

دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية

ط.د. العماري الطاهر¹، د. زروقي ابراهيم²

¹ مخبر إتمام، جامعة د. مولاي الطاهر - سعيدة، الجزائر، taharlamari@gmail.com

² مخبر إتمام، جامعة د. مولاي الطاهر - سعيدة، الجزائر، zerrouki02@yahoo.fr

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات من خلال آلياتها في تحسين كفاءة الأسواق المالية، حيث تتمثل أهم تلك الآليات في الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة ولجان المراجعة بالإضافة إلى المراجعة الداخلية والخارجية، وقد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها أن تفعيل آليات الحوكمة بشكل متكامل سيسمح في زيادة الإفصاح والشفافية، وبالتالي إنتاج معلومات مالية ذات فائدة لمختلف الأطراف ذات العلاقة بالشركة، بما يعكس ثقة ذوي المصالح ويزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية.

كلمات مفتاحية: حوكمة الشركات. آليات الحوكمة. كفاءة سوق الأوراق المالية.

Abstract:

The aim of this study is to highlight the role "Corporations Governance" could play (through its mechanisms) to improving the efficiency of the financial markets. These mechanisms consist principally in the strict application of the standards of accountancy and audit, audit committees and interior / exterior audit.

The study drew a number of conclusions; one of the most important is the operationalization (in an integrated manner) of the mechanisms of the Governance, which would allow an increase in statement and transparency, therefore producing financial data which will be useful for the different parts in relation with the company and reflect the trust of stakeholders and increase the efficiency of stock exchange.

Keywords: Corporations Governance, mechanisms of the Governance, efficiency of the financial markets.

مقدمة:

يعتبر تطوير سوق المال من المرتكزات الأساسية في إطار تعزيز الجهود المبذولة للإصلاح الاقتصادي والانتقال نحو آليات السوق من أجل تعبئة وتخصيص الموارد، وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي، وذلك نظرا للدور الحيوي الذي تلعبه هذه السوق في حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها إلى المشاريع الإنتاجية الأكثر كفاءة وربحية، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا بوجود سوق للأوراق المالية تتميز بكفاءة عالية تساهم في إحداث أدوات مالية تستقطب فوائض الأفراد والمؤسسات، وتوفر السيولة، وتشجع إدارات المؤسسات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل، كل ذلك أعطى أولوية الاهتمام بأسواق الأوراق المالية منذ نهاية القرن الماضي من أجل إعادة تأهيل الاقتصاد وجعله يواكب التطورات على جميع المستويات.

كما تحتل حوكمة المؤسسات أهمية كبيرة وبالغة من منظور المؤسسة الحديثة نظرا لمعالجتها للعديد من المشاكل العويصة المتعلقة بالتسيير والملكية وارتباطها الكبير بتحديد استراتيجية المؤسسة التنموية، فالسوق المالي يحتاج مجموعة من الآليات للوصول إلى أداء جيد فلقد أرست الحوكمة مجموعة القواعد لتفعيل أداء المؤسسة وزيادة مقومات النجاح لتحقيق القدرة على النمو والتوسع والاستمرار، فصارت تشير إلى مجموعة الآليات التي تؤثر على عملية اتخاذ القرارات بواسطة المديرين، عندما يكون هناك انفصال بين الملكية والإدارة، وتعنى بوضع التطبيقات والممارسات السليمة للقائمين على إدارة المؤسسة وتنظيمها بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم والسندات، والعاملين بالمؤسسة وأصحاب المصالح وغيرهم، وذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم وباستخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة من خلال ضمان التزام المؤسسات المقيدة في السوق بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بها وبكل شفافية ووضوح.

وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل التالي: كيف تساهم حوكمة الشركات في

تحسين كفاءة السوق المالي؟**أهداف الدراسة:**

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- معرفة ماهية حوكمة الشركات.

- التعرف على كفاءة الأسواق المالية.
- التطرق إلى كيفية تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق مفهوم الحوكمة ومبادئها.

1. الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

أصبح لحوكمة الشركات أهمية كبيرة على المستوى المحلي والعالمي، فقد تزايد اهتمام العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة بهذا الموضوع نتيجة لحالات الفشل والإفلاس المالي لكثير من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية وانحيار الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا، فهذه الأحداث جعلت الخبراء من أكاديميين وممارسين يواجهون جهودهم نحو دراسة مختلف جوانب حوكمة الشركات بما يضمن تحقيق المصلحة العامة للأفراد والشركات واقتصاديات الدول.

1.1 نشأة مفهوم حوكمة الشركات

نشأ مفهوم حوكمة المؤسسات بعد ظهور نظرية الوكالة وما تتضمنه من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين وأصحاب المصالح بصفة عامة، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين الأطراف في المؤسسات، ففي عام 1976 قام كل من (Jenson et Meckling) بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة، إما في عام 1987 قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) بتشكيل لجنة حماية التنظيمات الإدارية المعروفة باسم "لجنة تريديواي (Treadway Commission)"، والتي أصدرت تقريرها المتضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم الرقابة الداخلية وتقوية مهمة المراجعة الخارجية أمام مجالس إدارة المؤسسات.¹

لقد كانت البداية الحقيقية للاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات حينما أصدرت لجنة الأبعاد المالية لحوكمة الشركات (Cadbury) في ديسمبر 1992 تقريرها والمشكل من قبل مجلسي التقارير المالية وسوق لندن للأوراق المالية لحوكمة الشركات (The Financial Aspects Of Corporate Governance)²، ولقد أخذت حوكمة الشركات بعداً آخر بعد حدوث الأزمات المالية وإفلاسها والفضائح المالية في كبريات المؤسسات الأمريكية في نهاية عام 2001، وعلى المستوى

الدولي يعتبر التقرير الصادر عن المنظمة للتنمية والتعاون الاقتصادي (OCDE ، 1999) بعنوان : "مبادئ حوكمة الشركات " وهو أول اعتراف دولي رسمي بذلك المفهوم .³

تعتبر العناصر التالية من دوافع حوكمة الشركات والتي نلخصها فيما يلي :⁴

- 11- الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة على الأداء.
- 12- إيجاد الهيكل الذي يحدد من خلال أهداف الشركة ووسائل تحقيقها.
- 13- المساعدة على رفع درجة الثقة مع تحقيق المزيد من الاستقرار المالي.
- 14- ضمان الحصول على المعاملة عادلة لجميع المساهمين.
- 15- تمكين الشركة من الحصول على التمويل من جانب عدد أكبر من المستثمرين المحليين.
- 16- إمكانية مشاركة الدائنين والمقرضين والاطلاع بدور المراقبين الخارجيين بالنسبة لأداء الشركة.
- 17- تحسين الكفاءة الاقتصادية.
- 18- تعزيز المساءلة وتقويم أداء الإدارة العليا.⁵

2.1 تعريف حوكمة الشركات

لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين والمحليين لمفهوم حوكمة الشركات " Corporate Governance " ويرجع ذلك الى تداخله في العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية للشركات وهو الأمر الذي يؤثر على المجتمع والاقتصاد ككل، وفيما يلي مجموعة من التعاريف المتعلقة بهذا المفهوم.

- " هي قدرة الحوكمة على عملية الإدارة العامة بكفاءة وفاعلية وبحيث تكون خاضعة للمساءلة ومفتوحة لمشاركة المواطنين، وتدعم من النظام الديمقراطي للحكومة "⁶.

- عرفت مؤساسة التمويل الدولية (IFC) على أنها "النظام الذي يتم من خلاله إدارة المؤسسات والتحكم في أعمالها".⁷

- وعرفها معهد المدققين الداخليين (IIA) على أنها "عمليات تتم من خلالها إجراءات تستخدم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف المخاطر وإدارتها بواسطة الإدارة، ومراقبة مخاطر

المؤسسة، والتأكيد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر مما يؤدي إلى مساهمة مباشرة في انجاز الأهداف وحفظ قيم المؤسسة".⁸

- أيضا عرفها (Wolfensoln) على أنها "النظام الذي يدور حول تحقيق العدالة والشفافية ومحاسبة المسؤولية".⁹

- كذلك عرفها "(Marois et Bompont)" على أنها "العلاقات الموجودة بين مجلس الإدارة وإدارة المؤسسة والمسيرين".¹⁰

