

أثر الحوكمة في تفعيل القرار الإستثماري في أسواق رؤوس الأموال Influenced Governance In Investing Activation The Decision In Markets Of Heads The Moneys

أ. برحايلى أحلام

جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي
ahlem_eco90@yahoo.fr

تاريخ القبول: 2018/04/09

أ.د عياش زبير

جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي
zoubeirayache@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2018/02/16

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الحوكمة في تشجيع الاستثمار في أسواق رؤوس الأموال، من خلال تحقيق أفضل مستويات الجودة في المعلومات المحاسبية من حيث الملائمة والمصدقية والقبالية للمقارنة وزيادة الفهم والتفسير في ضوء احتياجات بيئة الاستثمار، بالإضافة إلى تحقيق أفضل مستويات الإكمال في هذا المحتوى من المعلومات والإفصاح الحيادي عنها وتخفيض عدم تماثلها لكافة الأطراف. ويعتبر المستثمرون أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة تعرضا للمخاطرة، حيث أنهم أهم الأطراف التي تجني مكاسب في حال نجاح الشركة وفي نفس الوقت أكثرهم تحملا للخسائر في حال فشل الشركة، لذلك يحتاج المستثمرون الحاليون والمرتبون إلى المعلومات بصفة مستمرة لتمكينهم من تقييم فرص الاستثمار المتاحة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية واتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتوظيف مواردهم.

الكلمات المفتاحية: أوراق مالية، استثمار، حوكمة الشركات، سوق رؤوس الأموال، قرار إستثماري.

Abstract:

This study aims to show the role governance on the investment in markets of heads the moneys, through investigation generous of levels of the goodness in the information from where suitable and credible and the disposition for comparative and increase composes them and the interpretation in light needs environment of the investment. Exposure for the risk considers the investors most the connected edges in the company, therefore needs aalHaalywn from them and expected to the information in continuous characteristic for their enablement from evaluation of opportunities the investing investment available and the comparison between the substitutes and their suitable undertaking the decisions employment-related resources. From period of investigation studios goals dependency of the methods was complete descriptive and the analyses to data-collecting and interpretation necessary for her inclusion in subject studios.

Key Words: Investment, Investment decision, Corporate governance, Markets capital, The financial papers.

JEL Classification: G1 ; G11 ; G39

المقدمة:

تعء حوكمة الشركات أساسا تعزيز شفافية أسواق رؤوس الأموال وكفاءتها بالإضافة إلى زيادة كفاءة استخدام الموارد وتعظيم قيمة الشركة وتدعيم تنافسيتها بالأسواق، إلى جانب تعزيز ثقة المستثمرين حيث تتضمن حوكمة الشركات مجموعة العلاقات بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها وحملة الأسهم ومجموعة أصحاب المصالح الآخرين، وإن درجة مراعاة الشركة للمبادئ الأساسية لحوكمة الشركات الجيدة هى أحد العوامل التى تتزايد أهميتها بالنسبة لقرارات الاستثمار، لاسيما أن عملية الاستثمار وفى جميع الحالات تتسم بقدر من المخاطر مما دعا المستثمرين إلى التدقيق والتقييم للتأكد من مدى تطبيق القوانين والقواعد الخاصة بالحوكمة قبل الإقدام على الاستثمار فى الشركات. تهدف هذه الدراسة إلى تحليل مدى مساهمة حوكمة الشركات فى ترشيد القرار الإستثمارى فى أسواق رؤوس الأموال.

ومن أجل تحقيق ذلك تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة محاور رئيسية هى:

- ماهية حوكمة الشركات؛
- أسواق رؤوس الأموال؛
- ماهية القرار الإستثمارى فى أسواق رؤوس الأموال؛
- دور حوكمة الشركات فى ترشيد قرار الاستثمار فى أسواق رؤوس الأموال.

1. ماهية حوكمة الشركات

استحوذ مفهوم الحوكمة على اهتمام الاقتصاديين والمحاسبين على حد سواء، وذلك بسبب ارتباطه بمجموعة من المفاهيم والأطر العامة التى تنظم الرقابة على الشركات وتنظم العلاقة بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح

1.1. تعريف حوكمة الشركات

نتيجة لارتباط حوكمة الشركات بمجالات وأطراف مختلفة كالمساهمين ومجلس الإدارة وأصحاب المصالح... إلخ، ظهر الكثير من التعريفات المتنوعة، وفيما يلي سنحاول استعراض بعضها كم يلي:

عرفتها منظمة التعاون الإقتصادى OECD على أنها: " مجموعة القوانين والقواعد والمعايير التى تحدد العلاقة بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها ومساهميها والأطراف ذات العلاقة بها" (سفيان، 2012).

