2) عند المستوى

(أنظر الملحق رقم 03)

القرار	القيمة المجدولة عند 5%	إحصائية ADF	النموذج	درجة التأخير	المتغيرة
السلسلة غير مستقرة من النوع DS	-3.44	-2.97	6	1	EGX2
	-2.88	-2.60	5	1	
	-1.94	0.49	4	1	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم $(H_0: \phi_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$ وهذا يعني

أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS. وبالتالي سنقوم بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى لجعلها مستقرة.

الجدول رقم (04-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (EGX2) عند الفرق الأول

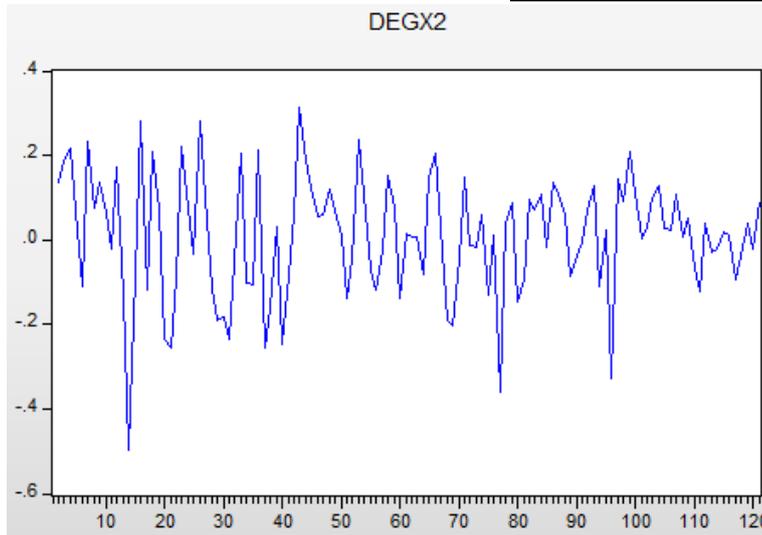
(أنظر الملحق رقم 04)

القرار	القيمة المجدولة عند 5%	إحصائية ADF	النموذج	درجة التأخير	المتغيرة
السلسلة مستقرة	-3.44	-9.00	3	0	EGX2
	-2.88	-9.04	2	0	
	-1.94	-9.05	1	0	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم $(H_0: \phi_1 = 1)$ أو $(H_0: \lambda = 0)$ وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي نقول بأن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (04-08): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DEGX2)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، حيث أنها تدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة.

نتيجة: نقول بأن المؤشر العام لأسعار بورصة مصر هو كفاء عند المستوى الضعيف بعد تطبيق الحوكمة وهذا ما يدل على أن السوق المالي لمصر بعد تطبيق الحوكمة هو كفاء عند المستوى الضعيف.

المطلب الثاني: اختبار كفاءة سلسلة المؤشر العام لأسعار أسهم بورصة دبي (MGI)

لاختبار كفاءة هذه السلسلة سنختبر الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة غير مستقرة أي حركة الأسعار عشوائية مما يدل على أن المؤشر كفاء (كفاءة السوق)

H_1 : السلسلة مستقرة أي حركة الأسعار غير عشوائية مما يدل على أن المؤشر غير كفاء (عدم كفاءة السوق)

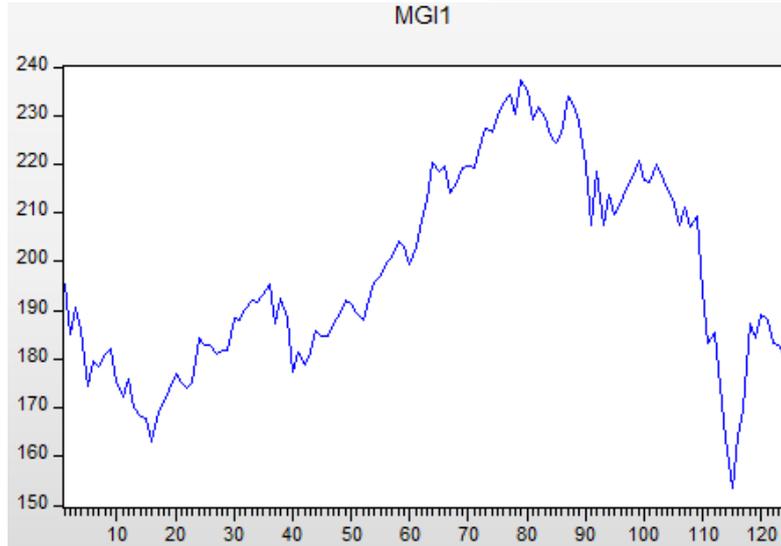
3- اختبار السلسلة قبل تطبيق الحوكمة ونرمز لها بالرمز (MGI1): ستأخذ هذه السلسلة 124 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (124 يوم) أي الفترة الممتدة من 22 جوان 2009 إلى 22 ديسمبر 2009 .

أولاً سنتطرق إلى التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI1)، ثم بعد ذلك نقوم بدراسة إستقرارية هذه السلسلة.

3-1- التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI1)

أ- التمثيل البياني: يمثل الشكل (04-08) تطور (MGI1)

الشكل رقم (04-09): التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (MGI1)

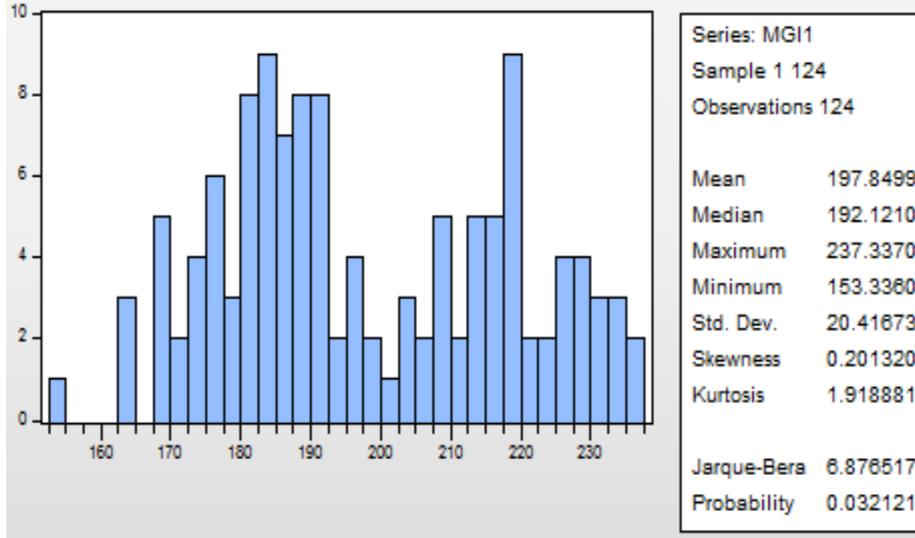


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل 3 - 1 أن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي قد سجل انخفاض ملحوظ في أواخر شهر جوان 2009 إلى منتصف شهر جويلية 2009، كما أدى بالارتفاع إلى غاية منتصف شهر أكتوبر 2009، ثم بدأ في الانخفاض إلى غاية 09 ديسمبر 2009.

ب- الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI1): سنقوم الآن بدراسة وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم (10-04): المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI1)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أن المؤشر سجل متوسط 197.84 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 153.33 وسجل أقصى قيمة له بـ 237.33 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 192.12، وتشتتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 20.41، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewness يختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يتعد عن التماثل وبما أن قيمته موجبة فهو ينحاز نحو اليمين. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أقل من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي 0 أي أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

3-2- دراسة الاستقرار:

1-2-2- اختبار استقرار السلسلة الزمنية (MGI1): لإختبار استقرار السلسلة محل الدراسة سنعمد على اختبار ديكي-فولر المطور AD، حيث سنقوم بتلخيص نتائج هذا اختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-05): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI1) عند المستوى (أنظر الملحق رقم 05)

القرار	القيمة المجدولة عند 5%	إحصائية ADF	النموذج	درجة التأخير	المتغيرة
السلسلة غير مستقرة من النوع DS	-3.44	1.13-	3	0	MGI1
	-2.88	1.28-	2	0	
	-1.94	-0.38	1	0	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (05) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم ($H_0: \phi_1 = 1$) أو ($H_0: \lambda = 0$) وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS. وبالتالي سنقوم بإجراء الفرق اتمن الدرجة الأولى لجعلها مستقرة.

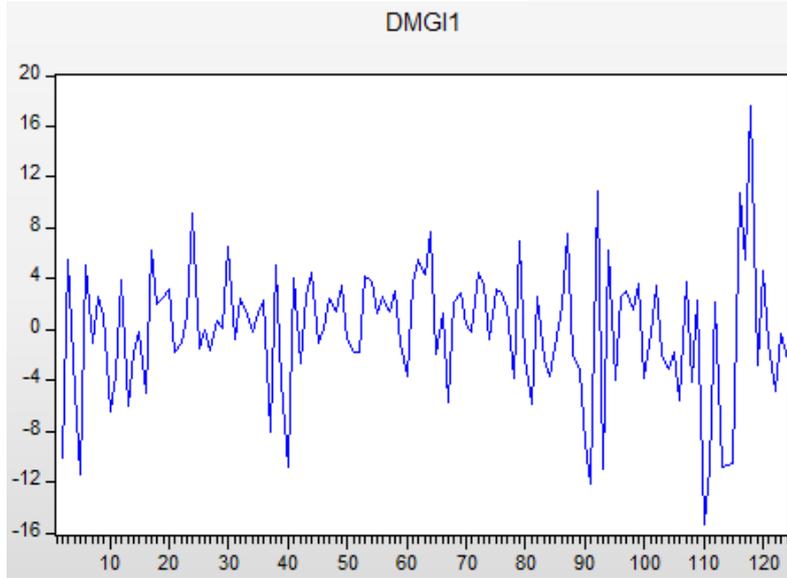
الجدول رقم (04-06): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI1) عند الفرق الأول (أنظر الملحق رقم 06)

القرار	القيمة المجدولة عند 5%	إحصائية ADF	النموذج	درجة التأخير	المتغيرة
السلسلة مستقرة	-3.44	-11.47	3	0	MGI1
	-2.88	-11.45	2	0	
	-1.94	-11.49	1	0	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم ($H_0: \phi_1 = 1$) أو ($H_0: \lambda = 0$) وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي نقول بأن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (11-04): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DMGI1)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، حيث أنها تدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة.

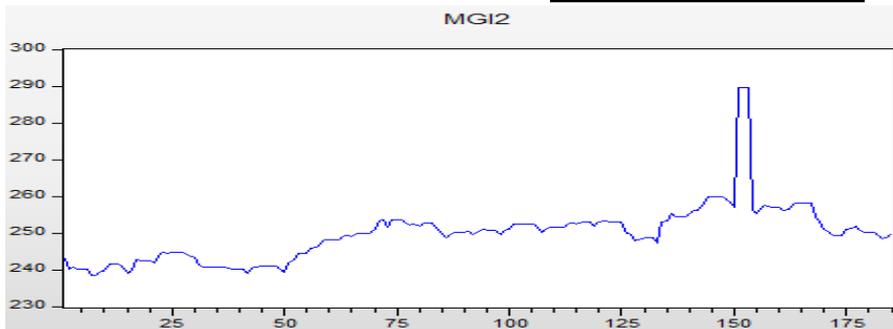
نتيجة: نقول بأن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي هو كفاء عند المستوى الضعيف قبل تطبيق الحوكمة وهذا ما يدل على أن السوق المالي لدبي قبل تطبيق الحوكمة كفاء عند المستوى الضعيف.

4- اختبار السلسلة بعد تطبيق الحوكمة ونرمز لها بالرمز (MGI2): ستأخذ هذه السلسلة 185 مشاهدة والمعبر عنها بالأيام (185 يوم) أي الفترة الممتدة من 22 ماي 2017 إلى 22 نوفمبر 2017. أولاً سنتطرق إلى التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI2)، ثم بعد ذلك نقوم بدراسة إستقرارية هذه السلسلة.

4-1- التحليل الوصفي للسلسلة الزمنية (MGI2)

أ- التمثيل البياني: يمثل الشكل 4 - 12 تطور (MGI2)

الشكل رقم (12-04): التمثيل البياني للسلسلة الزمنية (MGI2)



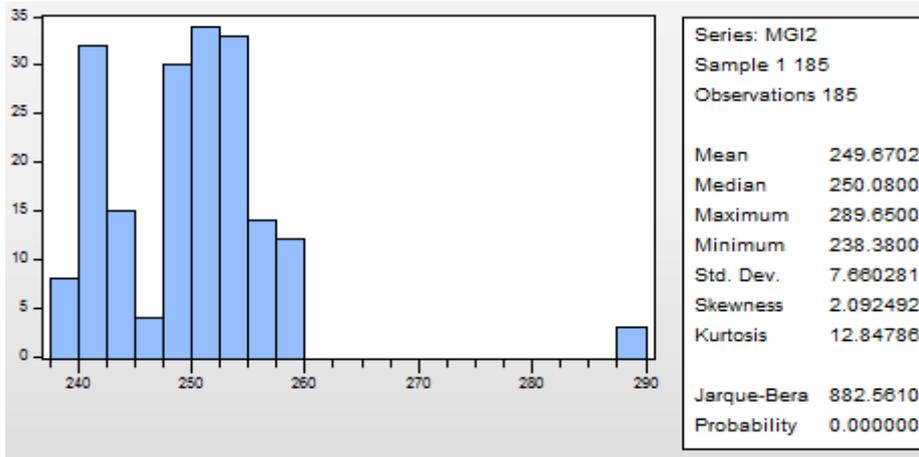
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل 4 - 1 أن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي بعد تطبيق الحوكمة قد سجل ارتفاع طفيف إلى غاية 18 أكتوبر 2017، ثم بعد هذا اليوم وإلى غاية 21 أكتوبر 2017 سجل ارتفاع كبير جداً، ثم انخفض إلى مستواه الذي كان عليه من قبل.

ب- الدراسة الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI2): سنقوم الآن بدراسة

وصفية للسلسلة الزمنية وذلك من خلال عرض أهم الخصائص الإحصائية لها.

الشكل رقم (04-13): المؤشرات الإحصائية الوصفية للسلسلة الزمنية (MGI2)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل 4 - 13 أن المؤشر سجل متوسط 249.67 وقد بلغ أدنى قيمة بـ 238.38 وسجل أقصى قيمة له بـ 289.65 بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 250.08، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 7.66، كما نلاحظ أن معامل الالتواء Skewness يختلف عن الصفر وبالتالي فإن منحناه يبتعد عن التماثل وبما أن قيمته موجبة فهو ينحاز نحو اليمين. كما نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أقل من مستوى المعنوية 5% مما يجعلنا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي 0 أي أن السلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

2-2- اختبار استقرار السلسلة الزمنية (MGI2): لإختبار استقرار السلسلة محل الدراسة

سنعتمد على اختبار ديكي-فولر المطور AD، حيث سنقوم بتلخيص نتائج هذا اختبار في الجدول

التالي:

الجدول رقم (07-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI2) عند المستوى
(أنظر الملحق رقم 07)

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
MGI2	3	6	-2.77	-3.44	السلسلة غير مستقرة من النوع DS
	3	5	-2.19	-2.88	
	3	4	0.24	-1.94	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (07) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أكبر من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم ($H_0: \phi_1 = 1$) أو ($H_0: \lambda = 0$) وهذا يعني أن وجود جذر وحدوي، أي أن السلسلة غير مستقرة من نوع DS..

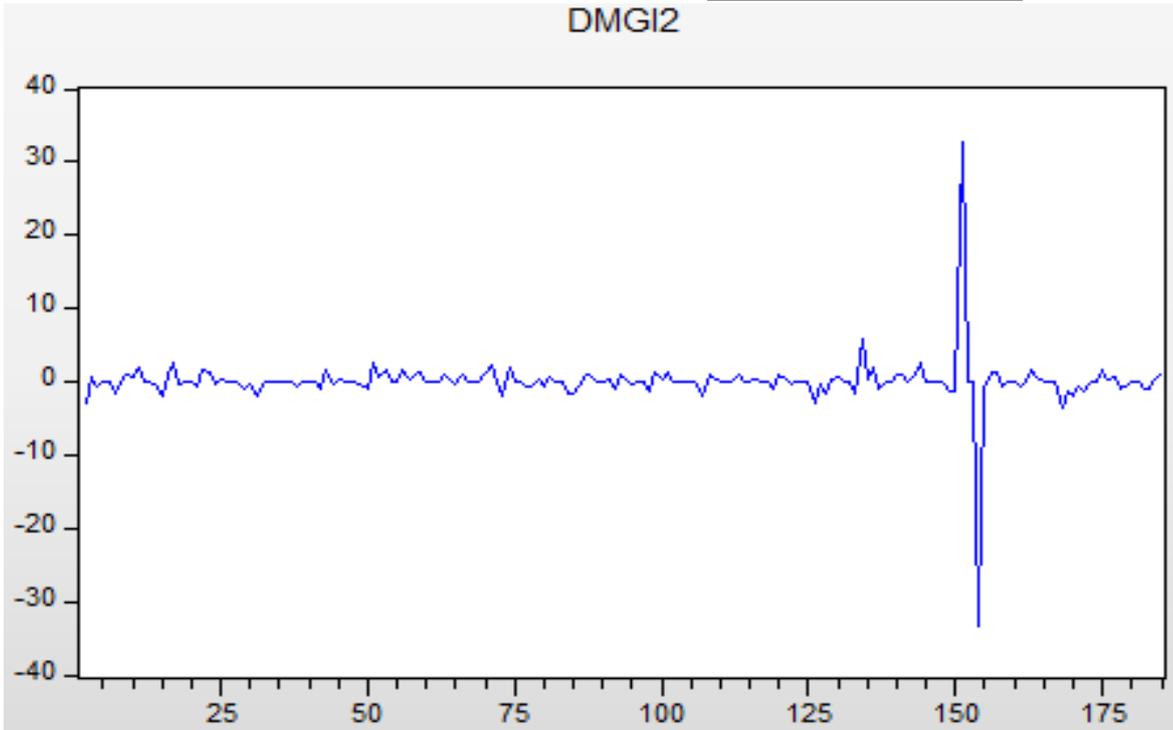
الجدول رقم (08-04): نتائج اختبار ADF للسلسلة الزمنية (MGI2) عند الفرق الأول
(أنظر الملحق رقم 08)

المتغيرة	درجة التأخير	النموذج	إحصائية ADF	القيمة المجدولة عند 5%	القرار
MGI2	2	6	-13.19	-3.44	السلسلة مستقرة
	2	5	-13.21	-2.88	
	2	4	-13.24	-1.94	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (08) أن جميع القيم المحسوبة لإحصائية ADF أقل من القيم المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم ($H_0: \phi_1 = 1$) أو ($H_0: \lambda = 0$) وهذا يعني أن عدم وجود جذر وحدوي. وبالتالي نقول بأن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (14-04): التمثيل البياني للسلسلة المستقرة (DMGI2)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ أن السلسلة تلتف حول محور الفواصل، حيث أنها تدور حول الصفر، أي أن المتوسط الحسابي لها يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة.

نتيجة: نقول بأن المؤشر العام لأسعار بورصة دبي هو كفاء عند المستوى الضعيف بعد تطبيق الحوكمة وهذا ما يدل على أن السوق المالي لدبي بعد تطبيق الحوكمة هو كفاء عند المستوى الضعيف.

المبحث الرابع: قياس كفاءة الأسواق المالية العربية الناشئة بدلالة محددات الحوكمة

في هذا المبحث سيتم الربط بين حوكمة الشركات وكفاءة سوق الأوراق المالية، فمن خلال النموذج المقترح سيتم اختبار العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في الواقع العملي، بحيث قمنا بإحصاء بيانات 60 شركة، إذ تم حساب مضاعف الربحية كأحسن مؤشر للكفاءة، ثم جدول المعلومات الخاصة بكل شركة حول عدد أعضاء مجلس إدارتها، ونسبة إفصاحها عن المعلومات لجمهور المستثمرين، وكذا حساب نسبة أكبر المساهمين بها، وأخيراً ما إذا كان مجلس الإدارة مستقلاً، وهذا معرفة أي من مؤشرات الحوكمة كان له الفضل في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي يمكن الوقوف على نقاط الضعف لتجنبها، ونقاط القوة لتدعيمها.

