دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر

د/ بريش عبد القادر*
جامعة الشلف- الجزائر

Abstract

The existence of financial markets with high efficiency gives many advantages to the economy and financial system in the light of the availability of information and data on all the activities of corporate that are handlingthrough their money, and which leads to the development of sophisticated and sound financial markets. Any defect in these data and information leads to low efficiency of the financial market. Corporate governance is considered as an economic term which is relatively recent, and it means the subjection of the joint stock companies to the laws and the systems which impose the monitoring, the follow up, and the assurance that the data of these companies and their administrative and financial practices are characterized by maximum disclosure and transparency to protect the rights of the shareholders. Corporate governance with the meanings it carries with including transparency, disclosure and the assurance of shareholders' rights, is considered as a mechanism to raise the efficiency and performance of the financial markets, and to maximize the value of the companies, which contributes in making these markets an engine for economic growth rather than inhibiting it, and work to reduce the failure and tumble of these companies.

Key Words: Financial markets, efficiency of financial markets, corporate governance, transparency and disclosure.

مقدمــة:

تلعب الأسواق المالية دورا استراتيجيا و هاما في تحقيق النمو الاقتصادي، وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية

* أستاذ محاضر بكلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير – جامعة الشلف – الجزائر مايل:
Dr.baek70@gmail.com

الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب، كما أن وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد و النظام المالي، في ظل توافر المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية، مما يعمل على استحداث أسواق مالية متطورة وسليمة، وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالي.

و تعتبر حوكمة الشركات[i] Corporate Governance مصطلح اقتصادي حديث نسبيا، ويعني إخضاع الشركات المساهمة للقوانين والأنظمة التي تفرض المراقبة والمتابعة وضمان أن تتّسم بيانات تلك الشركات وممارساتها الإدارية والمالية بأقصى درجات الإفصاح والشفافية لحماية حقوق المساهمين.

وتعتبر حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية وضمان لحقوق المساهمين كآلية للرفع من كفاءة الأسواق المالية وأدائها وتعظيم قيمة الشركات مما يساهم في جعل هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها، والعمل على التقليل من إخفاق وتعثر هذه الشركات.

والأحداث الأخيرة ابتداء بفضيحة شركة إنرون Enron وما تلا ذلك من سلسلة اكتشافات تلاعب الشركات في قوائمها المالية التي كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي أظهر بوضوح أهمية حوكمة الشركات حتى في الدول المتقدمة.

وسنحاول من خلال هذه الورقة البحثية الإجابة عن الإشكالية التالية:

كيف يمكن لحوكمة الشركات أن ترفع من كفاءة و أداء السوق المالية و تعزيز الثقة فيها؟

و هذا من خلال المحاور التالية:

1- حوكمة الشركات، مفهومها، مبادئها (معاييرها)، أهميتها؛

2- مفاهيم عامة حول الكفاءة: تعريفها، شروطها ومؤشراتها؛

3- تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة و أداء السوق المالية.

المحور الأول: حوكمة الشركات، مفهومها، مبادئها، وأهميتها

إن مصطلح حوكمة الشركات Corporate Governance يعد من المصطلحات الحديثة التي ظهرت على غرار مصطلحات أخرى مثل الخوصصة والعولمة، مما جعلها محل اهتمامات اقتصاديات الدول النامية ومؤسساتها ووحداتها الاقتصادية. وقد تعاظم هذا الاهتمام نظرا لضعف النظام القانوني الذي يمكن من إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة، وكذا ضعف نوعية المعلومات الذي يؤدي إلى منع الإشراف والرقابة ويعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة، ولهذا الغرض يصبح الهدف من إتباع المبادئ السليمة لحوكمة الشركات هو خلق الاحتياطات اللازمة ضد الفساد وسوء الإدارة مع تشجيع الشفافية في الحياة الاقتصادية ومكافحة مقاومة المؤسسات للإصلاح.

أولا- مفهوم حوكمة الشركات:

مصطلح حوكمة الشركات (le gouvernement de l'entreprise) هو ترجمة للمصلح الأمريكي (corporate governance)، اِنطلاقا من مبدأ ممارسة السلطة في الشركة المساهمة (سهم/صوت)، بالتعادل في حالة كل الأسهم لها نفس الوزن، وغير متعادل في حالة وجود نسبة في رأس المال تمثل أسهم مضمونة للسلطة وقوة في الأصوات، وهذا يعني فحص سلطة المساهمين والملاك على المسيرين[1]، والمصطلح متذبذب بين طرفين، الطرف الضيق وهو الآلية التي بها ينفذ المستثمّرون مصلحتهم، والمفهوم الواسع الذي يعنى بحماية أصحاب المصالح الداخليين والخارجيين. هذا المفهوم الأخير ينبع من جانبين هما[2]:

- كيف يمكن النظر لكيان المنشأة ضمن النظام الاقتصادي؛
- شكل نظام الحوافز الذي يحمي الحقوق ويحافظ على اِلتزامات الأعوان الاقتصاديين في محيط عمليات أيِّ منشأة.

