

الحوكمة ودورها في رفع أداء الأسواق المالية ودعم النمو الاقتصادي

إعداد:

د. قحايبة سيف الدين*.

الملخص:

تعتبر الحوكمة عاملاً هاماً نظراً لارتباطها بالعديد من القضايا الاقتصادية، فالحوكمة ومن خلال مجموعة من المبادئ تسعى لتحقيق الشفافية والجودة في الإفصاح، بالتالي تعمل على الحد من مختلف التلاعبات والممارسات غير الأخلاقية بفرض الرقابة على منتجي المعلومات والعمل على تحسين إجراءات تقديمها للمتعاملين، وضمان حصولهم على أكبر قدر ممكن من المعلومات المالية وتوفير السيولة اللازمة، حيث تهدف الدراسة لعرض أهميتها في علاج مواطن الخلل في أدائها، وكذا ضعف السيولة والانغلاق في وجه المستثمر الأجنبي والافتقار إلى أدوات مالية جيدة ومتنوعة، إضافة إلى ضعف الشفافية ونقص المعلومات. الأمر الذي يعتبر دعماً حقيقياً في طريق الوصول إلى إقامة أسواق مالية كفأة ذات أداء عالي، ذلك من خلال دراسة تحليلية تبين انتقال تأثير الحوكمة على أداء هذه الأسواق إلى الرفع من أداء الاقتصاد وتحقيق النمو.

حيث تبين أن سوق الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، من خلال المساهمة في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، إضافة إلى المساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ما يعني جمع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها إلى القطاعات ذات العجز، ما من شأنه أن يؤدي إلى زيادة كفاءة توزيع الموارد وتراكم رأس المال المادي والبشري وارساء خطى التقدم، فهي إذا تعتبر دوال أساسية ومحور هام للنمو الاقتصادي في الدول النامية والمتطورة.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة، السوق المالي، تمويل الاقتصاد، النمو الاقتصادي.

Abstract:

Governance is an important factor due to its relevance to many economic issues; through a set of principles that promote transparency and quality in disclosure. It therefore helps to reduce various manipulations and unethical practices by controlling information producers, improving their procedures for providing clients, As much information as possible, the study aims to present its importance limiting its internal trading and its asymmetry, which is considered to be a real boost in the direction of achieving high-performance financial markets. Through an

* أستاذ محاضر كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الطارف. Saifo_sfl@hotmail.com

analytical study showing the impact of governance on the performance of these markets and influence to increase the performance and achieve growth of the economy.

the stock market plays an important role in moving the economic growth, through collecting of financial resources and channeling them to the appropriate investment channels, in addition to helping attract foreign capital, which means collecting national savings from sectors with surplus financial and transfer them to sectors with disabilities, Which would lead to more efficient distribution of resources and the accumulation of physical and human capital and the pace of progress, if they are considered essential tool and an important axis of economic growth in any countries.

Keywords : Governance, financial market, financing the economy, economic growth.

مقدمة :

ان توفير البدائل التمويلية اللازمة لأي اقتصاد تعتبر أولوية دائمة، نظرا لما تلعبه هذه المصادر من دور هام في تحريك عجلة الاقتصاد ودفع وتيرة التنمية، هنا يتضح أن السوق المالي يمثل أحد أهم المصادر التي يجب العمل على تطويرها والرفع من أدائها من أجل أن تلعب هذا الدور الهام، الا أن حدوث العديد من الأزمات المالية في دول شرق آسيا، روسيا والولايات المتحدة الأمريكية كانت نتيجة من التداعيات أبرزها أزمات الأسواق المالية وما شهدته هذه الأخيرة من مظاهر عدم استقرار واضطرابات، على إثرها أصبح الجميع في حالة من الشك وانعدام الثقة في صحة القوائم المالية المنشورة من طرف الشركات والمؤسسات المالية هذا ما ولد أزمة ثقة في صحة المعلومات المتداولة فيها. إن هذه الأزمات هي ترابط الكثير من الإخفاقات وأهمها عدم احترام مبادئ أخلاقيات الأعمال والعيوب الهيكلية.

وبالرجوع إلى مخلفات الأزمة نجد أن الابتكارات المالية التي أحدثت في الأسواق المالية شجعت كل الفاعلين فيها على المخاطرة من جهة وعلى تطبيق الممارسات غير الأخلاقية من جهة أخرى، بحثا عن تعظيم الأرباح وبكل الطرق والوسائل بما فيها تلك غير المشروعة، وهنا تظهر الأهمية الكبرى لتطبيق مبادئ الحوكمة في ضمان الأداء الجيد والذي يعتبر بمثابة القاعدة التي تضمن السير الحسن للأسواق المالية والاقتصاد عامة.

و انطلاقا مما تم التطرق إليه تتبين لنا الإشكالية التالية و التي سنحاول الإحاطة بمختلف جوانبها و تحليل أبعادها:

ما مدى أهمية الحوكمة في تطوير الأسواق المالية والرفع من أدائها؟ وكيف تساهم هذه الأسواق في تحسين معدلات النمو الاقتصادي؟

للإجابة على هذه الإشكالية سنحاول نتطرق إلى النقاط التالية:

1- الإطار المفاهيمي للحوكمة

2- مقومات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية وقوة أدائها

3- دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي

4- الحوكمة كوسيلة لرفع أداء الأسواق المالية

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من الأهمية البالغة لدور الأسواق المالية كأحد أهم مصادر تمويل الاقتصاد ودفع عجلة التنمية، وإلى تبيان دور حوكمة في التقليل من الممارسات غير الأخلاقية في الأسواق المالية من خلال التطبيق السليم لمبادئها بالتالي الرفع من أدائها، ونظرا لأهميتها في تحقيق معدلات نمو مرتفعة.

أهداف البحث:

- التطرق إلى الإطار النظري للحوكمة ومختلف مبادئها وأهميتها البالغة.
- كفاءة الأسواق المالية والرفع من أداءها، وتبسيط الضوء على سبل وأهم متطلبات تطوير هذه الأسواق، إضافة إلى التقليل من الممارسات الغير الأخلاقية التي تعيق دورها التمويلي.
- التطرق إلى العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، والدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأخيرة في تمويل الاقتصاد.
- إبراز دور مبادئ وأليات الحوكمة وتأثيرها في الرفع من أداء أسواق الأوراق المالية، سعيا إلى تطويرها ودعم اليات تمويل الاقتصاد

منهج البحث:

يعتمد البحث على المنهج التحليلي، حيث سنتناول بالتحليل في الخطوة الأولى من هذه المداخلة موضوع حوكمة الشركات من جانب نظري، سبل وأهم متطلبات تطوير هذه الأسواق، ثم نتعرض بشيء من التفصيل إلى الحوكمة ومدى تأثيرها للحد من الممارسات غير الأخلاقية وتطوير الأسواق المالية لتلعب دورها الهام في الاقتصاد.