- " هي أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة، وبمعنى آخر فإن الحكومة تعني النظام، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسات على المدى البعيد وتحديد المسؤول والمسؤولية".¹¹

وباختصار يمكننا القول أن مفهوم حوكمة الشركات بأنها الإدارة الرشيدة القائمة على النزاهة والشفافية والمساءلة والمحاسبية ومكافحة الفساد وتحقيق العدالة دون تمييز القانون على الجميع مع توفير رقابة فاعلة داخلية وخارجية، ويتضمن العديد من العناصر والمبادئ والإجراءات التي تعمل معا على توزيع الحقوق والمسؤوليات بين الأطراف المختلفة المشاركة في المنظمة، ووضع القواعد والإجراءات المتعلقة بشؤون المنظمة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم وحملة السندات والعاملين بالشركة وأصحاب المصالح وغيرهم.¹²

3.1 خصائص الحوكمة:

الحوكمة هي النظام الذي من خلاله يتم توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية أو هي نظام بمقتضاه تدار الوحدات وتراقب كل حقوق المواطنين وأصحاب المصالح ومسؤوليات مجالس الإدارات بهدف حماية المصالح وترتكز الحوكمة على الخصائص التالية:¹³

1- السلوك الأخلاقي أي ضمان الالتزام السلوكي من الالتزام بالأخلاقيات وقواعد السلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالوحدة والشفافية عند عرض المعلومات المالية.

2- تفعيل دور أصحاب المصالح من مواطنين ومساهمين للأشراف والرقابة على الأعمال.

3- إدارة المخاطر وذلك بالتركيز على النقاط التالية:

- الانضباط: اي اتباع السلوك الاخلاقي المناسب والصحيح.
- الشفافية: اي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.
- الاستقلالية: اي لا توجد تأثيرات وضغوطات غير لازمة للعمل.
- المساءلة: اي امكانية تقييم وتقدير اعمال مجلس الادارة والادارة التنفيذية.
- المسؤولية: اي وجود مسؤولية امام جميع الاطراف ذوي المصلحة في المنشأة.
- العدالة: اي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات اصحاب المصلحة في المنشأة.
- المسؤولية الاجتماعية: اي النظر الى الشركة كمواطن جيد.

4.1 مبادئ حوكمة المؤسسات:

المقصود بمبادئ حوكمة المؤسسات القواعد والنظم والاجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري المؤسسة والمساهمين فيها واصحاب المصالح الاخرى المرتبطة بها، وهناك خمس مبادئ اساسية لترسيخ قواعد الحوكمة وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية زائد المبدأ السادس والذي وضعه بعد مراجعة هذه المبادئ سنة 2004 تتعلق ب¹⁴:

1. **حقوق المساهمين:** يتضمن هذا المبدأ مجموعة من الحقوق التي تضمن الملكية الامنة للأسهم، والافصاح التام عن المعلومات، وحقوق التصويت، والمشاركة في القرارات بيع او تعديل اصول المؤسسة بما في ذلك عمليات الاندماج واصدار أسهم جديدة.
2. **المعاملة المتكافئة للمساهمين:** يجب أن يكفل إطار حوكمة المؤسسات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين، ومن بينهم صغار المساهمين والأجانب منهم، كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم.
3. **دور أصحاب المصالح في حوكمة المؤسسات:** يجب أن ينطوي إطار حوكمة المؤسسات على الاعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يوضحها القانون، وان يعمل أيضا على تشجيع الاتصال بين المؤسسات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة.

4. الإفصاح والشفافية: ينبغي أن يكفل إطار حوكمة المؤسسات تحقيق الإفصاح الدقيق، وفي الوقت الملائم بشأن كافة المسائل المتصلة بتأسيس المؤسسة، ومن بينها الوضعية المالية والأداء والملكية وأسلوب ممارسة السلطة.

5. مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب أن يتيح إطار حوكمة المؤسسات الخطوط الإرشادية الاستراتيجية لتوجيه المؤسسات كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن تتم مساءلة مجلس الإدارة من قبل المؤسسة والمساهمين.