وقد عرفها البعض على أنها: " مجموعة من العلاقات التعاقدية التى تربط بين إدارة الشركات والمساهمين وأصحاب المصالح فيها، وذلك عن طريق الإجراءات والأساليب التى تستخدم لإدارة شؤون الشركة وتوجيه أعمالها، من أجل ضمان تطوير الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بها وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل ومراعاة مصالح الأطراف المختلفة" (زكية، 2010).

وتقوم حوكمة الشركات بتقسيم وتنظيم المسؤوليات والحقوق بين ثلاثة أطراف رئيسية هي: المساهمين، مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، والترابط بين الأطراف السابقة ترابط وثيق ومهم، فالمساهمون هم المالكون للشركة ولهم حقوق وتترتب عليهم واجبات. يقوم المساهمون بتوكيل مجلس الإدارة لمراقبة أداء الإدارة التنفيذية، الذي يقوم بدوره بتعيين أعضائها لإدارة شؤون الشركة بالنيابة عنه، كما يقوم المساهمون بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وذلك من أجل الرقابة على الإدارة التنفيذية، ويوجد أطراف آخرون لهم علاقة بالشركة، وهم بالتالي معنيون بتطبيق الشركة لقواعد الحوكمة ضمانا لحقوقهم ولتخفيض مستوى عدم التيقن المتعلق باستثماراتهم بالشركة. ومن أبرز هذه الأطراف: الحكومة والمجتمع والبنوك والموردون وموظفو الشركة، الخ. وفي المحصلة، فإن جميع هذه الأطراف لها مصلحة في نجاح الشركة واستمرارها؛ ولها حقوق يجب على الشركة المحافظة عليها وتوفيرها لهم (سلسلة النشرات التحقيقية لمركز أبو ظبي للحوكمة، 2013).

يشير مصطلح حوكمة الشركات إلى العديد من الخصائص، أهمها (صالح، 2008):

أ. **الإنضباط:** أي اتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح. وهذا الإنضباط يتحقق من خلال:

• بيانات واضحة للجمهور.

• وجود الحافز لدى الإدارة تجاه تحقيق سعر أعلى للسهم.

• الالتزام بالأعمال الرئيسية المحددة بوضوح.

• استخدام الديون في مشروعات هادفة.

ب. **الشفافية:** أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث، كما تعني العلنية في مناقشة الموضوعات، من خلال:

• الإفصاح عن الأهداف المالية بدقة.

• نشر التقارير المالية والسنوية في موعدها.

• الإفصاح عن النتائج الختامية.

• الإفصاح الفوري عن المعلومات السوقية الحساسة.

ج. **الاستقلالية:** أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل.

د. **المساءلة:** أي إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

هـ. **المسؤولية:** وتعني أن تكون للشركة رسالة أخلاقية يجب أن تؤديها في المجتمع وأن يعترف المديرون بأن عليهم واجبات اتجاه حماية البيئة واتجاه العاملين وتحسين الخدمات المقدمة لهم.

و. **العدالة:** وتعني إحترام الحقوق العائدة لأصحاب المصلحة في الشركة، وتوزيع المهمات والواجبات والمسؤوليات بين العاملين على أساس العدل والمساواة بينهم (حامد، 2012).

ومن أجل أن يؤدي مفهوم الحوكمة دوره المشار إليه لابد من توافر مجموعة من الركائز التي تسهم في تعزيز هذا النظام في الشركات ومن أهم الركائز التي تناوها الباحثون ثلاثة هي (سليم، 2014): السلوك الأخلاقي، الرقابة والمساءلة وإدارة المخاطر.

وتنبع أهمية حوكمة الشركات من خلال تحقيقها مجموعة من الفوائد للشركة والمستثمر والدولة والاقتصاد بشكل عام، حيث بما يتم محاربة الفساد وسوء الإدارة، مما يؤدي إلى إصلاح الشركات، وتخفيض تكلفة رأس المال، وجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية والحد من هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وضمان تحقيق عائد للمستثمرين.