الدراسات السابقة:

Ross Levine & Sara Zervos, (1998): "Stock Market Development, Banks, and Economic Growth"

هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين تنمية أسواق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وذلك باستخدام بيانات سلسلة زمنية مقطعية تشمل 41 دولة في الفترة (1976-1993)، وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة طردية بين تنمية سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي طويل الأجل.

Iskander, M. and N. Chamlou, (2002) : Corporate Governance: A Framework for Implementation.

حيث توصلت هذه الدراسة أن الحوكمة تؤدي إلى زيادة الثقة في الاقتصاد القومي، وتعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، ومن ناحية أخرى تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح، وأخيرا خلق فرص عمل.

سامي مباركي، (2004): "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس"

هدفت هذه الدراسة إلى فهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية، كذلك توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصادات الدول المغاربية: الجزائر، المغرب وتونس، مع الوقوف على النقائص التي جعلت أسواق هذه الدول لم تتبوأ المكانة اللائقة بها. وقد توصلت الدراسة إلى أنه على مستوى الثلاث دول تتميز أسواقها المالية بصغر حجمها، تدني رسميتها وحركة تداول الأوراق المالية، في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة. وبالرغم من وجود المراسيم التشريعية والتنظيمية في دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر.

مناور حداد، (2008): دور حوكمة الشركات في التنمية الاقتصادية

جاءت هذه الدراسة لتعرض وتحلل مفهوم وأهمية ومحددات ومزايا وأهداف الحوكمة وتأثيرها على التنمية الاقتصادية، حيث توصلت ان تطبيق حوكمة الشركات هو المخرج والحل الفعال لضمان حقوق أصحاب المصالح في داخل الشركات وخاصة المستثمرين، اضافة الى بيان وجود تأثير وأهمية لمفهوم حوكمة الشركات لصالح الأفراد والمؤسسات والمجتمعات في العديد من النواحي الاقتصادية والقانونية والاجتماعية، كما ان الحوكمة الجيدة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الاجنبية او المحلية وتساعد على الحد من هروب رؤوس الاموال ومكافحة الفساد.

جبار محفوظ، مريم عديلة وعمر عبده سامية، (2009): أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفؤة: بعض التطبيقات على السوق المالية الجزائرية

ركزت على المعاملات المتنوعة التي تتم في الأسواق المالية الحديثة وما قد يلحق بها من ممارسات وسلوكيات غير قويمة تمس بكفاءتها وبالتالي تضر بالمتدخلين، لا سيما صغار المستثمرين. يؤدي ذلك إلى اختلال نظام المنافسة والشفافية، الشيء الذي يؤدي في الغالب إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية التي سرعان ما تنهار بانتشار تلك الممارسات، لهذا تصبح أخلاقيات الأعمال بصفة عامة وأخلاقيات أسواق رؤوس الأموال بصفة خاصة مثل الإفصاح المالي الجيد والمعايير المحاسبية المتفق عليها عالميا، ونشر المعلومات في الوقت المناسب ولكافة المتدخلين

على قدم المساواة، وتفاني الوسطاء والمدراء ومكاتب الدراسات في أداء مهامهم بنزاهة ومسؤولية، والحد قدر الإمكان من تضارب المصالح بين الأطراف المتعاقدة من أساسيات التوصل إلى أسواق كفؤة كفيلة بتحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة.

خالص حسن يوسف الناصر وعبدالواحد غازي النعيمي، (2012): دور حوكمة الشركات في تطوير البيئة الاستثمارية واجتذاب الاستثمار الأجنبي

يركز البحث على دور حوكمة الشركات في الإصلاح الاقتصادي، من أجل النهوض بالاقتصاديات النامية (بالإشارة إلى إقليم كردستان العراق) وتعزيز الاقتصاديات المتقدمة، فضلا عن بيان دورها في جذب الاستثمارات ودعم القرارات الاستثمارية من خلال تحسين أداء الشركات، وتعزيز الإفصاح والشفافية وتوفير القوائم المالية الموثوق بها والخالية من الغش والأخطاء، وتوفير المعلومات اللازمة والمناسبة في الوقت المناسب للمستثمرين وأصحاب المصالح والمجتمع، بالتالي النهوض بالاستثمارات المختلفة في مختلف الأسواق وكذا القطاعات.

من خلال ما تم عرضه من الدراسات السابقة يتبين أن موضوع الحوكمة وعلاقته بمختلف المؤشرات الاقتصادية، لقي اهتماما بالغا من العديد من الباحثين وفي مختلف الاقتصاديات حول العالم، إلا أن هذه الدراسة ستحاول تسليط الضوء على دور الحوكمة في دعم النمو الاقتصادي من خلال قناة مهمة هي الأسواق المالية التي توفر الية تمويل مهمة لدعم التنمية الاقتصادية.

I- الإطار المفاهيمي للحوكمة

أولا : مفهوم الحوكمة

تعرف الحوكمة بأنها حالة ، وعملية ، واتجاه ، وتيار كما أنها في الوقت نفسه مزيج من هذا وذاك ، فهي نظام مناعة وحماية وتفعيل ، يضبط الاتجاه ويحمي سلامة التصرفات ونزاهة السلوكيات داخل الشركات. فهي بمثابة عملية إدارية تمارسها سلطة الإدارة الاشرافية سواء داخل الشركات أو خارجها.⁽¹⁾

وفي هذا الصدد عرفها البعض بأنها:

هي "نظام متكامل للرقابة المالية والغير المالية عن طريقه يتم إدارة الشركة والرقابة عليها".

هي مجموعة من الطرق والتي يمكن من خلالها أن يتأكد المستثمرون من تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم.⁽²⁾

هي "مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة من ناحية أخرى".⁽³⁾

كما يصف تقرير Cadbury عام 1992 حوكمة الشركات في جملة قصيرة وبسيطة كما يلي: "حوكمة الشركات هي نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب".⁽⁴⁾

قد حددت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE تعريفاً لحوكمة الشركات بأنها "ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيه وإدارة شركات الأعمال، ويحدد هيكل الحكومة، الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بناشط الشركة مثل مجلس الإدارة، المساهمين، أصحاب المصالح، كما يحدد قواعد وإجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة، كذلك يحدد الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها والرقابة على الأداء".⁽⁵⁾

ثانياً : أهمية الحوكمة وأهدافها

أصبح واضحاً أن المستثمرين والشركات الاستثمارية يبحثون عن الأسواق المالية والشركات التي تطبق مبادئ الحوكمة، فأصبحت الأسواق التي تطبق هذه المبادئ محط أنظار وجذب المستثمرين، لأنهم ليسوا على استعداد بأن يتحملوا نتائج سوء الإدارة والفساد الإداري والمالي، فأخذوا يطالبون بالحوكمة قبل أن يقوموا باتخاذ قرار تمويل ودعم الشركات أو الدخول في الأسواق المالية.