المطلب الأول: دراسة قياسية لكفاءة سوق مصر بدلالة محددات حوكمة الشركات

إن البيانات المحصل عليها من الشركات المكونة لمؤشر "EGX30" موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-09): المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للبورصة المصرية

الشركات المدرجة في البورصة المصرية	مضاعف الربحية (PE)	تركز الملكية (OCN)(%)	الإفصاح والشفافية (DIC)(%)	حجم مجلس الإدارة (BSZ)	استقلالية مجلس الإدارة (ICA)
أوراسكوم للإنشاء والصناعة	3.98	35	41	5	0
أوراسكوم تيليكوم القابضة	10.34	41.42	63	11	1
البنك التجارى الدولى	19.21	25.5	44	10	0
المصرية للاتصالات	4.27	80.47	79	9	1
الشركة المصرية لخدمات التلفون المحمول	12.06	40.5	68	10	0
المجموعة المالية هيرمس القابضة	182.13	30	28	5	0
القابضة المصرية الكويتية	6.43	60	76.33	11	1
مجموعة طلعت مصطفي القابضة	13.34	42.5	68	8	0
السويدى للكابلات	14.45	23.5	59.66	10	1
العز لصناعة حديد التسليح	24.22	32.5	40	9	0
الخدمات الملاحة	13.22	45	71.33	8	1
سيدى كرير للبتروكيماويات	4.15	22.36	78.66	7	1
مدينة نصر للاسكان والتعمير	17.44	35	44	6	1
بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية	6.15	80	63	6	1
المالية والصناعية المصرية	11.31	47.5	80	9	0
جنوب الوادى للأسمت	9.88	58.66	64	8	1
السادس من أكتوبر للتنمية الاستثمار	4.19	78	58	10	1
العربية خليج الأقطان	9.55	55	67	10	1

الفصل الرابع: العلاقة بين الحوكمة والكفاءة في أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة - دراسة قياسية-

1	7	56	28.5	14.54	أوليمبك للاستثمارات المالية
0	9	30	15	154.96	النعيم القابضة للاستثمارات
0	8	45	26.5	22.82	مصر الجديدة للاسكان والتعمير
1	11	41	86	0	القابضة المصرية الكويتية
1	7	91	32.5	6.89	الدولية للمحاصيل الزراعية
1	8	64	22.5	11.24	الأهلي للتنمية والاستثمار
0	10	20	10.5	30.49	العربية وبولفار للغزل والنسيج- يونيراب
1	9	48	66	5.55	النصر للملابس والمنسوجات - كابو
1	10	59	65	0	اسيك للتعددين-اسكوم
1	11	61	58	10.34	المصريين في الخارج للاستثمار والتنمية
0	10	68	30	19.21	المصريين للاسكان والتعمير والتنمية
1	7	70	54	8.9	المصرية لخدمات النقل "إيجيترانس"

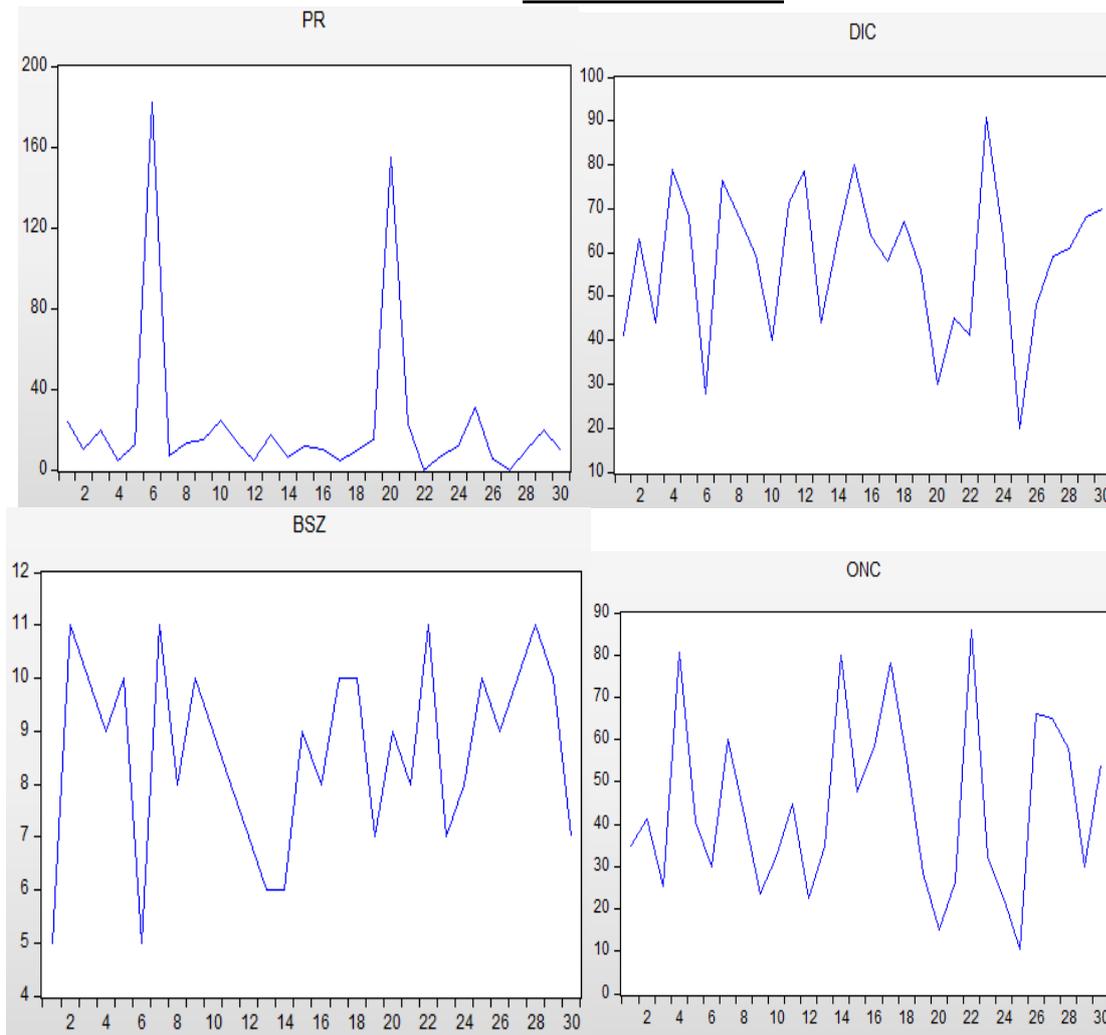
المصدر: تقرير صندوق النقد العربي، 2017

أولاً: التحليل الوصفي لسلسلة مضاعف الربحية (PR)، الإفصاح والشفافية (DIC)، تركز الملكية (OCN)، حجم مجلس الإدارة (BSZ).

1-1- تمثل البيانات 1، 2، 3، 4 من الشكل (1) تطور PR ، DIC ، OCN ،

BSZ

الشكل (04-15): التمثيل البياني للسلاسل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

1-2- الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل :

الجدول رقم (10-04): الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل

	PR	ONC	DIC	BSZ
Mean	22.37533	44.24833	58.19933	8.633333
Median	11.27500	40.96000	62.00000	9.000000
Maximum	182.1300	86.00000	91.00000	11.00000
Minimum	0.000000	10.50000	20.00000	5.000000
Std. Dev.	40.54944	20.68908	16.92588	1.771096
Skewness	3.332227	0.457211	-0.388984	-0.488993
Kurtosis	12.68834	2.210051	2.581991	2.274845
Jarque-Bera	172.8487	1.825234	0.974960	1.852880
Probability	0.000000	0.401472	0.614172	0.395961
Sum	671.2600	1327.450	1745.980	259.0000
Sum Sq. Dev.	47683.46	12413.10	8308.077	90.96667
Observations	30	30	30	30

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

قراءة الجدول تبين أن المعطيات يمكن أن تبتعد عن خصائص التوزيع الطبيعي (بالنظر إلى معامل التفلطح وإحصائية BJ). وهذه الملاحظة هامة لأنها قد لا تعطي مصداقية للتحليل الإحصائي وهذا لصغر حجم العينة (30).

ثانياً: صياغة النموذج الهيكلي وتحليل استقرارية السلاسل

1-2- صياغة النموذج الهيكلي: لإيجاد العلاقة بين مضاعف الربحية ومحدداته نقوم بتقدير النموذج عن طريق الانحدار المتعدد لتحديد المتغيرات المؤثرة للمتغير التابع، وتعتبر طريقة المربعات الصغرى العادية الطريقة المثلى في تقدير النموذج الأمثل، وبالتالي يتم وصف النموذج الرياضي كالتالي:

$$PR_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}OCN_i + \hat{\gamma}DIC_i + \hat{\delta}BSZ_i + \hat{\theta}ICA_i + \hat{\varepsilon}_i \dots \dots \dots (3)$$

حيث:

PR_i : تمثل مضاعف الربحية للشركة i .

OCN_i : تمثل تركيز الملكية للشركة i .

DIC_i : تمثل الإفصاح والشفافية للشركة i .

BSZ_i : تمثل حجم مجلس الإدارة للشركة i .

ICA_i : متغيرة صماء تمثل استقلالية مجلس الإدارة، تأخذ القيمة 1 في حالة الاستقلالية بين رئيس مجلس

الإدارة والمدير والقيمة 0 إذا لم يكن هناك استقلالية.

$\hat{\varepsilon}_i$: الخطأ العشوائي، نفرض أن له وسط حسابي يساوي الصفر وتباين ثابت وعدم وجود ارتباط ذاتي

بين الأخطاء.

2-2- دراسة استقرارية: لاختبار استقرارية السلاسل محل الدراسة سنستخدم على اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، حيث سنقوم بتلخيص نتائج اختبار استقرارية السلاسل في الجدول التالي:

الجدول رقم (11-04): نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوي (أنظر الملحق رقم 09)

المتغيرات	درجة التأخير	النموذج ج	المعامل	احتمال المعامل	درجة الحرية	القرار
PR	0	3	b	0.5145	1%	b=0
			c	0.0140	1%	c=0
			λ	0.0002	1%	$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة
OCN	0	3	b	0.8360	1%	b=0
			c	0.0001	1%	$c \neq 0$
			λ	0.0000	1%	$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة
DIC	1	6	b	0.5369	1%	b=0
			c	0.0000	1%	$c \neq 0$
			λ	0.0000	1%	$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة
BSZ	0	3	b	0.7793	1%	b=0
			c	0.0000	1%	$c \neq 0$
			λ	0.0000	1%	$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أن كل السلاسل مستقرة عند المستوى.

تقدير النموذج الهيكلي: نقوم بتقدير النموذج اعتماداً على المتغيرات المفسرة فكانت نتائج عملية

التقدير كالتالي:

الجدول رقم (04-12): يبين تقدير النموذج الأول

Dependent Variable: PR				
Method: Least Squares				
Date: 01/02/18 Time: 21:07				
Sample: 1 30				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC	-0.234769	0.352648	-0.665732	0.5117
DIC	-0.976571	0.405404	-2.408886	0.0237
BSZ	-5.209366	3.532061	-1.474880	0.1527
ICA	-16.67990	15.56475	-1.071646	0.2941
C	145.1374	35.93137	4.039295	0.0004
R-squared	0.434365	Mean dependent var		22.37533
Adjusted R-squared	0.343864	S.D. dependent var		40.54944
S.E. of regression	32.84595	Akaike info criterion		9.972546
Sum squared resid	26971.41	Schwarz criterion		10.20608
Log likelihood	-144.5882	Hannan-Quinn criter.		10.04725
F-statistic	4.799538	Durbin-Watson stat		2.140022
Prob(F-statistic)	0.005187			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

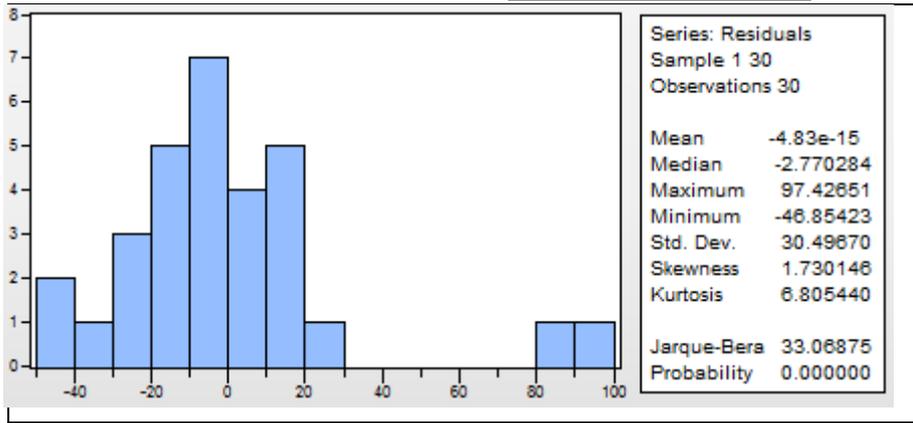
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن جل المعاملات ليس لها معنى إحصائي لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من حد المعنوية 0.05 أي أنها غير مقبولة إحصائياً وليس لها تأثير جيد في النموذج، كما نلاحظ كذلك أن احتمال إحصائية فيشر أكبر من حد المعنوية 0.05 أي أن المعلمات غير معنوية إجمالاً. وبالتالي نقول على هذا النموذج غير مقبول من الناحية الإحصائية ولا يمكن الاعتماد عليه. لصلاحيته نلجأ إلى اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي فمن الممكن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي لأن حجم العينة صغير ويساوي (30).

أ- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: من أجل اختبار فرضية العدم H_0 سلسلة البواقي ذات توزيع طبيعي نقوم بحساب إحصائية جاك بيرا (JB) التي تتبع توزيع $\chi^2_{1-\alpha}$:

- فرضيات هذا الاختبار هي:
 البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي H_1 :
 البواقي تتبع التوزيع الطبيعي H_0 :

بعد إجراء هذا الاختبار باستعمال البرنامج (Eviews7) تحصلنا على النتائج الموضحة في الشكل التالي:

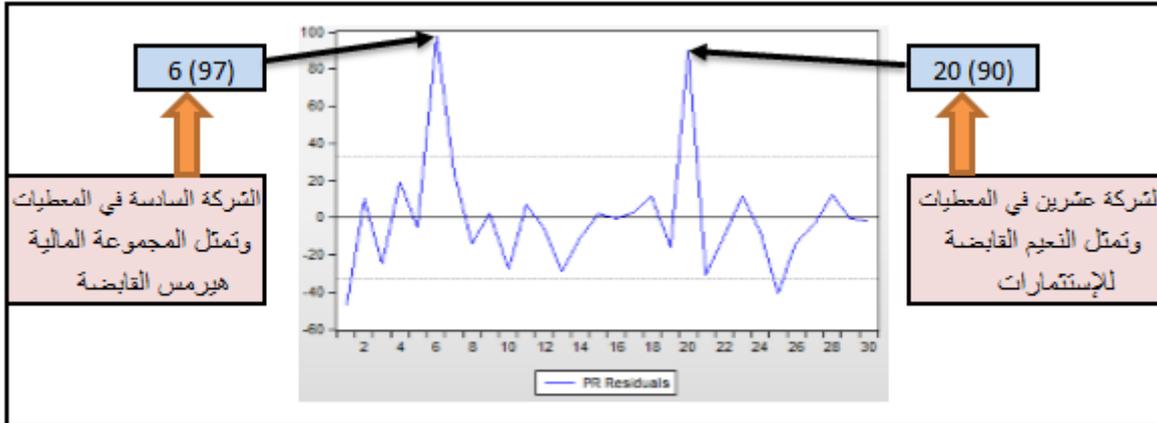
الشكل رقم (04-16): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل أن الاحتمال المقابل للإحصائية JB أقل من 0.05 أي $P = 0.000 < 0.05$ ومنه نرفض فرضية العدم H_0 بمعنوية 5% أي البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي. لتصحيح هذا الاختبار نلجأ إلى منحني البواقي حتى نكشف أين الخلل.

الشكل رقم (04-17): منحني بواقي PR



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال المنحني الخلل موجود في المشاهدة السادسة والمشاهدة العشرون إذن لتصحيح هذا الاختبار ندخل متغيرة صماء (وهمية) في النموذج بحيث تأخذ القيمة (1) في تلك المشاهدين (6 و20) وتأخذ القيمة (0) في المشاهدات الأخرى.

النموذج المقدر بعد إدخال المتغيرة الصماء بالإضافة أو إسقاط بعض المتغيرات تدريجياً بهدف التوصل في النهاية إلى توليفة المتغيرات التفسيرية المثلى الأكثر فاعلية وتأثيرها على المتغير التابع والمتمثل لدينا هنا في مضاعف الربحية (PR) فكانت النتائج الموجزة لهاذا التقدير كما يلي:

جدول رقم (04-13): يبين تقدير النموذج الثاني

Dependent Variable: PR				
Method: Least Squares				
Date: 01/02/18 Time: 14:19				
Sample (adjusted): 6 30				
Included observations: 25 after adjustments				
Convergence achieved after 15 iterations				
MA Backcast: 3 5				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC	-0.078173	0.025613	-3.052110	0.0072
DIC	-0.291542	0.024041	-12.12664	0.0000
BSZ	-0.865482	0.462990	-1.869331	0.0789
ICA	-9.693390	2.304851	-4.205648	0.0006
M	129.8657	2.706329	47.98591	0.0000
C	46.05834	6.000463	7.675796	0.0000
AR(5)	0.351007	0.115262	3.045307	0.0073
MA(3)	-0.979933	0.031385	-31.22343	0.0000
R-squared	0.997182	Mean dependent var	24.05600	
Adjusted R-squared	0.996022	S.D. dependent var	44.26304	
S.E. of regression	2.791748	Akaike info criterion	5.145550	
Sum squared resid	132.4955	Schwarz criterion	5.535590	
Log likelihood	-56.31938	Hannan-Quinn criter.	5.253731	
F-statistic	859.4445	Durbin-Watson stat	2.053990	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.81	.25-.77i	.25+.77i	-.66-.48i
Inverted MA Roots	-.66+.48i	.99	-.50-.86i	-.50+.86i

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

$$PR_i = 46.05 - \underbrace{0.078}_{(-3.05)} OCN_i - \underbrace{0.29}_{(-12.12)} DIC_i - \underbrace{0.86}_{(-1.86)} BSZ_i - \underbrace{9.69}_{(-4.2)} ICA_i + [AR(5) = +0.35, MA(3) = -0.97] \dots \dots \dots (4)$$

ثالثاً: تشخيص النموذج المقدر الثاني

نموذج المعادلة (2) معنوي عند 5% بالنظر إلى إحصائية DW تبين غياب الارتباط بين الأخطاء من الدرجة الأولى (DW=2.05)، ويؤكد اختبار بروش غودفراي إلى عدم وجود مشكلة ارتباط الأخطاء من الدرجة (2) لأن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من مستوى المعنوية أي $prob=0.1163 > 0.05$ (أنظر الملحق رقم 11)، كما يؤكد اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي إلى أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وذلك من خلال الاحتمال المقابل للإحصائية $P(B)=0.515 > 0.05$ (أنظر الملحق رقم 12)، وكذلك تشير إحصائية اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) إلى قبول فرضية عدم القائلة بثبات تبين الأخطاء نظراً لأن احتمال إحصائية BP (0.3986) أكبر من مستوى المعنوية 5% (أنظر الملحق رقم

13).

رابعاً: تقييم النموذج المقدر

1-1- تقييم النموذج من الناحية الإحصائية:

1-1- اختبار جودة النموذج: إن قيمة معامل التحديد R^2 عالية جداً وتساوي 0.9971 أي 99.71% وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 99.71% من التغير الحاصل في المتغير التابع (PR) وأما النسبة الضئيلة الباقية حوالي 0.29% تمثل متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

1-2- المعنوية الفردية (اختبار ستودنت): نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل المعاملات الاحتمال المقابل لها أقل من 0.05. إلا معلمة BSZ فهي معنوية عند 10%، إذن نقول على هذه المعلمات أن لها معنى إحصائي وتأثير جيد في النموذج.

1-3- المعنوية الإجمالية (اختبار فيشر): إن احصائية فيشر تساوي 859.44 والاحتمال المقابل لها معدوم 0.000 وهو احتمال أقل من حد المعنوية 0.05 مما يجعلنا نرفض فرضية العدم وبالتالي نقول بأن النموذج معنوي إجمالياً، وعليه يوجد على الأقل إحدى المتغيرات المفسرة تشرح بشكل جيد المتغير التابع (PR).

2- تقييم النموذج من الناحية الاقتصادية:

- وجود أثر سالب معنوي قوي لتركز الملكية على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدره للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لتركز الملكية حوالي -0.078- ويعني هذا أن الزيادة في ONC بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 0.078، هذه العلاقة العكسية مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية.

- وجود أثر سالب معنوي قوي للإفصاح والشفافية على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدره للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة للإفصاح والشفافية حوالي -0.291- ويعني هذا أن الزيادة في DIC بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 0.291، هذه العلاقة العكسية مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية.

- وجود أثر سالب معنوي قوي لحجم مجلس الإدارة على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدره للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لحجم مجلس الإدارة حوالي -0.865- ويعني هذا أن الزيادة في BSZ بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 0.865، هذه العلاقة العكسية مطابقة تماماً لمنطق النظرية الاقتصادية.

-وجود أثر سالب معنوي قوي لاستقلالية مجلس الإدارة على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة حوالي 9.69- ويعني هذا أن الزيادة في ICA بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 9.69، هذه العلاقة العكسية مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية.