تعددت الكتابات التي جاءت بتعاريف واضحة وجلية لحوكمة الشركات، ومن بينها:

1- عرفت منظمة (**OECD**) حوكمة الشركات بأنها مجموعة قواعد اللعبة التي تستخدم لإدارة الشركة من الداخل وقيام مجلس الإدارة بالإشراف عليها لحماية المصالح والحقوق المالية للمساهمين الذين ربما يكونون معزولين تماما عن إدارة الشركة[3]؛

2- تشير مؤسسة التمويل الدولية إلى حوكمة الشركات على أنها هياكل وعمليات مراقبة وإدارة الشركات، وتتمحور حول العلاقة بين كل من الإدارة، مجلس المديرين، المساهمين، المساهمين ذوي الأقلية وباقي أصحاب المصالح[4]؛

3- حوكمة الشركات هي وضع المسارات، السياسات، القوانين والمؤسسات المؤثرة على أسلوب الشركات مثل الإدارة، التوجيه والرقابة. وحوكمة الشركات هي أيضاً علاقات بين عدّة لاعبين منهم أصحاب المصالح[5]؛

4- حوكمة الشركات هي فن إدارة شبكة من العلاقات بين مختلف الأطراف أصحاب المصالح، من خلال إستراتيجيات وأداء الشركات، أي من خلال تقسيم السلطات والمسؤوليات بين الأطراف[6].

أمّا ما يخص ترجمته إلى اللغة العربية، فكانت هناك عدة اِجتهادات، حيث حاول الكتّاب الاقتصاديون العرب أن يجدوا مرادفاً للمصطلح الأصلي (governance)، وتمّ اِستخدام مجموعة كبيرة من المرادفات مثل الإدارة المثلى، أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة والقواعد الحاكمة للشركات والحاكمية، ومع إرسال أكثر من مصطلح إلى مجموعة من المتخصّصين في مجمع اللغة العربية المصري، أشار عليهم المجمع بضرورة الحفاظ على أصل الكلمة وبالتالي أصل كلمة (governance) يأتي من كلمة "حكم" فوجدوا أن أفضل المصطلحات معناً واختصارًا هو لفظ "حوكمة "[7]، في حين أنّ الترجمة العلمية اِستقرت عند مصطلح " ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة "[8].

وإذا يقوم نظام حوكمة الشركات على[9]:

- الفصل في السلطات بين مجلس الإدارة من جهة والمديرين من جهة أخرى؛
- علاقات المديرين، المساهمين ونتائجها على تشكيلة مجلس الإدارة؛
- مسؤوليات المديرين، الإداريين وتشابكها مع حقوق وواجبات المساهمين؛

- حقيقة الرقابة على إدارة المديرين التي تطبق، داخلياً من المجلس وخارجياً عن طريق المراجعين؛
- سياق اتخاذ القرارات الإستراتيجية للشركة.

وعرف جيرارد شارو (G.charreux 1997) حوكمة الشركات بأنها: "مجموعة آليات تنظيمية موجودة لتوسيع السلطات وإظهار تأثير قرارات المسيرين، فالحوكمة تحكم قيادة وتحديد فضاء الإدراك"[10].

ثانيا- أهمية الحوكمة:

تهتم العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة بالحوكمة في العشرية الأخيرة خاصة بعد الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها معظم الدول، مما أدى بالشركات وحتى الدول التي تكون فيها ممارسات حوكمة الشركات ضعيفة أكثر وعرضة للنتائج الوخيمة التي تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية[11].

هذا ويمكن حصر أهمية حوكمة الشركات في النقاط التالية[12]:

1- إن المستثمرين يضعون في اعتبارهم عند القيام باتخاذ قرارات الاستثمار خاصة في ظل النظام الاقتصادي العالمي الذي يتسم بالعولمة وشدة المنافسة بين الشركات والمؤسسات المختلفة بهدف الدخول إلى أسواق المال المحلية أو العالمية للاستثمار مدى التزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة التي عد أحد المعايير الأساسية المؤثرة على قراراتهم، هذا ما يجعل المؤسسات التي تطبق هذه المبادئ ترفع من قدرتها التنافسية على المدى الطويل نظرا لتمتعها بالشفافية في معاملاتها وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية وفي جميع العمليات التي تقوم بها، الشيء الذي سيدعم حتما رصيد الثقة من جانب المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، ومن ثم الاستثمار في هذه الشركات مما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال ويسمح بتحقيق المزيد من الاستقرار لمصادر التمويل؛

2- يسمح تطبيق حوكمة الشركات من تحسين أداء إدارة الشركة ومساعدة المديرين ومجلس الإدارة على تطوير إستراتيجية سليمة لها وضمان اتخاذ قرارات الدمج أو الاستحواذ اعتمادا على أسس سليمة؛

3- يسمح تطبيق مبادئ الحوكمة بتقوية ثقة الجمهور في صحة وسلامة برنامج الخوصصة التي تتطلب قواعد إدارية جيدة، كما يعمل على المساعدة على ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها؛

4- الاعتماد على معايير الإفصاح و الشفافية في التعامل مع المستثمرين والمقرضين في إطار التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة من شأنه المساعدة في منع حدوث الأزمات البنكية لأنه في حالة تعرض هذه الشركات لأزمة معينة، فالتزامها بتطبيق معايير الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بديونها والتزاماتها يساعد على إتباع الإجراءات الصحيحة والقانونية في حالة الإفلاس أو نزع الملكية ومن ثم مراعاة العدالة للدائنين وغيرهم من أصحاب المصلحة؛

5- يتسبب افتقار المؤسسات للقواعد الصحيحة للحوكمة في إتاحة الفرصة لحدوث الفساد فيها أصحابه يعتبرون أعضاء من داخل المؤسسات نفسها، حيث يمكن أن يكونوا من مجلس الإدارة أو المديرين أو التنفيذيين، ويتمثل هذا الفساد في نهب المؤسسة أو المال العام على حساب المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين. وقد وصل الأمر في الاقتصاد العالمي أو حتى على المستوى الدولي أين تضعف أساليب ممارسة الحوكمة إلى أن يصبح أكثر عرضة لنتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية. لذا أصبح جليًّا أن أسلوب ممارسة الحوكمة يحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير الاقتصاديات كلها في عصر العولمة؛

6- تظهر العديد من الدراسات الدولية أن هناك علاقة كبيرة خاصة على مستوى الأسواق الناشئة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار ومستويات العائد ومدى التزام الشركات بتطبيق المعايير والمبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين و تنميتها.