ومما سبق يتضح لنا أن مفهوم حوكمة الشركات له العديد من المزايا والمنافع للشركات والدول سواء المتقدمة أو الناشئة⁽⁶⁾، ومنها ما يلي:

تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي تواجهها الشركات والدول.

رفع مستويات الأداء للشركات مما يترتب عليه من دفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي للدول التي تنتمي إليها تلك الشركات.

تعظيم قيمة اسهم الشركة وتدعيم تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية، وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة وحدوث اندماج أو استحواذ أو بيع.

تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، بما يعمل على تدعيم استقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد، ومنع حدوث الانهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية.

الشفافية والدقة والوضوح في التقارير المالية التي تصدرها الشركات وما يترتب على ذلك من زيادة ثقة المستثمرين بها واعتمادهم عليها في اتخاذ القرارات.

ضمان أعلى قدر ممكن من الفاعلية لمراقبي الحسابات الخارجيين، والتأكد من كونهم على درجة عالية من الاستقلالية وعدم خضوعهم لأية ضغوط من مجلس الإدارة أو من المديرين التنفيذيين.

وتلعب حوكمة الشركات دوراً مهماً في تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن إنجازها كالتالي:

التأكيد على الالتزام بأحكام القانون والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي ووجود هياكل إدارية يمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة تحقق رقابة مستقلة.⁽⁷⁾

حماية الأقليات من حملة الأسهم يؤدي إلى فتح عدد أكبر من أسواق رأس المال ذات سيولة أكبر.

زيادة الثقة في الاقتصاد القومي وتعميق دور السوق المالي وزيادة قدرته على تنمية المدخرات ورفع معدلات الاستثمار ودعم القدرة التنافسية.⁽⁸⁾

تعظيم مستوى أداء الشركات ووضع الأنظمة الكفيلة بتجنب أو تقليل الغش وتضارب المصالح. وضع أنظمة الرقابة على أداء الشركة وأعضاء مجلس إدارتها.

وضع الإجراءات والقواعد المتعلقة بسير العمل داخل الشركة والتي تتضمن تحقيق أهداف الحوكمة.⁽⁹⁾

ثالثاً: مبادئ الحوكمة والأطراف المعنية بتطبيقها

وضعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مبادئ حوكمة الشركات استجابة لدعوة من اجتماع مجلس المنظمة على المستوى الوزاري في 27-28 أبريل 1998 للقيام بالاشتراك مع الحكومات الوطنية وغيرها من المنظمات الدولية والقطاع الخاص، وهي معايير وإرشادات عن حوكمة الشركات⁽¹⁰⁾.

وهذه المبادئ تركز بشكل أساسي على الشركات التي تتداول أسهمها في البورصة إلا أنها تعتبر مفيدة إلى حد يمكن تطبيقها فيه للشركات التي لا تتداول أسهمها في البورصة مثل الشركات الخاصة والمشروعات التي تمتلكها الدولة، وهي كما يلي⁽¹¹⁾:

1- المبدأ الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال للحوكمة

ينص المبدأ الأول بأنه "ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يشجع على شفافية وكفاءة الأسواق وأن يكون متوافقاً مع أحكام القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الاشرافية والتنظيمية"⁽¹²⁾، ولكي يكون هناك ضمان لوجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، هناك مجموعة من الارشادات والعوامل يجب أخذها في الاعتبار وهي:

ينبغي وضع إطار فعال لحوكمة الشركات يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل ونزاهة الأسواق وعلى الحوافز التي تخلقها للمشاركين في السوق.

ينبغي أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات في نطاق اختصاص تشريعي ما يتوافق مع أحكام القانون وذو شفافية وقابلية للتنفيذ.

2- المبدأ الثاني: حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية

"ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم".

- وتشمل الحقوق الأساسية للمساهمين على ما يلي:

تأمين أساليب تسجيل الملكية.

الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب وبصفة منتظمة.

ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في الحصول على المعلومات الكافية عن القرارات التي تتعلق بأي تغييرات أساسية في الشركة وحصص من أرباح الشركة.

ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، كما يجب أن يحاط المساهمون علما بالقواعد التي تحكم الاجتماعات العامة بما في ذلك إجراءات التصويت. ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت سواء شخصيا أو غيايا مع إعطاء نفس الوزن للصوت بغض النظر عن كونه حضوريا أو غيايا.

3- المبدأ الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين ينص هذا المبدأ على:

"ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم"، وذلك على النحو التالي:

- ينبغي أن يعامل المساهمون معاملة متكافئة ولكل منهم نفس حقوق التصويت.
- يجب أن لا تسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع في تكلفة عملية التصويت ومنع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح والشفافية.
- ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين لإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.⁽¹³⁾

4- المبدأ الرابع: دور أصحاب المصالح ينص هذا المبدأ على:

- "يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يضعها القانون، وأن يعمل أيضا على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة"، وهو يتضمن:
- احترام مصلحة أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تكون نتيجة اتفاقيات متبادلة والحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم.
- ينبغي السماح بوضع وتطوير آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين.
- عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية الحوكمة ينبغي السماح لهم بالحصول على المعلومات ذات الصلة⁽¹⁴⁾.

5- المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية

"ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يضمن القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي والأداء وحقوق الملكية وحكومة الشركات"⁽¹⁵⁾.

- يجب أن يشمل الإفصاح على المعلومات التالية:

النتائج المالية والتشغيلية للشركة وكذا أهداف الشركة.

حق الأغلبية من حيث المساهمة وحقوق التصويت.

المسائل المادية المتصلة بالعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح، وهياكل وسياسات حوكمة الشركات.

ينبغي القيام بعملية المراجعة السنوية وأن تعد المعلومات ويفصح عنها استنادا إلى معايير محاسبية دولية.

ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين.

6- المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة ينص المبدأ الأخير على:

"ينبغي أن يشمل إطار حوكمة الشركات دليلا استراتيجيات للشركة ومراقبة فعالة للإدارة التنفيذية لمجلس الإدارة من خلال مساءلة المجلس أما الشركة والمساهمين".