المطلب الثاني: دراسة قياسية لكفاءة سوق دبي بدلالة محددات حوكمة الشركات
 إن البيانات المحصل عليها من الشركات المكونة لمؤشر "DFM" موضحة في الجدول التالي:
الجدول رقم (04-14): المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لسوق دبي المالي

استقلالية مجلس الإدارة (ICA)	حجم مجلس الإدارة (BSZ)	الافصاح والشفافية (DIC)(%)	تركز الملكية (OCN)(%)	مكررات الارباح (PR)	الشركات المدرجة في سوق دبي المالي
0	5	60	36.85%)	12.63	Arabian Scandinavian
0	4	33	21%	83.68	أمانات
0	7	24	25.5%	91.15	أماكن للتمويل
1	4	70	83%	8.38	إعمار
0	4	57	58%	13.62	إعمار مولز
0	5	66	40%	13.63	الإمارات للاتصالات المتكاملة
1	4	81.3 3	90%	6.27	الإمارات دبي الوطنية
0	4	48	38.5	20.83	الخليج القابضة للملاحة
1	5	75	50	10	العربية للطيران
1	4	76	72	9.4	الوطنية العامة للتأمين
0	5	69	65	12.64	الوطنية للتبريد
1	3	91	88	5.9	بنك المشرق
1	3	74	75	8.51	بنك دبي الاسلامي
1	2	59	66	11.89	بنك دبي التجاري
0	3	38	27.5	57.34	تكافل الامارات
1	4	73	78.66	9.25	دار التكافل
1	5	84	78	6.29	داماك

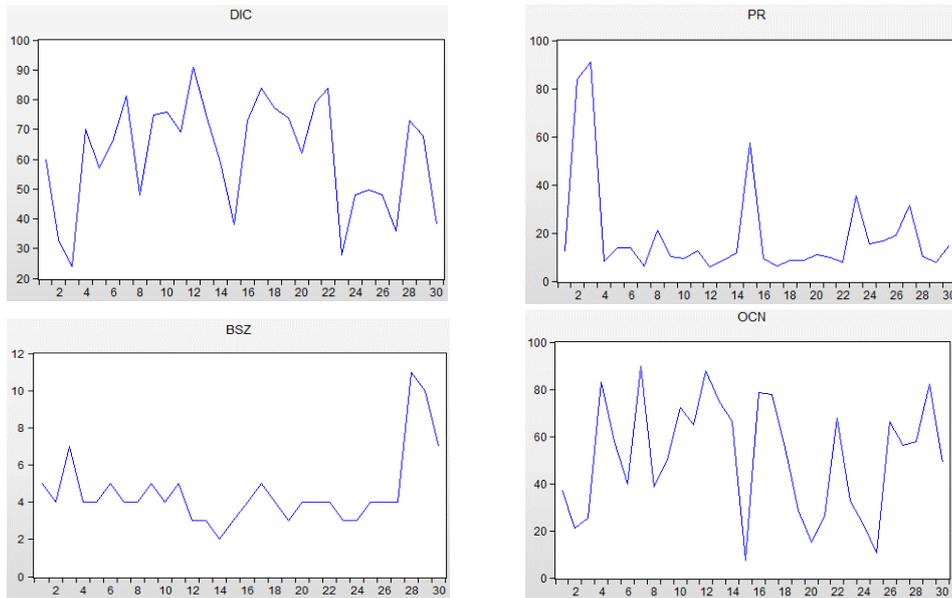
1	4	77	55	8.48	دبي الوطنية للتأمين
1	3	74	28.5	8.65	دبي للاستثمار
1	4	62	15	11.16	دبي للتأمين
1	4	79	26.5	9.6	دي أكس بي انتر تينمنتس
1	4	84	86	7.79	سلامة
0	3	28	32.5	35.25	سوق دبي المالي
0	3	48	22.5	15.29	شركة آراماكس
0	4	49.66	10.5	16.57	شركة الاسمنت الوطنية
0	4	48	66	19.09	شركة ديار للتطوير
0	4	36	65	31.45	شعاع كابيتال
1	11	73	58	10.02	عمان للتأمين
1	10	68	82	7.8	شركة ماركة
0	7	38	49	15	مصرف عجمان

أولاً: التحليل الوصفي لسلسلة مضاعف الربحية (PR)، الإفصاح والشفافية (DIC)، تركز الملكية (OCN)، حجم مجلس الإدارة (BSZ).

1-1- تمثل البيئات 1، 2، 3، 4 من الشكل (1) تطور PR، DIC، OCN،

BSZ

الشكل رقم (04-18): التمثيل البياني للسلاسل



المصدر: م. اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج

1-2- الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل

الجدول رقم (04-15): الدراسة الإحصائية الوصفية للسلاسل

	PR	OCN	DIC	BSZ
Mean	19.25200	51.41767	61.43300	4.533333
Median	11.52500	55.50000	67.00000	4.000000
Maximum	91.15000	90.00000	91.00000	11.00000
Minimum	5.900000	7.520000	24.00000	2.000000
Std. Dev.	21.32688	24.61800	18.37753	1.942862
Skewness	2.455331	-0.166554	-0.474686	2.029145
Kurtosis	7.996879	1.824046	2.118576	6.988858
Jarque-Bera	61.35425	1.867288	2.097770	40.47589
Probability	0.000000	0.393119	0.350328	0.000000
Sum	577.5600	1542.530	1842.990	136.0000
Sum Sq. Dev.	13190.24	17575.33	9794.280	109.4667
Observations	30	30	30	30

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

قراءة الجدول تبين أن المعطيات يمكن أن تبتعد عن خصائص التوزيع الطبيعي (بالنظر إلى معامل التفلطح وإحصائية BJ). وهذه الملاحظة هامة لأنها قد لا تعطي مصداقية للتحليل الإحصائي وهذا لصغر حجم العينة (30).

ثانياً: صياغة النموذج الهيكلي وتحليل استقرارية السلاسل

2-1- صياغة النموذج الهيكلي: لإيجاد العلاقة بين مضاعف الربحية ومحدداته نقوم بتقدير النموذج عن طريق الانحدار المتعدد لتحديد المتغيرات المؤثرة للمتغير التابع، وتعتبر طريقة المربعات الصغرى العادية الطريقة المثلى في تقدير النموذج الأمثل، ويتالي يتم وصف النموذج الرياضي كالتالي:

$$PR_i = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 OCN_i + \hat{\alpha}_2 DIC_i + \hat{\alpha}_3 BSZ_i + \hat{\alpha}_4 ICA_i + \hat{\epsilon}_i \dots \dots (1)$$

حيث:

PR_i : تمثل مضاعف الربحية للشركة i .

OCN_i : تمثل تركيز الملكية للشركة i .

DIC_i : تمثل الإفصاح والشفافية للشركة i .

BSZ_i : تمثل حجم مجلس الإدارة للشركة i .

ICA_i : متغيرة صماء تمثل استقلالية مجلس الإدارة، تأخذ القيمة 1 في حالة الاستقلالية بين رئيس مجلس

الإدارة والمدير والقيمة 0 إذا لم يكن هناك استقلالية.

ε_i : الخطأ العشوائي، نفرض أن له وسط حسابي يساوي الصفر وتباين ثابت وعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

2-2- دراسة استقرارية: لاختبار استقرارية السلاسل محل الدراسة سنستخدم على اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، حيث سنقوم بتلخيص نتائج اختبار استقرارية السلاسل في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-16): نتائج اختبار ADF لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوي (أنظر الملحق رقم 10)

القرار	درجة الحرية	احتمال المعامل	المعامل	النموذج	درجة التأخير	المتغيرات
b=0	1%	0.1977	b	3	0	PR
c=0	1%	0.0145	c	2		
$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة	1%	0.0015	λ	1		
b=0	1%	0.6902	b	3	0	OCN
$c \neq 0$	1%	0.0004	c			
$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة	1%	0.0001	λ	2		
b=0	1%	0.7221	b	3	0	DIC
$c \neq 0$	1%	0.0009	c			
$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة	1%	0.0005	λ	2		
b=0	1%	0.2597	b	3	0	BSZ
c=0	1%	0.0185	c	2		
$\lambda = 0$ السلسلة غير مستقرة	1%	0.4567	λ	1		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أن كل السلاسل مستقرة عند المستوى إلا السلسلة BSZ في غير مستقرة من النوع DS ولجعلها مستقرة نقوم بإجراء الفرق من الدرجة الأولى.

الجدول رقم (04-17): نتائج اختبار ADF لسلسلة BSZ عند الفروق من الدرجة الأولى.

b=0	1%	0.5226	b	3	0	DBSZ
c=0	1%	0.6699	c	2		
$\lambda \neq 0$ السلسلة مستقرة	1%	0.0000	λ	1		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

تقدير النموذج الهيكلي: نقوم بتقدير النموذج اعتماداً على المتغيرات المفسرة فكانت نتائج عملية التقدير كالتالي:

الجدول رقم (04-18): يبين تقدير النموذج الأول

Dependent Variable: PR				
Method: Least Squares				
Date: 12/29/17 Time: 03:16				
Sample (adjusted): 2 30				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCN	-0.063925	0.144032	-0.443828	0.6611
DIC	-1.004036	0.276103	-3.636456	0.0013
D(BSZ)	1.591165	1.547081	1.028495	0.3140
ICA	8.175819	9.473125	0.863054	0.3967
C	79.90937	12.19305	6.553682	0.0000
R-squared	0.611410	Mean dependent var		19.48034
Adjusted R-squared	0.546645	S.D. dependent var		21.66703
S.E. of regression	14.58877	Akaike info criterion		8.353967
Sum squared resid	5107.973	Schwarz criterion		8.589707
Log likelihood	-116.1325	Hannan-Quinn criter.		8.427798
F-statistic	9.440428	Durbin-Watson stat		0.867097
Prob(F-statistic)	0.000099			

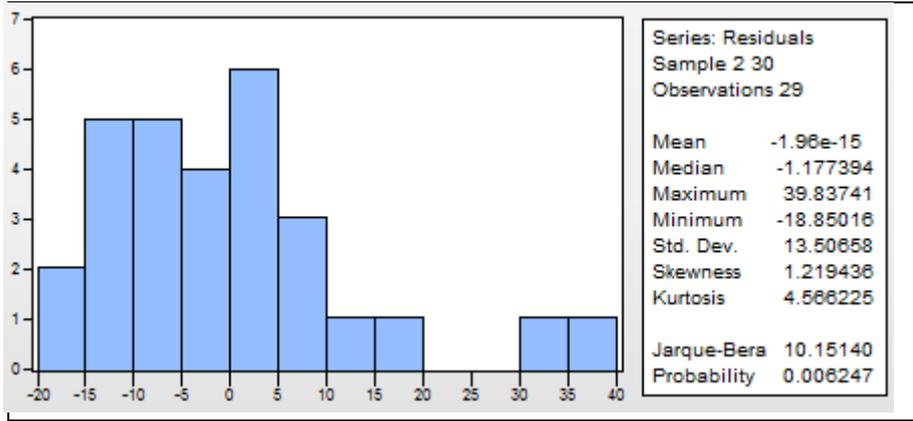
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن جل المعاملات ليس لها معنى إحصائي لأن الاحتمال المقابل لها أكبر من حد المعنوية 0.05 أي أنها غير مقبولة إحصائياً وليس لها تأثير جيد في النموذج، كما نلاحظ كذلك أن إحصائية DW تبين ارتباط بين الأخطاء من الدرجة الأولى ($DW=0.867$). وبالتالي نقول على هذا النموذج غير مقبول من الناحية الإحصائية ولا يمكن الاعتماد عليه. لصلاحيته نلجأ إلى اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي فمن الممكن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي لأن حجم العينة صغير وتساوي (30).

أ- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: من أجل اختبار فرضية العدم H_0 سلسلة البواقي ذات توزيع طبيعي نقوم بحساب إحصائية جاك بيرا (JB) التي تتبع توزيع $\chi^2_{1-\alpha}$:
 - فرضيات هذا الاختبار هي: البواقي تتبع التوزيع الطبيعي : H_0
 البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي : H_1

بعد إجراء هذا الاختبار باستعمال البرنامج (Eviews7) تحصلنا على النتائج الموضحة في الشكل التالي:

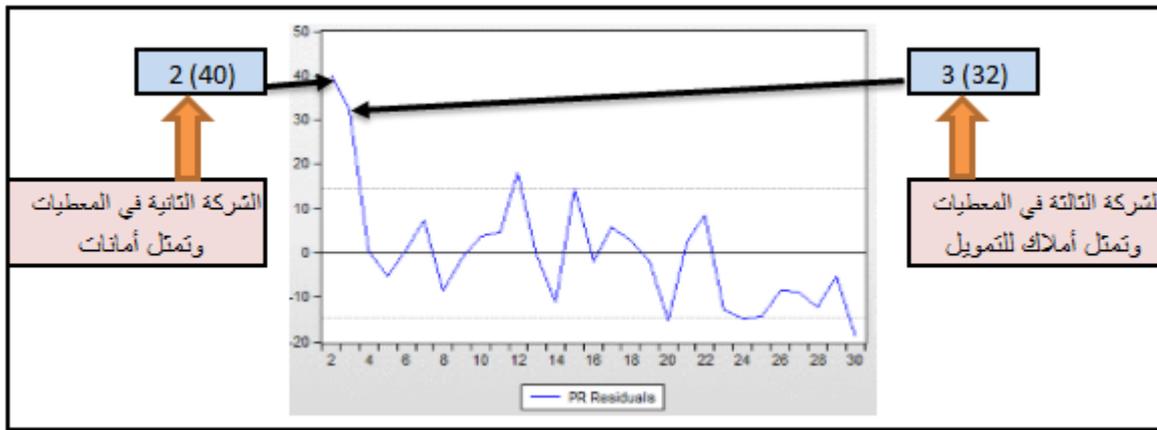
الشكل رقم (04-19): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال الشكل أن الاحتمال المقابل للإحصائية JB أقل من 0.05 أي $(P = 0.006 < 0.05)$ ومنه نرفض فرضية العدم H_0 بمعنوية 5% أي البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي. لتصحيح هذا الاختبار نلجأ إلى منحني البواقي حتى نكشف أين الخلل.

الشكل رقم (04-20): منحني بواقي PR



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

نلاحظ من خلال المنحنى الخلل موجود في المشاهدة الثانية والمشاهدة الثالثة إذن لتصحيح هذا الاختبار ندخل متغيرة صماء (وهيئة) في النموذج بحيث تأخذ القيمة (1) في تلك المشاهدتين (2 و 3) وتأخذ القيمة (0) في المشاهدات الأخرى.

النموذج المقدر بعد إدخال المتغيرة الصماء بالإضافة أو إسقاط بعض المتغيرات تدريجياً بهدف التوصل في النهاية إلى توليفة المتغيرات التفسيرية المثلى الأكثر فاعلية وتأثيرها على المتغير التابع والمتمثل لدينا هنا في مضاعف الربحية (PR) فكانت النتائج الموجزة لهاذا التقدير كما يلي:

جدول رقم (04-19): يبين تقدير النموذج الثاني

Dependent Variable: PR				
Method: Least Squares				
Date: 12/29/17 Time: 11:47				
Sample (adjusted): 13 30				
Included observations: 18 after adjustments				
Convergence achieved after 12 iterations				
MA Backcast: OFF (Roots of MA process too large)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCN	0.094920	0.043606	2.176746	0.0545
DIC	-0.515347	0.104423	-4.935184	0.0006
D(BSZ)	-1.910153	0.961794	-1.986032	0.0751
ICA	2.666448	4.010463	0.664873	0.5212
C	40.94209	4.114927	9.949652	0.0000
M	29.96059	1.688802	17.74073	0.0000
AR(11)	-0.221854	0.052687	-4.210813	0.0018
MA(15)	7.396577	4.357979	1.697249	0.1205
R-squared	0.968224	Mean dependent var		16.07944
Adjusted R-squared	0.945981	S.D. dependent var		13.03327
S.E. of regression	3.029193	Akaike info criterion		5.355572
Sum squared resid	91.76012	Schwarz criterion		5.751293
Log likelihood	-40.20015	Hannan-Quinn criter.		5.410137
F-statistic	43.52912	Durbin-Watson stat		2.087156
Prob(F-statistic)	0.000001			
Inverted AR Roots	.84-.25i	.84+.25i	.57+.66i	.57-.66i
	.12+.86i	.12-.86i	-.36+.79i	-.36-.79i
	-.73+.47i	-.73-.47i	-.87	
Inverted MA Roots	1.12+.24i	1.12-.24i	.92+.67i	.92-.67i
	.57-.99i	.57+.99i	.12-1.14i	.12+1.14i
	-.35-1.09i	-.35+1.09i	-.76-.85i	-.76+.85i
	-1.04+.46i	-1.04-.46i	-1.14	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews7)

$$PR_t = 40.94 + \frac{0.094}{(2.17)} OCN_t - \frac{0.51}{(-4.93)} DIC_t - \frac{1.91}{(-1.98)} D(BSZ_t) + \frac{2.66}{(0.66)} ICA_t + [AR(11) = -0.22, MA(15) = +7.39 \dots \dots \dots (4)$$

ثالثاً: تشخيص النموذج المقدر الثاني

نموذج المعادلة (4) معنوي عند 5% بالنظر إلى إحصائية DW تبين غياب الارتباط بين الأخطاء من الدرجة الأولى (DW=2.08)، ويؤكد اختبار بروش غودفراي إلى عدم وجود مشكلة ارتباط الأخطاء من الدرجة (2) لأن الاحتمال المقابل لقيمة F أكبر من مستوى المعنوية أي $prob=0.8245 > 0.05$ (أنظر الملحق رقم 14)، كما يؤكد اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي إلى أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وذلك من خلال الاحتمال المقابل للإحصائية $(JB)P=0.685 > 0.05$ (أنظر الملحق رقم 15)، وكذلك

تشير إحصائية اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) إلى قبول فرضية عدم القائلة بثبات تباين الأخطاء نظراً لأن احتمال إحصائية BP (0.9466) أكبر من مستوى المعنوية 5% (أنظر الملحق رقم 16).

رابعاً: تقييم النموذج المقدر

1- تقييم النموذج من الناحية الإحصائية:

1-1- اختبار جودة النموذج: إن قيمة معامل التحديد R^2 عالية جداً وتساوي 0.968582 أي 96.82% وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 96.82% من التغير الحاصل في المتغير التابع (PR) وأما النسبة الضئيلة الباقية حوالي 3.18% تمثل متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

1-2- المعنوية الفردية (اختبار ستودنت): نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل المعاملات الاحتمال المقابل لها أقل من 0.1. إذن نقول على هذه المعلمات أن لها معنى إحصائي وتأثير جيد في النموذج.

1-3- المعنوية الإجمالية (اختبار فيشر): إن إحصائية فيشر تساوي 43.52 والاحتمال المقابل لها معدوم 0.000001 وهو احتمال أقل من حد المعنوية 0.05 مما يجعلنا نرفض فرضية العدم وبالتالي نقول بأن النموذج معنوي إجمالياً، وعليه يوجد على الأقل إحدى المتغيرات المفسرة تشرح بشكل جيد المتغير التابع (PR).

2- تقييم النموذج من الناحية الاقتصادية:

- وجود أثر موجب معنوي قوي لتركز الملكية على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لتركز الملكية حوالي 0.094 ويعني هذا أن الزيادة في ONC بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى ارتفاع PR بـ 0.094، هذه العلاقة الطردية مطابقة تماماً لمنطق النظرية الاقتصادية.

- وجود أثر سالب معنوي قوي للإفصاح والشفافية على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة للإفصاح والشفافية حوالي -0.515 ويعني هذا أن الزيادة في DIC بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 0.515، هذه العلاقة العكسية مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية.

- وجود أثر سالب معنوي قوي لحجم مجلس الإدارة على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لحجم مجلس الإدارة حوالي -1.91 ويعني هذا أن الزيادة في BSZ بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 1.91، هذه العلاقة العكسية مطابقة تماماً لمنطق النظرية الاقتصادية.

الاقتصادية.

-وجود أثر موجب معنوي قوي لاستقلالية مجلس الإدارة على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة حوالي 2.66 ويعني هذا أن الزيادة في ICA بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى ارتفاع PR بـ 2.66، هذه العلاقة الطردية مطابقة تماما لمنطق النظرية الاقتصادية.

خلاصة :

تؤدي مبادئ حوكمة الشركات دوراً فاعلاً في استيفاء خصائص السوق الكفاءة، من خلال دفع الشركات المطبقة لها إلى الإفصاح عن معلومات متماثلة بأعلى جودة ومصداقية، مما يسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، وانطلاقاً من عرض تجربة الأسواق المالية العربية المختارة تمّ التوصل إلى ما يلي:

- يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أكثر مبادئ الحوكمة مساهمة في رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال إلزام الشركات بتوفير قنوات لنشر المعلومات، وإتاحة الفرصة لكل المتعاملين في الحصول عليها بعدالة في الوقت الملائم، وبأدنى تكلفة، وكلما زاد تركيز الملكية لأسهام الشركة أدى ذلك إلى تحسن إدارة الشركة من خلال تخفيض تكلفة الوكالة، أي أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مبدأ تركيز الملكية وتفعيل سوق الأوراق المالية.

كما أكدت النتائج على وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حوكمة الشركات المقاسة بحجم مجلس الإدارة، و كفاءة سوق الأوراق المالية الناشئة المختارة في عينة الدراسة، ذلك أن فصل الأدوار الرئيسية بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي دوراً هاماً في فاعلية وكفاءة المجلس، بحيث لا يسند منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لنفس الشخص.

ونظراً لأهمية أسواق الأوراق المالية الناشئة، دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير أسواقها للأوراق المالية، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة، فأسواق الأوراق المالية العربية تتميز بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي، أمام نظيرتها من الأسواق المتقدمة، مما دفع بالجهات الفاعلة في أسواق رأس المال العربية بذل المزيد من الجهود لإرساء وتعزيز مبادئ حوكمة الشركات.

