



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع :/2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم اقتصادية

التخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة بعنوان:

دور حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول العربية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص " إقتصاد نقدي وبنكي "

إشراف:

أ/ علية عبد الباسط عبد الصمد

إعداد الطلبة:

- بونقطة فريال

- بوحانيط رحمة

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	بوهلالة سعاد
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	علية عبد الباسط عبد الصمد
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	خندق سميرة

السنة الجامعية 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

"ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي..."
بعد الحمد والشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل، أتقدم بالشكر الجزيل وفائق الاحترام والتقدير لأستاذي الفاضل "عليه عبد الباسط عبد الصمد" على إشرافه على هذا العمل، وما تقدم به من نصح وإرشاد طيلة فترة البحث.

إهداء

إلى والدي ووالديتي أطال الله في عمرهما، اللذين أفهماني بعفوية صادقة أن
العلم هو الحياة وأنارا أمام عيني شموع الأمل
أهدي رسالتي هذه رمزا للمحبة والوفاء واعترافا مني بفضلهما علي إليكم
كل الحب وكل الدعم...

إلى زوجي وإخواني و عائلتي وأصدقائي الأعزاء...

لهم جميعا

أهدي عملي المتواضع هذا

مع المحبة و العرفان.

رحمة

إهداء

الحمد لله الذي نور بكتابه القلوب، فاستنارت بنوره العقول،
أحمده أن جعل الحمد فاتحة أسراره وخاتمة تصريفه وأقداره، أما بعد:
أهدي ثمرة عملي المتواضع هذا :
إلى أغلى من في الوجود أُمِّي و أبي حفظهما الله و أطال في عمرهما...
إلى إخوتي وأخواتي..
إلى جميع عائلتي..
إلى الاصدقاء والأحباب...
إلى زميلاتي وكل طلبة تخصص اقتصاد نقدي وبنكي...
فريال

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الحاجة لتطبيق آلية حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة ومدى مساهمتها في تفعيل هذه الأسواق، بالإشارة إلى الدول العربية من خلال دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات يساهم في تفعيل الأسواق المالية العربية نظرا لأهمية الحوكمة في تعزيز الثقة بين المتعاملين في السوق وزيادة مصداقية وشفافية المعلومات وهو الأساس لرفع كفاءتها، لذلك يعد تطبيق حوكمة الشركات في الاقتصاديات الناشئة مطلباً ضرورياً للنهوض بأسواقها المالية.

الكلمات المفتاحية:

حوكمة الشركات، الأسواق المالية الناشئة، سوق الإمارات للأوراق المالية، البورصة المصرية، الإفصاح والشفافية.

Summary:

This study aims to highlight the need to apply the corporate governance mechanism in emerging financial markets and the extent to which they contribute to the activation of these markets, referring to Arab countries by examining the relationship between corporate governance and the performance of the UAE Stock Exchange and the Egyptian Stock Exchange. This study found that the good application of the principles of corporate governance contributes to the activation of Arab financial markets due to the importance of governance in enhancing confidence among market customers and increasing the credibility and transparency of information, It is the basis for its efficiency, so the application of corporate governance in emerging economies is a necessary requirement to promote its financial markets.

Keywords:

Corporate Governance, Emerging Financial Markets, Emirates Stock Exchange, Egyptian Stock Exchange, disclosure and transparency.

الفهرس

الصفحة

العنوان

	شكر وتقدير
	الإهداء
	ملخص
I	فهرس المحتويات
III	قائمة الجداول والأشكال.....
أ	مقدمة عامة
	الفصل الأول:
	الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات.....
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم حوكمة الشركات.....
6	المطلب الثاني: مبادئ حوكمة الشركات.....
11	المطلب الثالث: محددات حوكمة الشركات.....
13	المطلب الرابع: آليات حوكمة الشركات.....
18	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الناشئة.....
18	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها.....
21	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة.....
26	المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة.....
28	المطلب الرابع: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة.....
32	المبحث الثالث: علاقة حوكمة الشركات بالأسواق المالية الناشئة.....
32	المطلب الأول: معايير الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية الناشئة.....
34	المطلب الثاني: دور الشفافية والإفصاح المحاسبي في تفعيل الأسواق المالية الناشئة
36	المطلب الثالث: المستفيدون من حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة.....
37	المطلب الرابع: أهمية حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة.....
39	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني:

دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية الناشئة في سوق الامارات للأوراق المالية والبورصة المصرية

40	تمهيد.....
41	المبحث الأول: تقديم سوق الإمارات للأوراق المالية (سوق أبو ظبي وسوق دبي)
41	المطلب الأول: نشأة سوق الإمارات للأوراق المالية.....
42	المطلب الثاني: تعريف سوق الإمارات للأوراق المالية والهيئة المشرفة عليه.....
43	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق الإمارات للأوراق المالية.....
45	المطلب الرابع: جهود سوق الإمارات للأوراق المالية في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات
53	المبحث الثاني: تقديم البورصة المصرية.....
53	المطلب الأول: نشأة البورصة المصرية.....
54	المطلب الثاني: تعريف البورصة المصرية والهيئة المشرفة عليها.....
55	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية.....
57	المطلب الرابع: جهود البورصة المصرية في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات.....
	المبحث الثالث: أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية خلال الفترة 2017
62	-2019 وانعكاس تطبيق الحوكمة على تطور أدائهما.....
62	المطلب الأول: تطور أداء سوق أبو ظبي خلال الفترة 2017-2019.....
65	المطلب الثاني: تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2019.....
68	المطلب الثالث: تطور أداء البورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019.....
	المطلب الرابع: انعكاسات تطبيق مبادئ الحوكمة على أداء سوق الإمارات للأوراق
70	المالية والبورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019.....
72	خلاصة الفصل
74	خاتمة عامة.....

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	تطور أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2019	62
02	تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2019	65
03	تطور البورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019	68

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لسنة 2004 في مجال حوكمة الشركات	7
02	المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات	12
03	الهيكل التنظيمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية	44
04	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	45
05	الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية	56

مقدمة عامة

المقدمة

تعتبر حوكمة الشركات إحدى المتطلبات الجديدة للنهوض بالاقتصاد وخاصة أنها تعمل على تقديم المعلومات المتعلقة بتلك الشركات ومحاربة الفساد المالي والإداري من خلال تطبيق مبادئها القائمة على الإفصاح والشفافية، فحرصت العديد من المؤسسات على دراسة مفهوم حوكمة الشركات وتحليله وتطوير معايير محددة لتطبيقه. وعليه فقد تم وضع وتطوير مبادئ وقواعد مختصة بحوكمة الشركات في عدة بلدان وتم إصدارها من قبل هيئات الأوراق المالية والمصارف المركزية والأسواق المالية وجمعيات ومعاهد أعضاء مجلس الإدارة والمديرين بدعم من الحكومات والمنظمات الدولية ويتم الحصول على آراء وملاحظات الشركات والمستثمرين والمؤسسين والجهات ذات العلاقة في السوق المالي، حيث أن هذا الأخير أصبح وجوده ضروريا في كل بلد وتختلف أسواق المال من بلد إلى آخر فهناك أسواق مالية متطورة بشكل كبير ومتقدمة على أسواق أخرى وهناك أسواق ناشئة أو حديثة النشأة هي قائمة في الدول النامية والتي شهدت طفرة من النمو والتطور في الحجم بعدما كانت تعاني من حالة ركود وتمتلك قدرات تؤهلها لمواصلة النمو والتطور ورفع درجة كفاءتها وفعاليتها اقتصاديا لتتحول إلى مركز جذب رؤوس الأموال المحلية والدولية.

إن الشركات التي تطبق مبدأ الإفصاح والشفافية كأحد أهم مبادئ الحوكمة تعزز مستوى الثقة والاطمئنان لدى مساهميها على استثماراتهم والحصول على المعلومات المطلوبة بشفافية وعدالة، وكذلك رفع كفاءة وأداء السوق الناشئة من خلال توفير معلومات ملائمة وصادقة وهذا يساهم في تنشيط الأسواق ويعمل على تحقيق كفاءتها.

أولا: إشكالية الدراسة

باعتبار أن الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية تسعى إلى مسايرة الركب الحضاري وللحاق بالدول المتقدمة ولكي تتطور هذه الأسواق يجب عليها الاستفادة من تجارب هذه الدول المتقدمة ذات الأسواق المالية المتطورة وكذلك الحرص على سلامة المعلومات وشفافيتها ومصداقيتها وعليها أيضا الاهتمام بما يسمى آلية حوكمة الشركات والتي لها أهمية كبيرة في تطوير أسواقها وزيادة ثقة المساهمين وأصحاب المصالح ومنع الاحتكار داخل هذه الأسواق لفائدة مساهمين محددين. وأهم التساؤلات المطروحة بشأن هذا الموضوع تكمن حول الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في تطوير وتفعيل الأسواق المالية الناشئة، وعلى ضوء ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

هل يوجد لحوكمة الشركات دور في تفعيل الأسواق المالية في الدول العربية؟

وانطلاقاً من التساؤل الرئيسي سنحاول الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تسعى دولتي الإمارات ومصر إلى تطبيق حوكمة الشركات في أسوقها المالية؟
- هل يؤثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تفعيل أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية؟

ثانياً: الفرضيات

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية: يوجد دور لحوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية في الدول العربية
الفرضية الأولى: تسعى دولتي الإمارات ومصر إلى تطبيق حوكمة الشركات في أسواقها المالية.

الفرضية الثانية: يوجد تأثير لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تفعيل أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية.

ثالثاً: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في تزايد أهمية الأسواق المالية الناشئة كأهم مصادر التمويل للدول النامية ولا شك أن لحوكمة الشركات دور كبير في تفعيل هذه الأسواق والمساعدة على استقرارها ورفع مستوى الشفافية في تلك الشركات وتحقيق فعالية في أدائها لتدفع عملية التنمية الاقتصادية في بلدانها إلى الإمام ويمكننا التوضيح أكثر لهذه الأهمية في النقاط التالية:

- العمل على إبراز أهمية حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية الناشئة وزيادة نشاطها وأن التطبيق الجيد لمبادئها عامل مهم لتقادي الوقوع في الأزمات المالية.
- إبراز ايجابيات تطبيق حوكمة الشركات كالتقليل من مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركات الأمر الذي يؤدي إلى تحسين حركة التداول في السوق المالي وبالتالي جذب الاستثمارات.
- دور الإفصاح والشفافية كأحد أهم مبادئ حوكمة الشركات في تعزيز ثقة المتعاملين في الأسواق المالية الناشئة.

- تزايد أهمية الأسواق المالية الناشئة على اعتبار الدور الكبير الذي تلعبه بصفة عامة في تطوير اقتصاديات الدول النامية حيث يتم حشد الموارد المالية لتمويل الشركات المساهمة والقطاعات الاقتصادية المختلفة لدعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد في هذه الدول ومسايرة الدول المتقدمة.

رابعاً: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على مفهوم حوكمة الشركات ودوافع انتشارها.
- معرفة إحدى الآليات التي تساعد في رفع كفاءة الأسواق المالية الناشئة ومواكبة تطور الأسواق المالية في الدول المتقدمة.
- تسعى هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى تطبيق حوكمة الشركات في الدول النامية بصفة عامة والدول العربية بصفة خاصة، وإبراز الدور الذي تلعبه في تفعيل أداء أسواقها المالية.
- تمكين الأسواق المالية العربية من الاستفادة من مبادئ حوكمة الشركات نظراً لمساهمة هذه الأخيرة في تعزيز ثقة المتعاملين في السوق.

خامساً: منهج الدراسة

نظراً لطبيعة الدراسة وتماشياً مع الموضوع، لتحقيق أهدافه والوصول إلى النتائج المرجوة منه، تم استخدام المنهج الوصفي في الجزء النظري والذي تناولنا فيه الجوانب النظرية لحوكمة الشركات من مفهوم، مبادئ، محددات وآليات، إضافة إلى الجوانب النظرية للأسواق المالية الناشئة من مفومها، خصائصها، مؤشرات أدائها، محددات نموها وعلاقتها بحوكمة الشركات. واعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي في الجزء التطبيقي لتقديم الأسواق المالية العربية ودراسة واقع تطبيق حوكمة الشركات في تلك الأسواق وتحليل أدائها خلال فترة الدراسة وانعكاسات الحوكمة على تطور أداء هذه الأسواق.

سادساً: مبررات اختيار الموضوع

تم اختيار هذا الموضوع للأسباب التالية:

- الأهمية المتزايدة التي يشهدها موضوع حوكمة الشركات إلى درجة تبنيه من طرف أكبر وأهم المؤسسات الدولية بمختلف مجالاتها.

- مكانة الموضوع على الصعيد الدولي والمحلي بسبب انتشار مظاهر الفساد المالي والإداري وسلسلة الفضائح التي مست أكبر الشركات في العالم.
- الحدائة النسبية لمجال حوكمة الشركات في الاسواق المالية الناشئة ما يتوجب تسليط الضوء عليه.
- ملاءمة هذا الموضوع مع تخصصنا حيث يندرج ضمن مجال الاقتصاد النقدي والبنكي.

سابعا: صعوبات الدراسة

- صعوبة الالتقاء والتواصل بين الطلبة والمشرف بسبب الظروف المتعلقة بالحجر الصحي جراء فيروس كورونا.

ثامنا: حدود الدراسة

لقد تم تحديد فترة الدراسة من عام 2017م إلى عام 2019م وهذا من أجل دراسة واقع الدول العربية إضافة إلى تقييم أداء وتطور مؤشرات الأسواق المالية العربية لذا ارتأينا إلى دراسة أسواق دولتين عربيتين هما الإمارات ومصر باعتبارهما رائدتين في مجال حوكمة الشركات.

تاسعا: الدراسات السابقة:

لقد تطرقت الكثير من الدراسات لمثل هذا الموضوع نذكر البعض منها فيما يلي:

حاسم الدين غضبان: دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية، 2012.

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في كيفية مساهمة حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية بالدول النامية، وقد هدفت هذه الدراسة إلى توضيح ماهية حوكمة الشركات وأهمية تطبيقها في المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة، ومعرفة خصائص الأسواق النامية في الدول النامية وإيجاد العلاقة بينها وبين حوكمة الشركات، كما هدفت هذه الدراسة إلى إبراز آليات الحوكمة التي تساهم في تفعيل الأسواق المالية في الدول النامية. استخدم الباحث في دراسته المنهج الاستنباطي من خلال الرجوع إلى المراجع الأجنبية والعربية وأخذ منها ما يخدم مصالح بحثه.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الحوكمة الجيدة للشركات ترفع من معدلات الإفصاح و الشفافية و تقدم المعلومات المالية التي تساعد على تحسين الأداء و تنويع استثمارات الشركات

مما يزيد من معدلات العائد على استثماراتها، وأنها إحدى المجالات التي تؤدي إلى إنعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية.

يمينة بن معمر: أثر حوكمة الشركات في جودة القوائم المالية، 2014.

إشكالية هذه الدراسة في كيفية تأثير حوكمة الشركات في جودة القوائم المالية، وقد هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة نظام حوكمة الشركات في جودة القوائم المالية، حيث تزداد أهمية الحوكمة في إدارة الشركات من أجل تحقيق الثقة في المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية المنشورة، وذلك بغرض حماية مستخدمي القوائم المالية، وخاصة المساهمين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية. استخدم في هذه الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي وذلك من خلال جمع المعلومات تنظيمها وتحليلها واستخلاص مختلف النتائج.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن تطبيق قواعد حوكمة الشركات يؤدي إلى زيادة الثقة والمصدقية في المعلومات المحاسبية وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين، كما أن نظام حوكمة الشركات يعمل على تحقيق جودة القوائم المالية ومحاربة الفساد المالي والإداري.

هشام بلغول: أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على الإفصاح عن القوائم المالية، دراسة ميدانية للشركة الوطنية لتوزيع الكهرباء والغاز - المديرية الجهوية أم البواقي، 2015.

تمثلت إشكالية هذه الدراسة في معرفة اثر تطبيق حوكمة الشركات لتوفير الإفصاح اللازم عن القوائم المالية أدى الشركات الاقتصادية الجزائرية، وقد هدفت الدراسة إلى الوقوف على الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات ومدى تطبيق مبادئ الحوكمة داخل الشركات الجزائرية والتعرف على مدى مساهمة تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في توفير الإفصاح اللازم عن القوائم المالية، استخدم الباحث في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي بغية تفسير الأساس النظري للدراسة، ليتم إسقاطها على الشركة محل الدراسة، و من ثم استخدام المنهج التحليلي لتحديد مختلف ميزات تطبيق مبادئ الحوكمة وكل من الإفصاح عن القوائم المالية، وقصد الإجابة على الإشكالية والأسئلة المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات، كما تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي في الجانب التطبيقي وذلك لاختبار اثر تطبيق مبادئ الحوكمة في الإفصاح عن القوائم المالية في الجانب التطبيقي.

توصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج ملخصة في أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يؤدي إلى الإفصاح عن القوائم المالية وأن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تلتزم إلى

حد ما بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات من خلال توفر إطار تنظيمي واضح ومتكامل وفعال للحوكمة.

ربيع خلف: أثر تطبيق حوكمة الشركات على كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، دراسة على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، 2016.

تدور إشكالية الدراسة حول اثر تطبيق حوكمة الشركات في رفع كفاءة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وهدفت هذه الدراسة إلى تحليل الارتفاع الحاصل في مؤشر الأسعار، وإظهار عدد الشركات الناجحة والفاشلة في سوق العراق للأوراق المالية، وتحليل دور مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في تحسين مؤشر الأسعار، و تخفيض مخاطر الفشل للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، استخدم في هذه الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي للإلمام بالجوانب النظرية للدراسة وجمع البيانات والمعلومات والحقائق المرتبطة بالموضوع وتحليلها للوصول إلى النتائج المرجوة.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تطبيق الحوكمة في إطارها القانوني والرقابي للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتطابق بعض فقراتها بالمبادئ الدولية، شرعت لكي تعكس أثرها على الجانب الاقتصادي المتمثل في تطور مؤشر السوق تقليل درجة المخاطر للشركات المدرجة من اجل المساهمة في بناء السوق وفقا لمتطلبات عولمة الأسواق وإعطاء صورة واضحة للمساهمين.

عمار بلعادي: حوكمة الشركات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية، 2017.

تمثلت إشكالية الدراسة في مدى مساهمة حوكمة الشركات في تحسين ورفع كفاءة الأسواق المالية العربية، وهدفت هذه الدراسة إلى إبراز الحاجة لتطبيق حوكمة الشركات في الاقتصاديات العربية وذلك نظرا لأهميتها في دعم تنميتها كاقصاديات تمر بمرحلة انتقالية، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في عرض الخلفية النظرية للموضوع والمنهج التحليلي في دراسة وتحليل أداء الأسواق المالية العربية.

توصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها تطبيق مفهوم الحوكمة في البيئة الاقتصادية العربية أصبح مطلباً ضرورياً للنهوض بأسواقها المالية والتطبيق الجيد لآلياتها يسهم في تحسين أداء أسواقها المالية ورفع مستوى كفاءتها.

عقبة قطاف: دور حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، دراسة حالة شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة حالة شركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر، 2019.

تدور إشكالية هذه الدراسة حول دور حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وهدفت هذه الدراسة إلى توضيح كيفية الاستفادة من مزايا حوكمة الشركات في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية، والتعرف على واقع تطبيق الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لحوكمة الشركات، إضافة إلى توضيح دور حوكمة الشركات في تحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، استخدم في هذه الدراسة المنهج الوصفي في الجانب النظري من أجل توظيف التعارف وسرد الأفكار وتحليلها والمتعلقة بحوكمة الشركات وأداء المؤسسات إضافة إلى علاقة حوكمة الشركات بتحسين أداء المؤسسات، أما في الجانب التطبيقي تم استخدام المنهج الوصفي وذلك بالاعتماد على الأسلوب التحليلي حيث تم الاستعانة به لتحليل النتائج المتحصل عليها.

وكانت لهذه الدراسة العديد من النتائج حيث توصل من خلال اختبار الفرضيات الجزئية والفرعية إلى عدم تحقق الفرضية الرئيسية، أي لم يكن لحوكمة الشركات دور في تحسين أداء الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، رغم وجود بعض آليات حوكمة الشركات في الشركات محل الدراسة، إلا أن تطبيقها لم يكن في المستوى المطلوب أي أن هذه الشركات لم تطبقها بالشكل الأمثل الذي أوصت به قواعد الحوكمة السليمة.

إن ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية هو محاولة الجمع بين إحدى متغيرين تلك الدراسات لنستنتج منه دراسة حول أهمية حوكمة الشركات وربطها بالأسواق المالية الناشئة، حيث تطرقنا إلى الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة بالإضافة إلى إسقاط الدراسة على سوق الإمارات للوراق المالية والبورصة المصرية.

عاشرا: هيكل الدراسة

قمنا بتقسيم موضوعنا إلى فصلين رئيسيين، ففي الفصل الأول نتناول الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة، حيث يضم ثلاث مباحث تناولنا في المبحث الأول ماهية حوكمة الشركات وفي المبحث الثاني مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الناشئة، وفي

المبحث الثالث علاقة حوكمة الشركات بالأسواق المالية الناشئة. أما في الفصل الثاني نتناول دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الأسواق المالية الناشئة في سوق الامارات للأوراق المالية والبورصة المصرية، حيث يضم هذا الفصل ثلاث مباحث قمنا بتقديم سوق الامارات للأوراق المالية في المبحث الأول وتقديم البورصة المصرية في المبحث الثاني، وأخيرا ندرس أداء سوق الامارات للأوراق المالية والبورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019 وانعكاس تطبيق الحوكمة على تطور ادائهما في المبحث الثالث.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لحوكمة

الشركات في الأسواق المالية

الناشئة

تمهيد

تلعب الأسواق المالية دورا حيويا وهاما في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، فهي تقوم بحشد المدخرات وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب وقد تمكن الأسواق الناشئة من فرض مكانتها في الاقتصاد العالمي حيث كان لها دور ملحوظ في مساعدة الاقتصاديات المتقدمة من مخلفات الأزمة، وهذا بفضل الإمكانيات الاقتصادية الكبيرة وقد تطورت كثيرا مقارنة بالسنوات العشرة الماضية فقد استقطبت نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية وكذا الأجنبية (بشقيها المباشر وغير المباشر العربي والأجنبي) ومن دون شك فإن أبرز ما يمكن الاعتماد عليه لمباشرة عملية تنشيط هذه الأسواق هي آلية حوكمة الشركات وهي تطبيق الإفصاح والشفافية للرفع من كفاءتها وأدائها وتعظيم قيمة الشركات مما يساهم في جعل هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي

وهذا ما سنحاول التعرف عليه في هذا الفصل، حيث قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، سنتناول في المبحث الأول نشأة حوكمة الشركات، ومفهومها، ومبادئها، ومحدداتها، وآلياتها، أما في المبحث الثاني فسنتناول مفهوم الأسواق المالية الناشئة، مراحل تطورها، وخصائصها، ومؤشرات أدائها، ومحددات نموها، وسنتناول في المبحث الثالث علاقة حوكمة الشركات بالأسواق المالية الناشئة.