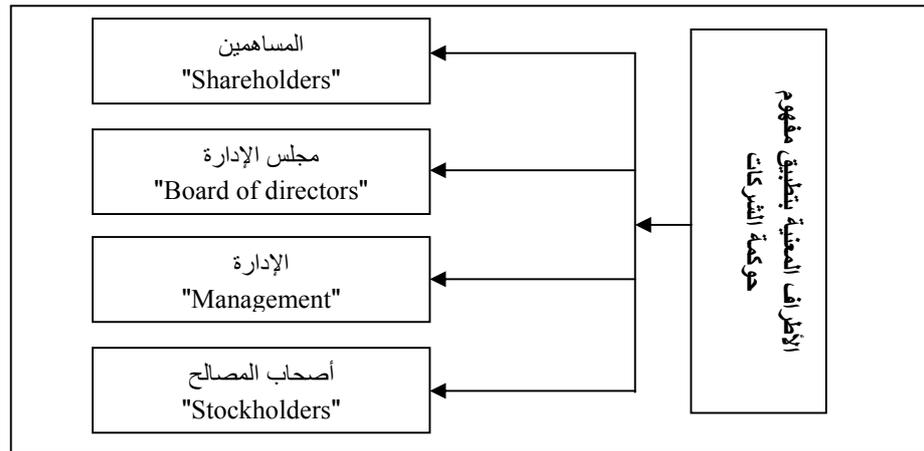
حيث ينبغي على مجلس الإدارة أن يقوم بوظائف رئيسية معينة تتضمن:

- مراجعة وتوجيه استراتيجية الشركة وخطط العمل وسياسة المخاطرة، والموازنات السنوية.

- الاشراف على فعالية ممارسة حوكمة الشركات وإجراء التغييرات إن لزم.

- ضمان الشفافية في عملية ترشيح وانتخاب مجلس الإدارة. (16)

من هنا يمكننا ملاحظة أن هناك أطراف رئيسية تتأثر وتؤثر في التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركة، والشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: محمد مصطفى سليمان، "مرجع سابق"، ص 20.

II- مقومات ومتطلبات كفاءة الأسواق المالية وقوة أدائها.

منذ أواخر الستينات وحتى الوقت الحاضر تمثل السوق الكفاءة نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية. وعليه فإن السوق يكون كفاء اعتمادا على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمنشورة.

أولا: مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة يجب توفر مجموعة من الشروط نذكر منها⁽¹⁷⁾:

دقة وسرعة وصول المعلومات: يعمل سوق الأوراق المالية على تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة، سواء تعلقت بالمستوى الجزئي أو بالمستوى الكلي. إن الهدف من توفير هذه المعلومات هو إعطاء فرصة لكل المتعاملين لتقييم الأصول المالية التي تمهم، وبالتالي التوصل إلى المؤسسات التي تتمتع بالكفاءة ولديها فرص استثمارية هامة في المستقبل، والأخرى التي تفتقد للكفاءة والفرص الاستثمارية المستقبلية.

السيولة: تلعب السيولة دورا هاما في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتصف بالسيولة، من خلال كثرة التعاملات عليها، إضافة إلى انخفاض درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها، كما تساهم السيولة بدرجة كبيرة في زيادة الكفاءة التخصصية للموارد.

عدالة السوق: تعني عدالة السوق توفير فرص متساوية لكافة المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات. حيث تقوم اللجنة المعنية بمراقبة عمليات البورصة على نشر كافة المعلومات واتاحتها للمتعاملين بالتساوي. في حالة وجود اختلال بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة تعمل على إيقاف التعامل على هذه الورقة المالية لفترة زمنية مؤقتة، بهدف إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين.

عمق السوق واتساعه: يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر شراء وبيع مستمرة للورقة المالية، بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق والبعض الآخر يحمل أسعار أقل، وكذلك وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق المحلي للورقة المالية. بالتالي إذا حدث أي تغيير أو عدم توازن ما بين العرض والطلب، يدخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فورا لتداول الأمر الذي يعمل على إزالة تغيير كبير في أسعار الورقة المالية. بالإضافة إلى ذلك شرط اتساع السوق، حيث يتميز سوق الأوراق المالية بالاتساع من خلال كبر حجم التداول.

ثانيا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وحتى يتحقق التخصيص الكفاء لهذه الموارد، يجب أن تتوفر سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

كفاءة التسعير: وتعرف أيضا بالكفاءة الخارجية، كما يطلق عليها بعض المفكرين الكفاءة 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، وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو معلومات حاضرة (تتوفر في وقت التقييم)، أو تعلق بتوقعات الأحداث في المستقبل، وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية. انطلاقاً من هنا يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقاً من القيمة الحقيقية يمكن سوق الأوراق المالية من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية، باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها.

كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه. وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. بالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف. وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات.

ثالثاً: دور المعلومات المالية في سوق الأوراق المالية: تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها. وتلعب المعلومات دوراً مهماً في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية. وقد تبين لنا مما سبق أن أهم خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وأيضاً على قدرة المستثمرين على فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.

تتصف البيانات والمعلومات التي يجب أن يوفرها سوق الأوراق المالية إلى المتعاملين بالتنوع والدقة والشمولية، مع التأكيد على توفر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث السرعة والعدالة في فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها، ولذلك فإنها تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها، وعلى مستوى الاقتصاد ككل فإن المعلومات تلعب دورا أساسيا في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر وتخفيض درجة عدم التأكد للاستثمارات، إن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم وعدد المتعاملين في السوق وتحقيق أهداف النمو الاقتصادي، لأن سوق الأوراق المالية الذي يتميز بالكفاءة يساعد على رفع كفاءة المشاريع وتنشيط الاقتصاد والنمو.

بالتالي يمكن القول أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة، حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يُبنى على معلومات تركز على العناصر التالية⁽¹⁸⁾:

إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية، وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.

توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة بينهما يلبي احتياجات المستثمرين.

III- دور سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي

دور سوق الأوراق المالية في إتاحة المعلومات حول الفرص الاستثمارية، مواقعها وتكاليفها

تعتبر وظيفة سوق الأوراق المالية في تجميع ونشر المعلومات من أهم وظائف سوق الأوراق المالية، حيث يقوم هذا الأخير بتجميع وتحليل ونشر المعلومات عن الاستثمارات على مستوى واسع مما يساهم في زيادة معدل الادخار، وكذلك من كفاءة توزيع الموارد على مختلف البدائل الاستثمارية. وقد بدأ نقاش وجدل حول قدرة قيام سوق الأوراق المالية بتوفير الباعث للمستثمرين لتجميع المعلومات بأنه كلما اتسع السوق Levine & Zervos الخاصة بالمشاريع الاستثمارية. حيث وضح كل من كلما كان باستطاعة المستثمر الذي يمتلك قدرا من المعلومات بتحقيق أرباح قبل أن تصبح المعلومات متاحة للجميع، وقبل أن تتغير الأسعار لتعكس تلك المعلومات مما ينشئ الحافز لدى المستثمرين لتجميع المعلومات.