من بين الشركات العالمية التي تعرضت للإفلاس والتدهور نتيجة نقص في تطبيق مبادئ الحوكمة نجد[13]:

أ- بنك القرض الليوني الذي اِنهار في منتصف التسعينات، ففي ذلك الوقت كانت ملكية البنك للدولة الفرنسية بنسبة 100بالمائة، وكان مجلس الإدارة يختار من طرف الدولة ومبدئيا لم

تكن هناك رقابة على إدارة وإستراتيجية البنك، وكانت تكاليف تدهور البنك مؤثرة على جميع أصحاب المصالح والمجتمع؛

ب- في قطاع الاتصالات والإعلام مثلا، أفلست بعض الشركات بسبب اِنعدام الرقابة الفعالة على الإدارة والمجالس الإدارية مثل شركتي (vivendi, France telecom)؛

ج- قصة شركة إنرون (Enron) وعدد آخر من الافلاسات خاصة في الو.م.أ، فأصبح الاهتمام الكبير منصب على الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية المقدّمة من طرف الشركة، في حين تبقى اِستقلالية المراجع الخارجي مطروحة.

فغياب الحوكمة بالشركات يعني[14]:

- زيادة قوة الفساد، حيث لن يكون هناك من يقاومه؛
- شيوع حالات من اللامسؤولية وعدم الالتزام الذي يؤدي إلى اِتساع دائرة الشك وعدم التأكّد؛
- زيادة الضبابية وعدم القدرة على التميّيز بين بدائل من الخيارات المطروحة للاستثمار؛
- زيادة عدم الثّقة والخوف من المستقبل؛
- زيادة الشعور بالعدمية وعدم القدرة على الفعل، حيث يتحوّل العاملين إلى آلات ويختفي الدافع إلى العمل؛
- زيادة عدم الشعور والوعي بالواجب وعدم الرغبة في تحقيقه، حيث لا يلتزم العاملين بالتعليمات الإدارية ويتم الخروج عن اللوائح والقواعد.

وحسب المعهد القانوني للمحاسبين الإداريين (CIMA)، فإن حوكمة الشركات الجيدة تؤدي إلى[15]:

1- تقليل المخاطر؛

2- التحفيز على الأداء؛

3- تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال؛

4- تحسين القدرة على تسويق البضائع والخدمات؛

5- تحسين القيادة؛

6- تبيان الشفافية والقابلية للمحاسبة الاجتماعية.

ثالثا- معايير تطبيق الحوكمة:

أصدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCED في عام 1999 خمسة مبادئ أساسية لحوكمة الشركات والتي تعني بتطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق الحوكمة في الشركات العمومية أو الخاصة التي تكون أوراقها المالية متداولة أو غي متداولة في أسواق المال، وتعمد هذه المبادئ على التركيز على الجوانب التالية[16]:

1- الحفاظ على حقوق كل المساهمين: من خلال هذا المعيار يتم العمل على وضع إطار بإمكانه حماية وتسهيل ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم المتمثلة في نقل ملكية الأسهم واختيار مجلس الإدارة والحصول على عائد في الأرباح ومراجعة القوائم المالية وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.

2- التعامل بنفس القدر من المساواة بين جميع المتعاملين: من خلال هذا المعيار يتم العمل على توفير المعاملة العادلة لجميع حملة الأسهم حتى وإن كانوا ينتمون إلى الأقلية الذين يجب أن تعطى لهم نفس الحقوق مع باقي حملة الأسهم والمتعلقة بالدفاع على حقوقهم ومن ثمَّ ضمان تحقيق المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة وكذا حقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية والاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.

3- الحفاظ على حقوق أصحاب المصلحة أو الأطراف المرتبطة بالشركة: من خلال هذا المعيار يتم الإقرار بحقوق أصحاب المصالح التي ينص عليها القانون أو الاتفاقيات المتبادلة، كما يتم تشجيع التعاون النشط بين الشركات وبين أصحاب المصالح بهدف خلق الثروة وفرص العمل والحفاظ على المشاريع، وتشمل حوكمة الشركات أيضا إلزامية احترام الحقوق القانونية لأصحاب المصالح والتعويض لهم من أي انتهاك لتلك الحقوق وكذا آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة. وتتم الإشارة من خلال أصحاب المصالح إلى البنوك والعاملين وحملة الأسهم والسندات والموردين والعملاء والدائنين...الخ.

4- الإفصاح والشفافية: يعد هذا المعيار من أهم أهداف حوكمة الشركات حيث أنها تعمل على ضمان الشفافية والإفصاح الدقيق في الوقت المناسب عن كل البيانات والمعطيات المالية المتعلقة بالشركة، ويدرج مع هذه المعطيات الأداء والوضع المالي للشركة. ومن خلال الإفصاح عن المعلومات الهامة يتم التطرق إلى دور مراقب الحسابات وملكية النسبة العظمى من الأسهم والمتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، ويتم الإفصاح عن كل هذه المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب دون أي تأخير وأي تكلفة أو أقل تكلفة ممكنة.

