



الحوكمة المؤسسية كأداة لتنشيط سوق رأس المال في الدول العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي -

اقتصاديه

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة

: مالية وحاكمية المؤسسات

:

■ . عمري ريمة

:

■

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

و لئن شكرتم لأزيدنكم "

الحمد لله الذي رزقنا من العلم ما لم نكن نعلم ووفقنا في هذا

و لم نكن لنصل إليه لولا فضل الله علينا أما بعد:

أهدي ثمرة عملي هذا إلى الشمعة التي أنارت دربي و فتحت لي أبواب العلم

و المعرفة إلى أعز إنسان في الوجود "أمي" أطال الله في عمرها.

إلى من سعى جاهدا في رعايتي و تربيتي و تعليمي و توجيهي

إلى من كان رمز القوة و النقاء، إلى من كان قدوتي في التربية

و الأخلاق إلى "أبي" .

إلى من شاركوني تفاصيل الحياة و أمضيت معهم أسعد الأوقات

إلى دفء البيت و سعادته

إلى إخوتي الأعزاء

" إلى من ذكرهم قلبي و لم يذكرهم قلمي "

شكرو عرفان

نعمه، و الشكر لله سبحانه على وافر آلائه، الحمد لله الذي بلغنا
مرادنا، الحمد لله الذي هدانا لهذا و ما كنا لنهتدي لولا هدايا الله.

هذه المذكرة التي

تكون مرجعا يستفاد منه.

بجزيل الشكر "عمري ريمة" جهدا في
توجيهه .

الأساتذة الذين تتلمذنا على أيديهم و نهلنا من فضل علمهم حفظهم الله.

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير و على رأسها عميد الكلية
و رئيس قسم علوم العلوم الاقتصادية.

القائمين على مكتبة جامعة محمد خيضر و نشكر كل من أمد يد العون كيف
ما كان و تحمس له .

في الأخير أشكر دفعة سنة ثانية مالية و حوكمة الشركات و أتمنى لهم التوفيق في

ملخص الدراسة:

حاولت في هذه المذكرة معالجة موضوع دور حوكمة الشركات في تنشيط سوق رأس المال في الدول العربية مع دراسة حالة سوق المال السعودي، حيث تم تركيز الاهتمام في هذه الدراسة على دور الإفصاح والشفافية في تنشيط السوق السعودي.

وبعد استعراض المفاهيم النظرية الخاصة بحوكمة الشركات وسوق رأس المال و العلاقة بينهما تأتي الدراسة التطبيقية حيث قمت بدراسة أداء السوق المالي السعودي في محاولة إبراز واقع الحوكمة في ومدى مساهمتها في استقرار هذا السوق وزيادة نشاطه وقد خلصت الدراسة إلى نتائج من أهمها أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يحقق قدرا ملائما من الثقة و الطمأنينة للمستثمرين ومستخدمي القوائم المالية، مما ينعكس على حالة السوق لآكن في ضل الأزمات التي مرت بها السعودية لم تستطع الحوكمة تلبية تطلعات القائمين عليها وتبقى المملكة تبذل جهود مستمرة لتفعيل حوكمة الشركات وذلك بمختلف القوانين والإجراءات التي تطبقها على الشركات المدرجة في السوق.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، سوق رأس المال، الإفصاح والشفافية

Abstract :

I attempted in this dissertation to address the issue of the role of corporate governance in the revitalization of the capital market in the Arab countries (case study the Saudi Arabia capital market) . The focus of attention in this study on the role of disclosure and transparency in the revitalization of the Saudi market.

The applied study comes after a review of the theoretical concepts of corporate governance and capital market and the relationship between them, where where you study the Saudi financial market performance before applying the governance system and after application (2000-2013) in an attempt to highlight the reality of governance and their contribution to the stability of the market and increase its activity, The study has been concluded on the results of the most important that the application of the principles of governance to achieve an appropriate level of trust and confidence of investors and users of financial statements, which is reflected on the state of the market, but, in the light of the crisis experienced by Saudi Arabia, governance could not meet with the aspirations of those who made it, the Kingdom remains making continuous efforts to activate corporate governance by various laws and procedures applied on the listed companies in the market.

Key words: corporate governance, capital market, disclosure and transparency

الفهرس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	الإهداء
II	شكر وعرفان
III	ملخص
IV	فهرس المحتويات
X	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال
(أ- ٥)	مقدمة
(36-01)	الفصل الأول: الاطار النظري لحوكمة الشركات
01	تمهيد
02	المبحث الأول: الايطار المفاهيمي لحوكمة الشركات
02	المطلب الأول: نشأة وتطور حوكمة الشركات
04	المطلب الثاني: مفهوم حوكمة الشركات
07	المطلب الثالث : أهمية حوكمة الشركات و أهدافها
08	الفرع الأول : أهمية حوكمة الشركات
10	الفرع الثاني : أهداف حوكمة الشركات
13	المبحث الثاني : الايطار العملي لحوكمة الشركات
13	المطلب الأول : مبادئ حوكمة الشركات
12	الفرع الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات
15	الفرع الثاني : حقوق المساهمين و الوظائف الأساسية لأصحاب حقوق الملكية
17	الفرع الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين
17	الفرع الرابع : دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات
18	الفرع الخامس : الإفصاح والشفافية
20	الفرع السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة
21	المطلب الثاني : محددات حوكمة الشركات
21	الفرع الاول : المحددات الخارجية

22	الفرع الثاني : المحددات الداخلية
24	المطلب الثالث: الأطراف المعنية بتطبيق قواعد حوكمة الشركات
24	الفرع الاول: المساهمين
24	الفرع الثاني: مجلس الإدارة
25	الفرع الثالث: الإدارة
25	الفرع الثالث: أصحاب المصالح
27	المبحث الثالث : نظريات و تجارب بعض الدول
27	المطلب الأول : النظريات المؤدية لظهور حوكمة الشركات
27	الفرع الأول: نظرية الوكالة
29	الفرع الثاني : نظرية تكلفة الصفقات
29	الفرع الثالث : نظرية التجذر
30	المطلب الثاني : تجارب بعض الدول في الحوكمة
31	الفرع الاول : تجربة المملكة المتحدة
32	الفرع الثاني : تجربة فرنسا
33	المطلب الثالث : تجربة حوكمة الشركات في الدول العربية
34	الفرع الاول : تجربة مصر
35	الفرع الثاني : تجربة تونس
36	خلاصة الفصل
(93-37)	الفصل الثاني: أسواق رأس المال العربية في ظل تطبيق نظام الحوكمة
37	تمهيد
38	المبحث الأول: الايطار النظري لسوق رأس المال
38	المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال
38	الفرع الأول: تعريف سوق رأس المال
39	الفرع الثاني: وظائف أسواق رأس المال
41	المطلب الثاني: مكونات سوق رأس المال
41	الفرع الأول: السوق الأولية
42	الفرع الثاني: السوق الثانوي
46	المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال
46	الفرع الأول: الأسهم

52	الفرع الثاني: السندات
56	الفرع الثالث: المشتقات المالية
57	الفرع الرابع: الصكوك الإسلامية
61	المبحث الثاني: سوق رأس المال في الدول العربية
61	المطلب الأول: نشأة و تطور سوق رأس المال في الدول العربية
61	الفرع الأول: نشأة سوق رأس المال في الدول العربية
63	الفرع الثاني: عوامل نشأة و تطور الأسواق المالية العربية
64	المطلب الثاني: خصائص أسواق رأس المال العربية
64	الفرع الأول: من حيث نشاط السوق الأولي
64	الفرع الثاني: ضآلة حجم السوق
65	الفرع الثالث: التقلبات الشديدة في الأسعار
65	الفرع الرابع: درجة تركيز التداول
66	الفرع الخامس: الفرص المتاحة للتنوع
66	الفرع السادس: ضعف درجة السيولة
67	المطلب الثالث: نحو سوق مالية عربية موحدة
67	الفرع الأول: نشأة مقترح سوق مالية عربية
69	الفرع الثاني: معوقات إنشاء سوق مالية عربية موحدة
71	الفرع الثالث: شروط قيام أسواق مالية عربية
73	المبحث الثالث: دور حوكمة الشركات في تنشيط سوق رأس المال
73	المطلب الأول: الإفصاح والشفافية للمعلومات المحاسبية
73	الفرع الأول: مفهوم المعلومات المحاسبية
77	الفرع الثاني: مفهوم الإفصاح و الشفافية
80	المطلب الثاني: تأثير المعلومات المحاسبية على سوق رأس المال في ظل الحوكمة
80	الفرع الأول: تأثير المعلومات المحاسبية على القرارات الاستثمارية في سوق رأس المال
82	الفرع الثاني: الحوكمة كوسيلة لتخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال
85	المطلب الثالث: كفاءة سوق رأس المال العربية في ظل الحوكمة

85	الفرع الأول: كفاءة سوق رأس المال
86	الفرع الثاني: دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق رأس المال
88	الفرع الثالث : اثر الحوكمة على سوق رأس المال
90	الفرع الرابع: علاقة الأسواق المالية العربية بنظام حوكمة الشركات
93	خلاصة الفصل
(151-95)	الفصل الثالث: سوق رأس المال السعودي في ظل تطبيق نظام الحوكمة
95	تمهيد
95	المبحث الأول: الإطار العلمي والعملية لسوق رأس المال السعودي
95	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق رأس المال السعودي
95	الفرع الأول: التطور التاريخي لسوق رأس المال السعودي
97	الفرع الثاني: سمات سوق المال السعودي
98	الفرع الثالث: أهداف سوق رأس المال السعودي
98	المطلب الثاني: البنية التنظيمية للسوق رأس المال السعودي
99	الفرع الأول: هيئة السوق المالية
99	الفرع الثاني: السوق المالية السعودية (تداول)
101	الفرع الثالث: مركز إيداع الأوراق المالية
101	الفرع الرابع: لجنة الفصل في المنازعات
101	الفرع الخامس: لجنة الاستئناف
102	المطلب الثالث: المتعاملون والأدوات في سوق رأس المال السعودي
102	الفرع الأول: المتعاملون في سوق رأس المال السعودي
105	الفرع الثاني: أدوات سوق رأس المال السعودي
106	المطلب الرابع: موقع سوق رأس المال السعودي من الأسواق المالية العربية
109	المبحث الثاني: اتجاهات الحوكمة في السعودية
109	المطلب الأول: نشأة و تطور سوق رأس المال في الدول العربية
110	المطلب الثاني: قوانين لائحة حوكمة الشركات في سوق رأس المال السعودي
110	الفرع الأول: حقوق المساهمين والجمعية العامة
112	الفرع الثاني: الإفصاح والشفافية
113	الفرع الثالث: مجلس الإدارة

118	المطلب الثالث: مؤشرات أداء سوق رأس المال السعودي
118	الفرع الأول: تطور المؤشر العام "TASI"
120	الفرع الثاني: تطور المؤشر العام الفترة 2000 إلى 2005
127	الفرع الثالث: تطور المؤشر العام الفترة 2007 إلى 2013
128	الفرع الرابع: تطور أداء السوق خلال الفترة 2007 إلى 2013
145	المطلب الرابع: معوقات ومبادرات تطبيق الحوكمة في السعودي
145	الفرع الأول: معوقات تطبيق الحوكمة في السعودية
146	الفرع الثاني: مبادرات تطبيق الحوكمة في السعودية
151	خلاصة الفصل
152	الخاتمة العامة
159	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
108	جدول رقم 01: أهم مؤشرات أسواق الأسهم العربية خلال عام 2009	01
120	جدول رقم 02: تطور حركة التداول في سوق الأسهم السعودية	02
122	جدول رقم 03: توزيع الشركات الأكثر نشاطا حسب قيمة التداول في السوق السعودية في نهاية عام 2005	03
124	جدول رقم 04: نسب تداول شركات المضاربة العشرين+ شركة الكهرباء لعام 200	04
125	جدول رقم 05: العائد على حقوق المساهمين للشركات الراضية في زيادة او تخفيض رأسمالها للفترة "2004-2000"	05
126	جدول رقم 06: أداء أسهم أكبر عشر شركات مضاربة في سوق الأسهم السعودية خلال الفترة 2004-2005	06
127	جدول رقم 07: تطور قيمة المؤشر خلال الفترة 2007-2013 (الوحدة نقطة)	07
129	الجدول رقم 08: إحصائيات تداول الأسهم خلال 2007-2014	08
133	الجدول رقم 09: تداول الاسهم حسب القطاعات لسنة 2007	09
135	جدول رقم 10: تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2008	10
136	جدول رقم 11: تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2009	11
138	جدول رقم 12: تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2010	12
140	جدول رقم 13: تداول الاسهم حسب القطاعات لسنة 2011	13
141	جدول رقم 14: تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2012	14
143	جدول رقم 15: تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2013	15

قائمة الأشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
07	خصائص حوكمة الشركات	01
12	أهداف حوكمة الشركات	02
23	محددات حوكمة الشركات	03
26	الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات	04
89	علاقة حوكمة الشركات بسوق رأس المال	05
121	تطور أداء السوق من حيث المؤشر العام و القيمة السوقية و القيمة الإجمالية للأسهم	06
123	تطور أداء السوق من حيث عدد الأسهم المتداولة و عدد الصفقات المتداولة	07

مقدمة

إن الوضعية التي تشهدها اقتصاديات الدول العربية، والتي تطبعها مظاهر التخلف في شتى مجالات التنمية قد شغلت حيزا كبيرا في كتابات المهتمين بالقضايا التنموية، لاسيما مع استفحال مظاهر الفقر، وتمادي اتساع الفجوة بينها وبين الاقتصاديات المتطورة، ولقد كادت تكون حاجة اقتصاديات البلدان النامية إلى سوق مالية شيء إلزامي لنهوض باقتصادياتها، وذلك لشدة تأثير الأسواق المالية على المشروعات والإنجازات الاقتصادية، خاصة الكبرى منها، ولهذا تسعى الدول العربية إلى إقامة ودعم مثل هذه الأسواق، حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

ويرجع الاهتمام بأسواق رؤوس الأموال على المستوي العالمي عموما ومستوى الدول العربية خصوصا لعدة أسباب كان من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول علي توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية وعدم قدرة الأفراد علي توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة، مما أصبح يتطلب البحث عن إيجاد وسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول ومما يعود على المستثمرين الأفراد بأرباح اكبر وبما لا يعرضها لمخاطر كبيرة وكذا حصول المستثمرين على اكبر العوائد بأقل مخاطرة ممكنة.

يعد مصطلح حوكمة الشركات من المصطلحات التي أخذت في الانتشار علي الساحة الدولية مؤخرا و هو المصطلح الذي يعني " أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة "

وظهرت الحاجة إلى الحوكمة نتيجة توجه العديد من الدول إلى تبني النظم الاقتصادية الرأسمالية، أي الاعتماد على شركات القطاع الخاص في تنمية اقتصادها المحلي، الأمر الذي أدى إلى كبر حجم تلك الشركات وإلى انفصال الملكية عن الإدارة وأخذت الشركات بالبحث عن تمويل لمشروعاتها بمصادر أقل تكلفة من القروض المصرفية، وذلك دفع الشركات إلى الاتجاه نحو الأسواق المالية وطرح أوراقها المالية للتداول، وقد نشأت حوكمة الشركات نتيجة القصور الذي تخلل القوانين والتشريعات التي تحكم ممارسة الأعمال والأنشطة التجارية والتي أدت إلي حدوث الكثير من حالات

الإفلاس والتعسير والعسر المالي للعديد من الشركات الضخمة التي تضرر من جرائها آلاف المساهمين وأصحاب رؤوس الأموال.

ومن خلال ما تقدم فإن هذه الدراسة تهدف إلى محاولة توضيح دور حوكمة الشركات في تنشيط سوق رأس المال في الدول العربية ومن هذا المنطلق يمكننا طرح الإشكالية التالية :

كيف تساهم حوكمة الشركات في تنشيط سوق رأس المال في الدول العربية؟

وانطلاقاً من هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية :

- ما المقصود بمصطلح حوكمة الشركات وفيما تتمثل متطلبات تطبيقها في الدول العربية ؟
- ما هي علاقة بين المعلومات المحاسبية وحوكمة الشركات في سوق رأس المال؟
- ما هو دور حوكمة الشركات في تنشيط أسواق رؤوس الأموال العربية؟
- ما هو واقع حوكمة الشركات في سوق رأس المال السعودي؟ وهل استطاعت الحوكمة المساهمة في تنشيط واستقرار هذه السوق؟

فرضيات البحث:

وللإجابة على هذه التساؤلات نطرح الفرضيات التالية:

- يحتل نظام حوكمة الشركات أهمية كبيرة دولياً، تتضاعف هذه الأهمية في أسواق رأس المال العربية.
- المعلومات المالية والمحاسبية المفصح عنها هي المحدد الرئيسي لدرجة كفاءة سوق رأس المال.
- تعتبر مبادئ الحوكمة وخاصة الإفصاح والشفافية من بين أهم الأساليب التي تساهم في تنشيط أسواق رأس المال.
- لم يساهم تطبيق نظام حوكمة الشركات في سوق رأس المال السعودي برفع مستوى النشاط واستقرار هذه السوق.

أهمية البحث :

يساهم هذا البحث في التعرف على حوكمة الشركات وإبراز الدور المهم والملائم لتشجيع تطبيق مبادئ حوكمة الشركات المدرجة في السوق، وتكمن أيضا أهمية الموضوع في الدور الكبير التي تلعبه أسواق رأس المال كركيزة أساسية في نمو اقتصاديات الدول العربية والجهود المبذولة لرفع مستوى نشاط أسواق رأس المال وذلك بتطبيق مبادئ الحوكمة، حيث سنتعرف على واقع حوكمة الشركات في السعودية وكيفية تفعيلها في السوق المالي السعودي للرفع من نشاطه.

أهداف البحث :

يهدف البحث إلى الاجابة علي الإشكالية الرئيسة و إلى الوصول للأهداف التالية:

- الوقوف على الجوانب الفكرية لحوكمة الشركات.
- تبيان دور الحوكمة في تنشيط الأسواق المالية .
- تقييم مدى تطبيق الحوكمة في الأسواق المالية العربية والعراقيل المرتبطة بتطبيق هذا النظام.
- تحديد واقع الحوكمة في سوق رأس المال السعودي وأثر ذلك على استقرار وتنشيط هذه السوق.

أسباب اختيار الموضوع:

أسباب موضوعية:

الثورة التي أنشأها هذا المفهوم في عالم الاقتصاد بحيث أصبح يعتبر شعارا إصلاحيا لجميع الشركات.

نقص الدراسات في هذا المجال في المكتبة الجامعية ومحاولة لتعميم الفائدة ولو بشكل يسير.

أسباب ذاتية:

الاهتمام الشخصي بالموضوع باعتباره من المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات و تحولات متلاحقة.

الميل نحو هذا النوع من المواضيع قصد اكتساب معارف جديدة في هذا المجال.

ارتباط الموضوع بمجال التخصص، مالية و حوكمة الشركات.

حدود البحث:

المجال المكاني: تقتصر الدراسة على حالة السوق المالي السعودي

المجال الزمني: فترة الدراسة من 2000 الى 2013

المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث:

تبعاً للمتطلبات هذا الموضوع وطبيعة المعلومات التي يتناولها كان من الواجب اللجوء إلى

مناهج مختلفة في معالجة هذه الإشكالية , حيث اعتمدنا في ذلك على:

المنهج التاريخي (الإستردادي): والذي تم الاستعانة به في تتبع مراحل نشأة وتطور أسواق رأس

المال وحوكمة الشركات والحوكمة في أسواق رأس المال .

المنهج الوصفي التحليلي: حيث اعتمدنا على المنهج الوصفي في الفصل الأول و الثاني وذلك

بالدراسة النظرية لحوكمة الشركات وسوق رأس المال أما المنهج التحليلي فاعتمدنا عليه في تحليل

العلاقة بين حوكمة الشركات وسوق رأس المال.

أما الفصل التطبيقي فاعتمدنا علي منهج دراسة حالة في دراسة واقع حوكمة الشركات في

السوق السعودي ومدى مساهمة الحوكمة في تنشيط هذا السوق.

الدراسات السابقة :

1- صالح بن إبراهيم الشعلان: مدى التزام الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية بتطبيق الحوكمة"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، 2008.

و كانت الإشكالية المطروحة في هذه المذكرة هي: ما مدى إمكانية تطبيق الحوكمة في الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي؟

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى التزام الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية بتطبيق الحوكمة، ومدى فاعلية التطبيق واثـر ذلك على عمليات تداول أسهم تلك الشركات في سوق الأسهم السعودية، وأوضحت الدراسة أن أهم الأسباب والتداعيات التي أدت إلى ضرورة ظهور مصطلح الحاجة للحوكمة، تتمثل في خمسة عوامل هي الأحداث الدولية، وعصر العولمة، وجذب رؤوس أموال جديدة، ووجود الفساد الإداري واختلاف معايير الشفافية والإفصاح التي أصبحت عالمية، وقد كشفت الدراسة عن أن نسبة (57.1 %) من الشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودية خصصت إدارات مستقلة لمتابعة الحوكمة.

بينت الدراسة العوامل التي يمكن أن تساعد في نجاح تطبيق الحوكمة في الشركات المساهمة، منها: الالتزام بتطبيق المعايير المحاسبية المتعارف عليها واستقلالية لجان المراجعة مع وجود ضمان لفعالية الرقابة على الإدارة من قبل مجلس الإدارة.

2- اشرف درويش ابوموسري، حوكمة الشركات واثـرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، 2008.

و كانت الإشكالية المطروحة في هذه المذكرة هي: هل للحوكمة الفعالة تأثير على كفاءة وأداء سوق فلسطين للأوراق المالية ؟

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على مدى التزام الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالي الفلسطيني بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، كما تم خلال الدراسة معرفة مدى ملائمة القوانين والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل السوق المالي مع مبادئ حوكمة الشركات على أداء وكفاءة السوق المالي.

بينت نتائج الدراسة بان الشركات المدرجة في السوق المالي تلتزم بتطبيق بعض مبادئ حوكمة الشركات التزاما جزئيا، ولا تلتزم بتطبيق البعض الآخر، كما بينت الدراسات أن الإطار القانوني و الرقابي المنظم لعمل السوق الفلسطيني يتلاءم إلى درجة معقولة مبادئ حوكمة الشركات وبينت الدراسة وجود علاقة طردية بين تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وأداء وكفاءة السوق المالي.

3- عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية (تجارب بعض الدول العربية)، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير بجامعة شلف- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير 2009-2010، تناول في الدراسة أساسيات حول أسواق الأوراق المالية، تم تطرق إلى صناديق الاستثمار ومكونات محفظة الأوراق المالية، مبرزا الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية من عدة جوانب، ثم تناول واقع صناديق الاستثمار دورها في تنشيط أسواق الأوراق المالية من خلال دراسة تجربة السعودية ومصر، كما تطرق إلى صناديق الاستثمار في الجزائر كدراسة إستشرافية، وفي الأخير ختم بتقييم التجارب موضحا المشاكل والمعوقات التي تواجه صناديق الاستثمار.

4- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية - مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2013/2014، وجاءت إشكاليته كالآتي : ما مدي مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية ؟

هدفت الدراسة إلي إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية وكذلك أهميتها بالنهوض به، ولقد خلصت الدراسة إلي ما يلي :

- يشكل المناخ الاستثماري الملائم من جوانب وتشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية مطلب أساسي في قيام السوق و تطورها كما أن توفر مؤسسات مالية قادرة علي تعبئة الإدخار وتوفير الفرص الاستثمارية يعد مطلباً أساسياً لقيام سوق الأوراق المالية؛
- تدار صناديق الاستثمار من طرف جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية؛
- تستخدم إستراتيجيات معينة ، تحقق من خلالها مزايا عديدة يعجز المستثمر بانفراده عن تحقيقها و بذلك فهي وسيلة فعالة لتجميع المدخرات.

5- سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط و تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2009/2010، وجاءت الإشكالية كالآتي: إذا كانت سوق الأوراق تعتبر إحدى الركائز الأساسية للتطور الإقتصادي ، فما مكانتها ودورها في صيرورة الحياة الإقتصادية المعاصرة ؟

هدفت الدراسة لإجراء مسح مرجعي لنظرية الكفاءة السوقية والإجابة عن التساؤلات العديدة التي أثارته حول مدي واقعية الفروض القائمة عليها، ودورها في تمكين جهاز السعر في السوق من تنمية الإستثمارات وتوجيه الموارد المالية نحو المشاريع الأكثر مردودية والأقل مخاطرة. ولقد خلصت الدراسة إلي مايلي :

- أن من شأن سوق الأوراق المالية التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي ، تتمثل في التوجيه الكفؤ للموارد المالية "الإستثمارات" نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية؛
- توفير الحوافز المشجعة علي تراكم و تعبئة رؤوس الأموال؛

- إتاحة المعلومات و الوسائل المثلي للرصد و الرقابة علي أداء الشركات المساهمة.

الشيء الذي يميز بحثي من الدراسات السابقة المذكورة هو أن الدراسات السابقة منها ما تناولت الحوكمة في السوق الفلسطيني ومنها ما تناولت دور صناديق الاستثمار في تنشيط الأسواق المالية في الدول العربية أما هذه الدراسة التي قمت بها فقد تناولت دور حوكمة الشركات في تنشيط الأسواق المالية العربية وقمت بدراسة حالة السوق المالي السعودي.

هيكل البحث:

بغية الإلمام بكل جوانب الموضوع قمنا بتقسيمه إلي ثلاثة فصول، وهذا علي النحو التالي:

تناولنا في الفصل الأول "الإطار النظري لحوكمة الشركات" تطرقنا إلى نشأة و تطور حوكمة الشركات والمفاهيم والأهمية والأهداف بالإضافة إلى المبادئ التي تقوم عليها والمحددات، وكذلك الاطراف المعنية بتطبيقها، كما سنقدم تجارب بعض الدول العالمية و العربية.

أما في الفصل الثاني تناولنا اسواق رأس المال العربية في ظل تطبيق نظام الحوكمة وتطرقنا إلى مفهوم ووظائف ومكونات وأدوات سوق رأس المال كما تطرقنا إلى اسواق راس المال في الدول العربية عبر نشأة سوق راس المال في الدول العربية وخصائصها وسعي الدول العربية إلي لإنشاء سوق موحدة، كما تناول هذا الفصل دور حوكمة الشركات في تنشيط سوق رأس المال وذلك عبر الإفصاح والشفافية للمعلومات المحاسبية وتأثير المعلومات المحاسبية على سوق رأس المال في ظل الحوكمة.

أما الفصل الثالث تناولنا فيه سوق رأس المال السعودي في ظل تطبيق نظام الحوكمة حيث تطرقنا إلى نشأة وبنية سوق رأس المال السعودي والأدوات والمتعاملون فيه، كما تناول هذا الفصل

مقدمة

اتجاهات وقوانين ومؤشرات تطور أداء سوق رأس المال ومعوقات ومبادرات تطبيق الحوكمة في
السعودية.

الفصل الاول:

الإطار النظري لحوكمة

الشركات

تمهيد:

موضوع حوكمة الشركات أو ما يصطلح عليه بالحكم الصالح أو السليم أو الراشد من المواضيع التي اكتسب طابعا مميز في الآونة الأخيرة من طرف الباحثين والدارسين، على الصعيد الدولي والإقليمي، ولقد بدا الاهتمام بحوكمة الشركات اثر إفلاس بعض الشركات الدولية الكبرى مثل شركة انرون للطاقة و شركة وورلدكوم، وتعرض شركات دولية أخرى لصعوبات مالية كبيرة وانتهيار اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، فقد كانت هذه الانهيارات والأزمات المالية الكبرى هي التي جعلت موضوعات حوكمة الشركات في مركز الصدارة بالدول النامية والأسواق الصاعدة والاقتصاديات الانتقالية.

المبحث الأول : الايطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

تعاظم الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات في العديد من اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، وعقب الانهيارات الاقتصادية والمالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية في التسعينيات من القرن الماضي، وكذلك ما شهدته الاقتصاد الأمريكي من الانهيارات المالية والمحاسبية لأكبر الشركات الأمريكية.

وعليه سيتم التطرق إلي نشأة وتطور حوكمة الشركات، ثم مفهوم حوكمة الشركات، ومن ثم أهمية حوكمة الشركات وأهدافها.

المطلب الأول: نشأة وتطور حوكمة الشركات

يطلق مصطلح حوكمة الشركات على مستوى الاقتصاد الجزئي أي الشركات والمؤسسات، إذ يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة تعبر عن قدرة ربان السفينة الإغريقية ومهارته في قيادة السفينة وسط الأمواج والأعاصير والعواصف، وما يمتلكه من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة شريفة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب، ورعايته وحمايته للأمانات والبضائع التي في عهده وإيصالها لأصحابها، ودفاعه عنها ضد القراصنة وضد الأخطار التي تتعرض لها أثناء الإبحار فإذا ما وصل بها إلى ميناء الوصول، ثم عاد إلى ميناء الإبحار من مهمته سالما، أطلق عليه القبطان المتحوم جيدا¹ "good governer"، وعلى الرغم من الاستعمال الحديث لهذا المصطلح إلا أن ظهوره يعود لزمان بعيد، فالأساس النظري والتاريخي لحوكمة الشركات يرجع أولا لنظرية الوكالة التي يعود ظهورها أولا للأمريكيين Berls&means سنة 1932 الذين لاحظوا أن هناك فصل بين ملكية رأسمال الشركة وعملية الرقابة والإشراف داخل الشركات المسيرة وهذا الفصل له آثاره على مستوى أداء الشركة².

وفي عام 1976 قام كل من "jenses and meckling" بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ عن الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة، ولحق ذلك مجموعة من الدراسات العلمية والعملية والتي أكدت على أهمية

¹ محسن أحمد الخضير، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص 7.

² هوام جمعة، لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية و الإفصاح، رقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010، ص 2.

الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات وأثرها على زيادة ثقة المستثمرين في أعضاء مجالس إدارة الشركات، وبالتالي القدرة على جذب مستثمرين جدد سواء محليين أو أجانب وما يترتب على ذلك من تنمية اقتصاديات تلك الدول، وصاحب ذلك قيام العديد من دول العالم بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات عن طريق قيام كل من الهيئات العلمية بها والمشرعين بإصدار مجموعة من اللوائح والقوانين والتقارير التي تؤكد على أهمية التزام الشركات بتطبيق تلك المبادئ¹.

أما في عام 1987 قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين "AICPA" بتشكيل لجنة حماية التنظيمات الإدارية (The Committee Of Sponsoring Organization -COSO-) المعروفة باسم لجنة تريدواي والتي أصدرت تقريرها المتضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب في إعداد القوائم المالية، وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية وتعزيز مهمة المراجعة الخارجية أمام مجالس إدارة الشركات، ولقد كانت البداية الحقيقية للاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات حينما أصدرت لجنة الأبعاد المالية لحوكمة الشركات (Cadbury) في ديسمبر 1992 تقريرها والمشكل من قبل مجلسي التقارير المالية وسوق لندن لأوراق المالية بعنوان الأبعاد المالية لحوكمة الشركات ولقد أخذت حوكمة الشركات بعداً آخر بعد حدوث الأزمات المالية وإفلاس العديد من الشركات والفضائح المالية في كبريات الشركات الأمريكية في نهاية عام 2001، وعلى المستوى الدولي يعتبر التقرير الصادر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي بعنوان مبادئ حوكمة الشركات وهو أول اعتراف دولي رسمي بذلك المفهوم².

يمكن القول أن ثمة عوامل ارتبطت بالمناخ الاقتصادي في دول العالم ساهمت في خروج مفهوم حوكمة الشركات إلى العلن منها³:

1- الأحداث الأخيرة ابتداءً بفضيحة شركة إنرون Enron وما تلا ذلك من سلسلة اكتشافات تلاعب الشركات في قوائمها المالية التي كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي لها، بالتواطئ مع كبرى الشركات

¹ محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، ط2، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص 15.

² مسعود دراوسي، ضيف الله محمد الهادي، دور حوكمة الشركات في التنسيق بين الآليات الرقابية الداخلية والخارجية للحد من الفساد المالي والإداري، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتي الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012، ص، ص 1، 2.

³ مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2013، ص 203.

العالمية الخاصة بالمراجعة والمحاسبة وهو ما جعل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تصدر مجموعة من الإرشادات في شأن حوكمة الشركات بشكل عام، وهو ما أظهر بوضوح أهمية حوكمة الشركات حتى في الدول التي كان من المعتاد اعتبارها أسواق مالية قريبة من الكمال؛

2- زاد من حدة الدعوة إلى حوكمة الشركات، وممارسات الشركات المتعددة الجنسية في اقتصاديات العولمة، حيث تقوم بالإستحواذ والاندماج بين الشركات من أجل السيطرة على الأسواق المالية؛

3- اكتسب مفهوم الحوكمة أهمية كبرى بالنسبة للديمقراطيات الناشئة، نظرا لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة، كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة؛

4- مع تصاعد قضايا الفساد الشهيرة في كبريات المنظمات العالمية تزايد الحديث عن حوكمة المنظمات وقد وصلت نسبة تعثر المنظمات في العالم في عام 2002 إلى نسبة 4.11%.

في ضوء ما تم استعراضه نجد أن حوكمة الشركات هي امتداد لبعض النظريات الاقتصادية والقانونية كما يمكن وصف حوكمة الشركات على أنها ناتج لضغوط واتجاهات أسواق المال لتقويم سلبيات التجارة الحرة وبعض الممارسات غير المسؤولة في الأسواق التجارية¹.

المطلب الثاني: مفهوم حوكمة الشركات

تشير الدراسات إلى عدم اتفاق بين الباحثين والممارسين على تعريف محدد أو ترجمة محددة لمصطلح *corpo rate governance* إذ يرى البعض تسميتها بحوكمة الشركات ويصفها آخر بالإدارة الرشيدة أو الإدارة الحكيمة والحاكمية المؤسسية، ويرى آخرون أنها بمثابة مجموعة من الإجراءات الحاكمة داخل المؤسسة.

وفيما يلي مجموعة من التعاريف المتعلقة بهذا المصطلح²:

- هو نظام متكامل للرقابة المالية والغير مالية الذي عن طريقه يتم إدارة الشركة والرقابة عليها.

¹ - الإسكندرية 2012 93.

² - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص، ص 17، 18.

- هو مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتدي بها إدارة الشركات لتعظيم ربحية الشركة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين.
- هو مجموعة من القوانين و القواعد و المعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، المواطنين) من ناحية أخرى.

كما عرفها آخرون على أنها:

- مجموعة الآليات التنظيمية التي تعمل من أجل تحديد سلطة المديرين والتأثير على قراراتهم، وهذا بهدف الالتزام بتحقيق مصالح الأطراف المختلفة دون التفرد بالمصالح التي تخص المديرين¹.
- العلاقة بين الشركة والمساهمين التي تحدد وتراقب اتجاه الإستراتيجية وأداء الشركة أي عبارة عن مجموعة من الإرشادات تبين كيفية العمل في الشركة وخارجها مع الأطراف ذات المصلحة، وأيضا تبين كيفية الرقابة لأجل تجسيد هذا النظام.
- مجموعة من الآليات التي تساعد على تهيئة الوضعية الحقيقية لتشغيل الشركات لأهدافها التي أقرتها مسبقا².

وقد تعددت مفاهيم وتعريفات الحوكمة طبقا لوجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف

حيث عرفها البنك الدولي على أنها: الحكم الراشد مرادف التسيير الاقتصادي الفعال والأمثل الذي يسعى للإجابة عن مختلف الانتقادات الخاصة، و الموجهة للدول والمؤسسات التي تشكك في الإصلاحات الهيكلية المسيرة بطريقة علوية، أي من الأعلى نحو الأسفل والتي أدت إلى فراغ مؤسساتي بدل تعبئة قدرات وطاقات المجتمع التي يزخر بها³.

¹ - عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 17.

² - براق محمد، قمان عمر، دور حوكمة الشركات في التنسيق بين الآليات الرقابية الداخلية والخارجية للحد من الفساد المالي والإداري، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 2012 2.

³ - بلعادي عمار، جاوحدو رضا، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية و الإفصاح، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010، ص 2.

وأيضاً قدمت منظمة التمويل الدولية IFC تعريفها: بأنها نظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها، أي أن الحوكمة تعني وجود نظم تحكم العلاقات بين الأهداف الأساسية التي تؤثر على الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد¹.

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية فقد أوردت مفهوماً للحوكمة على أنها: ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيه وإدارة مؤسسات الأعمال، و يحدد هيكل الحوكمة الحقوق والمسئوليات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بنشاط 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 ووسائل الرقابة عليها².

ومن التعارف السابقة يمكن أن نستخلص تعريف شامل لحوكمة الشركات بأنها مجموعة من الأنظمة التي تستخدم في الرقابة على الشركة و توجيه مجلس إدارتها وبالاعتماد على مجموعة من المبادئ والقواعد التي يؤدي تطبيقها إلى التقليل من حالات الغش وإحكام السيطرة أو التخفيف من تعارض المصالح القائم بين المساهمين والمسيرين وأصحاب المصالح الذين تربطهم علاقة بالشركة.

من خلال المفاهيم المقدمة لحوكمة الشركات، نستنتج أن هذا المفهوم يرتبط بشكل أساسي بسلوكيات الأطراف ذات العلاقة بمنظمة الأعمال، وبالتالي هناك مجموعة من الخصائص التي يجب أن تتوافر في هذه السلوكيات حتى يتحقق الغرض من وراء تطبيق هذا المفهوم³:

1. الانضباط: إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛

2. الشفافية: تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث؛

3. الاستقلالية: لا توجد تأثيرات غير لازمة نتيجة ضغوط؛

4. المساءلة: إمكان تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية؛

¹ - هوام جمعة، لعشوري نوال، مرجع سابق، ص، ص 3.

² - عبد القادر بريش، قواعد تطبيق مبادئ الحوكمة في المنظمة المصرفية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد الأول، 2006، ص3.

³ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات المفاهيم -المبادئ- التجارب- تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،

2005، ص 23.

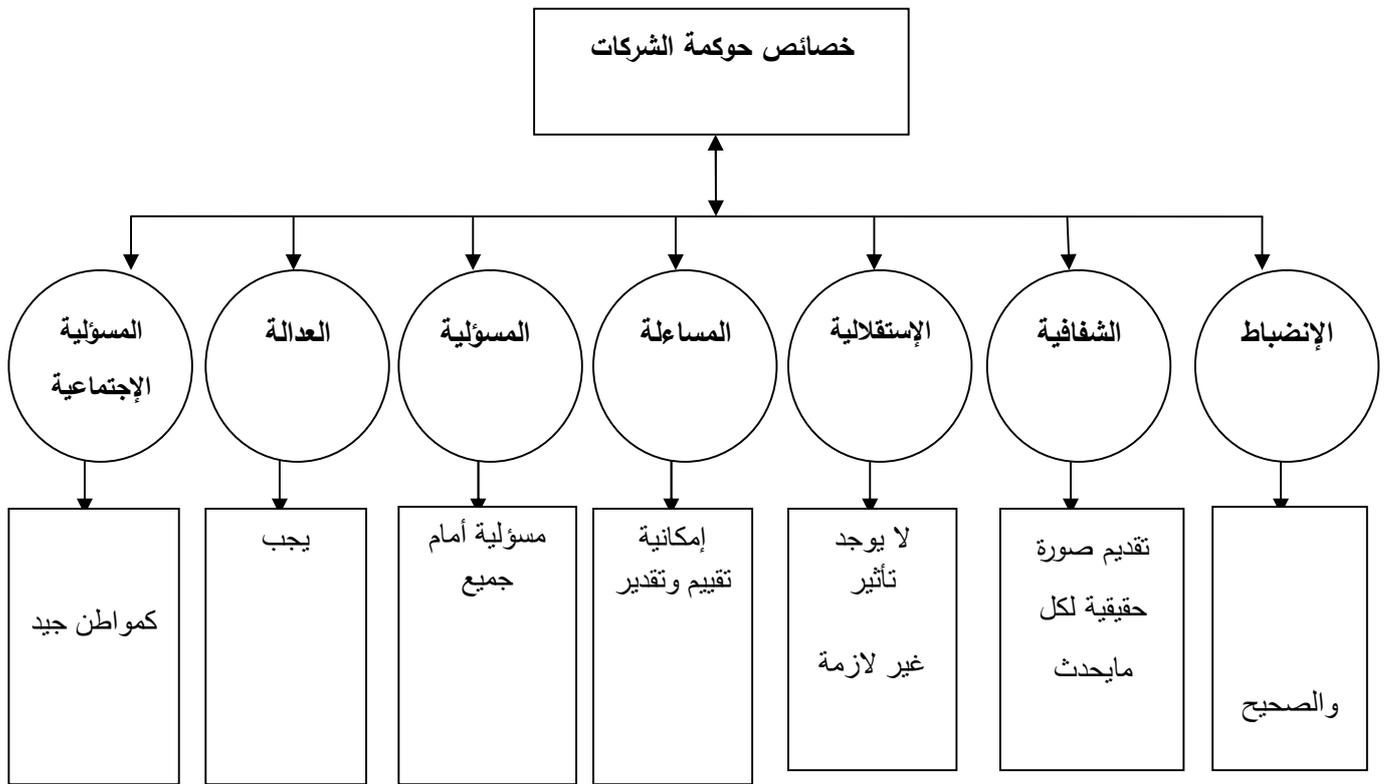
5. المسؤولية: المسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المنشأة؛

6. العدالة: يجب إحرام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المنشأة؛

7. المسؤولية الاجتماعية: النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

والشكل التالي يبين خصائص حوكمة الشركات:

الشكل رقم (01) : خصائص حوكمة الشركات



المصدر: طارق عبد العال حمادة، حوكمة الشركات (المفاهيم ، المبادئ ، التجارب، المتطلبات شركات)، الطبعة الثانية، القاهرة ، مصر، الدار الجامعية، 2007/2008، ص 23.

المطلب الثالث: أهمية حوكمة الشركات و أهدافها

بعد الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شاهدها معظم دول العالم، والتي أدت إلى ضياع حقوق أصحاب المصالح بها وبصفه خاصة المستثمرين الحاليين، لذا كان الاهتمام بتطبيق

حوكمة الشركات هو المخرج السريع والحل المتكامل والفعال لكل هذه السلبيات لما لها من مزايا وإيجابيات.