6. ضمان الأساس اللازم لتفعيل إطار حوكمة المؤسسات: حيث ينص هذا المبدأ على ضرورة توفير الأسس اللازمة لتفعيل إطار حوكمة المؤسسات من أجل رفع مستوى الشفافية وأن يتوافق هيكل الحوكمة مع الإطار القانوني ويحدد بدقة مسؤوليات الهيئات المختلفة المسؤولة عن الإشراف والرقابة¹⁵ والشكل المالي يوضح مجموعة من المبادئ التي أصدرت من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) كما يلي:

الشكل (1): مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE)

مسؤوليات مجلس الإدارة	الإفصاح والشفافية	دور أصحاب المصالح	المعاملة المتساوية للمساهمين	حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لحقوق الملكية	ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة المؤسسات
--------------------------	----------------------	----------------------	------------------------------------	--	--

المصدر: محمد شريف الأمين، مرجع سابق، ص 28.

5.1 أهمية وأهداف حوكمة المؤسسات:

أ. أهمية الحوكمة:

مما لا شك فيه أن الحوكمة أصبحت تحتل أهمية كبيرة على المستوى العالمي الآن، في ظل ما يشهده العالم اليوم من التحول إلى النظام الاقتصادي الرأسمالي وقد ظهرت الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود الأخيرة الماضية خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية في عقد التسعين من القرن العشرين¹⁶. ويعد أسلوب حوكمة الشركات

وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات تحمي أموال المستثمرين والمقرضين، كما يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، وسنظهر ذلك من خلال إيضاح الأهمية والأهداف التي تصبو الحوكمة إلى تحقيقها.

- ✓ تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري الذي تواجهه الدول.
- ✓ رفع مستوى الأداء وما ترتب عليه من دفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي للدول.
- ✓ جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات الوطنية.

- ✓ زيادة القدرة التنافسية العالمية وفتح أسواق جديدة لها¹⁷.
- ✓ الشفافية والدقة والوضوح في المؤسسات وما يترتب عن ذلك من زيادة الثقة¹⁸.
- ✓ زيادة فرص العمل لأفراد المجتمع¹⁹.
- ✓ محاربة الفساد الداخلي في المؤسسات وعدم السماح بوجوده والقضاء عليه²⁰.
- ✓ تحسين وتطوير إدارة المؤسسات ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على بناء استراتيجية سليمة وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو السيطرة بناء على أسس سليمة بما يؤدي إلى رفع كفاءة الأداء²¹.

- ✓ تقليل الأخطاء إلى أدنى قدر ممكن باستخدام النظم الرقابية التي تمنع حدوث مثل الأخطاء²².
 - ✓ تحقيق الاستقرار للقطاعات على المستوى المحلي والدولي.
- ب. أهداف الحوكمة: تهدف قواعد وضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية والعدالة ومنح حق مساءلة إدارة المؤسسة ومن هنا يمكن بيان أهم الأهداف التي تسعى الحوكمة إلى تحقيقها فيما يلي:

- ✓ التزام المؤسسة بقواعد وإجراءات العمل وفقا لمجال كل منها.
- ✓ تعظيم دور المؤسسة ومساهمتها في عملية التنمية وقدرتها على خلق الثروة للمجتمع وخلق فرص التوظيف.
- ✓ تحسين العلاقات بين المؤسسة وكافة الأطراف ذات المصالح المرتبطة بالمؤسسة من مديريين وموظفين والمجتمع المحيط بها²³.
- ✓ تعظيم مستويات أداء المؤسسات.

- ✓ تقليل المخاطر إلى حد أدنى.
- ✓ وضع الأنظمة الكفيلة بتجنب أو تقليل الغش وتضارب المصالح والتصرفات الغير مقبولة على إدارة المؤسسة بالشكل الذي يفيد بتحسين المهارات القيادية.
- ✓ وضع قواعد والإجراءات المتعلقة بسير العمل داخل المؤسسة والتي تضمن تحقيق أهداف الحوكمة²⁴.
- ✓ العدالة والشفافية وحق المساءلة بما يسمح لكل ذي مصلحة من المراجعة الإدارة.
- ✓ مراعاة مصالح المجتمع والعاملين.
- ✓ تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها²⁵.

2. الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية:

1.2 مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن تعريفها على أنها السوق التي تحقق التخصيص الأمثل للموارد ويتطلب ذلك توافر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل²⁶

فهي السوق التي تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.²⁷ كما يمكننا القول بأنها تلك السوق الذي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.²⁸

وبتعريف آخر هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات)، حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (الطلب والعرض) بهذه الأسعار.²⁹

- وبهذا يمكننا أن نعرف السوق المالي الكفاء على أنه:

هو السوق الذي يتصف برشاده في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتكون فيه مختلف المعلومات صحيحة ومتاحة للجميع في نفس الوقت والذي يتوفر على منافسة تامة وهي تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة.

- بالمعنى العام نقول عن السوق المالي بأنه كفاء إذا حقق الأهداف الآتية بصفة مرضية

وهي:³⁰

- توزيع أمثل للموارد.

-تقييم عادل للمعلومات.

-الخدمات مقدمة بأقل تكلفة ممكنة.

فهي تهدف إلى التوزيع الفاعل لرؤوس الأموال بين المقرضين (المدخرين) والمقترضين (المستثمرين).³¹ فالتوزيع الأمثل للموارد يتم من خلال تحقيق كفاءة تشغيلية عالية للسوق المالي يتحقق من خلالها الدور الأساسي الذي وجد من اجله السوق المالي ألا وهو توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية وتوفير السيولة أما عن التقييم العادل للمعاملات فيتم من خلال تحقيق ما يعرف بالكفاءة التسعيرية أو ما يعرف بالكفاءة المعلوماتية.

ويكون السوق المالي كفاء عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار وفي اللحظة ذاتها التي تصل فيها. وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية.

• ويقوم السوق المالي الكفاء على ثلاث كفاءات:

1-كفاءة التخصيص:

وهي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتاحة المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة (بعد طرح هامش المخاطرة).

وذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسهم أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو بشراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل أن تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع وإن الأهم من كل ذلك هو الحصول على أدوات تتضمن عوائد مستقرة أو متنامية.

2-كفاءة المعلومات:

وتتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد وتحليل وتطوير المعلومات المتسمة بالدقة والشمولية. وتمثل هذه المعلومات جوهر السوق المالية الكفوة. وهنا من الضروري التأكيد على المعلومات المطلوبة لضمان شفافية السوق يتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية (المالية والنقدية) للأدوات المتداولة وللجهات المصدرة لهذه الأدوات وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد.

وعليه لا بد وان تصل المعلومات إلى عناصر التحليلين الأساسي والتكتيكي على حد سواء. وتشتمل عناصر التحليل الأول قوائم الميزانية وحسابات الربح والخسارة وبيانات القيم الفعلية والطبيعية لحصص المساهمين وكشوفات عوائد الشركات وموجوداتها وإداراتها وحصصها ومخاطرها... هذا بالإضافة إلى المعلومات الخاصة بالصناعات التي تنتمي إليها الشركات ويتم تحليل مؤشرات العلاقات الهيكلية ومعدلات النمو للاقتصاد المعني.

وبالنسبة لعناصر التحليل التكتيكي فإنها تشمل الحقائق المهمة بالأسواق المالية من المداخل مثل أسعار الأدوات وإحجام المبيعات ونشاطات التبادل وكل ما يتعلق بالتغيرات الجارية في مؤشرات السوق بشكل يومي أو لبضعة أسابيع أو حتى لفترات أطول.

3-كفاءة العمليات:

وهي تركز على تخصيص الأموال ومتابعة المعلومات وإعداد وتنفيذ الصفقات فتكون هذه الكفاءة في النهاية العامل الحاسم في تعظيم كفاءة السوق ككل. وهنا يفترض اختزال الإجراءات وتخفيض التكاليف وتوافر المتاجرين والسماسة الأكفاء الذين يجمعون المشترين والبائعين مقابل مكافآت عادلة ويلتزمون بالاحتفاظ بجزء من الأدوات غير المطلوبة فيكونون مستعدين لشراء هذه الأدوات أو بيعها عند الأسعار المعلنة.

2.2 خصائص كفاءة الأسواق المالية

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.

- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.