5- مسئوليات مجلس الإدارة: يتم العمل من خلال هذا المعيار على تحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة، وكذا ضمان التوجه الإستراتيجي للشركة وتحديد مسئولية مجلس الإدارة اتجاه الشركة وحملة الأسهم. ولهذا الغرض اقترحت مؤسسة التمويل الدولية IIF أن يتم إصدار بنود تشريعية لحوكمة الشركات التي يمكن أن تتضمن قوانين أسواق المال ولوائح الشركات، كما تؤكد المؤسسة على أنه بالرغم من البنود التشريعية إلا أن مدى كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي يعد أكثر أهمية حيث أن دور أجهزة الإشراف والرقابة في متابعة الأسواق يتعاظم باستمرار، وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

6- توافر إطار فعّال لحوكمة الشركات: يجب أن يعمل هيكل حوكمة الشركات على رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق وأن يتوافق مع دور القانون ويحدد بوضوح تقسيم المسئوليات بين الهيئات المختلفة المسئولة عن الإشراف والرقابة والالتزام بتطبيق القانون حيث[17]:

- يجب أن يتم تطوير هيكل حوكمة الشركات مع مراعاة تأثيرها على الأداء الاقتصادي الكلي، ونزاهة السوق، والحوافز التي تخلقها للمشاركين بالسوق، والترويج لشفافية وكفاءة الأسواق؛
- يجب أن تتوافق المتطلبات القانونية والرقابية التي تؤثر على ممارسة حوكمة الشركات داخل التشريع مع قواعد القانون وشفافيته والإلزام بتطبيقه؛
- يجب أن تنص التشريعات بوضوح على تقسيم المسئوليات بين الهيئات المختلفة مع ضمان تحقيق مصالح الجمهور؛

- يجب أن تتمتع الهيئات الإشرافية والرقابية المسئولة عن تنفيذ القانون بالسلطة والنزاهة والموارد اللازمة للقيام بواجباتها بأسلوب مهني وطريقة موضوعية.

رابعا- أهداف حوكمة الشركات:

تعمل مبادئ ومعايير حوكمة الشركات على تحقيق العديد من الأهداف نذكر منها[18]:

1- تحسين قدرة المشروعات على تحقيق أهدافها من خلال تحسين الصورة الذهنية والانطباع الايجابي عنها؛

2- تحسين عملية صنع القرار في الشركات، بزيادة إحساس المديرين بالمسؤولية وإمكانية محاسبتهم من خلال الجمعيات العامة؛

3- تحسّين خاصية مصداقية البيانات والمعلومات وتحقيق سهولة فهمها عبر الحدود؛

4- إدخال اِعتبارات القضايا البيئية والأخلاقية في منظومة صنع القرار؛

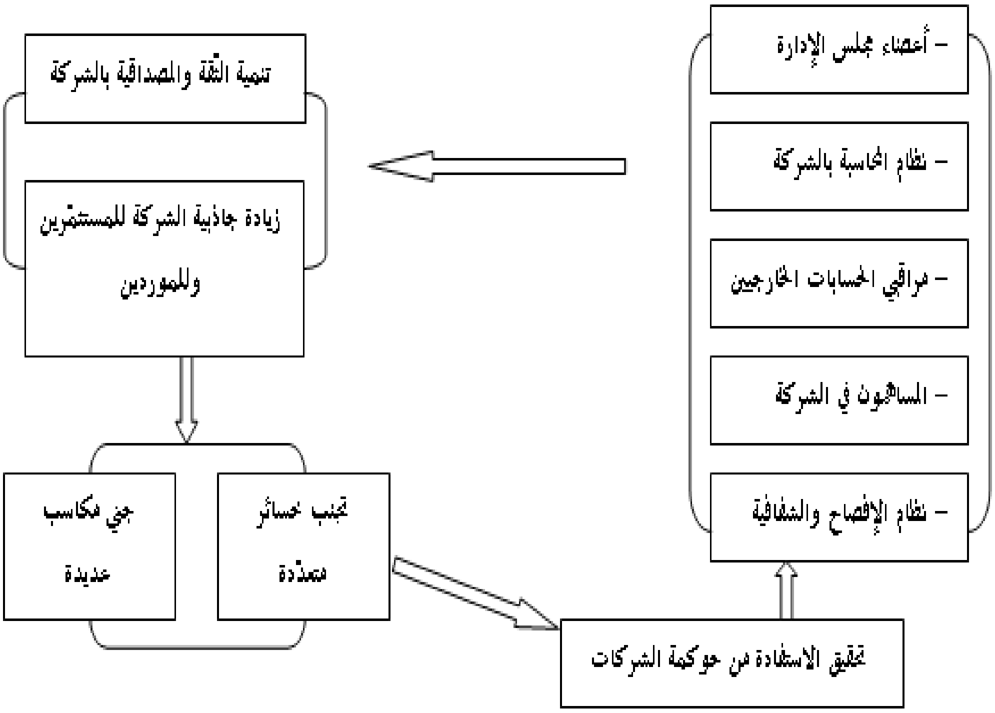
5- تحسّين درجات الشفافية والوضوح والإفصاح ونشر البيانات والمعلومات؛

6- زيادة قدرة المشروعات على تحسين موقفها التنافسي وجذب اِستثمارات ورؤوس أموال أخرى؛

7- زيادة قدرة الإدارة على تحفيز العاملين وتحسّين معدّلات دوران العمالة واِستقرار العاملين.

وتسمح حوكمة الشركات كذلك، بخلق الثقة بين المتعاملين في زمن الانهيارات والفضائح المالية، وتمكن خاصة المستثمرين الماليين والمؤسسيين من الحصول على وسائل تقوم حقيقة بالرقابة على إدارة أصولهم الموزعة على عدّة محافظ وشركات[19]، وتؤدي إلى تعظيم المنافع وزيادة اِستفادة الشركات من خلال توضيح المسؤوليات والواجبات والمهام الخاصة بالأطراف ذات الصلة[20]، والشكل الآتي يوضح ذلك:

الشكل رقم 01 : الاستفادة من عمليات حوكمة الشركات



المصدر: محسن أحمد الخضيري، **حوكمة الشركات**، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة مصر، 2005، ص189.