المبحث الأول: ماهية حوكمة الشركات

أصبح مفهوم حوكمة الشركات من الموضوعات المهمة التي تفرض نفسها على جدول أعمال الشركات والمنظمات الدولية والحكومات خلال السنوات الأخيرة، خاصة بعد ظهور سلسلة الأزمات والانهيarts المالية المختلفة والتي حدثت في الكثير من دول العالم وما صاحبها من ضياع حقوق المصالح وفقدان ثقة المستثمرين نتيجة لكل ذلك زاد الاهتمام بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات من خلال مبادئها وبآلياتها التي تضمن الممارسة السليمة لها.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم حوكمة الشركات

إن الانهيarts الكبيرة والأزمات العالمية التي طالت الكثير من المؤسسات والشركات كان سببها الرئيسي والأساسي هو نقص الخبرات والكفاءات وعدم توفر إدارات كفؤة ذات خبرة مهارة متميزة، أي عدم الأخذ بمبدأ الحاكمية (الحكم الرشيد للمؤسسات) مما جعل هذه المؤسسات تعلن إفلاسها وتتهار، أو على الأقل تقلص من حصتها السوقية أو تجمد نشاطاتها، لذلك بدأ الاهتمام بموضوع الحوكمة.

الفرع الأول: نشأة حوكمة الشركات

تعود جذور حوكمة الشركات إلى (berle et means) اللذان يعدان أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك عام 1932م وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية أن تضر بالشركة.

أما مصطلح حوكمة الشركات فتم البدء باستخدامه مع بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، إذ تزايد استخدام هذا المصطلح بشكل واسع في السنوات الأخيرة منه وأصبح شائعاً استخدامه من قبل الخبراء ولاسيما أولئك العاملون في المنظمات الدولية والإقليمية والمحلية.

وعند التعرف إلى التجارب الدولية بشأن حوكمة الشركات، نلاحظ أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت السبابة في هذا المجال إذ قامت بورصة نيويورك (NYSE) باقتراح قواعد تلزم الشركات بتحديد مديريين مستقلين لحضور مجلس الإدارة وقامت الرابطة القومية لمديري الشركات بتشكيل لجنة متابعة مخاطر الشركات لدعم المديرين المستقلين والمراجعة الدورية للمخاطر المحتملة أما في اليابان فقد أعلنت بورصة طوكيو بوضع دليل للتطبيقات الجديدة لحوكمة الشركات لكي تهتدي بها المؤسسات اليابانية في سبيل إعداد المعايير التي تتفق مع القانون التجاري الياباني.¹

¹ - بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الابداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، جامعة سعد دحلب البليدة، يومي 18 و19 ماي 2011، ص28.

أما المفوضية الأوروبية فقد قامت بتكليف فريق عمل لمهمة تطوير وتوحيد الإطار القانوني للشركات بهدف الإفصاح وحماية المستثمرين، أما في أمريكا اللاتينية فقد قامت سبع دول في سان باولو بتفعيل مشاركتهم في رابطة لمؤسسات حوكمة الشركات.

أما في المنطقة العربية فتعد جمهورية مصر الدولة العربية الرائدة في مجال تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات، وتشير الدراسات إلى انه في عام 2001 تم الانتهاء من أول تقرير لتقويم حوكمة الشركات في مصر، والذي قام به البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية، ويذكر انه هناك جهود ومحاولات مماثلة في بعض الدول العربية الأخرى مثل لبنان، الأردن، تونس والمغرب وبعض دول الخليج الأخرى.¹

الفرع الثاني: مفهوم حوكمة الشركات

على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين والمحليين والأكاديميين لمفهوم حوكمة الشركات فقد تعددت التعريفات حول هذا المفهوم بتعدد كتابه واختلاف وجهات نظرهم، ويرجع ذلك إلى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهذا الأمر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل. وقد تم تقسيم حوكمة الشركات إلى مفهوم لغوي وآخر اصطلاحي.²

أ- مفهوم الحوكمة لغويا

تجدر الإشارة في البدء إلى أن مصطلح الحوكمة (governance) أو الحوكمة المؤسسية (corporate governance) هو مصطلح فرض نفسه وأوجد ذاته قسرا وطوعية. والدافع وراء شيوع هذا المفهوم هو تناغمه مع لفظي العولمة والخصخصة اللذين دار حولهما جدل كبير في بداية ظهورها. ويشير لفظ الحوكمة إلى الترجمة العربية للأصل الإنكليزي للكلمة (governance) الذي توصل إليه مجمع اللغة العربية بعد عدة محاولات لتعريب الكلمة حيث، تم سابقا إطلاق مصطلحات أخرى مثل الإدارة الرشيدة، الإدارة الجيدة، الضبط المؤسسي، التحكم المؤسسي، حوكمة الشركات ومصطلحات أخرى، إلا أن الأكثر شيوعا وتداولاً من قبل الكتاب والباحثين هو مصطلح حوكمة الشركات أو حوكمة المؤسسية. الذي يتكون من مصطلحين هما: الحوكمة والمؤسسية، والحوكمة يتضمن العديد من الجوانب منه:³

¹ - يتول محمد نوري، مرجع سبق ذكره، ص ص 28 29.

² - عبد الله جوهر، الادارة في الشركات والمؤسسات (القيادة-التسويق-العمل المؤسسي-تخطيط وادارة القوة العاملة-الحوكمة)، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2014، ص. 24.

³ - علاء فرحان طالب وايمان شبحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والاداء المالي الاستراتيجي للمصارف، الطبعة الاولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص 23 24.

أ- الحكمة: ما تقتضيه من التوجيه والإرشاد.

ب-الحكم: ما يقتضيه من السيطرة على الأمور بوضع الضوابط والقيود التي تتحكم في السلوك.

ت-الاحتكام: ما يقتضيه من الرجوع إلى مرجعيات أخلاقية ثقافية وإلى خبرات تم الحصول عليها من خلال تجارب سابقة.

ث-التحاكم: طلباً للعدالة خاصة عند انحراف السلطة وتلاعبها بمصالح المساهمين.

ب- مفهوم حوكمة الشركات اصطلاحاً

التعريف الأول: إن مصطلح حوكمة الشركات يهدف إلى إيجاد وتنظيم التطبيقات والممارسات السلمية للقائمين على إدارة الشركة وأصحاب المصالح وغيرهم وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السلمية على وفق لمعايير الإفصاح والشفافية الواجبة.¹

التعريف الثاني: ويشير مفهوم حاكمية الشركات إلى مجموعة القواعد rules والحوافز incentive التي تتم من خلالها توجيه ورقابة إدارة الشركة وصولاً إلى تعظيم كل من الربحية وقيمة الشركة لمنفعة المساهمين وأصحاب المصالح.²

التعريف الثالث: يقصد بحوكمة الشركات بشكل بسيط هي الإدارة الرشيدة للشركات لتقييم وتحسين الإطار القانوني والمؤسسي والتنظيمي للشركات من خلال توفير الإرشادات والمقترحات لبورصات الأوراق المالية والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى.³

التعريف الرابع: تعرف لجنة كادبوري في تقريرها عن الجوانب المالية لحاكمية الشركات في المملكة المتحدة UK المرفوع إلى مجلس الاستشاري للبيانات والتقارير المالية عام 1921 حاكمية الشركات بأنها ذلك النظام التي يتم من خلاله توجيه ورقابة الشركات ويهدف ذلك النظام إلى تحقيق التوافق aligning بين مصالح الإدارة والمساهمين بالإضافة إلى الكفاءة الاقتصادية والرفاهية الاجتماعية.⁴

التعريف الخامس: كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (O.E.C.D.) بأنها مجموعة العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرها من المساهمين.⁵

¹- أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 10.

²- حاكم محسن ومحمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الاداء والمخاطرة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2011، ص 22.

³- أحمد علي خضر، مرجع سبق ذكره، ص 09.

⁴- حاكم محسن، مرجع سبق ذكره، ص 22.

⁵- عبد الله جوهر، مرجع سبق ذكره، ص 208.

التعريف السادس: وتعرف مؤسسة التمويل الدولية (ifc) حوكمة الشركات بأنها مجموعة الهياكل والعمليات اللازمة لتوجيه وضبط المؤسسات وتحديد توزيع الحقوق والواجبات بين المشاركين الرئيسيين في المؤسسة وكذلك تحديد القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ القرارات بشأن أمور الشركة.¹

إن ما نلخص إليه من التعاريف الواردة في أعلاه، أن حاكمية الشركات تعني الإطار العام الذي يجمع قواعد وعلاقات ونظم ومعايير وعمليات تساعد على ممارسة السلطة والتحكم في الشركات ومن الممكن تفصيل هذا التعريف في الآتي:

القواعد: مجموعة القوانين واللوائح والقيود التنظيمية المنظمة لعمل الشركات في الداخل والخارج.

العلاقات: تشمل جميع العلاقات المتداخلة مع الأطراف ذات العلاقة كافة أو ذات المصلحة بعمل الشركة خاصة بين المالكين والإدارة العليا ومجلس الإدارة فضلا عن العلاقة مع المنظمين القانونيين regulators والحوكمة والعاملين والمجتمع المحيط بالشركة.

النظم والمعايير: مجموع النظم التي توظفها الشركة لممارسة عملها وتحقيق أهدافها مثل نظم القياس ومعايير الأداء والمعايير المحاسبية الدولية ومعايير التدقيق الدولية، وأخلاقيات وسلوكيات ممارسة المهنة... وغير ذلك.

العمليات: للتحكم في مفهوم حاكمية الشركات عنصران مهمان: 1 المتابعة والرقابة أو عنصر التفتيش، اكتشاف الانحرافات والتجاوزات و2 تعديل وتطوير عمل الشركات عن طريق الضبط والتحكم بهدف تصحيح الانحرافات.

المطلب الثاني: مبادئ حوكمة الشركات

لقد كان لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بالمشاركة مع صندوق النقد IMF والبنك IB الدوليين والاتحادات المهنية دور بارز في إرساء مجموعة من المبادئ الإرشادية لتكون مرجعيات للاستعانة بها في منظمات الأعمال حول آلية الحوكمة ومدى فعاليتها بكل الأسواق المتقدمة والنامية. وقد غطت هذه المبادئ التي تصدرت عن منظمة OECD عام 1999 تحت عنوان "governance principles corporate" خمسة مجالات، إلا أنه في عام 2004 تم تعديل هذه المبادئ وأصبحت تغطي ستة مجالات وكما أشارت OECD من خلال موقعها على الشبكة العالمية الانترنت.

تطرق لهذه المبادئ بالشرح والتفصيل مجموعة من الباحثين والمهتمين فضلا على المراكز البحثية الدولية وكما يأتي:²

¹ - حاكم محسن، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² - علاء فرحان طالب، مرجع سبق ذكره، ص 35.

أ- توافر إطار فعال لحوكمة المؤسسة.

ب- حقوق المساهمين

ت- المعاملة المتساوية للمساهمين

ث- دور أصحاب المصالح

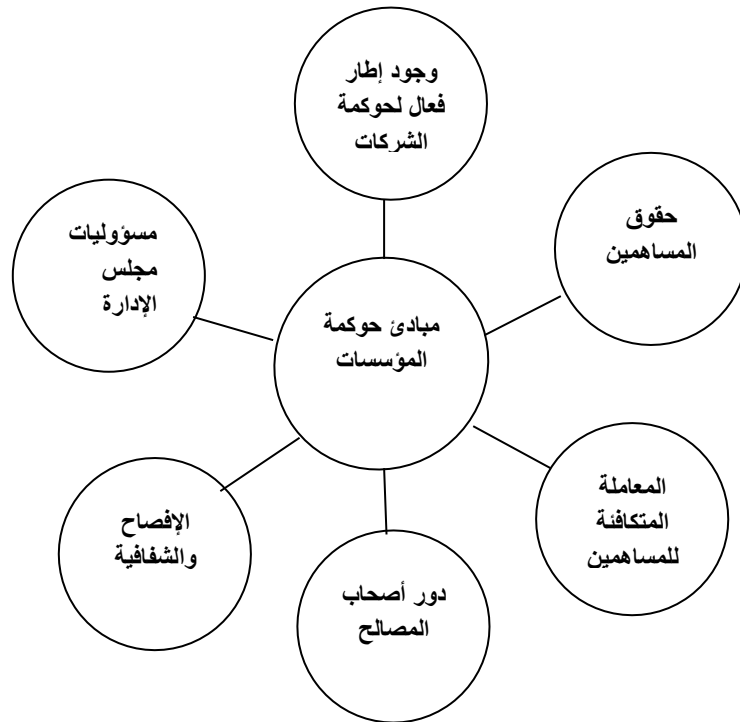
ج- الإفصاح والشفافية

ح- مسؤوليات مجلس الإدارة

وتعرف مبادئ حوكمة المؤسسات بأنها: (مجموعة الأسس والممارسات التي تطبق بصفة خاصة على شركات المساهمة، وتتضمن الحقوق والواجبات لكافة المتعاملين مع الشركة التي تظهر من خلال النظم واللوائح الداخلية المطبقة بالشركة). والمبادئ التي سنقوم بدراستها هي المبادئ المعتمدة من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لسنة 2004.¹

وسوف نوضح هذه المبادئ في الشكل رقم (01) كالتالي:

الشكل رقم (1): مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لسنة 2004 في مجال حوكمة الشركات



المصدر: حسام الدين غضبان، محاضرات في نظرية الحوكمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع،

الأردن-عمان، 2015، ص 33

¹ - حسام الدين غضبان، محاضرات في نظرية الحوكمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن-عمان، 2015، ص 33.

وتتدرج تحت كل مجموعة من المبادئ التفصيلية وفيما يأتي شرح مفصل لكل مبدأ من هذه المبادئ:

الفرع الأول: ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات

ينص المبدأ الأول من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة المؤسسات على ما يلي: ينبغي على إطار حوكمة المؤسسات أن يشجع على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقاً مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية".

ولكي يتم ضمان وضع إطار فعال لحوكمة المؤسسات فإن من الضروري وجود أساس قانوني وتنظيمي مؤسس فعلاً يمكن كافة المشاركين في السوق الاعتماد عليه في إنشاء علاقاتهم التعاقدية الخاصة، وعادة ما يضم إطار حوكمة المؤسسات عناصر تشريعية، وتنظيمية، وترتيبات للتنظيم الداخلي، والالتزامات الاختيارية وممارسات الأعمال التي هي نتاج الظروف الخاصة بالدولة وتاريخها وتقاليدها، ولكي يكون هناك ضمان لوجود إطار فعال لحوكمة المؤسسات هناك مجموعة من الإرشادات والعوامل يجب أخذها بعين الاعتبار:¹

1- ينبغي وضع إطار حوكمة المؤسسات بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل ونزاهة السوق.

2- ينبغي أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسة حوكمة المؤسسات في نطاق اختصاص تشريعي ما متوافقة مع أحكام القانون، وذات شفافية وقابلة للتنفيذ.

3- ينبغي أن تكون المسؤوليات بين مختلف الجهات نظام اختصاص تشريعي ما محددة بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة.

4- ينبغي أن تكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة والنزاهة للقيام بواجباتها بطريقة موضوعية، فضلاً عن أحكامها وقراراتها ينبغي أن تكون في الوقت المناسب وتتميز بالشفافية مع توفير الشرح الكافي لها.

الفرع الثاني: حقوق المساهمين

ويشير مبدأ حقوق المساهمين إلى أن يكفل إطار حوكمة الشركات وحماية حقوق المساهمين وتأمين أساليب تسجيل الملكية ونقل التحويل ملكية الأسهم والحصول على المعلومات الخاصة بالشركة والمشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والحصول على حصص من

¹ - حسام الدين غضبان، نفس المرجع السابق، ص 33 34.

أرباح الشركة والحق في المشاركة والتعديلات في النظام الأساسي وأسهم إضافية وأي معلومات قد تفسر عن بيع الشركة.¹

الفرع الثالث: المعاملة المتساوية لمساهمين

تتضمن قواعد الحوكمة المؤسسية المساواة في معاملة المساهمين من الفئة ذاتها، بما في ذلك الأقلية والأجانب من المساهمين كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم وشدد هذا المبدأ على الآتي:²

أولاً- توفير حقوق التصويت المتساوية للمساهمين داخل كل فئة، ولهم الحق في الحصول على معلومات عن حقوق التصويت المرتبطة بكافة فئات الأسهم قبل شراء الأسهم.

ثانياً- أن تخضع التغييرات في حقوق التصويت التي تؤثر سلباً على بعض فئات المساهمين لموافقتهم.

ثالثاً- أن يتم التصويت بواسطة الأمناء أو المفوضين بطريقة متفق عليها مع أصحاب الأسهم.

رابعاً- أن تسمح الإجراءات المتبعة لعقد اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين بالمعاملة المتساوية لكل المساهمين وعلى الشركة أن تتجنب الصعوبات وارتفاع تكاليف التصويت.

خامساً- مع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية ويخطر الاتجار أو الاطلاع لحساب المطلعين.

سادساً- على أعضاء مجلس الإدارة والمدربين التنفيذيين الإفصاح عند وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.

الفرع الرابع: دور أصحاب المصلحة

يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات احترام دور كافة الأطراف ذوي المصلحة التي ينشئها القانون أو تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة، وتوفير المعلومات اللازمة لهم بصورة دورية وفي الوقت المناسب، وحقهم في إخطار مجلس الإدارة بأي تصرفات أو مخالفات غير قانونية أو غير أخلاقية دون أن يترتب على ذلك أي مساس بحقوقهم ومصالحهم.³

¹ - سيد عبد الرحمان عباس بله، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الابداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثاني عشر، المملكة العربية السعودية-الرياض، 2012، ص 55 56.

² - علاء فرحان طالب، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³ - أحمد بوراس ومحمد بوطلاعة، مساهمة النظام المحاسبي المالي في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات من وجهة نظر ممارسي مهنة المحاسبة في الشرق الجزائري، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي-الجزائر، جوان 2015، ص 20.

الفرع الخامس: الإفصاح والشفافية

يشدد إطار القواعد المنظمة للحوكمة المؤسسية على الإفصاح الدقيق عن كافة البيانات المتعلقة بالأمور المادية للشركة بما في ذلك الموقف المالي والأداء والملكية والرقابة على الشركة متضمنا الآتي:¹

أولاً-ينبغي أن يشمل الإفصاح المعلومات الآتية، على سبيل المثال لا الحصر:

- أ- النتائج الاستثمارية ونتائج التشغيل الخاصة بالشركة.
- ب- أهداف الشركة.
- ج- ملكية أسهما لأغلبية وحقوق التصويت.
- خ- مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمعلومات الخاصة بمؤهلاتهم وكيفية اختيارهم ومدى استقلالهم.
- د- معاملات الأطراف أصحاب المصلحة.
- ذ- المخاطر الجوهرية المتوقعة.
- ر- الأمور المادية والجوهرية المتعلقة بالعاملين وغيرهم من ذوي العلاقة.
- ز- هياكل وسياسات قواعد الحوكمة المؤسسية ومضمون قانون الحوكمة وأسلوب تنفيذه.

ثانياً- ينبغي أن تعد المعلومات المفصّل عنها استناداً إلى معايير محاسبة عالية الجودة وتشمل المعلومات المالية وغير المالية.

ثالثاً- إجراء التدقيق السنوي لحسابات الشركة بواسطة مدقق مستقل ومؤهل ذلك بهدف تقديم ضمان خارجي وموضوعي للمجلس والمساهمين يفيد أن القوائم تمثل بالفعل المركز المالي للشركة وأداءها في جميع المجالات المهمة.

رابعاً- توفير قنوات نشر المعلومات لتمكين الجهات المستفيدة من الوصول إليها بشكل عادل وبكلفة منخفضة في الوقت المحدد.

خامساً- تعزيز التقارير بما يقدمه الوسطاء والمحللون ووكالات من مشورة ونصح ذات صلة بقرارات المساهمين.

¹ - علاء فرحان طالب، مرجع سبق ذكره، ص44.

الفرع السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة

تتضمن قواعد الحوكمة تحديد هيكل مجلس الإدارة ومسؤولياته وواجباته، وكيفية اختيار أعضاءه ومهامهم الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية، وفي هذا الصدد يتعين على المجلس القيام بمجموعة من الوظائف الأساسية والتي من بينها:¹

أولاً-مراجعة وتوجيه إستراتيجية الشركة وخطط العمل، وأسس إدارة المخاطر، والموازنات السنوية، ووضع أهداف للأداء، ومتابعة التنفيذ، كما يقع على المجلس مسؤولية الإشراف على الإنفاق الرأسمالي وعلى عمليات الاستحواذ وبيع الأصول.

ثانياً-اختيار المسؤولين التنفيذيين الرئيسيين، وتقرير المرتبات والمزايا الممنوحة لهم ومتابعتهم وأيضاً إحلالهم بغيرهم إذا لزم الأمر.

ثالثاً-مراجعة المرتبات المزايا التي يحصل عليها المسؤولين التنفيذيين، وضمان الطابع الرسمي والشفافية لعملية تشريح أعضاء مجلس الإدارة.

رابعاً-متابعة وإدارة صور تعارض المصالح بالنسبة للإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة والمساهمين.

خامساً-إيجاد نظم ملائمة للرقابة والمتابعة وبصفة خاصة نظم متابعة الخطر والرقابة المالية والالتزام بأحكام القوانين، مما يضمن سلامة التقارير المحاسبية والمالية للشركة، وهو ما يتطلب بدوره مراجع خارجي مستقل.

المطلب الثالث: محددات حوكمة الشركات:

هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات، المحددات الخارجية وتلك الداخلية ونعرض فيما يلي هاتين المجموعتين من المحددات بشيء من التفصيل كما يلي:

الفرع الاول: المحددات الداخلية

وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة وتؤدي الحوكمة في النهاية إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي وتعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق

¹ -علاء فرحان طالب، نفس المرجع السابق، ص 40 41.