- حرية تامة في تداول الأوراق المالية ندون أي قيود ضريبية، كما انه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

4.2 مستويات كفاءة الأسواق المالية

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا فقد قام عالما التمويل المشهوران "هاري روبرت وبوجين فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات، حيث تحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة وهذه المستويات كالآتي:

الجدول رقم (1): مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية.

المواصفات	المستوى
تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات: التاريخية والمنشورة والخاصة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليل تلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.	المستوى القوي
تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية والمنشورة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.	المستوى شبه القوي
تعكس الاسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط ويستطيع المستثمر أن يحقق عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوكا عشوائيا ولا يتمكن مع وجود ذلك السلوك من أن يتنبأ بالأسعار.	المستوى الضعيف

المصدر: زياد رمضان، مروان شموط **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، الطبعة الثالثة، 2014 ص 206

3. دور مبادئ حوكمة الشركات في تفعيل سوق الأوراق المالية:

تعتمد كفاءة سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة على مدى تماثل المتعاملين في الحصول على

المعلومات، التي تعكس واقع وظروف الشركات المصدرة لها، مما أدى إلى ضرورة الاستعانة بمضامين مبادئ الحوكمة لضبط الأداء الإداري للشركات، وفيما يلي ابراز مساهمة كل مبدأ من مبادئ الحوكمة في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية:³²

1.3 دور تطبيق مبدأ حفظ حقوق المساهمين في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية: إن حفظ

حقوق المساهمين كحق تلخيص التصويت والحصول على الأرباح يعزز من ثقة المستثمرين في السوق، حيث يضمن لهم تحقق عائد مناسب لاستثماراتهم، وبالتالي رفع القيمة السوقية لأسهم الشركة، نظرا لارتفاع الطلب على أسهمها، ما يدعم مركزها التنافسي في السوق، كما أن هذا المبدأ هو عبارة عن ضمان وكفالة الحقوق الأساسية لحملة الأسهم، الأمر الذي ينعكس على تفعيل مشاركة العديد من المساهمين وضخ أموال جديدة، وبالتالي زيادة وتيرة انتعاش السوق ورفع مؤشرات كفاءتها.

2.3 دور تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في ضمان تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية: يتم

تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من طرف لجنة المراجعة التي تقوم بتوفير جميع المعلومات لكل الأطراف، وذلك من خلال دور اللجنة التنسيقية بين إدارة المراجعة الداخلية بالشركة والمراجع الخارجي المستقل، وهذا التنسيق من شأنه التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما تتحقق لجنة المراجعة من تطبيق معايير المحاسبة عند القيام بإعداد القوائم المالية، وبهذا تكون قد أضفت على المعلومات الصادرة درجة عالية ومرتفعة من المصداقية والثقة وتحسين المضمون المعلوماتي المفصح عنه، وحتى يكون الفاصل الزمني صغيرا بين نشر المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم فإن هيئة الرقابة المالية تقوم بالإفصاح الإلكتروني وذلك من خلال ارسال هذه المعلومات في الوقت نفسه إلى جميع المتعاملين الداخليين والخارجيين.

3.3 دور تطبيق مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة في تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية: يمثل

مبدأ مسؤوليات مجلس الإدارة أهم تطبيقاتها في خلق كيان مؤسسي قوي للشركة، مما ينعكس على تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ يمكن دوره في وضع استراتيجية واضحة المعالم، تعكس خطط التوسع الرأسي والأفقي لأنشطة الشركة، تعيين عدد من الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين للرقابة على حالات تعارض المصالح، إضافة إلى مراعاة عدم المغالاة في الأجور والمزايا النقدية والعينية لأعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين التنفيذيين لتجنب وتقادي الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية.