خاتمة عامة

خاتمة:

تعد أسواق الأوراق المالية أحد المصادر المهمة والأساسية في توفير التمويل لاقتصاديات الدول، وفي ظل التنافس الدولي على جذب الاستثمارات وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل فقد ساد الاهتمام بتطوير ورفع كفاءة هذه الأسواق نظرا لأهمية عنصر الكفاءة في التخصيص الجيد للموارد المالية من جهة وفي استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين من جهة أخرى، وتتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على مدى التزام الشركات بواجب الإفصاح عن معلومات موثوقة، وحصول المستثمرين عليها بعدالة وفي الوقت المناسب الأمر الذي يسمح بتقييم الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، لذلك فإن الاتجاه العام تحول نحو الاهتمام بحوكمة الشركات خاصة الشركات المدرجة بالبورصة نظرا لأهمية الدور الذي تؤديه في ترشيد إدارة الشركات وتطوير الإفصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين، فتطبيق مبادئ الحوكمة يجعل الشركات أكثر شفافية والتزاما اتجاه المساهمين بحيث يحق لهم مساءلة المديرين عن آدائهم، ومطالبتهم بالإفصاح عن معلومات تعكس الواقع الفعلي للشركات الأمر الذي يجعل المعلومات المتاحة للمستثمرين أكثر جودة وموثوقية بحيث تمكنهم من تقييم الأوراق المالية تقييما حقيقيا، الأمر الذي يمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وبهذا فقد عملت العديد من الدول على الاستفادة من مبادئ حوكمة الشركات لتنشيط ورفع كفاءة أسواق الأوراق المالية بها، وهذا من خلال إصدار موثيق خاصة بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة وجعلها كشرط للقيود واستمرار القيد.

وبالنسبة للجزائر فقد عمدت إلى انشاء سوق للأوراق المالية وشرع في النشاط منذ عام 1998، وقد تميز هذا السوق بمحدودية الأداء وعدم الكفاءة حيث يرجع ذلك إلى ضعف نظام الإفصاح، وتدني المعاملات نظرا لقلّة عدد الشركات المدرجة وغياب ثقافة البورصة، أما فيما يخص حوكمة الشركات فهي لا تلقى الاهتمام الكافي في الجزائر كما هو الحال في بقية الدول العربية حيث لا توجد إرادة جادة لتوسيع تطبيق هذا المفهوم، وقد تم الاقتصار على إصدار ميثاق حوكمة الشركات موجه أساسا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلك المدرجة بالبورصة، غير أنه لا يرقى حتى إلى مستوى الموثيق التي أصدرتها بعض الدول العربية، فهو لم يتطرق إلى جل المبادئ التي جاء بها ميثاق حوكمة الشركات الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والتي تعتبر مرجعا لأغلبية الدول في إعداد موثيقها الوطنية، كما أنه لم يكن اجباري التطبيق وإنما الالتزام به هو نابع من الإرادة الطوعية للشركات الأمر الذي يجعله غير ذي فاعلية.

- نتائج البحث:

انطلاقاً من هذه الدراسة فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

-تعتبر الصراعات التي تنشأ بين الأصيل والوكيل الناتجة عن علاقة الوكالة الدافع الأساسي الذي

أدى حتمية ظهور حوكمة الشركات .

-يكون للحوكمة دور في رفع أداء المؤسسات، وحماية حقوق جميع أصحاب المصالح اذا التزم جميع

الأعضاء في كل من مجلس الادارة والادارة التنفيذية بأداء المهام الموكلة لهم بكل نزاهة ومصداقية.

إن تفعيل دور الرقابة والتدقيق الداخليين، والحرص على استقلالية المراجع الخارجي في أداء مهمة

التحقيق من مصداقية القوائم المالية يعتبر من أهم آليات تدعيم حوكمة الشركات.

-تتطلب كفاءة أسواق الأوراق المالية تماثل المستثمرين في الحصول على المعلومات، وفي تحليلها

وتفسيرها حيث يكون لهم نفس التقييم لمخاطر وعوائد الأوراق المالية، وبالتالي لا تتاح الفرصة لأي فئة من

المستثمرين لتحقيق مكاسب على حساب فئة أخرى.

-إن كفاءة سوق الأوراق المالية تنطوي على مفهومين للكفاءة هما الكفاءة الكاملة أو التامة،

والكفاءة الاقتصادية حيث أن الكفاءة الكاملة أمر يصعب تحقيقه، في حين أن الكفاءة الاقتصادية فهي

ممكنة التحقيق.

-تعمل حوكمة الشركات على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تؤديه في رفع

أداء المؤسسات وحماية حقوق كل من له مصلحة في الشركة، والزامها على التقيد بالافصاح عن معلومات

ملائمة وموثوقة تسمح بتسعير الأوراق المالية وفق قيمها الحقيقية، حيث تزداد الثقة في الشركات ويصبح

السوق أكثر جذبا للمستثمرين.

-يعتبر مبدأ الافصاح والشفافية من أكثر مبادئ الحوكمة مساهمة في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

حيث أنه يقر بأن تلتزم الشركات بتوفير قنوات لنشر المعلومات، واطاحة الفرصة للجميع للحصول عليها

بتكلفة مناسبة وفي الوقت الملائم ، وبطريقة تتسم بالعدالة.

-وجود أثر معنوي قوي لتركز الملكية على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة

للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لتركز الملكية حوالي 0.094 ويعني هذا أن الزيادة في ONC

بنسبة 1% سوف تؤدي إلى ارتفاع PR بـ 0.094 %، هذه العلاقة الطردية مطابقة تماما لمنطق النظرية

الاقتصادية.

-وجود أثر سالب معنوي قوي للإفصاح والشفافية على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة

للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة للإفصاح والشفافية حوالي -0.515- ويعني هذا أن الزيادة في DIC

بنسبة 1% سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 0.515%، هذه العلاقة العكسية مخالفة لمنطق النظرية الاقتصادية.

- وجود أثر سالب معنوي قوي لحجم مجلس الإدارة على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لحجم مجلس الإدارة حوالي 1.91- ويعني هذا أن الزيادة في BSZ بنسبة 1% سوف تؤدي إلى انخفاض PR بـ 1.91%، هذه العلاقة العكسية مطابقة تماما لمنطق النظرية الاقتصادية.

- وجود أثر موجب معنوي قوي لاستقلالية مجلس الإدارة على مضاعف الربحية، فقد بلغت القيمة المقدرة للمرونة الجزئية لمضاعف الربحية بالنسبة لاستقلالية مجلس الإدارة حوالي 2.66 ويعني هذا أن الزيادة في ICA بنسبة 1% سوف تؤدي إلى ارتفاع PR بـ 2.66%، هذه العلاقة الطردية مطابقة تماما لمنطق النظرية الاقتصادية.

- يتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بعدم الكفاءة ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها:

* ضعف نظام الإفصاح والذي يعود إلى تخلي الشركات عن دورها في تزويد المستثمرين بمعلومات كافية وفي الوقت المناسب من جهة، وعدم وجود قنوات واسعة ومختلفة لنشر وتحليل المعلومات تعمل على تقديم النصح للمستثمرين وتزويدهم بالمعلومات المناسبة لاتخاذ القرارات من جهة أخرى.

* محدودية عدد الشركات المدرجة بالبورصة الأمر الذي انعكس سلبا على حجم المعاملات،

خاصة في ظل غياب ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري.

* سيطرة السندات في السوق على حساب الأسهم مما يوحي برغبة السلطات في المحافظة على

الملكية العامة، وبالتالي عدم فسح المجال للقطاع الخاص سواء الوطني أو الأجنبي لتمويل ومراقبة المؤسسات العمومية أي الحد من قدرة القطاع الخاص في تنشيط ورفع كفاءة السوق.

- إن حوكمة الشركات في الجزائر لا تلقى الاهتمام الكافي كما هو الحال في بقية الدول العربية،

والتي كانت لها جهود حثيثة لتوسيع ثقافة الحوكمة بيئة الأعمال الداخلية، وقد دفعها ذلك إلى إصدار

موثيق لحوكمة الشركات المدرجة ببورصاتها قصد الاستفادة من مبادئ الحوكمة في تنشيط ورفع أداء وكفاءة هذه البورصات.

- إن ميثاق حوكمة الشركات الصادر بالجزائر هو ميثاق ضعيف وغير مفصل، وهذا على عكس

موثيق حوكمة الشركات المدرجة بالبورصة التي أصدرتها بعض الدول العربية مثل الأردن، ومصر والتي

توافقت المبادئ التي احتوت عليها تلك الموثيق إلى حد بعيد مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

- توصيات البحث:

انطلاقا من النتائج التي تم التوصل إليها فان أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة برفع كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر تتمثل فيما يلي:

- 1- نظرا لمحدودية عدد الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية في الجزائر فلا بد من الاهتمام بتوسيع نطاق الخوصصة، فهناك مؤسسات إقتصادية تتمتع بوضعية مالية مريحة وأداء جيد مثل البنوك، يمكن أن تكون موضوع خوصصة، الأمر الذي يجعلها تساهم في تنشيط هذا السوق.
- 2- توسيع ملكية الخواص في رأس مال الشركات وعدم الاقتصار على نسبة 20% المعمول بها عادة، وهو ما يسمح بأن تكون نسبة كبيرة من رأس مال الشركات موضوع تداول.
- 3- ضرورة الاهتمام بنشر ثقافة الحوكمة وهذا من خلال انشاء معاهد متخصصة في حوكمة الشركات والتي تعمل تحضير خطط لجعل جميع المؤسسات الوطنية تلتزم بمبادئ حوكمة الشركات قصد الارتقاء بأدائها، والقضاء على كافة أشكال الفساد المتفشي بها خاصة المؤسسات الاقتصادية العمومية.
- 4- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة بمراقبة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، حيث تقوم بتقييم التزام الشركات بهذه المبادئ وفرض عقوبات على المؤسسات التي لا تلتزم بذلك.
- 5- تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة، مع الاهتمام بالمعايير الدولية للمراجعة لضمان قيام الشركات بالافصاح عن قوائم مالية تعكس المركز الحقيقي لها.
- 6- الاهتمام بتكوين لجان متخصصة على مستوى الشركات مثل لجان المراجعة، لجنة الترشيحات والمكافآت، ولجنة إدارة المخاطر، لمساعدة مجلس الادارة في أداء المهام الموكلة له دون أية ضغوط.
- 7- الاهتمام باعداد لائحة لحوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية تتوافق مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وجعلها اجبارية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في أداء مهمة التحقق من التزام الشركات المدرجة بالبورصة بهذه اللائحة.
- 8- مراجعة شروط الإدراج بالبورصة من خلال تضمين مبادئ الحوكمة ضمن هذه الشروط.
- 9- الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة، واجبار هذه المؤسسات على القيام بنشر قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر على نشاطها بصفة دورية في الصحف والمجلات، مع انشاء مواقع الكترونية لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع .
- 10- الاهتمام بنشر الوعي الاستثماري بين الجمهور، والتعريف بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال وسائل الإعلام المختلفة لجذب أكبر قدر ممكن من المدخرات.

11- القيام بإنشاء مؤسسات متخصصة في دراسة تغيرات أسعار الأوراق المالية، والبحث عن سبل لتنشيط ورفع وكفاءة هذا السوق.

- آفاق البحث:

هناك بعض الجوانب الهامة التي لها صلة بالموضوع والتي نقترحها بأن لن تكون اشكاليات لمواضيع بحث قادمة :

- دور حوكمة الشركات في توفير التمويل المحلي والأجنبي للشركات.
- إدارة الخطر الأخلاقي في أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة.
- دور لجان الأوراق المالية في الارتقاء بحوكمة الشركات المدرجة بالبورصة.
- دراسة مقارنة بين الدول العربية من حيث التطبيق الفعلي لحوكمة الشركات.
- تقييم دور حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة -دراسة حالة قطر والسعودية-

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. إبراهيم سلطان، نظم المعلومات الإدارية: مدخل النظم، الدار الجامعية، مصر، 2005.
2. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، 1983.
3. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، رسائل جامعية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م.
4. أحمد محسن الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
6. ارشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار في الاوراق المالية تحليل ادارة- دار المسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
7. ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
8. بن هاني حسين، الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-أدائها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
9. بول. ستينبارت، مارشالرومني، نظم المعلومات المحاسبية، ترجمة قاسم إبراهيم الحسيني، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009 .
10. جلال الصياد، مصطفى جلال الصياد، المعاينة الإحصائية، القاهرة، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ.
11. جمال جويدان الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2002.
12. الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفا للنشر، عمان- الأردن، 2002.
13. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.
14. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، الطبعة الاولى، 2004.

15. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011.
16. الزبيدي حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الاردن، 2001.
17. زكي حسن الوردى - مجيل لازم المالكي، "مصادر المعلومات وخدمة المستفيدين في المؤسسات المعلوماتية"، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2002.
18. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل، عمان، - الاردن، 1998 .
19. زينب عوض الله، اسامة محمد الغولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003.
20. ضياء الدين مجيد موسوي، البورصات، اسواق راس المال وادواتها، منشورات image، 1998.
21. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات - المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف -، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2005.
22. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
23. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1997.
24. عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة - مصر، 2004.
25. عارف عبد الله عبد الكريم، الإفصاح المحاسبي الإختياري في دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية، المجلة العلمية، التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، 2002.
26. عاطف وليم اندوراس، سوق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة الاولى، 2008.
27. عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الاوراق المالية ودورها في تحقيق اهداف تحول مشروعات القطاع العام الى الملكية الخاصة، مصر، دار النهضة العربية، 1996.
28. عبد الغفار حنفي وآخرون، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2000.
29. عبد الوهّاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
30. عطية عبد الحليم صقر، تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة الجديدة، دار النهضة العربية، مصر، 1998.

31. علاء الدين حسن عواد . تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية، مركز بحوث الشرق الأوسط. جامعة عين شمس، القاهرة 1999.
32. عماد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركات المساهمة - دراسة مقارنة- دار الكتب القانونية، مصر، 2008.
33. مبارك بن سليمان الفوزان، الأسواق المالية من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي للاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2010.
34. محمد البناء، اسواق النقد والمال، زهراء الشرق للنشر، 1996.
35. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.
36. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي -شركات وأسواق مالية-، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
37. محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية لنشر، 2000، كلية التجارة- جامعة الاسكندرية.
38. محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة - مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية في سوق الأوراق المالية- الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
39. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و دور أعضاء مجالس الإدارة و المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
40. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
41. محمود رامي زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق -احوالها ومستقبلها، در الوفاء لدينا الطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2000.
42. محمود صبيح، الابتكارات المالية -المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، جامعة عين شمس، مصر 1988.
43. مركز التعليم المفتوح، إدارة مخاطر البورصات (الفصل الخامس)، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2010.
44. مطر، محمد، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2004.

45. منير ابراهيم هندي، اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية-مصر، 1999 .
46. منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق راس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية-مصر، 1997.
47. ناصر عبد الحميد، حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة-بميك، القاهرة، 2014.
48. هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 1999.
49. يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات و التشريعات اللازمة لسلامة التطبيق، مبادئ و ممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009.

المجالات:

1. إبراهيم أنور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد 100، السنة العاشرة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، فيفري 2011.
2. أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، مصر، جانفي 2008،.
3. حسن على محمد سويلم، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية في مصر، دراسة اختبارية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، 2000 .
4. حسني عبد الجليل صبيحي، دور المراجع الخارجي في زيادة فعالية الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المنشورة في البيئة المصرية -دراسة تحليلية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، العدد الأول، 2002.
5. خالد سعد زغلول، العولمة والاسواق المالية الناشئة، مجلة الحقوق، العدد الاول، الكويت، مارس 2002.
6. رشا نايل حامد الطراونة، علي محمد عمر العضايلة، "اثر تطبيق الشفافية على مستوى المساءلة الادارية في الوزارات الاردنية"، المجلة الاردنية في الادارة الاعمال، مجلد 06، العدد1، 2010.

7. رمضان علي الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة المال والصناعة، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 2000.
8. سليمان محمد مصطفى، القياس المحاسبي للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الاقتصادي في ضوء محددات النظرية الايجابية -دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة بينها، جامعة الزقازيق، السنة العاشرة، العدد الأول، 2000.
9. شفيق عريش، عثمار نقار، رولي شفيق إسماعيل، اختبار السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 33، العدد 5، دمشق سوريا، 2011/7.
10. 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.
11. علي عبد الزهرة، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 34، المجلد 9، العراق، 2013/2.
12. عمرو محي الدين، الأسواق المالية، مجلة المال والصناعة الصادرة عن بنك الكويت الصناعي، العدد الثامن عشر، 2000.
13. عيد محمود حميدة، أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم (دراسة نظرية تطبيقية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، أبريل 2001.
14. كمال الدين مصطفى الدهراوي، العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم -دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة-، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، العدد الرابع، 1995.
15. متولى أحمد السيد قايد، تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الكويتية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الثاني، 1995.
16. المحمود، صبحي وشقيري، موسى، 2007، مدى تفسير العوائد المقدرة بنموذج تسعير الأصل الرأسمالي للعوائد الفعلية في بورصة عمان للأوراق المالية دراسة ميدانية، مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 47 .
17. مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح: حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، واشنطن، أغسطس، 2016.

18. مركز المشروعات الدولية الخاصة، حوكمة الشركات قضايا واتجاهات، نشرة دورية، العدد 2009 .
19. مسعود أحمد وسودارستانغونيو، الاستثمار بالحفاظة وتدفعه إلى البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993.
20. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، جانفي 2012.
21. 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.

الرسائل العلمية:

1. زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الاوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004
2. ستوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012.
3. الصافي وليد أحمد، الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
4. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015.

الندوات والملتقيات:

1. بتول محمد نوري، علي خلف سليمان، حوكمة الشركات و دورها في تخفيض مشاكل الوكالة، مداخلة مقدّمة إلى الملتقى الدولي حول الإبداع و التغيير التنظيمي، جامعة البليدة، الجزائر، يومي 12-13 ماي 2010 .
2. تركي الحمود، إياد عيسى السرطاوي، ، أثر ممارسات الحاكمية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية-دراسة تحليلية، مجمع البحوث، المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية: تجربة الأسواق الناشئة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، يومي 17-18 افريل 2013.

3. زيدان محمد أحمد، أهمية إرساء و تعزيز مبادئ الحوكمة في شركة التأمين التعاوني، بحث مقدّم في الملتقى الثالث للتأمين التعاوني، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد و التمويل، الرياض، 2011.
 4. ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خبضر- بسكرة، الجزائر.
 5. عبد المالك مزهودة، تحليل أداء المنظّمات، ، جامعة محمد خبضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
 6. عمر محمد، حوكمة الشركات -تعريف مع إطلالة إسلامية-، ورقة مقدّمة لمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، 2005.
 7. عيادي عبد القادر، "أثر الإفصاح المحاسبي على الاسواق المالية الناشئة- الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر"، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، يومي 17-18 نوفمبر 2015.
 8. فهد محسن البصيري، مدقّقو الحسابات والأزمة الاقتصادية العالمية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس ، 2009.
 9. فوزي سميحة، تقييم مبادئ حوكمة الشركات، بحث مقدّم للمركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة، مصر، 2004.²
 10. قورين حاج قويدر، الحوكمة المحاسبية في ظل النظام المحاسبي المالي ودورها في تأهيل السوق المالية في الجزائر، الملتقى الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، 20/19 نوفمبر 2013.
 11. محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، جريدة الإقتصادية الالكترونية، العدد 6003، الصادرة بتاريخ 2010/03/19، الكويت
 12. محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليل لتفعيل إقتصاد المعرفة)، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والإقتصادية، الجزء الثاني، المؤتمر الخامس، جامعة الإسكندرية، سبتمبر 2005.
- التقارير:**

1. ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.

2. لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية، هيئة سوق المال، الرياض، 2009.
3. البعلي عبد الحميد، الأخلاق المهنية في المؤسسات المالية و الإسلامية، اللجنة الاستشارية العليا لتطبيق الشريعة، الكويت، 2006.
4. مركز المشروعات الدولية الخاصة، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004.
5. البنك الدولي، "المسألة الاجتماعية: تعزيز جانب الطلب على نظم الإدارة الراشدة وتقديم الخدمات"، الفصل الثاني بدون سنة نشر .
6. إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
7. السعيد هالة حلمي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 1999.
8. مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح: حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، واشنطن، أغسطس (أوت) 2008.
9. تقرير مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، مارس، 2008.
10. مؤسسة النقد العربي السعودي، لائحة إدارة المخاطر، الرياض، ديسمبر 2008.
11. أمار جيل، حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.
12. وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، إصدار 2015.
13. بورصتي القاهرة والإسكندرية- الكتاب السنوي 2005.
14. الهيئة العامة لسوق المال- التقرير السنوي 2002 .