الفرع الأول: أهمية حوكمة الشركات

حظيت حوكمة الشركات بالعديد من الاهتمام في الآونة الأخيرة نتيجة لعدد من حالات الفشل الإداري والمالي التي منيت بها العديد من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة ودول شرق آسيا على سبيل المثال ومن خلال دراسة الأسباب التي أدت إلي حدوث هذا الفشل الإداري والمالي، تبين إن انعدام أسلوب حوكمة الشركات يكمن للقائمين على الشركة من الداخل، سواء كانوا مجلس الإدارة أو المديرين أو الموظفين العموميين من تفضيل مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين مثل الموظفين والموردين وعموم الجمهور، وعلى هذا فان الشركات بل والدول التي تضعف فيها أساليب حوكمة الشركات أكثر عرضة لنتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح و الأزمات المالية، هذا وأصبح من الواضح تماما إن إدارة الشركات من خلال مفهوم حوكمة الشركات يحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير اقتصاديات الدول في العصر المسمى بعصر العولمة، بالإضافة إلى ذلك فان إجراءات العولمة مثل تحرير الاقتصاد وتدويل الاقتصاد والتطور في وسائل الاتصالات والتكامل بين الأسواق المالية وأيضا التحولات في أشكال ملكية الشركات والتي يمكن من خلالها مساعدة الشركات والاقتصاد بشكل عام من جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي وزيادة القدرة علي المنافسة¹.

ويمكن أن نوضح أهمية الحوكمة من خلال النقاط الآتية²:

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 29 30.

² - بالاعتماد على:

- 1- جمال نبيل، التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع صيدال وحدة الدار البيضاء، مذكرة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مالية ومحاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2008، ص 11.
- 2- احمد قايد نور الدين، دور التدقيق الاجتماعي في دعم حوكمة الشركات، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كإلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.
- 3- اشرف درويش أبو موسى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة الماجستير غير منشور، كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص 15، 16.

- 1- تساهم الحوكمة في تقليل المخاطر وتحسين الأداء وفرص التطور للأسواق وزيادة القدرة التنافسية للسلع والخدمات وتطوير الإدارة و زيادة الشفافية، كما تساهم في زيادة إعداد المستثمرين في أسواق المال، أما الدول التي لا تطبق هذه السياسة تخضع أسواقها المالية لسيطرة عدد محدود من المستثمرين، وتصبح قاعدة الملكية للشركات ضعيفة جداً، كما تساهم الحوكمة في زيادة ثقة الجمهور والمستثمرين في عملية الخوصصة، وتساعد على تحقيق عائد عال على الأصول المستثمرة؛
- 2- مساعدة البلدان التي تحاول كبح جماح الفساد المتفشي داخل القطاع العام أو بصدد طرح القطاع العام للخوصصة؛
- 3- محاربة الفساد الداخلي في الشركات وعدم السماح بوجوده أو باستمراره بل القضاء عليه؛
- 4- تقليل الخطأ إلي ادني قدر ممكن باستخدام النظام الحمائي الوقائي الذي يمنع حدوث هذه الأخطاء، وبالتالي يجنب الشركات تكاليف وأعباء هذه الحوادث؛
- 5- تعظيم ثروة الملاك وتدعيم تنافس الشركات في أسواق المال العالمية؛
- 6- تحقيق فاعلية المحاسبة والمراجعة الداخلية والخارجية؛
- 7- ضمان قدر ملائم من الطمأنينة للمستثمرين وحملة الأسهم على تحقيق عائد مناسب لاستثماراتهم، مع العمل على الحفاظ على حقوقهم و خاصة صغار المساهمين؛
- 8- تعظيم القيمة السوقية للأسهم، وتدعيم تنافسية الشركات في أسواق المال العالمية، وخاصة في ظل استحداث أدوات وآليات مالية جديدة وحدث اندماجات أو استحواذ أو بيع لمستثمر رئيسي؛
- 9- تجنب الانزلاق في مشاكل محاسبية ومالية، وتحقيق دعم واستقرار نشاط الشركات العامة بالاقتصاد، وتفاذي حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية أو أسواق المال المحلية والعالمية والمساعدة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي؛
- 10- توفير مصادر تمويل محلية أو عالمية للشركات سواء من خلال الجهاز المصرفي أو أسواق المال وخاصة في ظل تزايد سرعة حركة انتقال التدفقات الرأسمالية.

الفرع الثاني: أهداف حوكمة الشركات

يساعد الأسلوب الجيد لحوكمة الشركات في دعم الأداء الاقتصادي والقدرات التنافسية وجذب الاستثمارات للشركات والاقتصاد بشكل عام، ومنه فتطبيق قواعد وضوابط الحوكمة يمكن من تحقيق مجموعة من الأهداف والتي يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

- 1- العدالة والشفافية في معاملات الشركة وحق المساءلة بما يسمح لكل ذي مصلحة مراجعة الإدارة حيث أن الحوكمة تقف في مواجهة الفساد؛
- 2- حماية المساهمين بصفة عامة وتعظيم عائدهم وذلك بتبني معايير الشفافية في التعاون معهم لمنع حدوث الأزمات الاقتصادية؛
- 3- منع المتاجرة بالسلطة في الشركة وذلك من خلال ضمان وجود هيكل إداري يمكن معها محاسبة الإدارة أمام المساهمين؛
- 4- ضمان مراجعة الأداء المالي وحسن استخدام أموال الشركة من تكامل نظم المحاسبة والمراجعة؛
- 5- الإشراف على المسؤولية الاجتماعية للشركة في ضوء قواعد الحوكمة الرشيدة؛
- 6- تحسين عملية صنع القرار في الشركات وذلك بزيادة إحساس المديرين بالمسؤولية وإمكانية محاسبتهم من خلال الجمعيات العمومية والمنظمات الجماهيرية؛
- 7- تحسين قدرة المشروعات على تحقيق أهدافها وذلك من خلال تحسين الصورة الذهنية والإلتطباع الإيجابي على المشروعات؛
- 8- إدخال إعتبارات القضايا البيئية والأخلاقية في منظومة صنع واتخاذ القرار؛

¹- بالاعتماد على:

1- مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 222.

2- الخضيرى - 21-23.

3- صديقي مسعود، دريس خالد، دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الإستثمار، رقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010، ص14.

9- تحسين القدرة التنافسية للوحدات الاقتصادية أمام المنافسة الأجنبية وزيادة قيمتها، حيث هذا يؤدي إلى خلق حوافز للتطوير وتبني تكنولوجيا حديثة لزيادة درجة جودة المنتجات وتخفيض التكاليف الإنتاجية؛

10- فرض الرقابة وتدعيم المساءلة المحاسبية للوحدات الاقتصادية وهذا يدعم عنصر الشفافية في كافة معاملات وعمليات الشركة وإجراءات المحاسبة والمراجعة المالية بالشكل الذي يمكن من ضبط الفساد؛

11- تعظيم أرباح الوحدة الاقتصادية والحصول على التمويل المناسب والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة؛

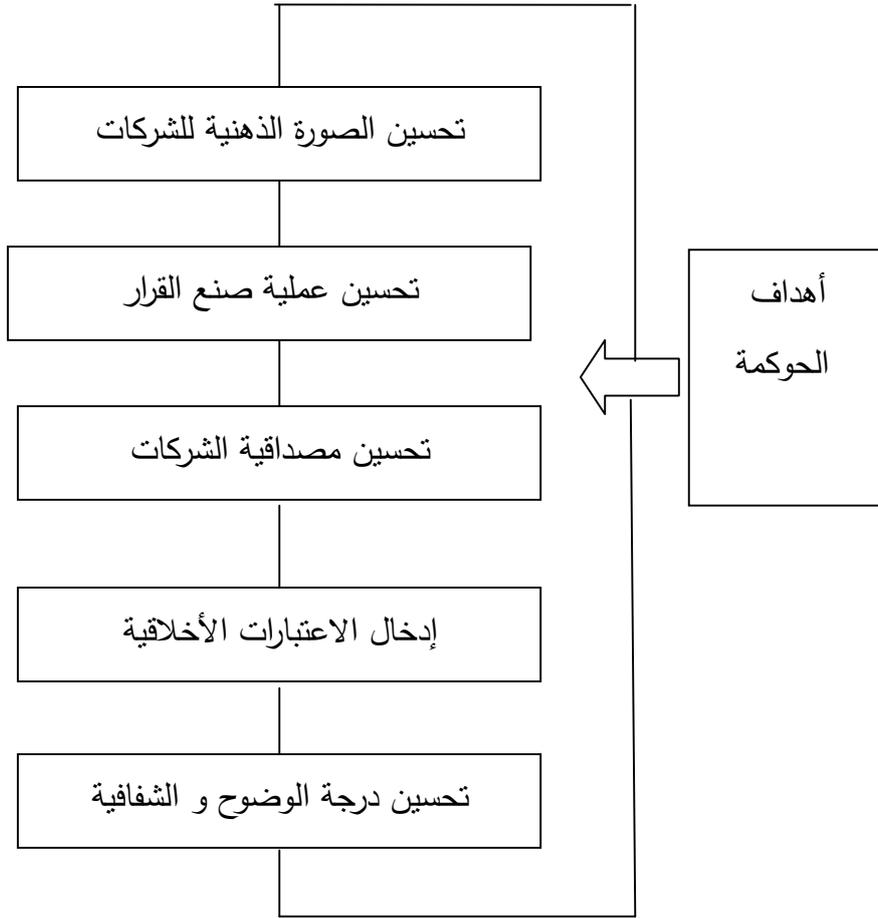
12- زيادة ثقة المستثمرين في الأسواق المالية لتدعيم المواطنة الاستثمارية، مما يؤدي إلى جذب الاستثمارات الأجنبية والحد من هروب رؤوس الأموال؛

13- محاربة الفساد بكل صورة سواء كان الفساد مالياً أم محاسبياً أم إدارياً وهذا يحقق الاستقرار والمصداقية للقطاعات المالية على المستوى المحلي والدولي.

وبصفة عامة يمكن القول بأن حوكمة المؤسسات تسمح بخلق الثقة بين المتعاملين في زمن الانهيارات والفضائح المالية، وتمكن خاصة المستثمرين الماليين والمؤسسين من الحصول على وسائل تقوم حقيقة بالرقابة على إدارة أصولهم الموزعة على عدة محافظ وشركات، وتؤدي إلى تعظيم المنافع وزيادة استفادة الشركات من خلال توضيح المسؤوليات والواجبات والمهام الخاصة بالأطراف ذات الصلة¹، والشكل التالي يوضح بعض أهداف حوكمة الشركات:

¹ - صديقي مسعود، دريس خالد، نفس المرجع السابق، ص14.

الشكل رقم(02): أهداف حوكمة الشركات



المصدر: محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005، ص 21.

المبحث الثاني: الإطار العملي لحوكمة الشركات

نظرا للاهتمام المتزايد بموضوع حوكمة الشركات، فقد حرصت العديد من المؤسسات على دراسة هذا الموضوع وتحليله ووضع مبادئ محددة وهذا لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد ككل، وفي هذا المبحث سوف يتم التطرق إلى مبادئ حوكمة الشركات، محددات حوكمة الشركات، وكذلك توضيح الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات.

المطلب الأول: مبادئ حوكمة الشركات

إن تزايد الاهتمام بحوكمة الشركات أدى إلى حرص العديد من المؤسسات الدولية على دراسة هذا المفهوم و تحليله ووضع مبادئ محددة لتطبيقه، إلا أننا سوف نقتصر على المبادئ التي أصدرتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، ويقصد بهذه المبادئ أن تكون عون للمنظمة (OECD) ولحكومات الدول من غير أعضاء المنظمة، في جهودهم من أجل تقييم وتحسين الإطار القانوني والتنظيمي الخاص بحوكمة الشركات في دولهم، وكذلك من أجل توفير الإرشادات والمقترحات لبورصة الأوراق المالية، والمستثمرين والشركات والأطراف الأخرى.

كان لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية دور في إرساء مبادئ لحوكمة المؤسسات، حيث تضمنت الورقة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية سنة 1999 خمسة مبادئ بينما تضمنت الورقة الصادرة سنة 2004 ستة مبادئ وتتمثل في:

الفرع الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات

ينص المبدأ الأول من مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات على الآتي:

" ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يشجع على الشفافية وكفاءة الأسواق وأن يكون متوافق مع أحكام القانون وان يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية"¹.

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 51.

تكمن أهمية وجود إطار فعال لحوكمة الشركات في تشجيع ورفع مستوى الشفافية والكفاءة وتحديد المسؤوليات بوضوح عن الإشراف والرقابة، وإلزام الجميع بتطبيق القانون ويتم ذلك من خلال تطوير هيكل حوكمة الشركات مع مراعاة تأثيرها على الأداء، سواء كان ذلك على المستوى الجزئي أو الكلي، بالإضافة إلى تحقيق النزاهة والكفاءة في الأسواق، إن الالتزام بالمتطلبات القانونية والرقابية في ممارسة الحوكمة، تقتضي وجوب أن تنص التشريعات بوضوح على تقسيم المسؤوليات بين الأطراف المختلفة في الشركة مع ضمان تحقيق مصالح الجمهور، مع ضرورة أن تتمتع الهيئات الإشرافية والرقابية المسؤولة عن تنفيذ القانون بالسلطة والنزاهة وتوفير الموارد اللازمة للقيام بواجباتها بأسلوب مهني وطريقة موضوعية¹.

وهناك مجموعة من الإرشادات والعوامل يجب أخذها في الاعتبار وهي²:

- ينبغي وضع إطار حوكمة الشركات بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل ونزاهة الأسواق وعلى الحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية؛
- ينبغي أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسة حوكمة الشركات، في نطاق اختصاص تشريعي ما متوافقة مع حكم القانون وذات شفافية وقابلية للتنفيذ؛
- ينبغي أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات، في نطاق اختصاص تشريعي ما، محددًا بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة؛
- ينبغي أن يكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بطريقة متخصصة وموضوعية، فضلا عن أن أحكامها وقراراتها ينبغي أن تكون في الوقت المناسب وشفافية مع توفير الشرح التام لها، ينبغي أن يعهد بالمسؤوليات التنظيمية إلى أجهزة يمكنها القيام بوظائفها بدون تعارض في المصالح، وتخضع للمراجعة القضائية.

¹ ماجد اسماعيل ابو حمام، اثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية "دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص 20.

² فريد عبة، مريم طنبني، دور مبادئ حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 6 / 7 ماي 2012، ص 9.

الفرع الثاني: حقوق المساهمين و الوظائف الأساسية لأصحاب حقوق الملكية

ينص المبدأ الثاني من مبادئ حوكمة الشركات على الآتي:

"ينبغي على إيطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين و أن يسهل لهم ممارسة حقوقهم"

تتركز حقوق المساهمين في الشركة على موضوعات أساسية مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو الوسائل الأخرى للتأثير على تكوين مجلس الإدارة، والموافقة على العمليات الاستثنائية وبعض الموضوعات الأساسية الأخرى كما يحددها قانون الشركات واللوائح الداخلية للشركة ويمكن النظر إلى هذا القسم لعباره بياناً لمعظم الحقوق الأساسية للمساهمين التي تم الاعتراف بها قانوناً في جميع دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وهناك حقوق إضافية مثل الموافقة على أو انتخاب المراجعين والتعيين المباشر لأعضاء مجلس الإدارة والقدرة على رهن الأسهم والموافقة على توزيع الأرباح¹.

وبصفة عامة هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ الثاني وهي²:

أولاً: تشمل الحقوق الأساسية للمساهمين على ما يلي:

- 1- تأمين أساليب تسجيل الملكية؛
- 2- نقل أو تحويل ملكية الأسهم؛
- 3- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة في الوقت المناسب و بصفة منتظمة؛
- 4- المشاركة و التصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين؛
- 5- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
- 6- الحصول على حصص من أرباح الشركة.

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 52.

² - بالاعتماد على:

1- غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص، ص 35، 36.

2- مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 234.

ثانياً: للمساهمين الحق في المشاركة والحصول على معلومات كافية عن القرارات المتصلة بالتغيرات الأساسية وبالشركة ومن بينها:

1- التعديلات في النظام الأساسي أو في مواد تأسيس الشركة أو في غيرها من الوثائق الأساسية للشركة؛

2- طرح أسهم إضافية؛

3- أية تعاملات مالية غير عادية تسفر عن بيع الشركة.

ثالثاً: ينبغي أن تتاح للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين ومن بينها قواعد التصويت:

1- يتعين تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في التوقيت المناسب بشأن تواريخ وأماكن وجدول أعمال الاجتماعات العامة، بالإضافة إلى توفير المعلومات الكاملة في التوقيت الملائم بشأن المسائل التي تستهدف اتخاذ قرارات بشأنها خلال الاجتماعات؛

2- يجب إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه أسئلة إلى مجلس الإدارة وإضافة موضوعات إلى جداول أعمال الاجتماعات العامة، على أن توضع حدود معقولة لذلك؛

3- ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت بصفة شخصية أو بالنيابة، كما يجب أن يعطى نفس الوزن للأصوات المختلفة سواء كانت حضوراً أو بالنيابة.

رابعاً: يتعين الإفصاح عن الهياكل والترتيبات الرأسمالية التي تمكن إعداد معينة من المساهمين ممارسة درجة من الرقابة لا تتناسب مع حقوق الملكية التي يحوزونها.

خامساً: ينبغي السماح لأسواق الرقابة على الشركات بالعمل على نحو فعال و يتسم بالشفافية:

1- يجب ضمان الصياغة الواضحة والإفصاح عن القواعد والإجراءات التي تحكم حيازة حقوق الرقابة على الشركات في أسواق رأس المال؛

2- يجب ألا تستخدم الآليات المضادة للاستحواد لتحسين الإدارة التنفيذية ضد المساءلة.

سادساً: ينبغي ان يتاح المساهمون ومن بينهم المستثمرون المؤسسون في الحساب التكاليف والمنافع المقترنة بممارستهم لحقوقهم بالتصويت.

الفرع الثالث: المعاملة المتساوية للمساهمين

تعتبر المساواة في معاملة جميع المساهمين من أهم ضوابط الحوكمة بما في ذلك حقوق الأقلية وحقوق المساهمين الأجانب، كما يجب أن يحصل المساهمين على تعويضات كافية في حالة تعرض حقوقهم للمخاطر وذلك من خلال مراعاة ما يلي¹:

1- معاملة جميع المساهمين من نفس الفئة بالتساوي وعبر توفير حقوق التصويت المتساوية لهم داخل كل فئة، مع إخضاع التغيرات في حقوق التصويت التي تؤثر سلباً على بعض فئات المساهمين لموافقتهم، ومراعاة حماية حقوق الأقلية من المساهمين من الممارسات الاستغلالية من قبل المساهمين المسيطرين سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، مع توفير آليات ووسائل تعويضية فعالة؛

2- حظر الاتجار أو التداول لحساب المطلعين على المعلومات الداخلية، ويمنع التداول بين الداخليين في الشركة والتداول الشخصي الصوري؛

3- يجب على أعضاء مجلس الإدارة والمديرين الإفصاح عن تعاملاتهم الخاصة بالصفقات أو الأمور التي لها تأثير على الشركة سواء بأسلوب مباشر أو غير مباشر أو نيابة عن أطراف أخرى.

الفرع الرابع: دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات

يجب أن ينطوي إطار أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركات على الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح كما يرسيه القانون، وأن يعمل أيضاً على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة كما يلي²:

¹ - ماجد اسماعيل ابو حمام، مرجع سابق، ص 21.

² - مسعود دراوسي، ضيف الله محمد الهادي، مرجع سابق، ص 4.

- 1- ينبغي أن تعمل أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركات على تأكيد احترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون؛
- 2- حينما يحمي القانون حقوق أصحاب المصالح فإن أولئك ينبغي أن تتاح لهم فرص الحصول على تعويضات في حالة انتهاك حقوقهم؛
- 3- يجب أن يسمح إطار أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح لتحسين مستويات الأداء؛
- 4- حينما يشارك أصحاب المصالح في عملية ممارسة سلطات الإدارة يجب أن تكفل لهم فرص الحصول على المعلومات المتصلة بذلك.

الفرع الخامس: الإفصاح والشفافية

يجب أن يضمن إطار حوكمة المؤسسات تحقيق الإفصاح الصحيح وفي الوقت المناسب للأمور الهامة والجوهرية بالنسبة للشركات المساهمة، بما في ذلك الوضع المالي والإداري وحقوق الملكية، هذا مع مراعاة أن يكون الإفصاح شاملاً وأن لا يقتصر على المعلومات الهامة بل يشمل معلومات أخرى كالنتائج المالية والتشغيلية وأهداف الشركة، والملكية الرئيسية للأسهم وحقوق التصويت، كما ينبغي أن تُعدّ المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها طبقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المالية وكذلك القيام بالمراجعة السنوية لحسابات الشركة بواسطة مراجع مستقل ومؤهل وهذا لتقديم ضمانات خارجية وموضوعية للمجلس والمساهمين بأن البيانات المالية تمثل إلى حد ما الوضع المالي الحقيقي للشركة وأدائها كما يجب توفير قنوات توزيع المعلومات تمكن مستخدمي المعلومات الحصول عليها في الوقت المناسب، وكذلك أيضاً يجب أن يضمن إطار حوكمة المؤسسات ملحق به أسلوب فاعل يعزز توفير التحليل أو نصيحة المحللين ووكالات التصنيف والوسطاء وغيرها بما لها صلة وعلاقة لاتخاذ القرارات من قبل المستثمرين¹.

¹ - OECD principles of corporate governance, paris ,France , 2004, p 22, 23.

وهناك مجموعة من الإرشادات التي يجب الأخذ بها عند الالتزام بتطبيق المبدأ الخامس المتعلق بالإفصاح والشفافية وهي¹:

أولاً: الإفصاح عن المعلومات الأساسية والتي تتضمن:

1- النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة؛

2- أهداف الشركة؛

3- الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت؛

4- سياسة مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين؛

5- العمليات المتصلة بأطراف من الشركة أو أقاربهم؛

6- عوامل المخاطرة المتوقعة؛

7- الموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين؛

8- هياكل وسياسات الحوكمة وبصفة خاصة ما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة الشركات والعمليات التي يتم تنفيذها بموجبها.

ثانياً: إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي.

ثالثاً: القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل كفاء مؤهل، حتى يمكنه تقديم تأكيدات موضوعية من جهة خارجية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة في كافة النواحي المادية.

¹- بالاعتماد على:

1- سليمان، 60 61.

2- إمام حامد آل خليفة، التدقيق الداخلي وتفعيل مبادئ الحوكمة في التشريع الضريبي المصري، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر العربي الأول للتدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات (تدقيق الشركات - تدقيق المصارف والمؤسسات المالية - تدقيق الشركات الصناعية)، القاهرة، مصر، أيام 24 - 26 سبتمبر 2005، ص 296.

رابعاً: أن يكون المراجعين الخارجيين قابليين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين في ضوء القيام بمهام أعمال المراجعة، والتي تقتضى واجبا من المراجع يتمثل في بذل العناية والجهد الكافي ومراعاة الأصول المهنية في عملية المراجعة.

خامساً: استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسماسرة ووكالات التقييم والتصنيف وغيره، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون بعيداً عن أي تعارض مهم في المصلحة قد يؤدي إلى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.

الفرع السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة

يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية لتوجيه الشركات، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة وأن يضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين يتضمن هذا يلي¹:

1- يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توفير كامل للمعلومات وكذا على أساس النوايا الحسنة وسلامة القواعد المطبقة، كما يجب أن يعمل الأعضاء لتحقيق صالح الشركة والمساهمين وليس لحساب أنفسهم؛

2- حينما ينتج عن قرارات مجلس الإدارة تأثيرات متباينة على مختلف فئات المساهمين، فإن المجلس ينبغي أن يعمل على تحقيق المعاملة؛

3- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الحسبان اهتمامات كافة أصحاب المصالح في كافة القرارات التي يصدرها، وألا يسمح بأي حال من الأحوال بالخروج على الشرعية أو القوانين أو القرارات الحكومية التنظيمية المتكافئة لجميع المساهمين، وبحيث لا يحدث أي ظلم لأي فئة من فئات المساهمين؛

4- يجب على مجلس الإدارة القيام ببعض المهام الرئيسية من بينها مراجعة وتوجيه إستراتيجية الشركة، سياسة المخاطرة، الميزانيات، خطط العمل، تحديد أهداف الشركة، اختيار المسؤولين

¹ - مركز المشروعات الدولية، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، CIPE، القاهرة، مصر، 2004، ص، ص 15، 17.

التففيذين الرئيسين، وتقريير المرتبات والمزايا الممنوحة لهم ومتابعتهم أيضا، ضمان سلامة التقارير المالية والمحاسبية للشركة... الخ؛

5- يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة بصفة مستقلة عن الإدارة، وذلك من خلال تعيين عدد كاف من الأعضاء غير التففيذين القادرين على تقييم مستقبل الأعمال؛

6- يجب أن يتوافر لأعضاء مجلس الإدارة سهولة النفاذ إلى المعلومات المناسبة الدقيقة وفي الوقت المناسب، وبالشكل الذي يحقق المعرفة الفورية والكاملة، والتي تساعد على اتخاذ القرار في الوقت المناسب.

المطلب الثاني: محددات حوكمة الشركات

لكي تتمكن الشركات من الاستفادة من مزايا تطبيق قواعد الحوكمة يجب أن تتوافر مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق السليم لقواعد الحوكمة، وتشمل هذه المحددات مجموعتين هما المحددات الخارجية والمحددات الداخلية.

الفرع الأول: المحددات الخارجية

هي مجموعة القواعد والقوانين المحيطة بالشركة ولا تستطيع الشركة أن تدار بشكل جيد أو تزدهر وتجذب استثمارات إضافية إذا كانت تنقصها الحوكمة الخارجية، ذلك لأن إجراءات الحوكمة الداخلية لا يمكن أن تصبح فعالة إلا إذا عززتها النظم الخارجية للأسواق والمؤسسات، فهذه القوى الخارجية تركز الكفاءة، وتحدد معايير الحوكمة وتعاقب المخالفين وتشجع على تدفق المعلومات¹.

وتشير إلى المناخ العام للاستثمار في الدولة، والذي يشمل على سبيل المثال: القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي (مثل قوانين سوق المال والشركات وتنظيم المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس)، وكفاءة القطاع المالي (البنوك وسوق المال) في توفير التمويل اللازم للمشروعات، ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال والبورصة) في إحكام الرقابة على الشركات، وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن عمل

¹ - أحمد علي خضر، مرجع سابق، ص 223.

الأسواق بكفاءة (ومنها على سبيل المثال الجمعيات المهنية التي تضع ميثاق شرف للعاملين في السوق، مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية وغيرها)، بالإضافة إلى المؤسسات الخاصة للمهن الحرة مثل مكاتب المحاماة والمراجعة والتصنيف الائتماني والاستشارات المالية والاستثمارية، وترجع أهمية المحددات الخارجية إلى أن وجودها يضمن تنفيذ القوانين والقواعد التي تضمن حسن إدارة الشركة، والتي تقلل من التعارض بين العائد الاجتماعي¹.

وتشمل المحددات الخارجية القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي للدولة والذي يعمل من خلاله الشركات وقد يختلف من دولة لأخرى وهي²:

1- القوانين واللوائح التي تنظم العمل بالأسواق مثل قوانين الشركات، وقوانين العمل وقوانين الاستثمار ورأس المال وقوانين المتعلقة بالإفلاس والمنافسة ومنع الاحتكار؛

2- توفير التمويل اللازم للمشروع من خلال وجود نظام مالي جيد يشجع الشركات على التوسع والمنافسة؛

3- كفاءة الأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال وذلك بإحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات المنشورة وكذلك وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي في حالة عدم التزام؛

4- دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية، التي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، وتشمل هذه المؤسسات جميعه المحاسبين ونقابات المحامين والعمال والموظفين وسلطة النقد.

الفرع الثاني: المحددات الداخلية

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

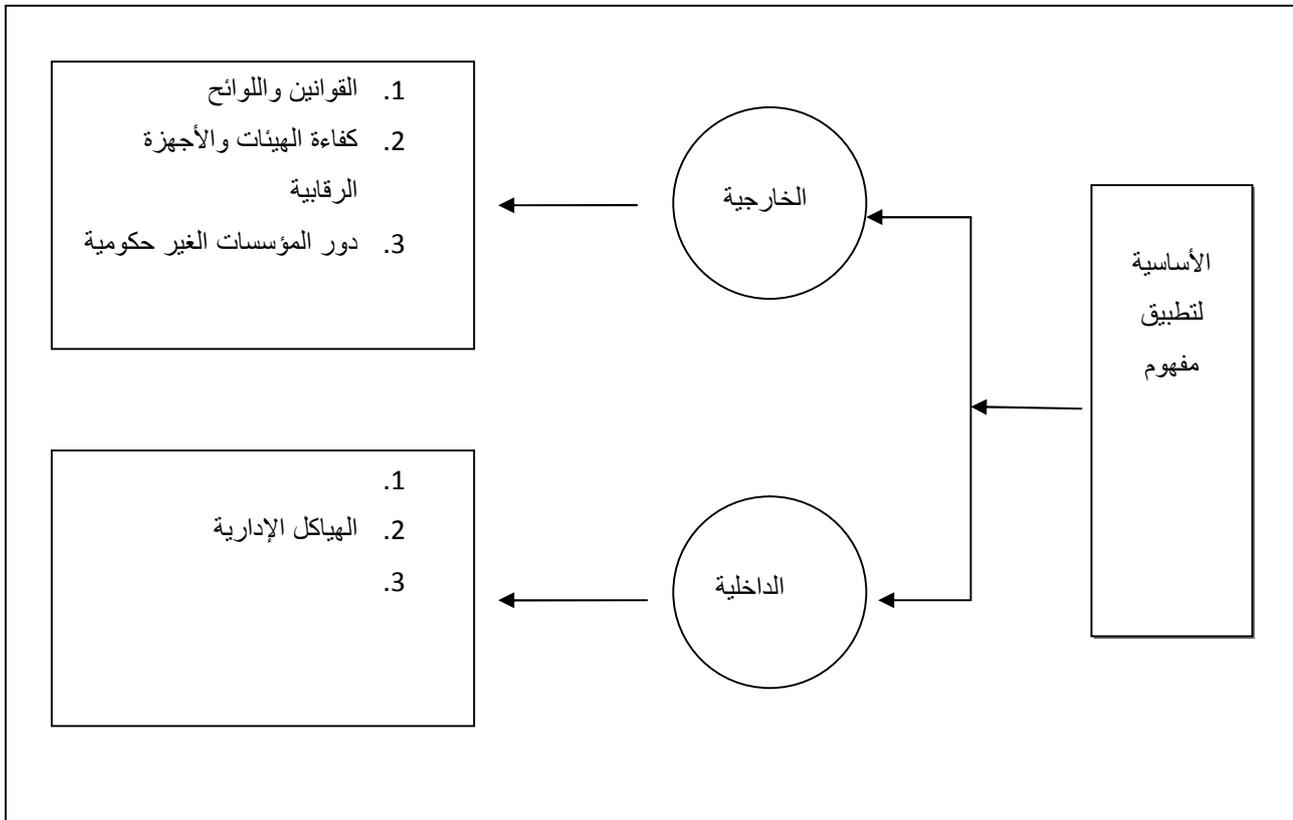
¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 229.

² ماجد اسماعيل ابو حمام ، ص 29.

معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق الأقلية أو صغار المستثمرين، ومن ناحية أخرى تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية، وتساعد المؤسسات في الحصول على التمويل وتوليد الأرباح، وأخيرا خلق فرص عمل، وفي ضوء ما سبق نجد أن المحددات سواء كانت محدثات داخلية أو محدثات خارجية هي بدورها تتأثر بمجموعة أخرى من العوامل المرتبطة بثقافة الدولة والنظام السياسي والاقتصادي لها ومستوى التعليم والوعي لدى الأفراد، فحوكمة الشركات ليست إلا جزء من محيط اقتصادي أكثر ضخامة تعمل في نطاقه الشركات¹.

والشكل التالي يبين ماهية المحددات الداخلية والخارجية لحوكمة الشركات:

الشكل رقم (03) : محدثات حوكمة الشركات



المصدر : محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، ط2 الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 22.

¹ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 231.

المطلب الثالث: الأطراف المعنية بتطبيق قواعد حوكمة الشركات

هناك أربعة أطراف رئيسية تتأثر وتتوثر في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، وتحدد إلى درجة كبيرة مدى النجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد، وهذه الأطراف هي:

الفرع الأول: المساهمين

هم من يقومون بتقديم رأس المال للشركة عن طريق ملكيتهم للأسهم وتعظيم قيمة الشركة على المدى البعيد مما يحدد مدى استمراريته مقابل الحصول على الأرباح المناسبة لاستثماراتهم و يملكون الحق في اختيار أعضاء مجلس الإدارة المناسبين لحماية حقوقهم¹.

الفرع الثاني: مجلس الإدارة

وهم من يمثلون المساهمين وأيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح، ومجلس الإدارة يقوم باختيار المديرين التنفيذيين والذين يوكل لهم سلطة الإدارة اليومية لأعمال الشركة، بالإضافة إلى الرقابة على أدائهم، كما يقوم مجلس الإدارة برسم السياسات العامة للشركة وكيفية المحافظة على حقوق المساهمين².

وقد بينت المبادئ العالمية المذكورة للحوكمة بأن أعضاء مجلس الإدارة يضطلعون بنوعين من الواجبات عند قيامهم بعملهم وهما³:

1. واجب العناية اللازمة: ويتطلب أن يكون مجلس الإدارة يقظا وحذرا وأن يبذل الجهد والحرص والعناية اللازمة في اتخاذ القرار، وأن يتوفر في الشركة إجراءات وأنظمة كافية وسليمة، وأن تكون الشركة ملتزمة بالقوانين والأنظمة والتعليمات الموضوعة؛
2. واجب الإخلاص في العمل: ويشمل ذلك المعاملة المتساوية للمساهمين والمعاملات مع الأطراف ذات المصالح ووضع سياسات ملائمة للرواتب والمكافآت وغير ذلك.

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص16.

² - مرجع سابق، ص16.

³ - زرزار العياشي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، ورقة بحثية مقدمة الى المنتدى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع ورهانات وآفاق، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010، ص9.

الفرع الثالث: الإدارة

وهي المسؤولة عن الإدارة الفعلية للشركة وتقديم التقارير الخاصة بالأداء الفعال إلى مجلس الإدارة، كما أن الإدارة تكون مسؤولة عن تعظيم أرباح الشركة وزيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح والشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين، والإدارة هي حلقة الوصل بين مجلس الإدارة وبقية الأطراف المتعاملة مع الشركة، لذا يجب الحرص على اختيار أفراد الإدارة بعناية لأنهم من يقوم بتنفيذ رغبات المساهمين ومجلس الإدارة¹.

الفرع الرابع: أصحاب المصالح

وهم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين والموردين والعمال والموظفين، وقد تكون مصالح هذه الأطراف متعارضة ومختلفة في بعض الأحيان، ويتأثر مفهوم حوكمة المؤسسات بشكل كبير بالعلاقات بين هذه الأطراف وهذه الأطراف مهمة في معادلة العلاقة في الشركة، فهم الذين يقومون بأداء المهام التي تساعد الشركة على الإنتاج وتقديم السلع والخدمات، وبدونهم لا تستطيع الإدارة ولا حتى مجلس الإدارة والمساهمون تحقيق الاستراتيجيات الموضوعة للشركة، فالعملاء هم الطرف الذي يقوم بشراء المنتج أو الخدمة، والمورد من يبيع للشركة المواد الخام والسلع والخدمات الأخرى، أما الممولين وجميع الأطراف الممولة هي التي تمنح تسهيلات ائتمانية للشركة، فينبغي أن يكون التعامل مع هذه الأطراف بمنتهي الحرص والدقة، فالمعلومات المضللة للممولين قد تقطع خطوط التمويل مما يؤثر سلبا على التخطيط المستقبلي للشركة².

ومن الملاحظ أن حوكمة الشركات تتأثر بالعلاقات فيما بين الأطراف المعنية بتطبيقها وأصحاب الملكيات الغالبة من الأسهم الذين قد يكونون أفراد أم عائلات أو شركات أخرى بما يمكن أن يؤثر في سلوك الشركة، ففي الوقت الذي تتزايد فيه مطالب المستثمرين المؤسسين في بعض الأسواق باعتبارهم أصحاب حقوق ملكية في أن يكون لهم دور في حوكمة الشركات وعادة ما لا يسعى المساهمون الأفراد إلى ممارسة حقوقهم في الحوكمة ولكنهم قد يكونون أكثر اهتماما بالحصول على معاملة عادلة من المساهمين ذوي الملكيات الغالبة و من إدارة الشركة³.

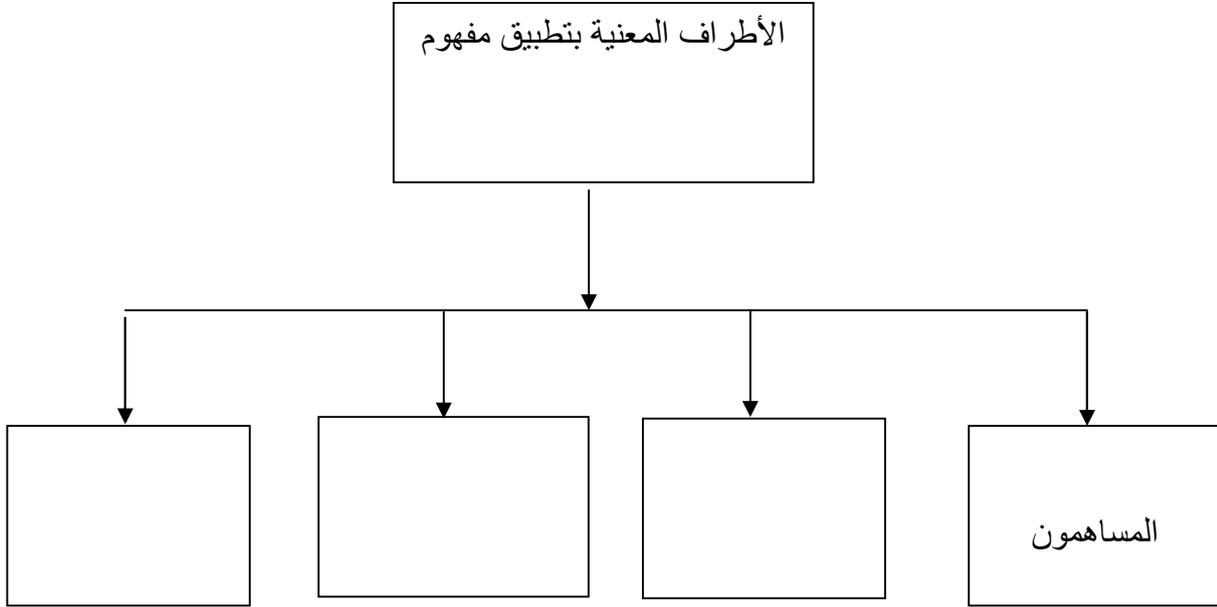
¹ - نفس المرجع السابق، ص 9.

² - زرزار العياشي، مرجع سابق، ص 10.

³ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 17.

والشكل التالي يبين الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات:

الشكل رقم (04): الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات



المصدر : محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 20.

المبحث الثالث: نظريات و تجارب بعض الدول

إن الاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة المؤسسات أدى إلى قيام العديد من دول العالم بإصدار تقارير وتوصيات تتعلق بتطبيق مفهوم حوكمة المؤسسات وهذا من خلال المؤسسات العلمية أو بورصات الأوراق المالية لتلك الدول.

وعليه سيتم التطرق إلى النظريات المؤدية لظهور الحوكمة، ثم تجارب بعض الدول في الحوكمة، ثم تجربة حوكمة الشركات في الدول العربية.

المطلب الأول: النظريات المؤدية لظهور حوكمة الشركات

نشأة حوكمة الشركات من خلال عدة نظريات فسرت ضرورة وجودها بالشركات لتتلاقى النقائص والتصرفات التي كانت تحكم عمل المديرين، وطبيعة العلاقة بين مالك الشركة ومديريها وأهم النظريات التي أدت إلى وجود الحوكمة بالشركات هي نظرية الوكالة، نظرية الصفقات، نظرية التجذر.

الفرع الأول: نظرية الوكالة

من اجل التقدم في حل هذه المشكلة (التحكم الجيد في الشركات و الرقابة عليها)، قام الاقتصاديون بالتركيز علي نظرية الوكالة وهذا بدراسة كل علاقاتها، حيث يمكن تعريف الوكالة على أنها ذلك العقد الذي يقوم بموجبه شخص أو عدة أشخاص يدعون الرئيسيون (الملاك) بتعويض شخص آخر يسمى الوكيل (المسير) من اجل القيام بالأعمال باسمهم ومهما كان أثرها، الأمر الذي يستلزم التمكين من بعض السلطات في اتخاذ القرارات للوكيل، إن الحالة التي يستخدم فيها الموكل للموظف الوكيل تشبه إلى حد ما حالة المريض الذي يتعهد بنفسه إلى الطبيب من اجل القيام بمعالجته، أو مثل توكيل محامى ينوب عليه ويدافع عنه، ولكن الحالة التي تهمننا هنا هي عندما يقوم المساهمون بالتعهد للمسيرين بتسيير أمور ونشاط الشركة¹.

¹ - David carasus , nathalie gardes , audit légal et gouvernance d'entreprise une lecteur théorique de leur relation , conférence international de l'enseignement et de la recherche en comptabilité , université de pau des pays , bordeaux , France , 29-30 , septembre 2005, p 04.

إن علاقات الوكالة تفتح باب واسعاً أمام المشاكل المتمخضة عنها ، وهذا عندما تكون المعلومات غير كاملة أي المعلومات الضرورية تكون غير متاحة وغير متماثلة وكذا استفحال التصرفات الانتهازية من طرف المسيرين، إن دراسة المشاكل المرتبطة بعلاقة الوكالة تعود إلى تساؤلات ادم سميث (1776) عن عدم فاعلية وكفاءة الشركات التي تمنح إدارتها إلى وكيل غير مساهم في الشركة، و يزيد على ذلك 1932 berl end means حيث يبين أن الفصل بين الملكية والتسيير يؤدي إلى حالة تضارب بين المساهمين والمسيرين، حيث ان اكبر الشركات المعاصرة يتم إدارتها من قبل أشخاص ليس لهم أية دوافع حتى تكون لهم نفس الأهداف مع الملاك¹.

إن العلاقة بين الملاك والمساهمين إذن تمثل حالة خاصة من علاقات الوكالة كما في دراسة Jensen and Meckling (1976) حيث يعرفان علاقة الوكالة علي أنها العقد الذي بموجبه يقوم شخص أو عدة أشخاص (الرئيسيون) بتحويل شخص (الوكيل) من اجل انجاز بعض الخدمات باسمهم، وهذا يستلزم منح جانب من السلطة في اتخاذ القرارات للوكيل².