4.3 دور تطبيق مبدأ المعاملة المتكافئة والعدالة بين المساهمين في تفعيل كفاءة سوق

الأوراق المالية: إن تطبيق مبدأ المساواة بين حملة الأسهم سواء كانوا وطنيين أو أجانب ودون التفرقة بين حائزي أكبر نسبة من الأسهم وصغار المساهمين والمستثمرين في إتاحة المعلومات بسرعة وبأقل تكلفة، نظرا لتأثيرها المباشر على أسعار الأسهم سواء كانت معلومات تاريخية أو معلومات حالية عن الأحداث المستجدة للأسهم، ومثل هذه المعلومات الجديدة تكون متاحة في المقام الأول لإدارة الشركة، وقد يتم تسريبها إلى بعض المساهمين من ذوي الملاءة المالية الكبيرة، مما يؤدي ذلك إلى الإخلال بمبدأ المعاملة العادلة لحملة الأسهم وتحقيق أرباح غير عادية، ومن هنا تبرز أهمية قيام الشركة بالإفصاح عن هذه المعلومات من خلال التوضيحات والملاحظات المتممة للقوائم المالية المرفقة بمحاضر مجلس الإدارة والوثائق التي تؤكد مصداقيتها، وهذا ما يقلل من فجوة المعلومات بين مختلف فئات المستثمرين والمساهمين ويحقق العدالة والمساواة فيما بينهم مما ينعكس بالإيجاب على تفعيل كفاءة سوق الأوراق المالية.

الخاتمة:

تعد حوكمة الشركات أداة كفيلة بتوفير أكبر قدر من المعلومات ذات الجودة العالية والتي تعتمد على مجموعة من الأدوات المتمثلة في كل من: حفظ حقوق المساهمين، الإفصاح والشفافية، مسؤولية مجلس الإدارة، والمعاملة العادلة بين المساهمين من شأنها توفير هذه الخاصية، وكذا التأثير على حركة سوق الأوراق المالية مما يحقق كفاءة هذه الأخيرة، وقد خلصت الدراسة إلى أهم النتائج التالية:

- ❖ يتوقف مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها، وسوق رأس المال الكفاء، هي التي تحرك المال السائل بسرعة فائقة ودقة كاملة، بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن.
- ❖ السوق المالية الكفوة هي السوق التي تعكس أسعار الأسهم المتداولة فيها كافة المعلومات المالية المتاحة عموما للمتعاملين في تلك السوق بما في ذلك المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركات المساهمة المدرجة فيها.
- ❖ إن التطبيق السليم للحوكمة والالتزام بالمبادئ والمقومات المشار لها سابقا من شأنه أن يضمن تحقيق جودة المعلومات المالية، حيث أن نجاحها يعتمد بشكل كبير على الممارسات المحاسبية

والمالية وعلى نوعية المعايير المحاسبية المعتمدة، ذلك أنه من الدوافع الهامة والأساسية لتطبيق الحوكمة هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية والمالية وإحكام الرقابة عليها للارتقاء بمفهوم جودة المعلومات.

❖ تساهم الحوكمة في توفير معلومات مالية ذات مصداقية عالية ويتحقق ذلك من خلال اعتمادها على مجموعة من الآليات الداخلية والخارجية والمتمثلة أساسا في لجان المراجعة بالإضافة الى المراجعة الداخلية والخارجية، والتي تعمل على التأكد من التزام الشركات بقواعد الحوكمة وكل هذا ينعكس على تحقيق وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

قائمة الهوامش:

- ¹ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والاداري، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص14.
- ² Rrport Of The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance .”The financial Aspects Of Corporate Governance “ .press.1 December 1992 .p.14.
- ³ محمد جميل حبوش ،مدى التزام الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بقواعد الحوكمة الشركات - دراسة تحليلية لآراء المراجعين الخارجيين ومدراء الشركات المساهمة العامة ،مذكرة ماجستير ،تخصص محاسبة وتمويل ، جامعة غزة الاسلامية ،2007، ص 27 .
- ⁴ بادن عبد القادر ،دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الازمات المالية المصرفية بالإشارة الى حالة الجزائر ،مذكرة ماجستير تخصص مالية ومحاسبة (غير منشورة)،قسم علوم التسيير ،جامعة حسين بوعلي ،الشلف ،2007-2008، ص6.
- ⁵ - ابراهيم اسحاق نسمان ،دور ادارة المراجعة الداخلية في تفعيل مبادئ الحوكمة ،(دراسة تطبيقية على قطاع المصارف العامة في فلسطين) ،مذكرة ماجستير ،تخصص محاسبة وتمويل (غير منشورة)،كلية التجارة ،الجامعة الاسلامية ،غزة ،2009، ص22.
- ⁶ مدحت محمد ابو النصر ،"الحوكمة الرشيدة ، فن ادارة المؤسسات عالية الجودة "، القاهرة ،المجموعة العربية للتدريب والنشر ، الطبعة الاولى ،2015، ص 45.
- ⁷ محمد الشريف الأمين: أثر آليات الحوكمة على أداء المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسات الجزائرية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: حوكمة المنظمات، جامعة سعيدة، سنة 2017، ص 17.
- ⁸ محمد الشريف الأمين: المرجع السابق، ص 17.
- ⁹ محمد الشريف الأمين: المرجع السابق، ص 17.
- ¹⁰ محمد الشريف الأمين: المرجع السابق، ص 17.
- ¹¹ مدحت محمد ابو النصر ،"الحوكمة الرشيدة ، فن ادارة المؤسسات عالية الجودة "، القاهرة ،المجموعة العربية للتدريب والنشر ، الطبعة الاولى ،2015، ص45.
- ¹² محمد مصطفى سليمان ،دور الحوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الاداري ،دراسة مقارنة ،الدار الجامعية