موقع الالكتروني:

1. أطلع عليه يوم: 2016/05/23 [Http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm](http://www.islamfing.go-forum.net/forum.htm)
2. أطلع عليه يوم: 2016/05/23 [Http://www.islamfing.go-](http://www.islamfing.go-)
3. http://www.aleqt.com/2010/03/19/article_365837.html consulté le 27 /02/

- consulté <http://www.emaratalyoum.com/business/local/2011-09-25-1.425338> .4
le 05/03/2017
- 05/03/2016.<http://www.uaexbrl.ae/arabic/pages/aboutxbrl.aspx> .5
6. محمد عبد الحليم، الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية يساهم في تحليل البيانات بسرعة وكفاءة،
صحيفة الرؤى الإقتصادية، الصادرة بتاريخ 2011/10/09، على الرابط:
_consulté le 05/03/2017<http://alroya.com/node/152736> .7
8. الأوراق المالية، الإفصاح الإلكتروني يبدأ مع تقرير الربع الرابع لعام 2011، جريدة الإمارات اليوم،
الصادرة بتاريخ 2011/09/25، على الموقع التالي: _
9. تاريخ الاطلاع موقع بورصة الجزائر،: http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe
.2018/02/19
- Http//www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php, page .10
.consultée le:12/11/2016
- Http//www.algeriacorporategovernance.org/task-force.php, page .11
consultée le 08/11/2017.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Alain .F(2009), « Gouvernanced'Entreprise », Advanced Management Journal ,Edition de Boeck, Bruxelles, Belgique, Vol. 69 .
2. Alexsandro Broedel Lopes, Roberta Carvalho de Alencar, Disclosure [and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case](#), The International Journal of Accounting, Volume 45, Issue 4, December 2010, Pages 443-464 August 1992.
3. Article Sure le sute internet Par GOAL 08 La rédaction du Code Algérien de Gouvernance d'entreprise
4. Ayadi N.(2003), « Contrat, Confiance, et Gouvernance : le cas des entreprises publique agroalimentaires en Algérie », Thèse présentée pour obtenir le grade doctorat, option Sciences Economiques, Université de Montpellier1, France.
5. Barth, M.E, fair value accounting evidence from investment securities and market valuation of bank, the accounting review, january, 1994.
6. Beate Kohler-Koch ET Berthold Rittberger,"The Governance Turn in EU Studies", Journal compilation Journal of Common Market Studies, 44, 2006, UK, 2006.
7. beaver, william H, "market efficiency", the accounting review, january, 1981.
8. belkeoui, A, "accounting theory", harcourt brace jovanovich, inc, NY, 1987.

9. Benoit .P(2008), « Gouvernance, contrôle et audite des organisations », Edition Economisa, Paris, France.
10. Bob. T (2012), « Corporate governance », Oxford Université Press, Oxford, UK.
11. Calvo, guillermo A & Leonarioliederman and carmen M. reinhart, capital inflows and the real exchange factors, IMF WorkingPaper.
12. Cambridge , working paper No. 277.
13. Capstaff, J, Accounting information and investment risk perception in the U.K, journal of international financial Management and accounting, summer, 1991.
14. Catherine, M.s & B.R.w., Strategic benchmarks in earning Announcements: the selective disclosure of prior-period Earnings components, the Accounting Review, April 2000.
15. Charles Plummer, "The Governance of England "otherwise called "The Difference between an Absolute and a Limited Monarchy "by John Fortescue, 1st edition (electronic), oxford university,,London,1885.
16. Charreaux. G et Pierre. J, « Les théories des organisations », Edition Economica, Paris, France.
17. Chuman, ppunan, stiji c ; aessens, and nandumaming, equity and bond flows to asia and latinamerica the role of global and countyfactors, workingpaper n° : 1160, world bankjuly 1993 .
18. Clave Roberts , Pauline weetman and Paul Gardon , , International Financial Reporting ,
19. Contemporary Corporate Governance , Cambridge, 2015 .
20. D.Grimbert et autre, les marches émergents, PARIS, septembre.1995
21. Develope : Cadbury Report to Higgs Review , ESRC Center for Business Research , university of
22. disclosure : Hong Kong evidence , Journal of International Financial Management .
23. egypt in cairo&alexandria stock exchange the CASE 30 is an index of the Egyptian Banking institute : corporate Governance in the Banking sector work shop, Marth 2006.
24. fama, E, "efficient capital market review of theory and empirical work", the journal of finance, N°2, may, 1970.
25. FAMA. F, et EVAN WILLAM ,corporate Governance :A Stakeholder Interpretation ,Journal of behavioral Economics ,vol.19,n°4 ,Washington ,1990 .
26. Fernandez Arias , Eduardo ,Tho New Wave Of Capital Inflows : Push Or Pull, Journal Of DevelopmentEconomicsVol 48, 1996.
27. Fernando. A (2009), « Corporate Governance : Principles, Policies and Practices », Pearson Education, New Delhi, India.
28. Frankel, jeffery. A and andrew k rose, currency crashes in emergingmarkets an empiricaltreatment, journal of developmenteconomicsvol 41, 1998 .

29. George Emmanuel Iatridis, Accounting disclosures, accounting [quality and conditional and unconditional conservatism](#), International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 2, April 2011.
30. GINANJAR DEWANDARU ;RISK-RETURN CHARACTERISTICS OF islamic equity indices :multi timescalesanalysis ;journal of multinational financial management. 2015
31. Guy Hermet et autres, la gouvernance Hand , Len , Isaaks , Carolyn and Sanderson , Peter , 2004 , Introduction to accounting for
32. haugen, A, robert, “modern investments theory” prentice-hall, N.J, 1990.
33. Ho,s.s.,w.k.s., A study of the relation ship between corporate governance structures and the exten of volantarg disclosure , Journal of International Accounting Auditing & taxation , vol. 10, 2001.
34. International association of insurance supervisors, issue paper on corporate governance : (Basel, July2009)
35. International finance corpoate (IFC), Corporate Governance : why copprorate governance, 2005.
- ³⁶. J.pilverdier, tereyt, le marche boursier, economica, 1998.
37. Jim Saxton (R-NJ), Vice Chairman, Argentina's Economic Crisis: Cause and cures, a Joint Economic Committee Study, United States Congress, Washington, June 2003.
38. Jonathan. R (2008), « corporate governance », Princeton University Press, New Jersey, USA.
39. Jones, Ian and Pollitt, Michael, 2003 , Understanding How Issues in Corporate Governance
40. Journal of Managment , Vol. 18 .
41. Kent. A and Anderson.R (2010), « Corporate governance », John Wiley ans sons, new Jersey, Usa.
42. Keshop. P(2006), « Corporate governance », Eastern Economy Edition, New Delhi, India.
43. Kulzick , Raymond , 2004 , Sarbanes-Oxly : Effects of Financial Transparency , S.A.M.
44. Labelle .R(2005), « Gouvernementd’entreprise, Enjeuxmanagériaux, comptables et financiers », Edition Boeck, Bruxelles, Belgique.
45. Ledentu. F (2008), « Systèmedegouvernanced’entreprise et présenced’actionnaires de contrôle : le cassuisse », Thèseprésentée pour l’obtention du grade de docteur en Sciences Economiques et Sociales, faculté des Sciences Economiques et Sociales, Université Fribourg, Suisse.
46. Leung , Sidney and Horwitz , Bertrand , 2004 , Director Ownership and voluntary segment
47. levy, haim and marshall, s. “portfolio and investment selections theory and practice- hall, INC, N.J, 1984
48. Luc Boyer et Noel Equilbey, « Organisation : Théories et Applications », Edition d’organisation, Paris, 2ème édition, Mars 2003 .

49. Madhavan, ananth, porter, D, and Weaver, D, 2005, should securities Market, be Transporent, journal of financial Markets, vol. 5, august.
50. Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali, [The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan](#), The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010.
51. Mensah Michale O., Nguyen Hong V, Transparency in Financial Startements : A Conceptual Frame word from a user Perspective, Journal of American Academy of Business , Cambridge , March., 2006.
52. non-specialists , Cengage Learning .
53. p. Conso, la gestion financiere de l'entreprise, edition dunod deuxieme edition, 1989, tome 2.
54. Parrat .F (1990), « Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer », Edition Maxima, Paris, France.
55. Phan Phillip H., 2001 , Corporate Governance in the Newly Emerging Economies , Asia Pacific
56. Plessies , J.J Du , Convill , James MC . And Bagaric , Mirko, Principles of.
57. Racicot, François-Éric, Traité d'économétrie financière : modélisation financière, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2001.
58. rees, bill, "financial analysis", prentice-hall N.Y, 199.,¹- jenser, michael, "some anomalous evidence regarding market efficiency", journal of financial economics, june, 1978.
59. Remeenislam, should capital flousberegulated A look at issue policies, workingpaper N° 2293, worldbank 2000.
60. Report of the Cadbury committee on the financial aspects of corporate governance, London, Dec 1992.
61. Rober A. feldman and manmobanS.Kumar, Emerging Equity market growth benefits and policy Issue,world bank research observer.vol 10.n 02 August 1995.
62. Robert JOUMARD, "Le concept de gouvernance", rapport de recherche n° LTE 0910, institut national de recherche sur les transports et leur sécurité, France, 2009.
63. Samir Iqbal et Abbas Mirakhor, « Stakeholders model of governance in islamic economic system », The fiftch international conference in Muslims countries, 7-9 October 2003, Kingdom of Bahrain.
64. Samuel Mercier , Aux origines de stakeholder theory 1916-1950 , FARGO ,cahier,FARGO N° 10610, EPTEMBER 2006 ..
65. the original archived from, « index overview (egyptian stock exchange » Egypt, 2008-06-11,
66. The World Bank, Governance and Development, the World Bank, Washington, D.C, USA, April 1992.
67. The World Bank, Sub-Saharan Africa From Crisis to Sustainable Growth, the World Bank Washington, D.C, November 1989.
- un concept et ses Applications", édition Karthala, Paris, France 2005.

68. United Nation Development Programme « UNDP », "Governance for Sustainable Human Development", AUNDP Policy document, NY, USA, 1997.
69. Yarty, chartesamo, the stock Market and the financing of corporate Growth in Africa: the case of Ghana, IMF Working Paper, WP/06/201, September, 2006.

الملاحق

ملحق رقم 16

المؤشر العام للأسعار أسهم
سوق دبي المالي بعد تطبيق الحوكمة

DA	DUBAI
Y	FINANCIAL
	MARKET
5/2	242.89
2/2017	
5/2	240.03
3/2017	
5/2	240.82
4/2017	
5/2	240.20
5/2017	
5/2	240.20
6/2017	
5/2	240.20
7/2017	
5/2	238.46
8/2017	
5/2	238.38
9/2017	
5/3	239.19
0/2017	
5/3	239.68
1/2017	
6/1	241.48
1/2017	
6/2	241.48

1/2017	
6/3	241.48
1/2017	
6/4	240.91
1/2017	
6/5	239.03
1/2017	
6/6	239.94
1/2017	
6/7	242.67
1/2017	
6/8	242.47
1/2017	
6/9	242.47
1/2017	
6/1	242.47
0/2017	
6/1	241.80
1/2017	
6/1	243.51
2/2017	
6/1	244.75
3/2017	
6/1	244.52
4/2017	
6/1	244.82
5/2017	
6/1	244.82
6/2017	
6/1	244.82

7/2017	
6/1	244.34
8/2017	
6/1	243.53
9/2017	
6/2	243.19
0/2017	
6/2	241.23
1/2017	
6/2	240.79
2/2017	
6/2	240.79
3/2017	
6/2	240.79
4/2017	
6/2	240.79
5/2017	
6/2	240.79
6/2017	
6/2	240.79
7/2017	
6/2	240.18
8/2017	
6/2	240.18
9/2017	
6/3	240.18
0/2017	
7/1	240.18
1/2017	
7/2	239.10

/2017	
7/3	240.85
/2017	
7/4	240.68
/2017	
7/5	240.94
/2017	
7/6	240.94
/2017	
7/7	240.94
/2017	
7/8	240.94
/2017	
7/9	240.19
/2017	
7/1	239.36
0/2017	
7/1	241.88
1/2017	
7/1	242.65
2/2017	
7/1	244.35
3/2017	
7/1	244.35
4/2017	
7/1	244.35
5/2017	
7/1	245.89
6/2017	
7/1	246.13

7/2017	
7/1	246.97
8/2017	
7/1	248.17
9/2017	
7/2	248.17
0/2017	
7/2	248.17
1/2017	
7/2	248.17
2/2017	
7/2	249.01
3/2017	
7/2	249.33
4/2017	
7/2	248.87
5/2017	
7/2	249.75
6/2017	
7/2	249.75
7/2017	
7/2	249.75
8/2017	
7/2	249.75
9/2017	
7/3	251.06
0/2017	
7/3	253.39
1/2017	
8/1	253.50

/2017	
8/2	251.62
/2017	
8/3	253.43
/2017	
8/4	253.43
/2017	
8/5	253.43
/2017	
8/6	252.74
/2017	
8/7	252.10
/2017	
8/8	252.44
/2017	
8/9	251.87
/2017	
8/1	252.67
0/2017	
8/1	252.67
1/2017	
8/1	252.67
2/2017	
8/1	251.14
3/2017	
8/1	249.52
4/2017	
8/1	248.73
5/2017	
8/1	249.54

6/2017	
8/1	250.06
7/2017	
8/1	250.06
8/2017	
8/1	250.06
9/2017	
8/2	250.39
0/2017	
8/2	249.50
1/2017	
8/2	250.54
2/2017	
8/2	251.01
3/2017	
8/2	250.77
4/2017	
8/2	250.77
5/2017	
8/2	250.77
6/2017	
8/2	249.58
7/2017	
8/2	250.82
8/2017	
8/2	251.11
9/2017	
8/3	252.53
0/2017	
8/3	252.53

1/2017	
9/1	252.53
/2017	
9/2	252.53
/2017	
9/3	252.53
/2017	
9/4	252.27
/2017	
9/5	250.20
/2017	
9/6	251.08
/2017	
9/7	251.54
/2017	
9/8	251.54
/2017	
9/9	251.54
/2017	
9/1	251.45
0/2017	
9/1	252.50
1/2017	
9/1	252.64
2/2017	
9/1	252.52
3/2017	
9/1	252.90
4/2017	
9/1	252.90

5/2017	
9/1	252.90
6/2017	
9/1	251.87
7/2017	
9/1	252.98
8/2017	
9/1	253.37
9/2017	
9/2	252.96
0/2017	
9/2	252.96
1/2017	
9/2	252.96
2/2017	
9/2	252.96
3/2017	
9/2	249.90
4/2017	
9/2	249.52
5/2017	
9/2	247.85
6/2017	
9/2	248.04
7/2017	
9/2	248.73
8/2017	
9/2	248.73
9/2017	
9/3	248.73

0/2017	
10/	247.25
1/2017	
10/	253.13
2/2017	
10/	253.36
3/2017	
10/	255.39
4/2017	
10/	254.31
5/2017	
10/	254.31
6/2017	
10/	254.31
7/2017	
10/	255.18
8/2017	
10/	256.05
9/2017	
10/	256.17
10/2017	
10/	257.24
11/2017	
10/	259.85
12/2017	
10/	259.85
13/2017	
10/	259.85
14/2017	
10/	259.74

15/2017	
10/	259.54
16/2017	
10/	258.29
17/2017	
10/	257.09
18/2017	
10/	289.65
19/2017	
10/	289.65
20/2017	
10/	289.65
21/2017	
10/	256.28
22/2017	
10/	255.15
23/2017	
10/	256.31
24/2017	
10/	257.58
25/2017	
10/	257.02
26/2017	
10/	257.02
27/2017	
10/	257.02
28/2017	
10/	256.24
29/2017	
10/	256.40

30/2017	
10/	257.94
31/2017	
11/	258.11
1/2017	
11/	258.10
2/2017	
11/	258.10
3/2017	
11/	258.10
4/2017	
11/	254.38
5/2017	
11/	252.96
6/2017	
11/	251.01
7/2017	
11/	250.50
8/2017	
11/	249.16
9/2017	
11/	249.16
10/2017	
11/	249.16
11/2017	
11/	250.94
12/2017	
11/	251.22
13/2017	
11/	251.78

14/2017	
11/	250.77
15/2017	
11/	
250.08	
16/2017	
11/	
250.08	
17/2017	
11/	
250.08	
18/2017	
11/	
249.23	
19/2017	
11/	
248.37	
20/2017	
11/	
248.68	
21/2017	
11/	
249.98	
22/2017	