وعلى عكس ذلك يرى Stiglitz أن سوق الأوراق المالية يعمل على تخفيض الباعث لدى المستثمرين على الإنفاق لاقتناء المعلومات بسبب انعكاس تلك المعلومات بسرعة من خلال أسعار التداول. ويمكن القول إن

تجميع المعلومات وتحليلها ونشرها أصبح من مهام الوسطاء الماليين في سوق الأوراق المالية نظرا لما تتميز به تلك المؤسسات من اقتصاديات الحجم وتوافر الخبرات والقدرة على الحصول على المعلومات من مصادرها المتعددة إضافة إلى تعدد المؤسسات في سوق الأوراق المالية⁽¹⁹⁾.

دور سوق الأوراق المالية في الرقابة على الاستثمارات

تعتبر هذه الوظيفة الوجه الآخر المكمل لوظيفة سوق الأوراق المالية في تجميع البيانات والمعلومات حول الفرص الاستثمارية، فإن توافر هذه المعلومات من أجل اتخاذ القرار الاستثماري دون وجود آليات الرقابة على تلك الاستثمارات قد يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمارات وبالتالي يعيق عملية النمو الاقتصادي.

حتى يتم تجنب ذلك، يقوم سوق الأوراق المالية من خلال المؤسسات التابعة له بتوفير آلية الرقابة على الاستثمارات وذلك عن طريق متابعة التوظيفات المختلفة لأموال أصحاب الفوائد، واتخاذ الإجراءات اللازمة لحماية أموالهم في حالة تعرض أي من تلك التوظيفات للمخاطر. أيضا يقوم سوق الأوراق المالية بنفس الوظيفة من خلال الإفصاح عن آليات الرقابة ووضع الشروط والالتزامات والتعهدات التي تكفل حماية أموال أصحاب الفوائد إضافة إلى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات، وتضع معايير الإفصاح عن ذلك مما يساعد أصحاب الفوائد المالية من المتابعة الدورية لاستثماراتهم. ويتبين من ذلك أن سوق الأوراق المالية من خلال وظيفة الرقابة على الاستثمارات يساهم في تسيير تدفق الأموال إلى مختلف الاستثمارات المختلفة وتحسين توزيع الموارد مما يعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

دور سوق الأوراق المالية في تأمين السيولة

يؤمن سوق الأوراق المالية سوقا مستمرا حرا لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهذا يشجع المستثمرين على خلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار. إلا أنه ليس كافيا مجرد وجود سوق لبيع الاستثمارات، بل لابد من تنشيط التعامل بالقدر الذي يحقق رغبات معظم المتعاملين وبالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل، ولكن هل من الممكن أن يتيح سوق الأوراق المالية السيولة الكاملة في كل وقت لكل ورقة مالية مدرجة. بالتالي لا يمكن لأي سوق مالي إتاحة تلك الدرجة من السيولة، ولا ينقص ذلك من دورها ومهامها، ففي أوقات الكساد والأزمات -مثلا- يهبط مستوى الأسعار إلى مستوى لا يغري ملاك الأوراق المالية بالبيع فيقل التداول، وقد يؤدي ذلك إلى إتباع سياسة مصرفية انكماشية. إن الذي جعل سوق الأوراق المالية مكانا ملائما لبيع وشراء الأوراق المالية هو ثقة جمهور المتعاملين فيها، وهي ثقة ناتجة عن:

توفر الإفصاح المالي والمعلومات الدقيقة عن الشركات المدرجة أسهمها في السوق؛ تحقيق العدالة في إشهار المعلومات لكافة المتعاملين، إذ أنها تشهر في نفس الوقت بنفس الدرجة ونفس المستوى من الوضوح؛ إمكانية تدخل إدارة السوق لضبط حركة الأسعار إذا تولدت عن عوامل غير عادية، وإمكانية وقف تداول أي ورقة مالية، أو عقد صفقة إذا هدفت لتلاعب أو خداع أو نتجت عنهما.

تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات

تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، وذلك بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات والاستثمارات الأكثر إنتاجية. إذ إن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي يجب أن يوفرها سوق الأوراق المالية تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات رأس المال المطلوب، ويخفض تكاليف التمويل بالأسهم.

فيحقق سوق الأوراق المالية للمدخرين المزايا التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية حيث يعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أي لحظة، كما أن العقلانية المتوافرة في هذا السوق تساعد المدخر في اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله وتحويلها إلى الشركات والحكومات لجمع التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد. كما يمол سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك⁽²⁰⁾.

دور سوق الأوراق المالية في تلجيم الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية

إن سوق الأوراق المالية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وتلجيم معدلاتها وذلك من خلال مساهمة هذا السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل الضروريين لخلق فرص استثمارية جديدة وللتوسع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال، الشيء الذي يزيد معدلات النمو في العرض الكلي من السلع والخدمات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي.

كذلك يساهم سوق الأوراق المالية في تحفيز الشركات المدرجة في هذه الأسواق على التزامها بقواعد الإفصاح والحكومة، الأمر الذي يساهم في ترشيد تكلفة الإنتاج ومنه تحقيق معدلات ربحية عالية تعمل على إغراء عدد كبير من الأفراد والمؤسسات على ضخ مزيد من المدخرات في هذه الأسواق. وحتى يقوم المستثمر باتخاذ قراراته لا بد أن تكون في وجود حسابات دقيقة للتكلفة التي تعكس الندرة النسبية للموارد والأصول التي تمتلكها تلك الشركات المدرجة ومن ثم تعكس أسعار منتجاتها الأسعار الحقيقية أي بدون وجود تشوهات.

دور سوق الأوراق المالية في إحكام الرقابة على إدارة الشركات

يساهم سوق الأوراق المالية والذي يكون على درجة من التطور، بما يوفره من معلومات، في إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها. علاوة على مساهمته في التوجيه الإداري للشركات، والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك.