2.1. أهداف حوكمة الشركات

لقد اختلفت المفاهيم المستخدمة للتعبير عن أهداف الحوكمة لكنها جميعا تدخل ضمن الأهداف والتي يمكن التعبير عنها فيما يلي (هاجر، 2012):

- تقليل المخاطر المالية والإستثمارية.
- حماية حقوق المساهمين ومصالحهم من خلال وضع الإستراتيجية الإستثمارية السليمة.
- تعميق دور أسواق رؤوس الأموال في تنمية المدخرات.
- تحسين السبيل لإنفتاح الشركات على أسواق رؤوس الأموال العالمية.
- إلتزام الشركات بالسلوكيات الأخلاقية والممارسات المهنية السليمة والأمانة مع الإلتزام بالقوانين واللوائح والضوابط الرقابية والإشرافية.
- ضمان مراجعة الأداء المالي والتشغيلي والنقدي للوحدة الاقتصادية.
- تعمل الحوكمة على استقرار أسواق رؤوس الأموال.
- ضمان الشفافية والعدالة والمساواة وتحسين مستوى التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

3.1. مبادئ حوكمة الشركات

تعد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (O.C.E.D) من أول المنظمات التي أصدرت مبادئ حوكمة الشركات سنة 1999، ثم أصدرت النسخة المعدلة منها في عام 2004، حيث اعتمدت معظم دول العالم على هذه المبادئ في تطوير دساتير حوكمة الشركات فيها، وتنقسم هذه المبادئ إلى ستة مبادئ رئيسية (بكر، 2012):

أ. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار الحوكمة كل من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون، وأن يصف بوضوح تقسيم المسؤوليات بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.

ب. حفظ حقوق جميع المساهمين: وتشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد من الأرباح ومراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.

ج. المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين، بما في ذلك مساهمو الأقلية والمساهمون الأجانب. كما ينبغي أن يكون لكافة الأسهم الحقوق نفسها، ضمن صنف معين من الأسهم، وينبغي أن يحصل كافة المساهمين على تعويض مناسب عند تعرض حقوقهم للانتهاك (سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبو ظبي للحوكمة، 2013، ص: 17).

د. دور أصحاب المصالح في أساليب حوكمة الشركات: يجب أن ينطوي إطار ممارسات الحوكمة على اعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يراها القانون، وأن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة، وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس سليمة. ويقصد بأصحاب المصالح، المصارف والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء (بن درويش، 2007، ص: 37).

هـ. الإفصاح والشفافية: ويتناول الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير (بكر، 2012).

و. مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب أن تتيح ممارسات حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يجب أن تكفل المتابعة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن تضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين (محمد، 2012).

وهكذا فإن نظام الحوكمة هو مجموعة منظمة ومترابطة من المكونات والتطبيقات الإدارية والمعلوماتية تتفاعل مع بعضها لجمع مختلف المعلومات ونشرها بهدف تقديم ما هو مناسب في الوقت الملائم لمتخذي القرارات من المستثمرين والمساهمين لإتخاذ القرار السليم.

2. أسواق رؤوس الأموال

تعتبر أسواق رؤوس الأموال أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة، وعنصرا أساسيا في تقويم الشركات والمشروعات، وتلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات والموارد وتجهيتها للإستثمار وبعث الحيوية في القطاعات الإقتصادية المختلفة وتحريك عجلة النمو الإقتصادي، كما أنها تعمل على جذب الإستثمارات الأجنبية والوطنية المهاجرة، فضلا على أن برامج الإصلاح الإقتصادي تتوقف على مدى وجود سوق رؤوس الأموال منتظمة نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية.

1.2. تعريف أسواق رؤوس الأموال

تعرف سوق رؤوس الأموال بأنها السوق التي يتم التعامل بها بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى إستثمارات. وعرفها Eugene Brigham بأنها: "أسواق الدين الطويلة الأجل وأسهم الشركات" (الحמיד، 2009).

ومما سبق تمثل أسواق رؤوس الأموال مكان التقاء عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين، ويتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية طويلة الأجل.

كما يمكن القول أن مفهوم سوق رؤوس الأموال مقترن بالاقتصاديات القوية، أو بعبارة أخرى نجد أن الدول القوية ذات الاقتصاديات المتطورة، تتميز بتطور نظام أسواق رؤوس الأموال فيها، من خلال زيادة حجم ونوع المعاملات في هذه الأسواق وبالتالي زيادة كفاءتها. في حين أن أسواق رؤوس الأموال بالدول النامية تتميز بصغر حجم المعاملات فيها مقارنة بأسواق رؤوس الأموال في الدول المتقدمة.