وبطبيعة الحال فان علاقة الوكالة تطرح بعض المشاكل كمشاكل القياس وكذا تضارب بين مصالح الملاك والمسيرين، وهذا ما يتسبب فيه عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي كذلك إلى وجود بعض التصرفات الانتهازية والتداول الداخلي للمعلومات من قبل أطراف داخلية، كما ينجر عن علاقة الوكالة مشكل تعيين الأعضاء في مجالس الإدارة بسبب عدم معرفة قدراتهم الحقيقية، فالوكالة تعتمد علي الثقة وعلى الثقة وعدم التأكد ونقص المعرفة الخاصة بقدرات المسيرين، مما يكلف الشركة عند تنفيذ العقود، وتبرز مشكلة الوكالة في الشركة بصفة عامة، عند منح الوكيل مجموعة من المسؤوليات التي تمكنه من اتخاذ قرارات، واعتماد إجراءات يترتب عليها تخصيص جزء من الموارد التي تقع تحت سيطرته في أمور تعود بالنفع عليه وهي غالباً ما لا تكون للملاك، ومن ثم نشئ صعوبة إحداث التوازن في علاقة الأصيل بالوكيل، وبصفة خاصة سيطرة الوكيل على جميع البيانات والمعلومات اللازمة لقيام الأصيل بتحقيق الرقابة على أداء الوكيل وتوجيه سلوكه، تزداد مشكلة الوكالة بتعدد الوكلاء، حيث يسعى كل واحد منهم إلى بناء تنظيم مساعد يبرز أهميته ويحقق ذاته، الأمر الذي يؤدي بالشركة إلى تحمل مجموعة أخرى من التكاليف الإضافية، وعليه فالنفقات سواء كانت

¹ - Oliver bouba , gouvernance d'entreprise (élargir la problématique) ,une version modifiée et apparaitre dans le revue économique et social , université de Poitiers, France , janvier 2005 , p 02 .

² - Oliver bouba , op , p 02.

مباشرة أو غير مباشرة والتي تنتج علاقات الوكالة تسمى في الفكر المالي بتكاليف الوكالة التي تتحملها الشركة، وبالتالي السلبية على نتائجها، وهذا من خلال ضخامة تبعاتها المالية¹.

الفرع الثاني: نظرية تكلفة الصفقات

النظرية الحديثة لتاريخ الشركة حسب كوز (Coase) سنة 1973، هي أن الشركة موجودة كبديل عن أساليب صفقات أكثر تكلفة، فتكاليف الصفقات المتعلقة بالتفاوض والتعاقد والتنسيق وأداء الحقوق والواجبات في إطار مجموعة من العقود، يمكن تخفيضها من خلال إنشاء الشركة التي تعمل بمثابة وسيط بين المستهلك ومورد المدخلات، وبالتركيز على فكرة كوز (Coase)، فإن تكاليف الصفقات تعتبر تفسير لوجود الشركة².

وتقوم نظرية كوز (Coase) من النظريات الأولى التي فسرت تكاليف الصفقات وتطرفت إليها: "لو كان يمكن جمع كل المشاركين في الاقتصاد معا وتم تعيين حقوق الملكية الأولية الخاصة بكل الوحدات ذات القيمة اقتصاديا بين هؤلاء المشاركين، و لو كانوا يستطيعون عقد اتفاقيات محددة تماما وبدقة وملزمة تماما بدون تكلفة، لكان يتوجب بالتالي أن يكون الناتج خطة اقتصادية فعالة، تاركين فقط تقسيم المنافع المكتسبة أو الغنائم يتحدد بالقوة التفاوضية للمشاركين"، وأطلق على أسباب إخفاق هذه النظرية في العلاقات الاقتصادية تعبير تكلفة الصفقات، وبشكل عام وواسع، فأى شئ يمنع أو يعيق تحديد أو مراقبة أو تنفيذ صفقة اقتصادية هو تكلفة الصفقة، وتعتبر أعمال وليامسون (Williamson) في سنة 1985 قد شكلت فهما جيدا لهذه التكاليف³.

الفرع الثالث: نظرية التجذر

تسير علاقات السلطة القائمة بين الفاعلين في المنظمات والذين يبحثون عن أدوات للتأثير على نظام القرارات بعد تفضيل وتخصيص المصالح والأهداف الشخصية، أصبح الشغل الشاغل مع تطور سلطة المساهمين في المؤسسة المعاصرة وأسلوب التمويل عن طريق اللاموساطة (الأسواق المالية)، هذه العلاقات خلقت مساحة وجو من المواجهات والتحالفات بين شكلين من السلطة:

¹ - David carassus , nathalie , op, p, p 04,05.

² - عبد القادر بادن، دور حوكمة الشركات في الحد من الأزمات المالية و المصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الشلف، 2008/2007، ص 27 .

³ - عبد القادر بادن، مرجع سابق، ص 28.

- سلطة الملكية ممثلة في المساهمين والملاك؛
- سلطة الإدارة ممثلة في المديرين الموكلين.

تفترض نظرية التجذر أن الفاعلين في الشركة يطورون استراتيجياتهم للحفاظ على مكانتهم بالشركة والعمل على حرمان المنافسين المحتملين من الدخول إليها، هذا يسمح لهم بالرفع من سلطتهم ومن مساحة إدراكهم لما يجرى بالشركة، حيث أن المديرين يتكفرون من وكلاء ذو هيئة خاصة الذين يمكنهم استعمال موارد المؤسسة من اجل التجذر والرفع من قدرتهم وسلطتهم والحصول على مزايا أخرى (حرية النشاط ، الحماية أثناء العمل و المكافآت) ¹.

وينتج تجذر المديرين كرد فعل عن الرقابة الداخلية والخارجية الموجهة إليهم حيث تعمل إستراتيجية التجذر كمرحلة أولى على تحييد الرقابة الداخلية (مجلس الإدارة، المساهمين والاجرائات) وكمرحلة ثانية تحييد الرقابة الخارجية حيث عرف كل من اليكساندر وبيكيرو (Alexandre et Pequerot) سنة 2000، إستراتيجية التجذر من جانب المديرين بأنها تهدف إلى رفع مساحة الحذر والإدراك باستعمال وسائل تحت تصرفهم مثل رأس المال البشري، لتحديد الرقابة والرفع من تبعية مجموع شركاء الشركة، عملية التجذر هذه تمر من خلال مجلس الإدارة الذي يتكون من المديرين الداخليين والخارجيين باعتبارهم من يقيم مشاريع الاستثمار المقترحة من طرف الإدارة، وتوجيه إستراتيجية الشركة، وتسعى نظرية التجذر كذلك إلى تفسير سبب استمرار مختلف الفاعلين عديمي الفعالية في الوجود في سوق يفترض انه تنافسي والبقاء فيه للأفضل والأحسن ².

المطلب الثاني: تجارب بعض الدول في الحوكمة

إن الاهتمام المتزايد بمفهوم حوكمة المؤسسات أدى إلى قيام العديد من دول العالم بإصدار تقارير وتوصيات تتعلق بتطبيق مفهوم حوكمة المؤسسات، وهذا من خلال المؤسسات العلمية أو بورصات الأوراق المالية لتلك الدول، ونظرا للاختلافات الاقتصادية والسياسية والثقافية للدول سوف نعرض بعض تجارب الدول في مجال حوكمة المؤسسات.

¹ - طلحة احمد، اثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية دراسة حالة صيدال، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نفود مالية وبنوك، جامعة الاغواط، الجزائر، 2012/2011، ص 37.

² - نفس المرجع السابق، ص 37.

الفرع الأول: تجربة المملكة المتحدة

انتشرت في المملكة المتحدة في بداية التسعينات المشاكل المالية المترتبة عن قيام بعض الشركات بإخفاء معلومات مالية بالحسابات والقوائم المالية المقدمة للمساهمين، هذا ما دفع ببورصة الأوراق المالية ومجلس التقارير المالية (FRC) وجهات محاسبية أخرى بدراسة كيفية توفير الثقة في التقارير المالية للشركات¹.

وفي سنة 1992 صدر تقرير (Cadbury) تحت عنوان الجوانب المالية لإجراءات حوكمة الشركات وذلك بعد إخفاق مجموعة من الشركات المساهمة كشركة (Maxwell) وانخفاض الثقة في إعداد التقارير المالية، وقد اشتمل التقرير على قواعد أفضل الممارسات المالية والمحاسبية بالشركات وقد التزمت الشركات البريطانية المسجلة بسوق الأوراق المالية بتوصيات التقرير، وتناول تقرير (Cadbury) تعزيز موضوعية واستقلالية مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين، وتفعيل أدائها وضمان الشفافية والإفصاح في الوقت الملائم كما ركز على أهمية تعيين لجنة المراجعة ولجنة الترشيحات ولجنة الحوافز والمكافآت².

وفي سنة 1993 عدلت البورصة قواعد مراقبة السوق ومطالبة الشركات المقيدة بالبورصة بتطبيق التوصيات التي أوردها تقرير (Cadbury) والإفصاح عن مدى الالتزام بها وذلك اعتباراً من جويلية 2003، وفي سنة 1995 ظهر تقرير (Greenbury) والذي اهتم بموضوع المكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة الشركات، وفي سنة 1998 أصدرت لجنة (Hampel) مجموعة من القواعد والإجراءات للتأكيد على مسؤوليات وواجبات أعضاء مجلس الإدارة، وفي سنة 1999 صدر تقرير (Trunbull) والخاص بإلزام إدارة الشركات بالإفصاح عن تقويم كفاءة وفعالية الرقابة الداخلية داخل تنظيمها، أما في سنة 2002 صدر تقرير (Combined code) لوضع أحسن القواعد والمبادئ لأفضل الممارسات، والذي ركز على تقرير (Cadbury)³.

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 87.

² - فريد محرم فريد إبراهيم الجارحي، أثر تطبيق حوكمة الشركات على أداء الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة الفكر المحاسبي كلية التجارة، جامعة عين شمس، عدد خاص، 25 نوفمبر 2010، ص 111.

³ - نفس المرجع السابق، ص 111.

الفرع الثاني: تجربة فرنسا

لقد برزت عدة عوامل جعلت أطراف السوق أكثر اهتماما بقواعد الحوكمة وإدارة المؤسسات في فرنسا، ومن بين تلك العوامل وجود المساهمين الأجانب وظهور مفهوم صناديق المعاشات في فرنسا والرغبة في تحديث سوق المال بباريس، وقام كل من المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين والجمعية الفرنسية للشركات الخاصة بإنشاء لجنة قواعد إدارة الشركات هذا برئاسة فينو (Vienot) رئيس مجلس إدارة شركة سوسيتيه جنرال حيث صدر تقرير فينو سنة 1995، حيث لقي هذا التقرير الكثير من الاهتمام إلا أنه لم يقترح إدخال تغييرات جوهرية على الممارسات الحالية ولذلك تأخر تنفيذ ما توصل إليه من توصيات، ولم تكن هناك متابعة رسمية على شكل تقييم يبين مدى الالتزام بتلك التوصيات¹، وتضمن هذا التقرير مجموعة من التوصيات منها²:

- 1- يجب على كل مجلس أن يضم عددا لا يقل عن عضوين من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين؛
- 2- يجب أن يمتلك المديرون عددا معقولا ومناسبا من أسهم شركتهم؛
- 3- يجب أن يحتوي كل مجلس على لجنة ترشيحات تضم عضوا مستقلا واحدا على الأقل ورئيس مجلس إدارة الشركة؛
- 4- يجب أن تكون لكل مجلس لجان مراجعة ومكافآت وترشيحات، وكذلك يجب أن يشير كل مجلس إلى عدد الاجتماعات التي تعقدها كل لجنة سنويا، وأيضا يجب أن تتكون كل لجنة من ثلاثة مديرين على الأقل، ويجب أن يكون أحدهم مستقلا؛
- 5- يجب على الشركات أن تتجنب احتواء مجالسها عدد كبير من الأعضاء الذين يخدمون في أكثر من 5 شركات؛
- 6- على المجالس المشاركة في القرارات ذات الأهمية الإستراتيجية للشركة وعلى الشركات أن تفصح كل سنة عن كيفية تنظيمها لصنع القرارات.

¹ سليمان .99

² .99

ومع ذلك فإن المشكلة الرئيسية المتعلقة بتقرير (Vienot) هو عدم وجود شرط ملزم للشركات لتنفيذ تلك التوصيات ولم تكن هناك مطالبة من بورصة الأوراق المالية بباريس أو أي جهة تنظيمية أخرى بالإفصاح عما إذا كانت الشركة تطبق ولأي درجة مبادئ تقرير (Vienot)، وفي سنة 1996 أصدر مجلس الشيوخ تقرير آخر عرف بتقرير (Marini) الذي اشتمل على تشريعات هامة متعلقة بتطبيق حوكمة المؤسسات¹ وهذا كما يلي²:

1- يجب أن يتيح القانون لجان مستقلة عن مجلس الإدارة؛

2- على الشركات أن تفصح عن القوائم المالية التفصيلية لملاكها إلى جميع المستثمرين؛

3- يجب أن تصدر الشركة إيضاحات شهرية عن اجتماعات المساهمين؛

4- المساهمون الذين يفضلون عدم التصويت بأنفسهم يجب أن يكونوا قادرين على توكيل من ينوب عنهم إلى هيئة مستقلة عن مجلس الإدارة.

وقد كانت المشكلة الأساسية في التجربة الفرنسية فيما يتعلق بحوكمة وإدارة الشركات هي عدم وجود إلزام سواء في تقرير (Vienot) تقرير (Marini).

المطلب الثالث: تجربة حوكمة الشركات في الدول العربية

بالنسبة للمنطقة العربية فقد اهتمت العديد من هذه الدول في السنوات الأخيرة بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات، حيث تم تنظيم العديد من المؤتمرات في العديد من الدول العربية والتي تناولت مفهوم وقواعد حوكمة الشركات وأوصت بضرورة تطبيق مبادئها وقواعدها بحيث تتماشى والظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية لكل دولة من الدول العربية، وقد قامت العديد من الدول العربية بخطوات جادة بالتعاون مع الكثير من المؤسسات والهيئات الدولية لتقييم تشريعاتها الخاصة بحوكمة الشركات، وفي ظل التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق تغيرات في المجتمع تشمل النواحي الاقتصادية بالدرجة الأولى وخاصة في عملية الخصخصة أو بما يسمى توسيع قاعدة الملكية، ومن ضمن المبادرات التي قدمت لإرساء قواعد حوكمة الشركات في المنطقة صدر تقرير المنتدى الإقليمي الثاني لحوكمة الشركات الذي عقد في بيروت في جوان 2004 بعنوان "حوكمة

¹ - فريد محرم فريد إبراهيم الجارحي، مرجع سابق، ص 112.

² - نفس المرجع السابق، ص 112.

الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تحسين الإفصاح والشفافية" حيث تم اعتبار حوكمة الشركات المفتاح الرئيسي لتحديث الدول في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومن ضمن التوصيات التي أوصى بها المنتدى أن يتم إنشاء منتدى سنوي على المستويين القومي والإقليمي وفقا لأفضل المعايير والمستويات والممارسات الدولية لتنفيذ قواعد حوكمة الشركات، وتشكيل مجموعة عمل قومية لحوكمة الشركات في كل دولة من الدول المشاركة وإجراء عملية مسح لحوكمة الشركات في كافة دول المنطقة كما أوصى بإتباع مبادئ وقوانين ومعايير حوكمة الشركات ومعايير المحاسبة والتدقيق الدولية¹.

الفرع الاول: تجربة مصر

تتمثل تجربة مصر في مايلي²:

في سنة 2001 قام البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية وشارك فيه عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين بإجراء دراسة لتقييم حوكمة الشركات في مصر، وخل التقرير إلى أهم نقاط القوة والضعف في مناخ حوكمة الشركات بكل من قطاع المال والشركات، كما أشار إلى أن مبادئ الحوكمة متواجدة في عدد من القوانين ولوائحها التنفيذية ومن أهمها قانون سوق رأس المال 1992/95 وقانون الشركات 1981/159 وقانون الاستثمار 1997/8 وقانون قطاع الأعمال العام 1991/203 وغيرها من القوانين التي ترتبط بحوكمة الشركات المصرية سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

وفي نوفمبر 2001 أصدرت الهيئة العامة لسوق المال المصرية بيانا تعهدت فيه بالالتزام بمبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن وزارة الاستثمار في أكتوبر 2005 والعمل على تنفيذها في أول جانفي 2007.

¹- عبيد الوهاب نصر علي، موسوعة المراجعة الخارجية الحديثة وفق للمعايير المراجعة العربية والدولية الأمريكية، الجزء الثالث، دور آليات المراجعة لتفعيل حوكمة الشركات، الدار الجامعية، القاهرة، 2009، ص 22.

²- زلاسي رياض، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية "دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص، ص 25، 26.

وقد ساعد نشر قواعد الحوكمة والإصلاح في مصر على التغلب على مشكلة القروض المصرفية المتعثرة، كما أدى الالتزام بتلك القواعد إلى انتعاش سوق المال وسوق الأوراق المالية وزيادتها من 33% إلى 95% من إجمالي الناتج المحلي، كما ساعدت بقوة على زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في مصر 6 مليار دولار إلى 10 مليارات دولار سنة 2009.

الفرع الثاني: تجربة تونس

في 14-15 افريل 2008 عقد مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) في تونس وبالتعاون مع المعهد العربي لرؤساء المؤسسات (IACE) ورشة عمل للصحفيين الاقتصاديين حول موضوع حوكمة الشركات ودور الصحفيين في الإبلاغ عن التقدم الملموس في مجال الحوكمة تحت قيادة محمد لفويري أستاذ التسيير بجامعة تونس وكمال الصادق رئيس تحرير صحيفة الأخبار¹.

واقتردها منه بأن الطريقة السليمة في حوكمة الشركات تزيد من قيمتها وتدعم ثقة المستثمرين فإن المعهد العربي لرؤساء المؤسسات، بالتعاون مع مركز المشروعات الدولية الخاصة قام بإعداد مشروع يهدف إلى نشر دليل في الحوكمة السليمة للشركات التونسية وهذا في جويلية 2008/25 ولهذا الغرض جمع المعهد العربي لرؤساء المؤسسات ممثلين عن أهمية الفاعلين الاقتصاديين في تونس، ومنهم خلية الشباب للمعهد العربي لرؤساء وممثلين عن هيئة السوق المالية والبنك المركزي التونسي وبورصة تونس، وزارة المالية والجمعية التونسية للمدققين الداخليين والجمعية المهنية التونسية للبنوك والمؤسسات المالية وبذلك يكون الدليل قد انبثق عن أطراف سوف يحرصون على تطبيقه فيما بعد، حيث يهدف هذا الدليل إلى جعل نظام حوكمة المؤسسات أكثر شفافية ووضوح وإعادة وزيادة الثقة للمستثمرين الوظيفيين والأجانب والحرفيين والأجراء وعامة الناس في التصرف وفي الرقابة على الشركات التونسية، ومن أهم محاور دليل حوكمة الشركات في تونس، التدقيق الخارجي الشفافية الجبائية، الأخلاقيات والمسؤولية الاجتماعية، دور المديرين، العلاقات بين الموظفين وأرباب العمل مجلس الإدارة، وحقوق المساهمين، امتيازات المديرين كما تم إدراج محور خاص بشأن الحوكمة في الشركات العائلية وهذا لطبيعة نسيج الشركات التونسية².

¹ -Centre international pour l' entreprise privée, (CIPE Bulletin en français), juin 2008/N°:3, p:04.

² - Guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes, Institut ARABE des chefs D'entreprises en collaboration avec center for international private enterprises ,2008, p:03.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل استطعنا أن نخرج بخلاصة تتضمن النقاط التالية :

ظهرت الحاجة لحوكمة الشركات نتيجة لفصل الملكية عن الإدارة ونتيجة لفتح العولمة وتحرير أسواق رأس المال أبواب جديدة أمام المستثمرين لتحقيق أرباح كبيرة، عندها أصبحت الشركات أكثر عرضة للزمات نتيجة المنافسة الشرسة والتذبذبات الحادة لأسواق رأس المال العالمية.

وقد ساهمت الأزمات المالية العالمية الأخيرة الناتجة عن الفساد وسوء التسيير إلى تفاقم أزمات الشركات العالمية الكبرى نتج عنها خسائر بمليارات الدولارات مما أدى إلى ارتفاع فاتورة الفساد، وأصبحت عبئاً على الشركات والاقتصاد العالمي ككل، حيث كل هذه الظروف ساعدت على البحث عن مبادئ التي تضمن السير الحسن والتي تؤدي إلى التقليل من المخاطر وتحسين الأداء وفرص التطور للأسواق وزيادة القدرة التنافسية والبحث عن القواعد التي تزيد من ثقة جمهور المستثمرين وتحقيق أهداف أصحاب المصالح كما بذلت الهيئات والمنظمات الدولية جهود ملموسة في وضع قواعد حوكمة الشركات التي تعتبر الأساس الذي تبنى عليه معظم الدول عند وضع قواعد حوكمة الشركات الخاصة بها وسعيها لمساعدة الدول في تطبيق هذه القواعد.

بالرغم من الاهتمام الكبير الذي حظي به موضوع حوكمة الشركات على الصعيدين الأكاديمي والمهني، إلا أنه لا يوجد تعريف موحد لهذا المفهوم، ويرجع السبب في ذلك إلى تداخله في العديد من الإبعاد التنظيمية والمحاسبية والمالية والاقتصادية .

تستمد حوكمة الشركات أهميتها من خلال العديد من المزايا والمنافع التي يمكن للشركات من أن تجني ثمارها من جراء التطبيق الجيد والسليم لقواعد ومبادئ الحوكمة التي تتوعت جهات إصداراتها من منظمات دولية وهيئات أسواق المال والبورصات وكذلك الجامعات المهنية وكلها تهدف إلى التطبيق الفعال للحوكمة.

بالنسبة للدول العربية حيث أنها أوصت بضرورة تطبيق مبادئها وقواعدها وذلك لأهميتها في تنمية اقتصاديات الدول العربية حيث تعتبر حوكمة الشركات المفتاح الرئيسي لتحديث الدول في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

الفصل الثاني:

أسواق رأس المال العربية في ظل

تطبيق نظام الحوكمة

تمهيد:

تزايد اتجاه الدول النامية خلال النصف الثاني من عقد الثمانيات وحقبة التسعينات من القرن السابق إلى التحول لاقتصاد السوق مع تزايد الاختلالات الاقتصادية وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية بها، وفي إطار تحولها إلى الاقتصاد السوق تبنت مختلف الدول النامية بما في ذلك الدول العربية برامج إصلاحية شاملة خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية.

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشار واسع للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية بل وكذلك في المدن الرئيسية في هذه الدول.

المبحث الاول: الايطار النظري لسوق راس المال

إن دراسة اسواق راس المال أصبحت من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظراً لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية.

المطلب الاول: مفهوم سوق راس المال

من الصعب جدا إعطاء مفهوم واحد ومحدد لسوق رأس المال، خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم، بالإضافة إلى اختلاف وجهات النظر من باحث إلى آخر وإن كان الاختلاف ليس حول جوهر سوق رأس المال فالأساس واحد، وإنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق رأس المال.

الفرع الاول: تعريف سوق راس المال

يمثل سوق راس المال المكون الثاني من مكونات سوق المال، ويمكن تعريف سوق راس المال بانها:

- السوق التي يتم التعامل فيها بالادوات المالية متوسطة وطويلة الاجل، وسواء كانت هذه الادوات تعبر عن دين كالسندات ام تعبر عن ملكية مثل الاسهم، وسواء كان البيع لهذه الاوراق للمرة الاولى ام تداولها بعد اصدارها¹.
- مجموعة من الترتيبات التي من خلالها تداول الاوراق المالية طويلة الاجل مثل الاسهم العادية والسندات والاسهم الممتازة وتوفر هذه الاسواق للشركات والحكومات والمؤسسات المختلفة فرصة الحصول على الاموال اللازمة للقيام بانشطتها المختلفة مثل تمويل الانفاق الحكومي على الخدمات الصحية والتعليمية والامنية كما هو الحال بالنسبة للحكومة، او الحصول على الالات والمعدات والمباني بالنسبة للشركات المختلفة².

¹ - السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر، الاردن ، 2010، ص 130.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، الاسواق المالية المعاصرة، مكتبة ام القرى بالمنصورة، مصر، 2001، ص 7.

- هي الاسواق المكلفة بتجميع المدخرات والاموال وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الاجل وتنقسم الى مجموعتين¹:

المجموعة المصرفية : كالبنوك المتخصصة للتمويل وبنوك الاستثمار الوطنية العالمية .

المجموعة غير مصرفية : تضم شركات التامين ومؤسسات الضمان الاجتماعى وصناديق الادخار والتامين .

- مما سبق نقترح تعريف شامل لسوق راس المال: هو السوق الذي يتم فيه اصدار وتبادل الادوات المالية متوسطة وطويلة الاجل التى تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل الاسهم والسندات، ومن خلالها يتم تمويل الاحتياجات المالية المتوسطة وطويلة الاجل للوحدات الاقتصادية في المجتمع.

الفرع الثاني: وظائف أسواق رأس المال

إن سوق رأس المال باعتباره مكان يجمع بين عارضي الأموال والوحدات التي تكون بحاجة لهذه الأموال يساهم في تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار، وتحقيق التنمية الاقتصادية وغيرها ومن هنا يمكن القول أن وجود سوق لرأس المال في أي اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف أهمها²:

1- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الاستثمارية، فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فالمشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تلبى هذه الحاجة، ويتحقق لها ذلك من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين؛

¹ - نسرین عبد الحمید نبیہ، البورصة و مدى تاثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية، دار الكتاب والوثائق القومية، الاسكندرية، 2012، ص279.

² - يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، ط3، دار النشر للجامعات، مصر، القاهرة، 1998، ص233.

2- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية، إذ أنها تمثل همزة الوصل بين الاستثمار في المشروعات وادخار الأفراد، وبذلك تلعب دورا في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية؛

3- لا يترتب على قيامها بوظائفها آثار تضخمية، بخلاف البنوك التي تقوم بخلق الائتمان، والذي يؤدي بدوره إلى آثار تضخمية؛

4- تعطي عملياتها في مجموعها مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وتعكس بصورة حقيقية الوضع الاقتصادي في فترات الرواج والكساد، وهى مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات الاقتصادية، إذ أن أسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية، وهى بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة، وتحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتوفر قاعدة بيانات جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة؛

5- يترتب على نشاطها ورواجها دفع الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى المشروعات، عن طريق شرائهم أسهم تلك المشروعات، مما يضاعف من حالة الرواج، كما أن تحديد أسعارها وفقا لمبادئ العرض والطلب في سوق متنافسة يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد؛

6- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات، وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية، وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين؛

7- تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمارا حقيقيا أو ماليا أو يريد سيولة سريعة مما يضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل؛

8- توفر المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار من خلال قنوات تيسر تدفقها عند الطلب، كما أنها تنمي الوعي الادخاري لدى المدخرين، وتوفر لهم الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار؛

9- توفر مكانا للمدخر لاستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسييلها عند الحاجة، كما أنها توسع دائرة الخيار أمامه، مما ينوع من استثماراته، كما أنها وسيلة من وسائل تغطية المخاطر؛

10- تعدد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة، وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتغيير كمية النقود للقضاء على التضخم أو الانكماش.

المطلب الثاني: مكونات سوق رأس المال

تتعدد أسواق رأس المال وتختلف من مجتمع لآخر تبعاً للتطور الاقتصادي، الاجتماعي، الفكري والقانوني إذ تعتبر أسواق رأس المال مرآة عاكسة لوضعية المجتمعات، ومقياس دقيق للحياة الاقتصادية، وبالتالي فهي أداة لقياس كفاءة وفعالية ونشاط الاقتصاد، لذلك نلاحظ تعدد أسواق رأس المال وتنوعها في الدول المتقدمة التي تتمتع باقتصاديات قوية والعكس صحيح في الدول النامية والمتخلفة، وينقسم سوق رأس المال إلى:

الفرع الأول: السوق الأولية

يقصد بالسوق الأولية Primary Market السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار Investment Banker or bank أو المتعهد Underwriter الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، مثل مارلنش Merrill Lynch ومؤسسة بوسطن الأولى First Boston Corporation ومرجان ستانلي Morgan Stanley واخوان سالومون Salomon Brothers في الولايات المتحدة، وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار.

ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور، وكما يبدو فإن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينقضى بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع¹.

¹ - منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية واسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 83، 84.

وتتصف السوق الاولية بالخصائص التالية¹:

اولاً: تبرم العقود في السوق الاولية مباشرة بين مصدري الاوراق المالية ومشتري الاوراق المالية من المقرضين او المساهمين، وعلى ذلك فان العلاقات التي تنشأ في هذه السوق تمثل: علاقة مقرض بمقرض او شريك بشريكه، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية حيث تبرم العقود بين مشتري الورقة من السوق الاولية وبين المشتري الجديد، او بين هذا المشتري الجديد ومشتري جديد اخر وهكذا.

ثانياً: تحصل الشركات المصدرة للاوراق المالية على احتياجاتها من الاموال ببيع الاوراق المالية التي اصدرتها واذا تم بيع هذه الورقة مرة او مرات اخرى (في السوق الثانوية) فلا تحصل الشركة المصدرة للورقة على اي شئ.

ولذلك فان السوق الاولية تمثل سوق الاستثمار الحقيقي بينما السوق الثانوية فتمثل سوق الاستثمار المالي.

الفرع الثاني: السوق الثانوى

هي السوق التي تتداول فيها الاوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأول وهي التي تتعامل بالاوراق المالية حال بيعها من قبل الجهة التي أصدرتها، وهذه أسواق مهمة باعتبار أن المستثمرين لن يشتروا إصدارات مالية جديدة من السوق الأولية إلا إذا تأكدوا تماماً أنهم سيكونون قادرين على بيعها في الأسواق الثانوية، وتوفر الأسواق الثانوية للمستثمرين عاملين رئيسيين: العامل الأول هو السيولة، والعامل الثاني هو فرص الربح.

وتمثل السيولة لحامل السند إمكانية بيعه بسرعة وتحويله إلى نقد أما فرص الربح فتنشأ عندما ترتفع قيمة السند أو السهم، فيبيعه حامله بسعر أفضل من السعر الذي اشتراه به وبذلك يحقق ربحاً رأسمالياً².

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 131.

² - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2009، ص، ص 43.

اولاً: اقسام السوق الثانوى

وينقسم السوق الثانوي إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

1- الاسواق المنظمة:

ويطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية، ويتم التعامل فيها باسم الشركات المدرجة أي التي تم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول بوحدة التداول المحددة للتعامل ويجب على الشركة أن تحقق شروط خاصة تسمى شروط الإدراج تضعها إدارة سوق الأوراق المالية لكي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يسمح لها بتداول أسهمها في قاعة التداول.

وعليه فإن الأسواق المنظمة هي الأسواق التي يجري فيها التعامل، وعقد الصفقات على الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت المسجلة بالبورصة، وتكتسب هذه الأسواق صفة التنظيم من كون أن لها مكان محدد للتعامل وفق قواعد وقوانين معينة تخضع لها كل منشأة مسجلة في البورصة، وهو الشيء الذي يميزها عن الأسواق غير المنظمة¹.

و تنقسم الاسواق المنظمة بدورها الى²:

أ- **السوق الاولى**: تخص المؤسسات الكبرى وتعرف بأنها "السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة لأوراق المالية بائعة لها وبمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة وفي هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين المنشأة المصدرة للورقة المالية وبين المشتري الأول لها " المكتتب " .

ب- **السوق الثانية**: تخص المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وتعرف بأنها الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية بين حامليها وبين الراغبين في شرائها من غير المصدرين.

¹ - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 44.

² - نبيل خليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، مذكرة ماجستير غير منشورة، عمادة الدراسات العليا كلية التجارة، تخصص ادارة اعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص 25.

2- الاسواق غير المنظمة:

يمكن تعريف السوق غير المنظمة بانها شبكة تضم مجموعة من وكلاء الاوراق المالية الذين يقومون بالتعامل في الاوراق المالية بيعا وشراء من خلال شبكة اتصالات تتكون من اجهزة الحاسب، خطوط الهاتف والفاكس والتلكس، ويضم هؤلاء الوكلاء منظمة خاصة تشرف على انشطتهم المختلفة وتأخذ هذه المنظمة تسميات متعددة في الدول المختلفة، غير ان جوهر الانشطة التي تقوم بها تلك المنظمة ينصب بصورة رئيسية على الاشراف والرقابة على العمليات التي تتم في تلك السوق وما يربط بها من أنشطة مختلفة يقوم بها اعضاء تلك المنظمة.

ويتم في السوق غير المنظمة تداول السندات بصفة خاصة بالإضافة الى الاوراق التي تصدرها الشركات الصغيرة وكذلك بعض الاسهم التي تصدرها الشركات الكبيرة، ومن اهم العيوب التي تعاني منها السوق غير المنظمة عدم وجود الية لوقف انهيار الاسعار كما هو الحال في السوق المنظمة والتي تتدخل فيها ادارة البورصة لوقف التعامل في حالة انهيار اسعار الاوراق المالية.¹

ينقسم السوق غير المنظم بدوره إلى السوق الثالث والسوق الرابع:

أ- السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وكما هو واضح تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة.

أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.²

¹ - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، ص 87، 88.

² - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 508.

ب- السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب.

ويعتبر السوق الرابع منافس شديد لغيره من الأسواق المنظمة وغير المنظمة، لكونه يتعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، وكذلك غير المسجلة فيها، هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتمتع السوق الرابع بانخفاض عمولات السمسرة مقارنة بالسوق الثالث، وغيره من الأسواق¹.

ثانيا: خصائص السوق الثانوي

يتميز السوق الثانوي بمجموعة من الخصائص ندرجها فيمايلي²:

- 1- تسييل الاسهم و السندات قبل تاريخ استحقاقها؛
 - 2- لا تمثل السوق الثانوية سوق للمتاحة فقط ولكن يمكن لبعض المتعاملين ان يشتروا الاوراق المالية لا بغرض الاحتفاظ بها ولكن بغرض اعادة بيعها عن ارتفاع سعرها والاستفادة من الفروق بين سعر البيع وسعر الشراء؛
 - 3- يتم تداول الاسهم بطريقة القيد في سجلات الشركة اذا كانت السهم يحمل اسم المساهم (الاسهم الاسمية) او بطريق التسليم اذا كان السهم لا يحل اسم المساهم (لحامله)، وكذلك يتم تداول السندات؛
 - 4- الاستثمار في السوق المالية لا يمثل استثمارا حقيقيا حيث لا يعدو ان يكون نقلا للملكية من مستثمر الى اخر دون ان تستفيد الشركة مصدرة الورقة؛
- ولكن تستفيد الشركة المصدرة للاوراق المالية من التعامل على اوراقها في المجالات التالية:

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، 1997، ص 510.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، ص 136، 137.

- الاعلان الدائم عن اسم الشركة مما يحقق للشركة المصدرة شهرة وما تحدثه من تاثير ايجابي على مبيعات الشركة؛
- التعرف على المركز المالي للشركة بشكل مستمر، مما يسهل حصولها على التمويل التجارى او الائتمان المصرفى او حصولها على القروض طويلة الاجل.

5- تعتبر السوق الثانوية سوق مستمر حيث يمكن بيع الاوراق المالية في اى وقت.

المطلب الثالث: ادوات سوق رأس المال

تعد الأسهم والسندات والمشتقات المالية محرك أسواق رأس المال، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق ولكل نوع من هذه الأوراق عدة أقسام وتصنيفات، منها:

الفرع الاول: الاسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

اولا: تعريف الاسهم

تعريف الاسهم في الاصطلاح الاقتصادي:

- هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي اسهم في رأس مالها، وتخول له ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة الارباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها¹
- السهم هو عبارة عن حصة متساوية من رأس مال شركة مساهمة، ويتم تقديم الحصة من طرف الشريك لاي شخص مكتب مقابل الحصول على وثيقة تسمى السهم وتحصيل قيمة اسمية².
- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعليه فحامل السهم هو شريك في المؤسسة³.

¹ - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية، دار النفائس، عمان، الاردن، 2010، ص 47.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص146.

³ - نفس المرجع السابق، ص147.

ثانياً: أنواع الاسهم

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

1- تصنيف الأسهم حسب الشكل الى:

أ- أسهم اسمية:

في هذا النوع من الأسهم يسجل اسم صاحبه عليه، وعند بيعه يسجل اسم المشتري الجديد للسهم عليه كما يسجل اسم المشتري الجديد في دفاتر الشركة المصدرة للسهم¹.

ب- أسهم لحاملها:

هو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية، وهذا النوع من الأسهم يوشك أن يكون قد اختفى تماماً، ولا يتعامل به الناس اليوم. بل قضت بعض القوانين التجارية العربية أن تكون جميع الأسهم اسمية ولا يجوز أن تكون أسهما لحاملها.

والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت كل قيمتها، وعلى هذا الأساس إذا لم تطلب الشركة دفع كل قيمة أسهمها النقدية عند الاكتتاب فمن الواجب أن تصدر الأسهم في الشكل الاسمي حتى الوفاء بكل قيمتها².

ج- أسهم لأمر:

هي أسهم تتضمن عبارة لأمر، وتتداول عن طريق التظهير وهي نادرة بل أقل حتى من الأسهم لحاملها مع ندرة الأخيرة³.

2- تصنف الأسهم حسب حقوق أصحاب الأسهم الى:

أ- الاسهم العادية:

هي الاكثر شيوعاً وتمثل جزء من حصة من رأس المال وتعطي صاحبها جملة من الحقوق ، تقوم شركات المساهمة عادة باضداد هذه الاسهم التي يكون لها نفس القيمة الاسمية ولها نفس

¹ - السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006، ص 57.

² - احمد محمد خليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، ط3، 2006، ص53.

³ - نفس المرجع السابق، ص54.

الحقوق والواجبات، وعرف السهم بانه وثيقة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة لتجزئة وياخذ السهم عدة قيم هي¹:

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الاسهم يتكون رأس مال الشركة.
 - **قيمة الاصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم ، سواء عند تأسيس الشركة، او عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون اكثر منها، ولا تجيز معظم الانظمة ان تكون اقل.
 - **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة اصول الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الاسهم المصدرة، او بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع، والاحتياطات والارباح المحتجزة على عدد الاسهم المصدرة على ان القيمة الدفترية لا تمثل القيمة الفعلية لموجودات الشركة.
 - **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتاثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضوح الشركة الخاص، او بالوضع الاقتصادي العام، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية، او القيمة الدفترية، وقد تكون اقل منهما او اكثر.
 - **قيمة التصفية:** وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين وحقوق حملة الاسهم الممتازة.²
- ✓ **انواع الاسهم العادية:**

تصنف الاسهم العادية بموجب معايير ومؤشرات عديدة تبعا لادائها ولسلوكلها في مختلف الظروف الاقتصادية وكما يأتي³:

- **الاسهم المدافعة:** وهي الاسهم التي يتوقع بقاءها مستقرة او متزايدة اثناء مرحلة الركود الاقتصادي وتدهور الاعمال والتقلبات الحادة في الاسواق المالية.
- **الاسهم الدورية:** وتتمثل بالاسهم التي يرتبط مستوى اسعارها وارياحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي اسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغيير الاقتصاد.

¹ - حسنى على خريوش و اخرون ، الاسواق المالية مفاهيم و تطبيقات ، دار زهران لنشر والتوزيع ، الاردن ، 2013 ، ص 56.

² - مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 114، 115.

³ - هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة و الاقتصاد، العدد الحادى والثمانون ، 2010، ص 56، 57.

- **الاسهم المضارية:** وهي الاسهم التي يتأمل المستثمر تزايد اسعارها مستقبلا وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فان المستثمرين في هذه الاسهم يراهنون على ان ما قد يستجد من معلومات ووسائل انتاج سوف يؤثر ايجابا في زيادة اسعار اسهم الشركة، وتميل هذه الاسهم الى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة.
- **الاسهم الناجحة:** تعود هذه الاسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي انها اسهم اصدرتها شركات قائدة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وبفاعلية ادائها وتقديمها لمنتجات مختلفة وذات جودة عالية.
- **اسهم الدخل:** يتم شراء هذه الاسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الارباح، كما تقدم هذه الاسهم شكلا منتظما من توزيعات الدخل وقابلة للتنبؤ بها مستقبلا.
- ✓ **مزايا حملة الاسهم العادية:** تتمثل مزايا حملة الاسهم العادية فيما يلي¹:
- **حق الملكية:** حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.
- **إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.**
- **يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.**
- **يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.**

ب- الاسهم الممتازة :

يحمل السهم الممتاز بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند، فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الارباح بحد اعلى او ادنى وهو بذلك يشبه السند، انه يمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الارباح المتحققة وبذلك يشبه السهم، فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة اسمية تضدها المنشأة ويحق لحامله بما يعادل قيمة اسمه ملكية جزء من المشروع².

¹ - هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2003، ص 94.

² - حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص، ص 69، 70.

✓ أنواع الاسهم الممتازة: وتتمثل في¹:

- **الاسهم الممتازة المشاركة:** هذا يعنى ان هذه الاسهم يأخذ نصيبها من الارباح اولا ثم يأخذ نصيبا ثانيا بعد توزيع الارباح على الاسهم غير العادية، اما اذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا اولا فقط.
 - **الاسهم الممتازة المجمعلة للارباح:** الاسهم الممتازة لا تحصل على ارباح الا اذا في حالة ما اذا حققت الشركة ارباحا، واعلنت الشركة عن توزيع الارباح بعد تحقيقها لها.
- ففي حالة ما اذا حققت الشركة ارباحا ولم تعلن عن توزيعها في السنة، وفي حالة ما اذا هذه الاسهم الممتازة مجمعلة للارباح وفي السنة الموالية اعلنت الشركة توزيع الارباح فحملت هذه الاسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الارباح المتعلقة بالنسبة السابقة، اما في حالة ما اذا كانت هذه الاسهم غير مجمعلة للارباح، فهي تفقد الحق في المشاركة في ارباح السنوات الماضية، بل تأخذ الا في السنة التي قرر فيها توزيع الارباح.
- **الاسهم الممتازة القابلة لتحويل:** يعنى هذا انها قابلة للتحويل الى اسهم عادية، وهذا طبعا اذا كان ينص عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة، فان الاسهم العادية تكون احسن من الاسهم الممتازة ، فيمكن لحملة هذه الاسهم الممتازة ان يحولونها على اسهم عادية، اذا كان ينص عليه قانون الشركة.
 - **الاسهم الممتازة المضمونة للارباح:** في هذه الحالة، الاسهم الممتازة تأخذ حصتها من الارباح او العائد، بحيث يكون محدد مسبقا وحتى في حالة ما اذا كانت الشركة لم تحقق ارباحا، فيتم توزيع عليها ارباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.
- 3- تصنف الاسهم حسب طبيعة الحصة الى:

حيث تصنف الى²:

أ- اسهم نقدية:

هي تلك التي تمثل حصصا نقدية في راس مال الشركة، ويجب الوفاء بربع قيمتها على الاقل عند تاسيس الشركة، على ان تسدد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تاريخ تاسيس الشركة.