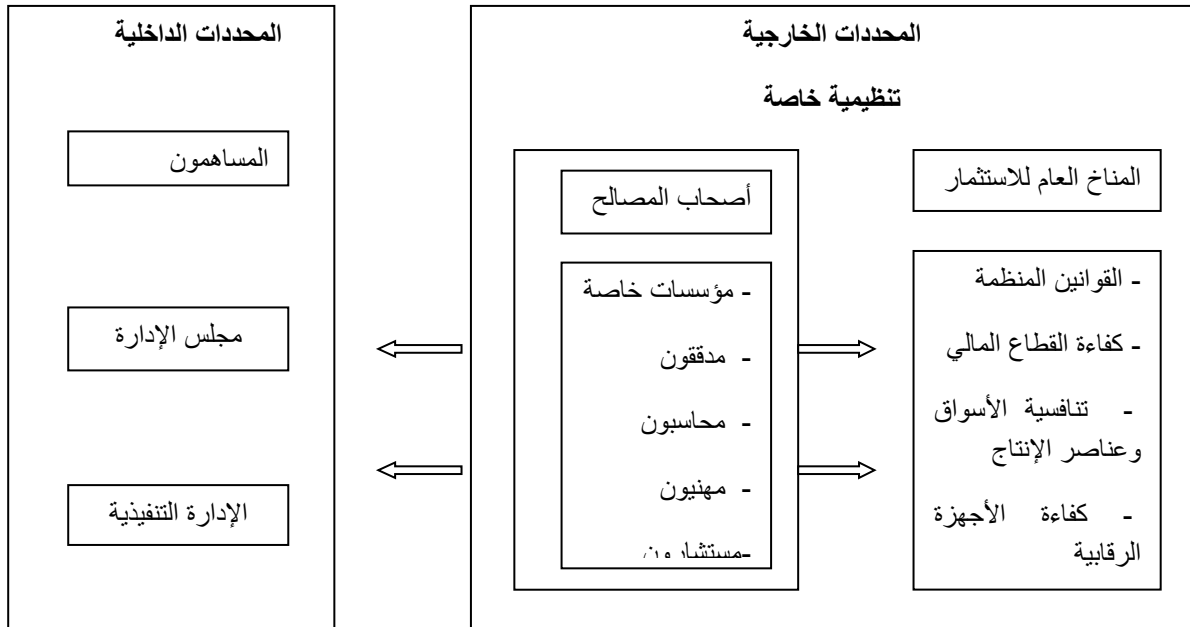
الأقلية أو صغار المستثمرين، ومن ناحية أخرى، تشجيع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح، وأخيرا خلق فرص عمل.¹

الفرع الثاني: المحددات الخارجية

تشير المحددات الخارجية إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة الذي يشمل على القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي مثل (قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس) كفاءة القطاع المالي (المصارف وسوق المال)، توفير التمويل اللازم للمشروعات ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج فضلا عن كفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) وبعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تتضمن عمل الأسواق بكفاءة و منها (الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق مثل المدققين، المحاسبين، المحامين، الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية) وتعود أهمية المحددات الخارجية إلى أن تنفيذها يضمن وجود القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، من خلال تقليل التعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص.²

ومن خلال الشكل (02): سنوضح المحددات الداخلية والمحددات الخارجية لحوكمة الشركات.

الشكل (2): المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات



المصدر: علاء فرحان طالب، مرجع سبق ذكره، ص47

¹ - عبد الله جوهر، مرجع سبق ذكره، ص231.

² - علاء فرحان طالب، مرجع سبق ذكره، ص46.

المطلب الرابع: آليات حوكمة الشركات

تعرف آليات حوكمة الشركات على أنها "مجموعة الممارسات التي تسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات التي تحدد طبيعة العلاقة بين حملة الأسهم وأصحاب المصالح كافة، والتي تضمن للشركة إدارة سليمة ومستقرة وبقاءها في بيئة الأعمال".

وهناك تصنيفات متعددة لآليات حوكمة الشركات، إلا أنه سيتم اعتماد التصنيف الذي يستند على حل التعارض بين المدراء والمالكين وبين حملة الأسهم الكبار والأقلية.

الفرع الأول: الآليات الداخلية لحوكمة الشركات:

يركز هذا النوع من الآليات على أنشطة وفعاليات الشركة، واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة لتحقيق أهداف الشركة، وعلى الرغم من اختلاف الباحثين على أنواعها، إلا أن هناك تأييد فيما بينهم على وجود ثلاث آليات داخلية تعد الأهم لاعتمادها متمثلة بكل من:

أولاً-آلية مجلس الإدارة:

يتكون مجلس الإدارة من ممثلين يتم اختيارهم من مجموعة من المساهمين لتولي إدارة أمور الشركة بناء على تفويض الجمعية العمومية، لذا فإن المسؤولية النهائية على الشركة تبقى لدى المجلس حتى وإن قام بتشكيل لجان أو تفويض جهات أو أفراد آخرين للقيام ببعض أعماله، وذلك يفرض أهمية وضعه الآليات والنظم التي تضمن احترام الشركة للقوانين واللوائح السارية والتزامها بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين مستندا في ذلك معايير موضوعية لا شكلية فقط، كما انه عليه القيام بمجموعة من المهام منها مراجعته لنظم وإجراءات الشركة وعلى النحو الذي يتفق وطبيعة نشاطها وحجمها والسوق التي تعمل فيه مع وضع إستراتيجية لتحديد المخاطر التي تواجه الشركة و كيفية التعامل معها ومستوى المخاطر التي تتعامل بها الشركة، لذا نجد أن المجلس يلجأ إلى تكوين لجان من أعضائه للقيام بمساعدته بأداء عمله والتي لا تعد وسيلة للتصل من مسؤوليته أو نقلها للغير، ومنها كل من لجنة التشريعات، لجنة الأجور.

ولكل لجنة من هذه اللجان ميزة إضافية تتمثل في منح أعضاء المجلس رؤية أوضح تتعلق بالشركة لن يتمكنوا من الحصول عليها بدون تشكيل هذه اللجان إلى جانب ذلك تكمن أهمية هذه اللجان في ثلاث مجالات هي:¹

¹ -بشرى عبد الوهاب محمد حسن، دليل مقترح لتفعيل حوكمة الشركات وآلياتها، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد الثاني والعشرون، جامعة الكوفة، كلية الادارة والاقتصاد، 2015، ص209.

أ-طمأنة حملة الأسهم خارج الشركة بخصوص شمولية وموضوعية عمليات مجلس الإدارة وينطبق هذا على عمل لجنة التدقيق ولأسيما ما يتصل بالتقارير المالية، وعلى لجنة الأجور فيما يتصل بأجور المدراء التنفيذيين، وعلى لجنة التشريح في البحث عن مرشحين مناسبين لمجلس الإدارة.

ب-تحسين جودة المهام التي يتولى مجلس الإدارة القيام بها، إذ تضيف اللجان الجيدة قيمة ملحوظة للعمليات التي يقومون بها وتساعد على زيادة درجة ثقة حملة الأسهم في صحة تلك العمليات.

ج-حل النزاعات التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين المدراء التنفيذيين وحملة الأسهم أو التي تنشأ بين هؤلاء التنفيذيين والمدققين الداخليين أو الخارجيين وهو الدور الذي تلعبه لجنة التدقيق، ويمكن للجان المجلس وضع هذه النزاعات داخل المنظور المناسب لها وتسيير التعامل معها.

ثانياً - لجنة المراجعة:

تقوم هذه اللجنة بمساعدة مجلس الإدارة عن الوفاء بمسؤولياته والخاصة بالإشراف على إعداد القوائم المالية والتأكد من سلامة الإفصاح، وأن اللجنة مسؤولة عن تقييم جودة واستقلالية كل المراجعين من الخارجيين والداخليين على التنسيق بينهم.¹

إنها تتميز بأنها منبثقة عن مجلس الإدارة وتقتصر عضويتها على أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين، والذين تتوافر لديهم الاستقلالية والخبرة في مجال المحاسبة والتدقيق وتتعلق مسؤوليتها بتدقيق عمليات إعداد التقارير المالية، ومراجعة عمليات التدقيق الداخلي والخارجي، وكذلك مراجعة الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات من قبل إدارة الشركة.²

ثالثاً - التدقيق الداخلي:

يعرف معهد المدققين الداخليين التدقيق الداخلي على انه نشاط مستقل، تأكيد موضوعي واستشاري مصمم لزيادة قيمة المنظمة وتحسين عملياتها، ومساعدتها على انجاز أهدافها بواسطة تكوين مدخل منظم ومنضبط disciplined لتقييم وتحسين فعالية إدارة المخاطر والرقابة وعمليات التحكم.³

ويهدف التدقيق الداخلي إلى:

¹ - محمود حسن الوادي، محمود جلال أحمد وآخرون، قضايا اقتصادية معاصرة في مطلع القرن الحادي والعشرون: التحديات، الفرص، الآفاق، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2009، ص 619.

² - زين الدين بروش وجابر دهيمي، دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والاداري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة فرحات عباس سطيف، 06-07 ماي 2012، ص 14.

³ - أحمد حلمي جمعة، التدقيق الداخلي والحكومي، الطبعة الأولى، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 46.

أ- توفير حماية لأصول وسجلات الشركة من الضياع والسرقة والاختلاس والتزوير وسوء الاستخدام.

ب- توفير الدقة والثقة في البيانات المحاسبية التي تتضمنها دفاتر وسجلات وحسابات الشركة.

ج- تحفيز النهوض بالكفاءة الإدارية والتشغيلية للشركة بشكل عام.

خ- تشجيع السير بالسياسات الادارية المرسومة لها.¹

تؤدي وظيفة التدقيق الداخلي دورا مهما في عملية الحوكمة، إذ أنها تعزز هذه العملية، وذلك بزيادة قدرة المواطنين على مساءلة الشركة. حيث يقوم المدققون الداخليون من خلال الأنشطة التي ينفذونها وفي هذا السياق يرى Archambault أن كل من التدقيق الداخلي والخارجي يعد آلية مهمة من آليات الرقابة ضمن هيكل الحوكمة، وبشكل خاص فيما يتصل بضمان دقة ونزاهة التقارير المالية ومنع اكتشاف حالات الغش والتزوير. وقد اعترفت الهيئات المهنية والتنظيمية بأهمية وظيفة التدقيق الداخلي في عملية الحوكمة، فقد أكدت لجنة Cadbury committe على أهمية مسؤولية المدقق الداخلي في منع واكتشاف الغش والتزوير ولتحقيق هذه الوظيفة لأهدافها، يجب أن تكون مستقلة وتنظم بشكل جيد وتستند إلى تشريع خاص بها.

وفي هذا الاتجاه يؤكد Cohen al على انه يتم تقوية استقلالية هذه عندما ترفع تقاريرها إلى لجنة التدقيق بشكل مباشر وليس الإدارة، يضاف إلى ذلك أن تزداد فاعلية لجنة التدقيق الداخلي عندما تكون قادرة على توزيع ملاك التدقيق الداخلي للحصول على معلومات مهمة عن قضايا خاصة بالشركة، مثل تقوية نظام الرقابة الداخلية ونوعية السياسات المحاسبية المستخدمة.

الفرع الثاني: الآليات الخارجية لحوكمة الشركات

تتمثل آليات حوكمة الشركات الخارجية بالرقابة التي يمارسها أصحاب المصالح الخارجيين على الشركة والضغط التي تمارسها أصحاب المصالح الخارجيين على الشركة والضغط التي تمارسها المنظمات الدولية المهمة بهذا الموضوع، حيث يشكل هذا المصدر أحد المصادر الكبرى المولدة لضغط واسع لتطبيق قواعد الحوكمة، ما يأتي:

أولاً- منافسة (سوق المنتجات/الخدمات) وسوق العمل الإداري:

تعد منافسة (سوق المنتجات/الخدمات) احد آليات المهمة لحوكمة الشركات، ويؤكد على هذه الأهمية كل من (Hess & Impavido)، وذلك بقولهم إذ لم تقم الإدارة بواجباتها بالشكل الصحيح (أو أنها غير مؤهلة) أنها سوف تفشل في مناقشة الشركات التي تعمل في نفس جمل الصناعة، و بالتالي تتعرض

¹- عطا الله أحمد سويلم الحسيان، الرقابة الداخلية والتدقيق في بيئة تكنولوجيا المعلومات، الطبعة الاولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص60.

للإفلاس، إذن منافسة سوق المنتجات أو الخدمات تهذب سلوك الإدارة، وبخاصة إذا كانت هناك سوق فعالة للعمل الإداري labor market للإدارة العليا، وهذا يعني أن إدارة الشركة إلى حالة الإفلاس سوف يكون له تأثير سيء على مستقبل المدير وأعضاء مجلس الإدارة، إذ غالباً ما تحدد اختبارات الملائمة للتعيين أنه لا يتم أشغال مواقع المسؤولية من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين سبق أن قادوا شركاتهم إلى الإفلاس أو التصفية.¹

ثانياً- الاندماجات والاستحوذات:

مما لا شك فيه أن الاندماجات والاستحوذات من الأدوات التقليدية لإعادة الهيكلة في قطاع الشركات في أنحاء العالم، ويشير كل من (John & Kedia) إلى وجود العديد من الأدبيات والأدلة التي تدعم وجهة النظر التي ترى أن الاكتتاب آلية مهمة من آليات الحوكمة في الولايات المتحدة الأمريكية على سبيل المثال، وبدونه لا يمكن السيطرة على سلوك الإدارة بشكل فعال، حيث غالباً ما يتم الاستغناء عن خدمات الإدارات ذات الأداء المنخفض عندما تحصل عملية الاكتساب أو الاندماج.

أما في الشركات المملوكة للدولة فيشير OECD إلى أن الحكومة الصينية على سبيل المثال قد استفادت من هذه الآلية، وذلك بعد إعطاء هذه الشركات قدراً من الاستقلالية في اتخاذ القرارات ومنها الاستحواد والاندماج، ولكن تبقى الدولة بحاجة إل أن تتأكد من عدم الإضرار بحقوقها كمالك للأسهم جراء مثل هذه القرارات المهمة التي تتخذها الإدارات كما أن عملية الاستحواد ليس لها تأثير على الشركات المملوكة للدولة، وذلك لأنها يمكن أن تحصل في شركات المساهمة الخاصة.²

ثالثاً- التدقيق الخارجي:

يعرف معهد التدقيق الخارجي هو الفحص الانتقادي للدفاتر والسجلات من قبل شخص محايد خارجي في سبيل الحصول على رأي حول عدالة القوائم المالية ويتم تعيين المدقق الخارجي بعقد بينه وبين المنشأة.³

أن كل العمليات التي يتم تسجيلها بشكل كامل أن تكون:⁴

- دقيقة

- صحيحة التقييم

¹ زين الدين بروش، مرجع سبق ذكره، ص 16.

² - المرجع نفسه، ص 16 17.

³ - غسان فلاح المطارنة، تدقيق الحسابات المعاصر، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2009، ص 25

⁴ - محمد التهامي ومسعود صديقي، المراجعة وتدقيق الحسابات الإطار النظري والممارسة التطبيقية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون-الجزائر، 2006، ص 31.

- صحيحة التسجيل
- مسجلة في وقوعها
- صحيحة التمركز

إن المدقق الخارجي أصبح في الوقت الحالي لا يقوم بالمصادقة على الميزانية، كما يمكن له أن يتمتع عن المصادقة عليها ولكن بتقديم الأسباب الداعية لذلك، وهو بذلك قد اكتسب دور الوكيل عن المساهمين في ممارسة الرقابة على هذه الشركات نظرا لما يتمتع به من استقلالية إدارتها، فيقوم بحماية حقوق المساهمين من التمييز والإسراف وجميع أوجه الغش والاختلاسات تزداد أهمية التدقيق الخارجي في كونها توفر الحماية لحقوق المساهمين وأموال المساهمين فحسب، بل أن القيام بها وممارستها من طرف مدقق مستقل ووفق المعايير المطلوبة يخدم ويحمي حقوق مصالح جميع الأطراف الأخرى التي تربطها علاقة بالمؤسسة، وهذا ما تدعو إليه حوكمة الشركات.¹

مما سبق نستخلص أنه بالقيام بعملية التدقيق الخارجي سوف يكون هناك مزيد من الرقابة ومزيد من الحد من الغش والتزوير والاحتيال والأخطاء، ومزيد من الحماية لأموال وأصول الشركة والمساهمين وكافة الأطراف الأخرى ذات العلاقة. وهذا الأمر يبين أن التدقيق الخارجي يمكن له أن يؤدي إلى تدعيم الممارسة الجيدة لحوكمة الشركات.

رابعاً- التشريع والقوانين:

غالبا ما تشكل وتؤثر هذه الآليات على التفاعلات التي تجري بين الفاعلين الذين يشتركون بشكل مباشر في عملية الحوكمة، لقد أثرت بعض التشريعات على الفاعلين الأساسيين في عملية الحوكمة، بل على كيفية تفاعلهم مع بعضهم، فعلى سبيل المثال مع إصدار قانون Sarbanes-Oxlyact في سنة 2002 أصبح بلا منازع هو القانون الفيدرالي الأكبر دراميا فيما يتصل بحوكمة الشركات منذ صدور القوانين الأولى في الثلاثينات عن الأوراق المالية متطلبات جديدة على شركات المساهمة العالمية ، تتمثل بزيادة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، و تقوية إشراف لجنة التدقيق على عملية إعداد التقارير المالية، والطلب من المدير التنفيذي(CEO) ومدير الشؤون المالية(CFO) الشهادة على صحة التقارير المالية وعلى نظام الرقابة الداخلية، ووضع خطوط اتصال فعالة بين المدقق الخارجي و لجنة التدقيق، و تحديد قدرة المسؤولين في الشركة على المصادقة المعاملات التي تخصهم في الشركة، والتي قد تكون مضررة بمصالح المالكين وأصحاب المصالح الآخرين في الشركة كما أناط مسؤولية تعيين وإعفاء المدقق الخارجي و المصادقة على الخدمات غير التدقيقية التي يمكن أن تقدمها شركات التدقيق لزيائنها بلجنة التدقيق.²

¹ - عبد الناصر عاشوري، دور التدقيق الخارجي في تدعيم الممارسة الجيدة لحوكمة الشركات في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2016، ص ص 72 73.

² - زين الدين بروش، مرجع سبق ذكره، ص 17.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الناشئة

لعبت الأسواق المالية الناشئة دورا فعالا بعد الركود الكبير الذي شهدته حيث فرضت وتيرة من التحول في الأنظمة الاقتصادية المهيمنة على الاقتصاد العالمي، وبالرغم من تعثر الأسواق المالية الناشئة مؤخرا إلا أنها تبقى من أهم القوى الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها

يعتبر لفظ الأسواق المالية الناشئة "les marchés financiers émergents" لفظا حديثا في أدبيات الاستثمار العالمي، إذ كان يستخدم في أوائل الستينات وبعدها ظهرت عدة ألفاظ، منها الدول المتخلفة الدول النامية، دول الجنوب، أو العالم الثالث، وعليه كان أول استخدام للفظ "الأسواق الناشئة" للدلالة على أسواق الأوراق المالية في المناطق الأقل تقدما في العالم.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة:

التعريف الأول: يقصد بالأسواق الناشئة (marchés émergents) الأسواق المالية للبلدان التي تمر اقتصاداتها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق والطريقة الأفضل لتحديد (تعريف) سوق ناشئ ضمن هذه الشروط تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية. فصفة "ناشئ" إذا ما أطلقت على الاقتصاد فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث تواجد إمكانية نمو هامة، وهذا يستنتج أن فرض الربح بالنسبة للمستثمرين، هي أكثر أهمية من تلك التي يمكن الحصول عليها في الاقتصادات المتطورة.¹

التعريف الثاني: كما نعرف الأسواق الناشئة أنها تلك الدول التي تخضع اقتصادياتها بالكامل لإعادة هيكلة اقتصادية بهدف التوجه إلى اقتصاد السوق والتجارة الحرة وخلق فرص تجارية واستثمارية أخرى بشكل كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال نقل التكنولوجيا.²

¹ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (قضايا نقدية ومالية)، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة راس النبع للطباعة والنشر، بيروت، 2003، ص 93.

² - نصيرة مسيب، الأسواق الناشئة ومكانتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012-2016، مجلة دفاتر بواذكس، العدد السابع، جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم، مارس 2007، ص 70.

التعريف الثالث: وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية كما يلي " هي تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم".¹

التعريف الرابع: الأسواق الناشئة التي تعرف أيضا بالاقتصاديات الناشئة هي الدول التي تعتمد وتعول على مضاعفة قدرتها الإنتاجية وتسعى للخروج من اقتصادياتها التقليدية التي تعتمد على الزراعة وتصدير المواد الخام وتهدف حكوماتها إلى تحسين المستويات المعيشية لشعبها.²

التعريف الخامس: هي مجموع الأسواق المتواجدة بالدول النامية، تشترك جميعها بارتفاع عوائد الاستثمار فيها، ارتفاع تقلبات أسعارها، تمثل فرصا لتنوع الربح بالنسبة للمستثمرين في الدول المتقدمة. فهي الآلية التي بموجبها يمكن تعبئة ونقل مدخرات المجتمع من عارضيه إلى طالبيه بما يخدم أغراض التنمية الاقتصادية.³

ومما سبق نستخلص أن مصطلح الأسواق المالية الناشئة يطلق على السوق الذي يتوفر فيه شرطين:

- أن يتواجد السوق في اقتصاد نام.
- أن تكون هذه الأسواق في مرحلة انتقالية وتتميز بنمو حجمها ومستوى نشاطها.

الفرع الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

إن مفهوم الأسواق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي مر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة.

أولاً- مرحلة النمو: وتبدأ مع بداية استخدام السوق المالية كأسلوب تدعيم وتمويل النمو الاقتصادي للبلد، وعموما يرتبط ظهور مثل هذه الأسواق بدرجة الاستقرار السياسي والاقتصادي للبلد، حيث يميل المستثمرون المحليون إلى التوجه نحو هذا النوع من الاستثمار بدلا من الودائع البنكية التقليدية وسندات الخزينة. وتتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:⁴

¹ -كمال يوسفى وعروسي سميرة، أثر تراجع أسعار النفط على الأسواق المالية الناشئة (2010-2016)، مجلة الحقيقة، العدد الثالث، جامعة محمد بوضياف المسيلة، جامعة الجزائر 03، سبتمبر 2018، ص499.

² -نصيرة مسيب، مرجع سبق ذكره، ص70.

³ -حسان خبابية، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، فيفري 2004، ص03.

⁴ -القلم الجاد، الاسواق المالية الناشئة، منتديات ستار تايمز <http://www.startimes.com> ، تاريخ الاطلاع 04/02/2020.

- ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.
- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع، الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، أي هي بداية استخدام سوق الأوراق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم النمو الاقتصادي للدولة. ومن أمثلة الدول التي تمر بهذه المرحلة هي زيمبابوي وشرق أوروبا مثل بولندا.