يساهم سوق لرؤوس الأموال في أي اقتصاد في أداء مجموعة من الوظائف أهمها (سميرة، 2010):

أ. **المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني:** تساعد أسواق رؤوس الأموال عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد أو الشركات في تمويل مشاريع التنمية الوطنية. وبذلك يتمكن المستثمرون من تحقيق عوائد من وراء هذه العملية هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتم تمويل المشاريع التنموية التي عادة ما تكون في حاجة إلى أموال ضخمة.

ب. **تشجيع الاستثمار:** يستطيع المستثمر الحصول على كم معتبر من المعلومات حول الشركات التي يرغب في الاكتتاب في أوراقها المالية، كالمركز المالي للشركة، حجم التعامل في أوراقها المالية، تطور أسعار أوراقها المالية... الخ. وهي البيانات يوفرها نظام سوق رؤوس الأموال، والتي تمكن المتعاملين من اتخاذ القرارات المناسبة، وهي بذلك تشجع على الاستثمار.

ج. **توفير السيولة:** تلعب أسواق رؤوس الأموال دورا هاما في تمويل مختلف الاستثمارات من خلال توفير السيولة بشكل مستمر من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر قدرا غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

د. **الوقاية من تقلبات الأسعار:** تلعب كذلك أسواق رؤوس الأموال دورا مهما في تسيير الخطر من طرف المتعاملين الاقتصاديين بما توفره من أدوات مالية متعددة تساعد المستثمر من تقليل المخاطر التي يمكن أن تعترضها.

هـ. **تحقيق أسعار عادلة:** إن نظام عمل أسواق رؤوس الأموال يؤدي إلى تحقيق أسعار عادلة وهذا من خلال قانون العرض والطلب إذ أن التقاء العرض والطلب عند نقطة معينة يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن.

و. **قياس أو تقدير قيمة الأصول:** بالإعلان في كل جلسة بورصة عن سعر ورقة مالية معينة، يعتبر سوق رؤوس الأموال وسيلة لتقدير أو تحديد قيمة الشركات، ومن ثم يستطيع المستثمر المهتم بإعداد تقديرات لما ستكون عليه قيمة الشركة مستقبلا، آخذًا بعين الاعتبار الظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الوطنية وحتى الدولية لاتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة.

2.2. كفاءة أسواق رؤوس الأموال

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق رؤوس الأموال، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة المعلومات.

وفي السوق الكفاء يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، السجل التاريخي لسعر السهم أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة. كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. ولكن رغم تواتر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما (المعهد العربي للتخطيط، 2000).

ومنه يمكن تعريف السوق الكفاء بأنها: "تتسم بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب ويتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات" (اعمر، 2012-2013).

3. ماهية القرار الإستثماري في أسواق رؤوس الأموال

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية، الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساسا حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أفضل استخدام ممكن، والتي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار، أخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحى بها.

1.3. تعريف القرار الإستثماري

القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف المشروع الاستثماري (عباس، 2013).

كما يعرف القرار الاستثماري بأنه التوظيف أو الإستخدام الأمثل لرأس المال، فالاستثمار ينطوي على توجيه المدخرات أو الثروة المجمعة إلى الاستخدامات المنتجة التي يمكن أن تسد الحاجة الاقتصادية وفي نفس الوقت ينتظر أن تنتج عائدا (البشير، 2016-2017).

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية لاختيار البدائل الإستثمارية المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة. وتتم آلية سيرورة اتخاذ قرار المشروع الاستثماري عبر مراحل بدأ من الدراسة التقنية، والتي تشمل شروط

تحقق هذا المشروع، ومدى استحبابه المشروع الاستثماري للقرار المراد اتخاذه، وهذا توافقاً مع الإمكانيات المتاحة، أما المرحلة الثانية والتي تعد أهم مرحلة في آلية سيورة القرار الاستثماري، وتحديد نمط التمويل الذي يسمح بتحقيق المشروع، ويبقى القرار النهائي مبني على كل ما سبق ذكره.

2.3. أنواع القرار الإستثماري: هناك ثلاثة مواقف تواجه المستثمر وتتطلب منه اتخاذ قرار هي (أميرة، 2017):

أ. قرار الشراء: في هذه الحالة فإن المستثمر يرى ويشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية والتي تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة أكبر من سعرها السوقي أي أن السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، وهذا ما يدفع المستثمر لشراء الأداة رغبة منه في تحقيق الأرباح لأنه يتوقع أن يرتفع سعرها السوقي.