ويتفق عدد من الاقتصاديين على أن سوق الأوراق المالية يتطلب أن يكون القطاع المالي بأسره يعمل بكفاءة، بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الآثار الخارجية الايجابية مثل التحسن في عمليات الوساطة المالية واحتمالات نقل الخبرة والتكنولوجيا، حيث ويؤكد Claessens عام 1996 على أن دور سوق الأوراق المالية ودور أجهزة الوساطة متكاملان وليسا بديلان. ومن ثم فإن الدول التي تحظى بأسواق أوراق مالية متطورة تتمتع أيضا بنوك متطورة وأجهزة وساطة غير مصرفية متطورة، حيث يساهم سوق الأوراق المالية في تطوير أعمال البنوك، إذ أنه يحفز البنوك على تحسين كفاءتها ومستوى خدماتها واعادة صياغة سياساتها. بينما يرى فريق آخر أن العلاقة بين سوق الأوراق المالية وأجهزة الوساطة المالية ليست واضحة تماما. وبالرغم من أنه لا يوجد اتفاق في الرأي بشأن السرعة التي ينبغي بها تطوير هذه الأسواق ولاسيما بما يتعلق بأن يسبق تطويرها إصلاح النظام المصرفي.

دور سوق الأوراق المالية في التحوط ضد تقلبات الأسعار والمضاربة

تزداد المخاطر المرتبطة بدرجة السيولة العالية مع تطور تنظيم أسواق الأوراق المالية، وخاصة مخاطر المضاربة، حيث يسمح ارتفاع درجة السيولة للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات أو الحالة النفسية وليس نتيجة لأي تغيير في الأساسيات الاقتصادية. مما ينتج عنه حدوث تقلبات مفرطة في العوائد وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين في السوق، وأنباط حافز مشاركة المستثمرين الذين لا يميلون للمخاطرة. وقد تنشأ ضغوط المضاربة إما عن المعاملات الناجمة عن التفاؤل الزائد بخصوص تحرير المعاملات المالية والتي تتيح الفرصة للمضاربين للحصول على أرباح في الأجل القصير، وهو الأمر الذي يحدث ضغوطا تصاعديا على أسعار الفائدة الحقيقية بسبب ازدياد المخاطر، ويعوق الاستثمارات ويؤثر سلبا على معدلات النمو الاقتصادي.

ويشير Demetriadas في دراسته أن الزيادة الملحوظة في أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية الناشئة قد تكون ناتجة عن الفقاعات المترتبة عن المضاربات. وتوجد الفقاعة إذا كان سعر الأصل مرتفعا بدون سبب غير اعتقاد المستثمرين بأن سعر البيع سيكون أعلى في اليوم الموالي، أي أن المركز المالي للشركة لا يبرر هذا الارتفاع في هذا السعر. ويبقى هذا السعر مرتفعا لفترة طويلة نسبيا من الزمن بالنسبة للمستويات التي تبررها أساسيات الاقتصاد، لكنه لا يلبث أن ينخفض انخفاضا حادا عند حدوث تغييرات مفاجئة في الظروف السائدة في السوق.

دور سوق الأوراق المالية في خلق رؤوس أموال جديدة

عندما يودع المساهم أوراقه لدى أحد البنوك يمكنه الاقتراض بضمائنا مبلغا لشراء أوراق جديدة، وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي توفرها تلك الأوراق، هذا بالإضافة إلى أنه بمجرد أن يشتري المستثمر أوراقا وارتفعت أسعارها زاد رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للأوراق، كما تقوم الشركات الناجحة بإيداع جزءا من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة، وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لاستثمارها في أعمال الشركة تزيد رأسمالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميه مقابل هذه الاحتياطات أو بقيمة تقل كثيرا عن القيمة السوقية للسهم وبذلك يزيد رأسمال المساهم.

الحوكمة كوسيلة لرفع أداء الأسواق المالية

أولا: أسباب ارتباط الحوكمة بأداء سوق الأوراق المالية

هناك مجموعة من الأسباب التي تجعل هناك ارتباطا وثيقا بين حوكمة الشركات وأسعار الأسهم، نذكر منها: نوعية المعلومات المتاحة للمستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية الذي يعتبر من أهم مبادئ الشركات، يتضمن ما يلي:

الإفصاح عن الأهداف المالية ونشر التقارير السنوية في وقت مناسب وفي موعد محدد؛

نشر القوائم المالية الربع سنوية والنصف سنوية في وقت محدد؛

تقديم الحسابات طبقا لمبادئ المحاسبة العامة المقبولة دوليا.

تعتبر حوكمة الشركات انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من أن ارتفاع مستوى الحوكمة الذي يعتبر المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم.

آليات الرقابة التي توفرها حوكمة الشركات تمنع التلاعب بالمعلومات الداخلية، وهذا يساهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس على أداء سعر السهم.

ثانيا: الحوكمة والوصول إلى أسواق مالية كفأة

1- تحسين الإفصاح المالي والمعايير المحاسبية: يتبنى المحاسبون والمراجعون مدخلين أساسيين لتبرير الحاجة إلى مراجعة المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير والقوائم المالية، بهدف توفير الحياد والصدق وتعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية المستمدة من تلك القوائم والتقارير كأساس لاتخاذ القرارات الاستثمارية. ويتمثل هذان المدخلان في⁽²¹⁾:

1-1- مدخل تعارض المصالح: يشير هذا المدخل إلى المصالح الذاتية لمعدّي القوائم المالية ومستخدميها، حيث أن أهداف مستخدمي المعلومات المحاسبية تختلف عن أهداف معدّيها. هذا ما يتطلب وجود مراجع محايد

يكون كفؤًا حتى يؤكد عدالة تعبير القوائم المالية عن المركز المالي ونتيجة الأعمال والتغيرات التي حدثت في المركز المالي.

في هذا الصدد إن تعارض المصالح بين معدي القوائم المالية ومستخدميها يؤدي إلى ظهور فجوة زمنية بين الاحتياجات المتغيرة للمستخدمين وردود أفعال المحاسبين لتبليتها، و أن السبب الرئيسي الذي يدفع الشركات إلى طلب خدمات المراجعة الخارجية هو المساعدة في رقابة المصالح المتعارضة بين كل من الإدارة والمساهمين وحملة السندات. هذا فضلا عما تفرضه بعض المنظمات المهنية وغير المهنية من متطلبات، مثل الهيئة العامة للسوق المالية التي تطلب خدمات المراجعة الخارجية لزيادة الإفصاح عن الأمور غير المؤكدة بالقوائم المالية المنشورة للشركة. حيث أن التعارض في المصالح داخل الشركة يتمثل في:

- التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين الذي تنشأ عنه تكلفة الوكالة

- التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والسندات والإدارة الذي تنشأ عنه تكلفة الوكالة المتعلقة برأس المال المقترض

1-2- مدخل تعظيم استخدام المعلومات المحاسبية: يستخدم الاقتصاديون مقياس المنفعة للحكم على درجة إشباع رغبات الإنسان المختلفة واختيار الرغبة التي تعطيه أكبر منفعة ممكنة. وتعتبر المحاسبة بمختلف فروعها نظاما لإنتاج المعلومات ذات المنفعة النسبية لمستخدميها سواء اتفقت أو تعارضت مصالحهم. وإذا كانت الحاجة إلى وجود المراجعة قد اتضحت بسبب وجود مصالح متعارضة، فإن الحاجة إلى تطوير المراجعة واتساع مجال تطبيقها يمكن أن تجد مبررها باستخدام مدخل تعظيم منفعة استخدام المعلومات المحاسبية. ويظهر الدور الأساسي للمراجعة في إمداد وتزويد المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية الموثوق فيها ذات المنفعة، والتي تعينهم على تقدير المخاطر والفوائد المتعلقة باستثماراتهم، وذلك من خلال ما تعكسه القوائم المالية المنشورة، والتي تمت مراجعتها من معلومات صادقة حول حقيقة أرباح الشركة واستثماراتها ومصادر تمويلها.