¹ - السيد متولى عبد القادر، مرجع سابق، ص، ص 149، 150.

² - محمد علي سويلم، ادوات الاستثمار في البورصة دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2013، ص، ص 122، 123.

ب- اسهم عينية:

هى التى تعطى لمن تقدم بحصة عينية مثل الات او موجودات او منقولات او غيرها، بالاحرى هي التى تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة، وتتسم الاسهم العينية بالخصائص التالية:

- يجب الوفاء بكامل قيمتها عند تاسيس الشركة.
- يجب تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منح الاسهم النقدية.
- لا يجوز تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تاسيس الشركة.
- يجب ان تظل اسمية طوال هذه المدة.

4- تصنف حسب استهلاكها من عدمه الى¹:

أ- اسهم رأس المال:

الاسهم التى لم تستهلك اي لم ترد قيمتها الاسمية لاصحابها لثناء حياة الشركة.

ب- اسهم التمتع:

الاسهم التى استهلكت بان ردت قيمتها الاسمية الى اصحابها اثناء حياة الشركة واعطوا بدلا منها اسهم تمتع، وتسمح لهم بالاستفادة من توزيعات الارباح باقى فترة حياة الشركة.

✓ **مزايا حملة الاسهم الممتازة:** تتمثل مزايا حملة الاسهم الممتازة في مايلي²:

- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية وبذلك تقترب الاسهم الممتازة من السندات ولكن حق التوزيعات يبقى مشروطا بقرار الإدارة في التوزيع.
- تكتسب توزيعات الاسهم الممتازة أسبقية أولى مقارنة بتوزيعات الاسهم العادية، ففي حالة عدم إقرار الإدارة للتوزيعات في أي سنة فإن توزيعات الاسهم الممتازة لاتصرف لكنها تبقى متراكمة، أي عند القيام بإقرار التوزيع في سنوات لاحقة، لاتصرف توزيعات الاسهم العادية إلا بعد صرف التوزيعات المتراكمة.
- للاسهم الممتازة الأسبقية في موجودات الجهة المصدرة لها عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ففي حالة التصفية يسترد حملة السهم الممتازة من هذا النوع القيمة الاسمية لاسهمهم

¹ - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 54.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 42.

من قيمة موجودات وأصول الشركة وما يتبقى من ذلك الأصول يقسم بين حملة الاسهم العادية.

الفرع الثاني: السندات

لكي تلبي الشركات حاجاتها من الأموال طويلة الأجل تلجأ إلى العديد من المصادر كالإقتراض من البنوك، فتح رأس مالها للإكتتاب العام بطرح أسهم جديدة أو إصدار السندات إذ تعد هذه الأخيرة من أهم وأقدم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

أولاً: تعريف السندات

للسند تعريف عام ذكر في القاموس الاقتصادي، وهو: السند التزام دين خطى محدد الشكل بدقة، يعطى حامله حقا بمطالبة الشخص الذى وقعه (المحرر) دفع المبلغ المرقوم فيه في موعد محدد.

وعرف: انه التزام مالي تعاقدى مكتوب، يتعهد بموجبه المقترض المصدر للسند، تقديم مدفوعات الى المقرض المحتفظ بالسند، والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالاضافة الى اصل المبلغ¹.

وعرف انه: اوراق مالية تصدرها الدولة او المؤسسات التزاما بدين، ووثيقة عن القرض الممنوح لها، تعطي هذه السندات مالكيها حق الحصول على دخل محدد².

وعرف في الموسوعة الاقتصادية بانه: قرض طويل الاجل، تتعهد الشركة المقترضة بموجبه ان تسدد قيمته في تواريخ محددة³.

وعرف بانه: ورقة مالية تصدرها المنشآت التجارية، والحكومة كوسيلة لاقتراض اموال طويلة الاجل⁴.

وعرف ايضا: وعد مكتوب لدفع مبلغ من النقود الى حامله بتاريخ معين، مع دفع نسبة من الفائدة على قيمته الاسمية⁵.

¹ - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 60.

² - نفس المرجع السابق، ص 60.

³ - احمد بن محمد الخليل، الاسهم و السندات واحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، ط2، السعودية، 2005 ، ص 80.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص 81.

⁵ - مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، ص 201.

ثانيا: انواع السندات:

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع بإتباع المعايير التالية:

1- على اساس شكل الاصدار وتنقسم الى قسمين¹:

أ- السند لحامله:

هو السند الذي يصدر خاليا من اسم المستثمر، فتنقل ملكية السند بطريق الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين، وعند حلول موعد الاستحقاق يكون لحامله الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

ب- السند الاسمي:

هو السند الذي يحمل اسم صاحبه، ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة التي اصدرتها، وهذه السندات يمكن ان تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل كلا من الدين الاصلى وفائدته، كما يمكن ان تكون مسجلة تسجيلا جزئيا، ويقتصر التسجيل في هذه الحالة على اصل الدين فقط اما الفائدة فتأخذ في شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من البنك مباشرة.

2- على اساس جهة الاصدار وتنقسم الى قسمين:

أ- سندات حكومية:

هي وثائق الدين العام طويلة الاجل تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة وتلجأ الحكومات الى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الايرادات العامة التقليدية (الرسوم و الضرائب و دخول الدومين العام)، و تفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا من الاصدار الجديد لتمويل هذه العجز².

¹ - احمد محمد لطفي احمد، لات البورصة بين النظم الوضعية والاحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص، ص 104، 103.
² - محمد عوض عبد الجواد و على ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة اسهم سندات اوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان، الاردن، 2006 ، ص 112.

ب- سندات اهلية:

تصدر عن المؤسسات المالية او الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن الامثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية Debentures والسندات المضمونة بعقار Mortgages¹.

3- على اساس قابلية الاستدعاء وتقسّم الى قسمين²:

أ- السندات غير قابلة للاستدعاء:

وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء اجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للاطفاء لاي سبب من الاسباب، والاصل ان تكون السندات غير قابلة للاستدعاء الا اذا نض على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الاصدار.

ب- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لان شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت اسعار السندات في السوق المالي.

4- على اساس الضمان وتقسّم الى قسمين:

أ- السندات المضمونة:

هي السندات التي توفر حماية لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات ومكائن من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن، فقد تكون سندات الرهن مفتوحة النهاية، حيث يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية على ذات الرهن أو الضمانات، مما يوفر مرونة لتمويل الشركات، إلا أن الإفراط بالإصدار قد يضعف مقدار الحماية لجملة السندات. وقد تكون سندات الرهن مغلقة النهاية تمنع الشركة من إصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان³.

ب- السندات غير المضمونة:

يعتمد بها الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويطلق عليها اسم السندات العادية، الضمان الوحيد لحامل هذا السند هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، الاسواق المالية الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، ط3، القاهرة، مصر، 2004، ص 107.

² - نفس المرجع السابق، ص 110.

³ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، 2004، ص 9.

وبناء عليه، فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، ومعدلات الفائدة أعلى نسبياً من معدلات الفائدة عن السندات المضمونة ولكنها تكون أقل استقراراً¹.

5- على أساس قابليتها للتحويل وتنقسم إلى قسمين:

أ- سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية:

يختلف القرض القابل للتحويل إلى أسهم عن القرض العادي من حيث إن القرض القابل للتحويل إلى أسهم يمكن استبداله بأسهم الشركة مصدرة القرض بشروط محددة مقدماً وخلال فترة زمنية معينة في نشرة الإصدار، وقد يتم تحويل القرض بحصص ملكية إذا كانت الشركة المصدرة للقرض تعاونية أو حصص مشاركة.

فيما يتعلق بالفترة التي يتم خلالها استبدال القرض بعدد من الأسهم محددة في نشرة الإصدار ولا يجوز تعديلها، فقد تكون هذه الفترة تساوي مدة القرض أو خلال فترة أقل من ذلك.

على العكس بالنسبة لكيفية استبدال القرض بأسهم قد تعدل الشروط خلال مدة القرض، ولكن لا يجوز إجراء هذه التعديلات إلا إذا أجرت المنظمة تعديلات على رأس مال الأسهم بعد إصدار القرض ويجب أن ينص على ذلك في نشرة الإصدار عن الأسلوب الذي يتبع لإحداث هذا التغيير².

ب- سندات غير قابلة للتحويل:

مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل³.

6- على أساس الاجل وتنقسم إلى قسمين⁴:

أ- سندات قصيرة الاجل:

هي السندات التي لا تتجاوز مدتها سنة واحدة وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً، ومن أمثلتها سندات الخزينة.

¹ - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 112.

² - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 295.

³ - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 112.

⁴ - احمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص، ص 89، 90.

ب- سندات متوسطة الاجل:

هي سندات التي يزيد اجلها عن عام ولا يتجاوز 7 اعوام وتكون معدلات الفائدة اعلى من تلك التي على السندات القصيرة الاجل.

ج- سندات طويلة الاجل:

وهي السندات التي يزيد اجلها عن 7 اعوام وقد تمتد الى 20 ام وتصدر بمعدلات فائدة اعلى من السندات قصيرة ومتوسطة الاجل ومن امثلتها السندات العقارية.

الفرع الثالث: المشتقات المالية

لقد أدى التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والإتصالات العالمية المتطورة، فضلا عن التنافس بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وكان من بين هذه الأدوات المشتقات المالية كأدوات صاحب ظهورها تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.

اولا: تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات بانها ادوات استثمارية متنوعة، وسمية بهذا الاسم لانها مشتقة من ادوات استثمارية تقليدية مثل الاسهم ، والسندات وتعتمد في قيمتها على اسعار هذه الادوات، وتشمل المشتقات المستقبلية (Future)، وعقود الاختيار (Options)، والعقود الاجلة (Forwards)، والمبادلات والمقايضة (Swaps)¹.

وتعرف ايضا هي ادوات مالية تشتق قيمتها من قيمة بعض الاصول Underlying Assets مثل (الاسهم، السندات ، السلع)، كما انها ترتبط بمؤشرات سوقية معينة، ولما كان مفهوم المشتقات يقوم بضرورة اساسية على بناء ترتيبات جديدة من مفاهيم تعاقدية معروفة فقد ادى ذلك الى ظهور مصطلح جديد هو الهندسة المالية للدلالة على الاسلوب الانشائي في تكوين هذه الادوات والتي تحقق للمتعاملين الاستفادة من مزايا لم تحققها الادوات التقليدية².

¹ - شذا جمال خطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لرأس المال، دار الجدلاوى للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2008، ص 162.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 394.

ثانيا: انواع المشتقات المالية

تشمل المشتقات المالية عدة انواع هي¹:

1- الخيارات:

يمكن تعريف الخيار بأنه حق استبدال اصل معين باضل اخر وذلك بسعر محدد وفي موعد محدد او قبل موعد محدد، وتنقسم الخيارات الى عدة انواع اهمها:

أ- خيار الشراء: يعطى لحامله حق شراء اصل بسعر معين قبل تاريخ معين.

ب- خيار البيع: يعطى لحامله حق بيع اصل بسعر معين قبل تاريخ معين.

2- المبادلة:

هي التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدى او اصل معين مقابل تدفق نقدى او اصل اخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد.

3- عقود المستقبلات:

اتفاق على شراء او بيع كميات نمطية من ادوات مالية (اسهم ، سندات، مؤشرات بورصات، عملات) لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين.

4- العقود الاجلة:

عقد بين طرفين اساسيين لبيع او لشراء اصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل وتستخدم المؤسسات المالية العقود الاجلة بكثرة لتفادى تعرضها لمخاطر تقلبات اسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية او التمويل الدولى.

الفرع الرابع: الصكوك الاسلامية

تشهد الادوات المالية الاسلامية انتشارا وازدهارا واسعا، ومن ابرز هذه الادوات الصكوك الاسلامية التى تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، واصبحت كواحدة من اهم الادوات التى استطاعت ان تجد لها مكانة بارزة في سوق راس المال.

¹ - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص، ص 393،394.

اولاً: تعريف الصكوك الإسلامية

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"¹.

ويمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو يتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب قواعد مالية إسلامية معينة².

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ساهمت في انتشارها انتشاراً واسعاً، تتمثل فيما يلي³:

1- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: ان مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم، وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم؛

2- وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، البحرين، 2007، ص 288.

² - سليمان ناص، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، يومي 6،5 ماي 2014، ص 6.

³ - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية- البحرين، مجلة الباحث، العدد 09/2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 255.

وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية؛

3- تصدر وتتداول وفقاً للشروط والضوابط الشرعية: تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

ثالثاً: أنواع الصكوك الإسلامية

هنالك عدة أنواع للصكوك الإسلامية وقد حددتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأربعة عشر نوعاً من الصكوك التي تتوافق وضوابط الشريعة الإسلامية وفي ما يلي سنذكر أهمها وهي¹:

1- **صكوك الإجارة**: يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع، وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في: صكوك ملكية الموجودات (الأعيان) وملكيات المنافع وملكيات الخدمات.

2- **صكوك السلم**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

3- **صكوك الاستصناع**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.

4- **صكوك المزارعة**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

5- **صكوك المساقاة**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة، والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.

¹ - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، عمان، الأردن، 2012، ص 3، ص 4.

6- **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

7- **صكوك الوكالة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة.

8- **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

9- **صكوك المضاربة:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.

10- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

المبحث الثاني: سوق رأس المال في الدول العربية

تعد اسواق رأس المال العربية من الاسواق الناشئة في اقتصاديات دول نامية التي تمر بمرحلة تحول اقتصادي، وتحظى اسواقها بمؤشرات ايجابية لاداء الاقتصادى ولنمو اسواق رأس المال القائمة فيها، وقد تميزت هذه الاسواق على انها اسواق لدول اخذة في النمو، ولديها قدرة على تحقيق معدلات اعلى للنمو الاقتصادي لكنها في ذات الوقت تواجه مشاكل اساسية على المستويين الاقتصادي والسياسي، وتتسم بدرجات مخاطرة مرتفعة داخل اسواقها ذات النطاق الضيق مقارنة بالاسواق العالمية.

المطلب الاول: نشأة و تطور سوق رأس المال في الدول العربية

تعتبر أسواق رأس المال العربية من الأسواق المالية الناشئة في اقتصاديات الدول النامية التي تمر بمرحلة تحول اقتصادي، وتحظى أسواقها بمؤشرات إيجابية الأداء الاقتصادي ولنمو أسواق رأس المال القائمة بها، ولقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال العقد الماضي إصلاحات هدفت في مجملها إلى تطوير أداء هذه الأسواق من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ وتدعيم قواعد ونظم و العمل بها.

ورغم أن لكل سوق من أسواق المال العربية خصوصية تنبثق من ظروف نشأته إلا أن جميعها قد واجهت منذ نشأتها، وقبل إصلاحها، مجموعة من العقبات والمشكلات حدثت من نموها ونالت من كفاءة أدائها، ولا زالت تعاني منها.

الفرع الاول: نشأة سوق رأس المال في الدول العربية

نشأة اسواق رأس المال عبر مراحل نبرزها على النحو التالي¹:

نتيجة للتطور الاقتصادي للمجتمعات وازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بسبب اتساعها، وزيادة المدخرات لدى الأفراد، ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل القومي، ظهرت مؤسسات تحاول الاستفادة من مدخرات الأفراد في مجالات إنتاجية، ومع زيادة هذه المؤسسات الاستثمارية نشأت الأسواق المالية والتي تم عن طريقها إجراء الصفقات المالية وتمكين المساهمين من بيع حصصهم أو زيادتها .

¹ - اشرف محمد دواية، نحو سوق مالية عربية، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البنينة والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الاردنية، ايام 20 الى 22 سبتمبر 2004، ص، ص 12، 13.

وتعتبر فرنسا أول دولة أنشئت فيها سوق لتداول الأوراق المالية في القرن الثالث عشر الميلادي حيث وجد التجار مع تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها فوائد في اعتماد وسائل الائتمان من سحوبات وسندات أذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا فيليب الذي عاش خلال الفترة 1268 - 1314 مهنة سماسة الصرف الذين سبقوا وكلاء الصرف .

وخلال نفس الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا، وكان التجار في بلدة بريج Bruges يجتمعون مقابل قصر عائلة بورسيه Vander Bourse ليتبادلوا الصفقات، وقد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى أن أصبحت كلمة بورصة Bourse تطلق على سوق تداول الأوراق المالية

ونتيجة لهذا التطور ظهرت خلال القرنين السادس عشر والسابع عشر الميلادي أسواق لتداول الأوراق المالية في بلدان أخرى كهولندا وبريطانيا والدانمارك وألمانيا، ومع التطور والنمو المستمر في الحركة التجارية زادت الحاجة إلى وجود مصارف وشركات تأمين، كما أن التطورات السياسية دفعت الحكومات إلى البحث عن موارد مالية جديدة لمواءمة النمو التجاري مما أدى إلى إصدار الأوراق المالية من الحكومات والمصارف وشركات التأمين وبعض شركات الأشخاص المساهمة خاصة الكبيرة منها، ومع وجود أسواق لتداول الكمبيالات والسندات التجارية تطور الأمر بسهولة مع توفر ظروف سياسية مساعدة، فنشأت الأسواق المالية التي يجري فيها تداول الأسهم والسندات.

وقد عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الدول الاستعمارية التي احتلت ديارها واستنزفت ثرواتها، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الاقتصادية، ولضمان تصدير المواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها بهذه الدول.

وفي هذا الإطار عرفت مصر أسواق رأس المال كأول دولة عربية، حيث يرجع إنشاء سوق الأوراق المالية في مصر إلى نهاية القرن التاسع عشر، فتم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وبورصة القاهرة في عام 1904، وقد تمكنت من احتلال مكانتها كسوق قوية للأوراق المالية حتى أصبحت هي السوق الأولى في أفريقيا والخامسة على مستوى أسواق العالم من حيث النشاط وعدد الشركات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة، ومع صدور القرارات الاشتراكية عام 1961 تقلص دور البورصة المصرية لأكثر من 30 عاماً، ولم تكن ذات نشاط يذكر حتى صدر القانون رقم 95 لسنة 1992 الذي أعاد تنظيم سوق رأس المال في ظل سياسة الدولة لتحقيق برنامجها للإصلاح الاقتصادي.

أما بالنسبة للبورصات العربية فحتى عام 1989 لم يكن في العالم العربي سوى خمسة بورصات إضافة الى البورصة المصرية، وهي بورصات : لبنان (1920) ، والمغرب(1967)، وتونس(1968)، والكويت(1977)، والأردن (1978)، وظلت بورصة لبنان معطلة حتى عام 1995 بسبب ظروف الحرب الأهلية في لبنان.

وفي عام 1989 تم إنشاء ثلاث بورصات في البحرين، ومسقط، والعراق، وبدأت سوق نشطة للأسهم في السعودية، وفي عام 1999 أنشئت أربع بورصات أخرى في كل من السودان، وقطر، والجزائر، وفلسطين، وفي عام 2000م تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة.

الفرع الثاني: عوامل نشأة و تطور الأسواق المالية العربية

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية، وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة للعوامل التالية¹:

- 1- فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينيات والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتماشي سياسة الاتفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة وذلك من خلال توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها؛
- 2- تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبتترول الخام؛
- 3- ارتفاع أهمية القطاع الخارجي(التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي؛
- 4- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة؛

¹ - بالاعتماد على:

1- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 299.

2- محمد عوض عبد الجواد وعلى ابراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 194.

3- خليل الهندي وانطون الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، ص 267.

5- التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كالهند وسنغافورة والبرازيل مثلاً.

المطلب الثاني: خصائص اسواق رأس المال العربية

شهدت اسواق المال العربية خلال العقد الماضي اصلاحيات هدفت في مجملها الي تطوير اداء هذه السوق من النواحي التشريعية والمؤسسية ، وترسيخ و تدعيم قواعد ونظم العمل بها، وعلى الرغم من الجهود المضنية التي بذلت بهذا الخصوص فان تلك الاسواق لازالت تعاني من اوجه قصور عديدة تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي ، وفي ظل التحولات كانت أهم الخصائص المميزة لهذه الأسواق كما يلي:

الفرع الاول: من حيث نشاط السوق الأولي

لازالت حجم الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات القائمة حديثة النشأة في الدول العربية تتسم بالضآلة، وذلك من خلال نسبة الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض والتسهيلات والتي بلغت 4% وأقل من 10% على التوالي، ويمكننا أن نرجع ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم إخضاعها لرقابة السلطات وبالتالي التزامها بقواعد الشفافية والإفصاح وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالباً ما يقومون بتوفير احتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية وكذلك غياب شركات الترويج وضمن الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها، ناهيك عن افتقار الأسواق العربية لرأس المال إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات الجديدة وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظراً لعدم تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم¹.

الفرع الثاني: ضآلة حجم السوق

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء. كما تتصف تلك الأسواق بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض

¹ - شذا جمال خطيب، صغفق الركبي، مرجع سابق، ص، ص 91، 92.

نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء سوق الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي.

أما في جانب الطلب؛ فيلاحظ أن أحد أهم أسباب ضعفه هو ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد.

ويعتقد الخبراء المختصون في تحليل أسواق الأوراق المالية أن حجم السوق وصغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عليه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي¹.

الفرع الثالث: التقلبات الشديدة في الأسعار

تتسم البورصات العربية بشدة التقلبات في حركة الأسعار باعتبارها أسواقا ناشئة حيث تعتمد هذه الأسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض وإصدار مزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة².

لذا فإن معظم الاسواق العربية وضعت هامش مسموح به لمدى تذبذب السعر اليومي للورقة المتداولة ليتراوح بين 7% الى 10% في بورصة الكويت مثلا ، كما ان هناك توجه رفع هذا الهامش تاي نحو 20% مما قد يترتب عليه زيادة حدة التقلبات³.

الفرع الرابع: درجة تركيز التداول

يقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ويلاحظ أن كافة الأسواق العربية لرأس المال تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول، وهو ما يعني انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية، فبعد أن كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول أصبح سهم المحمول والاتصالات يستحوذان على نسبة عالية من حجم التداول في أسواق المال العربية، وهو ما يوضح أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع

¹ - سليمان المنذري " البورصات العربية .. وهن في مرحلة الشباب"، متوفر على الموقع :

www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml , consultée le: 06/04/2015.

² - اشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص 21.

³ - شذا جمال خطيب، صغفق الركيبي، مرجع سابق، ص 98.

رغم وجود العديد من القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن والاسمنت ويرجع ذلك لسببين:

اولاً: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

ثانياً: انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لا سيما أسهم شركة القطاع العام¹.

الفرع الخامس: الفرص المتاحة للتنويع

لا زالت الأسواق العربية تعاني من نقص فادح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق وعلى الرغم من اعتماد الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة إلا أن النمط المؤسسي لتملك السندات قد حال دون تداولها في السوق، إذ نلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وإن كانت بعض الدول قد استحدثت وسائل جديدة كوحدات صناديق الاستثمار والتعامل الآجل وحقوق الإصدار إلا أن التداول في هذه الأدوات لم يصل إلى المستوى المطلوب وهو الأمر الذي يعكس سلباً على الفرص المتاحة أمام المستثمر لتنويع محفظته المالية، ويضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي².

الفرع السادس: ضعف درجة السيولة

تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال ما تتمتع به من نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة، وترتفع قيمتها السوقية، وفي المقابل يقل التعامل على أسهم الشركات الخاسرة، وتتنخفض قيمتها السوقية.

ولعل من الوظائف الأساسية لسوق المال الكفاء هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها، لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع البورصات العربية ضعف في سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول، والتي تتراوح ما بين 26 يوماً في بورصة الجزائر، و 66 يوماً في بورصة

¹ - سليمان المنذري، البورصات العربية، الدور والعلاقات البنينة وتحديات التحرير، الأهرام، القاهرة، 2001، ص، ص 143، 142.

² - نفس المرجع السابق، ص 142.

فلسطين، فضلا عن إنخفاض معدل دوران الأسهم والذي يتراوح بين 0.08% في بورصة الجزائر و33.7 في بورصة الكويت وذلك خلال الربع الثاني من العام 2008¹.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى أن تحسين سيولة السوق يتطلب اتباع إستراتيجيات تستهدف خفض فترة تسوية الصفقات، فضلا عن تشجيع إنشاء صناديق استثمار، ودرجة السوق تمثل حدين باعتبارها محفزة للمستثمرين المحليين والأجانب حين ارتفاعها ومن جهة أخرى تخلق بيئة مشبعة على التداول قصير الأجل وتحفيز نشاط المضاربيين².

المطلب الثالث: نحو سوق مالية عربية موحدة

سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تركز التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، ورغم تأخر الدول العربية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات، وكذلك أسواق العمل العربية فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها للتكامل وإنشاء سوق مالية عربية موحدة.

الفرع الاول: نشأة مقترح سوق مالية عربية

بدأ التفكير في انشاء سوق مالية عربية بصورة جدية بعد ارتفاع أسعار البترول في اواخر 1973 وبداية 1974 حيث اصبحت الدول العربية وخاصة النفطية منها قوة إقتصادية ومالية عالمية، فمنذ تلك الفترة سجلت العائدات العربية ارتفاعا محسوسا مما استوجب التفكير في استعادتها وتوظيفها في العالم العربي للاستفادة منها في تطوير إقتصاديات الدول العربية وبدل تركها في الدول المتقدمة خاصة في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية.

وعند انشاء صندوق النقد العربي نصت المادة الرابعة من اتفاقية انشاءه على تطوير الاسواق المالية العربية كما نصت المادة الخامسة أن من الوسائل التي يستخدمها الصندوق في تحقيق أغراضه تشجيع انتقال حركة رؤوس الاموال بين الدول الاعضاء، ونذكر في هذا الصدد أن الامانة العامة لجامعة الدول العربية تقدمت الى المجلس الاقتصادي والاجتماعي بمقترح انشاء سوق مالية عربية مشتركة واتحاد البورصات العربية ووافق المجلس الاقتصادي والاجتماعي في عام 1976 على مقترح الامانة من حيث المبدأ، ثم كلف المجلس محافظي البنوك المركزية باستكمال الدراسات التي أعدتها الامانة حول الموضوع والنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق .

¹ - اشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص، ص 20، 21.

² - شذا جمال خطيب، صغف الركيبي، مرجع سابق، ص 96.

وأبرز تقرير اللجنة الفنية التي شكلها مجلس محافظي المصارف المركزية أمرين الأول هو أن الاسواق المالية في الدول العربية كانت تعاني من الكثير من القصور ومن عدم توافر قنوات الاتصال فيما بينها الامر الثاني والذي جاء نتيجة للامر الاول فهو محدودية التدفقات المالية على أسس تجارية بين الدول العربية¹.

ويعتبر سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تركز التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، ورغم تأخر الدول العربية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات، وكذلك أسواق العمل العربية فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها للتكامل وإنشاء سوق مالية عربية موحدة لما في ذلك من العديد من المنافع للدول العربية وفي مقدمتها²:

اولاً: ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الاقتصادي بين الدول العربية، والخروج من نطاق الفردية إلى استراتيجية العمل الجماعي من أجل المنافسة والبقاء، وبخاصة وأن عوامل الاتفاق بين الدول العربية أكثر من عوامل الاختلاف.

فإقامة سوق مالية عربية موحدة يمكن أن يكون نواة للتعامل الجماعي العربي وإقامة السوق العربية المشتركة التي أصبحت ضرورة ملحة لمواجهة المتغيرات الاقتصادية الدولية والإقليمية المتلاحقة، ممثلة في تطورات الانفتاح التجاري على الأسواق العالمية في إطار منظمة التجارة العالمية وتعاضم أهمية ودور التكتلات الاقتصادية في عصر العولمة الذي لم يعد فيه مكان للكيانات الصغيرة.

ثانياً: تدعيم الاقتصاديات العربية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد عربي عربي، وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية وقرينتها التبعية السياسية التي تعاني منها العديد من البلدان العربية في وقتنا الحاضر، ومن ثم المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.

ثالثاً: مساندة جهود التنمية في البلاد العربية من خلال إشراك الشعوب العربية في التنمية، مما ينمي السلوك الادخاري وكذلك السلوك الاستثماري بصورة رشيدة، ويسهم في تحقيق أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية العربية.

¹ - بوريمة إحسان، دورالاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2007/2006، ص 98.

² - محمود عبد الفضيل، مصر والعالم على أعتاب ألفية جديدة، دار الشروق، القاهرة، مصر، 2001، ص 30، 29.

رابعاً: الإسراع بتنشيط الاقتصاديات العربية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو. إضافة إلى توفير التمويل اللازم للحكومات والمؤسسات والأفراد سواء على المستوى الفردي أو الجماعي العربي المشترك وذلك بالنسبة للمشروعات المشتركة بين الدول العربية والتي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لا يمكن توفيرها في دولة واحدة.

خامساً: استعادة توطين رؤوس الأموال العربية المستثمرة في خارج أسواق المال العربية والتي تقدر بنحو 700 بليون دولار، والنتيجة الحسابية البسيطة تشير إلى أن كل دولار عربي واحد جرى استثماره في الوطن العربي يقابله ما يقارب من 60 دولار جرى توظيفها في الأسواق المالية الدولية.

الفرع الثاني: معوقات إنشاء سوق مالية عربية موحدة

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة العديد من التطورات الايجابية هدفت في مجملها الى تطوير هذه الاسواق من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ ودعم قواعد ونظم العمل فيها، وعلى الرغم من الجهود الكبيرة التي بذلتها الدول العربية في هذا المجال إلا أن هذه الاسواق لازالت تعاني من عدد من أوجه القصور التي تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي المنوط بها، ومن أهمها¹:

أولاً: اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والتسوية والمقاصة التي تحكم عمل البورصات العربية، فمازالت البيئة التشريعية العربية تعاني من كثرة القوانين والقرارات التي تفتقر إلى التجانس التشريعي العربي، وعدم انسجام بعض القواعد والتشريعات مع المعايير المالية الدولية، وهو ما يحد من فرص التعاون بين الأسواق المالية العربية، وهو ما يعني ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة في المقام الأول.

ثانياً: اختلاف النظم والهيكل الاقتصادي العربية، وغياب الإرادة السياسية، إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض الأنظمة العربية، وسيادة الفردية والقطرية، وضعف التنسيق والتوجه نحو العمل الجماعي العربي، وتفضيل بعض الدول العربية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي أو الدولي على حساب التعاوني العربي المشترك، فضلاً عن التبعية بصورة أو بأخرى للقوى الدولية.

¹ - بويريمة إحسان، مرجع سابق، ص 101.

ثالثا: تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول العربية، وكذلك تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال البورصات وأسواق المال، فما زال هناك بورصات مغلقة، لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها، في حين أنه إذا لم يكن يوجد قيد متبادل للأسهم بين البورصات فلا مجال لقيام بورصة موحدة.

رابعا: عدم توافر الوعي الكافي لدى لمستثمرين العرب بنظام القيد والتداول في البورصات المختلفة، وكذلك خوفهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من البورصات.

خامسا: انخفاض رأسمال الشركات العربية المصدرة للأسهم وضعف ملاءتها المالية مقارنة بما عليه الحال في الشركات الأجنبية الموجودة في البورصات العالمية، إضافة إلى انخفاض الملاءة المالية لشركات الوساطة في الأوراق المالية وافتقار نشاط الوساطة في الدول العربية إلى توافر البنوك الشاملة في العمل المالي وبنوك الاستثمار، وكذلك انخفاض الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتضاؤل دورها رغم أهميتها لتبادل تنفيذ الصفقات بين المستثمرين في الدول العربية، وفي مقدمتها شركات السمسرة، وشركات التسوية والمقاصة والإيداع المركزي، وشركات تكوين وإدارة المحافظ، وشركات الاستثمار، وشركات تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات.

سادسا: انخفاض حجم الاستثمارات العربية في أسواق المال، وعدم وجود عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية، إضافة إلى ضعف أنظمة التحويلات المصرفية بين العديد من المصارف العربية رغم أهمية ذلك لسرعة تحويل الأموال الناتجة عن صفقات الشراء والبيع في البورصات.

سابعا: تدني مستوي التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي المطبقة في بعض الدول العربية، مما يعيق من عملية الربط الآلي بين البورصات والشركات المنفذة لعمليات التداول.

ثامنا: عدم الالتزام الكافي بتطبيق معايير الشفافية والإفصاح والحوكمة، وتجاهل العديد من البورصات العربية لامكانيات تنفيذ عمليات الشراء والبيع من خلال شبكة المعلومات الدولية الانترنت وإجراء التحويلات المالية من خلالها، رغم ما قد يمثل ذلك من حث المستثمرين العرب علي اجراء تداول في بورصات دول أخرى كخطوة أولى للتكامل.

تاسعا: وضع عدد من الدول العربية معوقات أمام حركة رؤوس الأموال والاستثمارات الوافدة منها وإليها بشكل عام، إضافة إلى عدم ثقة كبار المستثمرين العرب وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول العربية، وتفضيلهم غالبا توجيه هذه الأموال للاستثمار خارج الدول العربية¹.

الفرع الثالث: شروط قيام أسواق مالية عربية

كلنا يعلم أن الدول العربية تستحوذ على موارد طائلة ووفيرة في مختلف المجالات وهي تمثل سوقا عريضة حوالي 240 مليون مستهلك للسلع ومستفيد أو عميل للخدمات إلا أن الواقع يفرض علينا إقامة تحالفات وتكتلات لأسواق مشتركة وهذا لا يمكن أن يكون إلا بعد تحقق الشروط الآتية²:

أولا: توفير مناخ استثماري مستقل يتمثل في حالة استقرار سياسي و اقتصادي و اجتماعي، وهذه الظروف كلها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح فرص أكبر لتحقيق سيولة الاستثمارات طويلة الأجل، نقل جزء أو كل استثمارات المستثمر إلى الغير دون تعريض استثماراته إلى نوع من أنواع الهزات؛

ثانيا: العمل الجاد على تعميق الوعي الاقتصادي و الاستثماري، و توفر الحرية وبالتالي تعميق أهمية الادخار لدى المواطنين إضافة إلى هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة؛

ثالثا: إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته توفير شبكة اتصالات متقدمة و إلكترونيات، وتجميع المعلومات والفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدولة العربية، و جعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرار الصحيح، وذلك نظرا لأهمية ربط الأسواق المالية لزيادة الشفافية وتوفير المعلومات؛

رابعا: نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المعروضة في نشرة كتابية مما يتيح للشركات نشر ميزانياتها ونتائج أعمالها، وبيانات كافية عن مشروعاتها، حتى يكون المساهمون على بينة من أمر نشاط و تطور الشركة، هذا ما يعكس أثره على اتجاهات الأسعار للأوراق المالية وبعث الثقة فيها بالوصول إلى السعر الحقيقي تماشيا مع قانون العرض والطلب؛

خامسا: توحيد أسواق المال الثانوية العربية كخطوة أولى، و فتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية وتشمل تنظيم سوق رأس المال

¹ - اشرف محمد دواية، مرجع سابق، ص 23 ، 24.

² - أحمد سيد مصطفى، تحديات العولمة و التخطيط الإستراتيجي، الطبعة العربية، مصر، 2003، ص 77.

الأولية وفتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، الشركات المساهمة الكبير) للمساهمة في الشركات العربية بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية؛

سادساً: السماح بفتح فروع للمصارف العربية في جميع الدول العربية وتشجيع قيام مؤسسات الاستثمار، وشركات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تتولى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة ووضع الضوابط لها؛

سابعاً: المرونة الكافية في الأوراق المالية لفتح المجال أمام سهولة الانتقال من مشروع لآخر وإعطاء دور الاستعلامات بفضل أخصائيين قادرين على إقناع الجمهور، لتقديم السوق بالوسائل الآلية لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التعامل لنوع معين من الأوراق لدعم سلامة تقارير التعامل¹.

¹ - عبد المنعم السيد علي، التكامل الاقتصادي العربي، الواقع و الآفاق، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1998، ص، ص 176، 177.

المبحث الثالث: دور حوكمة الشركات في تنشيط أسواق رأس المال العربية

تلعب أسواق رأس المال دورا استراتيجيا وهاما في تحقيق النمو الاقتصادي، وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

وتعتبر حوكمة الشركات بما تحمله من معاني الإفصاح والشفافية كآلية للرفع من كفاءة رؤوس الأموال وأدائها وتعظيم قيمة الشركات، مما يساهم في جعل هذه الأسواق محركا لعجلة النمو الاقتصادي والعمل على التقليل من إخفاق وتعثر هذه الشركات، وسنحاول إبراز هذه العلاقة فيما يلي.

المطلب الأول: الإفصاح والشفافية للمعلومات المحاسبية

يعد الإفصاح والشفافية من أهم المفاهيم والمبادئ المحاسبية المهمة التي تلعب دورا هاما في إثراء قيمة ومنفعة البيانات والمعلومات المحاسبية التي تظهر القوائم المالية.

الفرع الأول: مفهوم المعلومات المحاسبية

تعد المعلومات من أهم الركائز لنجاح و تطور بورصات الأوراق المالية ، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية، فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطى لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من اجل استخدامها في صياغة القرارات، وفي هذا الإطار فان المعلومات تستخدم من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال في صياغة القرارات الاستثمارية لاسيما على صعيد الاستثمار في الأوراق المالية.

أولاً: تعريف المعلومات المحاسبية

المعلومات بالمفهوم البسيط هي عبارة عن المنتج النهائي من البيانات التي تم تشغيلها وفق مراحل النظام المحاسبي، كما ان المعلومات تمثل لغة وأداة الاتصال ما بين معدها الذي يجب عليه أن يحدد هدفها بوضوح و بين مستلمها الذي يتطلب من تلك المعلومات أن تكون فعالة وذات كفاءة ومفيدة في اتخاذ القرارات¹.

¹ - النقيب كمال عبد العزيز، مقدمة في النظرية المحاسبية، دار وائل للنشر، الاردن، 2003، ص 303.

وتعرف على أنها كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية التي تتم معالجتها والتقرير عنها بواسطة نظم المعلومات المحاسبية في القوائم المالية المقدمة للجهات الخارجية وفي خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا¹.

ثانيا: خصائص المعلومات المحاسبية

وتتميز المعلومات المحاسبية بالخصائص التالية:

1- خاصية منفعة متخذ القرار: ترتبط المنفعة لمتخذ القرار بفائدة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار وكما أن معيار المنفعة أو الفائدة للمعلومات تأتي في قمة الهرم للخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية باعتبارها القاعدة العامة إذ يلزم دائما تحديد البديل الذي يقدم أكثر المعلومات إفادة لأغراض اتخاذ القرار ومن خلال هذه الخصائص فإنه يتم التفريق بين المعلومات الأفضل (الأكثر إفادة) والمعلومات الأدنى (الأقل إفادة) لاتخاذ القرار كما أن فائدة المعلومات المحاسبية تتحقق من خلال تقليل حالات عدم التأكد لدى متخذ القرار وزيادة درجة المعرفة لديهم ولذلك يجب أن تكون المعلومات المعروضة مفهومة لمتخذ القرار².

ويلاحظ بأنه يوجد قيود رئيسيان يحددان إمكانية القيام بإنتاج المعلومات المحاسبية هما³:

أ- **قيود التكلفة والمنفعة:** تكون المعلومات جيدة عندما تكون منفعتها أكبر من تكلفتها وهذا في مجال ترشيد القرار، فالموازنة بين التكلفة والمنفعة تعتبر خاصية نوعية بقدر ما هي قيد في مجال إعداد القوائم المالية، فالمنفعة المتأتية من المعلومات غير أن تقييم المنافع والتكاليف تعتبر عملية اجتهدية تعتمد بشكل رئيسي على التقدير وفوق ذلك قد لا تقع بالضرورة على المنتفعين من المعلومات كما أن هذه المنافع قد يستفيد منها آخرون غير الذين أعدت من أجلهم المعلومات فتوفير معلومات إضافية للمقرضين قد يقلل من تكاليف الاقتراض ولهذا فإنه من الصعوبة بمكان إجراء اختبار التكلفة والمنفعة لحالة معينة ولهذا يجب على كل من معدي ومستخدمي القوائم المالية أن يكونوا على دراية بهذا القيد⁴.

¹ - قاسم محسن ابراهيم الحبيطي ، زياد هشام يحيى السقا، نظم المعلومات المحاسبية، وحدة الحداية لطباعة والنشر ،كلية الحداية الموصل، العراق، 2003، ص 27.

² - أكرم يحيى علي الشامي، أثر الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية على جودة التقارير المالية للبنوك التجارية العاملة في الجمهورية اليمنية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، اليمن، 2009، ص، ص 34، 35.

³ - طارق عبد العال حماد، التقارير المالية أسس الأعداد والعرض والتحليل، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 51.

⁴ - أمين السيد أحمد لطفى إعداد وعرض القوائم المالية في ضوء معايير المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص57.

ب- **قيد الأهمية النسبية** : يتعلق مفهوم الأهمية النسبية بالخصائص النوعية خاصة الملائمة والموثوقية إذ أن عدم الإفصاح عن معلومات معينة يمكن أن يكون مقبولاً وهذا في حالة كون المستثمرين في غير حاجة إليه أو هذا البند صغيرة جداً بحيث لا تؤثر على اتخاذ القرار، ولا توجد معايير تحكم الأهمية النسبية لكل حالة بل تدخل في التقدير الشخصي.

2- **خاصية القابلية للفهم** : يتوقف تأثير المعلومات المحاسبية على قدرة متخذ القرار الاستيعابية لهذه المعلومات ولا يمكن الاستفادة من المعلومات إذ كانت غير مفهومة لمن يستخدمها، وتتوقف إمكانية فهم المعلومات على طبيعة البيانات التي تحتويها القوائم المالية وكيفية عرضها كما تتوقف على قدرة من يستخدمها وثقافته مثل مستوى التعليم والإدراك وكمية المعلومات السابقة المتوفرة لديهم ولهذا يتعين على من يقومون بإعداد القوائم المالية أن يكونوا على درجة بقدره مستخدمي القوائم المالية وحدود تلك القدرات إذ تعتبر قابلية الفهم كحلقة وصل بين خصائص المعلومات وخصائص مستخدميها¹.