ب. قرار عدم التداول: في هذه الحالة يكون السوق في توازن فبعد ارتفاع السعر (الحالة السابقة) ويستمر في ذلك إلى أن يصل إلى التساوي بين السعر السوقي وقيمة الأداة، وهذا ما يؤدي إلى توقف الشراء وتوقف البيع لغياب الحافز، فيكون القرار الاستثماري المناسب هو عدم التداول فالمستثمر في هذا الطرف لا يتوقع تحقيق عوائد ولا يتوقع تحقيق خسائر إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

ج. قرار البيع: يلجأ المستثمر إلى قرار بيع أصل مالي معين بحوزته عندما تكون قيمته السوقية أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، لأن المستثمر في هذه الحالة يرى بأن هناك فرصة مواتية لتحقيق أرباح من وراء هذه العملية (علي، 2010-2011).

3.3. مقومات القرار الإستثماري

يتوقف القرار الإستثماري الناجح على مقومات أساسية هي:

أ. تبني إستراتيجية ملائمة للإستثمار: يتبناها المستثمرون وتختلف هذه الاستراتيجية باختلاف أولوياتهم والتي تتأثر بعدة عوامل: الربحية، السيولة والأمان. والربحية تتمثل بمعدل العائد على الإستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة.

وينقسم المستثمرون حسب منحنيات تفضيلهم الإستثمارية إلى ثلاثة أنماط هي:

● **المستثمر المتحفظ:** وهو الذي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة، ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.

● **المستثمر المضارب:** على عكس المستثمر المتحفظ، هناك نوع آخر من المستثمرين لا يهابون من المخاطرة، فيفضلون الأصول المالية ذات المخاطرة المرتفعة وذلك قصد الحصول على عوائد مرتفعة.

● **المستثمر المعتدل:** وهو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه إهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالرهحية على حساب الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الإستثماري في أصول مالية ذات عائد ومخاطرة معقولين.

ب. **الإسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الإستثماري:** عند اتخاذ قرار استثماري لا بد من أخذ عاملين بعين الاعتبار (سعيد، 2009).

العامل الأول: أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية. ولتحقيق ذلك لا بد من إتخاذ الخطوات التالية:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار وتجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسب للأهداف المحددة.

العامل الثاني: يجب على متخذ القرار الإستثماري أن يراعي بعض المبادئ عند إتخاذ القرار منها (محسن، 2012):

● **مبدأ تعدد الخيارات الإستثمارية:** يستمد هذا المبدأ أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو الشركة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة، لذلك يفترض بمتخذ القرار الاستثماري اختيار ما يناسبه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار.

● **مبدأ الخبرة والتأهيل:** إن عملية الإختيار بين البدائل المتاحة تتطلب إجراء دراسة معينة تقوم وفق أسس ومناهج علمية دقيقة، وتعتمد على معلومات وافية وسليمة للتمكن من الوصول إلى تحقيق الفعالية والرشادة في اتخاذ القرار. ومن أجل الوصول إلى قرار إستثماري سليم، فلا بد من توفر مستوى معين من الدراية والخبرة والتي قد لا تتوفر لدى كل المستثمرين.

● **مبدأ الملائمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الإستثماري المناسب ثم الأداة الإستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين عدد من البدائل المقترحة أو المتاحة.

● **مبدأ التنوع "توزيع المخاطر الإستثمارية":** إن الإستثمار عملية مرتبطة بالمستقبل وتنطوي على درجة معينة من المخاطر، وعليه فإن درجة المخاطرة تكون مختلفة ومتفاوتة من إستثمار لآخر، كما أن مسبباتها قد تختلف تبعاً لذلك. لذا يقوم المستثمر بتنوع أدوات استثماره بهدف توزيع المخاطر الاستثمارية وتحقيق أفضل عائد ممكن لهذه الاستثمارات.

4. دور حوكمة الشركات في ترشيد قرار الاستثمار في أسواق رؤوس الأموال

أكدت الدراسات أن حوكمة الشركات من أهم الأدوات الفعالة لتشجيع الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال، حيث أن سوق رؤوس الأموال يحتاج إلى الكثير من المقومات لرفع درجة كفاءته والتي تتمثل أساسا في مدى توافر المعلومات، من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها.

1.4. أثر المعلومات الداخلية للشركة على القرارات الاستثمارية في سوق رؤوس الأموال

إن الأثر المباشر من تطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية وذلك نتيجة تحقيق المفهوم الشامل لجودة هذه المعلومات والذي يقوم على مجموعة من المعايير، علاوة على ذلك فهناك تأثير لهذه المعلومات سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة على سوق رؤوس الأموال، سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين - الحاليين والمرتقبين- في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثير على أسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق رؤوس الأموال أو الإعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة مثل: مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال... والتنبؤ بها.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق رؤوس الأموال يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية، ومنه فإن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل في ظل الحوكمة سوف ينعكس على الجوانب المختلفة لسوق رؤوس الأموال .