المحور الثاني: **مفاهيم عامة حول كفاءة السوق المالية، تعريفها، متطلباتها وشروطها**.

أثارت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتماما الباحثين والمتعاملين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فوفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين

مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

أولا- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفأة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية.

كما يقصد بالسوق الكفء ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم[21]، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك الأسهم من مخاطر،

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بالكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسملة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها، ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفؤة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.

ثانيا- متطلبات كفاءة السوق المالية:

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصتين أساسيتين وهما[22]:

1- كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

2- كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستجعلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي[23]:

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛

وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق والاتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه؛

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة ويشكل بحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام؛

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛

كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون

محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

المحور الثالث: تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات للرفع من كفاءة وأداء السوق المالية.

أولا- الحوكمة وشروط القيد بالبورصة:

تعد الحوكمة من أهم الشروط التي يجب أن تتقيد بها الشركات حتى يمكنها أن تقيد أوراقها المالية بالبورصة، لهذا الغرض يصبح من واجب سلطات الضبط الممثلة بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة أن تلزم الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط من شروط القيد، هذه القواعد نجد أنها تطبق على المستوى العالمي على الشركات، و تتمثل هذه القواعد فيما يلي[24]:

- ضرورة تقديم سيرة ذاتية عن كل مرشح لعضوية مجلس إدارة الشركة إلى المساهمين إذا تمت دعوتهم للتصويت على أعضاء المجلس، كما يتوجب أن تكون للأعضاء غير التنفيذيين خبرات أو مهارات فنية أو تحليلية من شأنها أن تقدم للمجلس وللشركة دفعا إيجابيا.

- التزام الشركات بوجود نظام محكم للرقابة الداخلية على أن يقدم مدير إدارة المراجعة الداخلية تقريرا ربع سنوي أو حسب المدة المتفق عليها في اللوائح إلى مجلس الإدارة وإلى لجنة المراجعة للتأكد من مدى التزام الشركة بأحكام القانون والقواعد المنظمة لنشاطها، وأن يكون لشركة مراقب حسابات خارجي يكون مستقلا عن إدارتها الداخلية بالإضافة إلى وجود مراجعة يكون لديها مهام محددة.

- الإفصاح عن السياسات الاجتماعية للشركة على الأقل مرة واحدة في السنة بحيث يتم مراعاة أن تكون السياسات المعلن عنها واضحة وغير مضللة مع ضرورة ربط الشركة بالمجتمع المحيط بها مع مراعاة قواعد تجنب تعارض المصالح.

- تطبيق عقوبات على الشركات غي الملتزمة بقواعد الحوكمة، بحيث تتراوح هذه العقوبات بين الغرامات المادية والإيقاف. ومن بين الجزاءات التي تتعرض لها الشركات الإعلان عن الشركات التي لم تلتزم بقواعد الحوكمة مع التشديد على أن الشطب من البورصة يعد عقوبة غير مستبعدة عن هذه الشركات.

ثانيا- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحوكمة الشركات:

يقع على عاتق لجنة تنظيم ومراقبة البورصة تحضير لوائح وقوانين حوكمة الشركات التي تهدف من خلالها إلزام مجالس إدارات الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بأن تضمن أفضل ممارسة لأساليب وطرق الحوكمة التي تكفل حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح ذوي العلاقة بعمل الشركات، وهذه القوانين تتعلق ببعض الجوانب التالية[25]:

- تحديد الحقوق العامة للمساهمين التي لها علاقة بالسهم وعلى وجه الخصوص حصة الأرباح التي يتقرر توزيعها بما في ذلك الحصول على حصة من أصول الشركة عند التصفية، وكذلك حق حضور جمعيات المساهمين والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، وكذا حق التصرف في الأسهم، وحق الإطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها ومراقبة أعمال مجلس الإدارة ورفع دعوى المسئولية على أعضاء المجلس بهدف تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات التي تجعلهم يمارسون حقوقهم على أكمل وجه.

- ضرورة توفير للمساهمين المعلومات بهدف ضمان ممارسة الحقوق بطريقة تضمن بأن تكون هذه المعلومات دقيقة وشاملة مع تقديمها للمساهمين بطرق مستحدثة ومنتظمة في المواعيد المحددة، مع عدم التمييز بين المساهمين في توفير المعلومات.

- ضرورة وضع الأنظمة وضوابط الرقابة الداخلية والإشراف العام على أعمال الشركة.

- أهمية التأكد من سلامة الأنظمة المالية والمحاسبية، بما في ذلك الأنظمة التي لها علاقة بإعداد التقارير المالية، إضافة إلى التأكد من تطبيق أنظمة رقابية مناسبة لإدارة المخاطر والمراجعة السنوية لمدى صحة وفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

- وضع سياسة مكتوبة لتنظيم تعارض المصالح المحتملة لكل من أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية والمساهمين.

- تحديد مسئوليات مجلس الإدارة المتمثلة في الالتزام بالقيام بجميع المهام التي تحقق مصلحة الشركة بالشكل الذي يضمن حسن النية والجدية في الأداء من طرف الأعضاء باعتبار أن مجلس الإدارة يمثل جميع المساهمين.

- تحديد الصلاحيات التي يفوضها مجلس الإدارة للإدارة التنفيذية وإجراءات اتخاذ القرار ومدة التفويض.

- ضرورة تقديم الشركة لمعلومات شاملة عن كل ما يتعلق بالشركة لجميع أعضاء مجلس الإدارة وعلى وجه الخصوص أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين.