ملحق رقم 15
المؤشر العام للأسعار لأسهم البورصة المصرية بعد تطبيق الحوكمة

تنزيل المعلومات

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
01 أغسطس 2017	13,396.22	13,416.00	13,434.61	13,352.79	181.16M	-0.17%
31 يوليو 2017	13,419.38	13,477.92	13,542.02	13,419.38	207.03M	-0.45%
30 يوليو 2017	13,480.10	13,609.22	13,609.22	13,480.10	247.41M	-0.95%
27 يوليو 2017	13,609.22	13,799.43	13,828.05	13,609.22	249.77M	-1.36%
26 يوليو 2017	13,797.25	13,741.84	13,803.21	13,741.84	312.54M	0.41%
25 يوليو 2017	13,740.72	13,754.25	13,790.76	13,739.74	282.29M	-0.09%
24 يوليو 2017	13,752.98	13,712.21	13,758.26	13,702.62	161.54M	0.28%
20 يوليو 2017	13,715.06	13,707.13	13,774.21	13,707.13	379.53M	0.06%
19 يوليو 2017	13,707.13	13,713.59	13,714.67	13,670.82	231.29M	-0.08%
18 يوليو 2017	13,717.53	13,956.32	13,970.22	13,717.51	362.44M	-1.71%
17 يوليو 2017	13,956.32	13,816.87	13,961.91	13,798.73	280.26M	1.02%
16 يوليو 2017	13,815.77	13,825.01	13,830.34	13,796.50	204.95M	-0.05%
13 يوليو 2017	13,822.59	13,693.80	13,864.31	13,693.80	318.46M	0.97%
12 يوليو 2017	13,690.29	13,687.83	13,746.29	13,668.18	433.09M	0.04%
11 يوليو 2017	13,684.27	13,487.57	13,693.41	13,468.43	463.70M	1.49%
10 يوليو 2017	13,483.04	13,344.25	13,487.84	13,344.25	302.64M	1.06%
09 يوليو 2017	13,342.09	13,369.88	13,369.88	13,260.52	167.22M	-0.21%
06 يوليو 2017	13,369.88	13,342.95	13,413.06	13,342.95	180.43M	0.26%
05 يوليو 2017	13,334.86	13,334.78	13,346.23	13,312.19	235.63M	0.00%
04 يوليو 2017	13,334.78	13,431.06	13,463.40	13,332.12	206.69M	-0.72%
03 يوليو 2017	13,431.06	13,487.36	13,493.43	13,425.93	205.31M	-0.42%
02 يوليو 2017	13,487.36	13,396.68	13,518.76	13,396.68	118.21M	0.68%
28 يونيو 2017	13,395.81	13,482.56	13,486.00	13,394.75	153.79M	-0.16%
22 يونيو 2017	13,417.14	13,376.44	13,470.98	13,376.44	171.40M	0.30%
21 يونيو 2017	13,376.44	13,415.55	13,416.76	13,323.94	111.97M	-0.29%
20 يونيو 2017	13,415.55	13,492.57	13,520.69	13,415.55	123.05M	-0.69%
19 يونيو 2017	13,508.39	13,491.39	13,532.13	13,487.30	210.89M	0.09%
18 يونيو 2017	13,496.47	13,482.72	13,519.88	13,482.72	252.85M	0.13%
15 يونيو 2017	13,478.75	13,488.37	13,505.34	13,468.68	463.78M	-0.17%
14 يونيو 2017	13,502.12	13,529.97	13,563.46	13,501.77	213.76M	-0.22%
13 يونيو 2017	13,531.34	13,485.86	13,554.54	13,460.00	327.17M	0.29%
12 يونيو 2017	13,491.89	13,619.31	13,621.30	13,491.89	385.73M	-0.91%
11 يونيو 2017	13,616.04	13,685.29	13,690.73	13,616.04	346.66M	-0.49%
08 يونيو 2017	13,683.66	13,634.65	13,692.73	13,610.83	226.86M	0.37%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
2017 يونيو 07	13,632.98	13,655.63	13,658.99	13,610.36	278.78M	0.05%
2017 يونيو 06	13,626.80	13,520.13	13,644.08	13,520.13	290.80M	0.79%
2017 يونيو 05	13,520.13	13,497.30	13,536.99	13,462.88	181.31M	0.18%
2017 يونيو 04	13,495.32	13,468.39	13,509.38	13,468.39	138.57M	0.21%
2017 يونيو 01	13,467.29	13,339.63	13,482.30	13,339.63	199.79M	0.96%
2017 مايو 31	13,339.63	13,250.39	13,339.85	13,233.69	326.00M	0.76%
2017 مايو 30	13,239.16	13,208.17	13,240.22	13,167.35	357.44M	0.24%
2017 مايو 29	13,207.94	13,206.86	13,298.19	13,206.86	290.90M	0.02%
2017 مايو 28	13,205.11	13,094.42	13,208.02	13,091.62	238.69M	0.85%
2017 مايو 25	13,094.42	12,944.36	13,107.24	12,942.07	300.56M	1.63%
2017 مايو 24	12,884.44	12,797.43	12,895.44	12,775.43	330.55M	0.72%
2017 مايو 23	12,791.83	12,661.61	12,791.83	12,661.61	409.12M	1.14%
2017 مايو 22	12,648.24	12,880.08	12,880.08	12,648.24	435.08M	-2.52%
2017 مايو 21	12,974.75	12,952.38	12,976.28	12,936.05	157.52M	0.17%
2017 مايو 18	12,952.38	13,059.09	13,081.96	12,952.38	177.28M	-0.85%
2017 مايو 17	13,064.02	12,940.89	13,066.80	12,937.66	331.25M	0.99%
2017 مايو 16	12,936.59	12,865.55	12,939.57	12,860.02	521.73M	0.55%
2017 مايو 15	12,866.06	12,869.17	12,904.98	12,866.06	266.33M	-0.04%
2017 مايو 14	12,870.91	12,909.16	12,917.53	12,870.91	85.95M	-0.28%
2017 مايو 11	12,906.98	12,993.40	13,033.50	12,906.74	159.05M	-0.67%
2017 مايو 10	12,993.40	12,935.65	13,047.63	12,935.65	304.86M	0.46%
2017 مايو 09	12,933.68	12,827.27	12,934.06	12,822.86	317.16M	0.82%
2017 مايو 08	12,827.93	12,699.63	12,844.89	12,699.63	247.41M	1.07%
2017 مايو 07	12,692.15	12,711.55	12,730.76	12,665.49	342.29M	-0.14%
2017 مايو 04	12,709.93	12,602.94	12,722.08	12,602.94	138.33M	0.84%
2017 مايو 03	12,603.56	12,528.83	12,607.88	12,516.64	129.51M	0.58%
2017 مايو 02	12,530.32	12,439.07	12,565.25	12,439.07	114.84M	0.78%
2017 ابريل 30	12,433.60	12,523.88	12,523.88	12,345.33	173.84M	-0.74%
2017 ابريل 27	12,525.69	12,645.55	12,723.34	12,525.69	151.69M	-1.15%
2017 ابريل 26	12,671.29	12,583.13	12,710.21	12,583.13	115.52M	0.70%
2017 ابريل 24	12,583.13	12,523.98	12,634.40	12,523.98	110.28M	0.30%
2017 ابريل 23	12,544.92	12,906.62	12,906.62	12,544.92	186.80M	-2.80%
2017 ابريل 20	12,905.85	12,895.30	12,972.18	12,895.30	116.48M	0.08%
2017 ابريل 19	12,895.30	13,032.84	13,032.84	12,883.30	108.29M	-1.01%
2017 ابريل 18	13,027.14	12,969.12	13,129.84	12,969.12	147.44M	0.46%
2017 ابريل 13	12,967.38	12,982.55	12,984.36	12,934.32	85.32M	-0.13%
2017 ابريل 12	12,984.36	13,004.44	13,070.08	12,984.36	117.02M	-0.09%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
11 ابريل 2017	12,995.71	12,857.31	13,012.44	12,856.83	116.58M	1.15%
10 ابريل 2017	12,848.56	12,876.67	12,887.02	12,832.86	141.30M	-0.36%
09 ابريل 2017	12,895.12	13,098.54	13,099.94	12,890.04	178.39M	-1.55%
06 ابريل 2017	13,098.54	13,286.77	13,286.98	13,098.54	106.29M	-1.44%
05 ابريل 2017	13,289.99	13,267.81	13,407.12	13,267.81	221.16M	0.19%
04 ابريل 2017	13,264.75	13,085.81	13,268.64	13,085.81	278.91M	1.56%
03 ابريل 2017	13,061.07	12,915.33	13,063.49	12,914.87	157.16M	1.15%
02 ابريل 2017	12,912.27	12,994.80	13,022.67	12,912.27	117.15M	-0.64%
30 مارس 2017	12,994.80	12,993.94	13,078.20	12,975.87	159.84M	0.06%
29 مارس 2017	12,987.65	12,988.42	13,026.30	12,987.59	152.39M	0.04%
28 مارس 2017	12,982.66	12,971.04	12,999.04	12,938.11	162.96M	0.10%
27 مارس 2017	12,969.64	13,119.42	13,129.26	12,969.64	191.32M	-1.06%
26 مارس 2017	13,108.22	13,035.56	13,120.76	13,035.56	231.53M	0.58%
23 مارس 2017	13,032.06	12,880.15	13,042.51	12,880.10	272.89M	1.19%
22 مارس 2017	12,879.06	12,906.92	12,918.11	12,848.53	147.92M	-0.20%
21 مارس 2017	12,905.37	13,025.80	13,026.02	12,905.30	157.87M	-0.91%
20 مارس 2017	13,023.49	13,108.84	13,133.17	13,023.49	358.68M	-0.53%
19 مارس 2017	13,092.40	13,068.62	13,190.01	13,068.62	282.84M	0.83%
16 مارس 2017	12,983.99	12,747.23	12,984.22	12,747.23	280.53M	1.87%
15 مارس 2017	12,745.49	12,789.52	12,828.64	12,737.51	218.39M	-0.34%
14 مارس 2017	12,789.52	12,928.93	12,972.60	12,789.52	169.24M	-1.08%
13 مارس 2017	12,929.13	12,919.90	13,020.84	12,919.90	166.01M	0.07%
12 مارس 2017	12,919.90	12,853.91	12,953.77	12,850.69	131.77M	0.52%
09 مارس 2017	12,853.27	12,742.49	12,904.51	12,741.10	184.98M	0.93%
08 مارس 2017	12,735.36	12,677.19	12,738.48	12,637.26	200.13M	0.46%
07 مارس 2017	12,677.55	12,655.25	12,749.44	12,655.25	312.87M	0.43%
06 مارس 2017	12,623.22	12,499.61	12,624.33	12,468.00	193.01M	0.99%
05 مارس 2017	12,499.61	12,312.23	12,500.30	12,312.23	168.21M	1.54%
02 مارس 2017	12,310.49	12,016.96	12,310.49	12,016.96	224.71M	2.60%
01 مارس 2017	11,998.72	11,937.67	12,045.27	11,937.19	135.37M	0.51%
28 فبراير 2017	11,937.67	11,947.68	11,947.68	11,844.50	232.94M	-0.72%
27 فبراير 2017	12,023.93	12,281.14	12,284.44	12,023.63	188.18M	-2.00%
26 فبراير 2017	12,269.88	12,270.38	12,410.25	12,269.87	156.01M	0.24%
23 فبراير 2017	12,240.53	12,401.09	12,453.15	12,211.21	318.38M	-1.29%
22 فبراير 2017	12,401.09	12,668.98	12,668.98	12,401.09	266.88M	-2.03%
21 فبراير 2017	12,657.82	12,462.67	12,687.27	12,462.67	401.08M	1.72%
20 فبراير 2017	12,444.18	12,515.61	12,515.61	12,347.66	202.74M	-0.84%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
19 فبراير 2017	12,549.17	12,651.97	12,714.68	12,549.17	178.49M	-0.81%
16 فبراير 2017	12,651.97	12,450.09	12,666.75	12,450.09	167.81M	1.64%
15 فبراير 2017	12,448.35	12,503.64	12,503.64	12,300.07	179.43M	-0.44%
14 فبراير 2017	12,503.73	12,740.05	12,798.69	12,503.73	169.43M	-1.85%
13 فبراير 2017	12,740.05	12,918.10	12,918.10	12,730.90	192.30M	-1.41%
12 فبراير 2017	12,922.44	13,118.23	13,139.06	12,922.44	143.56M	-1.47%
09 فبراير 2017	13,114.86	13,228.15	13,228.15	13,114.86	184.18M	-0.86%
08 فبراير 2017	13,228.33	13,169.54	13,411.32	13,169.54	250.95M	0.75%
07 فبراير 2017	13,129.27	12,849.81	13,129.27	12,849.81	242.78M	2.18%
06 فبراير 2017	12,849.42	12,883.43	12,895.96	12,813.52	213.48M	-0.26%
05 فبراير 2017	12,883.43	12,807.73	12,973.71	12,807.73	188.80M	0.60%
02 فبراير 2017	12,806.07	12,584.26	12,806.10	12,578.22	187.79M	1.76%
01 فبراير 2017	12,584.26	12,674.67	12,771.94	12,584.26	218.21M	-0.70%
31 يناير 2017	12,672.49	12,920.28	12,920.28	12,672.49	282.35M	-1.96%
30 يناير 2017	12,926.07	13,162.56	13,162.56	12,926.07	368.35M	-1.79%
29 يناير 2017	13,161.52	13,105.36	13,223.41	13,105.36	358.10M	0.54%
26 يناير 2017	13,091.05	12,911.12	13,092.27	12,911.12	324.42M	1.62%
24 يناير 2017	12,882.88	13,002.16	13,002.16	12,778.40	228.60M	-0.92%
23 يناير 2017	13,002.89	12,732.51	13,043.37	12,732.51	288.91M	2.21%
22 يناير 2017	12,722.08	12,809.78	12,809.78	12,629.70	260.67M	-0.66%
19 يناير 2017	12,806.77	13,269.53	13,269.53	12,806.77	418.10M	-3.74%
18 يناير 2017	13,304.44	13,442.17	13,544.42	13,304.44	581.07M	-0.98%
17 يناير 2017	13,436.10	13,270.38	13,442.61	13,270.38	482.12M	1.29%
16 يناير 2017	13,264.82	13,300.28	13,300.28	13,138.75	404.71M	-0.17%
15 يناير 2017	13,287.76	13,247.15	13,367.62	13,247.15	546.82M	0.48%
12 يناير 2017	13,223.90	13,114.01	13,235.03	13,114.01	480.54M	1.03%
11 يناير 2017	13,089.05	13,025.17	13,104.14	13,004.59	336.64M	0.57%
10 يناير 2017	13,014.54	12,818.74	13,044.60	12,818.74	425.45M	1.83%
09 يناير 2017	12,781.16	12,887.54	12,891.66	12,739.79	505.49M	-0.86%
08 يناير 2017	12,891.39	12,878.90	12,946.75	12,878.90	737.55M	0.52%
05 يناير 2017	12,824.32	12,615.58	12,826.25	12,615.58	769.90M	1.71%
04 يناير 2017	12,608.44	12,460.61	12,635.55	12,460.61	430.46M	1.47%
03 يناير 2017	12,425.17	12,295.60	12,430.85	12,293.04	309.86M	1.09%
02 يناير 2017	12,290.61	12,326.70	12,405.22	12,290.60	333.19M	-0.44%
29 ديسمبر 2016	12,344.89	12,303.58	12,411.15	12,301.87	396.81M	0.69%
28 ديسمبر 2016	12,259.83	12,188.83	12,300.28	12,188.83	299.39M	0.64%
27 ديسمبر 2016	12,181.98	12,186.25	12,229.87	12,181.98	579.45M	-0.00%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
2016 ديسمبر 26	12,182.04	12,228.58	12,262.99	12,182.04	294.60M	-0.56%
2016 ديسمبر 25	12,251.06	12,399.15	12,399.15	12,251.06	218.16M	-1.36%
2016 ديسمبر 22	12,420.30	12,405.66	12,534.00	12,405.66	562.42M	0.43%
2016 ديسمبر 21	12,366.96	12,186.83	12,366.96	12,177.34	603.79M	1.80%
2016 ديسمبر 20	12,147.95	11,985.45	12,170.03	11,985.45	533.44M	3.37%
2016 ديسمبر 19	11,752.46	11,414.08	11,752.48	11,409.76	699.76M	3.11%
2016 ديسمبر 18	11,398.01	11,381.53	11,425.68	11,381.53	208.67M	0.64%
2016 ديسمبر 15	11,326.03	11,320.26	11,383.45	11,314.36	284.29M	0.08%
2016 ديسمبر 14	11,317.17	11,380.95	11,398.96	11,313.24	315.34M	-0.60%
2016 ديسمبر 13	11,385.10	11,450.05	11,529.05	11,385.10	310.55M	-0.52%
2016 ديسمبر 12	11,444.06	11,304.75	11,448.59	11,210.80	362.41M	1.29%
2016 ديسمبر 08	11,297.93	11,342.50	11,342.50	11,228.07	306.55M	-0.44%
2016 ديسمبر 07	11,348.37	11,521.91	11,535.86	11,348.37	461.08M	-1.34%
2016 ديسمبر 06	11,502.51	11,415.39	11,518.02	11,402.38	303.73M	0.67%
2016 ديسمبر 05	11,426.50	11,618.75	11,635.59	11,426.50	535.85M	-1.76%
2016 ديسمبر 04	11,631.41	11,552.80	11,640.99	11,539.45	378.57M	0.72%
2016 ديسمبر 01	11,548.15	11,471.86	11,580.14	11,471.86	657.77M	0.83%
2016 نوفمبر 30	11,453.25	11,207.68	11,469.25	11,207.68	556.26M	2.63%
2016 نوفمبر 29	11,159.32	11,255.58	11,256.70	11,103.06	318.42M	-0.91%
2016 نوفمبر 28	11,261.82	11,156.05	11,309.39	11,147.09	320.93M	1.04%
2016 نوفمبر 27	11,145.95	11,352.88	11,352.88	11,141.82	274.60M	-1.82%
2016 نوفمبر 24	11,353.11	11,579.01	11,656.74	11,353.11	430.27M	-1.71%
2016 نوفمبر 23	11,550.31	11,528.69	11,564.58	11,494.26	372.05M	0.26%
2016 نوفمبر 22	11,519.80	11,607.04	11,687.99	11,519.79	589.87M	-0.20%
2016 نوفمبر 21	11,543.07	11,363.87	11,543.07	11,363.87	681.92M	2.36%
2016 نوفمبر 20	11,277.47	11,205.79	11,278.53	11,061.57	549.86M	0.50%
2016 نوفمبر 17	11,221.56	11,176.61	11,336.31	11,176.61	770.05M	2.04%
2016 نوفمبر 16	10,997.38	10,700.80	10,997.38	10,700.80	681.35M	3.35%
2016 نوفمبر 15	10,640.53	10,679.31	10,698.03	10,624.98	640.38M	-0.50%
2016 نوفمبر 14	10,694.41	10,899.39	10,902.69	10,694.41	569.66M	-2.04%
2016 نوفمبر 13	10,916.97	10,940.70	11,029.55	10,915.26	647.48M	2.14%
2016 نوفمبر 10	10,688.16	10,254.32	10,688.16	10,254.32	722.42M	4.52%
2016 نوفمبر 09	10,225.50	10,050.35	10,225.50	9,828.07	686.21M	1.28%
2016 نوفمبر 08	10,096.57	9,953.15	10,176.71	9,953.15	409.07M	2.48%
2016 نوفمبر 07	9,852.69	9,761.61	9,852.69	9,761.61	627.32M	5.38%
2016 نوفمبر 06	9,349.90	8,976.40	9,349.90	8,976.40	440.02M	6.12%
2016 نوفمبر 03	8,810.51	9,223.15	9,231.09	8,802.94	454.08M	3.35%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
2016 02 نوفمبر	8,524.66	8,615.35	8,643.85	8,524.66	332.56M	0.91%
2016 01 نوفمبر	8,447.76	8,398.12	8,457.32	8,398.12	225.50M	0.74%
2016 31 أكتوبر	8,386.03	8,359.23	8,403.61	8,338.02	143.41M	0.34%
2016 30 أكتوبر	8,357.42	8,349.26	8,394.90	8,349.10	111.63M	0.17%
2016 27 أكتوبر	8,343.31	8,255.94	8,343.31	8,248.10	217.17M	1.04%
2016 26 أكتوبر	8,257.21	8,264.34	8,308.54	8,257.20	164.86M	-0.05%
2016 25 أكتوبر	8,261.14	8,227.61	8,265.55	8,220.90	142.53M	0.40%
2016 24 أكتوبر	8,228.13	8,268.80	8,272.60	8,208.34	87.60M	-0.56%
2016 23 أكتوبر	8,274.15	8,298.54	8,308.18	8,274.13	117.59M	-0.04%
2016 20 أكتوبر	8,277.21	8,172.97	8,280.72	8,172.97	129.48M	1.43%
2016 19 أكتوبر	8,160.40	8,211.90	8,227.91	8,134.43	179.54M	-0.65%
2016 18 أكتوبر	8,213.53	8,244.36	8,262.03	8,188.80	172.46M	-0.36%
2016 17 أكتوبر	8,243.32	8,433.59	8,433.59	8,242.94	312.71M	-2.24%
2016 16 أكتوبر	8,432.41	8,504.30	8,613.44	8,432.41	140.59M	-0.85%
2016 13 أكتوبر	8,505.12	8,222.98	8,506.35	8,222.98	301.27M	3.90%
2016 12 أكتوبر	8,185.95	8,237.89	8,277.83	8,182.28	126.07M	-0.57%
2016 11 أكتوبر	8,232.77	8,362.87	8,362.87	8,202.25	149.92M	-1.57%
2016 10 أكتوبر	8,364.00	8,450.14	8,479.15	8,364.00	182.29M	-0.86%
2016 09 أكتوبر	8,436.82	8,367.88	8,452.28	8,367.88	141.95M	0.82%
2016 05 أكتوبر	8,368.52	8,200.02	8,369.02	8,197.67	186.24M	2.07%
2016 04 أكتوبر	8,198.51	8,133.12	8,232.51	8,133.12	141.73M	0.80%
2016 03 أكتوبر	8,133.12	7,888.96	8,133.41	7,888.96	203.09M	3.20%
2016 29 سبتمبر	7,881.11	7,909.24	7,922.51	7,872.66	130.54M	-0.34%
2016 28 سبتمبر	7,907.92	7,948.93	7,957.70	7,907.92	101.63M	-0.52%
2016 27 سبتمبر	7,948.93	7,974.71	8,047.40	7,948.72	88.60M	-0.32%
2016 26 سبتمبر	7,974.84	7,905.02	7,976.40	7,905.01	100.93M	0.89%
2016 25 سبتمبر	7,904.53	7,918.95	7,934.62	7,904.53	57.93M	-0.12%
2016 22 سبتمبر	7,913.94	7,938.92	7,938.92	7,900.96	102.59M	-0.30%
2016 21 سبتمبر	7,937.79	8,048.69	8,064.61	7,937.79	132.02M	-1.38%
2016 20 سبتمبر	8,048.69	7,984.48	8,057.07	7,984.48	107.06M	0.94%
2016 19 سبتمبر	7,974.12	7,916.50	7,974.12	7,916.06	113.17M	0.73%
2016 18 سبتمبر	7,916.41	7,978.13	7,994.12	7,916.41	81.13M	-0.79%
2016 15 سبتمبر	7,979.25	8,132.75	8,134.57	7,979.25	112.19M	-1.89%
2016 14 سبتمبر	8,132.75	8,189.70	8,189.70	8,132.75	55.93M	-0.68%
2016 08 سبتمبر	8,188.20	8,145.27	8,194.48	8,145.06	82.79M	0.52%
2016 07 سبتمبر	8,146.10	8,202.43	8,202.43	8,146.10	69.08M	-0.69%
2016 06 سبتمبر	8,202.43	8,270.39	8,270.39	8,202.43	94.31M	-0.83%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	الحجم	التغير %
2016 05 سبتمبر	8,270.76	8,243.74	8,314.58	8,243.74	102.43M	0.36%
2016 04 سبتمبر	8,241.16	8,137.46	8,241.16	8,128.42	86.82M	1.29%
2016 01 سبتمبر	8,136.44	8,158.04	8,158.04	8,130.40	76.15M	-0.26%
2016 31 أغسطس	8,158.04	8,119.45	8,202.12	8,119.45	145.66M	0.96%
2016 30 أغسطس	8,080.81	8,032.43	8,081.53	8,028.06	116.38M	0.60%
2016 29 أغسطس	8,032.43	8,054.35	8,108.09	8,032.43	103.17M	-0.25%
2016 28 أغسطس	8,052.23	8,126.89	8,126.89	8,051.77	68.57M	-0.97%
2016 25 أغسطس	8,131.49	8,222.48	8,223.06	8,131.49	112.30M	-1.13%
2016 24 أغسطس	8,224.33	8,186.59	8,239.10	8,185.32	138.88M	0.46%
2016 23 أغسطس	8,186.70	8,247.28	8,247.28	8,174.64	103.11M	-0.73%
2016 22 أغسطس	8,246.90	8,353.27	8,405.99	8,246.90	197.85M	-1.26%
2016 21 أغسطس	8,352.27	8,316.41	8,353.65	8,309.27	104.35M	0.42%
2016 18 أغسطس	8,317.17	8,349.03	8,428.17	8,317.17	160.40M	-0.36%
2016 17 أغسطس	8,347.38	8,387.46	8,387.46	8,277.15	204.13M	-0.48%
2016 16 أغسطس	8,387.49	8,452.79	8,481.13	8,386.73	200.45M	-0.78%
2016 15 أغسطس	8,453.53	8,357.02	8,475.83	8,357.02	217.68M	1.23%
2016 14 أغسطس	8,351.07	8,377.71	8,377.71	8,285.01	259.83M	-0.32%
2016 11 أغسطس	8,377.71	8,295.93	8,388.07	8,294.94	326.52M	1.04%
2016 10 أغسطس	8,291.51	8,210.26	8,291.51	8,204.14	368.45M	1.12%
2016 09 أغسطس	8,199.65	8,278.98	8,280.14	8,196.51	497.23M	-0.89%
2016 08 أغسطس	8,273.14	8,229.99	8,298.11	8,229.99	386.10M	0.60%
2016 07 أغسطس	8,223.46	8,249.78	8,250.88	8,196.27	217.59M	-0.39%
2016 04 أغسطس	8,255.36	8,117.99	8,263.68	8,117.99	375.94M	1.86%
2016 03 أغسطس	8,104.57	7,983.58	8,104.82	7,983.58	226.83M	1.64%
2016 02 أغسطس	7,973.45	7,938.81	7,980.29	7,938.81	133.93M	0.55%
2016 01 أغسطس	7,930.14	7,983.15	7,998.16	7,915.85	141.18M	-0.66%
التغير %: 67.81 المعدل: 11,505.45 الفرق: 6,097.56 الأدنى: 7,872.66 الأعلى: 13,970.22						