3- **خاصية الملائمة** : تعرف الملائمة بأنها إحدى الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية ومنفعتها في صنع القرار إذ تكون المعلومة المحاسبية ملائمة إذا أحدثت فرقا في اتخاذ القرار وهذا بمساعدة المستخدمين لها وذلك بوضع تنبؤات للأحداث الماضية والحالية والمستقبلية أو تأكيد أو تصحيح التوقعات السابقة ولكي تكون المعلومات ملائمة ينبغي أن تكون ذات قيمة تنبؤية وقيمة استرجاعية وأن تقدم في الوقت المناسب²، وبالتالي تنقسم خاصية الملائمة إلى المكونات التالية:

أ - **القدرة على التنبؤ**: وهو أن تكون المعلومات المحاسبية ملائمة يجب أن تتميز بقدرتها التنبؤية بالأحداث أي بمقدرتها على مساعدة متخذ القرار في أن يحسن من احتمالات التوصل إلى تنبؤات صادقة عن النتائج المتوقعة في المستقبل أو أن تؤدي هذه المعلومات إلى تعزيز أو تصحيح توقعاته الحالية³.

ب - **القدرة على التغذية العكسية** : تلعب المعلومات دوراً هاماً في تعزيز أو تصحيح توقعات سابقة أي أنها تساعد مستخدم المعلومات في تقييم مدى صحة توقعاته السابقة وبالتالي تقييم نتائج القرارات التي بنيت على هذه التوقعات، إن هذه الخاصية في التقييم الارتدادي أو كما

¹ - ماجد إسماعيل أبو حمام، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009، ص 57.

² - أكرم علي الشامي، مرجع سابق، ص 38.

³ - نفس المرجع، ص 40.

تسمى أيضا بالتغذية العكسية أو الاسترجاعية لا تقل أهمية عن خاصية القيمة التنبؤية للمعلومات¹.

ج - **التوقيت المناسب** : إن توفر معلومات لدى مستخدم القوائم المالية قبل أن تفقد قيمتها على التأثير على القرارات يعد عامل مساعد على الملائمة فإذا لم تكن المعلومات متاحة عند الحاجة إليها أو أصبحت متوفرة بعد فترة طويلة من الأحداث المقرر عنها بحيث تكون لا قيمة لها مستقبلا عندئذ تكون غير ملائمة².

4- **خاصية الموثوقية** : الموثوقية للمعلومات المحاسبية تقدر بمقدار المعلومات التي يتم نشرها في التقارير المالية الخالية من الأخطاء والتحيز في العرض، والتصوير الصادق للأحداث والعمليات الاقتصادي، وتمثل خاصية الموثوقية في المعلومات المحاسبية ضرورة ملحة للأفراد الذين لا يتوفر لديهم الوقت والخبرة الكافية لتقييم محتويات التقارير المالية واختيار المعلومات المفيدة لهم³.
ولتوفر خاصية الموثوقية لا بد من توافر الخصائص التالية:

أ- **الصدق في التعبير**: يقصد بخاصية الصدق في التعبير وجود درجة عالية من التطابق بين المقاييس (المعلومات) وبين الظواهر المراد التقرير عنها، والعبرة هنا بصدق تمثيل المضمون والجوهر وليس مجرد الشكل.

وتعبر خاصية الصدق في التعبير عن ضرورة وجود مطابقة أو اتفاق بين الأرقام والأوصاف المحاسبية من ناحية والموارد والأحداث التي تنتجها هذه الأرقام والأوصاف في التقارير المالية من جهة أخرى، بمعنى آخر تمثل الأرقام ما حدث فعلا، فعندما تبين التقارير المالية الواقع الاقتصادي للمؤسسة نتيجة المعاملات والأحداث الفعلية فإن التقارير تكون صادقة العرض⁴.

ب- **الحياد**: حيادية المعلومات اصطلاح تعنى عدم التحيز، بمعنى أن المعلومات المتحيزة تكون معلومات لا يمكن الثقة بها أو الاعتماد عليها، حيث تتسم معلومات المحاسبة المالية بأنها معلومات نزيهة خالية من التحيز صوب أية نتائج محددة مسبقا وتضع خاصية حيادية المعلومات واجبا على عاتق المسؤولين، إذ يجب على المسؤولين في إدارة الشركة أن يقدموا

¹ - محمد فايق عبد الرحمن محسن، مدى التزام المنظمات غير الحكومية في قطاع غزة بتجهيز وعرض القوائم المالية وفقا لمتطلبات المعيار المحاسبي الدولي رقم (1)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2008، ص 6.

² - أكرم علي الشامي، مرجع سابق، ص 40.

³ - دونالد كيسو وجيري بجانن، المحاسبة المتوسطة، الجزء الأول، ترجمة أحمد حامد حجاج، دار المريخ، الرياض العربية السعودية، 2005، ص 70.

⁴ - هوام جمعة، لشوري نوال، مرجع سابق، ص 15.

معلومات محاسبية تتصف بعدم التحيز وهذا واجب مجلس الإدارة و لجنة المراجعة وذلك من منظور حوكمة الشركات¹.

ج- **القابلية للتحقيق**: تمثل خاصية القابلية للتحقق احد الأسس المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها في اختيار بين الطرق المحاسبية المختلفة كما أنها تزيد ثقة المعلومات المحاسبية المقدمة في التقارير المالية، إن قابلية التحقق مبدأ نسبي، وهي تشير إلى وجود درجة عالية في الاتفاق بين القائمين بالقياس المحاسبي الذين يستخدمون نفس طرائق القياس بصدد فحص نفس المعلومات بأنهم يتوصلوا إلى نفس النتائج².

يتم اشتقاق هذه الخاصية من فرض الموضوعية في المحاسبة، التي تقضي أن تكون البنود الواردة من التقارير المالية قابلة للتحقق، معنى أن تكون التقارير المالية قابلة للتحقق منها من قبل المحاسب أو من قبل شخص آخر، ويمكن للمحاسب أو غيره من التأكد من الأرقام الواردة في التقارير المالية بالرجوع إلى المستندات المتعلقة بالعمليات المالية في أي مرحلة، بالإضافة إلى إمكانية التحقق من القوائم بالرجوع إلى نفس القياس الموضوعي الذي ينسجم مع مواقع الحياة الاقتصادية³.

الفرع الثاني: مفهوم الإفصاح و الشفافية

لقد ارتبط الإفصاح والشفافية في القوائم المالية ارتباطاً وثيقاً مع حوكمة الشركات وذلك بسبب ظهور شركات المساهمة العامة مما أدى لطلب المستثمرين و المقرضين بزيادة مستوى الإفصاح والشفافية في القوائم المالية عن نتائج أعمال الشركة و مركزها المالي، كما يمثل الإفصاح الجيد والشفافية في عرض المعلومات المالية وغير المالية احد المبادئ والأركان الرئيسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات.

أولاً : تعريف الإفصاح

اعترافاً بأهمية الإفصاح في وضع قرار الاستثمار في الأسواق المالية، فقد اهتمت المعاهد والجمعيات العلمية بمعايير الإفصاح والتأكيد على كمية ونوعية المعلومات التي لابد من توافرها ويمكن تعريف الإفصاح المالي على انه عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وظيفية

¹ - حسين عبد الجليل ال غزوي، حوكمة الشركات وأثرها على الإفصاح في المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية في الدنمارك، كلية الادارة والاقتصاد، قسم محاسبة ، 2010، ص 39.

² - رضوان حلوة حنان ، تطور الفكر المحاسبي ، الدار العلمية الدولية ، عمان ،الأردن ، 2001 ، ص 198.

³ - حسين القاضي و مأمون حمدان ، نظرية المحاسبة ، الدار العلمية الدولية، عمان ، الأردن، 2007 ، ص 7.

في القوائم المالية أو في الهوامش والملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب، مما يجعل القوائم المالية غير مضللة وملائمة لمستخدمي هذه القوائم من الأطراف الخارجية التي ليس لها سلطة الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة¹.

ثانياً: أنواع الإفصاح

ويعتمد حجم المعلومات التي يجب الإفصاح عنها على خبرة مستخدم المعلومات ومتطلباته، والقياس المحاسبي المطلوب مما أدى إلى ظهور ثلاثة مفاهيم للإفصاح وهي²:

1- الإفصاح الكامل: يتطلب الإفصاح الكامل الإفصاح عن كل المعلومات والتفاصيل سواء كانت هناك حاجة إليها أم لا، هذا النوع من الإفصاح قد لا يفيد مستخدم المعلومات حتى لو تحقق حيث أن كثرة التفاصيل التي تكون غير مهمة قد تترك مستخدم المعلومات ولا تساعده على اتخاذ القرار السليم في التوقيت المناسب.

2- الإفصاح العادل: يركز مفهوم الإفصاح العادل على أهداف أخلاقية تتعلق بالعدالة والمساواة بين مستخدمي القوائم المالية في عرض الحقائق المتعلقة بأنشطة المنشأة لمساعدتهم على اتخاذ القرارات الصحيحة، إلا أن هذا المفهوم انتقد حيث أن مفهوم العدالة مفهوم نسبي غير محدد.

3- الإفصاح الكافي: هو الأكثر استخداماً من قبل المنظمات المهنية ومعظم الكتاب والباحثين حيث أنه وفقاً لهذا المفهوم يتم عرض وتوفير المعلومات الملائمة والتي تتفق واحتياجات مستخدم المعلومات والتي تساعده على اتخاذ القرارات السليمة في الوقت المناسب، ويتطلب هذا المفهوم عرض جميع المعلومات الملائمة لمستخدمي المعلومات.

ثالثاً: تعريف الشفافية

تعرف الشفافية المحاسبية بأنها مصطلح يشير إلى مبدأ خلق بيئة يتم خلالها جعل المعلومات عن الظروف والقرارات والتصرفات القائمة قابلة للوصول إليها بسهولة ومرئية، وقابلة للفهم لكافة الأطراف المشاركة بالسوق، فهي تعبر عن التمثيل الصادق للمعلومات عن أحداث ومعاملات المنشأة الواردة في القوائم المالية التي أعدت وفق المعايير الخاصة بإعدادها دولياً، وهي تختلف عن الإفصاح في كونها تتخطى مبادئ التقارير والقوائم المالية لتزويد المستخدمين بالمعلومات التي

¹ - احمد مبروك ابو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، دار ايتراك، القاهرة، مصر، 2005، ص 578.

² - بلعادي عمار، جاوحدو رضا، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية و الإفصاح، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع ورهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، يومي 7 و 8 ديسمبر 2010، ص7.

يحتاجونها لاتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وواعية، والشفافية لا تعد موضوعا جديدا أو دخيلا على نظم الحوكمة بالشركات فهي الآن وكما كانت في الماضي، تحتل مكانها الرفيع على أجندة كل شركة ومنظمة لكن الفارق يكمن في حجم الاهتمام الموجه لهذه القضية من الجمهور والعامّة نتيجة الأزمات التي اجتاحت بعض الدول ونشوء هذا المفهوم الجديد لها¹.

رابعاً: شروط الشفافية

هناك عدة شروط يجب توافرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية منها²:

1- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب حيث أن الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها ويعلن عنها أحيانا فقط لاستيفاء الشكل ونستشهد على ذلك بميزانيات الشركات التي تنشر بعد شهر أو سنوات بعد صدورها؛

2- أن تتاح الشفافية لكافة الجهات في ذات الوقت؛

3- أن تكون شارحة نفسها بنفسها فما قيمة شفافية غامضة أو غير شفافة، فقد تقوم بعض الشركات بنشر قوائمها المالية بالصحف استيفاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود على أنه يجب ملاحظة ألا تخل الشفافية بالمبادئ العامة للحفاظ على بعض المعلومات ذات الصلة بسرية العمل؛

4- أن يعقب الشفافية مساءلة فالشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها وذلك بالطبع في إطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك.

خامساً: معوقات الشفافية

هناك العديد من العوامل التي تعوق سريان مبدأ الشفافية وهي تنتشر بصفة خاصة في الدول النامية والعربية ويمكن تصنيف هذه المعوقات تحت واحد أو أكثر من العوامل التالية³:

¹ - بن الطاهر حسين، بوطلاحة محمد، دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012، ص 7.

² - محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية المنعقد في شرم الشيخ جمهورية مصر العربية في ماي 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2007، ص 22.

³ - نفس المرجع السابق، ص 23، 24.

1- الفساد حيث تتسم الدول الناشئة والتي خرجت مؤخرًا من مرحلة الحزب الواحد والتخطيط المركزي وهيمنة المؤسسات الحكومية على وسائل الإنتاج، بصفات متعددة لا تدرى أن كان بعضها سببًا للفساد أم نتاجًا لها، مثل الفقر الشديد وعدم احترام القانون وما سيتبعه من مظاهر الإرهاب النفسي والخوف من الحكومة والتهديد بالعزل أو الحبس وانتشار الشائعات ذات الأثر السلبي على الروح المعنوية والرشوة والمحسوبية وسيطرة رأس المال الخاص على معظم السياسيين؛

2- الجهل حيث أن العديد من القائمين على الإنتاج أو تقديم الخدمات سواء على المستوى الخاص أو العام هم نتاج مرحلة الحكم الشمولي في المجتمعات الناشئة في الستينات والسبعينيات وأن أفراد الشعب كمنتجين أو كمستهلكين لهذه السلع والخدمات كان يهتم فقط أثناء تلك المرحلة الحصول على المنتج أو الخدمة بأفضل نوعية وأقل سعر دون الإلمام بالحد الأدنى من المعلومات اللازم توفيرها للمستهلكين (بلد المنشأ - الصلاحية ... الخ) وهي الحقبة التي كانت لا تقيم وزنا للمواطن ولا لحقه في الحصول على الحد الأدنى من الشفافية المطلوبة ليس فقط بخصوص ما يستهلكه وإنما أيضا بشأن أحوال الدولة بصفة عامة؛

3- ضعف أو غياب الإطار القانوني اللازم لحماية المواطن من غياب الشفافية مما يزيد من تفاقم المشكلة وصعوبة التعامل معها ومن المفيد الإشارة هنا إلى أن القوانين الحالية على سبيل المثال لا تجرم جنائيا استغلال المعلومات الداخلية في الشركات المتداولة بالبورصة أو الممارسات الاحتكارية أو غيرها من الممارسات السلبية السائدة والمتعلقة بغياب الشفافية أو سوء استخدام هذا الغياب.

المطلب الثاني: تأثير المعلومات المحاسبية على سوق رأس المال في ظل الحوكمة

إن تطبيق آليات الحوكمة وما تفرضه من تفعيل للرقابة على الأنظمة المحاسبية وعملية الإفصاح عن المعلومات المالية إنما يحقق الاستفادة القصوى من تلك الأنظمة، ويضمن توفير بيانات ومعلومات عادلة وشفافة تحقق وصول هذه المعلومات لكافة المستثمرين وبشكل عادل مما يآثر على أسواق رأس المال.

الفرع الأول: تأثير المعلومات المحاسبية على القرارات الاستثمارية في سوق رأس المال

يتفق الكثير من الكتاب والباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين الحاليين والمرقبين 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 الأوراق المالية أو غير ذلك، بجانب ذلك فإن المعلومات الموجودة

في التقارير والقوائم المالية هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة مثل مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال والتنبؤ به.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية 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 المحاسبية¹.

كما أن أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية له شقان²:

- الدور التيسيري وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار؛
- الدور التآثيري على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين الخواطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

ويمكن الإشارة إلى بعض الملاحظات وهي³:

1- إن الكثير من الدراسات اهتمت بمكونات المعلومات المحاسبية مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح ومقاييس الربحية ومقاييس التدفقات النقدية ومقاييس السيولة والمخاطر المالية وعلاقتها بالمتغيرات المختلفة لسوق الأوراق المالية مثل حجم التداول أو العائد المتوقع على الأوراق المالية أو أسعار الأوراق المالية.

2- أن دور المعلومات المحاسبية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي يتمتع به هذا السوق بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة وهل هي كفاءة تبادلية أم كفاءة تشغيلية أم كفاءة هيكلية أم جميعها معاً كما أنه من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية

¹ بن عيسى عبد الرحمان ، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2008/2009، ص 9.

² حمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، قسم المحاسبة، كلية

التجارة بنها، متوفر على الموقع: http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=4665

³ نفس المرجع السابق.

هو وجود نظام فعال للمعلومات المحاسبية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار؛

3- قد يؤدي الجمود التفسيري للمعلومات المحاسبية سواء كان الجمود قوي المستوى أو ضعيف المستوى ، إلى عدم القدرة على إدراك العلاقة الحقيقية بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية.

لذا فإن النقاط السابقة قد تحد من دور المعلومات المحاسبية وتأثيرها سواء المباشر أو غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ما لم تتوفر في هذه المعلومات مستوى الجودة المطلوب، لذا يمكن الإشارة إلى أهمية خاصية التوقيت الملائم عند الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وأثرها على أسعار الاستثمارات المالية، كما أن تأخير نشر المعلومات وعدم دقتها والتحيز في عرضها وعدم اعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية متفق عليها يحدث تأثير سلبي على سلوك المستثمر ويؤثر في درجة المخاطر التي يرغب في تحملها وفقاً لظروفه ، يضاف إلى ذلك إن القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية سواء السنوية أو الفترية لها دور فعال في التأثير على سلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية¹.

الفرع الثاني: الحوكمة كوسيلة لتخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال

تلعب الحوكمة دوراً كبيراً في تخفيض عدم تماثل المعلومات و ذلك عبر مبادئها وخصائصها الإفصاح والشفافية للمعلومات.

أولاً: تعريف عدم تماثل المعلومات

عدم تماثل المعلومات هو عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حوزة الآخر، والتي يمكن أن يستغلها لتحقيق مصالحه الذاتية.

بمعنى أنه يتم تغليب المصلحة الشخصية على المصلحة العامة من خلال التفرد بمعلومات من شأنها أن تقلب الموازين بين الأطراف المتعاقدين والمتمثلين غالباً في أصحاب الأسهم والإدارة حيث يمكن لهذه الأخيرة تقديم معلومات مضللة في تقييمها لأسعار أسهم الشركة في السوق المالي

¹ - حمد أحمد إبراهيم خليل، مرجع سابق.

إلا أنه بمجرد اكتشاف ذلك سيؤثر على أسعار الأسهم مما يلحق خسائر رأسمالية كبيرة لحملة الأسهم¹.

ثانياً: دور الحوكمة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال

يمكن للحوكمة من خلال مبدأ الإفصاح الذي يلعب دوراً هاماً في عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة سوق رأس المال متمثلاً في الوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، وكذلك زيادة حجم العمليات لسوق رأس المال وتحقيق السيولة اللازمة والتي تشجع التعامل في سوق رأس المال².

تعتبر المعلومة الدعامة الأساسية في تحديد كفاءة أو عدم كفاءة سوق رأس المال، وذلك انطلاقاً من مدى توفر المعلومات المناسبة و الإفصاح عنها بشكل صادق، شفاف و موضوعي، بالإضافة إلى توفرها في الوقت المناسب، ومن هنا فان أهمية المعلومة (مالية و اقتصادية) تنعكس في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني³.

إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها، يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات، ولكن و على الرغم من ذلك فان هناك حالات يتسنى فيها لبعض المستثمرين كالمدراء و العاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية التي يكتتبون فيها، الاطلاع على بعض المعلومات التي تعتبر أسرار المنشأة، بالشكل الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين، وهو ما يعكس عدم تماثل المعلومة، بمعنى أن المعلومات غير متاحة بشكل عادل لجميع المستثمرين وعليه نجد في أسواق رأس المال متدخلين مطلعين على المعلومات بشكل أفضل من الآخرين من جهة أنهم يستطيعون الاستفادة من هذه الإضافة في المعلومة لتحقيق أرباح باستعمال وضعيتهم كمطلعين على الأسرار، لخداع أو مناورة بقية المتدخلين، ومن جهة أخرى فان المتدخلين الغير مطلعين سوف يجربون ملاحظة قرارات أولئك الذين يملكون المعلومة فعلياً، وعليه يستطيع المستثمرون المطلعون على أسرار المنشأة تحقيق

¹ - مؤيد محمد علي الفضل، محددات السلوك الإداري لتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء، المؤتمر الثاني للعلوم المالية حول مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، جامعة اربد، الأردن، 29 - 28 افريل 2010.

² - بن عيسى عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 80.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 132.

عوائد تفوق ما يحققه غيرهم، كما أن بقية المستثمرين الذين لا يملكون المعلومة يستطيعون تحقيق عوائد تفوق تلك التي كان من المفروض تحقيقها عند سعر التوازن، وهذا من خلال إتباع و ملاحظة القرارات التي يتخذها أولئك الذين يملكون المعلومة، حيث نجد كذلك في السوق، ظواهر التقليد حيث يقوم المنافسون وبطريقة فعالة بالتقليد من أجل تقليل مخاطر خسارة حصص من السوق¹.

غير أن هذا التأثير الذي يسببه المستثمرون الذين يملكون المعلومات يمكن أن يتلاشى إذا كانت هناك قوانين وقواعد صارمة تضعها إدارة أسواق رأس المال من أجل تحقيق العدالة في تحقيق عوائد متساوية، كأن تمنع نشر سعر التوازن حتى يتخذ جميع المستثمرين قراراتهم، كما أنه يجب الإشارة كذلك إلى أن تحقيق السبق في الحصول على المعلومة، سيسمح فعلا بتحقيق أرباح غير عادية، لكن لفترة قصيرة فقط، لأن المعلومة ستنتهي بانتشارها الواسع في السوق، وبذلك سيكون جميع المستثمرين مطلعين عليها، ولكن الخطورة هنا تكمن في إمكانية قيام المتدخلين المطلعين بنشر معلومات خاطئة، مما يؤدي بالسعر للتحرك بالشكل الذي يسمح بتحقيق أرباح مضاربة².

بصفة عامة يمكننا القول أن عدم تماثل المعلومة في سوق رأس المال من شأنه أن يأخذ سعر الورقة المالية بعيدا عن سعر التوازن، وهو ما يسمح للبعض بتحقيق عوائد تفوق ما يحققه البعض الآخر. فعدم توفر المعلومة أو توفرها بطريقة غير عادلة سيجعل الكثير من الأفراد يمتنعون عن التعامل في سوق الأوراق المالية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض عدد المعاملات، ضيق السوق، انخفاض سيولة الأوراق المالية، تراجع عدد المتدخلين في السوق، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات، وهي كلها أمور تقلل من كفاءة السوق، ومن الأمور التي تقلل من كفاءة السوق كذلك هو عدم كفاءة نظام المعلومات المالية، بمعنى أن يكون محتوى التقارير والقوائم المالية، والمعلومات المنشورة لا يخدم مجموع المستثمرين الذين يعتمدون على المعلومات المنشورة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة، كأن يكون هناك نقص في محتوى التقارير أو القوائم المالية، أو أن يكون هناك تأخر في نشر البيانات و المعلومات الضرورية بالشكل الذي يجعل استخدامها فيما بعد دون معنى، وهنا لا بد من التأكيد بأن نظام المعلومات غير الكفاء سوف يجعل سوق الأوراق المالية غير كفاء، مما يؤدي إلى العديد من الآثار الاجتماعية والاقتصادية الضارة، حيث ينصرف المدخرون عن توظيف أموالهم من خلال سوق الأوراق المالية، وقد تجد مشروعات الأعمال صعوبات عديدة في الحصول على الأموال اللازمة لها من خلال نفس السوق بتكلفة معقولة³.

¹ - PATRICK ARTUS, anomalies sur les marchés financiers, ed, ECONOMICA, Paris, 1995 , p 33

² - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 134.

³ - نفس المرجع السابق، ص 134.

المطلب الثالث: كفاءة سوق رأس المال العربية في ظل الحوكمة

يعتبر الإفصاح والشفافية للمعلومات المحاسبية مفهومان متلازمان كما يندرجان تحت بند واحد من خلال مبادئ الحوكمة ويتوفرهما يمكننا الحصول على معلومات ذات جدوى وقادرة على تحقيق الكفاءة في سوق رأس المال إلا أن ذلك يعتمد على الاستيعاب الجيد لهذين المفهومين وتقويمهما بشكل يحقق الغاية منهم.

الفرع الأول: كفاءة سوق رأس المال

إن فكرة كفاءة أسواق رأس المال قد أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين الأكاديميين وصانعي السياسة الاقتصادية للدول، كون سوق رأس المال يتميز بالكفاءة العالية تعزز الثقة بالاستثمار في هذا السوق لأنه يعكس السعر العادل للأدوات المالية المتداولة فيها.

تعريف كفاءة الأسواق المالية:

هناك عدة تعاريف لسوق الكفاء نذكر منها¹:

في السوق الكفاء يعكس سهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عندها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم، من خلال وسائل وأجهزة الإعلام المختلفة.

كما تعرف كفاءة سوق رأس المال بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية والمتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة.

إن في ظل السوق الكفاء يظهر ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة الحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب والعوائد المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من المخاطر.

كما عرف بأنه ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل².

¹ - فاطمة الزهراء طاهري، عيسوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012، ص 9.

² - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سوريا، دمشق، 2002، ص 47.

الفرع الثاني: دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة سوق رأس المال

تمثل حوكمة الشركات الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة، وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة لسوق رأس المال والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشرا على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرته التنافسية، وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق المتقدمة نجد ان معظمها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطا أساسيا حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى البورصات، ولكن في الأسواق الناشئة والعربية نجد أن هناك الكثير من تلك الأسواق التي لا تطبق هذا النظام نظرا لعدة أسباب تتمثل في أن هناك الكثير من الآليات الضرورية المفقودة في تلك الأسواق و التي هي في اشد الحاجة إليها لتطبيقها والعمل بها، ولعلا هذه الأسباب وتلك السلبيات هي من أهم الأسباب وراء ضعف كفاءة أسواق رأس المال في الدول الناشئة والعربية والتي جالت دون وصول هذه الأسواق إلى أية صيغة من الكفاءة المتعارف عليها بما فيها صيغة الكفاءة الضعيفة، وبذلك من أهم المعايير التي تقوم عليها الحوكمة للرفع من كفاءة سوق رأس المال المدرجة بها¹، وهي كالتالي²:

1- ان حوكمة الشركات تمثل أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام والتمسك بآداب وأخلاقيات العمل وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح وصدق البيانات والمعلومات والإفصاح الكافي عنها للجمهور أي تنقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر الأسواق المالية، حيث أنها لا يوجد أهم من المعرفة خاصة التي تتحقق في الوقت المناسب قبل حدوث الخطر أو زيادتها مما يمكن من تجنب حدوثه او تجنب خسارته المعتبرة، فكلما كانت وسائل إيضاح المعرفة موضوعية في أيطار نماذج مصممة جيدا ومتفق عليها وقابلة للتحليل للاستخدام والتوظيف كلما كانت المعرفة محققة وكانت الشفافية فعالة والإفصاح متكاملا وشاملا، وبذلك فان

¹ - فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، مرجع سابق، ص، ص13، 14.

² - بالاعتماد على:

1- هومة جمعة واخرون، الشفافية والإفصاح في إطار حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 18-19 نوفمبر 2008، ص188.

2- كمال بوعظم، رايدي عبد السلام، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الاسواق المالية والحد من وقوع الأزمات مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار عنابة، يومي 18-19 نوفمبر 2008، ص- ص 48-54.

3- فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، مرجع سابق، ص، ص14، 15.

الممارسات الفعالة لحوكمة الشركات للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية التي تساعد على تحقيق الشفافية والإفصاح لهذه الأسواق و تدفق الاستثمارات إليها؛

2- أظهرت البحوث أن الدول التي توافرت بها حماية اقوي لمصلحة مساهمي الأقلية عن طريق حوكمة الشركات، تمتعت أيضا بوجود أسواق مالية أكثر ضخامة وأكثر سيولة كما تظهر المقارنات بين الدول التي تضع قوانينها على أساس تقاليد قانونية، وان تلك الدول ذات النظم الضعيفة تكون فيها معظم الشركات مملوكة او تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلا من هيكل الملكية واسع الانتشار؛

3- كما يزيد تطبيق الحوكمة 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 الإرباح و تقليل المخاط؛

4- أن إتباع قواعد حوكمة الشركات من بينها معيار الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين، يساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في الأسواق المالية حتى في الدول التي لا يتم فيها تداول معظم أسهم شركاتها في بورصة الأوراق المالية، اذ تؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية أن الأزمة المالية العالمية 2009/2008 كان سببها ضعف الإفصاح والشفافية لدى الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال الأمريكية، وبالتالي فان الأزمة نتجت أساسا عن التلاعب في القوائم المالية لتلك الشركات وعدم التقيد بمبادئ ومعايير حوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية؛

5- ان تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وبخاصة للشركات المدرجة في الأسواق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي الى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي، كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون بعين الاعتبار وجدية مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة، إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب، بل أصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة او تصنيف اقتصاديات لدولة مختلفة؛

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

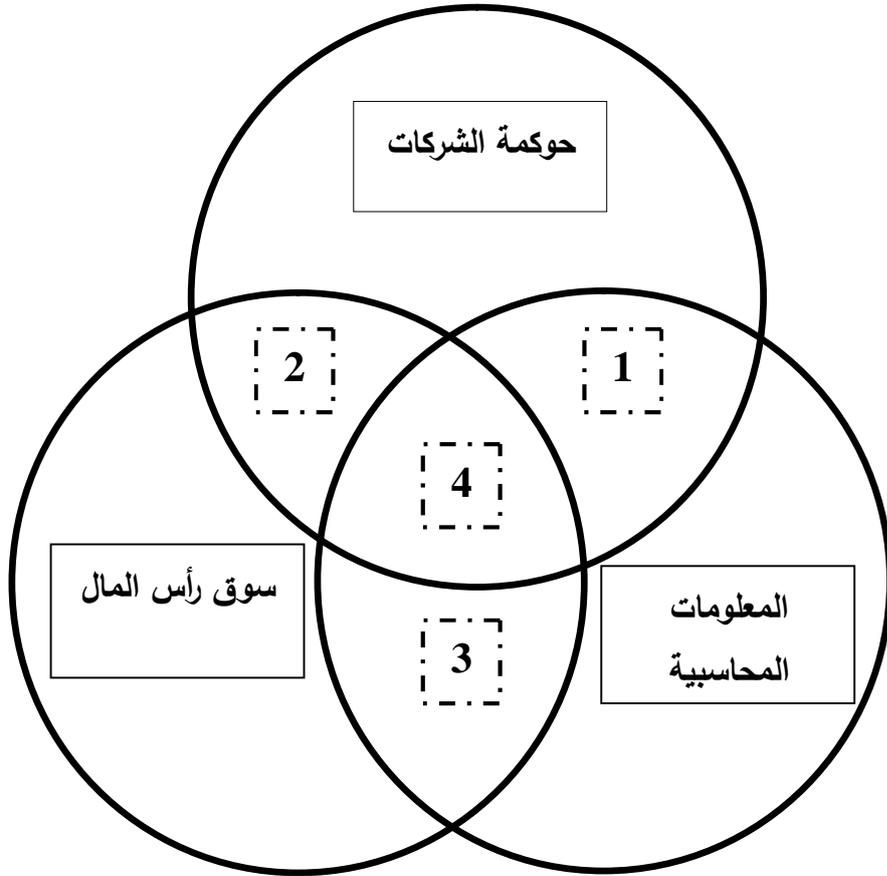
الفرع الثالث : أثر الحوكمة على سوق رأس المال

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو إعادة ثقة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وذلك نتيجة الانهيارات وحالات الفشل التي أصابت الكثير من الشركات العملاقة والتي ترجع في معظمها إلى عدم دقة البيانات والمعلومات المحاسبية بها وما تتضمنه من أخطاء.

لذا فإن أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها عملية حوكمة الشركات هو مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة.

يضاف إلى ذلك أن أحد المعايير الأساسية لحوكمة الشركات هو دقة وموضوعية التقارير المالية بجانب الالتزام بالقوانين والتشريعات، وذلك يمكن القول بأن هناك علاقة وارتباط بين حوكمة الشركات والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية يمكن توضيحها بالشكل التالي:

الشكل رقم(05): علاقة حوكمة الشركات بسوق رأس المال



المصدر: حمد أحمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها علي سوق الأوراق المالية، قسم المحاسبة، كلية التجارة بنها، مصر

يلاحظ على الشكل السابق ما يلي:

أن المنطقة رقم (1) تمثل الدور المتبادل بين كل من حوكمة الشركات وبين المعلومات المحاسبية بصفة عامة بعيداً عن علاقتها بسوق الأوراق المالية، في حين تمثل المنطقة رقم (2) الأثر المتبادل بين تطبيق حوكمة الشركات وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية بصفة عامة بعيداً عن دور المعلومات المحاسبية وإن كان يصعب ذلك عملياً، أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية متمثلاً في تأثير المعلومات علي حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق على هذه الأوراق، في حين تمثل المنطقة رقم (4) وهي منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح وهي محل اهتمام الباحث لأنها نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال لحوكمة الشركات وما ينتج عنها من توفير المعلومات المحاسبية ذات الجودة العالية وبالتالي تنشيط سوق الأوراق المالية، تمثل هذه

المنطقة الهدف الذي يسعى البحث إلى تحقيقه حتى تكتمل منظومة الأداء الشامل والمتطور للوحدات الاقتصادية داخل المجتمع.

ووجود المنطقة (4) أصبح أمراً ضرورياً لأنه لا يتصور وجود وحدة اقتصادية تقوم بتطبيق حوكمة الشركات ولا تنتج معلومات محاسبية ذات معايير جودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في البورصة¹.

الفرع الرابع: علاقة الأسواق المالية العربية بنظام حوكمة الشركات

شدت دراسة للمعهد العربي للتخطيط على أن كل أسواق الأوراق المالية العربية في حاجة ملحة إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، وخصوصاً تلك المتعلقة بحوكمة الشركات، مشيرة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، وغياب أو ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية بالنقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية، ولاحظت أن أداء أسواق الأوراق المالية يتأثر بالعوامل التشريعية والمؤسسية، كوجود قوانين مكتملة وآليات متابعة لتنفيذ هذه القوانين، لإلزام مؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات المنشورة لديها، وتحري الدقة في صحتها ومدلولاتها، وأوضحت الدراسة الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق الأسهم، مشيرة إلى أن الأطر التنظيمية تتضمن قانون الشركات وقانون الأوراق المالية، ويتناول قانون الشركات الأشكال القانونية لها ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من العمل وتصفيتها، وتطرق الدراسة إلى قوانين الأوراق المالية في الأسواق العربية، فشرحت أنها تشمل على الأحكام والشروط الخاصة بمتطلبات العضوية في البورصة، وأحكام عن إدراج الأوراق المالية وإلغائه، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء، وتداول الأوراق المالية، وتعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، ومتطلبات الإفصاح والشفافية وأحكام المخالفات والعقوبات².

وأضافت الدراسة أن "المعايير الدولية لحوكمة الشركات تشدد على الالتزام بالحوكمة الرشيدة، وهيكلية ومهام مجلس الإدارة وبيئة وإجراءات الرقابة والشفافية والإفصاح، وأسلوب التعامل مع مالكي حصص الأقلية، ولاحظت الدراسة أن معظم المؤسسات المالية وخصوصاً البنوك في الدول العربية، لا يطبق معايير حوكمة الشركات سواء هيكلياً أو تنظيمياً أو حتى تطبيق مبدأ الشفافية والوضوح، ورأت أن على الرغم من الاختلاف في درجة تطور الأطر الرقابية والمؤسسية بين أسواق الأسهم العربية، إلا أن نتائج الأبحاث التطبيقية بخصوص قياس مؤشرات الإفصاح والشفافية، توضح أن الأسواق العربية

¹ - حمد أحمد إبراهيم خليل، مرجع سابق.

² - http://www.akhbar-alkhaleej.com/12026/article_touch/431915.html consultée le : 28/04/2015.

كلها في حاجة ملحة إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، وخصوصا تلك المتعلقة بحوكمة الشركات بغية تطوير متطلبات الشفافية وتقليل أثر المضاربات وأنشطة المتاجرة الداخلية السائدة في معظم الأسواق العربية¹.

أولاً: معوقات تطبيق الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية العربية

من أهم المعوقات التي تقلل من الشفافية والإفصاح في الأسواق العربية هي كالاتي²:

- غياب التشريعات المتعلقة بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق المعنية من قبل الحكومة عن الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة، بالإضافة إلى غياب الاستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها كإحدى وحدات القطاع العام؛
- غياب أو ضعف الإطار التشريعي الملزم للشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح في شأن معلوماتها في التقارير المالية؛
- عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية في شأن الشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات، وعدم توافر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية واستقلالية؛
- ضعف الآليات الملزمة للشركات المدرجة بالأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة.

ثانياً: الحلول والإجراءات المقترحة لتعزيز الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية العربية

من بين الحلول والإجراءات المقترحة لتعزيز الشفافية في الأسواق المالية هي³:

- إصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار؛
- إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية؛

¹ - <http://www.albawaba.com/ar> consultée le : 28/04/2015.

² - http://www.akhbar-alkhaleej.com/12026/article_touch/431915.html consultée le : 28/04/2015.

³ - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010/2009، ص192.

- كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الإنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة؛
- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها؛
- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها؛
- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة
- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا طرح العام في الأسواق العالمية.

خلاصة الفصل:

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل التعرض أولاً إلى مفهوم سوق رأس المال عموماً، حيث اتضح لنا من خلال استعراض مجموعة من تعاريف سوق رأس المال أنه يعتبر سوق من نوع خاص، تحكمه قواعد خاصة وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان محدد وفي فترات محددة وفق نظام معين يحكمه وينظم عمله، وتطرقنا إلى مكونات سوق رأس المال والمتمثلة في السوق الأولي والسوق الثانوي والذي ينقسم بدوره إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة، ولكي تحقق أسواق رأس المال وظائفها لا بد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات ولقد ركزنا في دراستنا هذه على الأسهم والسندات والمشتقات المالية والصكوك الإسلامية.

وتطرقنا في هذا الفصل إلى أسواق رأس المال العربية واهم خصائصها والتأكيد على أهمية تكامل الأسواق المالية العربية من خلال إنشاء سوق مالية عربية موحدة، تحقق التوحد المالي بين الدول العربية، وتعمل على تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين هذه الدول، وتسهم في استعادة الأموال العربية المستثمرة في الخارج، بالإضافة إلى جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وبخاصة وأن هذه الدول تملك من آفاق ومقومات التكامل والتوحد ما لا يملكه غيرها.

وتطرقنا أيضاً إلى الدور الذي تلعبه الحوكمة في تنشيط سوق رأس المال، وذلك عبر مساعدة المستثمرين في أسواق رأس المال في اتخاذ القرارات الرشيدة عبر الإفصاح والشفافية للمعلومات وبتوفرهما يمكننا الحصول على معلومات عالية الجودة وأن يتم توفيرها للمستخدمين في الوقت الملائم وبالتكلفة الملائمة وقادرة على تحقيق الكفاءة في سوق رأس المال.

الفصل الثالث : سوق رأس

المال السعودي في ظل

تطبيق نظام الحوكمة

تمهيد :

تحظى الأسواق المالية في جميع الدول بالاهتمام نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية و أدركت الأسواق المالية في كثير من الأقطار العربية أهمية إدخال المفاهيم الحديثة في حوكمة الشركات، كما هو الحال في المملكة العربية السعودية إلا أن عملية التطوير كانت بطيئة ، ولذلك تصبح الحوكمة أكثر أهمية بسبب ارتباطها بالقدرة على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية الضرورية للتنمية، لذلك فإن العمل على تحسين جودة الحوكمة في المملكة ليس ترفا بل إن ذلك ضرورة، وسوف نتطرق في هذا الفصل إلى الإطار العلمي والعملية لسوق رأس المال السعودي ودور الحوكمة في تنشيط السوق المالي السعودي.

المبحث الأول: الإطار العلمي والعملية لسوق رأس المال السعودي

شهد السوق المالي السعودي تغييرات اقتصادية متلاحقة نتيجة ازدياد عدد الشركات المساهمة وكبر حجمها وضخامة رؤوس أموالها التي تجاوز بعضها آلاف الملايين من الريالات وقد أدى هذا التغيير إلى إحداث حالة عدم توازن بين أطراف المصالح و بعض إدارات الشركات المساهمة ونستعرض من خلال هذا المبحث نشأة وتطور سوق رأس المال السعودي وسماته وتحليل أدائه.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق رأس المال السعودي

يعد سوق رأس المال السعودي من اكبر الأسواق المالية في العالم العربي وقد مر بعدة مراحل مختلفة أدت إلى تطوره.

: التطور التاريخي لسوق راس

تعود البدايات التاريخية لسوق الأوراق المالية السعودية إلى عام 1932 حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة وهي "الشركة العربية للسيارات"، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، وقد بلغ عدد الشركات المساهمة في المملكة خلال الفترة 1954-1975 أربعة عشر شركة، برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، إلا أن بداية التداول في الأسهم كان في نهاية السبعينيات، فمع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم، وكان معظم التداول يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري، أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة¹.

وفي أوائل الثمانينيات ارتفعت أسعار الأسهم وبلغت مستويات عالية، وكان هناك حوالي 80 سمسار يقومون بدور الوساطة المالية في سوق الأسهم وبعد أحداث "المناخ" في سوق الكويت 1982 ظهرت الحاجة إلى تنظيم ومراقبة هذا النشاط، فصدر مرسوم ملكي عام 1984 لتنظيم التداول عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق تتكون من: وزير المالية

¹ - سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة ماجستير غير منشورة، آلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر -3-، 2009/2010، ص127.

وزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، انبثق عنها لجنة إشراف مشكلة عن تلك الجهات¹.

وفي عام 1985 تم إنشاء "الشركة السعودية لتسجيل الأسهم" برأس مال قدره 11 مليون ريال اکتبتت به المصارف بحصص تجارية متساوية، وعملت الشركة كمركز تسجيل لكافة الأسهم المتداولة في السوق².

وفي عام 1990 تم تطبيق النظام الآلي "النظام الإلكتروني لمعلومات الأوراق المالية" وهو نظام الكتروني متكامل للتداول وعمليات التسوية والمقاصة، واستمر العمل بهذا النظام حتى عام 2001 حيث استبدل بنظام "تداول"، وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والمقاصة، وهو نظام يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر، من خلال التوفيق بين هذين السعيرين، مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة³.

وعن طريق نظام تداول يمكن القيام بجميع أنواع إجراءات الشركات مثل توزيع أسهم المنحة وتجزئة الأسهم والأرباح النقدية، فزيادة عدد الأسهم الناتجة عن إجراء في الشركة يظهر مباشرة في حسابات المساهمين، بحيث لا يضطر المستثمر إلى أن ينتظر حتى يستلم شهادته، كما يمكن إيداع الأرباح النقدية مباشرة في الحساب البنكي الخاص بالمستثمر⁴.