2- التقليل من عدم تماثل المعلومات: يعمل الإفصاح المالي على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة الأسواق المالية وصولا إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، كذلك زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق، هذا من شأنه أن يُخفِّض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل. ففي ظل الكفاءة التي تتمتع بها السوق، يسعى كل طرف جاهدا لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال بالتوازن القائم في السوق.

3- ميثاق أخلاقيات مهنة الوساطة المالية: يقصد بالوسيط كل مشارك في قطاع الخدمات المالية، والذي يتاجر في المنتوجات المالية أو يقدم مشورة أو خدمات للزبائن. قد يتعلق الأمر بشخص أو شركة أو مؤسسة مالية.

وهناك مجموعة من المبادئ والإجراءات يجب أن تحترم من قبل كل الوسطاء ومؤسسات القطاع المالي، وأن تطبق على كل المعاملات المالية، وتمثل في:

* **مصلحة العميل:** يجب على الوسيط أن يعمل على الحفاظ على مصلحة العميل ولا يجب التضحية بها لفائدة الآخرين.

* **رغبة الوكيل:** من أجل تحقيق مصلحة العميل، الوسيط ملزم بالاستفسار عن كافة المعلومات حول رغبات العميل والتأكد بشكل كاف بأن المنتج أو الخدمة المقدمة تلي احتياجاته

* **نزاهة المصالح التجارية:** يجب على الوسيط أن يلم بالمعلومات الكافية حول الزبون وحول الصفقة، من أجل تحديد هوية الزبون وشرعية الصفقة وعليه الامتناع عن العمل لحساب زبون ما إذا كان هناك باعث كاف للاعتقاد أن الصفقة غير شرعية،

* **الاحتراف:** من متطلبات عمل الوسيط المالي امتلاك مستوى مناسب من المعرفة في مجال نشاطه واحترام ضوابط أخلاقيات المهنة، خاصة التعامل بنزاهة واستقامة والسرعة الكافية والكفاءة .

* **السرية في المعاملات:** الوسيط يجب أن يضمن سرية المعلومات الشخصية لزيائنه، وأن يتخذ الترتيبات الكافية من أجل ضمان عدم تسرب المعلومات الشخصية

* **تفادي تضارب المصالح:** ذلك بتجنب الأوضاع المبنية على ظروف عرضة للشبهة أو تذبذب التوجيهات والإرشادات المقدمة، وفي حالة وجود تعارض لا يمكن تفاديه، يصبح الوسيط مطالبا باطلاع العميل بصراحة على طبيعة وتأثير التداخل في المصالح قبل إتمام الصفقة

* **نشر المعلومات العامة:** يجب على الوسيط ضمان وصول كل المعلومات المتعلقة بالصفقة للعميل قبل اتخاذ القرار الاستثماري، فمن حق العميل معرفة أخطار ومزايا المنتج المالي المعني

* **معالجة شكاوى الزبائن:** يجب على الوسيط أن يعالج شخصيا الشكاوى أو النزاعات الرسمية وشبه الرسمية، أو إخضاعها للإجراءات المناسبة في الوقت المناسب، لذلك يجب أن يكون الوسيط ملما بالإجراءات المرتبطة بمعالجة الشكاوى وإعلام الزبائن بآليات متابعتها .

* **مسؤولية مؤسسات التصنيف الائتماني ومكاتب الدراسات المتخصصة:** بما أن مفهوم الأخلاق يختلف باختلاف الثقافة، المعتقدات، الزمان والمكان، فالأخلاق في المنتوجات المالية لا تخرج عن نطاق هذه القاعدة . إذ يوجد خلف مصطلح التوظيفات الأخلاقية تنوع وتعدد كبيرين للمعايير المستخدمة في الحكم على المؤسسات.

* **مسؤولية المساهم:** نظرا للاختلاف الكبير بين صناديق التوظيف الأخلاقي نتيجة اختلاف طبيعة المعايير المتبعة في اختيار المؤسسات، يجب على المستثمر ألا يكتفي بوضع أمواله في صندوق ما دون أن يبحث ويتأكد من المعلومات المقدمة عن أصل وأساس أخلاقيات المنتج

* **مسؤولية السلطات التشريعية:** تكمن في وضع تشريعات تسمح بتنظيم وتأطير التوظيفات الأخلاقية، بالإضافة إلى تقديم تحفيزات لهذه التوظيفات في شكل إعفاء ضريبي لمن يستثمر وفقا لمعايير أخلاقية⁽²²⁾.

الخاتمة:

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما ليس فقط في تحقيق الثروة للمستثمرين بل ان دورها في جمع المدخرات وتوجيهها الى مختلف الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز، بالتالي تعطي نتيجة لذلك سيولة للأوراق المالية وتمويلا للاقتصاد، حيث أن مناقشة فكرة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي من أهم المواضيع التي لاقت اهتماما بالغا من طرف الاقتصاديين والباحثين في هذا المجال، بدرجة أثرت الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية التي تناولت هذا الموضوع الحيوي. وعندما يتم الحديث عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي يعني العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بالحوكمة وتطبيق مبادئها هو ترسيخ أخلاقيات الأعمال في الأسواق المالية، من خلال كل ما تحمله من معاني الإفصاح و الشفافية على ضمان حقوق المتعاملين وكذلك تجنب تعرضهم لعمليات التضليل والاستغلال من قبل الأطراف المطلقة للمعلومات، كما تساعد على تفادي مشاكل التداول الداخلي للمعلومات وعدم تماثلها. هذا ما يساهم في تعزيز ثقة المتعاملين والوصول إلى أسواق مالية ذات كفاءة عالية. الأمر الذي من دون أدنى شك سينعكس بشكل ايجابي على الاقتصاد من خلال الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، من خلال المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة والمتوسطة والطويلة الأجل، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

نتائج الدراسة:

تعتبر المعلومات المالية والسيولة والعدالة والرقابة الدائمة من مقومات كفاءة السوق المالي، في نفس الوقت تعتبر أحد أهم مرتكزات الحوكمة ما يعزز الارتباط بين الحوكمة وكفاءة السوق المالي.