ملحق رقم 14

المؤشر العام للأسعار أسهم البورصة المصرية قبل تطبيق الحوكمة

تنزيل المعلومات

تاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منخفض	لحجم	التغير %
27 يناير 2011	5,6 46.50	6,0 93.60	6,0 93.60	5,6 28.33		- 10.52%
26 يناير 2011	6,3 10.44	6,5 28.49	6,5 28.49	6,3 10.44		- 6.14%
24 يناير 2011	6,7 23.17	6,6 97.09	6,7 33.29	6,6 91.46		0.39 %
23 يناير 2011	6,6 96.88	6,7 06.19	6,7 09.04	6,6 62.73		- 0.02%
20 يناير 2011	6,6 98.39	6,6 49.40	6,7 20.45	6,6 49.39		0.80 %
19 يناير 2011	6,6 45.19	6,6 70.50	6,6 78.01	6,6 13.73		- 0.72%
18 يناير 2011	6,6 93.58	6,9 14.44	6,9 14.46	6,6 93.58		- 3.14%
17 يناير 2011	6,9 10.53	7,1 02.23	7,1 21.33	6,9 10.53		- 2.42%
16 يناير 2011	7,0 82.09	7,1 60.02	7,1 61.64	7,0 71.90		- 1.04%
13 يناير 2011	7,1 56.28	7,1 46.95	7,1 70.05	7,1 43.65		0.38 %
12 يناير 2011	7,1 28.96	7,1 59.43	7,1 81.60	7,1 28.96		- 0.36%
11 يناير 2011	7,1 54.70	7,2 02.39	7,2 07.22	7,1 51.92		- 0.65%
10 يناير 2011	7,2 01.53	7,2 07.79	7,2 17.12	7,1 99.58		- 0.01%
09 يناير 2011	7,2 02.58	7,2 02.58	7,2 02.58	7,2 02.58		0.00 %
06 يناير 2011	7,2	7,2	7,2	7,2		-

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
	02.58	03.65	19.67	01.84		0.11%
05 يناير 2011	7,2 10.41	7,2 19.76	7,2 47.95	7,2 10.41		0.14 %
04 يناير 2011	7,2 00.30	7,0 89.75	7,2 00.71	7,0 89.73		1.80 %
03 يناير 2011	7,0 73.12	7,0 86.81	7,1 15.51	7,0 64.18		- 0.13%
02 يناير 2011	7,0 82.40	7,1 33.25	7,1 34.57	7,0 82.02		- 0.84%
30 ديسمبر 2010	7,1 42.14	7,0 68.70	7,1 48.77	7,0 68.70		0.93 %
29 ديسمبر 2010	7,0 76.57	7,0 32.38	7,0 76.57	7,0 25.31		0.70 %
28 ديسمبر 2010	7,0 27.49	6,9 72.66	7,0 33.64	6,9 72.57		0.85 %
27 ديسمبر 2010	6,9 68.12	6,9 28.91	6,9 68.12	6,9 22.61		0.57 %
26 ديسمبر 2010	6,9 28.57	6,9 51.92	6,9 87.58	6,9 28.05		- 0.33%
23 ديسمبر 2010	6,9 51.31	6,9 09.77	6,9 67.43	6,9 09.77		0.59 %
22 ديسمبر 2010	6,9 10.28	6,9 55.54	6,9 57.52	6,9 04.47		- 0.51%
21 ديسمبر 2010	6,9 45.80	6,9 17.34	6,9 52.55	6,9 17.34		0.48 %
20 ديسمبر 2010	6,9 12.34	6,8 87.47	6,9 26.02	6,8 87.47		0.36 %
19 ديسمبر 2010	6,8 87.37	6,9 01.01	6,9 04.23	6,8 77.05		- 0.25%
16 ديسمبر 2010	6,9 04.40	6,9 40.62	6,9 68.51	6,9 04.40		- 0.56%
15 ديسمبر 2010	6,9 43.38	7,0 05.36	7,0 09.23	6,9 43.38		- 0.76%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
14 ديسمبر 2010	6,9 96.34	6,9 45.11	7,0 06.99	6,9 45.11		0.84 %
13 ديسمبر 2010	6,9 38.30	6,9 19.76	6,9 45.15	6,9 19.01		0.32 %
12 ديسمبر 2010	6,9 16.00	6,8 93.39	6,9 44.59	6,8 92.46		0.62 %
09 ديسمبر 2010	6,8 73.33	6,7 84.02	6,8 73.33	6,7 81.21		1.47 %
08 ديسمبر 2010	6,7 73.66	6,7 45.75	6,7 73.80	6,7 43.68		0.56 %
06 ديسمبر 2010	6,7 35.82	6,7 73.04	6,7 79.52	6,7 35.82		- 0.39%
05 ديسمبر 2010	6,7 62.44	6,7 04.21	6,7 63.46	6,7 04.21		1.09 %
02 ديسمبر 2010	6,6 89.76	6,6 94.53	6,7 43.98	6,6 89.71		0.11 %
01 ديسمبر 2010	6,6 82.61	6,7 05.37	6,7 20.69	6,6 82.02		- 0.33%
30 نوفمبر 2010	6,7 04.83	6,8 11.90	6,8 14.12	6,7 04.82		- 1.64%
29 نوفمبر 2010	6,8 16.29	6,8 06.94	6,8 52.93	6,8 06.50		0.40 %
28 نوفمبر 2010	6,7 89.41	6,8 29.15	6,8 50.16	6,7 89.41		- 0.70%
25 نوفمبر 2010	6,8 37.61	6,8 42.10	6,8 66.40	6,8 30.57		0.12 %
24 نوفمبر 2010	6,8 29.29	6,8 86.15	6,8 89.53	6,8 27.68		- 0.75%
23 نوفمبر 2010	6,8 80.60	6,9 45.84	6,9 46.72	6,8 70.68		- 1.38%
22 نوفمبر 2010	6,9 77.17	6,9 51.95	7,0 08.90	6,9 51.95		0.76 %
21 نوفمبر	6,9	6,8	6,9	6,8		1.46

التاريخ	سعر آخر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
2010	24.79	58.88	24.79	55.95		%
18 نوفمبر 2010	6,8 25.41	6,7 53.43	6,8 25.71	6,7 48.67		0.61 %
17 نوفمبر 2010	6,7 83.77	6,7 43.91	6,7 83.77	6,7 43.91		0.59 %
16 نوفمبر 2010	6,7 43.91	6,7 43.91	6,7 43.91	6,7 43.91		0.00 %
15 نوفمبر 2010	6,7 43.91	6,7 43.91	6,7 43.91	6,7 43.91		0.00 %
14 نوفمبر 2010	6,7 43.91	6,7 57.14	6,7 57.14	6,7 24.19		- 0.28%
11 نوفمبر 2010	6,7 62.94	6,8 19.61	6,8 26.93	6,7 62.92		- 1.09%
10 نوفمبر 2010	6,8 37.19	6,8 35.22	6,8 54.34	6,8 35.19		0.11 %
09 نوفمبر 2010	6,8 29.34	6,8 24.19	6,8 47.93	6,7 98.89		- 0.18%
08 نوفمبر 2010	6,8 41.59	6,8 42.30	6,8 52.70	6,8 33.56		0.19 %
07 نوفمبر 2010	6,8 28.65	6,7 79.68	6,8 31.79	6,7 79.68		0.95 %
04 نوفمبر 2010	6,7 64.61	6,7 44.24	6,8 02.68	6,7 44.24		0.75 %
03 نوفمبر 2010	6,7 13.99	6,6 71.80	6,7 14.06	6,6 64.43		0.89 %
02 نوفمبر 2010	6,6 54.76	6,6 21.40	6,6 54.78	6,6 19.15		0.64 %
01 نوفمبر 2010	6,6 12.27	6,6 68.21	6,6 68.67	6,6 11.99		- 0.87%
31 أكتوبر 2010	6,6 70.34	6,7 14.03	6,7 21.08	6,6 70.34		- 0.41%
28 أكتوبر 2010	6,6 97.52	6,6 92.61	6,7 36.96	6,6 92.61		0.10 %

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
27 اكتوبر 2010	6,6 91.07	6,7 97.12	6,7 99.49	6,6 91.07		- 1.67%
26 اكتوبر 2010	6,8 04.58	6,8 49.82	6,8 52.39	6,8 04.58		- 0.72%
25 اكتوبر 2010	6,8 53.87	6,8 28.07	6,8 68.53	6,8 28.07		0.57 %
24 اكتوبر 2010	6,8 15.04	6,8 21.53	6,8 40.60	6,8 14.89		0.12 %
21 اكتوبر 2010	6,8 06.73	6,7 48.97	6,8 06.81	6,7 48.97		1.09 %
20 اكتوبر 2010	6,7 33.47	6,8 11.11	6,8 11.11	6,7 29.76		- 1.29%
19 اكتوبر 2010	6,8 21.57	6,8 22.10	6,8 41.33	6,8 21.44		- 0.35%
18 اكتوبر 2010	6,8 45.32	6,8 58.06	6,8 71.38	6,8 45.30		- 0.41%
17 اكتوبر 2010	6,8 73.24	6,8 65.52	6,8 91.36	6,8 52.71		- 0.09%
14 اكتوبر 2010	6,8 79.45	6,9 00.97	6,9 30.24	6,8 79.30		- 0.31%
13 اكتوبر 2010	6,9 00.97	6,8 63.34	6,9 11.54	6,8 63.34		1.13 %
12 اكتوبر 2010	6,8 24.10	6,8 02.19	6,8 25.85	6,7 80.90		0.29 %
11 اكتوبر 2010	6,8 04.58	6,8 22.75	6,8 40.62	6,8 03.82		- 0.27%
10 اكتوبر 2010	6,8 23.10	6,8 70.37	6,8 87.44	6,8 23.10		- 0.82%
07 اكتوبر 2010	6,8 79.23	6,8 44.69	6,8 80.32	6,8 24.06		0.70 %
06 اكتوبر 2010	6,8 31.44	6,8 45.32	6,8 45.32	6,8 31.44		- 0.20%
05 اكتوبر	6,8	6,9	6,9	6,8		0.12

التاريخ	سعر آخر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
2010	45.32	39.70	47.67	45.32		%
04 اكتوبر 2010	6,8 37.43	6,7 43.01	6,8 44.82	6,7 43.01		1.50 %
03 اكتوبر 2010	6,7 36.24	6,6 37.87	6,7 36.24	6,6 37.87		1.54 %
30 سبتمبر 2010	6,6 34.27	6,7 03.46	6,7 13.25	6,6 33.75		- 1.04%
29 سبتمبر 2010	6,7 04.25	6,6 87.06	6,7 38.71	6,6 87.06		0.24 %
28 سبتمبر 2010	6,6 87.98	6,6 63.73	6,6 88.00	6,6 50.42		0.13 %
27 سبتمبر 2010	6,6 79.10	6,7 30.94	6,7 32.92	6,6 79.10		- 0.86%
26 سبتمبر 2010	6,7 36.89	6,7 41.50	6,7 81.26	6,7 36.89		0.25 %
23 سبتمبر 2010	6,7 20.22	6,6 96.56	6,7 26.28	6,6 94.30		0.65 %
22 سبتمبر 2010	6,6 76.98	6,6 64.64	6,6 77.42	6,6 52.61		0.07 %
21 سبتمبر 2010	6,6 72.53	6,6 41.45	6,6 82.63	6,6 41.45		0.97 %
20 سبتمبر 2010	6,6 08.61	6,5 69.76	6,6 14.20	6,5 69.70		0.66 %
19 سبتمبر 2010	6,5 65.41	6,5 36.16	6,5 67.93	6,5 36.09		0.54 %
16 سبتمبر 2010	6,5 30.47	6,5 62.90	6,5 70.24	6,5 27.90		- 0.57%
15 سبتمبر 2010	6,5 68.10	6,5 91.70	6,6 24.21	6,5 53.91		- 0.71%
14 سبتمبر 2010	6,6 15.21	6,6 33.64	6,6 65.30	6,6 15.18		- 0.04%
13 سبتمبر 2010	6,6 17.76	6,5 19.28	6,6 17.76	6,5 19.28		0.74 %

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
12 سبتمبر 2010	6,5 69.26	6,4 99.63	6,5 69.26	6,4 99.63		1.07 %
09 سبتمبر 2010	6,4 99.63	6,4 99.63	6,4 99.63	6,4 99.63		0.00 %
08 سبتمبر 2010	6,4 99.63	6,4 53.36	6,4 99.68	6,4 51.44		0.81 %
07 سبتمبر 2010	6,4 47.69	6,5 16.77	6,5 16.77	6,4 46.59		- 1.07%
06 سبتمبر 2010	6,5 17.34	6,5 24.45	6,5 41.29	6,5 13.58		- 0.12%
05 سبتمبر 2010	6,5 25.24	6,5 49.44	6,5 59.79	6,5 25.24		- 0.02%
02 سبتمبر 2010	6,5 26.41	6,5 11.03	6,5 40.00	6,5 11.03		0.51 %
01 سبتمبر 2010	6,4 93.28	6,4 24.51	6,4 93.65	6,4 23.45		1.33 %
31 أغسطس 2010	6,4 07.93	6,4 29.03	6,4 29.03	6,3 94.89		- 0.94%
30 أغسطس 2010	6,4 68.69	6,4 55.70	6,4 91.02	6,4 42.84		0.06 %
29 أغسطس 2010	6,4 65.08	6,5 18.98	6,5 21.18	6,4 65.08		- 0.14%
26 أغسطس 2010	6,4 74.45	6,4 12.13	6,4 75.40	6,4 12.13		1.09 %
25 أغسطس 2010	6,4 04.81	6,4 95.76	6,4 96.46	6,4 04.81		- 1.57%
24 أغسطس 2010	6,5 06.92	6,4 89.48	6,5 09.41	6,4 61.75		0.32 %
23 أغسطس 2010	6,4 86.06	6,3 84.83	6,4 86.06	6,3 84.83		1.64 %
22 أغسطس 2010	6,3 81.35	6,3 91.77	6,3 98.37	6,3 81.29		- 0.12%
19 أغسطس	6,3	6,3	6,3	6,3		0.44

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
2010	88.88	56.01	95.23	56.01		%
18 أغسطس 2010	6,3 60.71	6,3 86.07	6,4 06.56	6,3 60.64		- 0.23%
17 أغسطس 2010	6,3 75.57	6,2 93.97	6,3 77.10	6,2 93.97		1.48 %
16 أغسطس 2010	6,2 82.82	6,3 02.84	6,3 02.84	6,2 77.23		- 0.32%
15 أغسطس 2010	6,3 02.97	6,3 32.22	6,3 69.40	6,3 02.97		- 0.48%
12 أغسطس 2010	6,3 33.14	6,3 70.28	6,3 70.28	6,3 22.55		- 0.63%
11 أغسطس 2010	6,3 73.43	6,4 56.67	6,4 56.67	6,3 73.43		- 1.36%
10 أغسطس 2010	6,4 61.40	6,4 44.70	6,4 65.19	6,4 35.46		0.30 %
09 أغسطس 2010	6,4 42.14	6,3 92.86	6,4 48.17	6,3 92.73		0.84 %
08 أغسطس 2010	6,3 88.77	6,4 05.42	6,4 09.93	6,3 88.77		- 0.29%
05 أغسطس 2010	6,4 07.06	6,3 61.45	6,4 11.66	6,3 61.45		1.57 %
04 أغسطس 2010	6,3 07.83	6,3 09.29	6,3 09.29	6,2 73.62		- 0.15%
03 أغسطس 2010	6,3 17.35	6,3 16.48	6,3 87.43	6,3 16.48		0.18 %
02 أغسطس 2010	6,3 05.89	6,3 64.57	6,3 64.57	6,3 04.03		- 0.91%
01 أغسطس 2010	6,3 63.50	6,3 53.69	6,3 78.02	6,3 53.32		0.74 %
29 يوليو 2010	6,3 16.52	6,2 22.89	6,3 16.52	6,2 12.55		1.45 %
28 يوليو 2010	6,2 26.18	6,1 91.55	6,2 48.47	6,1 87.87		0.53 %

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
27 يوليو 2010	6,1 93.28	6,1 53.77	6,1 94.04	6,1 53.77		1.26 %
26 يوليو 2010	6,1 15.93	6,1 09.33	6,1 16.78	6,0 87.71		0.07 %
25 يوليو 2010	6,1 11.95	6,0 89.64	6,1 30.91	6,0 89.64		1.38 %
22 يوليو 2010	6,0 29.03	5,9 53.11	6,0 30.34	5,9 51.24		1.03 %
21 يوليو 2010	5,9 67.53	5,9 11.61	5,9 69.47	5,9 11.58		0.90 %
20 يوليو 2010	5,9 14.22	5,9 89.72	6,0 05.32	5,9 14.22		- 1.26%
19 يوليو 2010	5,9 89.73	5,9 74.24	5,9 98.05	5,9 65.20		0.25 %
18 يوليو 2010	5,9 74.59	6,0 09.22	6,0 11.52	5,9 59.49		- 1.23%
15 يوليو 2010	6,0 49.19	6,0 40.11	6,0 63.64	6,0 19.49		- 0.13%
14 يوليو 2010	6,0 57.27	6,0 84.97	6,1 05.74	6,0 57.20		0.45 %
13 يوليو 2010	6,0 30.38	5,9 59.08	6,0 30.38	5,9 57.10		0.59 %
12 يوليو 2010	5,9 94.96	6,1 09.39	6,1 09.39	5,9 94.92		- 1.86%
11 يوليو 2010	6,1 08.29	6,0 80.01	6,1 14.57	6,0 77.19		1.35 %
08 يوليو 2010	6,0 26.87	6,0 33.67	6,0 74.90	6,0 26.87		1.38 %
07 يوليو 2010	5,9 44.93	6,0 54.23	6,0 54.85	5,9 40.46		- 1.26%
06 يوليو 2010	6,0 20.97	5,9 02.87	6,0 21.49	5,9 02.71		2.92 %
05 يوليو 2010	5,8	5,8	5,8	5,8		-

التاريخ	سعر آخر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
	50.38	95.65	95.65	14.24		0.77%
2010 يوليو 04	5,8 95.55	5,9 96.14	5,9 96.14	5,8 95.55		- 2.28%
2010 يونيو 30	6,0 33.09	6,1 00.11	6,1 00.11	6,0 28.81		- 1.43%
2010 يونيو 29	6,1 20.71	6,2 38.54	6,2 38.54	6,0 99.94		- 2.17%
2010 يونيو 28	6,2 56.48	6,2 85.17	6,2 97.22	6,2 56.48		- 0.55%
2010 يونيو 27	6,2 90.90	6,3 08.27	6,3 08.27	6,2 53.58		- 0.26%
2010 يونيو 24	6,3 07.27	6,3 34.16	6,3 61.90	6,3 07.27		- 0.18%
2010 يونيو 23	6,3 18.63	6,3 11.44	6,3 18.63	6,2 81.00		- 0.57%
2010 يونيو 22	6,3 55.05	6,5 19.36	6,5 19.36	6,3 55.05		- 2.93%
2010 يونيو 21	6,5 47.13	6,5 79.04	6,6 00.68	6,5 47.13		0.43 %
2010 يونيو 20	6,5 19.09	6,4 35.52	6,5 19.29	6,4 35.52		1.57 %
2010 يونيو 17	6,4 18.39	6,3 46.79	6,4 18.63	6,3 42.33		1.10 %
2010 يونيو 16	6,3 48.25	6,2 91.81	6,3 66.32	6,2 91.81		1.01 %
2010 يونيو 15	6,2 84.83	6,2 78.12	6,2 91.64	6,2 52.60		- 0.25%
2010 يونيو 14	6,3 00.32	6,2 98.33	6,3 21.10	6,2 93.34		- 0.01%
2010 يونيو 13	6,3 00.84	6,3 05.94	6,3 60.73	6,3 00.84		0.93 %
2010 يونيو 10	6,2 43.09	6,2 95.04	6,2 95.04	6,2 30.99		- 1.66%