ويصنع القرار الإستثماري المالي من قبل المستثمرين باعتبارهم من بين المستخدمين الخارجيين الذين يعتمدون على معلومات يستخرجونها من التقارير المالية المفصّل عنها من قبل الشركات بالقدر المنصوص عليه قانونا، أي أنه يفترض عدم حصولهم على معلومات إضافية (معلومات داخلية ليست الشركة ملزمة بالإفصاح عنها) لها فائدة أكثر في اتخاذ القرار. وعليه فإن المعلومات في هذه الحالة تتميز بكونها لا تلي حاجات المستثمرين باعتبارها ناقصة من حيث الإفصاح والشفافية التي هي من أهم مبادئ الحوكمة، أو أن المستثمرين يتحصلون عليها في أوقات محددة يمكن أن تكون غير مناسبة لهم، أو قد تتضمن غموضا في بعض جوانبها يحتمل أن يتم تأويلها إما بكيفية صحيحة أو بكيفية خاطئة.

على ضوء ما سبق يمكن القول أن جودة المعلومات المتوفرة بين أيدي المستثمرين أثر بالغ في صنع القرار. فإذا كانت هذه المعلومات تتميز بالخصائص النوعية المطلوبة التي تجعلها مفيدة فإنها تساعد على التوصل إلى قرارات جيدة تعود بالفائدة على المستثمر. أما إذا كانت هذه المعلومات لا تتميز بالجودة المطلوبة حينئذ يكون هناك

احتمالين هما: إما التوصل إلى قرار غير راشد في حالة الإعتماد عليها، أو استبعادها نهائياً مع البحث عن معلومات أخرى تفيد في التوصل إلى قرار جيد.

و يتفق الكثير من الكتاب والباحثين بأن أثر المعلومات المحاسبية على سوق رؤوس الأموال له شقان هما (خالد، 2010):

أ. الدور التيسيري (Facilitating role): وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في سوق رؤوس الأموال قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع، بمدف دعم وترشيد ذلك القرار.

ب. الدور التأثيري (Influencing role): هنا يتوجب خلق توازن بين المخاطر والعوائد في محفظة الأوراق المالية، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة من جهة، ويحفظ الاستقرار للسوق المالي قدر الإمكان من جهة أخرى.

2.4. دور آليات الحوكمة في تفعيل قرارات الإستثمار عن طريق تدعيم تنافسية الشركة

تكسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة أسواق رؤوس الأموال، لأنها تؤدي في نهاية المطاف إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم. ومن المعروف أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين في الوقت المناسب، وأن الحوكمة لديها آليات تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة سوق رؤوس الأموال، خاصة من خلال مجموع المزايا التي يوفرها الإفصاح والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات.
- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يضمن تحسين السيولة وتقليل صانعي السوق.
- زيادة الإفصاح عن المعلومات الداخلية يقلل من تقلبات أسعار الأسهم.
- وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم، لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:
- نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات.
- حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد مع ارتفاع مستوى حوكمة الشركات وهو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على عكس الإدارة غير الواعية، تسعى دائماً إلى الحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة، مما يؤثر على أسعار الأسهم.
- حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية، مما يؤدي إلى حد ما، إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.
- وجود علاقة ارتباط طردية بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق رؤوس الأموال.

بالإضافة إلى ما سبق تلعب حوكمة الشركات دورا كىبرا فى جذب الإستثمارات، بما يؤثر بدوره على المقدرة التنافسىة للشركة فى الأسواق المحلىة والأجنبىة. وتؤكد التقارير الصادرة عن مؤتمر الامم المتحدة للتجارة والتنمية UNTCTAD أن المعيار الأساسى فى جذب الاستثمارات الأجنبىة ودعم الشركات الوطنىة على المنافسة والاستثمار يكمن فى وجود التنظيمات الإدارىة اللازمة كحوكمة الشركات. فالمستثمر المحلى أو الأجنبى قبل أن يقرر أو يقدم على استثمار أمواله فى بلد ما أو شركة ما، فإنه يتأكد من وجود مثل هذه التنظيمات الإدارىة من عدمه، وتبرز هذه الوجهة من التنافسىة للحوكمة فى اتخاذ قرارات الاستثمار من خلال النقاط التالىة:

- تطبىق الشركات لنظام الحوكمة يساهم فى زيادة ثقة المستثمر فىها.
- زيادة تدفق الأموال فى الشركة بما ىرتب على ذلك من تحفىز لها على التنافس.
- يدعم نظام حوكمة الشركات على المنافسة التى تأهلها لإدارة المخاطر ومواجهتها والتغلب عليها.
- الحوكمة تزود الشركة بأفراد مؤهلين لاتخاذ القرارات الرشىدة.