ثانيا- مرحلة الانفتاح: خلال هذه المرحلة تكون السوق المالية أكثر نشاطا بحيث تؤدي ضغوطا من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات للدخول، ومن الداخل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة وفي هذه المرحلة النشيطة والمتذبذبة تحسن السوق المالية مجموعة قوانينها المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها، وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولكنه مع ذلك تبقى هذه السوق صغيرة بالنسبة للاقتصاد والدولة، وإن كان يتزايد الاعتماد عليه كمصدر تمويل. ومن أمثلتها البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.¹

ثالثا- مرحلة التطور: تتميز هذه المرحلة بـ²:

- تقدم هذه السوق عوائد أكثر ارتفاعا وأقل تذبذبا.
- يحصل المستثمرون بسهولة على الإصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل سريع، أي زيادة حركة التداول، الأمر الذي يخلق زيادة من الوساطة الناجحة، كما ظهرت في كثير من هذه الأسواق بعض آليات تغطية هذه المخاطر كالمشتقات والعمليات على المؤشرات.

ووصلت إلى هذه المرحلة كل من أسواق الأرجنتين، البرازيل، اندونيسيا، ماليزيا، المكسيك وفنزويلا.

رابعا- مرحلة النضج: أو المرحلة النهائية والتي تعبر عن نضج السوق واستقرار نموها، حيث تكون علاوات المخاطر تنافسية على المستوى الدولي وتقترب السوق في هذه المرحلة من الأسواق المالية المتقدمة المكتملة النضج وفي هذه المرحلة أيضا يلاحظ احترام السوق للمعايير الدولية المعترفة و تطور استراتيجيات التسويق والاتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين، ومن ناحية أخرى فإنها تتميز بحجم كبير يجعلها قابلة للمقارنة بالأسواق المتقدمة، وقد لا تعتبر السوق ناشئة إلى هذه المرحلة و عموما يمكن القول أن مرور الأسواق عبر هذه المراحل يلغي قليلا ذلك التقسيم التقليدي للعالم بين بلدان متقدمة و بلدان متخلفة،

¹ -علي بو عبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص ص180 181.

² -المرجع نفسه، ص181.

وعلى الرغم من بقاء بعض المعالم المميزة لكل منها ، ولكن المؤكد في كل الأحوال أن بروز هذه الأقطاب الكثيرة عبر العالم قد غير في رسم خريطة التدفقات المالية الدولية.¹

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة

هناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة، وهي من حيث المبدأ تتمحور حول الآتي:²

- خطر التقلبات الحادة في هذه الأسواق، وكذلك مردوديتها المرتفعة.
- سيولة هذه الأسواق ورسمتها البورصوية.
- تنظيم هذه الأسواق.
- المنتجات المالية المتداولة.
- العديد من العوامل الأخرى التي يمكن أن تدرج ضمنها إدارة المشروعات، درجة انفتاح السوق، مستوى الادخار الوطني الخ...

الفرع الأول: الخطر والمردودية

الخطر الذي ينجم عن استثمار ما، في أصل مالي، يتوضح عادة عبر ال (volatilité) أي الفارق المعياري للمردوديات (Ecart type des rentabilité) الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستنادا إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

أولا: الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي

نتيجة ضعف الرسملة (capitalisation) وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سنداتهم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، باتجاهي الارتفاع أو الانخفاض، على حد سواء. فهذه الأسواق شديدة الحساسية على بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية والأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد (في فنزويلا، على سبيل المثال، كان لتقلبات أسعار البترول بالغ الأثر على أسعار البورصة التي ازدادت بمعدل سبعة أضعاف عند اندلاع حرب الخليج الثانية عام (1991) كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل أيضا عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار (أيضا في هذا الإطار يمكن ذكر الارتفاع الحاد للبورصة الفنزويلية فور الإعلان عن الانقلاب الفاشل على حكم H.chavez في نيسان (2002).³

¹ - القلم الجاد، مرجع سبق ذكره.

² - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ - وسام ملاك، نفس المرجع السابق، ص 104 105.

إن تقلب القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع (تولف) بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة: الخطر المرتبط بآفاق النمو الاقتصادي وبناتج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف... الخ أما خطر السيولة فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي. والمثال الماليزي هو خير تعبير عن ذلك، فحجم الصفقات اليومية انخفض من 5 مليار دولار في كانون الأول 1993، إلى 500 مليون دولار، في نيسان 1994 نتيجة سحب بعض رؤوس الأموال الأمريكية. يذكر أيضا إن رسملة البورصة المكسيكية انخفضت من 130 مليار دولار، في كانون الأول عام 1994، إلى أقل من 79 مليار دولار، عقب أزمة ال (peso) المكسيكي، في شباط 1995، إلى جانب خطر التقلب، يوجد خطر آخر، مقتصر حصرا على الأسواق الناشئة، وهو عائد إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، وإلى الضمانة (الحماية) غير الكافية الموفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وأخيرا إلى غياب عنصر السرعة، في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

ثانيا: المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة

إن الـ (volatilité) أو الفارق المعياري للمردوديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة بزيادة في المردودية. هذه الأخيرة تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد وعبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات.

وفي هذا السياق، يقتضي عدم المزج بين المؤشر (IFCI) (International Finance Corporation Investable Corporation) والمؤشر (IFCG) (international finance corporation global). هذا الأخير يمثل تقريبا ما بين 60% و 75% من الرسملة البورصية لمختلف الأسواق، أي أن الـ (IFCG) لكل من الأسواق يمثل ما بين 60% و 75% من الرسملة البورصية الإجمالية للسوق المعني. بمعنى آخر، الـ (IFCI) هو جزء من الـ (IFCG) يتكون فقط من أوراق قابلة لأن تتداول من قبل مستثمرين أجانب. وما يجدر ذكره أن المؤشر (IFCI) في "Emerging Market Composit" كان قد اظهر معدل مردودية سنوي وسطي يساوي 24.39% خلال الفترة التي تتراوح ما بين كانون الأول 1990 وكانون الأول 1994.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مردوديات الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، لا بل وأحيانا سلبية مع مردوديات الأسواق المتطورة. كذلك فقد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين، على أوراق مالية متداولة في الأسواق الناشئة يقلص من خطر تلك المحفظة

ويرفع كذلك من مردوديتها. وهذا يعود جزئياً إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة، بحد ذاتها من جهة، وبينها وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.¹

الفرع الثاني: سيولة السوق ودرجة تركزه

إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها:²

- حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة في البورصة، والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجماً) في تلك الرسملة.
- التركيز وهو على وجه عام الأكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذا ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذا كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في السوق فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني.

الفرع الثالث: تنظيم السوق

تشهد الأسواق الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة كونها أسواقاً وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها، ولم يتوخى في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها. بمعنى أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها. وتتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة التي تقيد الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات، في الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.³

الفرع الرابع: المنتجات (produits) المالية المتداولة

في هذا الصدد، يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق الناشئة: الأدوات المالية المصدرة والمتداولة في هذه الأسواق، والأدوات المالية العائدة لشركات مسعرة في الأسواق المذكورة والمصدرة في بعض الأسواق الخارجية المتطورة.⁴

¹ - وسام ملاك، نفس المرجع السابق، ص 106.

² - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثاني LMD في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص 49.

³ - كمال يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 45.

⁴ - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 109 110.

أولاً: المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة

يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة، وهي تحديداً الأسهم، السندات والمنتجات المشتقة.¹

1- الأسهم:

إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب (والمضاف) من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة. وبالتالي فإن كل من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي المساهم فيه، مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.²

إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال، باتجاه الأسواق الناشئة، المستثمرة بأسهم لازالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق كبريات برامج الخصخصة وتحرير الأسواق، وتشرع بالعلاج الجدي لازمة المديونية.

العديد من الشركات تستقطب حالياً المستثمرين الأجانب، ومن ضمنها تلك التي تتبع لقطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية في المكسيك وماليزيا، أو لقطاع البترول في الأرجنتين واندونيسيا، أو لقطاع الإلكترونيك في آسيا. والجدير بالذكر أن العام 1994 شهد إصدارات لأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.³

2- السندات:

إنها أوراق مالية ذات قيمة معينة، وهي أحد أوعية الاستثمار، والسند هو ورقة مالية تبين أن مالكة يعد دائماً إلى الجهة المصدرة لذلك السند، سواء كانت حكومة أو شركة أو مشروعاً.⁴

شهد الاستثمار بالسندات، في الأسواق الناشئة، نمواً شديداً الاضطراب خلال العقد السابق، على سبيل المثال، أصدرت الشركة المكسيكية الخاصة للإسمنت (cemex) في العام 1991، سندات لمدة 5 سنوات بما قيمته 425 مليار دولار تقريباً (وفي بعض البلدان التي من بينها يمكن ذكر كل من الهند وتايلندا، عرفت السندات القابلة للتحويل إلى أسهم نجاحاً منقطع النظير، فالمشروعات التايلندية كانت قد أصدرت في العام 1993 سندات قابلة للتحويل وصلت قيمتها إلى 1.4 مليار دولار. ويعزى نجاح هذا المنتج إلى كونه يوفر حماية للمستثمر، بالإضافة إلى عدم مساسه بالاستفادة من فرص فائض القيمة (plus-value) الذي يتحقق في المستقبل. إن السندات القابلة للتحويل تسمح بالاستفادة من إيجابيات الأسواق الناشئة، المتحددة بأفاق واسعة نمو حاد، مع إزالتها في الوقت عينه، لسلبية أساسية تتمثل بالخطر الذي يتصف أحياناً بالشدة البالغة).⁵

¹ -وسام ملاك، مرجع سابق، ص110.

² -هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص92.

³ -وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص110

⁴ - حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفضل المالي، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2016، ص31.

⁵ -وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص110

3- المنتجات المالية المشتقة:

ترتبط مداخل البلدان ذات الأسواق المالية الناشئة في الغالب، بعائدات الصادرات من المواد الأولية لذلك فإن بعض هذه الأسواق كان قد بدأ منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من أجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المصدرة. في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة، سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار صرف أو على مؤشرات أخرى، حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق (تستثنى من هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل) التي تعد على وجه عام، أقل تنظيماً من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة (لقد أصبحت الشركات الوطنية تلجأ أكثر فأكثر إلى المنتجات المشتقة المتداولة في البورصات النشيطة البرازيل وجنوب شرق آسيا). ففي العام 1993 كانت العقود لأجل على معدلات فائدة ومؤشرات أسهم وذهب، في بورصة ساو باولو البرازيلية (La bolsa mercadorias e futuros de sao paulo) تصنف ضمن الثلاثين عقدا الأكثر أهمية في العالم، واستنادا إلى دراسة قامت بها (IFC) (International Finance Corporation)، في العام 1994، وشملت 32 سوقا ناشئا، تبين أن 12 سوقا كانت تفتقد لمنتجات مشتقة و13 أخرى أقرت بأنها مهتمة بمنتجات من هذا النوع.)

ثانيا: إصدار شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة

بهدف استقطاب عدد أكبر من المستثمرين أصدرت العديد من الشركات المسعرة في الأسواق الناشئة أسهمها في بعض الأسواق المتطورة الأجنبية، وأيضاً أقدمت على التسعير في هذه الأخيرة لأسهمها التي كانت قد أصدرتها في السوق المحلي، فيما يتعلق بالسندات هناك التوظيفات في الأسواق الأجنبية لسندات مصدرة في السوق المحلي، وهناك أيضاً الإصدارات للسندات التي تقوم بها الشركات المحلية في الأسواق الأجنبية. هذه الإصدارات والتوظيفات في الأسواق المتطورة تجيب على رغبات المستثمرين الذين يستفيدون من المعطيات المحاسبية والمالية المتطورة والمتطابقة مع المعايير الدولية فيما يتعلق بالشركات.

أولاً: المنتجات المالية من نموذج الأسهم

المقصود بذلك على وجه الخصوص:

الـ (EDR) (European Depositary Receipt)،

والـ (GDR) (Global Depositary Receipt)،

والـ (ADR) (American Depositary Receipt)،

وهي في مجملها أسهم نموذجية مصدرة في الأسواق الناشئة، لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة. وتعتبر قيم كل من شركة ((telefonos de mexico)) وشركة ((YPF)) (أي الشركة البترولية الأجنبية) من ضمن القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.

ثانيا: المنتجات المالية من نموذج السندات

شهدت إصدارات المقرضين في الأسواق الناشئة باليورو سندات لمزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة. وفي العام 1994، قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار. فهناك السندات المصدرة بالين والموظفة في الولايات المتحدة، التي لاقت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين.

ثالثا: المنتجات المالية المشتقة

توفر المنتجات المالية المشتقة يتيح للمستثمرين فرص للتدخل على صعيد المواد الأولية والمؤشرات والعملات ومعدلات الفائدة، يشار في هذا الإطار تطور أدوات التغطية المتعلقة بالأسواق الناشئة، المصدرة والمسعرة في أسواق مالية أخرى. (بداية العام 1994، استحدثت ((Chicago bard options exchange)) خيارا على مؤشر بورصة Mexico هناك عشر ((ADR)) أي (American Depositary Reseipts) تمثل العديد من الأسهم المكسيكية المسعرة في الولايات المتحدة). كذلك كان الخيار على سهم telefonos de Mexico، في العام 1994، من ضمن أحد الخيارات على أسهم الأكثر تسويقا في الولايات المتحدة، يشار أخيرا إلى إعلان Citibank، في تشرين الأول عام 1994، عن إطلاق warrant يرتكز على سلة من 10 أسهم لشركات تركية معروضة في الآن عينه على مستثمرين أترك وأجانب).¹

المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين: الأولى تهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية والثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد.

الفرع الأول: المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق

وتتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسية وهي:

أولا: حجم السوق: ويقيسه مؤشران

- **رسملة السوق:** من أهم المؤشرات، يحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية.

وقد انتقلت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار في 1994 أي تضاعف 11 مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة وبلغت سنة 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار وقد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 9.47% من الرسملة السوقية العالمية في نفس العام.

¹ - وسام ملاك، نفس المرجع السابق، ص ص 111-113.

- عدد الشركات المسجلة: وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق ولو انه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر، ولقد ازداد عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 1980-1995 ب 137% ويرجع ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق.¹

ثانيا- سيولة السوق: تدل سيولة السوق على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون تحمل تكاليف معتبرة في مقابل ذلك. وأهم النسب المعيارية المستعملة لقياس سيولة سوق ما:²

- **معدل دوران السهم:** الذي يربط بين قيم تداول الأسهم ورسملة السوق حيث تعبر القيمة العالية لمعدل دوران السهم عن مؤشر لقياس تكاليف المعاملات. فالتداول في الأسواق الخارجية يفرض تحمل تكاليف إضافية بسبب استخدام الوساطة المالية، وهو الشيء نفسه الذي يحدث عند الحصول على المعلومات الخاصة بالأسعار، أو تحركات السوق وكل ما هو ضروري لنشاط التداول، علاوة على تحمل بعض التكاليف الإدارية المرتبطة أساسا بتكاليف المعاملات التي يمكن أن تواجه المستثمرين الدوليين يمكن التحقق منها عبر آلية السيولة.

أيضا يعبر معدل دوران السهم عن مستوى نشاط السوق، ويقاس خصائص البنية المؤسسية والتشريعية مستعرضا في ذلك مسألة التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها وانعكاساتها المباشرة على السعر، أو ما يعبر عنه بفعالية السوق.

- **معدل التداول:** ويقاس التداول المنظم لأسهم الشركات بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل. في الأسواق الناشئة ككل زاد معدل التداول بحوالي 200.1% من 1990 إلى 1997. **ثالثا- التركيز:** تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات.

باستثناء الهند وباكستان والبرازيل، فان اغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة الـ 20% يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% ويتجاوز هذه النسبة في الأرجنتين، كولومبيا وفنزويلا.

الفرع الثاني: المؤشرات المرتبطة بالعوائد

يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري، ويرتبط ذلك بالعوائد، وهي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار على الأسواق المالية وهناك مؤشرا:

¹ -ساعد مرابط وبلميهور اسماء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص 12 و13.

² عبد الجليل بوداح وإيمان خياري، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة: بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الامير عبد القادر للعلوم الاسلامية، العدد الثالث، جامعة قسنطينة 2016، ص 440.

أولاً- المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية IFCI: استخدم في 1988 وهو يظهر المردودية المتوسطة للأسواق الناشئة لفترة معينة، ويعتمد هذا المؤشر على حساب رسمة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق المالية في الدول النامية.

ثانياً- مؤشر مورغان ستانلي MSCI: يحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في الدول النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.¹

المطلب الرابع: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساساً في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق. في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الدول المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الصاعدة، ولكن نظراً لان التدفقات إلى أسواق الدول النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دوراً في نموها.

الفرع الأول: العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في:²

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة، ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.
- العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدته الدول الصناعية في أوائل التسعينات.

¹ - ساعد مرابط، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 164.

- كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل المزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية والتي كانت تنص على إتاحة المصدرين الأجانب سهولة الوصول والإصدار في أسواق الأوراق المالية في الوم أ وذلك بتخفيف القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، و تبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل وتبسيط إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

- يمكن إضافة إلى هذه العوامل الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين، خاصة وإن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي.

وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الوم أ، اليابان، ألمانيا والمملكة المتحدة حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم في عام 1993، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل الأسواق المالية الناشئة.

ويفضل المستثمرون ذو الطابع المؤسسي في الوم أ الاستثمار في الأوراق المالية لأمریکا الجنوبية بينما يفضل البريطانيون الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى، في حين يفضل المستثمرون ذو الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المالية الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي يساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين انه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا، خاصة الأرجنتين، والبرازيل، وكولومبيا، والمكسيك، وفنزويلا، يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر kuczynski إن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية. وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفقت إلى تلك القارة.

الفرع الثاني: العوامل الداخلية

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر داخلية لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أ- سياسات الإصلاح الاقتصادي:

طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق النقدية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

ب- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

إن معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلندا، كوريا واندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد إن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع إن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، مثلما حدث في اليابان في الفترة من الستينات إلى الثمانينات. ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية دولة الأوروغواي 1993 وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فانه من المتوقع أن تحقق عددا من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي. وذلك فان زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين انه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و 10% سنويا لهذا أصبحت تلك الأسواق جد ملائمة تمكن المستثمرين من تحقيق أرباح مؤكدة.

ج- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:

إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في الاقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية

الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتحقيق الضرائب والرسوم على الخدمات.

فمثلا ألفت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج.

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إتباع هذه الدول برامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام (الخصوصية) ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية، إذ تشير الإحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم قامت بخصوصية شركات القطاع العام، حيث في الفترة الممتدة بين 1980-1992 تم خصخصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم سنة 1992.

وتساهم عملية الخصخصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالي، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خصخصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.¹

¹ - رشيد بوكساني، نفس المرجع السابق، ص ص 164 - 166.

المبحث الثالث: علاقة حوكمة الشركات بالأسواق المالية الناشئة

لقد برزت الحاجة إلى حوكمة الشركات في العديد من الدول المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك الأزمة المالية العالمية التي شهدها الاقتصاد العالمي مؤخرا.

وتماشيا مع التطور الحاصل في العالم حول الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات، اهتمت كذلك الدول الناشئة بهذا المفهوم نتيجة لاتجاهها نحو انتهاج سياسة اقتصاد السوق الذي يعتمد بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة، وبذلك تزداد الحاجة إلى تعزيز آليات الرقابة على تصرفات المديرين، وحماية أموال المستثمرين من سوء تصرف الإدارة

المطلب الأول: معايير الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية الناشئة

تمثل حوكمة الشركات الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافية وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين ومؤشرا على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرته التنافسية.

وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق الناشئة نجد أن معظمها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات وبذلك من أهم المعايير التي تقوم عليها الحوكمة للرفع من كفاءة الأسواق المدرجة بها كالتالي:¹

- تعتبر حوكمة الشركات أداة فعالة لزيادة ثقة التزام التمسك بأداب وأخلاقيات العمل وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح وصدق البيانات والمعلومات والإفصاح الكافي عنها للجمهور، أي تنقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر الأسواق المالية حيث أنه لا يوجد أهم من المعرفة خاصة التي تتحقق في الوقت المناسب قبل حدوث الخطر أو زيادتها مما يمكن من تجنب حدوثه أو تجنب خسائره المعتبرة، فكلما كانت وسائل إيضاح المعرفة موضوعة في إطار

¹ - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص ص 146 147.

نماذج مصممة جيدا ومتفق عليها وقابلة لتحليل الاستخدام والتوظيف كلما كانت المعرفة محققة وكانت الشفافية فعالة والإفصاح متكاملًا شاملاً، وبذلك فإن الممارسات الفعالة لحوكمة الشركات للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية التي تساعد على تحقيق الشفافية والإفصاح لهذه الأسواق وتدقق الاستثمارات إليها.

- تقوم حوكمة الشركات بزيادة من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين مما يشجع على نمو القطاع الخاص ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات وتحقيق الأرباح وتقليل المخاطر.

- إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملاً مهماً في تخفيض تكلفة رأس مال الشركة وضمان استمراريتها في أداء أعمالها، حيث أن الحوكمة تسهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري.

- إن تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وخاصة للشركات المدرجة في الأسواق المالية حيث تشكل عنصراً مهماً من عناصر تقييم الشركة وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون بعين الاعتبار وبجدية مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة إذ تشكل قيمة مدركة لديهم ولها دوراً كبيراً في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب بل أصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة أو تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة.

- كما أن إتباع قواعد حوكمة الشركات من بينها إتباع معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين يساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في الأسواق المالية حتى في الدول التي لا يتم فيها تداول معظم أسهم شركاتها في بورصات الأوراق المالية، إذ تؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات الدولية (FMI. IB) أن الأزمة المالية العالمية 2008-2009 كان سببها ضعف الإفصاح والشفافية لدى الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال الأمريكية بالتالي فإن الأزمة نتجت أساساً عن التلاعب (التضخيم) في القوائم المالية لتلك الشركات وعدم التقيد بمبادئ ومعايير حوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

- أظهرت البحوث التي أجريت مؤخراً إن الدول التي توافرت بها حماية أقوى لمصلحة مساهمي الأقلية عن طريق حوكمة الشركات تمتعت أيضاً بوجود أسواق مالية أكثر ضخامة وأكثر سيولة كما تظهر المقارنات بين الدول التي تضع قوانينها على أساس تقاليد قانونية أن تلك الدول ذات النظم الضعيفة تكون فيها معظم الشركات مملوكة أو تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلاً من هيكل الملكية واسع الانتشار.

المطلب الثاني: دور الشفافية والإفصاح المحاسبي في تفعيل الاسواق المالية الناشئة

إن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وما تحتويها من افصاح وشفافية تؤدي الى اظهار الشفافية في المعلومات المفصح عنها والاسعار الحقيقية للأسهم والسندات في اسواق المال يتيح الفرصة للمستثمرين في اقتناء هذه الاوراق بعد التأكد من اسعارها مما يساهم في رفع كفاءة الاسواق المالية وأدائها وجعل هذه الاسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي.