التاريخ	آخر سعر	سعر الفتح	عالي	منذ فض	لحجم	التغير %
2010 يونيو 09	6,3 48.16	6,3 47.24	6,3 65.25	6,3 31.96		0.56 %
2010 يونيو 08	6,3 12.85	6,3 37.33	6,3 90.30	6,3 12.85		0.01 %
2010 يونيو 07	6,3 11.92	6,3 50.88	6,3 50.88	6,2 84.70		- 0.86%
2010 يونيو 06	6,3 66.82	6,4 16.66	6,4 16.66	6,3 32.78		- 2.32%
2010 يونيو 03	6,5 17.94	6,5 23.20	6,5 65.54	6,5 17.61		1.36 %
2010 يونيو 02	6,4 30.27	6,4 17.21	6,4 34.08	6,3 81.11		- 0.12%
2010 يونيو 01	6,4 37.79	6,6 00.12	6,6 01.19	6,4 37.79		- 1.70%
2010 مايو 31	6,5 49.02	6,4 91.04	6,5 49.02	6,4 30.24		0.48 %
2010 مايو 30	6,5 17.43	6,4 44.70	6,5 61.23	6,4 44.70		2.84 %
2010 مايو 27	6,3 37.51	6,2 42.84	6,3 37.51	6,2 22.01		2.21 %
2010 مايو 26	6,2 00.29	5,9 83.62	6,2 01.90	5,9 83.62		4.43 %
2010 مايو 25	5,9 37.50	6,1 53.74	6,1 53.74	5,9 36.49		- 6.07%
2010 مايو 24	6,3 21.20	6,4 93.35	6,5 24.92	6,3 21.20		- 1.13%
الأعلى: 7,247.95	الأدنى: 5,628.33	الفرق: 1,619.62	المعدل: 6,582.73	التغير %: - 11.69		

الملحق رقم (09)

نتائج دراسة استقرارية السلاسل (مصر)

نتائج دراسة استقرارية السلسلة (PR) عند المستوي

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: PR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.449053	0.0007
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PR)
Method: Least Squares
Date: 01/02/18 Time: 22:08
Sample (adjusted): 2 30
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PR(-1)	-1.066189	0.195665	-5.449053	0.0000
C	33.21479	17.22693	1.928074	0.0648
@TREND(1)	-0.625536	0.946437	-0.660937	0.5145

Null Hypothesis: PR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.466938	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PR)
Method: Least Squares
Date: 01/02/18 Time: 22:10
Sample (adjusted): 2 30
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PR(-1)	-1.052702	0.192558	-5.466938	0.0000
C	23.52373	8.948137	2.628896	0.0140

النموذج الأول

Null Hypothesis: PR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.356025	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.647120	
5% level	-1.952910	
10% level	-1.610011	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PR)
Method: Least Squares
Date: 01/02/18 Time: 22:11
Sample (adjusted): 2 30
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PR(-1)	-0.803897	0.184548	-4.356025	0.0002

الملحق رقم (10)

نتائج دراسة استقرار السلسلة (OCN) عند المستوي

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: ONC has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.924181	0.0023
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(ONC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 22:11
 Sample (adjusted): 2 30
 Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC(-1)	-0.965463	0.196066	-4.924181	0.0000
C	41.53633	11.73853	3.538461	0.0015
@TREND(1)	0.100955	0.482910	0.209056	0.8360

Null Hypothesis: ONC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.009257	0.0003
Test critical values:		
1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(ONC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 22:12
 Sample (adjusted): 2 30
 Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC(-1)	-0.963787	0.192401	-5.009257	0.0000
C	42.97706	9.332778	4.604958	0.0001

نتائج دراسة استقرارية السلسلة (DIC) عند المستوي

النموذج الخامس

النموذج السادس

Null Hypothesis: DIC has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.275558	0.0011
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DIC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 22:13
 Sample (adjusted): 3 30
 Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIC(-1)	-1.474806	0.279555	-5.275558	0.0000
D(DIC(-1))	0.385338	0.188436	2.044932	0.0520
C	89.86030	18.54555	4.845382	0.0001
@TREND(1)	-0.249340	0.397987	-0.626503	0.5369

Null Hypothesis: DIC has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.309901	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.689194	
5% level	-2.971853	
10% level	-2.625121	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DIC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 22:15
 Sample (adjusted): 3 30
 Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIC(-1)	-1.445293	0.272188	-5.309901	0.0000
D(DIC(-1))	0.372138	0.184965	2.011936	0.0551
C	84.28493	16.07198	5.244214	0.0000

نتائج دراسة استقرار السلسلة (BSZ) عند المستوي

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: BSZ has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.123663	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.309824	
5% level	-3.574244	
10% level	-3.221728	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(BSZ)
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 22:17
 Sample (adjusted): 2 30
 Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BSZ(-1)	-1.137724	0.185791	-6.123663	0.0000
C	9.790933	1.627819	6.014756	0.0000
@TREND(1)	0.010964	0.038728	0.283107	0.7793

Null Hypothesis: BSZ has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.311308	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(BSZ)
 Method: Least Squares
 Date: 01/02/18 Time: 22:18
 Sample (adjusted): 2 30
 Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BSZ(-1)	-1.126661	0.178515	-6.311308	0.0000
C	9.859265	1.582166	6.231500	0.0000

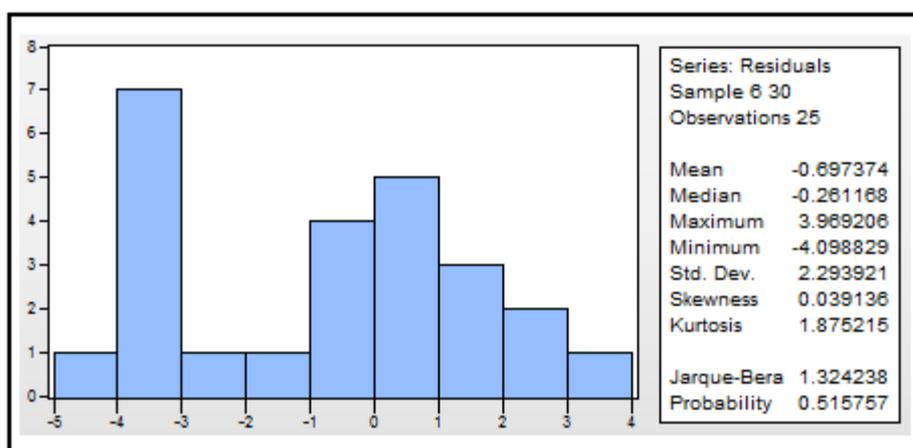
الملحق رقم (11)

نتائج اختبار بروش غودفراي (BG)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	2.491987	Prob. F(2,15)	0.1163	
Obs*R-squared	5.312864	Prob. Chi-Square(2)	0.0702	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 01/02/18 Time: 22:22				
Sample: 6 30				
Included observations: 25				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ONC	-0.035271	0.029031	-1.214942	0.2432
DIC	0.016799	0.023366	0.718971	0.4832
BSZ	0.203424	0.441625	0.460627	0.6517
ICA	0.799460	2.201693	0.363111	0.7216
M	-1.407760	2.187923	-0.643423	0.5297
C	-1.389193	5.670420	-0.244989	0.8098
AR(5)	-0.015586	0.109437	-0.142421	0.8886
MA(3)	-0.006658	0.020613	-0.322997	0.7512
RESID(-1)	0.081440	0.258445	0.315116	0.7570
RESID(-2)	0.075528	0.258752	0.291893	0.7744
R-squared	0.212515	Mean dependent var	-0.697374	
Adjusted R-squared	-0.259977	S.D. dependent var	2.293921	
S.E. of regression	2.574896	Akaike info criterion	5.018670	
Sum squared resid	99.45133	Schwarz criterion	5.506220	
Log likelihood	-52.73337	Hannan-Quinn criter.	5.153895	
F-statistic	0.449775	Durbin-Watson stat	2.041937	
Prob(F-statistic)	0.886066			

الملحق رقم (12)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (JB)



الملحق رقم (13)

نتائج اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.088100	Prob. F(5,19)	0.3986	
Obs*R-squared	5.565044	Prob. Chi-Square(5)	0.3509	
Scaled explained SS	1.416437	Prob. Chi-Square(5)	0.9225	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 01/02/18 Time: 22:28				
Sample: 6 30				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.450795	8.682418	0.282271	0.7808
ONC	0.010948	0.065480	0.167205	0.8690
DIC	-0.067031	0.080452	-0.833183	0.4151
BSZ	0.613414	0.748719	0.819285	0.4228
ICA	0.915836	3.096130	0.295800	0.7706
M	7.752974	5.294566	1.464327	0.1595
R-squared	0.222602	Mean dependent var	5.537921	
Adjusted R-squared	0.018023	S.D. dependent var	5.675393	
S.E. of regression	5.624016	Akaike info criterion	6.497532	
Sum squared resid	600.9616	Schwarz criterion	6.790062	
Log likelihood	-75.21915	Hannan-Quinn criter.	6.578668	
F-statistic	1.088100	Durbin-Watson stat	2.158001	
Prob(F-statistic)	0.398646			

الملحق رقم (01)

نتائج دراسة استقرارية السلسلة الزمنية (EGX1) عند المستوي

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: EGX1 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
			-2.990953	0.1381
Test critical values:				
1% level			-4.017958	
5% level			-3.438886	
10% level			-3.143776	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX1)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 13:50				
Sample (adjusted): 2 157				
Included observations: 156 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX1(-1)	-0.107857	0.036081	-2.990953	0.0032
C	0.656423	0.220443	2.977752	0.0034
@TREND("1")	0.000692	0.000237	2.918385	0.0040

Null Hypothesis: EGX1 has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
			-0.958401	0.7671
Test critical values:				
1% level			-3.472534	
5% level			-2.879966	
10% level			-2.576674	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX1)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:06				
Sample (adjusted): 2 157				
Included observations: 156 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX1(-1)	-0.018926	0.019748	-0.958401	0.3394
C	0.129059	0.129302	0.998119	0.3196

النموذج الأول

Null Hypothesis: EGX1 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.855520	0.8938	
Test critical values:	1% level	-2.579870		
	5% level	-1.942883		
	10% level	-1.615351		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX1)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:15				
Sample (adjusted): 2 157				
Included observations: 156 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX1(-1)	0.000754	0.000893	0.855520	0.3936
R-squared	-0.000502	Mean dependent var		0.005262
Adjusted R-squared	-0.000502	S.D. dependent var		0.073029
S.E. of regression	0.073048	Akaike info criterion		-2.389016
Sum squared resid	0.827077	Schwarz criterion		-2.369466
Log likelihood	187.3433	Hannan-Quinn criter.		-2.381076
Durbin-Watson stat	1.838236			

الملحق رقم (02)

نتائج دراسة استقرار السلسلة الزمنية $D(EGX1)$ للفروق من الدرجة الأولى

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: D(EGX1) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-13.77237	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.018349	
5% level	-3.439075	
10% level	-3.143887	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(EGX1,2)
 Method: Least Squares
 Date: 12/27/17 Time: 14:22
 Sample (adjusted): 3 157
 Included observations: 155 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX1(-1))	-1.012322	0.073504	-13.77237	0.0000
C	0.008011	0.010856	0.737962	0.4617
@TREND("1")	-2.27E-05	0.000120	-0.018948	0.9849

Null Hypothesis: D(EGX1) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-13.83495	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.472813	
5% level	-2.890088	
10% level	-2.576739	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(EGX1,2)
 Method: Least Squares
 Date: 12/27/17 Time: 14:25
 Sample (adjusted): 3 157
 Included observations: 155 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX1(-1))	-1.012390	0.073176	-13.83495	0.0000
C	0.007832	0.005344	1.465591	0.1448

النموذج الأول

Null Hypothesis: D(EGX1) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-13.71681	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-2.579967	
	5% level		-1.942896	
	10% level		-1.615342	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX1,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:26				
Sample (adjusted): 3 157				
Included observations: 155 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX1(-1))	-1.005233	0.073285	-13.71681	0.0000

الملحق رقم (03)

نتائج دراسة استقرارية السلسلة الزمنية (EGX2) عند المستوي

النموذج الخامس

النموذج السادس

Null Hypothesis: EGX2 has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.977803	0.1429
Test critical values:		
1% level	-4.036993	
5% level	-3.448021	
10% level	-3.149135	

*MacKinnon (1995) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(EGX2)
 Method: Least Squares
 Date: 12/27/17 Time: 14:33
 Sample (adjusted): 3 121
 Included observations: 119 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX2(-1)	-0.118806	0.039897	-2.977803	0.0035
D(EGX2(-1))	0.235854	0.090293	2.612100	0.0102
C	1.508302	0.505232	2.985368	0.0035
@TREND("1")	0.000584	0.000409	1.426117	0.1565

Null Hypothesis: EGX2 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.803427	0.0951
Test critical values:		
1% level	-3.486064	
5% level	-2.885863	
10% level	-2.579818	

*MacKinnon (1995) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(EGX2)
 Method: Least Squares
 Date: 12/27/17 Time: 14:36
 Sample (adjusted): 3 121
 Included observations: 119 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EGX2(-1)	-0.092725	0.035617	-2.603427	0.0104
D(EGX2(-1))	0.221271	0.090111	2.455535	0.0158
C	1.206594	0.460844	2.618223	0.0100

النموذج الرابع

Null Hypothesis: EGX2 has a unit root					
Exogenous: None					
Lag Length: 1 (Fixed)					
			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic			0.494344	0.8207	
Test critical values:					
	1% level		-2.584539		
	5% level		-1.943540		
	10% level		-1.614941		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
Dependent Variable: D(EGX2)					
Method: Least Squares					
Date: 12/27/17 Time: 14.39					
Sample (adjusted): 3 121					
Included observations: 119 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	EGX2(-1)	0.000492	0.000996	0.494344	0.6220
	D(EGX2(-1))	0.178990	0.090843	1.970321	0.0512

الملحق رقم (04)

نتائج دراسة استقرار السلسلة الزمنية $D(EGX2)$ للفروق من الدرجة الأولى

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: D(EGX2) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-9.004265	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-4.036983	
	5% level		-3.448021	
	10% level		-3.149135	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values:				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX2,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:44				
Sample (adjusted): 3 121				
Included observations: 119 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX2(-1))	-0.821085	0.091188	-9.004265	0.0000
C	0.005737	0.026337	0.217844	0.8279
@TREND("1")	2.50E-05	0.000376	0.066601	0.9470

Null Hypothesis: D(EGX2) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-9.045637	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-3.486064	
	5% level		-2.885863	
	10% level		-2.579818	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values:				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX2,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:45				
Sample (adjusted): 3 121				
Included observations: 119 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX2(-1))	-0.821198	0.090784	-9.045637	0.0000
C	0.007265	0.012881	0.564051	0.5738

النموذج الأول

Null Hypothesis: D(EGX2) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-9.054275	0.0000
Test critical values:				
1% level			-2.584539	
5% level			-1.943540	
10% level			-1.614941	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(EGX2.2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:46				
Sample (adjusted): 3 121				
Included observations: 119 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EGX2(-1))	-0.817847	0.090327	-9.054275	0.0000

الملحق رقم (05)

نتائج دراسة استقرارية السلسلة الزمنية (MGI1) عند المستوي

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: MGI1 has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.134018	0.9183
Test critical values:				
	1% level		-4.034356	
	5% level		-3.448765	
	10% level		-3.148399	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(MGI1)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:50				
Sample (adjusted): 2 124				
Included observations: 123 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MGI1(-1)	-0.029597	0.026099	-1.134018	0.2590
C	5.753159	4.837556	1.189270	0.2367
@TREND("1")	-0.000246	0.014962	-0.016458	0.9869

Null Hypothesis: MGI1 has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.288962	0.6333
Test critical values:				
	1% level		-3.484198	
	5% level		-2.885051	
	10% level		-2.579386	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(MGI1)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:53				
Sample (adjusted): 2 124				
Included observations: 123 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MGI1(-1)	-0.029793	0.023114	-1.288962	0.1999
C	5.776781	4.800565	1.255668	0.2117

النموذج الأول

Null Hypothesis: MGI1 has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.389017	0.5421
Test critical values:				
	1% level		-2.583898	
	5% level		-1.943449	
	10% level		-1.614997	
*MacGinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(MGI1)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 14:54				
Sample (adjusted): 2 124				
Included observations: 123 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MGI1(-1)	-0.000922	0.002369	-0.389017	0.6979

الملحق رقم (06)

نتائج دراسة استقرار السلسلة الزمنية $D(MGI1)$ للفروق من الدرجة الأولى

النموذج الثاني

النموذج الثالث

Null Hypothesis: D(MG11) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.47563	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.034997	
5% level	-3.447072	
10% level	-3.148578	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(MG11,2)
 Method: Least Squares
 Date: 12/27/17 Time: 14:56
 Sample (adjusted): 3 124
 Included observations: 122 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MG11(-1))	-1.033900	0.090095	-11.47563	0.0000
C	0.737323	0.958849	0.768967	0.4434
@TREND("1")	-0.012500	0.013375	-0.934600	0.3519

Null Hypothesis: D(MG11) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.44963	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.484653	
5% level	-2.885249	
10% level	-2.579491	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(MG11,2)
 Method: Least Squares
 Date: 12/27/17 Time: 14:59
 Sample (adjusted): 3 124
 Included observations: 122 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MG11(-1))	-1.029777	0.089940	-11.44963	0.0000
C	-0.043492	0.470292	-0.092479	0.9265

النموذج الأول

Null Hypothesis: D(MGI1) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-11.49723	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-2.584055	
	5% level		-1.943471	
	10% level		-1.614984	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(MGI1,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 15:00				
Sample (adjusted): 3 124				
Included observations: 122 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MGI1(-1))	-1.029612	0.089553	-11.49723	0.0000

الملحق رقم (07)

نتائج دراسة استقرارية السلسلة الزمنية (MGI2) عند المستوي

النموذج الخامس

النموذج السادس

Null Hypothesis: MGI2 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.770533	0.2102
Test critical values:				
	1% level		-4.009558	
	5% level		-3.434844	
	10% level		-3.141399	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(MGI2) Method: Least Squares Date: 12/27/17 Time: 15:02 Sample (adjusted): 5 185 Included observations: 181 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MGI2(-1)	-0.142646	0.051487	-2.770533	0.0062
D(MGI2(-1))	0.068656	0.070338	0.976095	0.3304
D(MGI2(-2))	0.049434	0.070143	0.704762	0.4819
D(MGI2(-3))	-0.410379	0.069758	-5.882882	0.0000
C	34.55277	12.37175	2.792876	0.0058
@TREND("1")	0.012175	0.006926	1.757917	0.0805

Null Hypothesis: MGI2 has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.196831	0.2082
Test critical values:				
	1% level		-3.466580	
	5% level		-2.877363	
	10% level		-2.575284	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(MGI2) Method: Least Squares Date: 12/27/17 Time: 15:05 Sample (adjusted): 5 185 Included observations: 181 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MGI2(-1)	-0.073673	0.033536	-2.196831	0.0293
D(MGI2(-1))	0.029917	0.067192	0.445241	0.6567
D(MGI2(-2))	0.011141	0.067079	0.166112	0.8683
D(MGI2(-3))	-0.446950	0.066978	-6.673072	0.0000
C	18.47207	8.378895	2.204595	0.0288

النموذج الرابع

Null Hypothesis: MGI2 has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			0.242576	0.7555
Test critical values:				
	1% level		-2.577801	
	5% level		-1.942594	
	10% level		-1.615534	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values:				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(MGI2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 15:07				
Sample (adjusted): 5 165				
Included observations: 181 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MGI2(-1)	0.000231	0.000953	0.242576	0.8086
D(MGI2(-1))	-0.006457	0.065841	-0.096066	0.9220
D(MGI2(-2))	-0.024357	0.065814	-0.370093	0.7118
D(MGI2(-3))	-0.482374	0.065727	-7.339005	0.0000

الملحق رقم (08)

نتائج دراسة استقرارية السلسلة الزمنية $D(MGI2)$ للفروق من الدرجة الأولى

النموذج الخامس

النموذج السادس

Null Hypothesis: D(MGI2) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-13.19679	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-4.009558	
	5% level		-3.434844	
	10% level		-3.141399	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(MGI2,2) Method: Least Squares Date: 12/27/17 Time: 15:10 Sample (adjusted): 5 185 Included observations: 181 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MGI2(-1))	-1.515673	0.114852	-13.19679	0.0000
D(MGI2(-1),2)	0.508327	0.093025	5.464406	0.0000
D(MGI2(-2),2)	0.483001	0.065861	7.333670	0.0000
C	0.302484	0.491456	0.615486	0.5390
@TREND("1")	-0.002447	0.004569	-0.535547	0.5929

Null Hypothesis: D(MGI2) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-13.21262	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-3.465580	
	5% level		-2.877363	
	10% level		-2.575284	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(MGI2,2) Method: Least Squares Date: 12/27/17 Time: 15:12 Sample (adjusted): 5 185 Included observations: 181 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MGI2(-1))	-1.512992	0.114511	-13.21262	0.0000
D(MGI2(-1),2)	0.508600	0.092782	5.460127	0.0000
D(MGI2(-2),2)	0.482303	0.065715	7.338302	0.0000
C	0.072324	0.238055	0.303813	0.7616

النموذج الرابع

Null Hypothesis: D(MGI2) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-13.24299	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.577801	
	5% level		-1.942594	
	10% level		-1.615534	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(MGI2,2)				
Method: Least Squares				
Date: 12/27/17 Time: 15:14				
Sample (adjusted): 5 185				
Included observations: 181 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MGI2(-1))	-1.512298	0.114198	-13.24299	0.0000
D(MGI2(-1),2)	0.506150	0.092533	5.469935	0.0000
D(MGI2(-2),2)	0.482105	0.065544	7.355429	0.0000