الخالمة:

ىعتبر المستثمرون أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة تعرضا للمخاطرة، كما أنهم أكثر الأطراف التى تجنى المكاسب فى حال نجاح الشركة وفى نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للخسائر فى حال فشل الشركة، لذلك ىحتاج المستثمرون إلى المعلومات بصفة مستمرة لتمكنهم من تقييم فرص الاستثمار المتاحة والمفاضلة بينها واتخاذ القرارات المتعلقة بتوظف مواردهم بصورة ناجحة، وإلى معلومات عن أعضاء المجلس والمدرىن الرئىسىن لغرض تقييم تجربتهم ومؤهلاتهم وتقييم أى خلافات محتملة فى المصالح التى قد تؤثر فى أحكامهم، كما أنهم ىحتاجون إلى المتابعة المستمرة وتقدير الاحتمالات المستقبلىة للشركة لتقييم وضع الشركة وتحديد ما إذا كان سوف ىزىد من استثماراته أو ىخفضها أو ىتحول إلى شركة أخرى. وتعد حوكمة الشركات المعيار الأمثل للحكم على الإلتزام المهنى للشركات، ومؤشرا على مستوى حسن التسىير والدقة والشفافىة ووجود سياسات عادلة لحماية المستثمرىن، ما ىنعكس على تعظم ىمة أسهم الشركة وبالتالى تعظم عوائد المستثمرىن.

وتتلخص أهم النتائج التى خلصت إليها الأدبىات التى تمت مراجعتها خلال إعداد هذه الورقة بما ىلى:

- تعد الحوكمة نظام لتعزىز الرقابة والإدارة وإطار عام لتحديد المسؤولىات والواجبات فى الشركات، وهو ما ىعمل على تحسین الأداء وتوفىر القوائم المالىة الخالىة من الغش والأخطاء وبما ىدعم القرارات الاستثمارىة وىجعل الشركة محط أنظار المستثمرىن.
- إن الإلتزام بتطبىق الحوكمة ىعد أحد المعابىر الأساسىة التى ىضعها المستثمرون فى اعتبارهم عند القىام باتخاذ القرارات الاستثمارىة.

- تبرز أهمية الحوكمة في تفعيل سوق رؤوس الأموال وتعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار من خلال إرساء قواعد تنمي ثقة المستثمرين.
- تسهم حوكمة الشركات في زيادة الثقة في الإقتصاد الوطني، وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري.
- إن التطبيق السليم للحوكمة من شأنه أن يؤدي إلى زيادة فرص الشركات من دخول أسواق رؤوس الأموال، وذلك من خلال القضاء على أهم عوائق الشركات للوصول لمصادر التمويل الخارجية والمتمثلة في عدم اتساق المعلومات بين الممولين والمقترضين.
- تشجع الشفافية في القوائم المالية والإفصاح الكامل على اكتساب ثقة المستثمر والتي ستؤدي إلى زيادة السيولة ورفع الجودة الكلية لسوق رؤوس الأموال.
- يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية أهم مبادئ حوكمة الشركات والتي تعمل على ترشيد القرار الإستثماري وتؤثر على قدرة وكفاءة سوق رؤوس الأموال في الوصول للسعر العادل للسهم.
- وأخيرا فإن التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات يمثل سبيل التقدم لكل من الأفراد والشركات والإقتصاد الوطني ككل، لأن ذلك يضمن للمستثمرين قدرا مناسبا من الحقوق لترشيد قراراتهم الإستثمارية وبالتالي تحقيق ربحية معقولة من استثماراتهم، كما تضمن تلك المبادئ قوة وسلامة أداء الشركات، ومن ثم تدعيم كفاءة سوق رؤوس الأموال واستقرار الاقتصاديات.
- وبناء على ماسبق يمكن تقديم التوصيات التالية:
- ضرورة إعادة مراجعة البنية التحتية للشركات المدرجة في أسواق رؤوس الأموال، ومعرفة مدى إلزامها الفعلي بتطبيق مبادئ الحوكمة، والمعوقات التي تحول دون التطبيق الكامل لها، ومحاولة تذييل تلك المعوقات.
- ضرورة حث المستثمرين على الإطلاع على واقع الشركات المراد الإستثمار فيها بشكل أعمق كي يتمكنوا من تقييم الفرص الإستثمارية المتاحة، وبالتالي إتخاذ القرار الإستثماري المناسب.
- نشر معايير محاسبة ومراجعة عالية الجودة وإلزام الشركات بتطبيقها لزيادة ثقة مستخدمي القوائم المالية بصفة عامة، والمتعاملين في سوق رؤوس الأموال بصفة خاصة.
- إلزام الشركات بمتطلبات الإفصاح والشفافية ونشر تقارير إفصاحية دورية عن ممارسات حوكمة الشركات المعتمدة من طرفها.