- التشديد على عدم دخول مجلس إدارة الشركة في عقود قروض تتجاوز مدتها آجال محددة أو بيع عقارات خاصة بالشركة أو رهنها أو إبراء مديني الشركة من التزاماتهم إلا إذا كان مصرحا بذلك وفق نظام الشركة وبالشروط الواردة بالنظام. ولا يجوز للمجلس القيام بإحدى هذه التصرفات في حالة عدم تضمين نظام الشركة لهذه الضوابط والأحكام، ومن ثمَّ تصبح الجمعية العامة هي الجهة الوحيدة التي بإمكانها أن تجيز القيام بهذه التصرفات.

- تحديد الشروط المرتبطة بتكوين مجلس الإدارة.

- وجوب تشكيل لجنة مراجعة مكونة من أشخاص غير أعضاء في مجلس الإدارة التنفيذي، ويقوم بتشكيل هذه اللجنة مجلس الإدارة، حيث تقوم هذه اللجنة على سبيل المثال بالإشراف على إدارة المراجعة الداخلية في الشركة بغرض التأكد من مدى فعاليتها في تنفيذ المهام الموكلة إليها من قبل مجلس الإدارة بالإضافة إلى دراسة السياسات المحاسبية المتبعة مع إبداء الرأي والتوصية لمجلس الإدارة مع دراسة القوائم المالية الأولية والسنوية قبل عرضها على مجلس الإدارة.

- تحديد الطريقة التي بموجبها يتم احتساب المكافآت والتعويضات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة مع إمكانية أن تصبح هذه التعويضات على شكل راتب معين أو بدل حضور عن الجلسات أو مزايا عينية أو نسبة معينة من الأرباح.

- اشتراط عدم جواز أن يكون لأي عضو من مجلس الإدارة أي مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة إلا بترخيص من الجمعية العامة، وذلك لتجنب التعارض في المصالح.

- اشتراط عدم جواز لأي من أعضاء مجلس الإدارة بغير ترخيص من الجمعية العامة أن يشترك في أي عمل من شأنه منافسة الشركة أو يتاجر في أحد فروع النشاط الذي تزاوله الشركة[26].

إن الهدف من تحضير هذه اللوائح والقوانين من طرف سلطات الضبط هو الحفاظ على حقوق المساهمين وجميع الأطراف التي لها علاقة بأعمال الشركة، لأن ذلك من شأنه أن يجنب الاقتصاد والاستثمارات المحلية من حدوث حالات انهيار الشركات بسبب الممارسات الخاطئة من قبل الإدارة والمديرين التنفيذيين كما حدث في عدد كبير من دول العالم ولعدد كبير من الشركات العملاقة.

ثالثا- مبادئ حوكمة الشركات كضابط من ضوابط السوق المالي:

بدأت معظم الأسواق المالية التفكير في إلزام الشركات المقيدة في البورصة بأن تكون ملتزمة بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط جديد من شروط القيد، هذه القواعد مطبقة عالميا على الشركات و تقوم الهيئة العامة لسوق المال بإصدار قواعد الحوكمة في صورتها النهائية مع منح فترة زمنية لهذه الشركات كي تنظم أمورها لتتوافق مع حوكمة الشركات.

وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق المتقدمة نجد أن جميعها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات.

ولكن في الأسواق الناشئة نجد أن هناك الكثير من تلك الأسواق التي لا تطبق هذا النظام نظرا لعدة أسباب تتمثل في إن هناك الكثير من الآليات الضرورية المفقودة في تلك الأسواق و التي هي في اشد الاحتياج إليها لتطبيقها والعمل بها.

ولعل هذه الأسباب وتلك السلبيات هي من أهم الأسباب وراء ضعف كفاءة أسواق رأس المال في الدول الناشئة و التي حالت دون وصول هذه الأسواق إلى أية صيغة من الكفاءة المتعارف عليها بما فيها صيغة الكفاءة الضعيفة.

وبتحليل الفترات الزمنية التي مرت بها الأوراق المالية وما استتبعه ذلك من عمليات جذب وتنشيط الشركات لكي تقوم بقيد أسهمها لدى البورصة كمنح بعض المزايا الضريبية فيجب العمل على تطوير هذا النظام وان تكون بورصة الأوراق المالية سوقا فعلية لمن يرغب في بيع وشراء أسهم الشركة و الو الحصول على تمويل ذاتي لإجراء بعض التوسعات لدى شركته.

من ناحية أخرى، فان تطبيق قواعد الحوكمة ستزيد من ثقة المستثمرين و المساهمين في أداء الشركات وتضمن لهم حقوقهم لأن احد متطلباتها، رفع مستوى الشفافية لتحقيق كفاءة الأسواق لأنها تضمن حقوق المساهمين الأساسية كحق المساهمين في المشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالتغيرات الجوهرية في الشركة وحق المساهمين في المشاركة بفعالية، والتصويت في اجتماع الجمعية العامة و إعلامهم بالقواعد بما في ذلك إجراءات التصويت التي تحكم اجتماعات الجمعية العامة، ووجوب الإفصاح عن الهيكل المالي للشركة.

تؤثر الحوكمة على السوق المالي بتأثيرها على الشركات من حيث حجم التداول، أسعار الأسهم ودعم الثقة بين الأطراف المتعاملة.

حيث أن التطبيق الفعلي لقواعد الحوكمة يحقق الشفافية و العدالة و يجيز مساءلة إدارات بما يحمي المساهمين وحملة الوثائق جميعا ويراعي مصالح العمل والعمال و الحد من استغلال السلطة مما ينعكس إيجابا على تنمية الاستثمار وتشجيع تدفقه وتنمية المدخرات الوطنية وتعظيم الربحية و إتاحة فرص عمل جديدة.

كما يزيد من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين، مما يشجع على نمو القطاع الخاص، ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات، وتحقيق الأرباح.

إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملا مهما في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة وضمان استمراريتها في أداء أعمالها، حيث أن الحوكمة تسهم في جذب الاستثمارات الأجنبية و المحلية، وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي و الإداري.

أن الحوكمة الجيدة للشركات ترفع من معدلات الإفصاح و الشفافية وتقدم المعلومات المالية التي تساعد على تحسين الأداء وتنويع استثمارات الشركات مما يزيد من معدلات العائد على استثماراتها، فمما لاشك فيه أن الحوكمة هي احد المجالات التي تؤدي إلى إنعاش الاقتصاد ورفع كفاءة الأسواق من خلال حماية استثمارات الوطنية، ومنح هؤلاء المستثمرين الثقة في نظام الدولة الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة والغير مباشرة.

رابعا- آليات تنفيذ مبادئ حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة:

إن التطور المتزايد والمتجدد لآليات الأسواق المالية يفرض المزيد من الضغوط لإضافة آليات جديدة إلى دليل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تتوافق مع إجراءات التوجه إلى السوق من شأنها أن تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات وهي[27]:

- مطالبة الشركات بوضع سجلات مستقلة للأسهم؛
- وضع معايير للشفافية والتقارير المتعلقة ببيع الأصول الأساسية؛
- وضع قواعد تساعد على قيام مجلس الإدارة بمسؤولياته؛
- وضع إطار متوازن لمشاركة أصحاب المصالح في نشاطات الشركة؛
- الحاجة إلى وضع معايير دولية مقبولة للمحاسبة؛
- توضيح وظائف المحاسبة الداخلية في الشركة مع ضم محاسبين من خارج الشركة إلى لجان المراجعة؛
- رفع كفاءة الأجهزة الإشرافية والقضائية والرقابية؛
- الاستفادة من الخبرات الفنية و الإدارية المتاحة لدى الشركات.

من الملاحظ أن هذه الآليات السالفة الذكر بالرغم من أهميتها، إلا أنها مصممة بالدرجة الأولى للشركات المسجلة في أسواق الأوراق المالية، أي تعمل في بيئة قانونية وتنظيمية فعالة وبدرجة كافية من التنافس، ولكن الكثير من الأسواق الصاعدة تكون إما خالية من أسواق الأوراق المالية أو أن تكون أسواقها في أوج مراحل تطورها، فجميع الدراسات التي تمت على البورصات في الأسواق الناشئة تظهر أن جميع هذه البورصات لم تصل بعد إلى أقل صيغ الكفاءة أي الضعيفة، مع ما لهذه الصيغة من سلبيات، كما يمكن إيجاد أنه في الاقتصاديات النامية تغيب عنها مجموعة المؤسسات التي تقدم الإطار القانوني أو التنظيمي الأساسي البيئة التنافسية تتسم بذاتية التنفيذ، هذا ما يؤدي إلى استخلاص غياب الضوابط الخارجية أو ضعفها، فإذا غاب هذا الإطار تصبح الضوابط الداخلية قليلة التأثير وبالتالي احتمال فشل تطبيق حوكمة الشركات[28].

خامسا- واقع الحوكمة في السوق المالي بالجزائر:

لا توجد قوانين صريحة تتعلق بالحوكمة في الجزائر، إلا أننا يمكن أن نجد بعض المواد والأحكام التنظيمية التي تشير إلى الحوكمة والتي تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خاصة تلك التي تتعلق بسلطة المراقبة والتحقيق المخولة لها في إطار السهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها حيث أنه يتعين على الشركات المسعرة أن تقوم عملا بنظام اللجنة الذي سبقت الإشارة إليه رقم 2000-02 المؤرخ في 2 جانفي سنة 2000 بنشر كشوفها المالية السنوية وكذا رأي محافظ أو محافظي الحسابات في صحة هذه الكشوف وقانونيتها، كما يتعين عليها أن تعلم الجمهور بكل معلومة مهمة أو بأي حدث يؤثر في نشاط الشركة أو في وضعيتها المالية[29]، أما عن الإحصائيات المتعلقة بنتائج تدخلات جهاز الضبط المتمثل في لجنة تنظيم البورصة ومراقبة عملياتها فلا توجد معلومات صريحة عن حجم التدخلات وعددها التي قامت بها اللجنة في إطار مباشرة مهامها والتي من المفروض أن تتم الإشارة إليها من خلال التقارير السنوية للهيئة كما هو الشأن بالنسبة لبورصتي مصر وتونس. إلا أننا يمكن أن نقف على بعض الملاحظات التي سجلتها اللجنة في تقاريرها السنوية والتي تشير في غالب الأحيان إلى أن الشركات المسعرة في البورصة قامت بإيداع كل الكشوف المالية والتقارير المتعلقة بالتسيير وتقارير محافظي الحسابات لدى اللجنة زيادة على قيامها بالنشر الاعتيادي لمستخرجات من المعلومات المالية في جريدة أو جريدتين يوميتين ذات وتوزيع وطني كما هو الشأن في التقارير السنوية لسنوات 2004-2005-2006. إلا أننا في هذا الإطار يمكن أن نشير إلى أن اللجنة لا يصعب عليها متابعة ومراقبة الشركات المسعرة في البورصة وإرغامها على تقديم بياناتها للفحص من طرف مصالحها وذلك نظرا لمحدودية عدد هذه الشركات.

النتائج:

إن وجود نظام لحوكمة الشركات ينطوي على العديد من الإجراءات التي من شأنها ضمان استقرار وكفاءة سوق المال في أي بلد ومن هذه الإجراءات:

- وجود نظام فعال للتداول الالكتروني .
- تطبيق نظم التسوية والمقاصة والحفظ المركزي آليا.
- وجود قواعد فعالة للقيد في البورصة، بحيث تضمن عدم إدراج الشركات الخاسرة أو الصغيرة.