الفرع الأول: دور الإفصاح المحاسبي في تفعيل الاسواق المالية الناشئة

الإفصاح المحاسبي هو تقديم المعلومات المحاسبية بشكل قوائم وبيانات تختلف باختلاف المنفعة المنشودة، والتي تتأثر باختلاف الأطراف المستفيدة من تلك المعلومات من جهة وباختلاف مستواهم الثقافي ومعرفتهم بحقيقة الظروف الاقتصادية من جهة أخرى.¹

وبذلك يلعب الإفصاح دور مهم في تنشيط السوق المالي لأن المستثمرين يعتمدون على تقاريره في اتخاذهم للقرارات الاستثمارية ومما لا شك فيه ان وجود قصور في التقارير المالية والمحاسبية يجعل البيانات والمعلومات الواردة فيه مضللة، ما ينعكس على قرارات الأطراف التي تريد التعامل مع المؤسسة.

يساهم الإفصاح في تنشيط السوق المالي من خلال تحسين صورة المؤسسات في هذه الأسواق بحيث يتم تقديم المعلومات الحقيقية عن حالة المؤسسة الى الجمهور، تتضمن هذه المعلومات:²

- تقديم المعلومات الملائمة لاحتياجات المستفيدين:

ك تقديم معلومات تساعدهم على تقييم قدرة المؤسسة في المستقبل على توليد تدفق نقدي ايجابي كاف، بمعنى آخر تدفق نقدي من الممكن للمؤسسة توزيعه للوفاء بالتزاماتها المالية عند استحقاقها بما في ذلك توزيع الأرباح على المساهمين دون تقليص لحجم أعمالها.

- القياس الدوري لدخل الشركة:

من المعروف أن قدرة الشركة على تحقيق الدخل وتحويله الى تدفق نقدي في المستقبل تعتمد على تغيرات كثيرة منها: الظروف الاقتصادية العامة، الطلب على منتجاتها أو خدماتها، ظروف العرض في الحاضر

¹ - حسينة مرزاق، الحوكمة وأثرها على مستوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، دراسة حالة بنك الجزائر الخارجي - وكالة أم البواقي، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، جامعة أم البواقي 2014-2015، ص 39.

² - حسام الدين غضبان، دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة التنظيم والعمل، جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر، 2012، ص ص 37 38.

والمستقبل، كما تتوقف على قدرة الإدارة على التنبؤ بالفرص المتوقعة في المستقبل، والاستفادة من تلك الفرص وقدرتها على التغلب على الظروف غير الملائمة وما الى ذلك من العوامل، ومن المؤكد أن تقييم اثر بعض هذه التغيرات على أداء الشركة قد يحتاج الى معلومات يوفرها الإفصاح المحاسبي.

- تقديم معلومات عن الموارد الاقتصادية للشركة ومصادرها.

الفرع الثاني: دور الشفافية في تفعيل الاسواق المالية الناشئة

تعني الشفافية بيان المعلومات التي تعرضها الشركة لتعكس حقيقة موقفها المالي، وبمعنى أوضح، تعني الشفافية قيام الشركات والجهات بتوفير البيانات والمعلومات وكذلك التقارير للمساهمين والقائمين على سوق الاوراق المالية وفقا لمركز مالي حقيقي يمكنهم من تحديد النشاط المالي والمستقبلي للشركة.¹

فالشفافية ركيزة اساسية من ركائز الاقتصاد الحديث ولا يمكن للمؤسسات ان تزدهر اذا لم ترافقها في فترة نشاطها، كما تعتبر من مبادئ حوكمة الشركات التي تعني توفير بيئة عمل جذابة يسهل من خلالها التنبؤ بالتغيرات الحاصلة فيها.

وعليه من خلال ما سبق فالشفافية تساهم في تفعيل الاسواق المالية في الدول النامية من خلال:²

- عدم تسريب المعلومات قبل الاعلان عليها.
- النشر الالكتروني للمعلومات ليتسنى للجميع الحصول عليها.
- تحليل الانحرافات والعمل على التقليل منها وكشفها للرأي العام.
- تطابق التقارير مع النمط الدولي.
- تقييم الاداء مع أفضل الممارسات الدولية.
- تطابق الممارسات مع معايير المحاسبة والمراجعة الدولية.
- المساءلة المحاسبية لأعضاء مجلس الادارة.
- التنبؤ بربحية الشركة مستقبلا.
- تحليل ملكية تركيز الاسهم.

¹ - قمره ديلمي، دور حوكمة الشركات في إرساء مبدأ الشفافية والإفصاح، دراسة حالة ملبنة الحضنة المسيلة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير أكاديمي، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، 2017-2018، ص28.

² - حسام الدين غضبان، مرجع سبق ذكره، ص 38.

المطلب الثالث: المستفيدون من حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة¹

تؤكد العديد من الدراسات الدولية أن هناك ارتباطا وثيقا على مستوى الأسواق المالية الناشئة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين وتنميتها.

حيث الشركة التي تدار بشكل جيد تعطي قيمة للمستثمرين والمقرضين والعاملين والعملاء بل والمجتمع على حد سواء. كما إن الحوكمة الرشيدة للشركات تساهم في خلق مناخ جيد للإعمال مما يشجع الاستثمارات المحلية والأجنبية وهو الأمر الذي يؤدي بدوره لخلق فرص عمل وزيادة رفاهية المواطنين.

أولا: استفادة الشركات

- الشركات التي تدار بشكل جيد يكون أداؤها أفضل، فالشركات التي تطبق أسس الحوكمة الرشيدة تتوقع تخفيض تكلفة رأسمالها ومن ثم تستطيع إن تجتذب مستثمرين على نطاق أوسع ومعظمهم من الذين يسعون للاستثمار طويل الأجل كما انه من المتوقع أن تتحسن إدارتها في مجالات مثل إعداد استراتيجية للشركة علاوة على أنها تتضمن الاستحواذ والدمج يتم لأسباب عملية سليمة وإن نظم منح مكافآت العاملين فيها مبنية على أساس تمييز الأداء. ومن الأهمية يمكن تقلل الشركة من احتمالات تعرضها للدعاوى القانونية. كما أن الشركة إذا تصرفت بمسؤولية وبعدل يمكن أن تتبنى علاقات مثمرة وطويلة المدى مع كل أصحاب المصلحة بما في ذلك الدائنين والعاملين والعملاء والموردين ومجتمعهم المحلي.

ثانيا: استفادة المستثمرون وحملة الأسهم

- يدرك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التي تدار بشكل جيد ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل على حصولهم على هذا العائد المرتفع.

- كما أنهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين ومحاباتهم لذوي الصلة بهم.

- فالحوكمة الرشيدة تحمي حقوق المستثمرين وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم في شأن إدارة الشركة وفي المعاملات الكبرى إضافة إلى حقهم في معرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم كما أن الحوكمة توفر للمستثمرين نسبة أكبر من السيولة وذلك ببنائها للثقة والكفاءة في أسواق المال الأمر الذي يتيح لهم فرصة أكبر في تنويع أصولهم وبيعها إذا أرادوا ذلك. وأخيرا فإن إجراءات الحوكمة الرشيدة لمواجهة احتمالات فشل الأعمال تحمي الدائنين وتحد من مسؤولية حملة الأسهم.

¹ - مونية سلطان، نفس المرجع السابق، ص ص 148 149.

ثالثا: استفادة أصحاب المصلحة والمجتمع

- تتطلب الحوكمة الرشيدة احترام الشركات لالتزاماتها تجاه العاملين بها وعملائها ودائنيها ومورديها والمجتمعات التي تعمل فيها. فكل هذه المجموعات تستفيد من أمانة وجودة العمل في هذه الشركات والقدرة على الاعتماد عليها ومن ثم يحصد المجتمع ككل مزايا إدارة الشركات بشكل جيد فذلك يوفر فرص عمل ويبني الثقة في الاقتصاد ويمنع تبديد الموارد.
- وتضمن هذه المزايا الضخمة للمجتمع منع وقوع أزمات مصرفية إضافة إلى تنمية أسواق مال أكبر وأكثر سيولة.
- كما أن البلاد التي تتم فيها الأعمال بشكل مسئول وتحترم الملكية الخاصة تجتذب نسبة أكبر من الاستثمارات الأجنبية وبالإضافة إلى ذلك فإن مزايا زيادة الإنتاجية والتجديد والابتكار الناتج عن المنافسة الشريفة والعدالة يمكن أن يفتح الباب أمام النمو الاقتصادي في مجالات جديدة تماما.
- وحوكمة الشركات تكون في كثير من الأسواق الناشئة عنصرا أساسيا لتغيير العلاقة بين رجال الأعمال والدولة ذلك أن إضفاء عنصر الشفافية على هذه العلاقة نتيجة للحوكمة الرشيدة يساعد على استبعاد المحسوبية والمحاباة بل وعلى العكس من ذلك يسهل قيام علاقة أكثر انفتاحا بين القطاع والحكومة.

المطلب الرابع: أهمية حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة¹

تعمل الدول الناشئة على انجاز برامج إصلاحية وإعادة هيكلة أنظمتها وتحقيق الجودة والعوائد الاقتصادية المستهدفة وذلك لإحداث التأثير الإيجابي في أداء الشركات في الأسواق المالية من حيث حجم التداول وأسعار الأسهم وعم الثقة بين الأطراف المتعاملة وتلعب الحوكمة دورا رئيسا ومؤشرا في تحقيق هذه الأهداف المرجوة. فالتطبيق الفعلي لضوابط الحوكمة من شأنه أن يحقق الشفافية والعدالة ويجيز مساءلة إدارة الشركات مما يوفر الحماية اللازمة للمساهمين وحملة الوثائق ويراعي مصالح العمل والعمال ويحد من استغلال السلطة وينعكس إيجابا على تنمية الاستثمار ويشجع تدفقه ويسمح بتنمية المدخرات الوطنية ويعمل على تعظيم الربحية مع إتاحة فرص عمل جديدة خاصة وأن الحكومة تعمل على تدعيم الثقة في الاقتصاد الوطني وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات الوطنية والرفع من معدلات الاستثمار والمحافظة على الحقوق التابعة لصغار المستثمرين الشيء الذي يساعد على تنمية القطاع الخاص ويدعم قدراته التنافسية ويساعد المشاريع في مساعيهم للحصول على التمويل وتحقيق الأرباح.

¹ - جمال الدين سحنون، الإفصاح والشفافية كأحد ركائز الحوكمة في الأسواق المالية الناشئة بالإشارة إلى السوق المالي المصري، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة- الجزائر، 2018، ص ص533 534.

يتبين من خلال ما سبق إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية يعد من أهم العوامل التي تسمح بتخفيض تكلفة رأسمال المؤسسة وضمان استمراريته في أداء أعمالها فالحوكمة إذن تعمل على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري اللذان يعدان من أهم العوائق التي تقف في طريق التنمية الاقتصادية وبالتالي إتاحة فرص التمويل ذات التكلفة المنخفضة ومن ثم تصبح حوكمة الشركات في الدول النامية أكثر من ملحة.

إن التطبيق الجيد للحوكمة من شأنه أن يرفع معدلات الإفصاح والشفافية ويقدم المعلومات المالية القيمة وبالتالي تساعد على تحسين الأداء وتنويع استثمارات الشركات مما يؤدي إلى الزيادة من معدلات العائد على استثماراتها. كما يؤدي إلى انتعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الأسواق من خلال حماية الاستثمارات الوطنية ومنح هؤلاء المستثمرين الثقة في نظام الدولة وبالتالي تصبح أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

وبما إن حوكمة الشركات نقضي على الشائعات التي تحد من الفساد الإداري والمالي المرتبط بهذه الشركات فهي تحتاج إذن إلى تعاون القطاع العام والخاص لتطبيقها بشكل سليم وكذا إلى قوة السلطة على إرغام تلك الشركات على تطبيقها إلا أن المستثمرين المضاربين من المؤكد إنهم سيحاولون تهديد تنفيذ إصلاحات حوكمة الشركات لأنهم يعتبرونها بمثابة عقبة في طريقهم بإمكانها إن تحرمهم من استغلال المعلومات الداخلية التي يحتاجون إليها في عملية المضاربة وتضعف من ربحيتهم في السوق. لذا سيعكف هؤلاء المضاربون على عدم اللجوء إلى إنفاق مواردهم ذات القيمة على تنفيذ الحوكمة الجيدة لان هدفهم من الاستثمار هو استغلال الأصول التي تقيم بأقل من قيمتها الحقيقية وتوفر لهم عوائد معتبرة على المدى القصير بسبب حدوث ارتفاع كبير في أسعار الأسهم ورأس المال ومن ثم لم يتسنى لهم تحمل مخاطر كبيرة في ظل غياب تطبيق الشركات للحوكمة لهذا فان تطبيق الحوكمة من شأنه أن يضعف من موقف الشركات المضاربة عند سعيها للحصول على أي مبالغ إضافية فيتحسن بذلك موقعها من المضاربين وتتحصن من أي ضغوط تسعى إلى إفشال تطبيق مبادئها.

خلاصة الفصل:

بناء على ما تم تناوله في هذا الفصل فإن البنية حوكمة الشركات أصبحت بمثابة الاداة التي تضمن كفاءة ادارة الشركة، بحيث تعبر عن وجود مجموعة من المحددات والاليات والمبادئ المهنية والمسؤولية التي بدونها يصعب ضبط وتحقيق عناصر الثقة والشفافية في المعلومات، وتأكيد نزاهة الادارة وكذا الوفاء بالالتزامات والتعهدات وضمن تحقيق الشركة لأهدافها.

وتعتبر الاسواق المالية عامة والناشئة خاصة بمثابة ركيزة من ركائز النشاط الاقتصادي وتضطلع بدور حيوي ومهم في دفع النمو الاقتصادي في الدول فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته.

واخيرا نجد ان حوكمة الشركات تساعد في رفع كفاءة الاسواق المالية الناشئة وادائها وضمن حقوق المساهمين وزيادة الثقة وتعظيم قيمة الشركات المدرجة في هذه الاسواق من خلال توفير معلومات صادقة وملائمة لاتخاذ القرارات وتعمل على تعزيز عملية المساءلة للإدارة وتحد تعارض المصالح بين الفئات ذات الصلة بالمنشأة.

الفصل الثاني

دراسة العلاقة بين حوكمة

الشركات وأداء الأسواق

المالية الناشئة في سوق

الإمارات للأوراق المالية

والبورصة المصرية

تمهيد

تمثل الأسواق المالية إحدى القنوات الاقتصادية الهامة في استيعاب أكبر قدر ممكن من المدخرات المحلية والخارجية وهذا ما جعل الدول العربية تقوم بإنشاء العديد من المؤسسات المالية والبورصات، ورغم التطورات التي شهدتها الأسواق المالية في الدول العربية إلا أنها تعاني من بعض القصور في أدائها مقارنة بالأسواق المالية في الدول المتقدمة، وتعد حوكمة الشركات من بين أهم الآليات التي تساعد في تفعيل الأسواق المالية والنهوض بها، و بناء على هذا سنحاول التطرق في هذا الفصل إلى الإطار التطبيقي للأسواق المالية العربية وتحديدًا سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية، حيث سنتناول في كل من المبحث الأول والثاني نبذة تاريخية عن سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية، والتعريف بالهيئات المشرفة عليها وجهودها في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات والوقوف على واقع تطبيقها في هذه الأسواق، أما في المبحث الثالث تطرقنا إلى أداء مؤشرات السوقين وانعكاس تطبيق مبادئ الحوكمة تطور هذه المؤشرات.

المبحث الأول: تقديم سوق الإمارات للأوراق المالية (سوق أبو ظبي وسوق دبي)

لقد برزت سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال تطور نشاطها خاصة خلال الفترة الأخيرة. وخير دليل على نجاح السوق هو رفع تصنيفها إلى سوق ناشئة خلال سنة 2014 وقد كان للهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية دور كبير في هذا النجاح.

المطلب الأول: نشأة سوق الإمارات للأوراق المالية

في مارس سنة 2002 تم إنشاء سوق الأوراق المالية بصفة رسمية ومنظمة لأول مرة في دولة الإمارات وهذا طبقاً للقانون الاتحادي رقم 04 لسنة 2000. ووفقاً لهذا القانون تم فتح المجال لإنشاء أسواق لتداول الأوراق المالية بحيث تكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة ترخص من قبل الهيئة المشرفة ويشترط لذلك الربط الإلكتروني للأسواق.

الفرع الأول: نشأة سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية في 15 نوفمبر 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000 والذي ينص على أن السوق هي الجهة القانونية ذات المركز المستقل والتمويل والإدارة المستقلة، والسلطات الرقابية والتنفيذية لممارسة وظائفها. وعلاوة على ذلك، فإن سوق أبو ظبي للأوراق المالية لديها سلطة إنشاء مرتكز وفروع خارج إمارة أبو ظبي، وقد قامت بذلك حتى الآن في مدينة العين ومدينة زايد والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة. يتكون مجلس إدارة شركة أبو ظبي للأوراق المالية من سبعة أعضاء يعينهم المرسوم الأميري. ويشغل أعضاء مجلس الإدارة مناصبهم لمدة ثلاث سنوات. وقد شكل مجلس الإدارة الأول بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.¹

الفرع الثاني: نشأة سوق دبي المالي

نجح سوق دبي المالي سريعاً في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي. وقد عززت الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، ورسخت وضعيتها الإمارة الرائدة في قطاع أسواق المال، من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين.²

¹ - موقع سوق أبو ظبي للأوراق المالية. www.adx.ae، تاريخ الاطلاع 2020/07/20.

² - موقع سوق دبي المالي، www.dfm.ae، تاريخ الاطلاع 2020/07/25.

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأس مال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا وامتيزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

المطلب الثاني: تعريف سوق الإمارات للأوراق المالية والهيئة المشرفة عليه

يتضمن سوق الأوراق المالية في الإمارات كل من سوق أبو ظبي وسوق دبي المالي، وسنتطرق لتعريف كلا السوقين إضافة إلى الهيئة المشرفة على السوق والمسماة هيئة الأوراق المالية والسلع.

الفرع الأول: تعريف سوق أبو ظبي للأوراق المالية

سوق أبو ظبي للأوراق المالية هو سوق لتداول الأوراق المالية، بما في ذلك الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، وصناديق الاستثمار المتداولة، وأية أدوات مالية أخرى معتمدة من هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية. يتضمن سوق أبو ظبي للأوراق المالية سوقين:

السوق الرئيسي: هو السوق الرئيسي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية حيث يقوم المستثمرون بشراء وبيع الأوراق المالية التي يمتلكونها بالفعل بعد أن باعت الشركة عروضها في السوق الأولية. يقوم الوسيط عادة بشراء الأوراق المالية نيابة عن مستثمر في السوق الرئيسي. في حين يختلف حجم الأوراق المالية المتداولة من يوم لآخر، حيث يتقلب العرض والطلب على الأوراق المالية.¹

السوق الثاني (السوق الموازي): السوق الثاني هو جزء من البنية التحتية الحالية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية لإدراج الشركات الخاصة. حيث يستطيع المستثمرون شراء وبيع الأوراق المالية للشركات الخاصة بناء على أساسيات مثل العرض والطلب والبيانات المالية وغيرها من البيانات.

¹ - موقع سوق أبو ظبي للأوراق المالية. www.adx.ae تاريخ الاطلاع عليه 20/07/2020.

الفرع الثاني: تعريف سوق دبي المالي¹

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.

يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي. يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP).

الفرع الثالث: تعريف هيئة الأوراق المالية والسلع

تأسست الهيئة بموجب القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 وتلحق بوزير الاقتصاد ومقرها الرئيسي في إمارة أبو ظبي وللهيئة أن تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق.

تتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام القانون والأنظمة الصادرة تنفيذاً له.²

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق الإمارات للأوراق المالية

يعتمد كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي على هياكل تنظيمية لتحديد كيفية توجيه الأنشطة كتوزيع المهام، التنسيق، والإشراف من أجل تحقيق الأهداف التنظيمية.

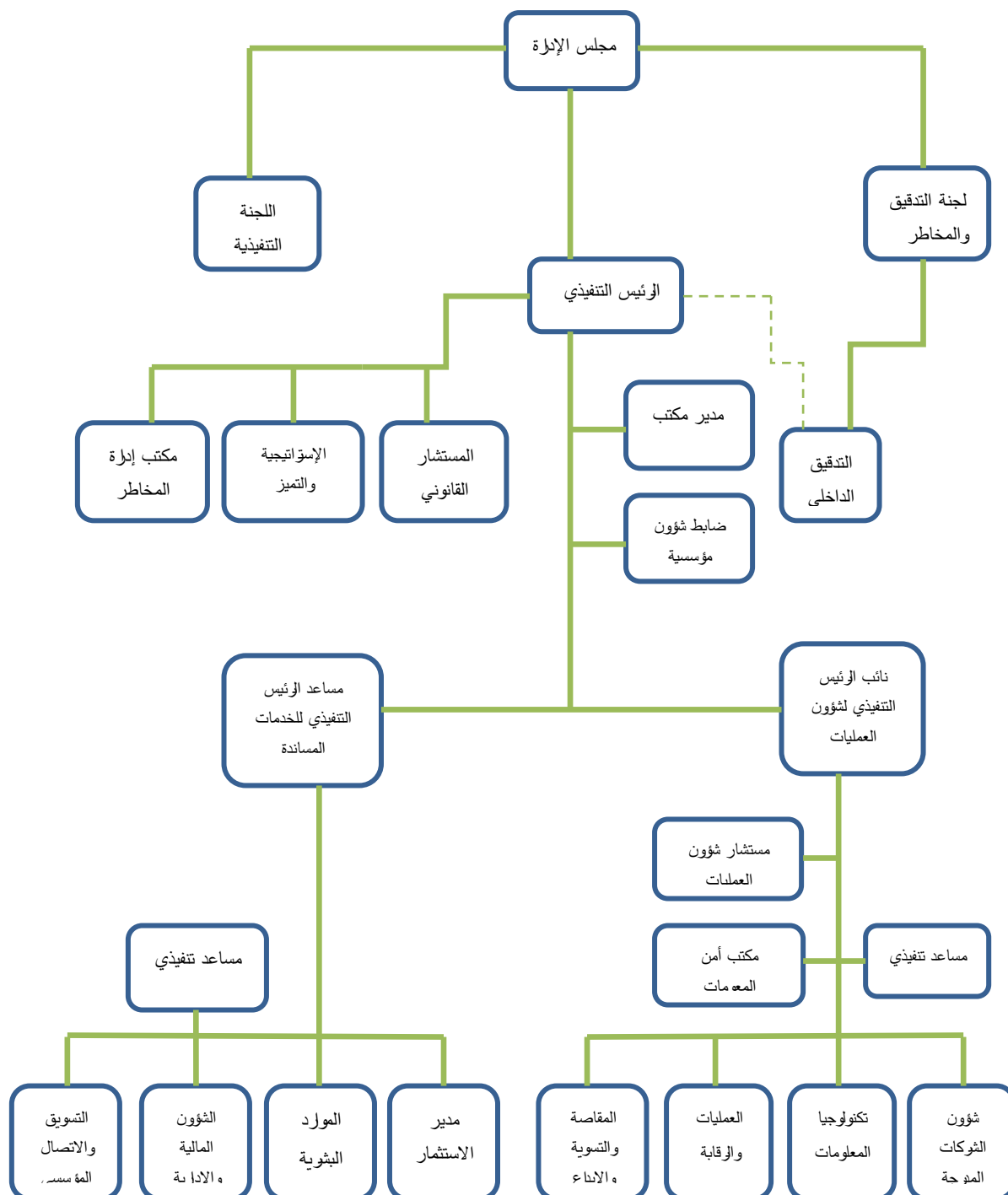
الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية

يتكون سوق أبو ظبي للأوراق المالية أقسام متنوعة ذات مهام عديدة، فهو يضم لجنة التدقيق والمخاطر واللجنة التنفيذية قسم التدقيق الداخلي ومكتب لإدارة المخاطر وغيرها من الأقسام الأخرى وهو ما يوضحه الشكل رقم (3).