آليات الرقابة التي توفرها حوكمة الشركات تمنع التلاعب بالمعلومات الداخلية، وهذا يساهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس على أداء سعر السهم.

إن حوكمة الشركات تعتبر أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام والتمسك بأداب وأخلاقيات العمل، وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح ودقة البيانات والمعلومات والإفصاح عنها للجمهور بقدر يسمح لهم بتسهيل استثماراتهم عبر سوق الأوراق المالية.

بالرغم من وجود اختلاف بين الاقتصاديين حول طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، واتجاه هذه العلاقة، لا يمكن صرف النظر عن الدور الهام الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية، تخفيض تكاليف رأس المال بسبب تسهيل إدارة المخاطر. كل هذه الوظائف من شأنها أن تسرع تراكم رأس المال وترفع كفاءة توزيع الموارد.

إن الحوكمة تعتبر آلية ووسيلة هامة وفعالة في تطوير الاقتصاد ورفع من معدلات النمو وكذا تحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال انتقال تأثيرها على زيادة الثقة في الاقتصاد وتعميق دور سوق المال، وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، إلى الاقتصاد القومي.

أخيرا و في سياق الإجابة عن التساؤل المطروح فإن الحوكمة من خلال مبادئ الإفصاح والشفافية والالتزام باحترام أخلاقيات الأعمال ستكون حتما أداة فعالة للحد والتقليل من الممارسات غير الأخلاقية والأعمال غير المشروعة في الأسواق المالية كأحد أهم معوقات الأداء الفعال، إضافة إلى الدور الهام للمعلومات وتناسقها على الجوانب الملائم للاستثمار وجذب رؤوس الأموال الداخلية والخارجية، بالتالي الوصول إلى إقامة أسواق ذات أداء وكفاءة عالية تلعب دور هام في الاقتصادات المتطورة والنامية على حد سواء، من خلال توفير بدائل تمويلية والمساهمة في الرفع من معدلات النمو.

توصيات الدراسة:

إقامة سوق مالي فعال والعمل على توفير البيئة المناسبة للمؤسسات والأفراد للدخول من أجل تنويع الاقتصاد وتوفير بدائل تمويل إضافية، هذا إضافة إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية كأحد أهم الموارد الاقتصادية. العمل على إحداث تغييرات في القوانين والتشريعات التي تخص البورصة أو حتى الشركات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج.

تسريع عملية خصخصة المؤسسات العمومية خاصة التي تتميز بمركز مالي جيد، من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة، وهذا بالأخص بالنسبة للدول النامية.

العمل على خلق مبادئ ومعايير لتطبيق الحوكمة تكون خاصة بالأسواق المالية، إضافة إلى صياغة هذه المبادئ وفرضها على المؤسسات المدرجة ومختلف المتعاملين والمستثمرين، من أجل الرفع من أداء هذه السوق وتطويرها لتلعب دورها كأحد أهم آليات تمويل الاقتصاد.

قائمة المراجع:

- (1) مصطفى حسن بسيوني السعدني، الشفافية والافصاح في إطار حوكمة الشركات ، ورقة عمل مقدمة في إطار ندوة حوكمة الشركات العامة والخاصة من أجل الاصلاح الاقتصادي والهيكلي المنعقد في القاهرة ، مصر ، 2006 ، ص146.
- (2) د. محمد مصطفى سليمان، "دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والاداري" ، الدار الجامعية ، مصر ، 2009 ، ص ص [17-18].
- (3) محمد مصطفى سليمان ، "حوكمة الشركات" ، الدار الجامعية ، مصر ، 2008 ، ص15.
- (4) طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات (المفاهيم-المبادئ-التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف" ، الدار الجامعية ، مصر ، 2007-2008 ، ص9.
- (5) مهدي شرقي ، بوحفص رواني ، "نظام حوكمة الشركات وسيلة لانشاء القيمة وتحسين نجاعة الأداء في المؤسسات الاقتصادية لتحقيق التميز المستمر"، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الوطني حول تسيير المؤسسات الاقتصادية والتميز ، قلمة ، 2007 ، ص19.
- (6) محمد حسن يوسف ، "محددات الحوكمة ومعاييرها مع الإشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر" ، ورقة عمل مقدمة إلى بنك الاستثمار القومي، 2007 ، ص6.
- (7) عدنان قباجة وآخرون ، "تعزيز حوكمة الشركات في فلسطين" ، ورقة عمل مقدمة إلى معهد السياسات الاقتصادية الفلسطينية (ماس) (MAS)، 2008 ، ص5.
- (8) عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة ، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية المعاصرة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006 ، ص ص [304-305].
- (9) "المرجع نفسه" ، ص17.
- (10) د. محمد مصطفى سليمان ، "مرجع سابق" ، ص ص [23-24].
- (11) د. طارق عبد العال حماد ، "مرجع سابق" ، ص36.

(12) OCDE, Principles and Annotations on Corporate Governance, Organization for Economic Cooperation and Development Publication Service, Arabic translation, pp 6-11. Disponible sur le site web: www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/35032070.pdf Consulté le: 10/05/2013.

(13) د. أشرف حنا ميخائيل ، "تدقيق الحسابات وأطرافه في إطار حوكمة الشركات"، مداخلة مقدمة في إطار المؤتمر العربي الأول بعنوان التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات ، 24-26 سبتمبر 2005 ، القاهرة ، مصر ، ص 8.

(14) محسن أحمد الخضري ، "حوكمة الشركات"، مجموعة النيل العربية ، مصر ، 2005 ، ص 139.

(15) مركز المشروعات الدولية الخاصة ، "مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات" ، غرفة التجارة الأمريكية، واشنطن ، ص 26 ، أطلع عليه في 2012/03/13 على الموقع التالي:

(<http://www.oecd.org/dataoecd/13/63/35032070.pdf>)

(16) د. محمد مصطفى سليمان ، "مرجع سابق" ، ص 63.

(17) شوقي بوقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، سطيف، الجزائر، ص ص 140-142.

(18) دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص 90-91 .

(19) سمير شرف، إسماعيل شعبان وهدى اسبر، دور السوق العالمية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31 ، العدد 1 ، اللاذقية، سوريا، ص ص 189-190.

(20) محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق الأوراق المالية في سوريا، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:

<http://www.mafhoum.com/syr/articles02/midani/midani.htm> Consulté le: 23/04/2014.

(21) أ.د محفوظ جبار و آخرون ، "مرجع سابق" ، ص ص [19.18].

(22) "المرجع نفسه" ، ص 20.