- وجود معايير محاسبة ومراجعة تتسق مع معايير المحاسبة والمراجعة العالمية .

- إلزام الشركات بتقديم تقارير مالية مراجعة ومعتمدة من جهات محايدة بشكل منتظم وربع سنوي.

- إنشاء جمعية للمحاسبين والمراجعين القانونيين، قد تكون تابعة لهيئة سوق المال، تكلف بمراجعة التقارير المالية للشركات على أن تتلقى أتعابها من هيئة سوق المال وترفع إليها نتائج تقاريرها.

أخيرا فان التطبيق الجيد لمبادئ حوكمة الشركات إذا ما تم انجازها بشكل سليم فإنها تمثل سبيل التقدم لكل من الأفراد والمؤسسات والمجتمع ككل , لان ذلك يضمن للإفراد قدرا مناسبا من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم واستقرار تقدم الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات.

إن حوكمة الشركات الجيدة تؤدى إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية والقابلية للمحاسبة الاجتماعية.

كما أن تطبيق لوائح الحوكمة من شأنه أن يحد من حدوث الأزمات في السوق المالي، حيث بينت التجارب والدراسات بأن معظم الأزمات التي عصفت بالمؤسسات المالية والمصرفية مردها غياب إطار لحوكمة الشركات فيها، ضف إلى ذلك أن حوكمة الشركات من شأنها تفعيل أداء وكفاءة الأسواق المالية في ظل رشادة اقتصادية ومالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق.

التوصيات:

1- ضرورة وجود هيئات رقابية من قبل السوق المالي على الشركات المدرجة بشكل أكثر فاعلية مما هو معمول به حاليا و الذي من شأنه أن يعمل على تعزيز كفاءة السوق المالي.

2- تبني مبادئ الكفاءة والمسئولية والشفافية والعمل على أساس آليات السوق للرفع من أداء وفعالية السوق المالي؛

3- تفعيل دور وسائل الإعلام في إطار الحوكمة خاصة في مجال تنشيط سوق الأوراق المالية؛

4- الحرص على تطبيق المعايير الدولية للحوكمة وتسريع وتيرة الإصلاحات الكفيلة التي من شأنها أن ترفع من أداء وكفاءة السوق المالي؛

5- تأسيس نظام لحوكمة الشركات قائم على أساس القواعد ولا العلاقات؛

6- العمل على إرساء هيكلة متينة للحوكمة وتبني مواثيق حوكمة الشركات.

الهوامش والمراجع:

[أ] هناك العديد من المصطلحات : فنجد من يستخدم حوكمة الشركات، ومنهم من يستخدم مصطلح الحكامة المؤسساتية وآخرون يستخدمون مصطلح الحوكمة المؤسسية ، كما نجد استخدام مصطلح الإدارة الرشيدة للشركات: ومهما تعددت المصطلحات فالمفهوم يبقى واحدا ومحل اتفاق وهو تحسين أداء الشركات بما يضمن مصالح جميع الأطراف ذات الصلة بالشركة

[1] Yvon pesqueux, **le gouvernement de l'entreprise comme idéologie**, édition marketing, paris, 2000, p 23

[2] Zamir iqbal et abbas mirakhor**, stakeholders model of governance in islamic economic system**, the fifth international conference on islamic economics and finance: sustainable development and Islamic finance in muslims countries, 7-9october2003, kingdom of Bahrain, p964

[3] مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)،دليل حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، 2001، ص5

[4] International finance corporate (IFC), corporate governance: why corporate governance, 2005, p1.

[5] Maali qasem, white paper an action plan, corporate governance and social responsibility forum, Jordan, march 13 -2007, p1.

[6] Luc boyer et noël equilbey, organisation : théories et applications, édition d'organisation, pris, deuxième édition, mars 2003, p397

[7] هالة السعيد (كلمة الجلسة الافتتاحية)، الحوكمة من المنظور المصرفي، ورشة عمل(2)، القاهرة (مصر)، 5 فبراير2003.

[8] محسن حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، بنك الاستثمار القومي، مصر،يونيه،جوان2007، ص3.

[9] Bertrand richard et Dominique miellet, la dynamique du gouvernement d'entreprise, édition d'organisation, paris, 2003, p1

[10] Yvon pesqueux, op-cit, 2000, p24

[11] Moffett, M. and others, Governance and Performance, Theory- Based Evidence from US Coast Guard Inspections, Bush School Working Paper N^O 406, March 2004.

12 سحنون جمال الدين، شروط بروز الأسواق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادي، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008، ص ص121-122.

13 Adrian fares, corporate governance in Egypt from a banking perspective, workshop(2), CG from a banking perspective (CIPE), Egypt, February 5.2003, pp2-3.

14 محسن أحمد الخضيري، محسن أحمد الخضيري، حوكمة الشركات، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة مصر، 2005، ص ص105-107.

15 مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE)، مرجع سبق ذكره، ص7.

16 نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة بجامعة المنصورة 2007 ص307

17 الهيئة العامة لسوق المال، مصر، التقرير السنوي، 2004، ص21.

18 محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص ص22-23 .

19 Hervé Alexandre et Mathieu paquerot, efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants, finance contrôle stratégie, N° 2 , volume 3, juin 2000, p 6

20 محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص189.

21 منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص ص489-490.

22 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص191-192.

23 محمد مطر إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص ص133- 134.

24 سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص127.

25 نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص372- 375.

[26] نفس المرجع السابق، ص ص 374 -375.

[27]- سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 130.

[28] نظير رياض محمد الشحات – إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 385.

[29]- سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص266- 267.