المراجع المستعملة:

- أبو وطفة محمد سعيد (2009)؛ دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات المالية-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- السبيعي بداح محسن (2012)؛ العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية-دراسة إختبارية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط.
- العبدلي محمد عبد الله حامد (2012)؛ أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على جودة التدقيق الداخلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط.
- المعهد العربي للتخطيط (2000)، الكويت، api@api.org.kw.
- بن إبراهيم الشعلان صالح (2008)؛ مدى إمكانية تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، رسالة ماجستير، إدارة الأعمال، جامعة المملكة السعودية.
- بن حاسين بن اعمر (2012-2013)؛ فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة تلمسان.
- بن درويش بن حيدر عدنان (2007)؛ حوكمة الشركات و دور مجلس الإدارة، اتحاد المصارف العربية، بيروت.
- بن عمر محمد البشير (2016-2017)؛ دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة-دراسة حالة الجمع الصناعي صيدال في الفترة الزمنية 2008-2013، مذكرة دكتوراه في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسة، جامعة ورقلة.
- بوقرة رابح وغانم هاجر (2012)؛ الحوكمة المفهوم والأهمية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، يومي: 06-07 ماي 2012، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة.
- بن عبد العزيز سفيان (2012)؛ المراجعة الداخلية كرافد لتثبيت ركائز الحوكمة المؤسسية في المؤسسات الإقتصادية، المؤتمر الدولي الأول: المحاسبة والمراجعة في بيئة الأعمال الدولية، يومي: 04-05 ديسمبر 2012، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة المسيلة.
- جميل أحمد وسفير محمد (2012)؛ تجليات حوكمة الشركات في الارتقاء بمستوى الشفافية والإفصاح، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للفساد المالي والإداري، يومي: 06-07 ماي 2012، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة.
- جمام محمود ودباش أميرة (2017)؛ أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية -دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر، دراسات وأبحاث المجلة العربية للعلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 26.

- حامدي علي (2010-2011)؛ أثر جودة المعلومات المحاسبية على صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة مؤسسة مطاحن الأوراس باتنة، الوحدة الانتاجية التجارية آريس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بسكرة.
- خليل أبو سليم (2014)؛ قياس أثر الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات على جذب الاستثمارات الأجنبية (أدلة ميدانية من البيئة الأردنية)، مجلة جامعة جازان، المجلد الثالث، العدد الأول.
- رضوان سمير عبد الحميد (2009)؛ أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة.
- سلسلة النشرات التحقيقية لمركز أبو ظبي للحوكمة (2013)؛ أساسيات الحوكمة: مصطلحات ومفاهيم، الإمارات العربية المتحدة.
- شريف عمر وبن زروق زكية (2010)؛ علاقة الحوكمة بعملية الإفصاح والشفافية في ظل المعايير الدولية للمحاسبة، الملتقى الدولي الأول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع، رهانات وآفاق، يومي: 07-08 ديسمبر 2010، جامعة أم البواقي.
- صديقي مسعود ودريس خالد (2010)؛ دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الإستثمار، الملتقى الدولي الأول حول: الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق يومي: 07-08 ديسمبر 2010، جامعة أم البواقي.
- صلاح الدين شريط؛ دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2011-2012.
- طارق عبد العال، حوكمة الشركات (المفاهيم، المبادئ، التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- عياري أمال وحوالد أبو بكر (2012)؛ تطبيق مبادئ الحوكمة في المؤسسات المصرفية - دراسة حالة الجزائر-، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للفساد المالي و الإداري، يومي: 06-07 ماي 2012، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة.
- لطرش سميرة (2010)؛ كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة.
- معراج هواري وبهناس عباس (2013)؛ القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة، عمان، الأردن.