ويعتبر السوق المالي السعودي من أكبر الأسواق المالية في العالم العربي حالياً، من حيث القيمة الرأسمالية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالمملكة، وبالنسبة لسوق الأوراق المالية في المملكة فإن بيع وشراء الأسهم في سوق لا يتم في مكان محدد، وإنما من خلال نظام إلكتروني يربط بين قاعات التداول في البنوك التجارية وجهاز حاسب آلي مركزي لدى السوق المالية "تداول" يتولى التوفيق بين الباعين والمستثمرين خلال ساعات التداول⁵.

¹ - محمد رائد زياد مختار اللولو، دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي دراسة تحليلية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2007، ص40.

² - محمد السيد منصور عطا الله، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، مجلة بحوث تجارية، م 17، ع 1، يناير 1995، ص 313.

³ - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الثامن والثلاثون، 2002، ص، ص 17، 18.

⁴ - www.tadawul.com.sa، Consultée le : 04/05/2015.

⁵ - هيئة السوق المالية، دليل الادخار والاستثمار، 2004 ص7.

الفرع الثاني: سمات سوق المال السعودي

تمتاز السوق السعودية بالصفات التالية¹ :

1- إن السوق المالي السعودي هو الأكبر في المنطقة، ولديه إمكانات للنمو والتطور، فعلى الرغم من أن عدد المنشآت المدرجة ضمن قائمة السوق قليلة بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل رسملة السوق بلغت تشكل ما يناهز القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة؛

2- في سوق الأسهم السعودي لا يتم التداول إلا على أسهم المنشآت السعودية والتي يمكن تصنيفها إلى قطاعات رئيسية هي: قطاع المصارف، قطاع الصناعة، قطاع الإسمنت، قطاع الخدمات، قطاع الكهرباء، قطاع الزراعة، قطاع الاتصالات وقطاع التأمين؛

3- الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية بالإضافة إلى المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، فيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المنشآت المدرجة في قائمة السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds او عن طريق إتفاقيات المبادلة SWAP Agreement؛

4- هناك جزء معتبر من أسهم المنشآت المدرجة في السوق مملوكاً للحكومة السعودية كما أن قسماً من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحياناً وتقلل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة (The Free Float)

5- هناك عدد من العوامل التي يمكن أن تسهم في إعطاء السوق عمقا أكبر وتنوعاً في فرص الاستثمار منها:

- إمكانية توجه الحكومة نحو خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شركات إستراتيجية أو بيع جزء من المساهمات إلى جمهور المتعاملين بالسوق، وهو الأمر الذي بدأ بالفعل العمل به؛

- أن الفرصة أصبحت أكثر ملاءمة لتحويل عدد من المشاريع التي تزاوُل أعمالها كشركات أفراد أو شركات مساهمة خاصة للتحويل إلى شركات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمات الملاك لأفراد أو شركاء جدد وإدراج هذه الشركات في السوق المالي؛

¹ - الدورة التحضيرية لاختبار تداول، 2012، ص 25، متوفر على الموقع :

- إضافة إلى ذلك فإن الفرصة أصبحت مواتية لأن ترى مشاريع النور من خلال إنشاء شركات جديدة في قطاعات مازالت واحدة مثل قطاعات البنوك والتأمين والصناعة.

الفرع الثالث: أهداف سوق رأس المال السعودي

وتتلخص أبرز أهداف ومهام هيئة السوق المالية فيما يلي¹:

- 1- تنظيم وتطوير السوق المالية، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- 2- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، التي تنطوي على احتيال أو خداع، أو غش، أو تلاعب، أو تداول بناءً على معلومات داخلية؛
- 3- تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في المعلومات الخاصة بالأوراق المالية؛
- 4- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- 5- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛
- 6- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة؛
- 7- تنظيم طلبات التوكيل وطلبات الشراء والعروض العامة للاسهم؛
- 8- وضع آليات المتابعة والتقاضي والتنفيذ.

المطلب الثاني: البنية التنظيمية للسوق رأس المال السعودي

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لا بد من توافر مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.

¹ - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، هيئة السوق المالية مسئوليات وأهداف، السعودية، 2009 ، ص1.

الفرع الاول: هيئة السوق المالية

كانت مؤسسة النقد العربي السعودي (سامبا) مسؤولة عن ممارسة الرقابة على السوق من 1984 إلى جوبلية 2003 نقلت هذه السلطة إلى هيئة السوق المالية، والتي تقوم الآن بدور المراقب الوحيد لسوق الأوراق المالية السعودية¹.

وأيضاً تقوم بالإشراف عن تنظيم سوق الأوراق المالية في المملكة وتتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة وفق أحدث الأسس والمعايير الدولية المطبقة في هذا المجال، ولها صلاحية وضع اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية².

الفرع الثاني: السوق المالية السعودية (تداول)

سعت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، حيث كان باكورة أنظمتها نظام "ESIS" للتداول الإلكتروني، الذي تم تشغيله في سنة 1990، تلى ذلك بعد عقد من الزمن في عام 2001، استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية، واكب ذلك إضافة أنواع جديدة من الأوامر وخصائصها و ميزة التسوية الفورية تم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق العربية، مع زيادة الإقبال ونمو العمليات وأحجامها تطلب ذلك قيام (تداول) بإجراء العديد من عمليات التطوير للبرامج والأنظمة لزيادة القدرات الاستيعابية للأنظمة، ومقابلة النمو المتزايد في أعداد العمليات اليومية التي فاقت 800 ألف صفقة، واستجابة لتطلعات السوق المالية السعودية والتوسع الكبير المتوقع في سوق المال السعودي على المدى الطويل، قامت تداول في عام 2006 بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية، الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم³.

¹ - سلسلة تقارير سامبا، السوق المالية السعودية: مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، مجموعة سامبا المالية، السعودية، 2009، ص 4.

² - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، نشأة هيئة السوق المالية، السعودية، 2009، ص 18.

³ - موقع السوق المالية تداول متوفر على الموقع :

تتكون أنظمة تداول الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من صفقات و تسويات ، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي. كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيداً لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقة التي يتطلب إنجازها سرعة فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء، ترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال وصيانة جميع أوامر البيع والشراء، كذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آني ومباشر، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح¹.

يتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء وترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل من وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة².

وتسعى السوق المالية السعودية (تداول) لتحقيق الأهداف التالية³:

- 1- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية:
- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائنا (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم)؛
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

¹ - نفس المرجع السابق.

² - الدورة التحضيرية لاختبار تداول، مرجع سابق، ص 28.

³ - موقع السوق المالية تداول متوفر على الموقع :

2- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية:

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.
- تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهمتها.

الفرع الثالث: مركز إيداع الأوراق المالية

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق¹.

الفرع الرابع: لجنة الفصل في المنازعات

انشاء هيئة السوق المالية لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة لتجديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص².

الفرع الخامس: لجنة الاستئناف

نص نظام السوق المالي على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

¹ رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الاسهم السعودي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006/2007، ص 186.

² حوجو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص 207.

وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى او الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف بسلطة ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوما من تاريخ الإخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية¹.

المطلب الثالث: المتعاملون والأدوات في سوق راس المال السعودي

وتتمثل في مختلف الشركات المسجلة في السوق السعودي والأدوات التعامل بها:

الفرع الأول: المتعاملون في سوق راس المال السعودي

يتمثل المتعاملون في سوق راس المال فيما يلي:

أولاً: الشركات المساهمة

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي 135 شركة خلال سنة 2009 ، وقد ارتفعت مقارنة بالعام الماضي بنسبة 7.1 %، ويعتبر سوق الأسهم السعودي بهذا العدد من الشركات من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، وأحجام التداول ومعدلاتها، كما يحتل مراتب متقدمة جدا في تصنيفه بين الأسواق الناشئة².

حسب ما جاء في المادة الثامنة والمادة التاسعة من قواعد التسجيل والإدراج في الشروط المتعلقة بتقديم طلبات التسجيل في السوق³:

- يجب أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية مارست نشاطا مستقلا رئيسيا لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات مالية، يقدم عنها القوائم المالية المراجعة ضمن أوراق طلب الإدراج لأوراق المالية؛
- وفيما يتعلق بالأوراق المالية، يجب أن يكون للاسهم موضوع الطلب سيولة كافية، فلا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن مائتي مساهم، ولا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم عن 30% كما يشترط أن تكون الأوراق المالية قابلة لنقل الملكية والتداول، ويجب الحصول على موافقة هيئة السوق المالية على أي قيود على نقل الملكية؛

¹ - حوحر فطوم، مرجع سابق، ص 207.

² - محمد رائد زياد مختار اللولو، مرجع سابق، ص 52

³ - هيئة السوق المالية، قواعد التسجيل والإدراج، المادة (11).

- يجب ألا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأوراق المالية المطلوب إدراجها عن مئة مليون ريال سعودي إذا كانت الأوراق المالية أسهما، وخمسون مليون ريال سعودي إذا كانت الأوراق المالية أدوات دين، ويجوز للهيئة الموافقة على إدراج أوراق مالية ذات قيمة أقل إذا اقتنعت بوجود سوق ذات سيولة كافية لتلك الأوراق المالية؛
- كما يجب تزويد المستثمرين بالمعلومات المطلوبة لإتاحة التعامل في تلك الأوراق بشفافية وعدالة.

ثانياً: الوسطاء الماليون

عندما صدر "نظام مراقبة البنوك" في عام 1966 أيد هذا النظام مفهوم النموذج المصرفي الشامل، والذي يتيح للمصارف تقديم مجموعة واسعة من الخدمات المالية، بما فيها الأعمال المصرفية والاستثمارات والأوراق المالية وغيرها، وذلك من خلال فروعها، وعلى هذا فقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول، وبين سوق الأوراق المالية بإدخال الأوامر التي تستقبلها من المستثمرين إلى نظام تداول والتي يتم تصنيفها وترتيبها حسب أفضلية السعر والوقت¹.

وقد كان محظور رسمياً على الوسطاء العمل كمشاركين فاعلين، فلم يكن مسموح للبنوك بأن تعمل كصناعة أسواق عن طريق المتاجرة بالأسهم لحسابها الخاص، وتغير هذا الوضع بعد إصدار نظام السوق المالية فأشارت المادة الثانية والثلاثون من نظام السوق المالية إلى أن الوسيط هو²:

"كل شركة مساهمة تعمل بالوساطة في تداول الأوراق المالية بصفة تجارية، وتقدم عرضاً للآخرين للحصول على أصول مالية بصورة أوراق مالية - عن طريق فتح حساب يتم من خلاله تنفيذ الصفقات - ويقوم بصفة تجارية بتنفيذ صفقات الأوراق المالية لحسابه الخاص عن طريق إصدار الأوراق المالية، من أجل إيجاد سوق في الأوراق المالية، أو لتحقيق الربح الناتج من الفرق في أسعار عروض الأوراق المالية وطلباتها، ويقوم بصفة تجارية بحيازة أو طرح الأوراق المالية للمصدر، أو لشخص مسيطر على ذلك المصدر"، وتجدر الإشارة إلى أن المتاجرة في الأوراق المالية من قبل المصارف المركزية والوكالات النقدية، ليست من المهام الأساسية لهذه الوكالات، فتكون المتاجرة في

¹ - سمير محي الدين، مرجع سابق، ص 136.

² - نفس المرجع السابق، ص، ص 136، 137.

الأوراق المالية ذات أولوية متأخرة، من هنا تنشأ ضرورة إنشاء مؤسسات متخصصة في التعامل بالأوراق المالية.

وفي هذا الصدد قامت هيئة السوق المالية السعودية في نوفمبر 2005 بمنح ترخيص لثلاث شركات سعودية لممارسة نشاط الوساطة المالية وهي: "السعودية السويسرية للأوراق المالية"، أصول مالية، بيت الاستثمارات المالية، وبنك "HSBC" وقد كان الترخيص الممنوح لهذا الأخير هو الأول من نوعه الذي يمنح لبنك اجنبي في المملكة¹.

من بعدها توالى القرارات بمنح التراخيص لشركات الوساطة المالية والتي تنوعت نشاطاتها إلى تقديم المشورة والتعهد بالتغطية وحفظ الأوراق المالية، وتقدر حالياً 35 شركة وساطة على نظام تداول لتقدم خدمات الوساطة المالية².

ثالثاً: الأفراد

بالنسبة للمواطن السعودي فإنه لا توجد أية قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة السعودية، باستثناء صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية التي لا يسمح له بتملك أكثر من (5%) من الأسهم المصدرة لكل شركة مساهمة، ولم يكن يحق لغير المواطنين السعوديين التعامل في سوق الأسهم المحلية، باستثناء حالات خاصة منها إصدار شركة "سابك" عام 1984 حيث تم تحديد نسبة من الأسهم لمواطني دول مجلس التعاون ثم أصبح مسموحاً لهم بالاشتراك مباشرة في سوق الأسهم، وقد تم السماح، للأجانب في عام 1997 للاشتراك في سوق الأسهم السعودية من خلال صندوق الاستثمار السعودي (سيف) والمدرج في بورصة لندن، وقد أعلنت هيئة السوق المالية السماح للمقيمين من غير السعوديين بالاستثمار بشكل مباشر في سوق الأسهم وعدم اقتصره على صناديق الاستثمار ابتداءً من 2006/03/25³.

¹ - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2006، ص 44.

² - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2009، ص 80.

³ - سمير محي الدين، مرجع سابق، ص 137.

الفرع الثاني: أدوات سوق رأس المال السعودي

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك أسهما (صكوك ملكية) أو أدوات دين، وهناك ثلاث أدوات للاستثمار متمثلة في الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار:

أولاً: السندات: تعتبر السندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبياً، كما أنها تقدم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر بتوفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن¹.

ثانياً: الأسهم: تمثل الأسهم ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة، التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرهما) وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حال البيع، ويتسم الاستثمار في الأسهم بارتفاع معدل العائد في المدى الطويل مع ارتفاع عنصر المخاطرة الذي يعني احتمال تعرض المستثمر لخسائر من رأس ماله المستثمر².

وهناك أيضاً صناديق الاستثمار حيث هي عبارة عن محفظة تضم مجموعة من الاستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد)، ويلجأ المستثمرون إلى شراء الحصص من هذه الصناديق للاستفادة من بعض المزايا التي تملكها الصناديق المتمثلة في الخبرات الطويلة في إدارة الاستثمار، بالإضافة إلى قدرة هذه الصناديق على تنويع الاستثمارات، ومن ثم تقليل المخاطر بسبب وفرة الأموال، ويعهد المستثمرون إلى الجهة التي تدير صناديق الاستثمار باتخاذ القرارات نيابة عنهم، وبشكل عام فإن العائد على هذه الحصص يميل لأن يكون أكثر أماناً مع وجود عائد يزيد على عائد السند ويقل عن عائد السهم، وتمتاز المحافظ أو الصناديق الاستثمارية بشكل عام بالمزايا الآتية³:

¹ - السوق المالية السعودية، الصكوك والسندات، متوفر على الموقع: <http://www.tadawul.com.sa>, Consultée le : 02/04/2015

² - هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، متوفر على الموقع:

<http://cma.org.sa/IA/default.html> , Consultée le : 02/04/2015

³ - نفس المرجع السابق.

- **التنوع الجيد:** حيث ينتقي الصندوق الآليات الاستثمارية التي تلائم أهدافه ويستفيد من مبدأ التنوع لتقليل المخاطرة.
- **الإدارة المتخصصة:** حيث يدار الصندوق عادة بفريق عمل متخصص يتولى متابعة أداء الآليات الاستثمارية المدرجة بكفاءة تتفق وأهداف الصندوق.
- **السيولة:** حيث يمكن وبسرعة تحويل الوحدات المستثمرة في الصندوق إلى نقد.
- تحقيق التنوع بأقل التكاليف: حيث أن الوحدة في الصندوق تعني ملكية في أكثر من نوع من الآليات الاستثمارية المدرجة في الصندوق.

المطلب الرابع: موقع سوق رأس المال السعودي من الأسواق المالية العربية

قد سبقت الإشارة إلى أن سوق الأسهم السعودي هو الأكبر من بين أسواق الأوراق المالية العربية من ناحية القيمة السوقية وكذلك حجم التداول، فإن السوق السعودي يمثل أكثر من النصف 51.90% خلال سنة 2001 وفق قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي، وقد زادت هذه النسبة في ظل النمو الذي عرفه سوق الأسهم السعودي خلال 2002 بنسبة 64.16% رغم بروز أسواق لم تكن مدرجة في قاعدة البيانات مثل سوق أبوظبي ودبي والدوحة، أما سنة 2003 شهدت تراجع نسبة سوق الأسهم السعودية لتصل إلى 56.16% ورغم النمو الذي حققه السوق حيث قفز من 74851.38 مليون دولار أمريكي إلى 157306.4 مليون دولار أمريكي إلا أن نمو الأسواق العربية كان هو الآخر كبير جدا وعلى رأسها سوق الكويت للأوراق المالية الذي يعتبر ثاني أسواق الأوراق المالية العربية¹.

ومن خلال الجدول رقم (1) أيضا نلاحظ أن سنة 2004 و 2005 شهدت تراجع أيضا لسوق الأسهم السعودي رغم النمو الكبير للسوق إلا أن نمو الأسواق العربية كان أكبر، ونجد سوق دبي حقق نمو 684% وسوق أبوظبي عرف نمو بـ 336%، وجل الأسواق العربية حققت قفزة كبيرة، وكانت سنة 2006 سنة انهيار لسوق الأسهم السعودي نتيجة الأزمة التي ضربت السوق، حيث تراجع بالنصف من 646120.8 إلى 326869 وأدت إلى تراجع نسبة السوق، وأثر بشكل خاصة على أسواق دول الخليج.

¹ - سمير محي الدين، مرجع سابق، ص 144.

وكانت سنة 2007 قد شهدت تحسن في الأسواق العربية، حيث حقق السوق ارتفاع ليصل إلى 38.8% بسبب التعافي من الأزمة التي عصفت به، لكن سرعان ما ضربت الأزمة المالية العالمية الأسواق العربية وأدت إلى تراجع سوق الأسهم السعودي إلى 32% من إجمالي أسواق الأوراق المالية العربية.

وعرفت الأسواق المالية تباين في أداء مؤشراتهما لسنة 2009، حيث سجل المؤشر العام لبورصة الأوراق المالية في تونس أعلى نسبة ارتفاع وصلت إلى 118.7% مقارنة بالعام الماضي، في حين سجل مؤشر سوق البحرين وراق المالية أعلى نسبة انخفاض وصلت إلى 19.2% مقارنة بالعام الماضي أيضا، وأظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تحسنا خلال عام 2009 يعكس التعافي النسبي من آثار الأزمة المالية العالمية حيث سجل المؤشر ارتفاعا بلغت نسبته 18.1% ليصل إلى 196.3 نقطة في نهاية 2009 مقابل 166.2 نقطة في العام السابق، فقد بلغت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي في عام 2009 ما نسبته 35.29% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات الأسواق العربية¹.

¹ - سمير محي الدين، مرجع سابق، ص 145.

جدول رقم (01) : أهم مؤشرات أسواق الأسهم العربية خلال عام 2009

الدول	التغير (%)	القيمة السوقية (مليون دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	متوسط حجم الشركات (مليون دولار)	إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الجارية (مليار دولار)	درجة عمق السوق (%)	معدل دوران الأسهم (%)
السعودية	27.5	318802.7	337069.9	135	2361	369.5	86.3	105.7
الكويت	-10	93824	103772	205	457.7	127.7	73.5	110.6
مصر	-10.8	91092	81173	306	297.7	189.2	48.1	89.1
المغرب	-4.2	74186	16226	73	1016.2	92.7	80	21.9
البحرين	-19.2	16263	473	49	331.9	21.6	75.2	2.9
الأردن	-8.2	31889	13641	272	117.2	21.1	150.8	42.8
عمان	17	23616	5905	120	196.8	53.1	44.5	25
تونس	117.7	9237	1360	52	177.6	37.7	24.5	14.7
لبنان	36.3	12843	1038	11	1167.5	32.2	39.9	8.1
أبوظبي	14.8	80201	18766	67	1197	224.9	35.7	23.4
الجزائر	...	91	187.5	2	45.5	162.1	0.1	206.1
دبي	10.2	58095	47239	67	867.1	224.9	25.8	81.3
السودان	-13.1	3033	1006	53	57.2	53.9	5.5	33.2
قطر	1.1	87930	25317	44	1998.4	82.4	106.8	28.8
فلسطين	11.6	2377	500	39	60.9	21
المتوسط	12.2	64527.8	50207.7	100	690	121	56.9	54.3

المصدر: صندوق النقد السعودي، التقرير السنوي، العدد 46، 2010، ص 90.

المبحث الثاني: دور الحوكمة في تنشيط سوق راس المال السعودي

جاءت الحاجة لتفعيل وتطبيق نظام الحوكمة على المؤسسات السعودية من خلال تحسين البيئة الاقتصادية تجنباً لإحداث الأزمة المالية التي قد تعصف بالاقتصاد السعودي.

المطلب الأول: اتجاهات الحوكمة في السعودية

تتمثل اتجاهات الحوكمة في السعودية في مايلي¹:

هناك توجه لإدارة هيئة سوق الأوراق المالية السعودي باستخدام أحدث تقنيات أنظمة التداول المعمول بها في الأسواق الإقليمية، لكن يعتقد الكثير بأن هذا التوجه لا يكفي لجذب الاستثمارات لسوق راس المال السعودي ما لم يرافقه تطور في الأنظمة والتعليمات والقوانين التي تحكم الشركات المدرجة في السوق، وبخاصة تبنى أسس وقواعد حوكمة الشركات التي يجب أن تؤخذ بالاعتبار مستقبلاً كمتطلب للإدراج في السوق المالية والعمل على زيادة الوعي لدى الأفراد بأهمية الحوكمة.

إن عدم تطبيق معايير الحوكمة في المملكة أدى إلى حدوث تعثر في مؤسسات اقتصادية كبرى والأمثلة واضحة في كل من قطاع التأمين والقطاع المصرفي.. فضلاً عن نكسة سوق المال السعودي في العام 2006.

وبالرغم من أن هناك بعض الشركات والمؤسسات تتجه جزئياً منهج الحوكمة والإدارة الرشيدة من خلال تعليماتها الموجهة للقطاعات التي تشرف عليها، كهيئة سوق رأس المال ومؤسسة النقد العربي السعودي، وبالتالي فهناك الكثير من الشركات والمؤسسات والبنوك تتبع هذه الأنظمة، إلا أن نسبة الشركات التي تمارس بعض قواعد الحوكمة حالياً في المملكة، لا تتجاوز 40 % فقط من إجمالي الشركات المساهمة.

وقد أشار تقارير إدارة هيئة سوق المال إلى تطبيق جزئي بمعايير ومفاهيم معينة للحوكمة من قبل بعض الشركات في المملكة، لكنها أكدت انعدام وجود المفهوم العام للحوكمة بكافة جزئياته، وبالتأكيد فإن هذا غير كاف، حيث يجب أن يكون تطبيق النظام أشمل وأعم للحوكمة، إلا أن هيئة سوق المال تؤكد بان قواعد حوكمة الشركات (استرشادية) وغير ملزمة وان كان هدفها رفع مستوى

¹ - محمود ناصر الحازمي، مدى تطبيق الحوكمة على الشركة السعودية للكهرباء للمشاكل - العقبات - الحلول الممكنة، مذكرة ماجستير غير منشورة، برنامج للدراسات العليا، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الافتراضية الدولية، المملكة المتحدة، 2011، ص 156، 157.

الإدارة في الشركات و حماية حقوق المساهمين ، منوهة بأن الشركات المساهمة تنفذ ما هو مطلوب منها في القانون مثل عملية الإفصاح، حيث تقوم الشركات المدرجة في السوق المالي بالإفصاح بينما الشركات غير المدرجة لا تقوم بذلك، وبالتالي فان الشركات لا تقوم بأي قاعدة مثلى أو أسلوب أمثل طالما أنه غير مرغوب في القانون، سواء كان بتعيين مجالس إدارة أو بتعيين التدقيق الداخلي أو الإفصاح والشفافية، أو زيادة رأس المال، أو بإطلاع صغار المساهمين على حقوقهم وممارساتهم لها، كل هذه القواعد من الحوكمة، لا يطبق منها إلا ما هو منصوص عليه في القانون فقط وهو استرشادي وغير ملزم للشركة.

المطلب الثاني: قوانين لائحة حوكمة الشركات

تبين هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق، من اجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح.

الفرع الأول: حقوق المساهمين والجمعية العامة

من ابرز القوانين التي جاءت فيها¹:

أولاً: حقوق المساهمين

1- الحقوق العامة للمساهمين

تثبت للمساهمين جميع الحقوق المتصلة بالسهم، وبوجه خاص الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي يتقرر توزيعها، والحق في الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية، وحق حضور جمعيات المساهمين، والاشتراك في مداولاتها والتصويت على قراراتها، وحق التصرف في الأسهم، وحق مراقبة أعمال مجلس الإدارة ورفع دعوى المسؤولية على أعضاء المجلس، وحق الاستفسار وطلب معلومات بما لا يضر بمصالح الشركة ولا يتعارض مع نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

¹ - هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات، ص- ص 9-11.

2- تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم وحصولهم على المعلومات

(أ) يجب أن يتضمن النظام الأساس للشركة ولوائحها الداخلية الإجراءات والاحتياطات اللازمة لضمان ممارسة جميع المساهمين لحقوقهم النظامية.

(ب) يجب توفير جميع المعلومات التي تمكن المساهمين من ممارسة حقوقهم على أكمل وجه، بحيث تكون هذه المعلومات وافية ودقيقة، وأن تقدم وتحدث بطريقة منتظمة وفي المواعيد المحددة، وعلى الشركة استخدام أكثر الطرق فعالية في التواصل مع المساهمين، ولا يجوز التمييز بين المساهمين فيما يتعلق بتوفير المعلومات.

ثانياً: حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة

(أ) تُعقد الجمعية العامة مرة على الأقل في السنة خلال الستة الأشهر التالية لانتهاؤ السنة المالية للشركة.

(ب) تتعدّد الجمعية العامة بدعوة من مجلس الإدارة. ويجب على مجلس الإدارة أن يدعو الجمعية العامة للاجتماع إذا طلب ذلك المحاسب القانوني أو عدد من المساهمين تمثل ملكيتهم (5%) من رأس المال على الأقل.

(ج) يجب الإعلان عن موعد انعقاد الجمعية العامة ومكانه وجدول أعمالها قبل الموعد (بعشرين) يوماً على الأقل، ونشر الدعوة في موقع السوق وموقع الشركة الإلكتروني وفي صحيفتين واسعتي الانتشار في المملكة. وينبغي استخدام وسائل التقنية الحديثة للاتصال بالمساهمين.

ثالثاً: حقوق التصويت

(أ) يعد التصويت حقاً أساسياً للمساهم لا يمكن إلغاؤه بأي طريقة، وعلى الشركة تجنب وضع أي إجراء قد يؤدي إلى إعاقة استخدام حق التصويت، ويجب تسهيل ممارسة المساهم لحقه في التصويت وتيسيره.

(ب) يجب إتباع أسلوب التصويت التراكمي عند التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة في الجمعية العامة.

(ج) للمساهم أن يوكل عنه - كتابة - مساهماً آخر من غير أعضاء مجلس الإدارة ومن غير موظفي الشركة في حضور اجتماع الجمعية العامة.

رابعاً: حقوق المساهمين في أرباح الأسهم

(أ) يجب على مجلس الإدارة وضع سياسة واضحة بشأن توزيع أرباح الأسهم بما يحقق مصالح المساهمين والشركة، ويجب إطلاع المساهمين على هذه السياسة في اجتماع الجمعية العامة، والإشارة إليها في تقرير مجلس الإدارة.

(ب) تقرر الجمعية العامة الأرباح المقترحة توزيعها وتاريخ التوزيع. وتكون أحقية الأرباح سواء الأرباح النقدية أو أسهم المنحة لمالكي الأسهم المسجلين بسجلات مركز إيداع الأوراق المالية في نهاية تداول يوم انعقاد الجمعية العامة.

الفرع الثاني: الإفصاح والشفافية

من ابرز القوانين التي جاءت فيها¹:

أولاً: السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح

على الشركة أن تضع سياسات الإفصاح وإجراءاته وأنظمتها الإشرافية بشكل مكتوب وفقاً للنظام.

ثانياً: الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة

بالإضافة إلى ما ورد في قواعد التسجيل والإدراج بشأن محتويات تقرير مجلس الإدارة الذي يرفق بالقوائم المالية السنوية للشركة، يجب أن يحتوي تقرير مجلس الإدارة على الآتي:

(أ) ما تم تطبيقه من أحكام هذه اللائحة والأحكام التي لم تطبق وأسباب ذلك.

(ب) أسماء الشركات المساهمة التي يكون عضو مجلس إدارة الشركة عضواً في مجالس إدارتها.

(ج) تكوين مجلس الإدارة وتصنيف أعضائه على النحو الآتي: عضو مجلس إدارة تنفيذي، أو عضو مجلس إدارة غير تنفيذي، أو عضو مجلس إدارة مستقل.

(د) وصف مختصر لاختصاصات لجان مجلس الإدارة الرئيسية ومهامها مثل لجنة المراجعة، ولجنة الترشيحات والمكافآت، مع ذكر أسماء هذه اللجان ورؤسائها وأعضائها وعدد اجتماعاتها.

¹ - هيئة السوق المالية، الدليل الاسترشادي لللائحة حوكمة الشركات، 2012، ص، ص 16، 17.

(هـ) أي عقوبة أو جزاء أو قيد احتياطي مفروض على الشركة من الهيئة أو من أي جهة إشرافية أو تنظيمية أو قضائية أخرى.

(و) نتائج المراجعة السنوية لفاعلية إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة.

الفرع الثالث: مجلس الإدارة

من ابرز القوانين التي جاءت فيها¹:

أولاً: الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة

من أهم الوظائف الأساسية لمجلس الإدارة ما يأتي:

(أ) اعتماد التوجهات الاستراتيجية والأهداف الرئيسة للشركة والإشراف على تنفيذها.

(ب) وضع أنظمة وضوابط للرقابة الداخلية والإشراف العام عليها.

(ج) وضع نظام حوكمة خاص بالشركة بما لا يتعارض مع أحكام هذه اللائحة والإشراف العام عليه ومراقبة مدى فاعليته وتعديله عند الحاجة.

(د) وضع سياسات ومعايير وإجراءات واضحة ومحددة للعضوية في مجلس الإدارة ووضعها موضع التنفيذ بعد إقرار الجمعية العامة لها.

(هـ) وضع سياسة مكتوبة تنظم العلاقة مع أصحاب المصالح من أجل حمايتهم وحفظ حقوقهم.

(و) وضع السياسات والإجراءات التي تضمن احترام الشركة للأنظمة واللوائح والتزامها بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمساهمين والدائنين وأصحاب المصالح الآخرين.

ثانياً: مسؤوليات مجلس الإدارة

(أ) مع مراعاة اختصاصات الجمعية العامة، يتولى مجلس إدارة الشركة جميع الصلاحيات والسلطات اللازمة

لإدارتها، وتظل المسؤولية النهائية عن الشركة على المجلس حتى وإن شكل لجاناً أو فوض جهات أو أفراد

آخرين للقيام ببعض أعماله، وعلى المجلس تجنب إصدار تفويضات عامة أو غير محددة المدة.

¹ - هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات، ص- ص، 19- 25.

- (ب) يجب تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة بوضوح في نظام الشركة الأساس.
- (ج) يجب أن يؤدي مجلس الإدارة مهامه بمسؤولية وحسن نية وجدية واهتمام، وأن تكون قراراته مبنية على معلومات وافية من الإدارة التنفيذية، أو أي مصدر موثوق آخر.
- (د) يمثل عضو مجلس الإدارة جميع المساهمين، وعليه أن يلتزم بالقيام بما يحقق مصلحة الشركة عموماً وليس ما يحقق مصالح المجموعة التي يمثلها أو التي صوتت على تعيينه في مجلس الإدارة.
- (هـ) يحدد مجلس الإدارة الصلاحيات التي يفوضها للإدارة التنفيذية، وإجراءات اتخاذ القرار ومدة التفويض، كما يحدد الموضوعات التي يحتفظ بصلاحيات البت فيها، وترفع الإدارة التنفيذية تقارير دورية عن ممارستها للصلاحيات المفوضة.
- (و) يجب على مجلس الإدارة التأكد من وضع إجراءات لتعريف أعضاء المجلس الجدد بعمل الشركة وبخاصة الجوانب المالية والقانونية فضلاً عن تدريبهم إن لزم الأمر.
- (ز) يجب على مجلس الإدارة التأكد من توفير الشركة معلومات وافية عن شؤونها لجميع أعضاء مجلس الإدارة بوجه عام ولأعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بوجه خاص، وذلك من أجل تمكينهم من القيام بواجباتهم ومهامهم بكفاية.
- (ح) لا يجوز لمجلس الإدارة عقد القروض التي تجاوز آجالها ثلاث سنوات، أو بيع عقارات الشركة أو رهنها، أو إبراء مديني الشركة من التزاماتهم، إلا إذا كان مصرحاً له بذلك في نظام الشركة وبالشروط الواردة فيه. وإذا لم يتضمن نظام الشركة أحكاماً في هذا الشأن، فلا يجوز للمجلس القيام بالتصرفات المذكورة إلا بإذن من الجمعية العامة، ما لم تكن تلك التصرفات داخلة بطبيعتها في أغراض الشركة.

ثالثاً: تكوين مجلس الإدارة

يجب الالتزام بالآتي فيما يتعلق بتكوين مجلس الإدارة:

- (أ) أن يحدد نظام الشركة عدد أعضاء مجلس الإدارة، على ألا يقل عن ثلاثة ولا يزيد على أحد عشر.
- (ب) أن تعين الجمعية العامة أعضاء مجلس الإدارة للمدة المنصوص عليها في نظام الشركة بشرط ألا تتجاوز ثلاث سنوات، ويجوز إعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة ما لم ينص نظام الشركة على غير ذلك.

- (ج) أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين.
- (د) يحظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي بالشركة مثل منصب العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي أو المدير العام.
- (هـ) ألا يقل عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين عن عضوين، أو ثلث أعضاء المجلس، أيهما أكثر.
- (و) أن يبين نظام الشركة كيفية انتهاء عضوية المجلس، وأنه يجوز للجمعية العامة في كل وقت عزل جميع أعضاء مجلس الإدارة أو بعضهم، ولو نص نظام الشركة على خلاف ذلك.
- (ز) عند انتهاء عضوية أحد أعضاء مجلس الإدارة بأي من طرق انتهاء العضوية يجب على الشركة أن تخطر الهيئة والسوق فوراً مع بيان الأسباب التي دعت إلى ذلك.
- (ح) ألا يشغل العضو عضوية مجلس إدارة أكثر من خمس شركات مساهمة في آن واحد.
- (ط) لا يجوز للشخص ذي الصلة الاعتبارية الذي يحق له بحسب نظام الشركة تعيين ممثلين له في مجلس الإدارة التصويت على اختيار الأعضاء الآخرين في مجلس الإدارة.

رابعاً: لجان مجلس الإدارة واستقلاليتها

- (أ) ينبغي تشكيل عدد مناسب من اللجان حسب حاجة الشركة وظروفها، لكي يتمكن مجلس الإدارة من تأدية مهماته بشكل فعال.
- (ب) يجب أن يكون تشكيل اللجان التابعة لمجلس الإدارة وفقاً لإجراءات عامة يضعها مجلس الإدارة تتضمن تحديد مهمة اللجنة ومدة عملها والصلاحيات الممنوحة لها خلال هذه المدة وكيفية رقابة مجلس الإدارة عليها، وعلى اللجنة أن تبلغ مجلس الإدارة علماً بما تقوم به أو تتوصل إليه من نتائج أو تتخذه من قرارات بشفافية مطلقة، وعلى مجلس الإدارة أن يتابع عمل اللجان بشكل دوري للتحقق من قيامها بالأعمال الموكلة إليها.

خامساً: لجنة المراجعة

- (أ) يشكل مجلس الإدارة لجنة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين تسمى لجنة المراجعة، لا يقل عدد أعضائها عن ثلاثة، يكون من بينهم مختص بالشؤون المالية والمحاسبية.

(ب) تصدر الجمعية العامة للشركة بناءً على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة المراجعة ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة.

(ج) تشمل مهمات لجنة المراجعة ومسؤولياتها ما يلي:

1- الإشراف على إدارة المراجعة الداخلية في الشركة؛ من أجل التحقق من مدى فاعليتها في تنفيذ الأعمال والمهام التي حددها لها مجلس الإدارة.

2- دراسة نظام الرقابة الداخلية ووضع تقرير مكتوب عن رأيها وتوصياتها في شأنه.

3- دراسة تقارير المراجعة الداخلية ومتابعة تنفيذ الإجراءات التصحيحية للملاحظات الواردة فيها.

4- التوصية لمجلس الإدارة بتعيين المحاسبين القانونيين وفصلهم وتحديد أتعابهم، وبراعى عند التوصية بالتعيين التأكد من استقلاليتهم.

5- متابعة أعمال المحاسبين القانونيين، واعتماد أي عمل خارج نطاق أعمال المراجعة التي يكلفون بها أثناء قيامهم بأعمال المراجعة.

6- دراسة خطة المراجعة مع المحاسب القانوني وإبداء ملحوظاتها عليها.

7- دراسة ملحوظات المحاسب القانوني على القوائم المالية ومتابعة ما تم في شأنها.

8- دراسة القوائم المالية الأولية والسنوية قبل عرضها على مجلس الإدارة وإبداء الرأي والتوصية في شأنها.

9- دراسة السياسات المحاسبية المتبعة وإبداء الرأي والتوصية لمجلس الإدارة في شأنها.

سادسا: لجنة الترشيحات والمكافآت

(أ) يشكل مجلس الإدارة لجنة تسمى "لجنة الترشيحات والمكافآت".

(ب) تصدر الجمعية العامة للشركة بناءً على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة الترشيحات والمكافآت ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة.

(ج) تشمل مهمات لجنة الترشيحات والمكافآت ومسؤولياتها ما يلي:

- 1- التوصية لمجلس الإدارة بالترشيح لعضوية المجلس وفقاً للسياسات والمعايير المعتمدة مع مراعاة عدم ترشيح أي شخص سبق إدانته بجريمة مخلة بالشرف والأمانة؛
- 2- مراجعة هيكل مجلس الإدارة ورفع التوصيات في شأن التغييرات التي يمكن إجراؤها؛
- 3- تحديد جوانب الضعف والقوة في مجلس الإدارة، واقتراح معالجتها بما يتفق مع مصلحة الشركة؛
- 4- وضع سياسات واضحة لتعويضات ومكافآت أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين، و يراعى عند وضع تلك السياسات استخدام معايير ترتبط بالأداء.

سابعاً: اجتماعات مجلس الإدارة وجدول الأعمال

- (أ) على أعضاء مجلس الإدارة تخصيص وقت كاف للاضطلاع بمسؤولياتهم، بما في ذلك التحضير واجتماعات المجلس واللجان الدائمة والمؤقتة، والحرص على حضورها.
- (ب) يعقد مجلس الإدارة اجتماعات عادية منتظمة، بدعوة من الرئيس، وعلى الرئيس أن يدعو مجلس الإدارة لعقد اجتماع طارئ متى طلب ذلك - كتابة - اثنان من الأعضاء.
- (ج) على رئيس مجلس الإدارة التشاور مع الأعضاء الآخرين والرئيس التنفيذي عند إعداد جدول محدد بالموضوعات التي ستعرض على المجلس.
- (د) يجب على مجلس الإدارة توثيق اجتماعاته وإعداد محاضر بالمناقشات والمداولات بما فيها عمليات التصويت التي تمت وتبويبها وحفظها بحيث يسهل الرجوع إليها.

ثامناً: تعارض المصالح في مجلس الإدارة

- (أ) لا يجوز لعضو مجلس الإدارة بغير ترخيص من الجمعية العامة يحدد كل سنة أن تكون له أي مصلحة (مباشرة أو غير مباشرة) في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة، وتستنثى من ذلك الأعمال التي تتم بطريق المنافسة العامة إذا كان عضو مجلس الإدارة صاحب العرض الأفضل، وعلى عضو مجلس الإدارة أن يبلغ المجلس بما له من مصلحة شخصية في الأعمال والعقود التي تتم لحساب الشركة، ويثبت هذا التبليغ في محضر الاجتماع، ولا يجوز للعضو ذي المصلحة الاشتراك في التصويت على القرار الذي يصدر في هذا الشأن في الجمعية العامة أو في اجتماع

مجلس الإدارة. و يبلغ رئيس مجلس الإدارة الجمعية العامة عند انعقادها عن الأعمال والعقود التي يكون لأحد أعضاء مجلس الإدارة مصلحة شخصية فيها، ويرفق بهذا التبليغ تقرير خاص من المحاسب القانوني.

:

واكبت التطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها سوق الأسهم السعودية تطورات مماثلة في جانب الأداء التشغيلي للسوق، وقد كان لتشكيل مجلس هيئة السوق المالية ومباشرة أعماله وإنقاذ أحكام نظام السوق المالية وإصدار اللوائح التنفيذية والإجراءات التي اتخذها في مجال حماية صغار المستثمرين وترقية الإفصاح والرقابة علي السوق انعكاس ايجابي علي أداء السوق.

"TASI"

:

تختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم.

"TASI"

:

يقيس "TASI" اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية (Tadawul.All Share Index) في السوق السعودية مستوى الاسعار العامة للشركة مقوما بالقيمة السوقية للاسهم الحرة لكل شركات المدرجة في السوق، اما مؤشر قطاع التجزئة فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثل ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا في بقية القطاعات¹.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس (1985).

¹ - هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، متوفر على الموقع:

يعكس المؤشر العام "TASI" التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودية، ومن هنا فهو بمثابة ترمومتر يقيس نشاط وازدهار سوق الأسهم، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات الاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين، وهناك اهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر من قبل المحللين الماليين داخل وخارج المملكة ويتم متابعته ونشره بشكل واسع محليا ودوليا¹.

ثانيا: حساب المؤشر "TASI"

بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق، وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي²:

$$\text{المؤشر (في وقت ما)} = (\text{قيمة السوق عند هذا الوقت} / \text{قيمة السوق في وقت سابق}) * \text{المؤشر (في الوقت السابق)}$$

حيث :

قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق

$$\text{القيمة السوقية لإحدى الشركات} = (\text{عدد الأسهم المصدرة للشركة}) * (\text{سعر السهم})$$

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

أ- عدد الأسهم المصدرة: وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط؛

ب - سعر السهم في السوق: ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

¹ - إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مؤشر الأسهم: الماهية والأهمية والكيفية، متوفر على الموقع:

<http://www.alriyadh.com/2005/05/01/article61146.html> , Consultée le : 02/04/2015

² - إبراهيم عبد الرحمن القاضي، مرجع سابق.