¹ -- موقع سوق دبي المالي، www.dfm.ae تاريخ الاطلاع 2020/07/25.

² -- موقع هيئة الأوراق المالية والسلع www.sca.gov.ae تاريخ الاطلاع 2020/07/20.

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية

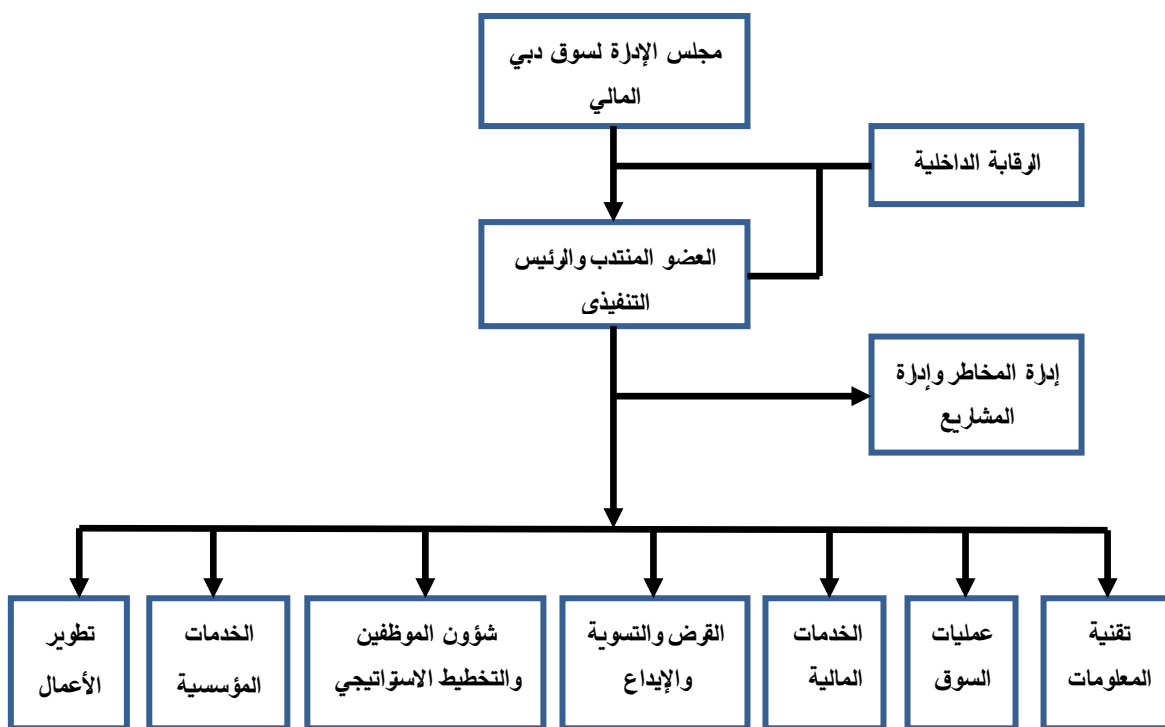


المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على التقرير السنوي لسنة 2016 الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي

يضم الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي مجموعة متنوعة من الأقسام عديدة المهام فهو يضم قسم للرقابة الداخلية وآخر لإدارة المخاطر والمشاريع، وأقسام أخرى تتعلق بالمعلومات وعمليات السوق والخدمات المالية وتطوير الأعمال وغيرها، وهو ما يوضحه الشكل رقم (4).

الشكل رقم (04): الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على الموقع الرسمي لسوق دبي المالي <http://www.dfm.ae> تاريخ

الاطلاع 2020/07/25

المطلب الرابع: جهود سوق الإمارات للأوراق المالية في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات

يظهر جيداً جهود هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع في تعزيز حوكمة الشركات من خلال تعزيز الإفصاح عن البيانات وشفافية هذه البيانات، لذلك قامت الهيئة بإصدار عدة قرارات في هذا السياق.

الفرع الأول قواعد حوكمة الشركات الموضوعة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع

تؤكد التعليمات والقواعد التنظيمية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة ووفقاً للمعايير العالمية، على أهمية تطبيق مبادئ الحوكمة وعلى أهمية العمل بشكل شفاف ومسؤول، وفي هذا السياق نجد عدة قرارات أصدرها مجلس إدارة الهيئة و يبين القرار رقم (3) لسنة 2000 الذي صدر في شأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية إضافة إلى القرار رقم (3) لسنة 2020 بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة واجب كل الأطراف بالإفصاح عن المعلومات بشفافية ووضوح والالتزام باعتماد دليل الحوكمة وهي جهود تسعى إلى دعم ونمو تطور أسواق الأوراق المالية بالدولة كأحد الأهداف الإستراتيجية للهيئة.

أولاً: الإفصاح المتعلق بالهيئة

- تلتزم الهيئة بالتأكد من توافر الشفافية والإفصاح وتنظيمهما على النحو المقرر في القانون والقرارات التي تصدرها تنفيذاً له.
- للمجلس أن يجري تفتيشاً على أعضاء السوق على أساس دوري أو بناء على طلب ذي شأن للتحقق من مدى الالتزام بالقانون أو اللوائح أو النظم الصادرة تطبيقاً له وذلك وفقاً للنظام الذي يضعه في هذا الشأن، ويباشر التفتيش بالتنسيق مع إدارة السوق في الأحوال التي تقتضي ذلك.
- يحظر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة وأن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية.
- يلتزم أعضاء المجلس بمجموعة من الالتزامات التي من شأنها أن تدعم إرساء مبادئ الحوكمة في السوق.
- للمجلس أو للمدير التنفيذي تعليق إدراج ورقة مالية في السوق في عدة حالات.
- للهيئة إلغاء إدراج أي ورقة مالية من التداول في السوق في بعض الحالات.

ثانياً: الإفصاح على مستوى الأسواق

ويكون الإفصاح في الأسواق من خلال العناصر التالية:¹

¹ - القرار رقم (3) لسنة 2000، الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.

- تتولى السوق متابعة التزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن الأمور والمعلومات الجوهرية والبيانات المالية ونشرها وتوقيت هذا النشر والتحقق من وضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، ويلتزم مجلس إدارة السوق بإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.
- تلتزم الأسواق بالربط الإلكتروني المتبادل بينها على مستوى الدولة.
- يلتزم الأعضاء بالتصريح خطياً لدى الهيئة عن الأوراق المالية التي يمتلكونها هم وعائلاتهم.
- تسقط العضوية في مجلس إدارة السوق عن العضو الذي يحكم عليه في جنائية مخلة بالشرف أو الأمانة أو يشهر بإفلاسه.
- تلتزم السوق بموافاة المجلس بالميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر والبيانات المالية السنوية المدققة من قبل مدقق حسابات معتمد، وذلك خلال تسعين يوماً من نهاية سنتها المالية.
- تلتزم السوق بتقديم التقارير الدورية التالية للهيئة عن حركة تداول الأوراق المالية المدرجة فيها.
- تلتزم السوق بإعداد نشرة أسعار يومية عن التداول.

ثالثاً: إفصاح الجهات والشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق وإدارتها

1- الإفصاح السابق للإدراج: يرفق طلب الإدراج بالبيانات والمعلومات التالية:

- أ- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة: يتضمن ما يلي:
 - نبذة عن الشركة، وصف للأوراق المالية الخاصة بالشركة، تقييم مدعم بالأرقام لأداء الشركة، بيان بأهم الأحداث التي مرت بالشركة منذ تأسيسها، أسماء أعضاء مجلس إدارة الشركة، أسماء كل ملاك الأسهم التابعة للشركة.
- ب- بيان مالي يشمل ما يلي: تقرير مالي عن السنة السابقة، تقرير، مجلس الإدارة ومدقق الحسابات وتقرير مالي يغطي لفترة بين نهاية السنة السابقة وتاريخ تقديم الطلب.

2- الإفصاح اللاحق للإدراج: يتضمن الإفصاح اللاحق للإدراج العناصر التالية:

- أ- تلتزم الشركة بأخطار هيئة السوق عن أية تطورات تؤثر على أسعار أوراقها.
- ب- تلتزم الشركة بنشر كل المعلومات لتوضيح أوضاعها وأنشطتها.
- ت- تلتزم الشركة بإخطار وموافاة كل من الهيئة والسوق بما يلي:
 - كافة البيانات والإحصائيات، كل المعاملات التي تمت على أوراقها، جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس الإدارة، بيان تفصيلي لبيع أو شراء بعض الأصول، أية تغيرات تتعلق بالهيكل الإداري.

ث-تلتزم الشركة بنشر التقارير التالية: تقارير مالية دورية وسنوية تكون مدققة من طرف مدقق خارجي يشترط أن تكون التقارير وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية.¹

رابعاً: الإفصاح عن المعلومات والشفافية

يضع مجلس الإدارة السياسات والإجراءات المتصلة بالإفصاح وفق متطلبات الإفصاح المنصوص عليها في التشريعات المعمول بها لدى الهيئة والأسواق مع الوضع في الاعتبار الآتي:²

- 1- أن تشمل هذه السياسات طرق الإفصاح الملائمة التي تمكن المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح للاطلاع على المعلومات المالية وغير المالية التي تتصل بأداء الشركة ومعلوماتها فيما يتعلق بملكية الأسهم، والحصول على رؤية شاملة لوضع الشركة.
- 2- يتم الإفصاح إلى المساهمين والمستثمرين دون تمييز بشكل واضح وصحيح وغير مُضلل، وبطريقة منظمة ودقيقة لتمكين المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح لمباشرة حقوقهم إلى أقصى نطاق.
- 3- يشمل الموقع الإلكتروني للشركة جميع المعلومات المطلوب الإفصاح عنها وأي تفاصيل أو معلومات أخرى يجوز نشرها من خلال طرق الإفصاح الأخرى.
- 4- وضع قواعد رفع التقارير والمعلومات المطلوب الإفصاح عنها وطريقة تصنيفها من حيث طبيعتها وعدد مرات الإفصاح عنها.
- 5-مراجعة سياسات الإفصاح دورياً وكذلك امتثالها لأفضل الممارسات وأحكام قانون سوق رأس المال.

خامساً: الإفصاح من جانب المجلس

- يقوم المجلس بتنظيم الإفصاحات لكل عضو من أعضائه وأعضاء الإدارة التنفيذية مع مراعاة ما يلي:
- 1- مسك سجل بإفصاحات أعضاء المجلس والإدارة التنفيذية وتحديثه بشكل منتظم في ضوء الإفصاحات المطلوبة بموجب التشريعات المعمول بها لدى الهيئة والأسواق.
 - 2- إتاحة هذا السجل للاطلاع عليه من جانب مساهمي الشركة بدون مقابل.

سادساً: الإفصاح عن التقرير المتكامل

- 1- إضافة إلى القوائم المالية المُدققة والمعلومات غير المالية، تلتزم الشركة بالإفصاح عن التقرير المتكامل.

¹ - القرار رقم (3) لسنة 2000، الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.

² - القرار رقم (3) لسنة 2020، الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.

2- يستند الإفصاح المتكامل إلى المبادئ التوجيهية الآتية:

أ- التركيز الإستراتيجي.

ب- التوجيه المستقبلي.

ت- ترابطية المعلومات.

ث- الاستجابة وشمولية أصحاب المصالح.

ج- الإيجاز والموثوقية والجوهرية.

3- يكون الإفصاح عن التقرير المتكامل بإحدى الطريقتين الآتيتين:¹

أ. تقرير على مستوى عالي يتضمن تقارير تفصيلية تتضمن الأمور المالية والتشغيلية التي تؤثر إيجاباً على قدرة الشركة في خلق القيمة².

ب. الإفصاح عن جزء مُميز وبارز وقابل للاطلاع عليه من تقرير آخر يشمل كذلك القوائم المالية السنوية والتقارير الأخرى.

4- يتولى مجلس الإدارة الإشراف على نشر تقارير متكاملة تجمع الأفرع المختلفة من التقارير (المالية والتعقيبية الإدارية وتقارير الحوكمة والمكافآت وتقارير الاستدامة) ككل متماسك بما يبيّن قدرة المؤسسة على خلق القيمة والإبقاء عليها.

5- يشمل التقرير المتكامل ما يلي:

أ- تقرير مجلس الإدارة.

ب. تقرير مدقق الحسابات.

ت- البيانات المالية السنوية وإيضاحاتها.

ث- تقرير الحوكمة.

ج- تقرير الاستدامة.

ح- تقرير لجنة الرقابة الشرعية إن وجد.

خ- لا يشمل التقرير المتكامل تقارير قائمة على الامتثال.

د- الإفصاح المتكامل لكل شركة قد يكون مختلفاً ويتمحور حول نموذج الأعمال الخاص بالشركة.

¹ - القرار رقم (3) لسنة 2020، الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.

سابعاً: معلومات حوكمة الشركات

1- على الشركة تقديم تقرير حوكمة موقَّع من قبل رئيس مجلس الإدارة وفقاً للنموذج المعد من قبل الهيئة والمتاح على الموقع الإلكتروني للهيئة والسوق.

2- يجب أن يشمل التقرير السنوي تقريراً عن حوكمة الشركات يشمل على الأقل:

- أسماء أعضاء مجلس الإدارة ورئيسه ونائب الرئيس، وغيرهم من شاغلي الوظائف الرئيسية بالشركة، وسيرة موجزة لكل عضو بما في ذلك مؤهلاته وخبرته، وتحديد هوية العضو / الأعضاء المستقلين وكذلك باقي المناصب بمجلس الإدارة أو الإدارة العليا التي يشغلونها في شركات أو مؤسسات أخرى.

- لجان وأعضاء مجلس الإدارة والسلطات والتكليفات المُخولة لها والأنشطة التي تتم خلال السنة.

- عدد اجتماعات مجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة إلى جانب أسماء الأعضاء الذين لم يحضروا.

- أسماء كبار المساهمين الذي يملكون بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من خمسة بالمائة من أسهم الشركة بالإضافة إلى ملخص موجز للتغييرات التي طرأت على هيكل رأسمال الشركة.

- تقريراً عن إطار إدارة المخاطر والضوابط الداخلية بما في ذلك ما يلي:¹

أ. قواعد حوكمة الشركات المُتبعة والمُطبقة.

ب. منهج التقييم الذاتي لأداء مجلس الإدارة.

ت. إجراءات التدقيق الداخلي ونطاق إتباع مجلس الإدارة تطبيقها بشكل كامل.

ث- بيان بتفاصيل وأسباب أي تعويضات وبدلات تقاضاها كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عن المجلس للسنة المالية.

ج- بيان بمديري الشركة والصف الأول والثاني حسب ما ورد في الهيكل التنظيمي للشركة ووظائفهم وتواريخ تعيينهم وتفاصيل الرواتب والمكافآت التي تقاضاها كل منهم على حده وأي تعويضات أخرى تحصلوا عليها من الشركة مع بيان مقابل هذه التعويضات.

ح- تعويضات أعضاء مجلس الإدارة وكافة أعضاء الجهاز الإداري في الشركة بما في ذلك المكافآت وأي برامج تحفيزية مرتبطة بالأوراق المالية التي تصدرها أو تضمناها الشركة.

3- يجب على مجلس الإدارة إتاحة هذا التقرير لكافة مساهمي الشركة قبل تقديم طلب للهيئة للموافقة على عقد اجتماع الجمعية العمومية السنوي.

¹ -القرار رقم (3) لسنة 2020، الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.

الفرع الثاني: واقع الإفصاح والشفافية في سوق الإمارات للأوراق المالية

في إطار جهود هيئة الأوراق المالية والسلع الرامية إلى دعم ونمو تطور أسواق الأوراق المالية بالدولة كأحد الأهداف الإستراتيجية للهيئة التي تعمل على تحقيقها بما ينسجم مع رؤية وتطلعات الحوكمة الاتحادية، قامت الهيئة بدعم تطبيق مبادئ الشركات المساهمة العامة لإجراءات الحوكمة المتعلقة بقواعد الإدارة الرشيدة والممارسات السليمة للأعمال، من خلال إطلاق سلسلة من الحملات التوعوية لتعزيز الوعي العام بمبادئ الحوكمة لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.¹

خلال عام 2019 قام فريق قسم حوكمة الشركات والمدققين بمتابعة الشركات الخاضعة لأحكام قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة للاطلاع على مدى التزامها بتطبيق ضوابط ومتطلبات الحوكمة.

وخلال شهر فبراير 2019 صدر قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2019 بشأن تعديل قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة وكانت من أهم التعديلات الواردة به:²

- إمكانية استخدام التصويت الإلكتروني واجتماعات الجمعية العمومية للشركة وفقا للآلية المتبعة لدى الأسواق.

- إمكانية إرسال الدعوة لانعقاد اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين من خلال إرسال رسائل نصية هاتفية وبالبريد الإلكتروني في حال توفرهما بدلا من البريد المسجل.

بلغ عدد الشركات الخاضعة لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة (90) شركة مساهمة عامة محلية مدرجة أوراقها المالية في السوق المالي وذلك بعد استثناء البنوك والمصارف وشركات التمويل شركات الاستثمار المالية وشركات الصرافة وشركات الوساطة النقدية الخاضعة لرقابة البنك المركزي بناء على البند رقم (ب) من المادة رقم (2) من قرار رئيس مجلس الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة.

¹-التقرير السنوي 2019 الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع.

²--التقرير السنوي 2019 الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع.

قامت الهيئة بصفتها الجهة الرقابية الوحيدة في الدولة من متابعة تطبيق الشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة لدى أسواق الدولة لقرار الحوكمة بالتعميم على تلك الشركات بضرورة إعداد تقرير الحوكمة لسنة 2018 حسب النموذج الذي اعتمده الهيئة في هذا الشأن وإتاحته لجميع المساهمين قبل موعد عقد اجتماع الجمعية العمومية للشركة بوقت كاف.

مع بداية العام 2019 بلغ عدد الشركات الملزمة بتطبيق القرار رقم (7/ر. م) (89) شركة من إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، علماً أن القرار قد استثنى كافة البنوك والمصارف والشركات المرخصة من المصرف المركزي وكذلك الشركات الأجنبية من تطبيق أحكام هذا القرار. وقد قامت 89 شركة بإصدار تقرير الحوكمة لسنة 2018 بنسبة إفصاح بلغت 100%.

انطلاقاً من قاعدة إلزامية جميع الشركات المقيدة لدى الهيئة والمدرجة في سوق الأوراق المالية بتزويد الهيئة بتقارير مالية سنوية وربيع سنوية ذلك بموجب المادة (36/7) من النظام الخاص بالإفصاح والشفافية. التزمت الشركات المساهمة العامة بالإفصاح عن البيانات المالية السنوية للعام 2018 وكذلك البيانات الربعية للعام 2019.

المبحث الثاني: تقديم البورصة المصرية

لقد أولت السلطات المصرية اهتماما بتطوير سوق رأس المال فيها، فالإصلاحات التي قامت بها الحكومة المصرية إبتداء من أواخر الثمانينات وبداية التسعينات من القرن الماضي كانت كلها تصب نحو تطوير وتفعيل البورصة المصرية.

ويرتبط تطور سوق الأوراق المالية في مصر بنشأة الأوراق المالية والشركات المساهمة، ما حدث فيها من تطور، حيث عملت الحكومات المصرية منذ الثالث الأخير من القرن التاسع عشر على الاقتراض من الخارج سواء من البنوك الأجنبية مباشرة أو عن طريق سندات الدين العمومي، التي كانت تطرحها أو تكتب فيها تلك البنوك، وقد واكب ذلك إنشاء الشركات المساهمة المصرية، والتي بدأ بعضها عملاقا مثل الشركة العالمية لقناة السويس البحرية التي كانت أوراقها المالية تتداول في بورصات الأوراق المالية في أهم المراكز العالمية.

المطلب الأول: نشأة وتاريخ البورصة المصرية.

المحاولات الأولى لإنشاء البورصة

أنشئت عام 1861م بالإسكندرية أقدم البورصات المستغلة بالتعامل الأجل في القطن، ثم بدأت أولى محاولات إنشاء البورصة العالمية للأوراق المالية في مصر سنة 1890م.

تلتها محاولة ثانية في عام 1898م، حين شرع السماسرة في تكوين شركة تتولى إنشاء بورصة وتدبير المكان اللائق لإقامتها، ووضع القواعد الكفيلة بتنظيم العمل فيها، إلا أن جهودهم أخفقت، فأفلست شركتهم الأولى في غضون ثلاثة أشهر من تكوينها، واستمر السماسرة في عقد الصفقات فيما بينهم في بعض المقاهي أو مكاتبهم الخاصة، ولم تكن المعاملات بينهم خاضعة لقواعد مدونة بل كانت ترتكز على التقاليد والعادات التي يتفقون عليها.

بداية النشأة الفعلية لبورصة القاهرة في عام 1903م

تكونت شركة من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة لهذا الغرض، حيث أنشأ السماسرة رقابة وضعوا لها قانون ينضم شؤونهم على غرار النقابة إلى أنشأها زملائهم في الإسكندرية سنة 1902م، وبالفعل أقيمت بورصة القاهرة سنة 1904م بالاتفاق بين النقابة والشركة وقد قصرت عضويتها على سماسرة الأوراق المالية فقط، أما السماسرة الذين أثروا الاشتغال بعقود القطن فقد أنشأوا لأنفسهم نقابة خاصة.¹

¹ - موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg تاريخ الاطلاع 2020/08/02.