- 13 -الاسكندرية ،الطبعة الثانية، 2009،ص24.
- 13 مدحت محمد ابو النصر ،"الحوكمة الرشيدة ، فن ادارة المؤسسات عالية الجودة "، القاهرة ،المجموعة العربية للتدريب والنشر ، الطبعة الاولى، 2015، ص 46 .
- 14 OECD ."Principles of Corporate Governance ، "Organization For Economic Co – Operation and Development Publications Service ,1999,p3.
- 15 سمير كامل محمد عيسى ،"العوامل المحددة لجودة وظيفة المراجعة الداخلية في تحسين جودة حوكمة المؤسسات -مع دراسة ميدانية -" الإسكندرية :مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد، 45، العدد01، 2008 ،ص-ص31-32.
- 16 محمد حسن يوسف ،محددات الحوكمة ومعاييرها ،مصر: بنك الاستثمار القومي 2007"ص5.
- 17 محمد مصطفى سليمان ،حوكمة الشركات ،"مصر :الدار الجامعية ،2008 ،ص15.
- 18 عدنان بن حيدر بن درويش ،ص33
- 19 عبد الحميد عبد المطلب ،المنظور الاستراتيجي ،مصر :الدار الجامعية ،2008،ص407.
- 20 صلاح حسن ، معايير حوكمة المؤسسات المالية ،مصر : الدار الكتاب ،الحديث ،2010،ص44.
- 21 رافت حسين مطير ،اليات تدعيم دور المراجعة الداخلية في حوكمة الشركات ، جامعة الاسلامية ،ص 2.
- 22 جمال مهدي ،مبادئ وممارسات حوكمة الشركات ،مصر :المنظمة العربية للتنمية الادارية ،2009،ص188.
- 23 جمال مهدي ،مبادئ وممارسات حوكمة الشركات ،مصر :المنظمة العربية للتنمية الادارية ،190،2009.
- 24 نظير رياض محمد الشحات ،ادارة محافظ الاوراق المالية في ظل الحوكمة ،مصر ،ص297.
- 25 ابراهيم سيد احمد ،حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات عبر الوطنية وغسيل الاموال ،مصر الدار الجامعية ،2010،ص199.
- 26 حسان خضر ، تحليل الأسواق المالية ،سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد 27،مارس 2004،السنة الثالثة
- 27 بن اعر بن حاسين - لحسين جديدين - محمد بن بوزيان ،كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية :دراسة حالة بورصة السعودية،عمان،تونس و المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ،العدد 02/2013،ص 250
- 28 يوسف مسعودي، كفاءة الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر و السعودية و مصر ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد 42/2013،ص 123
- 29 هوشيمار معروف كاكما مولا ، مرجع سابق ، ص 73
- 30 شوفي بوقرية ،دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس سطيف ،العدد 10 سنة 2010 ص137
- 31 محفوظ جبار ، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة1999-2004:دراسة تجريبية ، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ،المجلد العاشر العدد الأول،2007،ص79
- 32 United Nation Development programme « UNDP »، "Governance for sustainable human development"، AUNDP Policy document, NY, USA, 2007, p.5-8.