الفرع الثاني: تطور قيمة المؤشر العام خلال 2000-2005

أولاً: من حيث تطور حركة التداول في سوق الأسهم السعودية

يمثل الجدول التالي تطور حركة التداول في سوق الأسهم السعودية:

جدول رقم (02): تطور حركة التداول في سوق الأسهم السعودية

السنة	الصناعة	البنوك	الخدمات	الاتصالات	الكهرباء	الاسمنت	الزراعة
2000	31.23	45.21	7.38	-	7.11	8.02	1.03
2001	32.34	29.16	8.63	-	5.36	4.86	0.62
2002	24.3	19.4	25.3	-	8.3	20.6	2
2003	28.8	6	24.6	17.6	18	3.7	1.4
2004	34.9	1.3	34.7	4.5	8.7	1.6	14.3

المصدر: هيئة السوق المالية، متوفرة على الموقع:

<http://www.sama.gov.sa/newreports/annual/ar/section2/index.htm> consultée le: 04/052015

يتضح من بيانات الجدول السابق أن هناك تبايناً بين القطاعات المكونة للسوق على مدى الفترة 2000-2004 من حيث قيمة التداول، كما أن هناك تناوباً بين القطاعات في شغل المراتب المختلفة، وهو ما يشير إلى أن هناك تخصصاً ديناميكياً لرؤوس الأموال من سنة لأخرى ومن قطاع لآخر، فقطاع البنوك الذي كان يستحوذ على اعلي نسبة تداول في السوق خلال عام 2000 بنحو 45.21% تراجع ترتيبه بين القطاعات بنهاية عام 2004 بتسجيله نسبة تداول لم تتجاوز 1.3% من اجمالي قيمة التداول في السوق، وقد سجل قبل هذا العام اضعف نسبة تداول له باستحوازه على تداول بلغت نحو 6% من اجمالي قيمة التداول في السوق.

وبالمقابل فقد شهد قطاعا الخدمات والزراعة تحسناً ملحوظاً على مدى السنوات الأربعة (2000-2004)، حيث ارتفعت نسبة تداولهما إلى اجمالي قيمة التداول في السوق من نحو 7.38% و 1.03% بنهاية عام 2000 إلى نحو 34.7% و 14.3% من اجمالي قيمة التداول في السوق عام 2004 لكل من القطاعين على التوالي.

ويبقى الأهم بين ذا وذاك استمرار سيطرة قطاع الصناعة على مدى الفترة 2000-2004 على مراكز الصدارة من حيث قيمة التداول على الرغم من تسجيله تذبذب طفيف في قيم تداوله من سنة لأخرى.

ويمكن أن يعزى التباين بين القطاعات المكونة للسوق بالنسبة لتخصيص الموارد المالية (الاستثمارات) إلى عمليات الإحلال المستمر للأصول المالية المكونة للمحافظ الاستثمارية، المتأثرة هي الأخرى بعدة عوامل منها توقع تحسين ربحية بعض القطاعات، وإدراج بعض الشركات الجديدة التي تتميز بجاذبية استثمارية في السوق، واشتداد حدة المضاربات العشوائية على أسهم بعض الشركات، سيما تلك التي تتميز بصغر حجمها السوقي حيث يسهل التلاعب بأسعار أسهمها.

ثانياً: من حيث توزيع الشركات نشاطاً حسب قيمة التداول في السوق

يمثل الجدول التالي توزيع الشركات نشاطاً حسب قيمة التداول في السوق التداول في السوق السعودية في نهاية عام 2005

جدول رقم(03): توزيع الشركات الأكثر نشاطا حسب قيمة التداول في السوق السعودية في نهاية عام 2005

ت	الشركة	القطاع	النسبة من اجمالي القيمة التداولية للسوق	نسبة حجم الشركة الى اجمالي الرسملة السوقية
1	سابك	الصناعة	9.56	26.09
2	الاتصالات	الاتصالات	4.96	11.48
3	كهرباء السعودية	الكهرباء	4.44	5
4	النقل البحري	الخدمات	3.81	0.80
5	اللجين	الصناعة	3.4	0.23
6	المجموعة السعودية	الصناعة	3.26	1.16
7	النقل الجماعي	الخدمات	3.12	0.27
8	القصيم الزراعية	الزراعة	2.83	0.16
9	التصنيع	الصناعة	2.8	1.17
10	التعمير	الخدمات	2.75	0.35
	اجمالي 10 شركات	-	41	47
	اجمالي 20 شركة الاولى الاكثر تداولاً في السوق	-	64	55.2

المصدر: حسابات مستتبطة من البيانات الواردة في التقرير السنوي لأداء سوق الأسهم السعودية لعام 2005، إحصائيات السوق السنوية، تداول - سوق الأسهم السعودية، متوفر الموقع:

<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/cmd> consultée le : 05/05/2015

يشير توزيع الشركات الأكثر نشاطا في السوق السعودي حسب قيم التداول كما يبدو من الجدول السابق إلى تمركز القيمة التداولية في عام 2005 في نحو أربع شركات صناعية، وثلاث شركات خدماتية، ونحو شركة واحدة في كل من قطاع الاتصالات، الكهرباء والزراعة، وقد سيطرت الشركات الثلاثة الأولى الأكبر حجماً من حيث الرسملة السوقية (42.5% من إجمالي الرسملة السوقية) على قيمة التداول خلال عام 2005، وذلك على الرغم من أن نسبة كبيرة من أسهم هذه الشركات لا يمكن تداولها في السوق، إما بسبب ملكيتها للحكومة، أو لصندوق معاشات التقاعد، أو لتأمينات الاجتماعية أو لشركات مساهمة أخرى، أو بسبب ملكيتها من طرف الشركاء الأجانب، وقد

تصدرت شركة سابك (الشركة السعودية للصناعات الأساسية) عملاقة صناعة الببتروكماويات في منطقة الشرق الأوسط المركز الأول من حيث نسبة التداول في السوق بمعدل بلغ نحو 9.5% من إجمالي قيمة التداول، تليها شركة الاتصالات السعودية بمعدل بلغ نحو 5% من إجمالي قيمة التداول في السوق، تم شركة الكهرباء السعودية بنحو 4.5% وتمثل نسب التداول لهذه الشركات الثلاثة مجتمعة ما نسبة 19% من إجمالي قيمة التداول في السوق السعودي.

وكما يلاحظ على بيانات الجدول، فقد استأثرت الشركات العشرة الأولى مجتمعة بنسبة تداول بلغت نحو 41% من إجمالي القيمة التداولية مقابل 75% محققة خلال 2004، وتستحوذ شركات المضاربة الثلاثة، شركة الكهرباء السعودية، واللجين والقصيم الزراعية على نحو 11% من إجمالي القيمة التداولية على الرغم من تدني حجمها السوقي الذي لا يمثل سوى 5.5% من إجمالي الرسملة السوقية .

ويتوسيع دائرة الاستقصاء، يتضح تمركز قيمة التداول لأتشط عشرين شركة حسب ما يلي، قطاع الصناعة بعشر شركات، ثم قطاع الخدمات بخمس شركات، فقطاع الاتصالات بشركتين، ثم قطاع الكهرباء والبنوك والزراعة بمعدل واحة لكل قطاع، وتبلغ نسبة التداول لهذه الشركات مجتمعة 64% من إجمالي القيمة التداولية للسوق، منها نحو 14.6% تسيطر عليها خمس شركات مضاربة كبرى، في حين تبلغ نسبة التداول للشركات المضاربة العشرين مضافة إليها شركة الكهرباء السعودية نحو 39% من إجمالي قيمة التداول في السوق كما في نهاية 2005 أي ما قيمته 1.14 تريليون ريال، وهي قيمة مرتفعة جدا بالنظر إلي ضآلة حجمها السوقي الذي لا يتعدى نحو 7% من إجمالي الرسملة السوقية، ويؤشر هذا الخلل على خطورة الوضع في السوق السعودي، كما يضع أكثر من علامة استفهام على قدرة السوق على تخصيص الموارد المالية تخصيصا كفوًا.

ثالثًا: حسب نسب تداول الشركات المضاربة

يمثل الجدول التالي نسب تداول شركات المضاربة العشرين لعام 2005:

جدول رقم(04) : نسب تداول شركات المضاربة العشرين+شركة الكهرباء لعام 2005

القطاعات	الصناعة	الخدمات	الزراعة	الكهرباء	البنوك	الاتصالات
عدد الشركات المضاربة	10	4	6	1	0	0
نسبة تداولها الى اجمالي القطاع	29	16	62	100	0	0
معدل رسملتها السوقية في القطاع	3	4	40	100	0	0

المصدر: حسابات مستنبطة من قاعدة بيانات مركز بخت للاستشارات المالية والتقارير السنوي لأداء سوق الأسهم السعودية لعام 2005 ، إحصائيات السوق السنوية.

تشير بيانات هذا الجدول إلى أن هناك تبايناً في توزيع شركات المضاربة العشرين على القطاعات المكونة للسوق، واختلافاً أيضاً في توزيع نسبة التداول لهذه الشركات إلى إجمالي قيمة التداول القطاعية، وتأسيساً على ذلك، تسيطر شركات المضاربة العشرة المدرجة في قطاع الصناعة على نحو 29% من إجمالي القيمة التداولية للقطاع، على الرغم من محدودية حجمها السوقي الذي يبلغ نحو 3% فقط من إجمالي الرسملة السوقية للقطاع كما في نهاية عام 2005، في حين تسيطر شركات المضاربة الستة المدرجة في قطاع الزراعة على نحو 62% من إجمالي القيمة التداولية، أما شركات المضاربة الستة المدرجة في قطاع الخدمات فتستحوذ على نحو 16% من القيمة التداولية للقطاع، على الرغم من ضعف تمثيلها في إجمالي الرسملة السوقية للقطاع، في حين تبلغ نسبة تداول شركة المضاربة المدرجة في قطاع الكهرباء (وهي ذاتها الشركة الوحيدة التي يتكون منها القطاع) نحو 100% من القيمة التداولية للقطاع.

رابعاً: حسب العائد على حقوق المساهمين :

يمثل الجدول التالي العائد على حقوق المساهمين للشركات الراغبة في زيادة أو تخفيض رأسمالها للفترة

:2004-2000

جدول رقم(05): العائد على حقوق المساهمين للشركات الراضية في زيادة او تخفيض راسمالها للفترة
"2004-2000"

الشركة	2000	2001	2002	2003	2004	المتوسط
اميانيت السعودية	19.8	18.2	13.6	9.5	-6.7	10
السعودية للصناعات المتطورة	7	3.7	4.7	-0.6	-1.2	2.6
جازان للتنمية الزراعية	-0.6	-3.8	-5.3	-0.4	10.9	5.
المنتجات الغذائية	-2.2	-3.9	-2.1	-1.2	0.4	-1.8
السعودية للأسماك	5.5	3.1	1.5	-13.5	-20.8	-3.7
الكابلات السعودية	3.6	0.2	-17.9	-25	3.9	-5.4
المواشي المكيرش المتحدة	-8.4	0.3	-56.5	-5.6	-7.5	-13.7

المصدر: مركز بخت للاستشارات المالية، "مؤشرات مالية هامة للشركات التي طلبت زيادة أو تخفيض رأسمالها". متوفرة على الموقع:

http://www.bfasaudi.com/Year2005_FinRatios/Year2005_FinRatios_a.asp, consultée le : 06/05/2015

تعتبر نسبة العائد على حقوق المساهمين من المؤشرات المالية الهامة التي تعكس مقارنة الإرباح التي حققتها الشركة بالموارد المالية المستثمرة في الشركة، وبدراسة العائد على حقوق المساهمين للشركات الواردة في الجدول تتبين سلبية هذا المؤشر لأربع شركات و هي عل التوالي: شركة المنتجات الغذائية، والسعودية للأسماك، والكابلات السعودية، والمواشي المكيرش المتحدة، في الوقت الذي كانت النسبة ضعيفة جدا بالنسبة لشركة جازان للتنمية الزراعية، هذا مع العلم أن نسبة العائد على حقوق المساهمين لشركة جازان قد تحسنت سنة 2004 بسبب الإيرادات العالية للشركة من استثماراتها في الأوراق المالية التي لا تتماشى مع النشاط الاستثماري الذي تأسست من اجله.

خامسا: أداء أسهم أكبر عشر شركات مضاربة في سوق الاسهم

يمثل الجدول التالي أداء اسهم أكبر عشر شركات مضاربة في سوق الاسهم السعودية خلال الفترة 2004-
:2005

تطبيق

جدول رقم (06) : أداء أسهم أكبر عشر شركات مضاربة في سوق الأسهم السعودية خلال الفترة 2004-2005

معدل الدوران السنوي للسهم أما في نهاية عام 2004 (مرة)	متوسط التداول اليومي 2005 %	معدل نمو ربح السهم %	ربح السهم لعام 2005 (ريال)	ربح السهم لآخر 12 شهرا (2004)	النسبة من إجمالي الحجم السوقي (2005)	التغير المئوي لسعر السهم لعام 2005	القطاع	
NA	0.2	-69.2	-0.4	-1.3	0.02	467	الزراعة	بيشة للتنمية الزراعية
10	0.2	-676.2	-9.1	-1.18	0.03	363	الزراعة	السعودية للأسماك
42	0.3	-60	-0.2	-0.5	0.06	350	الصناعة	السعودية للصناعات المتطورة
21	3.4	-94.4	-0.2	-3.6	0.24	305	الصناعة	اللجين
47	0.4	-	0	-1	0.04	252	الخدمات	المشروعات السياحية
67	1.5	-106.4	-0.2	3.1	0.11	233	الزراعة	حائل للتنمية الزراعية
51	1.9	-566.6	-2	-0.3	0.14	177	الصناعة	السعودية للتنمية الصناعية
48	0.7	-7.5	-1.48	-1.6	0.04	172	الخدمات	الباحة للاستثمار
40	0.8	-3.25	-0.9	0.4	0.05	130	الصناعة	المنتجات الغذائية
57	2.2	-79.3	-0.6	-2.9	0.11	32	الخدمات	المواشى المكيرش المتحدة
40	% 12	% 166.3	-1.50	-0.88	0.84	% 248.1	-	اجمالي الشركات العشرة (متوسط)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقرير السنوي للاستثمار في سوق الأسهم السعودية لعامي 2004-2005

أُتسّمت عدة شركات مدرجة في سوق الأسهم السعودية منذ عقد من الزمن بطابع المضاربة على أسهمها المتداولة في السوق ، وتعرف هذه الأسهم بأنها أسهم لشركات ذات مركز مالي ضعيف وحجم سوقي ضئيل ، وفي مقابل ذلك تستحوذ على قيم تداولية كبيرة نسبياً مقارنة بحجمها السوقي دون وجود مبرر استثماري لذلك ، كما أنها لا توزع في الغالب أية أرباح على مساهميها، وذلك إما بسبب تعرضها لخسائر عل نحو متكرر ومتواصل، أو بسبب تحقيقها لأرباح متدنية ، وبالتالي فأن تذبذب أسعار أسهمها لا يستند إلى أدائها المالي ، حيث تتدفع أسعارها نحو الارتفاع بشكل حاد وعشوائي نتيجة للشائعات التي تبثها جهات ذات مصالح بين الحين والآخر.

ويبين الجدول أداء أسهم عشر شركات مضاربة من بين عشرين شركة مضاربة شهدت أسعار أسهمها إرتفاعات حادة لا تتناسب مع معدلات النمو في أرباحها السنوية.

الفرع الثالث: تطور قيمة المؤشر العام خلال 2007-2013

يمثل الجدول التالي تطور قيمة المؤشر خلال الفترة 1996-2013:

جدول رقم(07) : تطور قيمة المؤشر خلال الفترة 2007-2013 (الوحدة نقطة)

المؤشر العام للأسعار	الفترة
11038,66	2007
4802,99	2008
6121,76	2009
6620,75	2010
6417,73	2011
6801,22	2012
8535,60	2013

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 48 ،مرجع سابق، ص: 224.

من خلال الجدول يتضح أن المؤشر العام للسوق المالية السعودية انه:

أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) على مستوى 11175,96 نقطة نهاية 2007، مقارنة ب : 7933,29 نقطة في نهاية عام 2006 مرتفعا بنسبة 40%.

في نهاية عام 2008 أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 4802,99 نقطة مقارنة ب: 11038,66 في نهاية عام 2007 منخضاب : 6235,67 نقطة %56.

في عام 2009 ارتفع المؤشر العام للسوق المالية السعودية ب: 28% ليصل إلى : 6121,71 نقطة مقارنة بعام 2008 حيث كان المؤشر : 4802,99 نقطة.

ارتفع المؤشر العام للسوق المالية السعودية في عام 2010 بنسبة 8,2 % ليصل إلى 6620,75 نقطة مقارنة بعام 2009 حيث كان المؤشر عند 61217,6 نقطة.

انخض المؤشر العام لسوق الاسهم عام 2011 بنسبة 3,1% ليصل إلى 1417,7 نقطة مقارنة بعام 2010 حيث أغلق عند : 6620,75 نقطة.

في نهاية عام 2013 أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى : 8535,60 مقارنة مع 6801,22 نقطة في نهاية عام 2012 مرتفعا بذلك بنسبة 25,50%.

الفرع الرابع: تطور أداء السوق خلال الفترة 2007 إلى 2013

أولاً: أداء السوق خلال الفترة 2007 إلى 2013

يبين الجدول التالي تطور تداول الأسهم خلال الفترة 2007-2013:

الجدول رقم (08) : إحصائيات تداول الأسهم خلال 2007-2014

التغير للعام حتى تاريخه %	القيمة السوقية (بالمليار)	التغير للعام حتى تاريخه %	القيمة (بالمليون)	التغير للعام حتى تاريخه %	الكمية (بالمليون)	التغير للعام حتى تاريخه %	الصفقات	السنة
58.77%	1,946.35	-51.39%	2,557,712.53	-14.31%	70,599	-31.67%	65,665,500	2007
-52.50%	924.53	-23.25%	1,962,945.58	-11.85%	62,230	-20.60%	52,135,929	2008
29.31%	1,195.51	-35.61%	1,264,011.29	-5.18%	59,004	-30.07%	36,458,326	2009
10.86%	1,325.39	-39.94%	759,184.48	-41.97%	34,237	-46.42%	19,536,143	2010
-4.12%	1,270.84	44.74%	1,098,836.03	44.91%	49,614	30.77%	25,546,933	2011
10.19%	1400.34	75.58%	1,929,318.27	70.11%	84,401	64.81%	42,105,048	2012
25.17%	1752.86	-29.01%	1,369,665.79	-36.58%	53,527	-31.20%	28,967,694	2013

المصدر: السوق المالي السعودي التقرير الاحصائي السنوي، 2014، متوفر على الموقع:

http://www.tadawul.com.sa/Resources/Reports/Yearly_ar.html, consultée le : 02/05/2015

عرف السوق المالي السعودي تطورات خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014 نتطرق

إليها فيما يلي ومن خلال الجدول السابق:

1- من حيث القيمة السوقية للأسهم المصدرة:

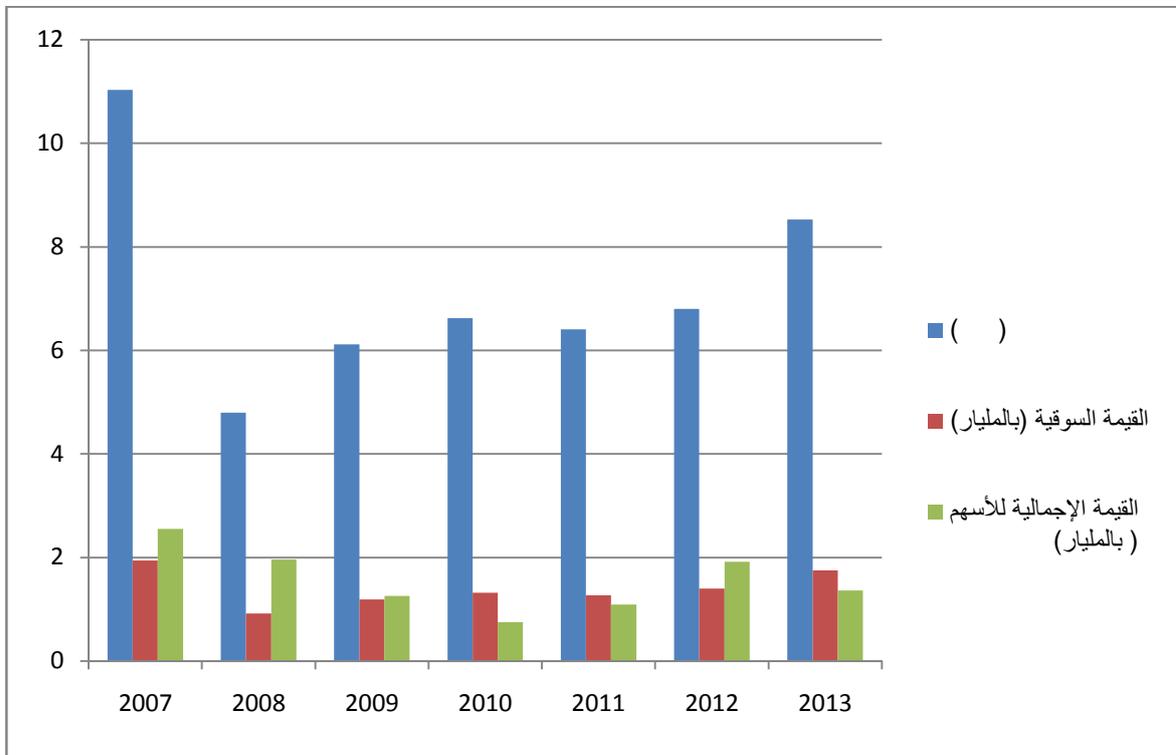
بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2007 نحو 1,946.35 مليار ريال أي ما يعادل 519.03 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 58.77 % مقارنة مع نهاية العام السابق، أما في نهاية عام 2008 بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة 924.53 مليار ريال أي ما يعادل 246.54 مليار دولار أمريكي وذلك بانخفاض بلغت نسبته 52.50 % مقارنة مع نهاية عام 2007، و في نهاية عامي 2009 و 2010 عرفت القيمة السوقية للأسهم المصدرة ارتفاعا ملحوظا حيث سجلت 1,195.51 مليار ريال و 1,325.39 مليار ريال نسبته 29.31 % و 10.86 % على التوالي، وفي نهاية عام 2011 بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة 1,870.84 مليار ريال أي ما

يعادل 338,89 مليار دولار بانخفاض بلغت نسبته 4,12% مقارنة مع نهاية العام السابق، وفي نهاية الفترة من 2012 حتى 2013 سجلت السوقية للأسهم المصدرة ارتفاعا بلغت 1,400.34 مليار ريال، 1,752.86 مليار ريال، بنسبة 10.19%، 25.17% على التوالي.

2- من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة:

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال الفترة الممتدة من 2007 الي 2010 انخفاضا قدر بـ 2,557.71 مليار ريال، 1,962.95 مليار ريال، 1,264.01 مليار ريال، 759.18 مليار ريال على التوالي بنسبة 51.39%، 23.25%، 35.61%، 39.94% على التوالي، وخلال عامي 2011 و2012 سجلت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ارتفاعا ملحوظا قدر بـ 1,098.84 مليار ريال، 1,929.32 مليار ريال بنسبة 44.7%، 75.58% على التوالي، وبلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2013 نحو 1,369.67 مليار ريال مقابل 1,929.32 مليار ريال للعام السابق بانخفاض بلغت نسبته 29.01%.

الشكل رقم (6): تطور أداء السوق من حيث المؤشر العام و القيمة السوقية و القيمة الإجمالية للأسهم



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على السوق المالي السعودي، التقرير الإحصائي السنوي 2014.

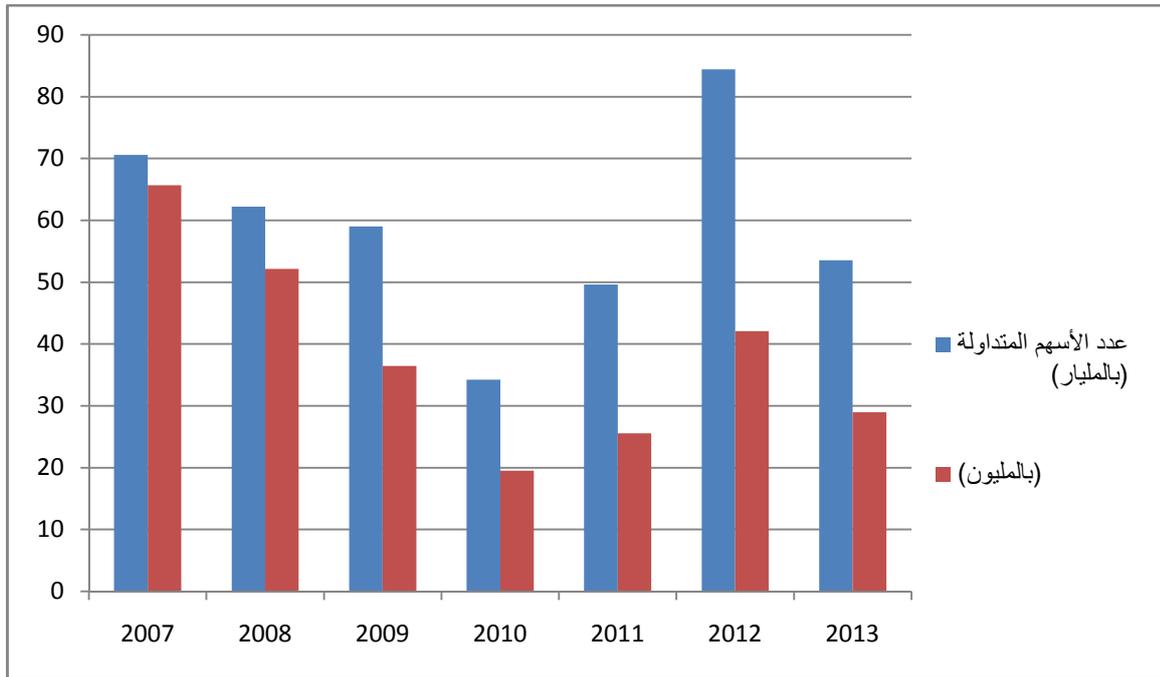
3- من حيث عدد الأسهم المتداولة:

سجل إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة الممتدة من 2007 الى 2010 انخفاضا قدر بـ نحو 70.60 مليار سهم، 62,22 مليار سهم، 59,00 مليار سهم، 34,23 مليار على التوالي بنسبة 14.31%، 11.85%، 5.18%، 41.97% على التوالي، وبلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عامي 2011 و 2012 نحو 49,61 مليار سهم، 84,40 مليار سهم بارتفاع بلغت نسبة 44.91%، 70.11% على التوالي، وبلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2013 53,52 مليار سهم مقابل 84,40 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بإنخفاض بلغت نسبته 36.58%.

4- من حيث عدد الصفقات المنفذة:

بلغ إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال الفترة 2007 الي 2010 نحو 65,66 مليون صفقة، 52,13 مليون صفقة، 36,45 مليون صفقة، 19,53 مليون صفقة على التوالي، وسجلت عدد الصفقات في هذه الفترة انخفاضا بنسبة 31.67%، 20.60%، 30.07%، 46.42% على التوالي، وبلغ عدد الصفقات المنفذة خلال عامي 2011 و 2012 نحو 25,54 مليون صفقة، 42,10 مليون صفقة على التوالي حيث سجلت عدد الصفقات في خلال هذه الفترة ارتفاعا بلغت نسبته 30.77%، 64.81% على التوالي، أما إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2013 فقد بلغت 28.97 مليون صفقة مقابل 42.10 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق بإنخفاض بلغت نسبته 31.20%.

الشكل رقم(7): تطور أداء السوق من حيث عدد الأسهم المتداولة و عدد الصفقات المتداولة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على السوق المالي السعودي، التقرير الإحصائي السنوي 2014.

ثانيا: تقييم نشاط بعض القطاعات والشركات المدرجة في سوق تداول الفترة (2007_ 2013)

1- ملخص سنة 2007:

من خلال الجدول رقم نستخلص مايلي:

خلال عام 2007، كان قطاع الخدمات أنشط القطاعات من حيث عدد الأسهم المتداولة حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 21.79 مليار سهم تمثل نسبة 37.03 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع الصناعة بنحو 21.53 مليار سهم ونسبة 36.58 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثالثا قطاع الزراعة بنحو 8.08 مليار سهم تمثل نسبة 13.62 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2007.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة فقد كان قطاع الصناعة أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 934.66 مليار ريال تمثل نسبة 36.54 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2007، فيما بلغ عدد الصفقات المنفذة للقطاع نحو 22.87 مليون صفقة تمثل نسبة 34.83 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل

تطبيق

ثانياً قطاع الخدمات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع 831.66 مليار ريال تمثل نسبة 32.52 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة وبلغ عدد الصفقات 22.49 مليون صفقة تمثل نسبة 34.26 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة، وجاء قطاع الزراعة في المرتبة الثالثة حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع 378.30 مليار ريال تمثل نسبة 14.79 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة وبلغ عدد الصفقات للقطاع 9.47 مليون صفقة تمثل نسبة 14.42 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2007.

جدول رقم (09): تداول الاسهم حسب القطاعات لسنة 2007

النسبة الى الإجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة الى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة الى الإجمالي	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	القطاعات
%34.26	22,49	%37.03	21,79	%32.52	831,65	الخدمات
%34.83	22,87	%36.58	21,53	%36.54	934,66	الصناعة
%14.42	9,46	%13.62	8,01	%14.79	378,29	الزراعة

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2007.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2007 فقد تصدرت شركة الباحة من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 1.93 مليون صفقة، تلتها الأسماك بنحو 1.88 مليون صفقة ثم إعمار بنحو 1.77 مليون صفقة.

وجاءت شركة كيان السعودية في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة بنحو 3.04 مليار سهم، كهرياء السعودية في المركز الثاني بنحو 2.21 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة شركة إعمار بنحو 2.05 مليار سهم. أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة فتصدرت شركة سابك بما قيمته 78.40 مليار ريال، ثم شركة الأسماك بنحو 73.43 مليار ريال وجاءت شركة الباحة في المركز الثالث بنحو 67.94 مليار ريال¹.

2- ملخص سنة 2008:

من خلال الجدول رقم (10) نستخلص مايلي:

¹ - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2007، ص، ص 2،3.

خلال عام 2008، كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات من حيث عدد الأسهم المتداولة حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 14.61 مليار سهم تمثل ما نسبته 24.49 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 9.46 مليار سهم (15.85 %) من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثالثاً قطاع التطوير العقاري بنحو 6.30 مليار سهم تمثل (10.56 %) من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 637.69 مليار ريال تمثل نسبة 32.49 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانياً قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 208.98 مليار ريال (10.65 %) من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وجاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 163.73 مليار ريال (8.34 %) من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008.

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الصفقات المنفذة خلال عام 2008، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغت الصفقات المنفذة لهذا القطاع نحو 9.90 مليون صفقة تمثل نسبة 18.98 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانياً قطاع التأمين بنحو 7.64 مليون صفقة (14.65 %) من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وجاء قطاع الاستثمار الصناعي في المرتبة الثالثة بنحو 5.55 مليون صفقة (10.65 %) من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2008.

جدول رقم(10): تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2008

النسبة الى الإجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة الى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة الى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	القطاعات
%18.98	9,90	%24.49	14,61	%32.49	637,69	الصناعات البتروكيمياوية
%10.01	5,22	%15.85	9,46	%10.65	208,97	المصارف والخدمات المالية
%7.09	3,69	%10.56	6,30	%8.34	163,73	التطوير العقاري
%14.65	7,63	%4.98	2,97	%7.80	153,05	التأمين
%10.65	5,55	%7.42	4,42	%7.72	151,49	الاستثمار الصناعي

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2008.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2008 فقد تصدرت شركة زين السعودية من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 3.96 مليون صفقة، تلاها بنك الإنماء بنحو 3.32 مليون صفقة ثم شركة بترو رابغ بنحو 2.41 مليون صفقة.

وجاء بنك الإنماء في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008 بنحو 7.79 مليار سهم، زين السعودية في المرتبة الثانية بنحو 5.39 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة شركة كيان السعودية بنحو 4.88 مليار سهم.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 فتصدرت شركة سابك بما قيمته 174.65 مليار ريال، ثم شركة بترو رابغ بنحو 155.06 مليار ريال وجاءت شركة كيان السعودية في المرتبة الثالثة بنحو 120.66 مليار ريال¹.

3- ملخص سنة 2009 :

من خلال الجدول رقم(11) نستخلص مايلي:

خلال عام 2009، كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات من حيث عدد الأسهم المتداولة حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 10.98 مليار سهم تمثل ما نسبته 19.15 %

¹ - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2008، ص، ص 2،3.

تطبيق

من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 8.90 مليار سهم 15.52 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثالثاً قطاع التأمين بنحو 5.58 مليار سهم تمثل 9.74 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2009، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 299.90 مليار ريال تمثل نسبة 23.73 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانياً قطاع التأمين بنحو 201.11 مليار ريال 15.91 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وجاء قطاع المصارف والخدمات المالية في المرتبة الثالثة بنحو 149.42 مليار ريال 11.82 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2009.

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الصفقات المنفذة خلال عام 2009، فقد كان قطاع التأمين أنشط القطاعات حيث بلغت الصفقات المنفذة لهذا القطاع نحو 8.58 مليون صفقة تمثل نسبة 23.55 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 5.93 مليون صفقة 16.28 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وجاء قطاع الزراعة والصناعات الغذائية في المرتبة الثالثة بنحو 3.47 مليون صفقة 9.51 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2009.

جدول رقم (11): تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2009

القطاعات	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	النسبة إلى إجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة إلى إجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة إلى إجمالي
الصناعات البتروكيمياوية	299,89	23.73%	10,98	19.15%	5,93	16.28%
المصارف والخدمات المالية	149,42	11.82%	8,89	15.52%	2,39	6.56%
التأمين	201,11	15.91%	5,58	9.74%	8,58	23.55%
قطاع الزراعة والصناعات الغذائية	94,17	7.45%	3,76	6.56%	3,46	9.51%

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2009.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2009 فقد تصدرت شركة سابك من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 1.64 مليون صفقة، تلاها مصرف الإنماء بنحو 1.39 مليون صفقة ثم شركة معادن بنحو 0.89 مليون صفقة.

وجاء مصرف الإنماء في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009 بنحو 7.63 مليار سهم، إعمار في المرتبة الثانية بنحو 3.19 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة شركة زين السعودية بنحو 3.00 مليار سهم.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2009 فتصدرت شركة سابك بما قيمته 143.16 مليار ريال، ثم مصرف الإنماء بنحو 95.77 مليار ريال وجاءت شركة معادن في المرتبة الثالثة بنحو 38.74 مليار ريال¹.

4- ملخص سنة 2010:

من خلال الجدول رقم(12) نستخلص مايلي:

خلال عام 2010، كان قطاع التأمين أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت نحو 4.90 مليون صفقة تمثل 25.10 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 3.87 مليون صفقة بنسبة 19.79 %، وجاء قطاع الاستثمار الصناعي في المرتبة الثالثة بنحو 1.78 مليون صفقة بنسبة 9.10 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2010.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2010 ، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 287.30 مليار ريال تمثل 37.84 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانياً قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 98.73 مليار ريال بنسبة 13.01 % ، وجاء قطاع التأمين في المرتبة الثالثة بنحو 90.35 مليار ريال بنسبة 11.90 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2010.

¹ - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2009، ص، ص 2،3.

تطبيق

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2010 ، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 9.51 مليار سهم تمثل 28.80 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 5.87 مليار سهم بنسبة 17.79 % ، وحل ثالثا قطاع التأمين بنحو 3.11 مليار سهم تمثل 9.42 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2010.

جدول رقم(12): تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2010

القطاعات	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	النسبة الى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة الى الإجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة الى الإجمالي
التأمين	90,34	%11.90	3,10	%9.42	4,90	%25.10
الصناعات البتروكيمياوية	287,3	%37.84	9,50	%28.80	3,86	%19.79
الاستثمار الصناعي	51,35	%6.76	2,04	%6.19	1,77	%9.10
المصارف والخدمات المالية	98,73	%13.01	5,87	%17.79	1,37	%7.05

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2010.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2010 فقد تصدرت شركة سابك من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 837.16 ألف صفقة، تلاها مصرف الإنماء بنحو 821.99 مليون صفقة ثم شركة كيان السعودية بنحو 628.85 ألف صفقة.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2010 فتصدرت شركة سابك أيضا بما قيمته 98.23 مليار ريال، ثم كيان السعودية بنحو 66.83 مليار ريال وجاء مصرف الإنماء في المرتبة الثالثة بنحو 59.87 مليار ريال.

وجاء مصرف الإنماء في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2010 بنحو 5.06 مليار سهم، كيان السعودية في المرتبة الثانية بنحو 3.48 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة شركة زين السعودية بنحو 1.37 مليار سهم¹.

5- ملخص سنة 2011 :

من خلال الجدول رقم(13) نستخلص مايلي:

خلال عام 2010 م ، كان قطاع التأمين أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت نحو 6.96 مليون صفقة تمثل 27.24 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 4.07 مليون صفقة بنسبة 15.95% ، و جاء قطاع الزراعة و الصناعة الغذائية في المرتبة الثالثة بنحو 3.00 مليون صفقة بنسبة 11.76% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2011.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2011 فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 329.39 مليار ريال تمثل 29.98% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانياً قطاع التأمين بنحو 197.47 مليار ريال بنسبة 17.97%، وجاء قطاع الزراعة والصناعة الغذائية في المرتبة الثالثة بنحو 108.34 مليار ريال بنسبة 9.86% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2011.

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2011، فقد كان قطاع الصناعات البتروكيمياوية أنشط القطاعات حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 9.55 مليار سهم تمثل 19.67% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع التأمين بنحو 7.19 مليار سهم بنسبة 14.81% ، و حل ثالثاً قطاع التطوير العقاري بنحو 5.30 مليار سهم تمثل 10.91% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2011².

¹ - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2010، ص، ص 2،3.

² - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2011، ص، ص 3،2.

جدول رقم(13): تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2011

النسبة الى الإجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة الى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة الى الإجمالي	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	القطاعات
% 27.24	6.96	%14.81	7.19	%17.97	197.47	التأمين
%15.95	4.07	%19.67	9.55	%29.98	329.39	الصناعات البتروكيمياوية
%11.76	3.00	%8.21	3,98	%9.86	108.34	الزراعة و الصناعة الغذائية
%4.82	1,23	%10.91	5.30	%4.28	47,06	التطوير العقاري

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2011.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2011 فقد تصدرت شركة سابك من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 1,266.29 ألف صفقة ، تلاها شركة سوليدرتي تكافل بنحو 559.48 ألف صفقة ثم مصرف الإنماء بنحو 482.29 ألف صفقة.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2011 فتصدرت شركة سابك أيضا بما قيمته 152.98 مليار ريال ، ثم كيان السعودية بنحو 42.66 مليار ريال و جاء مصرف الإنماء في المرتبة الثالثة بنحو 38.76 مليار ريال.

وجاء مصرف الإنماء في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2011 بنحو 3.95 مليار سهم، كيان السعودية في المرتبة الثانية بنحو 2.37 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة شركة زين السعودية بنحو 2.29 مليار سهم.

6- ملخص سنة 2012:

من خلال الجدول رقم(14) نستخلص مايلي:

خلال عام 2012، كان قطاع التأمين أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت نحو 13.04 مليون صفقة تمثل 30.96% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 4.48 مليون صفقة بنسبة 10.65% ، وجاء قطاع

الاتصالات و تقنية المعلومات في المرتبة الثالثة بنحو 3.83 مليون صفقة بنسبة 9.09% إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2012.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2012 فقد كان قطاع التأمين أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 451.04 مليار ريال تمثل 23.38% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 311.18 مليار ريال بنسبة 16.13%، و جاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 211.56 مليار ريال بنسبة 10.97% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2012.

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2012، فقد كان قطاع التطوير العقاري أنشط القطاعات حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 17.57 مليار سهم تمثل 21.28% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع التأمين بنحو 11.59 مليار سهم بنسبة 14.05%، و حل ثالثاً قطاع الصناعات البتروكيمياوية بنحو 11.01 مليار سهم تمثل 13.34% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2012.

جدول رقم (14): تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2012

النسبة الى الإجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة الى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة الى الإجمالي	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	القطاعات
30.96%	13.04	14.05%	11.59	23.38%	451.04	التأمين
10.65%	4.48	13.34%	11.01	16.13%	311.18	الصناعات البتروكيمياوية
9.09%	3.83	11.83%	9,76	10.09%	194,68	الاتصالات و تقنية المعلومات
8.42%	3,54	21.28%	17.57	10.97%	211.56	التطوير العقاري

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الاحصائي السنوي، 2012.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2012 فقد تصدرت شركة زين السعودية من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 1,730.51 ألف صفقة تلاها دار الأركان بنحو 1.395.77 ألف صفقة ثم مصرف الإنماء بنحو 1,288.22 ألف صفقة.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2012 فتصدرت شركة سابك بما قيمته 121.97 مليار ريال ، ثم مصرف الإنماء بنحو 110.23 مليار ريال و في المرتبة الثالثة شركة دار الأركان بنحو 96.29 مليار ريال.

و حلت شركة دار الأركان في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2012 بنحو 9.37 مليار سهم، مصرف الإنماء في المرتبة الثالثة بنحو 8.17 مليار سهم، و في المرتبة الثالثة شركة زين السعودية بنحو 5.52 مليار سهم¹.

7- ملخص سنة 2013:

من خلال الجدول رقم(15) نستخلص مايلي:

خلال عام 2013، كان قطاع التأمين أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفذة حيث بلغت نحو 8.31 مليون صفقة تمثل 28.69% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، وحل ثانياً قطاع التجزئة بنحو 2.56 مليون صفقة بنسبة 8.82%، وجاء قطاع الصناعات البتروكيميائية في المرتبة الثالثة بنحو 2.46 مليون صفقة بنسبة 8.50% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2013.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013، فقد كان قطاع التأمين أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 266.84 مليار ريال تمثل 19.48% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانياً قطاع الصناعات البتروكيميائية بنحو 196.36 مليار ريال بنسبة 14.34%، وجاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 147.94 مليار ريال بنسبة 10.80% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013 .

وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة (معدلة) خلال عام 2013 ، فقد كان قطاع التطوير العقاري أنشط القطاعات حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 11.05 مليار سهم تمثل 21.05% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، يليه قطاع المصارف والخدمات المالية بنحو 6.43 مليار سهم بنسبة 12.25%، وحل ثالثاً التأمين بنحو 6.40 مليار سهم تمثل 12.18% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2013.

¹ - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2007، ص، ص 2،3.

جدول رقم (15): تداول الأسهم حسب القطاعات لسنة 2013

النسبة الى الإجمالي	الصفقات المنفذة (مليون)	النسبة الى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليار)	النسبة الى الإجمالي	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	القطاعات
%28.69	8.31	%12.18	6.40	%19.48	266.84	التأمين
% 8.82	2.56	%3.87	2.03	%7.18	98.37	التجزئة
%8.50	2.46	%11.46	6.01	%14.34	196.36	الصناعات البتروكيميائية
%7.84	2.27	%21.05	11.05	%10.80	147.94	التطوير العقاري
%4.86	1.40	%12.25	6.43	%9.69	132.75	المصارف والخدمات المالية

المصدر: السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2013.

وبالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2013 فقد تصدرت شركة أسمنت الشمالية من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو 1,427.18 ألف صفقة، تليها رعاية بنحو 962.32 ألف صفقة ثم سابك بنحو 941.77 ألف صفقة.

أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013 فتصدرت شركة سابك بما قيمته 102.80 مليار ريال، ثم مصرف الإنماء بنحو 70.22 مليار ريال وفي المرتبة الثالثة شركة دار الأركان بنحو 47.25 مليار ريال.

وحلت شركة دار الأركان في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2013 بنحو 5.04 مليار سهم، مصرف الإنماء في المرتبة الثانية بنحو 5.02 مليار سهم، وفي المرتبة الثالثة شركة زين السعودية بنحو 3.76 مليار سهم¹.

❖ بعد دراستنا لتطور سوق رأس المال السعودي قبل و بعد 2006 اتضح لنا مايلي:

- قبل 2006:

شهد السوق السعودي قبل 2006 عدة تغيرات اقتصادية متلاحقة نتيجة ازدياد عدد الشركات المساهمة وكبر حجمها وضخامة رؤوس أموالها التي تجاوز بعضها آلاف الملايين من الريالات وقد أدى هذا التغير إلى إحداث حالة عدم توازن بين أطراف المصالح و بعض إدارات الشركات المساهمة كما مرّ السوق السعودي بعدد من الانهيارات خلال العام 2006، حيث انحدر مؤشر

¹ - السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2013، ص، ص 2،3.

السوق من 20967 نقطة إلى 14878 نقطة في مارس 2006، وبعد حوالي ستة أشهر انحدر المؤشر مرة أخرى إلى حوالي 6570 نقطة تكبد المتعاملين به خسائر مادية فادحة وصلت نسبتها إلى 68% من حجم السوق، مما أدى إلي ضياع حقوق أصحاب المصالح بها وبصفه خاصة المستثمرين الحاليين، كما أدى إلي فقد ثقة المستثمرين المرتقبين في المعلومات المحاسبية التي تضمنها التقارير والقوائم المالية لهذه الوحدات، إن أهم أسباب حدوث الانهيار السابق في السوق السعودي غياب الرقابة على آليات الحوكمة ونقص الإفصاح والشفافية في بعض الوحدات الاقتصادية، وانعكس ذلك على مجموعة من الآثار السلبية أهمها فقد الثقة في المعلومات المحاسبية، مما دعا هيئة سوق المال في مطلع العام 2007 إلى إيقاف تداول أسهم بعض الشركات التي تجاوزت خسائرها أكثر من 75% من رأس مالها طبقا لنص المادة 180 من نظام الشركات السعودي، الأمر الذي أدى إلى زيادة أهميه حوكمة الشركات مما جعل المملكة تبذل جهود مستمرة لتفعيل حوكمة الشركات التي من شأنها تعزيز الرقابة الداخلية في الشركات المساهمة وقد تم تأكيد ذلك بإصدار لائحة لحوكمة الشركات المساهمة التي أصدرتها هيئة سوق المال في نوفمبر 2006، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في سوق المال والتأكد من الإفصاح والشفافية وحماية المستثمرين والمتعاملين في السوق المالية.

- بعد 2006:

بعد دراستنا لتطور سوق رأس المال بعد عام 2006 أي بعد تبني دولة السعودية رسميا تطبيق مبادئ الحوكمة لاحظنا أن المؤشر العام للسوق رأس المال السعودي اتجه إلى الانخفاض، وهذا راجع في اعتقادنا إلى أن أسعار السوقية لأوراق المالية المتداولة كانت أكبر من أسعارها الحقيقية نتيجة قلة الإفصاح والشفافية ضف إلى ذلك ظواهر الفساد المالي والإداري التي كانت تعاني منها الكثير من المؤسسات هذا من جهة، ومن جهة أخرى تطبيق مبادئ الحوكمة لا يتحقق دفعة واحدة ويبقى مستوى اعتمادها نسبي يختلف من مؤسسة إلى أخرى، لذلك أعلنت هيئة السوق المالية السعودية أن مستوى التطبيق لا يلبي تطلعاتها.

دون أن ننسى الظروف الدولية التي حدثت بعد 2006 فالأزمة المالية العالمية 2008 أقلت بتبعاتها على كل البورصات عربية كانت او عالمية، حيث انخفضت مؤشرات البورصة بشكل كبير مما أدي إلى خسائر كبيرة أثرة على السوق المالي السعودي و كذلك أزمة انخفاض أسعار البترول

بداية من 2012 باعتبار السعودية من أكبر الدول المنتجة للبترول فقد أثر ذلك على اتجاه مؤشرها العام، ونلاحظ أيضا الاتجاه الايجابي للمؤشر في آخر الفترة محل الدراسة وهذا دليل إن تأثير الحوكمة يأخذ وقت حتى تأتي نتائجه خصوصا على الاستثمار في الأوراق المالية.

وفي الأخير نقول أن السوق المالي السعودي يسعى إلى تطبيق الحوكمة وذلك بسن القوانين المتعلقة بالحكومة وإلزام الشركات المدرجة بتطبيقها، وقد بدأت بوادر تأثير الحوكمة الايجابي على هذا السوق في الاتجاه الموجب للمؤشر العام، إضافة إلى ارتفاع معدلات التداول وإرباح الأسهم المدرجة في هذه السوق.

المطلب الرابع: معوقات ومبادرات تطبيق الحوكمة في السعودية

تعاني الحوكمة في السعودية من عدة معوقات تحول من تطبيقها، حيث سوف نتطرق من هذا المطلب الى معوقات الحوكمة ومبادرات تطبيقها في السعودية.

الفرع الاول: معوقات تطبيق الحوكمة في السعودية

من الواضح أن مختلف القطاعات تعاني كثيرا من ضعف مستوى الحوكمة في المؤسسات ذات العلاقة به، وهناك مظاهر متعددة لهذا الضعف تثير القلق وتستحق الكثير من الاهتمام منها¹:

1- الركود في الغرف التجارية حيث إن بقاء أعضاء مجالس هذه الغرف في مواقعهم لمدة طويلة هو ظاهرة خطيرة تؤدي إلى انعكاسات سلبية بالغة؛

2- القصور الذي يكتنف البيئة القانونية بالرغم من الجهود المبذولة لتطويرها، ما يعني أن الشركات المساهمة تواجه قصورا في الضوابط الداخلية والخارجية؛

3- محدودية عدد الشركات المساهمة العامة، وكذلك المدرجة منها في سوق المال فمن ضمن 10500 شركة إلا أن عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق المال السعودي لا يتجاوز 169 شركة؛

4- سيطرة الملكية العائلية على هيكل القطاع الخاص من ناحية ملكية راس المال أو من ناحية الإدارة؛

¹ - محمود ناصر الحازمي، مرجع سابق، ص 157، 158.

5- ضعف الوعي الاستثماري لدى جمهور صغار المستثمرين رغم المحاولات الجادة التي تقوم بها هيئة سوق الأوراق المالية؛

6- ضعف مهنة المراجعة، حيث إن معايير المراجعة ما زالت بعيدة عن المعايير الدولية المعترف بها؛

7- عدم وجود جمعية لحماية حقوق صغار المستثمرين؛

8- حتى عام 2006 لم تكن توجد مؤسسات مستقلة نافذة تهتم بتقييم مدى التزام الشركات بالحوكمة، كما هو الحال في بريطانيا على سبيل المثال. حيث تعني هذه المؤسسات بتقييم دوري للشركات بناء على مدى التزامها بالحوكمة؛

9- عدم بلوغ السوق مرحلة النضج الكافي، من حيث المنظومة التشريعية المالية، علاوة على كون المجتمع الاقتصادي من كبار أعضاء الشركات والتنفيذيين، ومن بعدهم مباشرة الغير مؤهلين بالقدر الكافي لاستيعاب اللائحة ومن ثم تطبيقها؛

10- أن السوق المالية في السعودية تشتكي من نقص في التشريعات المنظمة لأدائها بشكل دقيق والتي تمنع عملية الاجتهاد أو تترك انعكاساتها فرصا للتلاعب والعبث في أموال المساهمين؛

11- أن تطبيق بعض مواد لائحة الحوكمة يتطلب وجود إدارة كبيرة لدى الهيئة لمتابعة وجود هذه اللائحة داخل الشركات المساهمة وهذا يتطلب جهازا إداريا أكبر مما يؤدي إلى كبر التكلفة الاقتصادية فهناك شركات لا تستطيع دفع التكاليف التي تعمل على تسخير أعمال اللجان الرقابية والإشرافية والتنفيذية المطلوبة وفق لائحة الحوكمة فهذا يؤثر على دخل الشركة ومكانتها.

الفرع الثاني: مبادرات تطبيق الحوكمة في السعودية

وتتمثل هذه المبادرات فيما يلي¹:

وعلى مدار الأعوام الخمسة الماضية كانت هناك محاولات متواضعة لإصدار قواعد حوكمة الشركات المساهمة العامة، وتشكلت لجان وفرق فنية مدعومة ماديا وفنيا من اللجنة الاقتصادية حيث تم تشكيل فريق وطني لصياغة لائحة حوكمة لشركات المساهمة العامة السعودية، وقد نتج عن

¹ - محمود ناصر الحازمي، مرجع سابق، ص- ص 158-162.

أعمال تلك اللجان خروج لائحة حوكمة شركات المساهمة العامة السعودية المدرجة بسوق المال السعودي، وبناء على المادتين الخامسة والسادسة من نظام السوق المالية، أصدر مجلس الهيئة القرار رقم (1-212-2006) في 1427/10/21هـ بالموافقة على لائحة حوكمة الشركات في المملكة العربية السعودية.

وقد أصدرت الهيئة بهدف تطوير السوق المالية في ضوء تعاضد الاهتمام الدولي بمبادئ حوكمة الشركات واعتبارها أهم الآليات التي تقيس مدى انتظام وكفاءة السوق المالية وبالتالي تعزيز هذه السوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها.

وتحدد هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية، من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح، وذكرت الهيئة على موقعها على الإنترنت ، أنه نظراً لما تمثله الإدارة الرشيدة لشركة المساهمة من أهمية كبيرة للشركة وللسوق المالية على وجه العموم، وقد تكونت اللائحة من 5 أبواب و91 مادة، وقد روعي في إعدادها المبادئ المعتمدة من المنظمات الدولية ، كما تم الاسترشاد بتجارب الدول وما أقرته من قوانين أو قواعد في مجال حوكمة الشركات.

وبالرغم من أن الهيئة من الناحية القانونية أخذت عدداً من المبادرات القانونية التي تحتسب لإدارتها الجديدة، من طرح مسودات اللوائح أو التشريعات الجديدة مثل الصناديق العقارية والصناديق الاستثمارية ولائحة حوكمة الشركات على المجتمع حتى يتهيأ نفسياً لصدور التشريعات الجديدة يتحكم ويقنن العمل في سوق المال وحتى يتمكن المختصون بشكل واسع سواء من البنوك أو أصحاب الشأن لتقديم ملاحظاتهم على تلك اللوائح لتستوعب أكبر عدد من الملاحظات وتوازن فيما بينها لتحقيق المصلحة العامة إلا أن هناك العديد من التحفظات والانتقادات التي أبدتها بعض البنوك والشركات المساهمة.

فقد أبدت بنوك وشركات مساهمة سعودية عدة تحفظات واعتراضات على مجموعة من فقرات نظام حوكمة الشركات الذي أصدرته هيئة السوق المالية قبل في عام 2007 لكونها غير ملزمة ولتداخلها مع بنود لأنظمة أخرى تقوم الشركات في الأساس بتطبيقها. وتركزت التحفظات على اشتراطات نظام الحوكمة على ضرورة احتواء تقرير مجلس الإدارة السنوي الذي يوزع على المساهمين وفي الجمعيات العمومية على تفصيل عن المكافآت والتعويضات المدفوعة لأعضاء مجلس الإدارة

وكبار التنفيذيين والرئيس التنفيذي والمدير المالي ، إضافة إلى المادة المتعلقة بعدم الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي بالشركة مثل العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي إضافة إلى المواد المتعلقة بتشكيل لجنة المراجعة.

وفيما يتعلق باحتواء تقرير مجلس الإدارة على تفصيل بالمكافآت والتعويضات المدفوعة لكل شخص على حدة وهم أعضاء مجلس الإدارة وخمسة من كبار التنفيذيين ممن تلقوا أعلى المكافآت والتعويضات من الشركة يضاف إليهم الرئيس التنفيذي والمدير المالي إن لم يكونوا من ضمنهم، هنالك "بعض البنوك والشركات أوضحت أن هذه المادة لا يمكن تطبيقها كون الشركات تلتزم في الأصل بما يخص أعضاء مجلس الإدارة أما كبار التنفيذيين فلا يلزم أي نظام احتواء تقرير مجلس الإدارة على هذه المعومات ونشرها بشكل عام.

كما أن المادة التي تطرقت فيها إلى مكافآت أعضاء مجلس الإدارة لم تتغير كثيرا عن القوانين الموجودة في قانون الشركات السعودي، وبالنسبة لاشتراط نظام الحوكمة على احتواء تقرير مجلس الإدارة المقدم للمساهمين على أي عقوبة أو جزء أو قيد احتياطي مفروض على الشركة من هيئة السوق المالية أو من أي جهة إشرافية أو تنظيمية أو قضائية أخرى ، قالت الشركات أن هذا الاشتراط غير مقبول كون الأنظمة السابقة لم تلتزم احتواء تقارير مجالس الإدارة على هذه المعلومة.

ومن الاعتراضات الأخرى ما تضمنته المادة العاشرة من نظام الحوكمة والتي تنص على وضع نظام حوكمة خاص بالشركة بما لا يتعارض مع أحكام لائحة الحوكمة للهيئة والإشراف العام عليه ومراقبة مدى فاعليته وتعديله عند الحاجة ، وعللت بعض الشركات اعتراضها انه الأنظمة السابقة لم تلتزم بوضع نظام حوكمة خاص بكل شركة.

بعض الشركات أكدت أنها لن تطبق المادة الثانية عشرة من نظام الحوكمة والخاصة بحظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي بالشركة مثل منصب العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي أو المدير العام لان الأنظمة السابقة وخاصة نظام الشركات الصادر بمرسوم ملكي لم يحظر الجمع بين هذه المناصب.

"هنالك بعض الاعتراضات بخصوص ما تطرقت إليه المادة الرابعة عشرة من نظام الحوكمة والتي تنص على تشكيل مجلس الإدارة لجنة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين تسمى لجنة

المراجعة لا يقل عدد أعضائها عن ثلاثة يكون من بينهم مختص بالشؤون المالية والمحاسبية ، حيث رات بعض الشركات والبنوك أنها مادة غير ملزمة وأنها حكم جديد من اللائحة وغير الزامي خاصة أن البنوك والشركات تلتزم بالقواعد الصادرة سابقا بتنظيم لجنة المراجعة وتنفيد بها ويكون اعتماد أعضاء لجنة المراجعة من قبل الجمعية العمومية.

ولقيت فقرة أخرى من نفس المادة الرابعة عشر السابقة اعتراضا من الشركات على تطبيقها وهي تنص على إصدار الجمعية العمومية للشركة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة قواعد اختيار أعضاء لجنة المراجعة ومدة عضويتهم وأسلوب عمل اللجنة ووصفت الشركات هذه الفقرة بأنها حكم جديد من لائحة الحوكمة وغير إلزامي ،كون البنوك والشركات تلتزم بالقواعد الصادرة سابقا من الجهات الرسمية بتنظيم لجنة المراجعة وتنفيد بها ويكون اعتماد أعضاء لجنة المراجعة من قبل الجمعية العمومية.

وعلى ضوء ما سبق نجد انه يصعب تنفيذ حوكمة الشركات بشركات المساهمة العامة السعودية في ظل وجود هذه اللائحة التي تفتقر العديد من موادها للانسجام ، كما أنها تتعارض مع بعض الأنظمة والقوانين التي أصدرتها مؤسسة النقد العربي السعودي، فضلا عن أنها لم تراعى التدرج في التطبيق، فاللائحة أول ما صدرت في عام 2006 كانت بمثابة لائحة إرشادية غير ملزمة ، وفي يونيو 2009 صدر أمر من هيئة سوق المال بان تكون اللائحة ملزمة وبالتالي فأن عدم تطبيق الشركات للائحة الحوكمة، سيضعهم محل المساءلة المباشرة، والعقوبات الكبيرة بشكل سريع جدا ، لذلك يجب أن تعزز هذه اللائحة بنظام أفضل للشركات، فالحوكمة تؤكد على ما ينص عليه نظام الشركات، لإيجاد أحكام جديدة غير ملزمة في هذا النظام كما أن هنالك عوامل حقيقية خارجة عن سيطرة السوق السعودية، الذي يعاني من العشوائية من قبل المتعاملين، وبالتالي من الصعب انتظار نتائج الأنظمة والقوانين، التي تخاطب عالميا شركات الوساطة المالية ومديري الصناديق، بعكس الواقع الذي يعيشه السوق السعودي، فهو واقع مضطرب لأنه يخاطب مواطنين عاديين من الصعب تأقلمهم معها.

بالإضافة إلى أن تنفيذ مواد ومتطلبات لائحة الحوكمة تتطلب وجود إدارة كبيرة لدى الهيئة لمتابعة وجود هذه اللائحة داخل الشركات المساهمة وهذا يتطلب جهازا إداريا أكبر مما يؤدي إلى

تطبيق

كبر التكلفة الاقتصادية فهناك شركات لا تستطيع دفع التكاليف التي تعمل على تسيير أعمال اللجان الرقابية والاشرفية والتنفيذية المطلوبة وفق لائحة الحوكمة فهذا يؤثر على دخل الشركة ومكانتها.

خلاصة الفصل:

يعتبر السوق المالي السعودي من أكبر الأسواق المالية في الدول العربية حالياً، من حيث القيمة الرأسمالية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالمملكة كما لهذا السوق نظام عمل متطور، بحيث لا يتم بيع وشراء الأسهم في سوق محدد بمكان، وإنما من خلال نظام إلكتروني يربط بين قاعات التداول في البنوك التجارية والشركات المالية وجهاز حاسب آلي مركزي لدى السوق المالية "تداول" يتولى التوفيق بين البائعين والمستثمرين خلال ساعات التداول.

كما تناولنا في هذا الفصل دور الحوكمة في تنشيط سوق رأس المال في السعودية حيث من أهم الأسباب التي أدت إلى تطبيق الحوكمة هو الانهيارات التي شهدتها السوق السعودي مطلع 2006 مما أدى إلى ضياع حقوق أصحاب المصالح بها وبصفه خاصة المستثمرين الحاليين، كما أدى إلى فقد ثقة المستثمرين المرتقبين في المعلومات المحاسبية بسبب غياب الرقابة ونقص الإفصاح والشفافية في بعض الوحدات الاقتصادية.

وسعت المملكة إلى تعزيز تطبيق الحوكمة حيث تبنت رسمياً تطبيق الحوكمة في 2006 وخلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2013 لم تلبى الحوكمة تطلعات هيئة سوق المال السعودية وذلك لعدة أسباب منها الأزمة المالية العالمية 2008 وتدني أسعار البترول كما ان اثر الحوكمة يكون على المدى الطويل.

ويسعى السوق المالي السعودي إلى تعزيز تطبيق الحوكمة عن طريق سن قوانين الحوكمة وإلزام الشركات المدرجة بتطبيقها، وقد بدأت بوادر تأثير الحوكمة الايجابي على هذا السوق في الاتجاه الموجب للموشر العام، إضافة الى ارتفاع معدلات التداول وإرباح الأسهم المدرجة في هذه السوق.

الخاتمة

تمتاز أسواق رأس المال بكونها المكان التي تجمع بين طرفين مهمين يكملان بعضهم البعض، أما الطرف الأول أصحاب الأموال الفائزة (المدخرين) الذين يبحثون عن قنوات استثمارية يمكن من خلالها تنمي أموالهم وتحفظها وتوفر لهم دخل إضافي، أما الطرف الثاني هم أصحاب العجز المالي (المستثمرين) الذين هم بحاجة إلى أموال، هم في شكل شركات مساهمة ذات أغراض متعددة وتحتاج لرؤوس أموال ضخمة، فلا بد من وجود ذلك الممول، إما بصفته شريكاً في الشركة إذا ما كان مالكاً لأسهمها، وإما أن يكون مقرضاً لها إذا ما كان مالكاً لسنداتهما، ومن هنا جاء دور سوق رأس المال كوسيط بين العارضين والطالبين للأموال من أجل تمويل مشاريعهم.

إن المعلومات هي أساس أي قرار خاصة القرارات الاستثمارية، ويعتبر الاستثمار المالي من بيوت هذه القرارات التي تعتمد بالدرجة الأولى على مدى توافرها، ولقد أبرزت الفوائد المالية أهمية اتخاذ الحيطة و الحذر فيما يخض نوعية المعلومات ودورها في تضليل المستثمرين الحاليين والمرتبين، لذا لجأ إلى الحوكمة كوسيلة تعمل على حماية المتعاملين في السوق المالي من مختلف التلاعبات بالمعلومات المفصح عنها، ولقد ركزنا في هذا البحث على الدور الذي يمكن ان تلعبه الحوكمة في الحد من هذه التلاعبات وتحقيق الجودة في الإفصاح، من خلال فرض الرقابة على منتجي المعلومات والعمل على تحسين إجراءات تقديمها للمستثمرين من خلال تطبيق مبادئها خاصة مبدأ الإفصاح والشفافية الذي يؤدي تطبيقه إلى توفير المعلومات وإبراز الصورة الحقيقية للشركات المدرجة في البورصات خاصة.

وقد اهتمت الدول العربية بمفهوم حوكمة الشركات و مدي تطبيقها في أسواقها المالية وذلك للرفع من أدائها، وكان علي رأسها المملكة العربية السعودية، حيث يعتبر سوقها من اكبر الأسواق في العالم العربي، وإيجابتها على إشكالية البحث فان حوكمة الشركات تشكل وسيلة فعالة في يد الشركات التي ترغب في الرفع من درجة جودة المعلومات المفصح عنها خاصتا في الدول العربية، وبالتالي الرفع من درجة الثقة فيها قصد الوصول إلي اعلي مستوي من الإقبال علي أوراقها المالية، وهذا يؤدي إلي جذب المستثمرين وعليه إذا قامت الشركات بتبني مبادئ الحوكمة، فان ذلك سوف يؤثر على درجة الكفاءة في سوق رأس المال بشكل عام، وقد قمنا باختبار الفرضيات حيث توصلنا إلى ما يلي:

1- اختبار الفرضيات:

من الفرضية الأولى نجد ان الأسواق العربية كلها في حاجة ملحة إلى تطوير قواعد الشفافية والإفصاح ، وخصوصا تلك المتعلقة بحوكمة الشركات بغية تطوير متطلبات الشفافية وتقليل أثر المضاربات وأنشطة المتاجرة الداخلية السائدة في معظم الأسواق العربية.

تشير الفرضية الثانية والمتعلقة بكون أن المعلومات هي المحدد الرئيسي لدرجة تنشيط سوق رأس المال، والتي يمكن قبولها ولكن يجب الإشارة إلى أن المعلومات المفصح عنها ليست المحدد الوحيد لكفاءة سوق رأس المال، حيث انه هناك مجموعة من المقومات التي من شأنها القيام بذلك مثل السيولة، العدالة، ورشد سلوك المستثمرين.

أما الفرضية الثالثة والمتعلقة بان مبادئ الحوكمة وخاصة الإفصاح والشفافية من بين أهم الأساليب التي تؤدي بالوصول إلى تنشيط أسواق رأس المال وذلك عبر تحقيق جودة الإفصاح المحاسبي الذي يزيد من ثقة المستثمرين والمساهمين في المعلومات المنشورة بما يضمن حماية حقوق المستثمرين والمساهمين وبالتالي خلق الثقة في سوق رأس المال وذلك بزيادة معدلات الاستثمار ودعم القدرات التنافسية ويعتبر كمؤشر لرفع من كفاءة السوق المالي.

فيما يخص الفرضية الرابعة صحيحة حيث قمنا بدراسة أداء السوق المالي السعودي في الفترة 2000 إلى 2013 اي قبل وبعد تطبيق لائحة حوكمة الشركات حيث عرف السوق عدم الاستقرار بعد تطبيق الحوكمة واستخلصنا ان نظام الحوكمة لم يصل إلى النتائج المرجوة منه، حيث مازال يعاني من نقص الشفافية والإفصاح في معظم الشركات المدرجة في السوق المالي ومع هذا تسعى هيئة السوق السعودية جاهدا لتحقيق مبادئ الحوكمة عبر القوانين والقرارات المطبقة.

2- النتائج العامة:

بعد تناولنا لمختلف الجوانب المتعلقة بكل من حوكمة الشركات وكذا سوق رأس المال و دور حوكمة الشركات في تنشيط سوق رأس المال في الدول العربية ومن ثم دراستنا للسوق المالي السعودي توصلنا إلى النتائج التالية:

أ- نتائج الجانب النظري:

- الالتزام بحوكمة المؤسسات يعتبر في حد ذاته قيمة للمؤسسة، خاصة في الوقت الراهن أين أضحى تطبيق الحوكمة من أول المطالب التي يفرضها المستثمرون كضمان لحقوقهم نتيجة الأزمات المالية المتلاحقة؛
- تعتبر الحوكمة بمثابة الأداة التي تضمن كفاءة إدارة الشركة في استغلالها لمواردها ودراستها للمخاطر، وهو ما يعتبر كمؤشر عن تحقيق الشركة لأهدافها بالدرجة الأولى وأهداف الأطراف ذات العلاقة بها؛
- يلعب سوق رأس المال دور أساسي في النشاط الاقتصادي من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات الأنشطة الاقتصادية المختلفة؛
- إن عدم تماثل المعلومات يؤدي بالمستثمرين إلى انتهاج سياسات دفاعية مؤثرة على الكفاءة وتعمل الحوكمة على حلها عن طريق رفع درجة الإفصاح؛
- إن الشركات التي تطبق مبادئ الحوكمة تلقى إقبالا واسعا من طرف المستثمرين، كون ان هذا الإقبال يكون موجه من خلال المعلومات المفصح عنها، والتي تتميز بدرجة عالية من الدقة والمصداقية؛
- إن التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة خاصة الإفصاح والشفافية يؤدي الى حماية المستثمرين وزيادة ثقتهم مما يزيد من حجم التداول وحركة السيولة وهذا ينعكس على نشاط السوق ككل.
- تعاني العديد من الأسواق العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، وعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية.

ب- نتائج الجانب التطبيقي:

- يتميز السوق المالي السعودي بحدائثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة ، كما يتسم بقلّة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير؛
- حجم المعاملات في السوق المالي السعودي محدودا نسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم

- إصدار مشروع لائحة حوكمة الشركات بتاريخ 2006/7/1 ومن ثم صدر قرار مجلس هيئة السوق المالية بتاريخ 2006/11/12 بإنفاذ اللائحة بشكلها النهائي؛
- من أهداف تطبيق الحوكمة في السوق السعودي مواكبة التطورات الاقتصادية وتطوير الأسواق المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية إليها؛
- من أهم أسباب تطبيق الحوكمة الانهيارات التي شهدتها السوق السعودي مطلع 2006 بسبب غياب الرقابة ونقص الإفصاح والشفافية في بعض الوحدات الاقتصادية؛
- لم تلبى الحوكمة تطلعات هيئة سوق المال السعودية وذلك لعدة أسباب منها الأزمة المالية العالمية 2008 وتدني أسعار البترول كما ان اثر الحوكمة يكون على المدى الطويل؛
- مازالا السوق المالي السعودي يسعى الى تعزيز الحوكمة وذلك بسن قوانين الحوكمة وإلزام الشركات المدرجة بتطبيقها، وقد بدأت بوادر تأثير الحوكمة الايجابي على هذا السوق في الاتجاه الموجب للمؤشر العام، إضافة إلى ارتفاع معدلات التداول وإرباح الأسهم المدرجة في هذه السوق.

3- توصيات:

- ضرورة الاهتمام أكثر بالحوكمة في الدول العربية نظرا لضعف نوعية المعلومات في هذه الدول والتي تؤدي الى منع الرقابة وانتشار الفساد وانعدام الثقة مما يؤثر على أسواقها المالية؛
- العمل على تحسين مستوى ممارسة الحوكمة في الشركات المدرجة وخاصة مبدأ الإفصاح والشفافية وذلك من خلال مساعدة مديري ومجالس إدارات الشركات على تطوير إستراتيجية سليمة للحوكمة تساعد على تحسين كفاءة أداء الشركات، والتخصيص الأفضل للموارد، بهدف تعظيم حجم العائد الذي يجنيه المستثمر وإظهار القيمة العادلة للسهم، مما يعزز الثقة في السوق المالي؛
- اعتماد معايير محاسبية دولية في إعداد التقارير المالية التي تكون الشركات ملزمة بالإفصاح عنها، مع ضرورة إخضاع هذه التقارير للتدقيق والمراجعة من أجل زيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المنشورة و بالتالي زيادة فعالية التقارير في ترشيد القرارات؛
- العمل على بذل المزيد من الجهود والمتابعة للمستجدات المتعلقة بتطبيق قواعد الحوكمة في الشركات المدرجة بهدف تنمية الوعي الاستثماري في المجتمع؛

- العمل على تعزيز ثقافة ممارسة الحوكمة في الشركات السعودية وذلك عبر عقد برامج تدريبية تعكس مفاهيم وثقافة تطبيق الحوكمة؛
- العمل على تحديث الأطر القانونية والتنظيمية التي توفر الحماية للأزمة للمستثمرين في السوق السعودي الأمر الذي يؤدي إلى تنمية الاستثمار وتعظيم دور الشركات في هذا المجال؛
- العمل على منح صلاحيات ودور أوسع لأصحاب المصالح في ممارسة الدور الرقابي على الإدارة مما يساهم في دعم و تشجيع المستثمرين؛
- ضرورة تطوير البيئة القانونية المنظمة لعمل السوق المالي السعودي بحيث يلبى احتياجات الحوكمة؛
- بناء نموذج رقابي لقياس جودة أداء الحوكمة في الشركات المساهمة ومراقبة مدى تفعيله باعتبار ذلك يمثل طموح تسعى لتحقيقه هيئة سوق المال السعودي؛
- أخيراً تستطيع المملكة العربية السعودية أن تستفيد من الخبرات والدراسات التي قامت بها بعض الدول المتقدمة وبعض الدول النامية التي سبقتها في تطبيق هذا النظام، وذلك عن طريق عمل علاقات واتصالات مع هذه الدول سواء التي نجحت في تطبيقه أو الدول التي فشلت في تطبيقه لمعرفة الأسباب التي أدت إلى الفشل.

آفاق البحث:

ويبقى موضوع دور حوكمة الشركات في تنشيط وتفعيل سوق رأس المال واسع النطاق ومتشعب الأبعاد، وما هذه الدراسة إلا جانب بسيط من جوانبه المتعددة، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى جملة من المواضيع المقترحة والتي تتناول أبحاث أخرى تسلط الضوء على أدوار وجوانب أخرى لحوكمة الشركات في سوق رأس المال ومن المواضيع المقترحة تسليط الضوء عليها ما يلي:

- دور حوكمة صناديق الاستثمار في تحسين أداء سوق رأس المال؛
- تأثير تطبيق نظام الحوكمة في البنوك الإسلامية على الأسواق المالية الإسلامية.

وفي الأخير نشكر الله أن وفقنا لإتمام هذا العمل المتواضع، وأن يكون إسهامه علمية تحقق الأهداف المرجوة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب:

- 1- احمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، الطبعة الثانية، السعودية، 2005.
- 2- أحمد سيد مصطفى، تحديات العولمة والتخطيط الإستراتيجي، الطبعة العربية، مصر، 2003.
- 3- أحمد علي خضر، حوكمة الشركات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.
- 4- احمد مبروك ابو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، دار ايتراك، القاهرة، مصر، 2005.
- 5- احمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
- 6- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، 2004.
- 7- أمين السيد أحمد لطفي، إعداد وعرض القوائم المالية في ضوء معايير المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص57.
- 8- حسنى على خريوش وآخرون، الاسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دار زهران لنشر والتوزيع، الاردن، 2013.
- 9- حسين القاضي ومأمون حمدان، نظرية المحاسبة، الدار العلمية الدولية، عمان، الأردن، 2007.
- 10- خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي.
- 11- دونالد كيسو وجيري بجانت، المحاسبة المتوسطة، الجزء الأول، ترجمة أحمد حامد حجاج، دار المريخ، الرياض العربية السعودية، 2005.
- 12- رضوان حلوة حنان، تطور الفكر المحاسبي، الدار العلمية الدولية، عمان، الأردن، 2001.
- 13- رمضان مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط3، القاهرة، مصر، 2004.

- 14- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة ام القرى بالمنصورة، مصر، 2001.
- 15- سليمان المنذري، البورصات العربية، الدور والعلاقات البنينة وتحديات التحرير، الأهرام، القاهرة، 2001.
- 16- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006.
- 17- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الاردن، 2010.
- 18- شذا جمال خطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، دار المجدلاوى للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2008.
- 19- طارق عبد العال حماد، التقارير المالية أسس الأعداد والعرض والتحليل، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 51.
- 20- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات المفاهيم -المبادئ- التجارب- تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 21- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 22- عبد المنعم السيد علي، التكامل الاقتصادي العربي، الواقع والآفاق، بيروت، 1998.
- 23- عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 24- عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، سوريا، دمشق، 2002.
- 26- غضبان حسام الدين، محاضرات في نظرية الحوكمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 27- قاسم محسن ابراهيم الحبيطي وزياد هشام يحيى السقا، نظم المعلومات المحاسبية، وحدة الحداية لطباعة والنشر، كلية الحداية الموصل، العراق، 2003.

- 28- مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 29- محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2005.
- 30- محمد خليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دارابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، ط3، 2006.
- 31- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 32- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 33- محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2013.
- 34- محمد عوض عبد الجواد وعلى ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم سندات أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2006.
- 35- محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والادارى، ط2، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009.
- 36- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، عمان، الاردن، 2010.
- 37- محمود عبد الفضيل، مصر والعالم على أعتاب ألفية جديدة، دار الشروق، القاهرة، مصر، 2001.
- 38- مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2013.
- 39- منير ابراهيم هندی، الاوراق المالية واسواق راس المال، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002.
- 40- منير إبراهيم هندی، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997.

41- نسرین عبد الحمید نبیہ، البورصة ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية، دار الكتاب والوثائق القومية، الاسكندرية، 2012.

42- النقيب كمال عبد العزيز، مقدمة في النظرية المحاسبية، دار وائل للنشر، الاردن، 2003.

43- هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2003.

44- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

45- يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، ط3، دار النشر للجامعات، مصر، القاهرة، 1998.

المذكرات:

ماجستير:

1- اشرف درويش أبو موسى، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة الماجستير غير منشور، كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.

2- أكرم يحيى علي الشامي، أثر الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية على جودة التقارير المالية للبنوك التجارية العاملة في الجمهورية اليمنية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، اليمن، 2009.

3- بن عيسى عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، مذكرة الماجستير غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحيى فارس المدية، 2009/2008.

4- بوبريمة إحسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نفود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2007/2006.

5- جمال نبيل، التدقيق الخارجي كآلية لتطبيق حوكمة الشركات دراسة حالة مجمع صيدال وحدة الدار البيضاء، مذكرة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مالية ومحاسبة، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف، الجزائر، 2008.

6- حسين عبد الجليل ال غزوي، حوكمة الشركات وأثرها على الإفصاح في المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأكاديمية العربية في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم محاسبة، 2010.

7- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2007/2006.

8- زلاسي رياض، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية "دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.

9- سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر -3، 2009/2010.

10- طلحة احمد، اثر تطبيق حوكمة الشركات على جودة المعلومات المحاسبية دراسة حالة صيدال، مذكرة ماجستير غير منشورة، العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة الاغواط، الجزائر، 2011/2012.

11- عبد القادر بادن، دور حوكمة الشركات في الحد من الأزمات المالية والمصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الشلف، 2007/2008.

12- ماجد اسماعيل ابو حمام، اثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية "دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.

13- محمد رائد زياد مختار اللولو، دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي دراسة تحليلية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2007.

14- محمد فايق عبد الرحمن محسن، مدى التزام المنظمات غير الحكومية في قطاع غزة بتجهيز وعرض القوائم المالية وفقا لمتطلبات المعيار المحاسبي الدولي رقم (1)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.

15- محمود ناصر الحازمي، مدى تطبيق الحوكمة على الشركة السعودية للكهرباء المشاكل- العقبات- الحلول الممكنة، مذكرة ماجستير غير منشورة، برنامج للدراسات العليا، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الافتراضية الدولية، المملكة المتحدة، 2011.

16- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، مذكرة ماجستير غير منشورة، عمادة الدراسات العليا كلية التجارة، تخصص ادارة اعمال، الجامعة الإسلامية، غزة ، فلسطين، 2007.

دكتورة:

1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.

2- حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2014.

3- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2009.

مجلات :

1- فريد محرم فريد إبراهيم الجارحي، أثر تطبيق حوكمة الشركات على أداء الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة الفكر المحاسبي كلية التجارة، جامعة عين شمس، عدد خاص، 25 نوفمبر 2010.

2- محمد السيد منصور عطا الله، أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، مجلة بحوث تجارية، م 17، ع 1، يناير 1995.

3- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية- البحرين، مجلة الباحث، العدد 09/2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.

4- هشام طلعت عبد الحكيم وانوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة و الاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، 2010.

الملتقيات :

1- احمد قايد نور الدين، دور التدقيق الاجتماعي في دعم حوكمة الشركات، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.

2- اشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البينية والتكامل الاقتصادي العربي، الجامعة الاردنية، ايام 20 الى 22 سبتمبر 2004.

3- إمام حامد آل خليفة، التدقيق الداخلي وتفعيل مبادئ الحوكمة في التشريع الضريبي المصري، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر العربي الأول للتدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات (تدقيق الشركات - تدقيق المصارف والمؤسسات- المالية - تدقيق الشركات الصناعية)، القاهرة، مصر، ايام 24 - 26 سبتمبر 2005.

4- براق محمد، قمان عمر، دور حوكمة الشركات في التنسيق بين الآليات الرقابية الداخلية والخارجية للحد من الفساد المالي والإداري، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.

5- بلعادي عمار، جاوحدو رضا، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010.

6- بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والاداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.

7- زرزار العياشي، أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية للشركات، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع ورهانات وآفاق، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010.

8- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، عمان ، الأردن، 2012.

9- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، يومي 6، 5 ماي 2014.

10- صديقي مسعود، دريس خالد، دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الإستثمار، رقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010.

11- فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.

12- فريد عبة، مريم طبني، دور مبادئ حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 6 / 7 ماي 2012.

13- كمال بوعظم، رايدي عبد السلام، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الاسواق المالية والحد من وقوع الأزمات مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار عنابة، يومي 18-19 نوفمبر 2008.

14- محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية المنعقد في شرم الشيخ جمهورية مصر العربية في ماي 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية 2007.

15- مسعود دراوسي، ضيف الله محمد الهادي، دور حوكمة الشركات في التنسيق بين الآليات الرقابية الداخلية والخارجية للحد من الفساد المالي والإداري، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.

16- مسعود دراوسي، ضيف الله محمد الهادي، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 6-7 ماي 2012.

17- مؤيد محمد علي الفضل، محددات السلوك الإداري لتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثيرها بالأداء، المؤتمر الثاني للعلوم المالية حول مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، جامعة اربد، الأردن، 29-28 افريل 2010.

18- هوام جمعة، لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، يومي 7-8 ديسمبر 2010.

19- هوامة جمعة، بريس نورة، فروم محمد الصالح، الشفافية والإفصاح في إطار حوكمة الشركات، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 18-19 نوفمبر 2008.

التقارير:

1- سلسلة تقارير سامبا، السوق المالية السعودية: مسائل هيكلية، أداء السوق في الآونة الأخيرة، مجموعة سامبا المالية، السعودية، 2009.

2- مركز المشروعات الدولية، مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، CIPE ، القاهرة، مصر، 2004، ص، ص 15.

3- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الثامن والثلاثون، 2002

4- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2009.

5- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، نشأة هيئة السوق المالية، السعودية، 2009.

6- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، هيئة السوق المالية مسئوليات وأهداف، السعودية، 2009.

7- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2006.

8- هيئة السوق المالية، الدليل الاسترشادي للائحة حوكمة الشركات، 2012.

9- هيئة السوق المالية، دليل الادخار والاستثمار، 2004.

10- هيئة السوق المالية، قواعد التسجيل والإدراج، المادة (11).

11- هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات.

12- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، البحرين، 2007.

مراجع اجنبية :

- 1- OECD principles of corporate governance, paris ,France , 2004.
- 2- David cararus , nathalie gardes , audit légal et gouvernance d'entreprise une lecteur théorique de leur relation , conférence international de l'enseignement et de la recherche en comptabilité , université de pau des pays , bordeaux , 29-30 , septembre 2005.
- 3- Oliver bouba , gouvernance d'entreprise (élargir la problématique) ,une version modifie et apparaitre dans le revue économique et social , université de Poitiers, janvier 2005.
- 4- PATRICK ARTUS, anomalies sur les marchés financiers, ed, ECONOMICA, Paris, 1995.
- 5- Centre international pour l' entreprise privée, (CIPE Bulletin en français), juin 2008/N°:3.
- 6- Guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes, Institut ARABE des chefs D'entreprises en collaboration avec center for international private enterprises ,2008.

المواقع الاليكترونية:

- 1- www.tadawul.com.sa.
- 2- www.iobf.org.
- 3- ww.cma.org.sa.
- 4- www.alriyadh.com.
- 5- www.sama.gov.sa.
- 6- www.bfasaudi.com.