وضع القواعد المنظمة للبورصة

وضعت نقابة سماسرة الأوراق المالية قواعد لتنظيم شؤون المهنة شملت نظام قبول السماسرة في البورصة، شروط قبول الأوراق المالية للتعامل وقيدها في جداول الأسعار ضبط أصول المعاملات، الفصل فيما يقع بين سماسرة من خلافات والنظر في الشكاوى التي تقدم ضدهم من الجمهور. فكان قانونها بمثابة لائحة ظلت تحكم البورصة لمدة سبع سنوات حتى أواخر سنة 1910 رغم صدور أول قانون لتنظيم البورصات في 08 نوفمبر 1909. شجع النجاح الذي حققته البورصة، وازدياد عدد السماسرة على تكوين شركة جديدة في 16 مايو 1908 تضم 64 سمساراً قامت بإنشاء مقراً آخر للبورصة، إلى أن انتقلت إلى مقرها الحالي بشارع الشريفين. وقد أنشئ هذا المقر بأموال شركة من السماسرة تكونت على إثر انقضاء، أجل الشركة السابق.

نشأة شركة بورصة الإسكندرية للأوراق المالية في الإسكندرية:

كان سماسرة الأوراق المالية يجتمعون في إحدى المقاهي إلى أن أنشئت لهم مقصورة خاصة في بورصة البضائع الآجلة في سنة 1883م. لكن اجتماعاتهم للتعامل في تلك المقصورة لم ترق إلى منزلة البورصة إلى في سنة 1902م حينما أنشئت نقابتهم، وأصبح قانونها هو المنظم للمعاملات وبهذا كانت البورصة الإسكندرية أسبق في النشأة من بورصة القاهرة.¹

المطلب الثاني: تعريف البورصة المصرية والهيئة المشرفة عليها.

تضم سوق الأوراق المالية بمصر كل من بورصة القاهرة وبورصة الإسكندرية وتسمى بالبورصة المصرية تشرف على هذه الأخيرة هيئة تدعى الهيئة العامة للرقابة المالية.

الفرع الأول: تعريف البورصة المصرية

تعتبر البورصة المصرية بورصة الأوراق المالية الوحيدة المعتمدة في مصر. ولا يوجد خلفها أية أسواق لتداول الأوراق المالية، ومن الناحية القانونية تعد البورصة شخصية اعتبارية خاصة، ولا توجد لها أسهم مصدرة أو مملوكة لجهات أخرى، حيث أنها ملك للدولة فإنها تدار كأية شركة خاصة تعمل البورصة المصرية على قيد وتداول الأوراق المالية مثل الأسهم (الأسهم العادية والممتازة)، السندات (الحكومية وسندات الشركات) وصناديق الاستثمار المغلقة.

¹ - موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg تاريخ الاطلاع عليه 2020/08/02

تقوم شركة الوساطة أو الشركة العضو بتداول الأوراق المالية آليا لحساب العميل أو المستثمر، وتشرف على البورصة المصرية هيئة مختصة تسمى الهيئة العامة للرقابة المالية.¹

الفرع الثاني: تعريف الهيئة العامة للرقابة المالية

أنشئت الهيئة العاملة للرقابة المالية بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009، وتختص الهيئة بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية بما في ذلك أسواق رأس المال، وبورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري والتأجير التمويلي والخصيم والتوريق، وذلك بهدف تحقيق سلامة واستقرار تلك الأسواق والأدوات وتنظيم الأنشطة وتنميتها وتعظيم قدرتها التنافسية على جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتعمل على الحد من مخاطر عدم التنسيق ومعالجة المشاكل التي تنتج اختلاف الطرق والأساليب الرقابية.

تحل الهيئة العامة للرقابة المالية محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشؤون التمويل العقاري، في تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم 10 لسنة 1981م، وقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادرة بالقانون رقم 93 لسنة 2000م وقانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001م، كما تحل محل تلك الهيئات فيما يختص به في أية قوانين وقرارات أخرى. وتعتبر الهيئة الجهة الإدارية المختصة في تطبيق أحكام قانون التأجير التمويلي الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1995م.²

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية

يضم الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية أقسام متنوعة ذات مهام عديدة، والموضحة في الشكل رقم (05).

¹ - عبد الناصر منصور، اقتصاد وبورصة، موقع بوابة الاهرام <http://gate.ahram.org.eg> تاريخ الاطلاع عليه 2020/08/15.

² - موقع الهيئة العامة للرقابة المالية www.fra.gov.eg تاريخ الاطلاع عليه 2020/07/02.

المطلب الرابع: جهود البورصة المصرية في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات

في ظل الأهمية المتزايدة لتطبيق الحوكمة في النشاط الاقتصادي لم تكتف البورصة المصرية بتشجيع الشركات المقيدة فقط على تطبيق الحوكمة من خلال تضمين قواعد القيد والإفصاح التزامات تعمل على تفعيل مبادئ الحوكمة ولكن اتجهت أيضا إلى التوسع في تطبيق الحوكمة على المستوى الداخلي للمؤسسة لإعطاء المثل والقوة للشركات المقيدة.

الفرع الأول: قواعد حوكمة الشركات الموضوعية من قبل الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية بمصر

استكمالاً للجهود التي تبذلها الهيئة العامة لسوق المال بالتنسيق مع الشركات العاملة مع سوق المال لوضع قواعد الحوكمة موضع التنفيذ، للتحقق من إحاطة وتفهم جميع الشركات وجميع الأطراف ذات العلاقة لكافة المبادئ والتفاصيل التي تمكنهم من التطبيق الأمثل والفعال لقواعد الحوكمة.

وضمامنا لالتزام الشركات بالأحكام القوانين المنظمة لسوق المال فقد صدر قرار رئيس الهيئة رقم (62) لعام 2007م والقرار (11) لعام 2007 بشأن تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وضرورة التزام هذه الشركة بها كأحد متطلبات استمرار الترخيص لمزاولة النشاط، وقد تمثلت هذه القواعد في الآتي:¹

1- مجلس إدارة الشركات:

تناولت القواعد الخاصة بمجلس إدارة الشركات ما يلي:

- تشكيل مجلس الإدارة وكيفية عمله مثل: تحديد النظام الأساس للشركة، عدد أعضاء مجلس الإدارة وعضويتهم، التشاور مع أعضاء مجلس الإدارة ونظام خاص لمتابعة القرارات الموضوعية من طرف المجلس.
 - اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه:
- يجب أن يحدد النظام الأساسي للشركة اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه بشكل واضح وتفصيلي.
- على أعضاء مجلس إدارة عند مباشرته لاختصاصاتهم مراعاة مصالح الشركة والمساهمين فيها، والالتزام بأحكام القانون وبالالتزامات الواردة بهذه القواعد.

¹ - القرار رقم (11) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

- مع عدم الإخلال باختصاصات رئيس مجلس الإدارة وعضو مجلس الإدارة المنتدب المقررة قانوناً، يجب أن يكون التكليف الصادر من مجلس إدارة الشركة، سواء لأحد أعضائه أو لغيرهم محدداً في موضوعه وفي المدة الزمنية لمدة سريانه، وأن يتضمن عرض نتائجه على أعضاء المجلس.

- لا يجوز لمجلس الإدارة تجاوز حدود الاختصاصات المنصوص عليها في النظام الأساسي للشركة. وفي جميع الحالات، لا يجوز للمجلس القيام بأية تصرفات تخرج عن نطاق الغرض الذي أنشأت من أجله.

• التزامات المجلس المرتبطة بالإفصاح والشفافية:

- يجب أن يتضمن تقرير مجلس الإدارة السنوي بنود الإفصاح المشار إليها في دليل تطبيق القواعد التنفيذية للحكومة الشركات بالإضافة إلى متطلبات القوانين المعمول بها.

- يكون مجلس الإدارة مسؤولاً عن صحة ودقة كافة البنود الواردة بتقرير مجلس الإدارة السنوي، ويجب إرفاق التقرير السنوي بالقوائم المالية وباقي مرفقاتها، وعلى أن يرسل للمساهمين قبل انعقاد الجمعية بوقت كاف.

- يكون مجلس الإدارة مسؤولاً عن موافاة الهيئة بتقرير مجلس الإدارة السنوي فور اعتماده وفي المواعيد المحددة لإرسال القوائم المالية.

• لجان المجلس واختصاصاتها ويتضمن لجنة المراجعة، لجنة إدارة المخاطر، لجنة التشريعات والمكافآت، بالإضافة إلى لجان خاصة.

2- الجمعيات العامة وحماية حقوق المساهمين: وقد أكدت القواعد على ضرورة ما يلي:¹

- الإفصاح وإتاحة المعلومات للمساهمين.

- سياسة توزيع الأرباح.

- التصويت في الجمعيات العامة وإتاحة المناقشات لكافة المساهمين.

3- تعارض المصالح وتعاملات الداخلين.

¹ - القرار رقم (11) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن القواعد التنفيذية لحكومة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

فيما يتعلق بتعارض المصالح فقد أوجبت قواعد الحوكمة ضرورة تجنب كل عمل ينشأ عنه تعارض مصالح بين الشركة وأعضاء مجلس إدارتها والعاملين بها، أما تعاملات الداخلين فقد حظرت عليهم استغلال أي معلومات داخلية غير منشورة أو متاحة لكافة أو تسريب معلومات داخلية للغير.

4- الالتزامات المرتبطة بالشفافية والإفصاح: وشملت ما يلي:

- الالتزامات العامة بالإفصاح.
- الالتزامات المرتبطة بالإفصاحات الخاصة بكل من الجمعيات العامة ومجالس الإدارة.
- الالتزامات المرتبطة بالإفصاحات الخاصة بأسهم الخزينة.
- الالتزامات المرتبطة بالإفصاحات الخاصة بتعاملات الداخلين.
- الالتزامات المرتبطة بالإفصاح عن القوائم المالية.

5- نظم الرقابة والمراجعة الداخلية:

أوجبت قواعد الحوكمة أن يتوافر لدى الشركات نظام متكامل للرقابة الداخلية، والتحقق من التزام الشركة والعاملين بها بتطبيق أحكام القوانين واللوائح السارية، ووضع قواعد للمساءلة داخل الشركة وحماية مواردها من سوء الاستخدام.¹

6- مراقب الحسابات:

أكدت قواعد الحوكمة على ضرورة تعيين مراقب حسابات الشركة من بين المقيدین بسجل الهيئة يحدد سنويا بحد أقصى 6 سنوات يتم تغييره بعد ذلك، مع وجوب استقلاليته عن الشركة وعن أعضاء مجلس إدارتها. وعلى مراقب الحسابات أن:

- يكون للشركة مراقب حسابات مستقل ويعين سنويا ويجدد له بحد أقصى 6 سنوات، على أن يراعي تغييره بعد ذلك.
- على مجلس الإدارة بناء على توصية لجنة المراجعة ترشيح مراقب الحسابات ممن تتوافر فيهم الكفاءة والسمعة والخبرة الكافيين. ويجب أن تكون خبرته وكفاءته وقدراته متناسبة مع حجم وطبيعة نشاط الشركة ومع

¹ - القرار رقم (11) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

من تتعامل معهم، ولا يجوز تعيين مراقب للحسابات إلا من المقيدين في سجل مراقبي الحسابات لدى الهيئة العامة لسوق المال.¹

الفرع الثاني: واقع الإفصاح والشفافية في البورصة المصرية.

تستمر إدارة البورصة المصرية في حرصها على تطوير وتحسين مناخ الشفافية والإفصاح بما يساعد على تحقيق أكبر قدر من الحماية لحقوق المستثمرين.

وفي هذا السياق فقد ارتفعت عند الإفصاحات المرسله من الشركات المقيدة إلى 9800 إفصاح خلال عام 2019م مقارنة بنحو 9423 إفصاح 2018م.

واستكمالاً لما بدأته البورصة المصرية في الأعوام السابقة من إعداد نظام للإفصاح الآلي (ODS) Online Disclosure System، فقد تم تنظيم ورشتي عمل من خلال العام لزيادة عدد الشركات المقيدة التي تستخدم هذا النظام، ولشرح فوائده في توصيل المعلومات وأخبار الشركات للمستثمرين في أسرع وقت ممكن وبكفاءة تواكب تسارع أسواق المال.

فقد ارتفعت الشركات التي تقوم باستخدام هذا النظام لتصل إلى 288 شركة منذ بداية 2019م بنسبة زيادة قدرها حوالي 3.6% وهو ما يمثل 100% من الشركات المقيدة والمتداولة مقارنة بعدد 220 شركة في نفس الفترة من 2018م.

على صعيد آخر، وصلت إدارة البورصة تشجيع الشركات على نشر إفصاحاتها باللغة الأجنبية بالإضافة إلى اللغة العربية، وذلك للتأكد من حصول المستثمرين غير المصريين على المعلومات في نفس توقيت حصول المستثمر المحلي عليها، وبما يساعد جذب المزيد الاستثمارات إلى السوق المصري، وقد ارتفع عدد الشركات التي تقوم بالإفصاح باللغتين العربية والإنجليزية إلى 57 شركة خلال عام 2019م مقارنة بنحو 5 شركة في عام 2018م و20 شركة في عام 2017م و15 شركة في عام 2016م استكمالاً لجهود إدارة البورصة في تعزيز جودة الإفصاحات لرفع مستويات الحماية للمستثمرين نجحت إدارة التحليل المالي والإفصاح المحاسبي التي دشنتها البورصة مطلع شهر أكتوبر 2017م في مراجعة القوائم المالية لنحو 950 قائمة مالية (قوائم مالية

¹ - القرار رقم (62) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن إصدار دليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية

ربع سنوية وسنوية) للشركات المقيدة بالبورصة، فيما أبدت ملاحظات بلغ إجمالي عددها 558 ملاحظة خلال عام 2019م.

وكانت إدارة البورصة قد استحدثت إدارة جديدة للتحليل المالي من منظور الإفصاح خلال شهر أكتوبر 2017م، تقوم بمراجعة دورية للقوائم المالية للشركات المقيدة ومخاطبة الشركات بإصدار افصاحات إذا لزم الأمر، لزيادة معدلات الإفصاح والشفافية لدى المتعاملين. وبالفعل بد عدد الملاحظات في الانخفاض التدريجي إثر متابعة الشركات.¹

¹ - التقرير السنوي لسنة 2019 الصادر عن البورصة المصرية.

المبحث الثالث: أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية خلال فترة 2017-2019 وانعكاس تطبيق الحوكمة على تطور أدائهما

يستند المحللين الاقتصاديين في تحليلهم لأداء هاته الأسواق بمجموعة من المؤشرات التي من خلالها يمكن إبراز أداء الأسواق المالية العربية، ولا شك أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية يساهم في تطور هذه المؤشرات وهو ما سنحاول إبرازه في هذا المبحث.

المطلب الأول: تطور أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2019.

يمكن إبراز تطور أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2019 كما يلي:

الجدول رقم (01): يمثل تطور أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2019.

عدد الشركات المدرجة في السوق	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية	نسبة التغير (%)	مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية		
68	1070.4	4.729	116.971	-2.3	4443.5	2017	الربع الأول
69	9082.1	2.443	127.931	4.3	4585.4	2018	
70	3080.0	3.244	140.908	3.2	5074.7	2019	
65	5056.9	2.917	116.186	-2.62	43.273	2017	الربع الثاني
69	4257.7	2.347	125.518	-0.6	4560.0	2018	
69	4526.2	4.203	141.547	-1.9	4980.0	2019	
68	5909.9	2.704	115.380	1.62	4397.4	2017	الربع الثالث
69	2796.4	2.243	134.20	8.23	4935.4	2018	
69	3949.2	3.101	143.689	1.6	5057.3	2019	
67	5162.1	2.698	124.529	0.02	4398.4	2017	الربع الرابع
70	3860.3	3.739	137.591	-0.41	4915.1	2018	
69	3955.4	4.840	144.607	0.4	5075.8	2019	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لأداء الاسواق المالية العربية لصندوق

النقد العربي، للسنوات 2017، 2018، 2019.

الفرع الأول: أداء السوق لعام 2017

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر سوق أبو ظبي عرف انخفاضا خلال عام 2017 حيث سجل في الربع الأول 4443.5 نقطة، ثم انخفض إلى 43.273 نقطة في الربع الثاني ليرتفع بعدها إلى 4397.4 نقطة من الربع الثالث و4398.4 نقطة في الربع الرابع.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد عرفت هي الأخرى انخفاضا خلال الربع الأول والثاني والثالث لتسجل 116.971 مليار دولار في الربع الأول و116.186 مليار دولار في الربع الثاني و115.380 مليار في الربع الثالث، وشهدت بعدها ارتفاعا في الربع الأخير لتصل إلى 124.529 مليار دولار.

وعلى صعيد نشاط التداول عرفت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضا مستمرا حيث بلغت في الربع الأول 4.729 مليار دولار ثم استمرت في الانخفاض لتصل إلى 2.698 مليار دولار، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة انخفضت في الربع الثاني مقارنة بالربع الأول حيث قدرت بـ 1070.4 مليار سهم في الربع الأول و5056.9 مليار سهم في الربع الثاني وارتفعت بعدها إلى 5909.9 مليار سهم في الربع الثالث لتعاود الانخفاض في الربع الأخير حيث قدر عددها 5162.1 مليار سهم.

في حين أن عدد الشركات المدرجة في السوق كان يقدر بـ 68 شركة في الربع الأول وانخفض إلى 65 شركة في الربع الثاني ثم ارتفع إلى 68 شركة في الربع الثالث وفي الربع الأخير قدر عددها بـ 67 شركة.

الفرع الثاني: أداء السوق لعام 2018

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر سوق أبو ظبي شهد ارتفاعا في الربع الأول لعام 2018 مقارنة بالربع الأخير لعام 2017، حيث سجل 4585.4 نقطة في الربع الأول ثم سجل 4560.0 نقطة في الربع الثاني ليرتفع بعدها إلى 4934.4 نقطة في الربع الثالث وأغلق عند نحو 4915.1 نقطة خلال الربع الأخير.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد شهدت ارتفاعا خلال عام 2018 مقارنة بعام 2017 إذ بلغت 127.931 مليار في الربع الأول واستمرت في الارتفاع لتسجل 137.591 مليار دولار في نهاية الربع الرابع.

وعلى صعيد نشاط التداول على عكس مؤشر السوق والقيمة السوقية عرفت كل من قيمة الأسهم المتداولة وعددها انخفاضا مقارنة بعام 2017، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الربع الأول 2.443 مليار دولار و2.347 مليار دولار في الربع الثاني و2.243 مليار دولار في الربع الثالث ثم ارتفعت إلى 3.739 مليار دولار في الربع الرابع، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة شهدت هي الأخرى انخفاضا حيث بلغ عددها 9082.1 مليار سهم في الربع الأول واستمر عددها في الانخفاض ليصل إلى 3860.3 مليار سهم في الربع الأخير.

في حين لم تدرج أي شركة في السوق خلال الربع الأول والثاني والثالث حيث كان عددها 69 شركة، لتدرج شركة جديدة في الربع الرابع فبلغ عددها 70 شركة.

الفرع الثالث: أداء السوق لعام 2019

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر السوق خلال عام 2019 ارتفع مقارنة بالعام 2018 حيث سجل في الربع الأول 5074.7 نقطة وفي الربع الثاني 4980.0 نقطة وفي الربع الثالث 5057.3 نقطة والربع الأخير 5075.80 نقطة.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية شهدت ارتفاعا مقارنة بالعام 2018 حيث بلغت 140.908 مليار دولار في الربع الأول لتستمر في الارتفاع حيث بلغت 144.607 مليار دولار في الربع الرابع

وعلى صعيد نشاط التداول عرفت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعا خلال الربع الأخير من عام 2019 مقارنة بالربع الأول والثاني والثالث حيث بلغت 3.244 مليار دولار في الربع الأول 4.203 مليار دولار في الربع الثاني و3.101 مليار دولار في الربع الثالث ليرتفع إلى 4.840 مليار دولار في الربع الرابع، وبالنسبة لعدد الأسهم فقد قدرت ب 308.0 مليار سهم في الربع الثاني وانخفضت بعدها لتبلغ 3949.2 مليار سهم في الربع الثالث و3955.4 مليار سهم في الربع الرابع.

في حين انخفض عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 69 شركة في الربع الثاني والثالث والرابع بعدما كان عددها 70 شركة في الربع الأول.

المطلب الثاني: تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2019.

يمكن إبراز تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2019 كما يلي:

الجدول رقم (02): تطور أداء سوق دبي المالي خلال الفترة 2017-2019

عدد الشركات المدرجة في السوق	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية	نسبة التغير (%)	مؤشر سوق دبي المالي		
62	34.859.34	13.130	106.817	-1.43	3480.4	2017	الربع الأول
67	13.303.54	5.564	105.507	-7.8	3108.5	2018	
67	7.901.68	3.08	305.292	4.15	2634.9	2019	
63	18.325.51	5.889	96.234	-2.54	3392.0	2017	الربع الثاني
67	10.904.91	4.305	101.066	-8.8	2834.4	2018	
67	9.665.45	3.474	353.163	0.90	2658.6	2019	
63	11.384.09	4.550	103.585	5.07	3564.0	2017	الربع الثالث
67	9.258.16	3.004	100.603	0.02	2835.0	2018	
67	9.623.39	3.581	99.555	4.6	2781.1	2019	
65	17.585.46	7.666	107.289	-5.44	3370.1	2017	الربع الرابع
67	11.141.82	3.225	93.470	-10.77	2529.8	2018	
67	11.101.96	3.701	101.970	-0.6	2764.9	2019	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لأداء سوق المالية العربية لصندوق النقد العربي، للسنوات 2017، 2018، 2019.

الفرع الأول: أداء السوق لعام 2017

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر سوق دبي المالي سجل انخفاضا قدر ب: 3370.1 نقطة نهاية الربع الرابع من سنة 2017 ليعكس بذلك التحسن الذي شهده هذا المؤشر خلال الرباعيات السابقة حيث قدر بـ 3480.4 نقطة في الربع الأول، ثم انخفض إلى 3392.0 نقطة في الربع الثاني ليشهد ارتفاعا في الربع الثالث قدر بـ 3564.0 نقطة.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد سجلت ارتفاعا خلال الربع الرابع لتصل إلى 107.289 مليار دولار في حين سجلت خلال الربع الأول والثاني والثالث ما قيمته 106.817 مليار دولار و96.234 مليار دولار و103.585 مليار دولار على التوالي.

وقد يرجع هذا التحسن في القيمة السوقية إلى إدراج أسهم شركتين في السوق وعلى صعيد نشاط التداول عرفت كل من قيمة الأسهم المتداولة وعددها ارتفاعا خلال الربع الرابع 2017 مقارنة بالربع الثاني والثالث.

حيث قدرة قيمة الأسهم المتداولة ب 7.666 مليار دولار خلال الربع الرابع في حين قدرت ب 5.889 مليار دولار في الربع الثاني و4.550 مليار دولار في الربع الثالث، في حين كانت مرتفعة خلال الربع الأول إذ قدرت ب 13.130 مليار دولار، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة قدر ب 34.859.34 مليار سهم خلال الربع الأول لينخفض إلى 18.325.51 مليار سهم خلال الربع الثاني، ليعاود الانخفاض خلال الربع الثاني قدر ب 11.384.09 مليار سهم، لكنه شهد ارتفاعا ملموسا ليصل إلى 17.585.46 مليار سهم خلال الربع الأخير.

وقد ازداد عدد الشركات المدرجة في السوق خلال العام 2017 ب 3 شركات ليصل مجموعها إلى 65 شركة.

الفرع الثاني: أداء السوق لعام 2018

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر سوق دبي المالي عرف تراجعا ملحوظا خلال سنة 2018، حيث سجل 3108.5 نقطة في الربع الأول، ليسجل انخفاضا بلغ 2834.4 نقطة خلال الربع الثاني والثالث على التوالي ويغلق عند نحو 2529.8 نقطة خلال الربع الأخير.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، شهدت هي الأخرى انخفاضا ملحوظا حيث بلغت 105.507 مليار دولار خلال الربع الأول يستمر في الانخفاض حيث سجلت ما قيمته 93.470 خلال الربع الأخير.

وعلى صعيد نشاط التداول عرفت كل من قيمة الأسهم المتداولة وعددها ارتفاعا خلال الربع الرابع 2018 مقارنة بالربع الثالث، حيث قدرة قيمة الأسهم.

الفرع الثالث: أداء السوق لعام 2019

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر سوق دبي المالي عرف ارتفاعا خلال سنة 2019، حيث سجل 2634.9 نقطة في الربع الأول، ثم ارتفع إلى 2658.6 نقطة خلال الربع الثاني ليرتفع إلى 2781.1 نقطة في الربع الثالث بينما سجل انخفاضا طفيفا في الربع الأخير إذ سجل 2.764.9 نقطة.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد سجلت انخفاضا حيث بلغت 350.292 مليار دولار في الربع الأول واستمرت في الانخفاض حيث لتغلق عند 101.970 مليار دولار عند نهاية عام 2019.

وعلى صعيد نشاط التداول عرفت كل من قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعا خلال عام 2019 حيث سجلت 3.08 مليار دولار في الربع الأول و3.474 مليار دولار في الربع الثاني ثم ارتفعت إلى 3.581 مليار دولار في الربع الثالث و3.701 مليار دولار في الربع الرابع، وبالنسبة لعدد الأسهم فقد شهد هو الآخر ارتفاعا خلال هذه السنة، حيث قدر عددها ب 7.901.68 مليار سهم في الربع الأول و9.665.45 مليار سهم في الربع الثاني وانخفض بنسبة قليلة في الربع الثالث حيث قدر ب 9.263.39 مليار سهم ليرتفع إلى 11.101.96 مليار سهم في الربع الرابع.

المتداولة ب 5.564 مليار دولار خلال الربع الأول و4.305 مليار دولار في الربع الثاني و3.004 مليار دولار في الربع الثالث، و3.225 مليار دولار في الربع الرابع، أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة قدر ب 13.303.54 مليار سهم خلال الربع الأول لينخفض عددها إلى 10.909.68 مليار سهم ثم إلى 9.665.45 مليار سهم خلال الربع الثاني والثالث على التوالي لكنه شهد ارتفاعا خلال الربع الرابع قدر ب 11.141.82 مليار سهم.

في حين لم تدرج أي شركة في السوق خلال عام 2018 ليبقى عددها 67 شركة.

المطلب الثالث: تطور أداء البورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019

يمكن إبراز تطور أداء البورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019 كما يلي:

الجدول رقم (03): يمثل تطور البورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019.

عدد الشركات المدرجة في السوق	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية	نسبة التغير (%)	مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية	السنة	الربع
225	21.581	5.739	37.288	5.26	12.995	2017	الربع الأول
256	19.682	6.070	55.327	16.2	17.450	2018	
252	15.552	4.405	46.691	13.06	14.738	2019	
225	16.048	3.801	38.176	3.09	13.396	2017	الربع الثاني
256	15.736	5.011	50.981	-6.3	16.349	2018	
252	6.977	2.856	44.246	-4.32	14.101	2019	
223	20.694	3.452	42.437	3.68	13.889	2017	الربع الثالث
256	11.348	3.924	44.859	-10.59	14.617	2018	
252	15.453	9.410	42.728	1.1	14.258	2019	
257	21.184	4.899	44.433	8.14	15.019	2017	الربع الرابع
256	13.356	4.252	41.791	-10.81	13.036	2018	
248	11.788	6.374	42.358	-2.1	13.962	2019	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لأداء الاسواق المالية العربية لصندوق

النقد العربي، للسنوات 2017، 2018، 2019.

الفرع الأول: أداء البورصة لعام 2017

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر البورصة عرف ارتفاعا خلال عام 2017 حيث سجل 12.995 نقطة في الربع الأول، و13.396 نقطة في الربع الثاني و13.889 نقطة في الربع الثالث ليرتفع إلى 15.019 نقطة في الربع الرابع.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد عرفت هي الأخرى ارتفاعا خلال هذا العام إذ بلغت 37.288 مليار دولار في الربع الأول واستمرت في الارتفاع لتصل إلى 44.433 مليار دولار في الربع الرابع.

وعلى صعيد نشاط التداول عرفت قيمة الأسهم المتداولة في الربع الأول 5.739 مليار دولار ثم انخفضت بعدها إلى 3.801 مليار دولار في الربع الثاني وإلى 3.452 مليار دولار في الربع الثالث لترتفع إلى 4.899 مليار دولار في الربع الرابع، أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض عددها هي الأخرى في الربع الثاني والثالث والربع مقارنة بالربع الأول، حيث بلغت 21.581 مليار سهم في الربع الأول وانخفضت إلى 16.048 مليار سهم لترتفع إلى 20.694 مليار سهم في الربع الثالث ثم إلى 21.184 مليار سهم في الربع الرابع.

في حين ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى 257 شركة في الربع الرابع من العام 2017 بينما كان عدد 225 شركة في الربع الأول من نفس السنة.

الفرع الثاني: أداء البورصة لعام 2018

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر البورصة شهد ارتفاعا في الربع الأول من عام 2018 مقارنة بالربع الأخير لعام 2017 لكنه استمر في الانخفاض خلال سنة 2018 حيث سجل 17.450 نقطة في الربع الأول ليصل إلى 13.036 نقطة في الربع الأخير من نفس السنة.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد عرفت هي الأخرى ارتفاعا خلال الربع الأول من سنة 2018 مقارنة بالربع الأخير من سنة 2017، لكنها استمرت في الانخفاض حيث بلغت 55.327 مليار دولار في الربع الأول لتصل إلى 41.791 مليار دولار في الربع الرابع.

وعلى صعيد نشاط التداول عرفت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الأول من عام 2018 مقارنة بالربع الأخير من عام 2017 إذ بلغت 60.070 مليار دولار في الربع الأول لكنها انخفضت في الربع الثاني والثالث لتبلغ 3.801 مليار دولار على التوالي لترتفع في الربع الأخير إلى 4.899 مليار، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد شهدت انخفاضا مستمرا خلال عام 2018 إضافة إلى انخفاضها لعام 2017 حيث بلغ عددها 19.682 مليار سهم في الربع الأول وانخفض إلى 15.736 مليار سهم في الربع الثاني ثم إلى 11.348 مليار سهم في الربع الثالث ليرتفع إلى 13.356 مليار سهم في الربع الرابع.

في حين لم تدرج أي شركة جديدة في البورصة خلال عام 2018.

الفرع الثالث. أداء البورصة لعام 2019

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر البورصة شهد انخفاضا خلال العام 2019 حيث سجل 14.738 نقطة في الربع الأول ليستمر في الانخفاض حيث سجل 13.962 نقطة في الربع الأخير.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد شهدت هي الأخرى انخفاضا مستمرا خلال 2019 حيث بلغت 46.691 مليار دولار في الربع الأول، وانخفضت إلى 42.358 مليار دولار في الربع الرابع.

وعلى صعيد نشاط التداول فقد شهدت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضا خلال في الربع الأول والثاني حيث بلغت 4.405 مليار دولار في الربع الأول و 2.856 مليار دولار في الربع الثاني لترتفع إلى 9.410 مليار دولار في الربع الثالث ثم انخفضت إلى 6.374 مليار دولار في الربع الرابع، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد عرفت ارتفاعا خلال الربع الأول من عام 2019 مقارنة بالربع الأخير من عام 2018 حيث بلغ عددها 15.552 مليار سهم في الربع الأول ثم نخفض إلى 6.977 مليار سهم في الربع الثاني لتعاود الارتفاع إلى 15.453 مليار سهم في الربع الثالث بينما انخفضت إلى 11.788 مليار سهم في الربع الرابع.

في حين تراجع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 248 شركة خلال الربع الرابع بينما كان عددها 252 في كل من الربع الأول والثاني والثالث.

المطلب الرابع: انعكاسات تطبيق مبادئ الحوكمة على أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والبورصة المصرية خلال الفترة 2017-2019

ساهم تطبيق مبادئ الحوكمة الشركات في رفع أداء الأسواق سواء من حيث مؤشر السوق أو حجم التداول أو عدد الصفقات المنجزة، فعلى سبيل المثال عرف سوق أبوظبي للأوراق المالية نموا خلال السنوات الثلاثة (محل الدراسة) فبالنسبة للقيمة السوقية شهدت ارتفاعا ملحوظا إذ بلغت 124.529 مليار دولار نهاية العام 2017 لترتفع نهاية العام 2018 إلى 137.591 مليار دولار كما سجلت ارتفاعا نهاية عام 2019 بلغ 144.607 مليار دولار، كما شهد مؤشر السوق تطورا ملحوظا في هذه الفترة، وكلها دلائل على نجاح سوق أبوظبي للأوراق المالية في تحقيق الكفاءة وزيادة فاعلية السوق.

فيمكن القول أن تطبيق مبادئ الحوكمة الشركات لتعزيز الإفصاح والشفافية في المعلومات ساهم بشكل كبير في تحسين مستوى كفاءة سوق الإمارات للأوراق المالية وهو ما انعكس على زيادة نشاطها وتحسن أدائها نتيجة زيادة ثقة المتعاملين في السوق حول المعلومات المتداولة ومدى صدقها مما يسهل عملية اتخاذ القرار.

إن التشريعات الصادرة عن الهيئات المشرفة على هذه الأسواق ساهمت بشكل كبير في تعزيز الإفصاح والشفافية في المعلومات مما يؤدي إلى زيادة الثقة المستثمرين القداماء وجذب مستثمرين جدد، لكن في البورصة المصرية جعلت التشريعات الصادرة عن الهيئة العامة للأوراق المالية بشأن تطبيق قواعد القيد والإفصاح العديد من الشركات تنسحب من البورصة لعدم قدرتها على التماشي مع متطلبات قواعد الإفصاح والشفافية، فبعد أن كان عددها يقدر ب 257 شركة نهاية العام 2017 انخفض إلى 256 شركة نهاية 2018 ليقدر عددها نهاية 2019 ب 248 شركة، ويعود ذلك إلى عدم التزام الشركات المقيدة بقواعد القيد والإفصاح.

إذن فالالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح يؤدي إلى تعزيز الثقة في القوائم المالية المنشورة بالنسبة للشركات والمؤسسات المدرجة في السوق المالي وجذب المستثمرين مما يساعد في تنشيط كفاء السوق.

خلاصة الفصل

من خلال ما جاء في هذا الفصل يتضح لنا ان كل من الامارات ومصر قد سعتا الى الاهتمام بحوكمة الشركات وذلك من خلال قيام كل من هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات والهيئة العامة للرقابة المالية بمصر بإصدار القواعد والتشريعات الخاصة بحوكمة الشركات وفرض تطبيقها في أسواقها المالية، ومن خلال دراسة تطورات أداء السوقيين خلال الفترة 2017-2019 يتضح لنا انه يمكن لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ان يساعد على رفع كفاءة الأسواق المالية فكل مبدأ يساهم بجزء ويعد مبدا الإفصاح والشفافية المبدأ الأهم لكونه يضيفي على المعلومات نوع من المصداقية وهو ما يدعم ثقة المستثمرين في السوق وجذب مستثمرين آخرين ويؤدي ذلك الى وصول المعلومات بسرعة وشفافية الى السوق لتنعكس هذه المعلومات في أسعار الأوراق المالية.

الخاتمة العامة

خاتمة

تعتبر حوكمة الشركات إحدى المتطلبات الجديدة للنهوض بالاقتصاد من خلال الانعكاس الايجابي لتطبيق مبادئها القائمة على الإفصاح والشفافية من قبل الشركات المدرجة في أسواق المال، خاصة وأن هذه الأخيرة تعد مصدرا هاما للتمويل وتقديم المعلومات المتعلقة بتلك الشركات.

لذلك سعت الدول الناشئة عامة والعربية خاصة إلى تطبيق آلية حوكمة الشركات في أسواقها المالية لكي تكون فعالة وأن تواكب الأسواق المالية العالمية المتطورة كون أن الحوكمة الجيدة أداة ضرورية لتحسين أداء الشركات وتطوير الأسواق وذلك لأنها تعمل على زيادة الثقة بين المستثمرين، وهذا ما يعد إجابة عن الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في:

هل يوجد دور لحوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية في الدول العربية؟

اختبار الفرضيات:

الفرضية الرئيسية: نعم يوجد دور لحوكمة الشركات في تفعيل الاسواق المالية في الدول العربية وهذه الفرضية صحيحة حيث وجدنا من خلال الدراسة لها دور كبير واضح في رفع كفاءة هذه الاسواق وزيادة فاعليتها.

الفرضية الاولى: لقد سعت كل من دولتي الامارات ومصر الى تطبيق حوكمة الشركات في اسواقها المالية حيث قامت الهيئة المشرفة على سوق الامارات للأوراق المالية والبورصة المصرية بوضع واصدار القوانين والتشريعات والقرارات اللازمة والمتعلقة بضوابط حوكمة الشركات بشأن التطبيق الجيد لهذه الاخيرة.

الفرضية الثانية: أثر تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تفعيل أداء سوق الامارات للأوراق المالية والبورصة المصرية، حيث ساهم في رفع اداء سوق الامارات للأوراق المالية سواء من حيث مؤشر السوق والقيمة السوقية او حجم التداول وخاصة في عام 2019، كما أن تدعيم نظام الحوكمة في البورصة المصرية سمح بالرفع من القيمة السوقية ومعدلات التداول والتي عرفت انتعاشا ملحوظا سنة 2017.

نتائج الدراسة:

- ان تطبيق مفهوم حوكمة الشركات في البيئة الاقتصادية العربية أصبح مطلباً ضرورياً للنهوض أسواقها المالية.
- ان التطبيق الجيد لآليات الحوكمة في الاقتصاديات الناشئة عامة والعربية خاصة من شأنه أن يسهم في تحسين أداء أسواقها المالية ورفع مستوى كفاءتها من خلال تحقيق الشفافية والعدالة وإيجاز مساءلة ادارة الشركات مما يوفر الحماية اللازمة للمساهمين وحملة الوثائق ما يساعد على جلب الاستثمارات المحلية والاجنبية وتويعها وزيادة انتعاش الاقتصاد.
- ساهم تطبيق مبادئ حوكمة الشركات لتعزيز الافصاح والشفافية في المعلومات بشكل كبير في تحسين مستوى كفاءة سوق الامارات للأوراق المالية مما انعكس زيادة على نشاطها نتيجة زيادة ثقة المتعاملين في السوق.
- ان عدم التزام الشركات بقواعد الافصاح والشفافية يؤدي الى خروجها من السوق المالي وهذا ما حدث في البورصة المصرية في السنوات الاخيرة لذا فالالتزام بمبدأ الافصاح والشفافية يعزز ثقة المتعاملين في السوق يجلب متعاملين جدد وهو ما يعكس ايجابية تطبيق هذا المبدأ.
- نجاح هيئة الأوراق المالية والسلع في الامارات والهيئة العامة للرقابة المالية بمصر الى حد ما في بلوغ أهدافها وفرض مبادئ حوكمة الشركات على الشركات المدرجة في أسواقها.

التوصيات:

- انطلاقاً من النتائج المتوصل اليها، ونظراً لطبيعة سوق الأوراق المالية في بعض الدول العربية سنقترح التوصيات الآتية:
- ضرورة التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وذلك نظراً لما تحققه من فوائد عديدة للشركات منها تحقيق الشفافية وإضفاء الثقة والمصداقية على مختلف المعلومات المالية المفصح عنها.
 - الاهتمام بتكوين لجنة او هيئة داخل السوق الناشئة لمتابعة تطبيق حوكمة الشركات على الشركات المدرجة فيها.
 - الاهتمام بتدعيم الاستقلالية للمراجع الداخلي والخارجي وذلك عن طريق تعيين لجان مراجعة بواسطة الجمعية العمومية مباشرة حتى يتسنى لها ممارسة دورا رقابيا على

مجلس الإدارة وتقليل ضغط الإدارة على المراجعين يساهم بشكل فعال في رفع كفاءة الأسواق الناشئة.

- الاهتمام بإعداد لائحة لحوكمة الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية تتوافق مع المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وجعلها الزامية التطبيق من خلال تفعيل الدور الرقابي للهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية في أداء مهمة التحقق من التزام الشركات المدرجة بالبورصة بهذه اللائحة.

- الاهتمام بترقية نظام الإفصاح من خلال انشاء مؤسسات متخصصة في نشر وتحليل المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة، وإجبار هذه الأخيرة على القيام بنشر قوائمها المالية وأية معلومات أخرى تؤثر على نشاطها بصفة دورية في الصحف والمجلات مع انشاء موقع الكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من الاطلاع عليها.

آفاق الدراسة:

في ظل الدراسة المقدمة وجدنا العديد من التساؤلات نأمل في البحث فيها:

- هل تصلح مبادئ حوكمة الشركات لجميع الاسواق الناشئة وغير الناشئة؟
- ما هو سر نجاح الأسواق المالية قبل ظهور مفهوم حوكمة الشركات؟
- هل يمكن تحسين مبادئ حوكمة الشركات؟
- هل يقتصر مفهوم الحوكمة على الشركات والأسواق المالية فقط؟

قائمة المراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: الكتب

1. أحمد حلمي جمعة، التدقيق الداخلي والحكومي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011
2. أحمد علي خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
3. حاكم محسن ومحمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2011.
4. حسام الدين غضبان، محاضرات في نظرية الحوكمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن- عمان، 2015.
5. حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2016.
6. عبد الله جوهر، الإدارة في الشركات والمؤسسات (القيادة-التسويق-العمل المؤسسي-تخطيط وإدارة القوة العاملة-الحوكمة)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2014.
7. عطا الله أحمد سويلم الحسينان، الرقابة الداخلية والتدقيق في بيئة تكنولوجيا المعلومات، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
8. علاء فرحان طالب وإيمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
9. غسان فلاح المطارنة، تدقيق الحسابات المعاصر، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2009.
10. محمد التهامي ومسعود صديقي، المراجعة وتدقيق الحسابات الإطار النظري والممارسة التطبيقية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون-الجزائر، 2006.
11. محمود حسن الوادي، محمود جلال أحمد وآخرون، قضايا اقتصادية معاصرة في مطلع القرن الحادي والعشرون: التحديات، الفرص، الآفاق، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2009.
12. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
13. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية (قضايا نقدية ومالية)، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، بيروت، 2003 .

ثانياً: المذكرات والأطروحات

1. حسينة مرزاق، الحوكمة وأثرها على مستوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، دراسة حالة بنك الجزائر الخارجي - وكالة أم البواقي، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم

- التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، جامعة أم البواقي 2014-2015.
2. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
3. عبد الناصر عاشوري، دور التدقيق الخارجي في تدعيم الممارسة الجيدة لحوكمة الشركات في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة سطيف1، 2016.
4. علي بو عبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.
5. قمره ديلمي، دور حوكمة الشركات في إرساء مبدأ الشفافية والإفصاح، دراسة حالة ملبنة الحضنة المسيلة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، 2017-2018.
6. مونية سلطان، علي بو عبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.

ثالثا: المجلات والملتقيات

1. أحمد بوراس ومحمد بوطلاعة، مساهمة النظام المحاسبي المالي في تعزيز مبادئ حوكمة الشركات من وجهة نظر ممارسي مهنة المحاسبة في الشرق الجزائري، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي-الجزائر، جوان 2015.
2. بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، جامعة سعد دحلب البليدة، يومي 18 و19 ماي 2011.
3. بشرى عبد الوهاب محمد حسن، دليل مقترح لتفعيل حوكمة الشركات وآلياتها، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني والعشرون، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، 2015.
4. جمال الدين سحنون، الإفصاح والشفافية كأحد ركائز الحوكمة في الأسواق المالية الناشئة بالإشارة إلى السوق المالي المصري، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة-الجزائر، 2018.
5. حسام الدين غضبان، دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة التنظيم والعمل، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، 2012.
6. حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، فيفري 2004.

7. زين الدين بروش وجابر دهيمي، دور آليات الحوكمة في الحد من الفساد المالي والإداري، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة فرحات عباس سطيف، 06-07 ماي 2012.
8. ساعد مرابط وبلميهورب اسماء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الاسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
9. سيد عبد الرحمان عباس بله، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الابداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثاني عشر، المملكة العربية السعودية-الرياض، 2012.
10. عبد الجليل بوداح وإيمان خياري، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة: بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، العدد الثالث، جامعة قسنطينة 2، 2016.
11. كمال يوسف وعروسي سميرة، أثر تراجع أسعار النفط على الأسواق المالية الناشئة (2010-2016)، مجلة الحقيقة، العدد الثالث، جامعة محمد بوضياف المسيلة، جامعة الجزائر 03، سبتمبر 2018.
12. نصيرة مسيب، الأسواق الناشئة ومكانتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012-2016، مجلة دفاتر بوادكس، العدد السابع، جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم، مارس 2007.

رابعاً: القوانين والتشريعات

1. القرار رقم (11) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.
2. القرار رقم (3) لسنة 2000، الصادر عن هيئة المالية والسلع بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.
3. القرار رقم (3) لسنة 2020، الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن اعتماد دليل حوكمة الشركات المساهمة العامة.
4. القرار رقم (62) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن إصدار دليل تطبيق القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

خامساً: التقارير والنشرات

1. التقرير السنوي 2016 والتقرير السنوي 2019 الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع.
2. التقرير السنوي 2019 الصادر عن البورصة المصرية.
3. النشرات الفصلية لأداء الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، للفترة بين 2017-2019.

سادساً: المواقع الالكترونية

1. منتديات ستار تايمز، www.startimes.com

2. موقع البورصة المصرية، www.egx.com.eg
3. موقع الهيئة العامة للرقابة المالية، www.fra.gov.eg
4. موقع بوابة الازهرام <http://gate.ahram.org.eg>
5. موقع سوق أبو ظبي للأوراق المالية، www.adx.ae
6. موقع سوق دبي المالي، www.dfm.ae
7. موقع هيئة الأوراق المالية والسلع، www.sca.gov.ae